

DISCUSSION PAPER

Address.

279 Nguyen Tri Phuong
District 10, HCMC, Vietnam

Telephone.

84-28-3844-8222

Email.

kkt@ueh.edu.vn

Website.

se.ueh.edu.vn

CÓ NÊN ĐƯA LÃI SUẤT TIỀN GỬI VND VỀ 0 PHẦN TRĂM?

Châu Văn Thành

Tóm tắt

Cuối tháng 06/2021, bên cạnh các giải pháp của chính phủ, nhiều tranh luận nổi lên từ đề xuất đưa mức lãi suất tiền gửi về zero của Hiệp hội các nhà đầu tư tài chính Việt Nam (VAFI). Hiệp hội này cho rằng mức lãi suất tiền gửi ở Việt Nam là khá cao so với các nước khác kéo theo lãi suất cho vay kinh doanh và tiêu dùng đều cao; dòng tiền vì vậy mà không đi vào các kênh có lợi cho nền kinh tế. Bên cạnh đó, sự ổn định kinh tế vĩ mô cũng như việc kiểm soát tương đối tốt dịch bệnh của Việt Nam so với các nước xung quanh cũng cho phép Việt Nam thực hiện việc điều chỉnh này.

Ngay sau khi đề xuất này được đệ trình, rất nhiều chuyên gia và các nhà hoạch định chính sách đã phản ứng mạnh mẽ và tỏ thái độ không đồng tình. Để có thể thấy được những điểm đúng sai trong các quan điểm tranh luận, chúng ta cần phải nắm rõ khung phân tích lý thuyết – nhất là hiểu rõ chính sách tiền tệ, bằng chứng thực nghiệm và cách thức vận dụng liên quan đến đề xuất này trong bối cảnh cụ thể. Tinh hướng này nhằm tổng hợp một cách có hệ thống khung phân tích, các quan điểm lập luận và tranh luận. Sau đó, người học sẽ tự đưa ra các nhận định cá nhân của mình.

CÓ NÊN ĐƯA LÃI SUẤT TIỀN GỬI VND VỀ 0 PHẦN TRĂM?²

Bối cảnh

Thế giới những tháng cuối quý II năm 2021 với bức tranh kinh tế và đại dịch COVID-19 ở các nhóm nước phát triển và đang phát triển bắt đầu có dấu hiệu hoán đổi cho nhau so với tình hình này ở năm 2020. Ở những nước phát triển, do chủ động nguồn vắc xin cùng với chiến lược tiêm chủng diện rộng thành công đã bắt đầu mở cửa nền kinh tế. Trong khi nhiều nước đang phát triển dịch bệnh hoành hành dữ dội buộc phải tạm dừng hầu hết mọi hoạt động - kể cả chủ động và bắt buộc. Kinh tế suy giảm, đời sống đa phần dân chúng gặp khó khăn, việc làm mất đi, sản xuất gián đoạn buộc chính phủ phải nghĩ đến nhiều giải pháp ứng cứu. Việt Nam nhìn chung được đánh giá là một trong những quốc gia hiếm hoi trên thế giới đạt được những thành tựu trên cả hai mặt trận – chống dịch và duy trì hoạt động kinh tế - nhưng giờ đây cũng phải đối mặt với những vấn đề tương tự do sự lan rộng của dịch bệnh từ các biến chủng mới.

Cuối tháng 06/2021, bên cạnh các giải pháp của chính phủ, nhiều tranh luận nổi lên từ đề xuất *đưa mức lãi suất tiền gửi về zero* của Hiệp hội các nhà đầu tư tài chính Việt Nam (VAFI). Hiệp hội này cho rằng mức lãi suất tiền gửi ở Việt Nam là khá cao so với các nước khác kéo theo lãi suất cho vay kinh doanh và tiêu dùng đều cao; dòng tiền vì vậy mà không đi vào các kênh có lợi cho nền kinh tế. Bên cạnh đó, sự ổn định kinh tế vĩ mô cũng như việc kiểm soát tương đối tốt dịch bệnh của Việt Nam so với các nước xung quanh cũng cho phép Việt Nam thực hiện việc điều chỉnh này.

Ngay sau khi đề xuất này được đệ trình, rất nhiều chuyên gia và các nhà hoạch định chính sách đã phản ứng mạnh mẽ và tỏ thái độ không đồng tình. Để có thể thấy được những điểm đúng sai trong các quan điểm tranh luận, chúng ta cần phải nắm rõ khung phân tích lý thuyết – nhất là hiểu rõ chính sách tiền tệ³, bằng chứng thực nghiệm và cách thức vận dụng liên

¹ Kỹ thuật giảng dạy thông qua các bài viết và bài báo thời sự ngắn có thông tin và cơ chế chuyên môn.

² Tổng hợp tình huống: giảng viên Châu Văn Thành, Khoa Kinh tế, Trường Đại học Kinh tế TP.HCM. Email: thanhcv@ueh.edu.vn, dùng cho *giảng dạy và nghiên cứu*.

³ Xem thêm PHỤ LỤC 2.

quan đến đề xuất này trong bối cảnh cụ thể. Tình huống này nhằm tổng hợp một cách có hệ thống khung phân tích, các quan điểm lập luận và tranh luận. Sau đó, người học sẽ tự đưa ra các nhận định cá nhân của mình.

Đề xuất của Hiệp hội các nhà đầu tư tài chính Việt Nam

Ngày 22/6/2021, Hiệp hội các nhà đầu tư tài chính Việt Nam (VAFI) có công văn gửi Thủ tướng Chính phủ và Bộ Tài chính, Ngân hàng Nhà nước, Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Ban Kinh tế Trung ương đề xuất giải pháp hạ dần lãi suất tiền gửi VND về mức 0%/năm. VAFI lập luận dựa trên một số yếu tố sau⁴:

Thứ nhất, so với các nước thì tiền gửi VND kỳ hạn ngắn và trung hạn đang ở mức rất cao (3,5 - 6,2%/năm), do vậy dẫn đến lãi suất cho vay cũng cao và đang gây bất lợi cho doanh nghiệp và người tiêu dùng có thu nhập thấp và trung bình. So với các nước châu Âu, Hoa Kỳ đều có lãi suất tiền gửi nội tệ và ngoại tệ là 0%/năm (thậm chí là âm ở một số nước (thu phí tiền gửi)) nhằm kéo lãi suất cho vay xuống thấp (2 - 5% tùy đối tượng và thời hạn vay). Các nước khối ASEAN như Thái Lan, Philippines, Malaysia, Singapore đang có lãi suất tiền gửi ngắn hạn nội tệ ở mức 0%, lãi suất tiền gửi dài hạn trong khoảng từ 0,2 - 0,7%/năm.

Thứ hai, do chưa có hệ thống giải pháp kiểm soát và hướng dòng tiền tiết kiệm và nhàn rỗi vào các kênh đầu tư có lợi cho nền kinh tế, chưa ngăn được các dòng tiền này chảy vào các kênh bất động sản và ngoại tệ; do vậy, lãi suất tiền gửi và cho vay vẫn còn cao.

Thứ ba, thời gian qua Ngân hàng Nhà nước đã có giải pháp hạ thấp lãi suất tiền gửi tiết kiệm, nhờ đó, dòng tiền không lò dò vào thị trường chứng khoán: "Trong lúc khó khăn do dịch Covid- 19 này, thị trường chứng khoán lại phát triển đã giúp cho hệ thống ngân hàng và cộng đồng doanh nghiệp trong nước tồn tại phát triển và thêm nhiều khả năng chống chọi với những khó khăn mới". Tuy nhiên, dòng tiền lớn nhàn rỗi lớn cũng đổ vào thị trường bất động sản, đẩy giá đất tăng mạnh và nguy cơ gây khó khăn cho phát triển kinh tế cũng như tạo rào cản thu hút vốn đầu tư nước ngoài. Giá đất tăng còn tác động tiêu cực tới an sinh xã hội khi hàng triệu người lao động khó có khả năng mua được một ngôi nhà cho chính mình.

⁴ Xem thêm chi tiết trên các bài báo theo địa chỉ sau: (truy cập ngày 24/06/2021)
<https://thanhnien.vn/tai-chinh-kinh-doanh/vafi-de-xuat-lai-suot-tien-gui-0-1402706.html>
<https://vietnamnet.vn/vn/kinh-doanh/tai-chinh/de-xuat-dua-lai-suot-tien-gui-ve-0-748115.html>

Thứ tư, Việt Nam có nhiều tiền đề khách quan vững chắc để hạ nhanh lãi suất tiền gửi về 0%: chính trị ổn định, tốc độ tăng trưởng kinh tế ổn định, xuất khẩu hỗ trợ thu ngoại tệ lớn, dự trữ ngoại hối tăng mạnh, hệ thống ngân hàng và thị trường chứng khoán thời gian qua đều tăng trưởng mạnh bất chấp dịch COVID-19.

VAFI kiến nghị các giải pháp để đưa dần lãi suất tiền gửi về mức 0%/năm, bao gồm:

(1) Bộ Tài chính xây dựng luật Thuế tài sản nhằm hạn chế dòng tiền đầu cơ chảy vào bất động sản, kiểm soát giá đất, thuế tài sản lũy tiến từ căn nhà thứ hai trở đi (ban đầu ở mức thấp đủ ngăn ngừa đầu cơ và tăng dần như các nước khác – đây là điều kiện tiên quyết để hạ nhanh lãi suất tiền gửi tiết kiệm).

(2) Bộ Tài chính bỏ thuế chuyển nhượng trái phiếu, thuế lợi tức trái phiếu cho tổ chức, cá nhân nhằm góp phần hạ lãi suất huy động: "Tiền gửi tiết kiệm hiện nay không phải chịu bất kỳ khoản thuế nào nhưng tại sao đầu tư vào trái phiếu thì phải chịu thuế trong khi huy động vốn dài hạn qua kênh trái phiếu quan trọng hơn rất nhiều so với tiền gửi tiết kiệm ở kỳ hạn ngắn?"

(3) Ngân hàng Nhà nước điều chỉnh luật để người dân đầu tư trái phiếu do hệ thống ngân hàng phát hành sẽ được bảo đảm tiền đầu tư như là tiền gửi tiết kiệm - từ đó hướng dòng tiền nhàn rỗi vào kênh đầu tư dài hạn. Cụ thể là hướng dòng tiền nhàn rỗi chảy vào thị trường trái phiếu với lãi suất huy động thấp (dưới 2%/năm), hệ thống ngân hàng sẽ huy động được nguồn vốn lớn, kỳ hạn dài từ đó có thể cho vay trung, dài hạn với lãi suất cho vay thấp (dưới 5%/năm).

(4) Khi lãi suất tiền gửi đã giảm mạnh, để ngăn dòng tiền đầu cơ ngoại tệ, Ngân hàng Nhà nước cần thu phí tiền gửi ngoại tệ nhằm ổn định tỷ giá và bình ổn kinh tế vĩ mô.

(5) Kiểm soát thâm hụt ngân sách, loại bỏ ngân hàng yếu kém. Khi đại dịch Covid-19 đi qua, tỷ lệ thâm hụt ngân sách và nợ công cần giảm dần để tăng cường tiềm lực tài chính quốc gia, đủ sức đương đầu với mọi cuộc khủng hoảng có thể diễn ra trong tương lai. Hệ thống ngân hàng trong nước cần tiếp tục được củng cố theo hướng loại bỏ ngân hàng yếu kém, cải thiện cơ cấu cổ đông bằng việc tăng cường cổ đông tổ chức, cổ đông chiến lược thật sự, hạn chế dần tình trạng ngân hàng thuộc sở hữu của một tập đoàn và phải ngăn ngừa tình trạng tham nhũng trong bất kỳ ngân hàng nào.

Các quan điểm phê phán đề xuất của VAFI⁵

Liên tục những ngày sau đó, hàng loạt mặt báo đã đưa tin về quan điểm và bình luận của các chuyên gia và các nhà hoạch định chính sách. Sau đây là tóm tắt một số lập luận nổi bật:

Phản biện 1:

- “Chỉ cần lãi suất tiền gửi thấp hơn lạm phát là dòng tiền lập tức chảy ra khỏi ngân hàng. Các nước có lãi suất tiền gửi thấp là do họ ít lạm phát, hoặc mức lạm phát cực thấp. Việt Nam đang trong bối cảnh có nguy cơ lạm phát cao, giảm lãi suất tiền gửi xuống 0% là một “nước đi không giống ai”.
- “Hơn nữa, số liệu các nước theo dẫn chứng của VAFI là có lãi suất tiền gửi về 0% là không chính xác. Lãi suất nội tệ khác hoàn toàn ngoại tệ, ngoại tệ có nhiều nước còn không cho gửi, hoặc 0% như Việt Nam, còn nội tệ kỳ hạn ngắn ít nhất dưới 1%. Ngay trái phiếu chính phủ kỳ hạn 3 năm, 5 năm của các nước này cũng không có mức lãi dưới 1%”, tác giả này chỉ trích đây là một đề xuất “không hiểu gì về tiền tệ”.

Phản biện 2:

- Đề xuất này thiếu cơ sở và không khả thi. Việc so sánh lãi suất danh nghĩa quốc tế như của VAFI là khập khiễng vì mức độ rủi ro của Việt Nam cao hơn so với đa số các nước trong khu vực. Theo quy luật, rủi ro cao thì lãi suất phải cao hơn để bù đắp cho rủi ro đó. Bên cạnh đó, lạm phát Việt Nam cao hơn nhiều so với quốc tế và khu vực. Đơn cử, năm 2020, CPI của Việt Nam là 3,2% trong khi toàn cầu là 2%, Trung Quốc 2,5% và ASEAN-4 (Indonesia, Malaysia, Philippines, Thái Lan) là 1%. Năm nay, dự báo lạm phát của Việt Nam có thể lên khoảng 3,5%, trong khi toàn cầu khoảng 2,8%, Trung Quốc 1,8% và ASEAN-4 khoảng 2%. Chính vì vậy, người dân

⁵ Để thuận lợi cho việc tranh luận và theo dõi, nội dung này sẽ bỏ qua tên của người phản biện. Xem thêm chi tiết trên các bài báo theo địa chỉ sau: (truy cập ngày 25/06/2021)

<https://thanhnien.vn/tai-chinh-kinh-doanh/gui-tien-ngan-hang-lai-suat-0-gay-soc-va-tac-dung-nguoc-1403396.html>

<https://thanhnien.vn/chao-buoi-sang/de-xuat-thi-de-1403398.html>

<https://vietnamnet.vn/vn/kinh-doanh/tai-chinh/dua-lai-suat-tien-gui-ve-0-de-xuat-gay-soc-khong-kha-thi-748371.html>

<https://vietnamnet.vn/vn/kinh-doanh/tai-chinh/de-xuat-dua-lai-suat-tien-gui-ve-0-748261.html>

có kỳ vọng gửi tiền vào ngân hàng, được hưởng lãi suất ít nhất là cao hơn tỷ lệ lạm phát để hưởng lãi suất dương, không bị mất tiền một cách vô hình.

- Nguy cơ phải vay với lãi suất cao hơn. VAFI kỳ vọng việc đẩy lãi suất huy động về mức 0% sẽ kéo giảm lãi suất cho vay, kích thích hệ thống doanh nghiệp và thị trường chứng khoán phát triển. Tuy nhiên, giả sử đưa được lãi suất tiền gửi VND về 0%, trong khi lạm phát vẫn khoảng 3,5%, thì người dân cũng không mấy mặn mà gửi tiền vào ngân hàng vì còn có nhiều kênh đầu tư khác hấp dẫn hơn. Khi đó, hệ thống ngân hàng thiếu tiền gửi, vừa hứng chịu rủi ro thanh khoản, vừa không có đủ tiền để đáp ứng nhu cầu tín dụng của nền kinh tế. Như vậy, thay vì giúp đỡ doanh nghiệp, hệ thống tài chính - tín dụng có thể bị rối loạn và doanh nghiệp thiếu vốn đầu tư kinh doanh, mất nguồn lực để tăng trưởng, không bảo đảm công ăn việc làm cho người lao động...
- “Giả sử người dân không gửi ngân hàng mà đổ tiền vào thị trường chứng khoán, như lập luận của VAFI, thì khi đó doanh nghiệp huy động vốn bằng cách phát hành trái phiếu. Do không có tài sản đảm bảo, chủ yếu là tín chấp, doanh nghiệp sẽ phải trả lãi suất khá cao (hiện nay lãi suất trái phiếu doanh nghiệp khoảng 10 - 12%/năm, thường cao hơn so với đi vay ngân hàng khoảng 1 - 3%/năm). Liệu đây có phải là bài toán huy động vốn hiệu quả cho doanh nghiệp? Chưa kể, nếu doanh nghiệp đó chẳng may phá sản, nhà đầu tư trái phiếu gần như mất trắng vì không có tài sản đảm bảo, không có bảo hiểm tiền gửi như khi gửi tiền vào ngân hàng”.

Phản biện 3:

- Nếu không có điều tiết tốt, việc đột ngột giảm lãi suất huy động về 0% sẽ dẫn tới lạm phát. Việt Nam trong nhiều năm qua, nỗ lực của Chính phủ luôn là kiềm chế lạm phát. Chưa kể, dòng vốn sẽ không chảy vào phục vụ sản xuất, kinh doanh theo đúng kỳ vọng mà sẽ lập tức chuyển hướng sang bất động sản. Thực tế hiện nay, tiền trong dân đang đổ vào bất động sản nhưng chủ yếu mang tính chất đầu cơ. Do đó, hạ lãi suất tiền gửi xuống 0% không khác gì “đổ thêm dầu vào lửa”, kéo theo nhiều hệ lụy tiêu cực cho nền kinh tế.

Phản biện 4:

- Đề xuất của VAFI có thể xuất phát từ việc sớt ruột cho nguồn tiền của doanh nghiệp trong bối cảnh đang dần kiệt quệ vì dịch COVID-19. Tuy nhiên, do không phù hợp

thực tế, điều này vô tình lại gây tác dụng ngược, ảnh hưởng lớn tới sức huy động vốn của doanh nghiệp.

- Hiện tại, dòng tiền chỉ có thể đến từ huy động trong dân với mức lãi suất tương đối và hướng nguồn tiền đó vào sản xuất kinh doanh là khả thi nhất. Nếu giảm lãi suất tiền gửi xuống 0%, người dân không gửi tiền vào ngân hàng thì nguồn huy động này cũng coi như mất.

Phản biện 5:

- Người gửi tiền chịu thiệt. Những người nhận lãi suất tiền gửi bằng 0% là ai? Là những cụ hưu trí, những người lao động góp nhặt từ thu nhập hạn hẹp của mình vốn lâu nay coi ngân hàng là kênh đầu tư duy nhất. Còn những đối tượng khác, chắc chắn sẽ chuyển ngang sang vàng, chứng khoán hay bất động sản.
- Nếu giảm về 0%, khả năng người dân ùn ùn rút tiền là hoàn toàn có thể xảy ra. Khi đó, ai đảm bảo vốn cho sản xuất kinh doanh? Chưa kể các hệ lụy khác như kích thích đầu cơ, tín dụng đen, thậm chí là chạy đua lách luật để huy động vốn giữa các nhà băng. Bởi tiền gửi tiết kiệm là nguồn lực đầu vào quan trọng và chủ yếu của các ngân hàng thương mại, rồi từ hệ thống này mới chảy tới sản xuất, kinh doanh. Dù chứng khoán đã tăng trưởng khá mạnh những năm gần đây nhưng vốn vay của các doanh nghiệp và cả nền kinh tế vẫn phụ thuộc vào các ngân hàng với tỷ lệ khoảng 80%.
- Nghịch lý doanh nghiệp khó khăn, phá sản trong khi ngân hàng lãi lớn. Vấn đề là khi các nhà băng còn bỏ túi lợi khủng thì tại sao không giảm thẳng lãi vay mà phải đánh vào túi tiền của người gửi bằng việc đưa lãi suất về 0%?

Phản biện 6:

- VAFI có đề xuất một số giải pháp để đưa lãi suất tiền gửi về mức 0%/năm, trong đó có áp dụng thu thuế tài sản lũy tiến từ căn nhà thứ hai trở đi để hạn chế mạnh dòng tiền đầu cơ chảy vào thị trường bất động sản, đồng thời kiểm soát để không cho tăng giá đất. Cho dù điều này trở thành hiện thực và thị trường bất động sản không còn hấp dẫn nữa thì người dân vẫn có những kênh đầu tư khác với lãi suất cao, chẳng hạn như đầu tư vào chứng khoán, vàng, tiền điện tử, cho vay nặng lãi,...
- Việc hạ lãi suất cho vay xuống thấp là điều cần thiết, nhưng cần sử dụng các công cụ điều hành chính sách tiền tệ như giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc, giảm lãi suất cho vay chiết khấu, lãi suất cho vay tái cấp vốn, lãi suất cho vay trên thị trường mở,...

Phản biện 7:

- Lạm phát Việt Nam cao hơn nhiều so với quốc tế và khu vực. Giả sử chúng ta đưa được lãi suất tiền gửi về 0% trong khi lạm phát như vậy, liệu người dân có mặn mà gửi tiền vào ngân hàng? Trong khi đó, dòng vốn huy động từ tiền gửi của hệ thống ngân hàng vẫn chiếm tỷ trọng 50% tổng vốn đầu tư toàn xã hội. Lãi suất tiền gửi quá thấp, người dân sẽ mang tiền đi đầu tư vào những kênh khác, dẫn đến hiện tượng các ngân hàng không đảm bảo thanh khoản. Nếu thiếu thanh khoản thì ngân hàng bắt buộc phải nâng lãi suất huy động, như vậy mục đích giữ lãi suất huy động ở mức 0% là không khả thi.
- Không những thế, thiếu thanh khoản, sẽ dẫn đến thiếu vốn phục vụ sản xuất kinh doanh, tiêu dùng, như vậy khách hàng đứng trước thực tế phải cạnh tranh để được vay vốn. Điều này sẽ khiến cho lãi suất cho vay bị đẩy lên, nếu không thì chi phí không chính thức vay vốn cũng tăng lên, chứ không thể giữ thấp được. Mục đích giữ lãi suất cho vay thấp cũng sẽ không thành.

Phản biện 8:

- Hạ lãi suất tiền gửi về 0% đẩy Việt Nam vào khả năng vi phạm thao túng tiền tệ của Hoa Kỳ do có hành động can thiệp bằng chính sách tiền tệ làm mất giá VND thông qua giảm mạnh lãi suất. Cách làm này khiến VND mất giá 5% so USD trong khi Việt Nam đang trong danh sách theo dõi thao túng tiền tệ còn đa phần các nước có lãi suất 0% thì không.
- Lãi suất tiền gửi giảm về 0% sẽ khiến tiền chảy ra khỏi hệ thống ngân hàng, chuyển sang các kênh như vàng, ngoại tệ, cổ phiếu, đất đai, "đốt nóng" thị trường tài chính và bất động sản. Việc hạ lãi suất đầu vào nhưng tiền không đi vào hệ thống ngân hàng có thể chỉ làm tăng chi phí vốn chứ không tạo ra kết quả ngược lại.
- Việc các nền kinh tế lớn giữ lãi suất tiền gửi ở mức rất thấp hay gần bằng 0% xuất phát từ yếu tố lạm phát của họ cũng rất thấp hoặc là số âm như Nhật Bản và Đức. Khi lạm phát Hoa Kỳ tăng quá mục tiêu 2%, chúng ta có thể thấy hội đồng chính sách tiền tệ Hoa Kỳ đã đưa ra ngay chính sách đẩy lãi suất chính sách về 2% trong năm 2023. Việt Nam không ở điều kiện tương tự khi chúng ta chỉ mới thành công trong việc khống chế lạm phát vài năm qua ở dưới mức 3-4%. Hoa Kỳ đã bắt đầu phát tín hiệu đi vào điểm cuối của chu kỳ bơm tiền, đang chuẩn bị tăng lãi suất và rút lại thanh

khoản. Các nhà phân tích cũng dự báo một số nước châu Âu sẽ tăng lãi suất lại trong năm nay. Trong lúc này, Việt Nam không nên lỗi nhịp với chu kỳ tiền tệ của thế giới.

- Song song đó, nhiều quốc gia có lãi suất tiền gửi 0% sở hữu cấu trúc dân số già. Thứ họ dư thừa là tiền vốn. Chi phí vốn do đó rất thấp và cần cho vay ra ngoài như Nhật Bản. Việt Nam chúng ta ở trạng thái khác khi đang trong cấu trúc dân số vàng. Các phúc lợi an sinh xã hội cho người dân chưa được cao như nhiều nước nên nhu cầu tiết kiệm của người Việt lớn. Người dân cần có kênh đầu tư an toàn để ký thác tiền tiết kiệm cũng như tạo ra lãi suất hợp lý. Sự co hẹp lãi suất tiền gửi tiết kiệm sẽ tạo ra những hệ lụy kinh tế xã hội khó lường và chỉ làm giàu cho một số ít người thông qua việc đốt nóng thị trường tài chính và bất động sản.
- Đề xuất hướng dòng tiền nhàn rỗi vào thị trường trái phiếu với lãi suất 2%/năm để đưa dần lãi suất tiền gửi về 0% cũng không có cơ sở khoa học và thực tiễn nào. Khi lãi suất tiền gửi bị đẩy về 0%, người dân có rất nhiều kênh có thể đạt mức sinh lời trên 2% nhưng rủi ro cao hơn như trái phiếu doanh nghiệp, cho vay không chính thức, cổ phiếu. Những nghiên cứu trên thế giới cũng như thực tiễn cho thấy người dân sẽ có xu hướng nghe theo người quen đi bỏ tiền vào những kênh lãi suất cao kèm với rủi ro mất tiền. Ở Việt Nam, 2% là một mức lãi suất quá thấp để người dân quan tâm và họ sẽ chạy đi bỏ vốn vào những nơi rủi ro hơn. Vậy vì sao ở nhiều nước, người dân mua trái phiếu nhiều? Vì đó là kênh đầu tư tích lũy hưu trí miễn thuế. Trong quỹ hưu trí đó, doanh nghiệp sẽ tự bỏ thêm tiền vào cùng với người lao động. Ví dụ cá nhân đóng 10% thu nhập, công ty bỏ thêm 30% nên ai cũng bỏ tiền vào đó. Và việc này đã diễn ra nhiều thập kỷ.
- Hạ lãi suất tiền gửi còn 0% là một đề xuất tưởng tượng trong phòng máy lạnh, không có sự tham khảo thực tế về đầu tư cụ thể ở nước ngoài cũng như những nghiên cứu tài chính hành vi mới, thiếu hiểu biết về chính sách ưu đãi thuế cho đầu tư hưu trí. Đồng thời, đề xuất này lập lờ về những con số vĩ mô kèm theo như lạm phát và thanh khoản thị trường, tỷ lệ tiền gửi so với cho vay, tỷ lệ tiết kiệm cao đột biến của các nước trong đại dịch Covid-19 so với Việt Nam. Việc chỉ nhìn vào con số lãi suất mà không đề cập đến nền tảng vĩ mô, cấu trúc xã hội, dân số, chính sách tiết kiệm và đầu tư là vô cùng thiếu sót. Hoặc đây là một đề xuất do thiếu hiểu biết, hoặc là do cố tình lập lờ để trục lợi chính sách.

Lập luận phản hồi của VAFI⁶

VAFI thừa nhận đề xuất này “gây sốc”. Tuy nhiên, hiệp hội này đã đưa ra những phản hồi ý kiến phản bác của các chuyên gia về đề xuất hạ lãi suất tiền gửi về 0%:

- Dẫn chứng lại giải pháp thành công đưa lãi suất tiền gửi ngoại tệ về mức 0%/năm gần 11 năm trước, VAFI cho rằng “đề xuất đưa tiền gửi VND về 0% đã được nghiên cứu công phu từ lâu để xác định con đường mà các nhà hoạch định chính sách phải đi và VAFI tin tưởng rằng sẽ thành công vang dội”.
- VAFI cho rằng các ý kiến phản đối chưa đọc đầy đủ văn bản kiến nghị của mình. Họ lập luận rằng, bối cảnh hiện nay không còn dư địa để giảm lãi suất tiền gửi và không thể tiến hành hạ nhanh lãi suất tiền gửi nội tệ. Do vậy, cần ban hành 5 giải pháp, trong đó điều kiện tiên quyết là điều chỉnh luật thuế tài sản để khóa kênh đầu cơ đất, sau đó giảm lãi suất nhiều đợt đưa mức mục tiêu về 0%. “Chỉ cần Chính phủ ban hành các sắc thuế về chống đầu cơ nhà đất nhằm kiểm soát dòng tiền đi vào kênh này thì lượng tiền gửi trong hệ thống ngân hàng thương mại đã dư thừa rất nhiều, tới thời điểm đó không cần can thiệp của Ngân hàng Nhà nước thì lãi suất huy động đã giảm mạnh rồi”.
- Để thực hiện chiến lược ngân hàng thương mại phải huy động vốn trung dài hạn để cho vay trung dài hạn thì phải có ưu đãi và sự bảo đảm để người dân đầu tư vào thị trường trái phiếu do ngân hàng phát hành với lãi suất mục tiêu 2%/năm trong khi lãi suất tiền gửi ngắn hạn 0%/năm. Khoản đầu tư trái phiếu này phải an toàn như tiền gửi tiết kiệm.
- Tinh thần công vẫn là vậy chứ không khuyến nghị dân chúng đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp không có bảo đảm tuyệt đối của nhà nước. Văn bản của VAFI còn bao hàm một mục tiêu nữa đó là kêu gọi các nhà hoạch định chính sách tài chính tiền tệ phải có nỗ lực hội nhập. Tại sao các nước trong khu vực họ làm được mà mình không làm được, mình còn thiếu điều kiện gì và cần ban hành giải pháp gì để đạt được mục tiêu.

Diễn biến lãi suất và chính sách tiền tệ ở một số các quốc gia khu vực và thế giới

⁶ Xem thêm: <https://thanhvien.vn/tai-chinh-kinh-doanh/de-xuat-lai-suot-tiet-kiem-0-vafi-de-nghi-khoa-cac-kenh-dau-co-de-tien-khong-chay-khoi-ngan-hang-1403243.html>

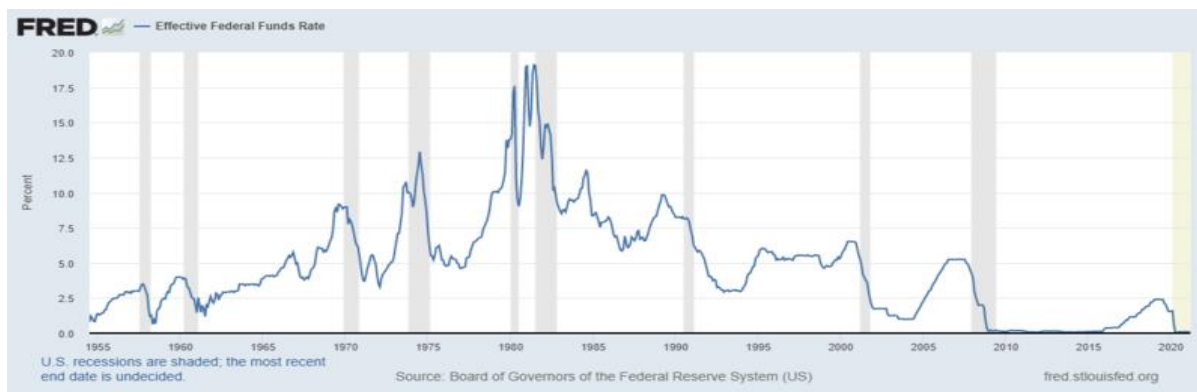
Hoa Kỳ

Đối mặt với cuộc khủng hoảng, từ tháng 9/2007, mức lãi suất liên ngân hàng mục tiêu của Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ (Fed) đã giảm từ 5,25% xuống còn khoảng 0 - 0,25% vào tháng 12/2008 - mức mà các nhà kinh tế học gọi là “*Ngưỡng giới hạn zero*” (zero lower bound). Theo xu hướng lịch sử, mức lãi suất thấp “bất thường” này đã được duy trì trong một khoảng thời gian dài cũng “bất thường” (khoảng 7 năm). Từ tháng 12/2015, Fed đã bắt đầu tăng mức lãi suất chính sách trở lại. Sau chín lần tăng⁷ - mỗi lần là 25 điểm cơ bản (hay 0,25 điểm phần trăm), đã đưa mức lãi suất liên ngân hàng mục tiêu lên 2,25 – 2,5%. Fed đã từng dự kiến mức lãi suất này sẽ còn tiếp tục gia tăng ba lần trong năm 2019 và ít nhất một lần trong năm 2020.

Tuy nhiên, trước sự bấp bênh của nền kinh tế Hoa Kỳ, cuộc chiến thương mại Hoa Kỳ - Trung Quốc chưa hồi kết đi cùng với tình hình kinh tế toàn cầu nhiều bất ổn, trong năm 2019 – tính đến ngày 31/10/2019, Fed đã ba lần giảm lãi suất (xuống còn 1,5 – 1,75%); và liên tục các ngày 03 và 13 tháng 03/2020 Fed tiếp tục lần lượt giảm 0,5 điểm % và 1 điểm % lãi suất (xuống còn 0 – 0,25%) kết hợp chương trình mua lại chứng khoán không giới hạn (kể cả của khu vực tư nhân); đồng thời đưa ra cam kết nhiều khả năng cơ quan này sẽ giữ mức lãi suất chính sách ổn định rất thấp này, ít nhất là đến đầu năm 2022 (xem Hình 1).

Không như dự kiến, đến quý II/2021, áp lực lạm phát và sự hồi phục nhanh của nền kinh tế từ thành công của chiến dịch tiêm chủng phối hợp với các gói hỗ trợ liều lượng cao, Fed đã phát đi tín hiệu nhiều khả năng sẽ điều chỉnh tăng lãi suất trở lại trong tương lai gần hơn so với dự kiến.

Hình 1: Lãi suất chính sách Fed (lãi suất cho vay liên ngân hàng)



⁷ Ba lần tăng lãi suất của Fed năm 2018 là vào ngày 13/6, 26/9 và 19/12/2018. Các lần giảm lãi suất của Fed trở lại là vào ngày 31/7, 18/09 và 30/10/2019.

Khu vực các nước sử dụng đồng tiền chung euro⁸

Tiếp nối các gói nới lỏng định lượng (QE) và duy trì lãi suất âm nhiều năm qua, Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB) tiếp tục chương trình cho vay siêu rẻ đến các ngân hàng và mở rộng chương trình kích thích kinh tế của mình trước dự báo về tình trạng không chắc chắn của đại dịch COVID-19. Cụ thể, các quốc gia thành viên trong khu vực euro quyết định giữ mức lãi suất tái cấp vốn tiêu chuẩn (benchmark refinancing rate) ở mức 0% và mức lãi suất tiền gửi dự trữ (deposit rate) ở mức -0,5% - có nghĩa là khuyến khích các ngân hàng cho vay thay vì giữ lại nguồn tiền của mình⁹.

ECB còn mở rộng chương trình mua trái phiếu khẩn cấp lên đến 500 tỷ euro (tương đương 604 tỷ đô la) trong tổng cộng gói can thiệp lên 1,85 nghìn tỷ euro. Chương trình này dự kiến đạt được thông qua lượng tiền in mới (newly-printed money), hướng đến giảm chi phí vay dài hạn hơn, giúp duy trì cung cấp tín dụng, duy trì sức mua của người tiêu dùng, doanh nghiệp và chính phủ. Chương trình dự kiến kéo dài đến cuối tháng 3/2022 so với thời hạn ban đầu chỉ đến tháng 6/2021.

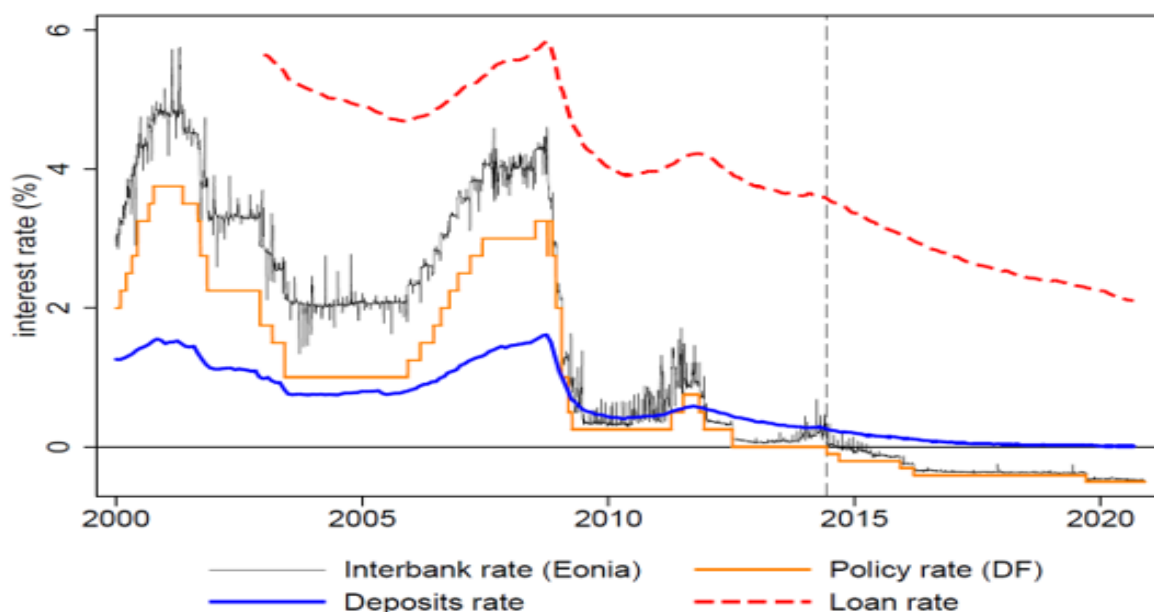
Bên cạnh đó, ECB cũng cảnh báo về rủi ro kéo theo của chương trình này, phụ thuộc nhiều vào sự biến động của tình hình dịch bệnh và chiến lược tiêm phòng vắc xin, bên cạnh xu hướng điều chỉnh kỳ vọng của thị trường. Hy vọng doanh nghiệp tồn tại cho đến khi đại dịch giảm bớt và giúp hỗ trợ các chính phủ đang vay quá nhiều để thực hiện trợ cấp cho các doanh nghiệp và người lao động từ các biện pháp đóng cửa các hoạt động.

Hình 2 bên dưới cho thấy các mức lãi suất khu vực euro, bao gồm: lãi suất tiền gửi dự trữ (deposit facility rate), lãi suất liên ngân hàng (Eonia rate), lãi suất cho vay và lãi suất tiền gửi qua đêm (rates on loans and overnight deposits for households and non-financial corporations (weighted average)). Xu hướng biểu hiện các mức lãi suất chính sách giảm kéo giảm mức lãi suất cho vay theo thời gian.

Hình 2: Các mức lãi suất khu vực euro

⁸ Xem thêm: <https://www.dw.com/en/ecb-keeps-interest-rates-at-0-expands-stimulus-program/a-55894541> (truy cập 1/7/2021)

⁹ Lãi suất các khoản tiền gửi dự trữ (deposit facility rate, deposit rate) là một trong ba mức lãi suất ECB xác định cứ mỗi 6 tuần theo chính sách tiền tệ - đây là mức lãi suất mà các ngân hàng nhận được từ số tiền ký gửi qua đêm ở ngân hàng trung ương. Từ tháng 6/2014, mức này trở thành con số âm. Ngoài ra, còn hai mức lãi suất quan trọng khác: (1) lãi suất tái cấp vốn (main refinancing operations (MROs) - đây là chi phí mà các ngân hàng có thể vay từ ngân hàng trung ương trong khoảng thời hạn một tuần; và (2) lãi suất cho vay qua đêm (marginal lending facility) - đây mức lãi mà các ngân hàng vay qua đêm nhưng lãi suất cao hơn.



Source: ECB (2020)

Các nước Đông Nam Á¹⁰

Nhìn chung, cùng với đà cắt giảm lãi suất của các nước lớn – nhất là Hoa Kỳ, hầu hết các ngân hàng trung ương khu vực Đông Nam Á đã bắt đầu chính sách nới lỏng tiền tệ, giảm lãi suất ngay cả trước khi đại dịch COVID-19 diễn ra vào cuối năm 2019 do lo sợ hậu quả của căng thẳng thương mại, nguy cơ suy giảm kinh tế và nhiều vấn đề kinh tế toàn cầu khác nữa.

Trong năm 2019, Ngân hàng Malaysia's Bank Negara đã cắt giảm 25 điểm cơ bản lãi suất trong tháng 5, lần cắt giảm đầu tiên kể từ tháng 7 năm 2016. Philippines đã giảm lãi suất vào các tháng 5, 8 và 9, bù trừ lại một phần mức tăng 175 điểm cơ bản tích lũy trong năm 2018 khi lạm phát tăng vọt. Ngân hàng Indonesia cũng đã có 4 đợt giảm lãi suất sau khi mạnh tay tăng lãi suất vào năm 2018 khi mà đồng rupiah bị suy yếu. Thái Lan đã cắt giảm 25 điểm cơ bản lãi suất cơ bản vào tháng 8, động thái đảo ngược mức tăng quy mô tương tự vào cuối năm 2018; tiếp tục giảm 25 điểm cơ bản vào tháng 11 đưa lãi suất chính sách xuống mức thấp kỷ lục 1,25%.

¹⁰ <https://blogs.adb.org/blog/why-are-interest-rates-falling-southeast-asian>, đăng trên *East Asia Forum*. Tác giả Thiam Hee Ng (27/11/2019) (truy cập 25/6/2021).

Đứng ở góc độ đặc thù, mỗi quốc gia trong khu vực đều có những lý do riêng của việc thay đổi lãi suất, nhưng có một số xu hướng thay đổi trên bình diện toàn cầu bao trùm thúc đẩy sự chuyển hướng sang chính sách tiền tệ nới lỏng hơn ở hầu hết các quốc gia. Nhìn chung, xu hướng giảm lãi suất khu vực Đông Nam Á là do một số nguyên nhân:

Thứ nhất, xuất phát là sự suy giảm tăng trưởng kinh tế toàn cầu. Kết quả tăng trưởng GDP quý II/2019 ở các nền kinh tế lớn chậm lại; động thái thay đổi lãi suất Hoa Kỳ đẩy lên lo ngại về một cuộc suy thoái sắp xảy ra; căng thẳng thương mại giữa Hoa Kỳ và Trung Quốc bắt đầu thể hiện qua tăng trưởng xuất khẩu và sự lo ngại tình hình có thể trở nên tồi tệ hơn khi hậu quả này sẽ tác động phụ tác động lên chuỗi cung ứng. Với độ mở thương mại lớn, các nước Đông Nam Á đã bắt đầu cảm nhận tác động của sự suy giảm này đối với tăng trưởng trong nửa đầu năm 2019. Do vậy, giảm lãi suất nhằm giúp ngăn chặn tình trạng xấu đi đang đe dọa hoạt động kinh tế.

Thứ hai, triển vọng lạm phát không quá cao toàn khu vực cho phép các nhà hoạch định chính sách cắt giảm lãi suất. Bởi lẽ tốc độ tăng trưởng yếu hơn sẽ ít áp lực từ phía cầu lên giá cả. Bên cạnh đó, giá dầu và lương thực lúc bấy giờ cũng tương đối ổn định nên không nhiều áp lực lạm phát từ phía cung. Ngoài ra, các nước Đông Nam Á cũng đã thành công trong việc giải quyết các điểm nghẽn về nguồn cung đã góp phần gây ra lạm phát gia tăng trong quá khứ. Khi nỗi sợ lạm phát không quá lớn, các ngân hàng trung ương đã thực sự quyết liệt hơn trong việc thúc đẩy giảm lãi suất.

Thứ ba, Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ (Fed) và Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB) cắt giảm lãi suất đã tạo ra không gian cho phép các ngân hàng trung ương các nước khu vực Đông Nam Á có thêm dư địa để điều chỉnh giảm lãi suất. Cụ thể là Fed đã quyết định đảo chiều lãi suất – cắt giảm liên tục nhiều lần, mỗi lần 25 điểm cơ bản. ECB cũng đã giảm lãi suất và thực hiện giải pháp nới lỏng định lượng. Sự thay đổi theo hướng chính sách tiền tệ nới lỏng của các nước lớn đã giảm áp lực giám giá đối với các đồng tiền Đông Nam Á vốn xuất hiện khi Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ tăng lãi suất trước đó.

Theo lý thuyết, lãi suất giảm sẽ giúp hỗ trợ tăng trưởng kinh tế thông qua thúc đẩy hồi phục đầu tư và tiêu dùng. Tuy nhiên, chỉ có lãi suất giảm có thể không đủ để bù đắp tác động của nền kinh tế toàn cầu đang có xu hướng chậm lại đối với tăng trưởng của khu vực. Lãi suất thời điểm này đã tương đối thấp, nhưng thực tế cho thấy chi phí tài chính có thể không phải là yếu tố chính và duy nhất cản trở các doanh nghiệp đầu tư. Tính không chắc chắn của các

chính sách thương mại trong tương lai và tình hình kinh doanh kém lạc quan hơn có thể tác động đáng kể đến hành vi doanh nghiệp. Về phía người tiêu dùng, sự bất ổn định của việc làm và nguồn thu nhập cũng như mức nợ hộ gia đình cao có thể là rào cản đối với việc tận dụng mức lãi suất thấp hơn này của chính sách tiền tệ.

Ngay cả lãi suất thấp tác động tích cực lên đầu tư và tiêu dùng thì bản thân chính sách này cũng có thể phát sinh rủi ro về tính dễ bị tổn thương cao hơn cho hệ thống tài chính. Quá nhiều giá rẻ và thanh khoản dễ dàng có thể tạo ra bong bóng giá tài sản hoặc dẫn đến việc các doanh nghiệp lạm dụng quá mức đòn bẩy tài chính.

Chính sách tiền tệ thông qua giảm lãi suất kích thích kinh tế một mình không thể thành công. Chính sách tài khóa cũng cần được phối hợp và phải được cân đối dựa trên sự sẵn có của không gian tài khóa và mức nợ hiện có để đảm bảo tài chính và ngân sách của chính phủ không trở nên quá căng thẳng.

Nhìn ra châu Á – Thái Bình Dương

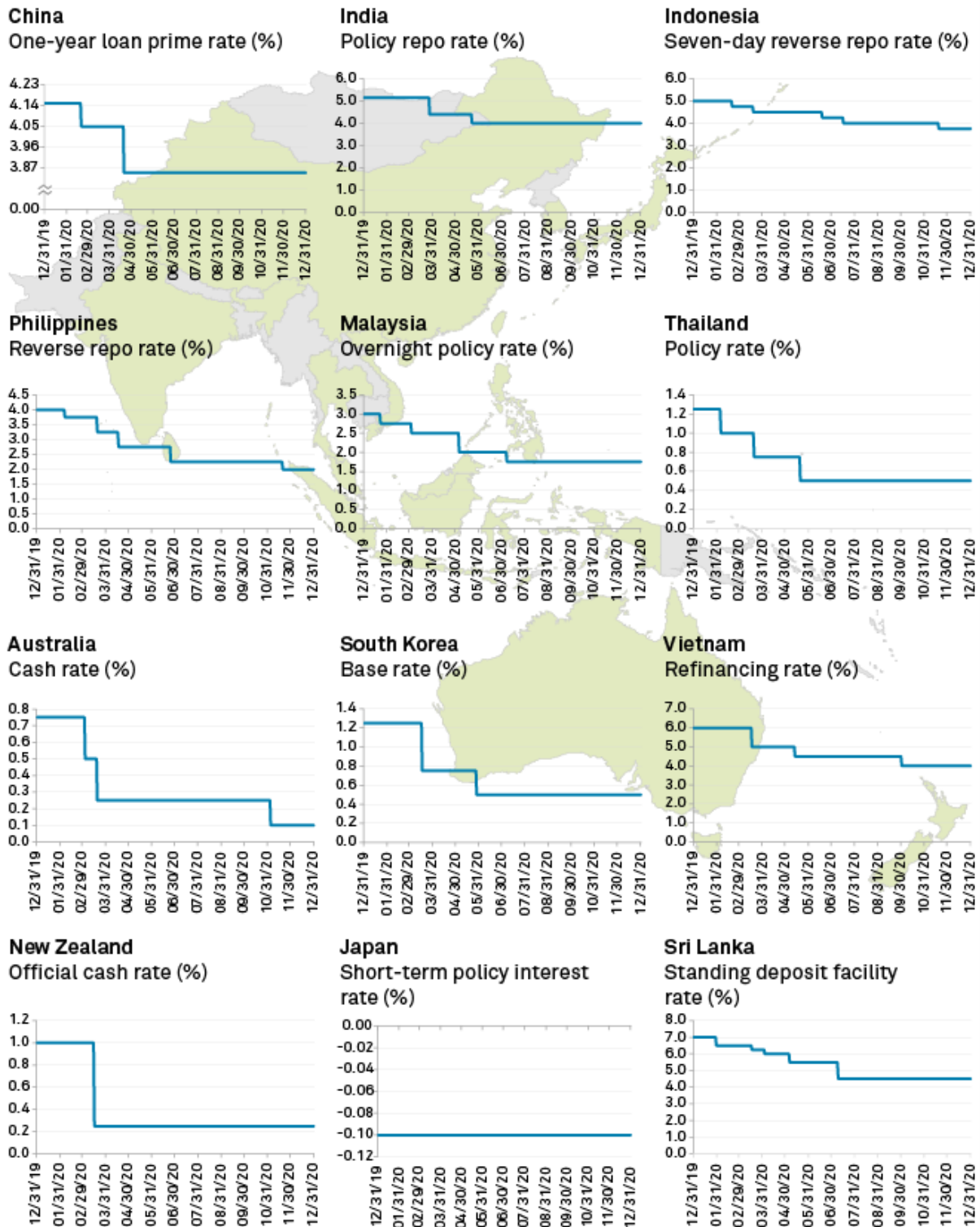
Hầu hết các ngân hàng trung ương trên thế giới nói chung và khu vực châu Á – Thái Bình Dương nói riêng đều duy trì lãi suất thấp suốt các năm 2019, 2020 và cam kết giữ mức thấp này, thậm chí tiếp tục giảm thấp sâu kỷ lục, cho đến cuối năm 2021¹¹.

Tình hình năm 2020 nhiều biến động và diễn biến dịch bệnh xấu đi. Hình 3 cho thấy 12 ngân hàng trung ương đều có xu hướng tiếp tục duy trì mức lãi suất chính sách thấp hoặc hạ lãi suất, trong đó có Việt Nam, ngoại trừ Nhật duy trì lãi suất chính sách ngắn hạn không đổi từ năm 2016. Có thể thấy, lãi suất chính sách của 12 quốc gia thấp nhưng không phải tất cả đều tiệm cận zero; và mỗi nước lãi suất chính sách được sử dụng để dẫn dắt hệ thống tài chính và tiền tệ đều không có tên “lãi suất tiền gửi” bằng nội tệ! .

Hình 3: Xu hướng lãi suất chính sách của các ngân hàng trung ương khu vực châu Á – Thái Bình Dương

¹¹ Xem thêm <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/blog/banking-essentials-newsletter-june-edition-part-2> (truy cập 27/06/2021).

Asia-Pacific central banks' policy rate trends



Data compiled Jan. 7, 2021.
 Historical data presented from Dec. 31, 2019, through Dec. 31, 2020.
 Sources: People's Bank of China; Reserve Bank of India; Bank Indonesia; Bangko Sentral ng Pilipinas; Bank Negara Malaysia; Bank of Thailand; Reserve Bank of Australia; Bank of Korea; State Bank of Vietnam; Reserve Bank of New Zealand; Bank of Japan; Central bank of Sri Lanka.

Dù một số nước vẫn còn nhiều không gian để cắt giảm lãi suất trong năm 2021 khi lạm phát được kiểm soát tốt và tăng trưởng thấp. Tuy nhiên, các chuyên gia cho rằng việc nới lỏng tiền tệ và cắt giảm lãi suất sẽ ngày càng trở nên khó khăn do lợi tức trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ tăng và đồng đô la tăng giá trở lại có thể kích hoạt dòng vốn chảy ra ngoài.

Hầu như các nước này đều kết hợp những công cụ thay thế khi mà lãi suất chính sách đã quá thấp hay tiệm cận zero. Ngân hàng Dự trữ Úc hạ lãi suất cơ bản xuống mức thấp mới là 0,1% kết hợp chương trình mua trái phiếu chính phủ 100 tỷ đô la Úc để thúc đẩy tạo việc làm và hỗ trợ hồi phục kinh tế. Ngân hàng Dự trữ New Zealand duy trì lãi suất chính sách thấp ở mức 0,25% và công bố chương trình hỗ trợ các ngân hàng thương mại nhằm giảm chi phí vay và thông báo khả năng chuẩn bị lãi suất xuống mức âm.

Một số ngân hàng trung ương triển khai các công cụ chính sách tiền tệ phi truyền thống trong thời kỳ đại dịch. Ở Phillipines và Indonesia, ngân hàng trung ương được cấp quyền mua trái phiếu chính phủ. Với các mức lãi suất chính sách tiền tệ đang ở (hay tiệm cận) “*mức sàn*”, giới chuyên gia tin rằng các ngân hàng trung ương sẽ có những biện pháp và công cụ thay thế để giúp phục hồi nền kinh tế, như là giải pháp nới lỏng định lượng (quantitative easing), các chương trình tái cấp vốn dài hạn hơn có mục tiêu (targeted longer-term refinancing operations). Và các biện pháp kiểm soát lợi suất (yield) và thanh khoản (liquidity) khác; như Ngân hàng Dự trữ Úc cam kết giữ lợi suất trái phiếu chính phủ 3 năm xung quanh mức 0,1%, trong khi Ngân hàng Trung ương Nhật (BOJ) cam kết giữ lợi suất trái phiếu 10 năm xung quanh mức zero trong vòng 4 năm nữa. Bên cạnh đó, giới chuyên gia cũng cho rằng có thể phối hợp *chính sách tài khóa* để giảm bớt gánh nặng cho các ngân hàng trung ương.

Ngoài ra, theo giới chuyên gia, các quốc gia đều phải đối mặt với những rủi ro tiềm ẩn đi kèm. Trong khi các chính phủ sẽ có xu hướng rút lại các gói kích thích tài khóa khi nền kinh tế bình thường trở lại và tiêm chủng vắc xin đại trà tạo ra miễn dịch cộng đồng thì nhiều ngân hàng trung ương các quốc gia kém thành công hơn sẽ vẫn phải duy trì chính sách nới lỏng trong khoảng thời gian nhất định, như bom tiền và lãi suất rất thấp chẳng hạn. Điều này sẽ dẫn đến hai thách thức lớn cho ngân hàng trung ương: (1) xử lý tác động kéo theo của lãi suất quá thấp đến sự ổn định của hệ thống tài chính, đặc biệt là sự gia tăng giá tài sản và giá nhà; (2) làm thế nào để điều chỉnh các chính sách khi chính phủ bắt đầu thực hiện thắt lưng buộc bụng.

Việt Nam

Ở Việt Nam, Ngân hàng Nhà nước đã thực hiện *chính sách nới lỏng tiền tệ* suốt năm 2020. Những giải pháp cụ thể như giảm một loạt lãi suất điều hành (3 lần điều chỉnh với mức giảm tổng cộng 100-200 điểm tùy loại lãi suất); điều tiết cung tiền nhằm đảm bảo thanh khoản dồi dào trên toàn hệ thống với mức bơm ròng khoảng gần 300 nghìn tỷ đồng ra thị trường và duy trì tăng trưởng cung tiền quanh mức 13-14%.

Cuối tháng 12/2020, trong Hội nghị triển khai nhiệm vụ Ngân hàng năm 2021, Thủ tướng Nguyễn Xuân Phúc đã đánh giá cao việc điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước và toàn bộ hệ thống ngân hàng Việt Nam trong bối cảnh đất nước đối mặt với nhiều thách thức kinh tế và dịch đại dịch. Tuy vậy, dù đã tiến hành 3 lần giảm lãi suất điều hành trong năm 2020 - khoảng 1,5-2 điểm phần trăm – mức giảm sâu nhất trong khu vực¹², nhưng mức giảm này vẫn bị cho là không như kỳ vọng.

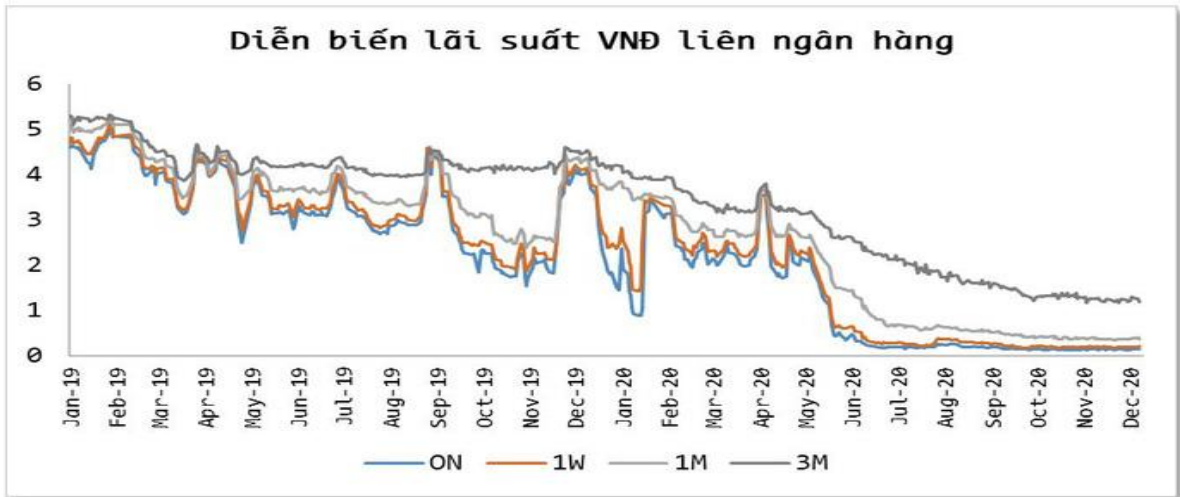
Thêm vào đó, theo Tổng cục Thống kê cho biết Chỉ số giá tiêu dùng CPI bình quân 12 tháng năm 2020 chỉ là 3,23%, thấp hơn so với mục tiêu 4% mà Chính phủ đặt ra. Do vậy, tạo kỳ vọng nhiều khả năng sẽ có thêm dư địa để tiếp tục giảm mặt bằng lãi suất trong thời gian tiếp theo.

Tuy nhiên, những tháng đầu năm 2021 đến nay mặt bằng lãi suất đối mặt với những lực tăng/giảm trái chiều rất khó phán đoán một cách chính xác – kể cả các yếu tố bên trong lẫn bên ngoài và đó cũng là nguyên nhân có đề xuất về việc đưa lãi suất tiền gửi về zero của VAFI. Để thảo luận câu chuyện này, các bạn cần theo dõi và cập nhật thông tin hiện hành phục vụ cho lập luận của mình.¹³

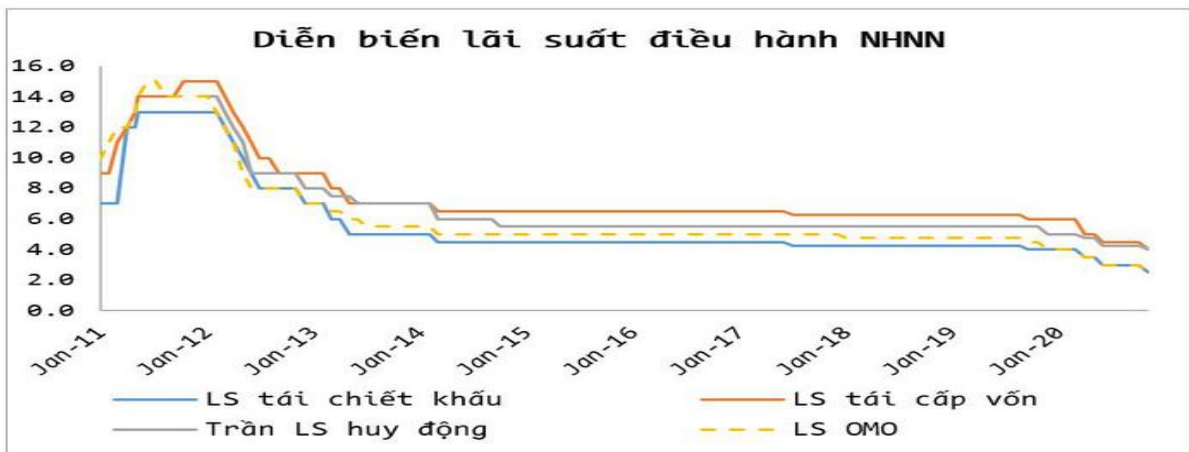
Hình 4: Xu hướng lãi suất ở Việt Nam

¹² Nguồn: <https://vneconomy.vn/thu-tuong-lai-suât-cho-vay-giam-chua-dap-ung-duoc-ky-vong-20201226162606795.htm>

¹³ Xem thêm: <https://vietnamnet.vn/vn/kinh-doanh/tai-chinh/lai-suât-tang-nhanh-731225.html>



Nguồn: Reuters



Nguồn NHNN, Reuters



Lãi suất liên ngân hàng từ năm 2016 đến cuối tháng 3/2021 - Nguồn: VCBS

Câu hỏi thảo luận

1. Liệt kê (càng nhiều càng tốt) các lý thuyết và khung phân tích mà bạn hình dung rằng sẽ sử dụng cho việc tham gia giải thích và tranh luận trong tình huống này.
2. Phát hiện những điểm hợp lý và bất hợp lý về cơ chế kinh tế trong các lập luận đề xuất của VAFI?
3. Phát hiện những điểm hợp lý và bất hợp lý về cơ chế kinh tế trong từng phản biện (nếu có)?
4. Nhìn lại xu hướng lãi suất toàn cầu, nước lớn, khu vực và Việt Nam, bạn có thấy điều gì hỗ trợ cho lập luận của VAFI hay cho các lập luận phản biện không? Đó là những gì?

Lưu ý: Trong mỗi vấn đề mà bạn dùng để lập luận cho việc ủng hộ quan điểm nào, hãy cố gắng sử dụng khung lý thuyết cụ thể để hỗ trợ cho lời giải thích của mình.

PHỤ LỤC 1 - FED ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ NHƯ THẾ NÀO?¹⁴

Tương tự các ngân hàng trung ương khác, Fed điều hành chính sách tiền tệ thông qua việc *thay đổi cung tiền* và các *điều kiện tín dụng* trên bình diện nền kinh tế nhằm thực hiện các mục tiêu của Quốc hội đề ra, chủ yếu hướng đến ổn định giá cả và tối đa hóa việc làm mang tính bền vững. Như nhiều nền kinh tế thị trường khác, kỳ vọng của các hộ gia đình với vai trò là người tiêu dùng và các doanh nghiệp với vai trò là người đầu tư hàng hóa vốn chiếm tỷ trọng rất cao trong tổng chi tiêu của nền kinh tế Hoa Kỳ, và bởi vì các kỳ vọng này có tác động không nhỏ đến cách thức hành xử của Fed, nên bản thân *định nghĩa của chính sách tiền tệ theo nghĩa rộng bao gồm nhiều hoạt động hơn*, như là các mệnh lệnh định hướng, các chính sách, các tuyên bố, các dự báo kinh tế...

Các công cụ chính sách tiền tệ

Theo *truyền thống*, Fed sử dụng ba công cụ để vận hành chính sách tiền tệ: (1) nghiệp vụ điều hành hoạt động thị trường mở; (2) yêu cầu dự trữ; và (3) lãi suất chiết khấu.

Nghiệp vụ điều hành hoạt động thị trường mở là công cụ quan trọng đầu tiên. Nghiệp vụ này được thực hiện bằng cách mua hay bán chứng khoán kho bạc Hoa Kỳ trên thị trường thứ

¹⁴ Trích từ tình huống “CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ HOA KỲ - TỪ NÓI LÒNG ĐỊNH LƯỢNG CHUYÊN SANG ĐIỀU HÀNH THÔNG THƯỜNG” (Châu Văn Thành 2019)

cấp¹⁵ (đã được phát hành và đã được bán đến những nhà đầu tư tư nhân). Fed thực hiện nghiệp vụ mua chứng khoán này bằng một lượng tiền mới phát hành (giấy bạc của Fed – Federal Reserve notes) từ đó mở rộng tiền cơ sở dự trữ (reserve base) và tăng khả năng cho vay ra của các định chế nhận tiền gửi, kéo theo tăng tiền và tín dụng. Cơ chế diễn ra ngược lại nếu Fed bán chứng khoán ra công chúng thu tiền về. Giai đoạn 2009-2014, Fed đã thực hiện nghiệp vụ mua chứng khoán đối với các gói QE, nhưng nghiệp vụ này thông qua repos (thỏa thuận mua lại giấy tờ có giá) nhằm bơm thêm thanh khoản cho hệ thống ngân hàng; và giờ đây khi Fed quyết định bình thường hóa chính sách tiền tệ bằng cách rút bớt thanh khoản thông qua nghiệp vụ reverse repos.

Yêu cầu dự trữ là công cụ thứ hai. Fed có thể yêu cầu thay đổi dự trữ, đây là tỷ phần tiền gửi của khách hàng mà các ngân hàng phải giữ lại dưới dạng tiền mặt hay một khoản ký gửi ở Fed. Do vậy, yêu cầu dự trữ sẽ có tác động đến thanh khoản sẵn có trên thị trường liên ngân hàng. Tỷ lệ này thường trong khoảng 0 - 10% tổng tiền gửi nhằm đáp ứng các tài khoản giao dịch ròng của dự trữ phụ thuộc vào quy mô và loại hình tiền gửi của các ngân hàng¹⁶. Tuy nhiên, loại công cụ này ít khi được sử dụng và đang có nhiều tranh luận về việc cần phải thay đổi¹⁷.

¹⁵ Theo luật, Fed không được phép mua trực tiếp các loại chứng khoán này từ Bộ Tài chính, mà phải mua trên thị trường thứ cấp (xem thêm Cheryl L. Edwards, “Open Market Operations in the 1990s,” *Federal Reserve Bulletin*, November 1997, pp. 859-872; Benjamin Friedman and Kenneth Kuttner, “Implementation of Monetary Policy: How Do Central Banks Set Interest Rates?,” National Bureau of Economic Research, working paper, no. 16165, March 2011.

¹⁶ Các tài khoản thanh toán được yêu cầu dự trữ, nhưng các tài khoản tiết kiệm thì không. Đối với Hoa Kỳ, tài khoản tiết kiệm bị giới hạn việc rút tiền theo thời hạn là tháng.

¹⁷ Yêu cầu dự trữ tạo ra chi phí cơ hội đối với các ngân hàng và nền kinh tế tổng thể—số tiền mà các ngân hàng phải giữ lại như những khoản dự trữ thì không được sử dụng để cho vay hay cho các hoạt động khác của ngân hàng. Các định chế tài chính khác không phải chịu quy định về yêu cầu dự trữ. Lợi ích của yêu cầu dự trữ là nhằm bảo đảm các ngân hàng có đủ thanh khoản nhằm ngăn chặn tình trạng rút tiền quá nhiều làm mất ổn định hệ thống. Một số các nhà kinh tế đặt ra các câu hỏi liệu rằng có nên cải cách hay bãi bỏ yêu cầu dự trữ vì một số lý do. Thứ nhất, đây là công cụ ít khi được dùng đến trong những thập niên qua ở Hoa Kỳ. Thứ hai, các ngân hàng có thể tránh né yêu cầu dự trữ bằng cách dịch chuyển các dòng quỹ vào và ra khỏi các tài khoản là đối tượng yêu cầu dự trữ. Thứ ba, các yêu cầu dự trữ chỉ có thể trở thành mục tiêu tốt chỉ khi một ngân hàng cần hay có nhu cầu thanh khoản. Tuy nhiên, vì thị trường liên ngân hàng đã gia tăng nhằm đáp ứng các yêu cầu dự trữ, việc bãi bỏ các yêu cầu dự trữ có thể làm phức tạp việc sử dụng lãi suất liên ngân hàng như một mục tiêu chính sách quan trọng của

Cuối cùng, Fed có thể thay đổi *hai mức lãi suất – lãi suất tính cho người đi vay và lãi suất trả cho người gửi tiền*, thông qua *lãi suất chiết khấu*. Fed cho phép các định chế nhận tiền gửi vay trực tiếp từ Fed trên cơ sở tạm thời qua cửa sổ chiết khấu (discount window). Có nghĩa là các định chế này có thể chiết khấu với Fed một số các tài sản của chính mình nhằm tạm thời có được khoản dự trữ. Các khoản chiết khấu thường dựa trên cơ sở ngắn hạn qua đêm. Đối với những ngân hàng có được đặc quyền này sẽ bị tính phí theo một mức lãi suất được gọi là *lãi suất chiết khấu (discount rate)*. Fed tính mức lãi này bằng cách căn cứ vào lãi suất thị trường liên ngân hàng cộng thêm một khoản phí nhỏ nữa¹⁸. Fed với vai trò là “*người cho vay cứu cánh cuối cùng*” bởi vì việc cho vay trực tiếp, từ cửa sổ chiết khấu và các phương tiện cho vay khác được tạo ra thời gian qua, chỉ chiếm tỷ lệ nhỏ dưới các điều kiện tài chính thông thường như hiện nay, nhưng lại là nguồn quan trọng tạo thanh khoản suốt cuộc khủng hoảng tài chính. Vào tháng 10/2008, Fed đã bắt đầu trả lãi cho các khoản dự trữ yêu cầu và dự trữ dư được ký gửi tại Fed. Việc làm này giúp giảm chi phí cơ hội đối với các ngân hàng trong việc nắm giữ các khoản tiền này (Vì thay vì nắm giữ chúng, các ngân hàng có thể cho vay ra ngoài, từ đó ảnh hưởng đến các mức lãi suất mà các ngân hàng sẵn lòng cho vay dự trữ lẫn nhau, ví dụ như lãi suất liên ngân hàng chẳng hạn).

Mỗi công cụ trên vận hành thông qua việc tác động làm thay đổi mức thanh khoản tổng thể của hệ thống ngân hàng, từ đó ảnh hưởng đến lượng tài sản mà các định chế này có thể có được. Các tài sản này thường được gọi là *tín dụng (credit)* vì chúng thể hiện các khoản cho vay mà các định chế này thực hiện đối với các doanh nghiệp và hộ gia đình...

Chính sách tiền tệ của Fed được định nghĩa như là những hoạt động mà Fed thực hiện nhằm tác động đến *sự sẵn có* và *chi phí* của tiền và tín dụng. Do vậy, định nghĩa này đã góp phần hình thành hai cách đo lường *vị thế của chính sách tiền tệ*. Thứ nhất, nếu nhìn vào *chi phí* của tiền và tín dụng, chính sách tiền tệ được đo bởi mức *lãi suất so với lạm phát* (hay kỳ vọng

Fed. Hiện nay thì dự trữ lớn hơn nhiều so với yêu cầu dự trữ vì hệ quả của các gói QE, nên yêu cầu dự trữ không ảnh hưởng nhiều đến hành vi của hầu hết các ngân hàng.

¹⁸ Cho đến năm 2003, lãi suất chiết khấu được tính ở mức thấp hơn chút đỉnh so với mức lãi suất mục tiêu liên ngân hàng. Nhằm giảm nhu cầu đối với vay chiết khấu, các quy định cho vay đã bị thay đổi vào đầu năm 2003. Kể từ đó, lãi suất chiết khấu được xác định ở mức cao hơn so với lãi suất liên ngân hàng mục tiêu. Tuy nhiên, suốt cuộc khủng hoảng tài chính, Fed đã khuyến khích các ngân hàng sử dụng cửa sổ chiết khấu này.

lam phát). Thứ hai, nếu nhìn vào *sự sẵn có*, thì chính sách tiền tệ đo qua mức *tăng trưởng tiền và tín dụng*. Do vậy, trong phần tiếp theo chúng ta sẽ nhìn vào hoặc là các mức lãi suất hoặc là tốc độ tăng trưởng của cung tiền và tín dụng để có thể rút ra kết luận về vị thế hiện hành của chính sách tiền tệ; cụ thể là chính sách tiền tệ đang mở rộng (kích thích nền kinh tế), hay đang thắt chặt (làm chậm đi hoạt động kinh tế), hay đang có tính trung lập.

Kể từ giai đoạn lạm phát cao vào thập niên 1970, hầu hết các ngân hàng trung ương hướng đến thiết kế chính sách tiền tệ theo hình thức chi phí của tiền và tín dụng thay vì cung tiền và tín dụng. Do vậy, Fed thực hiện chính sách tiền tệ bằng cách tập trung vào chi phí của tiền và tín dụng với *biến đại diện là lãi suất*. Chính vì thế, trong thực tế mục tiêu mà Fed định ra là mức lãi suất rất ngắn hạn được biết đến với tên gọi là *lãi suất liên ngân hàng*. Ủy ban Thị trường Mở Liên bang (FOMC) nhóm họp cứ *mỗi sáu tuần* một lần để quyết định ra một mức lãi suất liên ngân hàng mục tiêu và đôi khi là cuộc họp bất thường nhằm thay đổi mức mục tiêu này¹⁹.

Mức lãi suất liên ngân hàng thực tế được xác định một mặt căn cứ vào mức mục tiêu của Fed; mặt khác, dựa vào các khoản dự trữ qua đêm của các định chế nhận tiền gửi. Vào cuối của một kỳ nào đó, thường cuối một ngày chẳng hạn, các định chế nhận tiền gửi phải tính toán số tiền dự trữ họ muốn hay họ cần giữ lại so với tổng tiền gửi²⁰. Một số các định chế có thể phát hiện ra rằng mình bị thiếu dự trữ trong khi các định chế khác lại có thừa so với yêu cầu. Các khoản dự trữ này có thể được mua và bán trên cơ sở qua đêm trên thị trường tư nhân được gọi là *thị trường liên ngân hàng*. Lãi suất trên thị trường này được gọi là *lãi suất liên ngân hàng*. Đây là mức lãi suất mà Fed dùng như một mục tiêu cho việc thực hiện chính sách tiền tệ. Nếu muốn mở rộng tiền và tín dụng, Fed sẽ giảm thấp mức lãi suất mục tiêu, từ đó khuyến khích các hoạt động cho vay nhiều hơn, và vì vậy sức cầu sẽ gia tăng trong nền kinh tế. Để hỗ trợ cho mức lãi suất thấp này, Fed phải sẵn sàng mua chứng khoán kho bạc của chính phủ Hoa Kỳ nhiều hơn. Ngược lại, nếu muốn thắt chặt tiền và tín dụng, Fed sẽ tăng mức lãi suất mục

¹⁹ FOMC bao gồm 7 Thống đốc của Fed, Chủ tịch Ngân hàng Liên bang của New York, và 4 trong số 11 Chủ tịch Ngân hàng Liên bang vùng trên cơ sở luân phiên.

²⁰ Các định chế nhận tiền gửi được giao trách nhiệm theo luật định là phải giữ lại một tỷ phần của các nguồn tiền gửi của họ dưới dạng dự trữ. Các định chế này cũng có thể giữ lại phần dự trữ dư hay đôi ra căn cứ vào các đánh giá rủi ro nào đó dựa trên danh mục tài sản và nguồn huy động của họ. Thực tế, các khoản dự trữ này là các tài sản không tạo ra thu nhập (non-income earning assets). Hiện nay, Fed trả lãi cho cả hai loại dự trữ này. Còn khá sớm để có thể đánh giá về sự dịch chuyển chính sách này sẽ ảnh hưởng đến việc nắm giữ dự trữ của các ngân hàng như thế nào.

tiêu này và gia tăng các yêu cầu dự trữ, đồng thời bán ra các chứng khoán trong danh mục tài sản của mình.

Mức lãi suất liên ngân hàng có liên kết chặt chẽ với các mức lãi suất của các ngân hàng và các định chế tài chính khác khi họ tính cho các khoản cho vay ra – hay cung cấp tín dụng. Do vậy, trong khi mà Fed chỉ có thể tác động đến mức lãi suất rất ngắn hạn, thì mức lãi suất này ảnh hưởng đến nhiều mức lãi suất khác - các mức lãi suất dài hạn hơn. Tuy nhiên, mối quan hệ này không đơn thuần là mối quan hệ tác động trên cơ sở 1 và 1, vì các mức lãi suất thị trường dài hạn hơn không chỉ bị ảnh hưởng bởi những gì mà Fed đang thực hiện ngày hôm nay mà còn bởi những gì mà Fed kỳ vọng sẽ thực hiện trong tương lai và bởi những gì mà lạm phát được kỳ vọng sẽ xảy ra trong những thời kỳ tiếp theo. Chính sự kiện này đánh dấu tầm quan trọng của những kỳ vọng góp phần giải thích các mức lãi suất thị trường. Vì lý do đó, ngày càng có nhiều lý thuyết cho rằng Fed cần minh bạch các chính sách của mình và các cam kết để thực thi các chính sách đó. Thực tế là Fed đã và đang làm rất tốt điều đó.

Việc sử dụng các mức lãi suất thị trường như một chỉ báo của chính sách tiền tệ có thể có sai sót vì lãi suất danh nghĩa khác với lãi suất thực. Thực tế, các nhà kinh tế gọi mức lãi suất mà các hộ gia đình và doanh nghiệp căn cứ vào đó thực hiện chi tiêu chính là mức *lãi suất thực* (bằng lãi suất thị trường trừ tỷ lệ lạm phát thực tế hay kỳ vọng). Lãi suất liên ngân hàng là một trong những mức *lãi suất danh nghĩa* của hệ thống tài chính. So với các lãi suất danh nghĩa này, *lãi suất thực có tính độc lập đối với trữ lượng tiền và tín dụng trong dài hạn hơn vì nó được xác định trên cơ sở tương tác giữa tiết kiệm (cung vốn) và đầu tư (cầu vốn).* Việc quốc tế hóa thị trường vốn có nghĩa là đối với hầu hết các nước đã phát triển, sự tương tác giữa tiết kiệm và đầu tư sẽ xác định *lãi suất thực trên cơ sở toàn cầu.* Vì vậy, lãi suất thực ở Hoa Kỳ không chỉ phụ thuộc vào tiết kiệm và đầu tư của Hoa Kỳ mà còn phụ thuộc vào tiết kiệm và đầu tư của nhiều nước khác. Vì lý do đó, *lãi suất của một quốc gia bị ảnh hưởng bởi các điều kiện tín dụng và các chu kỳ kinh tế quốc tế nữa.*

Tác động của chính sách tiền tệ trong ngắn hạn và dài hạn

Thay đổi lãi suất ngắn hạn tác động như thế nào lên nền kinh tế tổng thể? Trong ngắn hạn, chính sách mở rộng tiền tệ làm giảm lãi suất, kéo theo tăng các khoản chi tiêu nhạy cảm với lãi suất, nếu các yếu tố khác giữ nguyên. Các loại chi tiêu nhạy cảm với lãi suất bao gồm đầu tư vào vốn vật chất (như nhà máy và thiết bị) của các doanh nghiệp, đầu tư vào nhà ở (xây dựng nhà ở), và chi tiêu cho hàng hóa tiêu dùng lâu bền của các hộ gia đình (như vật dụng gia đình và xe cộ). Bên cạnh đó, lãi suất giảm làm cho nội tệ giảm giá kéo theo xuất khẩu tăng và

nhập khẩu giảm, các yếu tố khác không đổi. Để giảm chi tiêu của nền kinh tế, Fed tăng lãi suất và tác động sẽ ngược lại. Bằng chứng thực nghiệm ở Hoa Kỳ cho thấy rằng chính sách mở rộng tiền và tín dụng kéo theo tăng cầu có thể có tác động tích cực lên tăng trưởng GDP và tổng việc làm. Kịch bản của tác động chi tiêu có độ nhạy theo lãi suất có độ lớn như thế nào trong ngắn hạn còn phụ thuộc một phần vào mức độ mà nền kinh tế có gần với mức toàn dụng hay không. Khi nền kinh tế gần với mức toàn dụng, việc gia tăng chi tiêu có thể bị triệt tiêu vì lạm phát cao hơn diễn ra nhanh hơn. Khi nền kinh tế nằm càng xa mức toàn dụng, áp lực lạm phát có thể không xuất hiện. Tuy nhiên, cùng bối cảnh như vậy nhưng *trong dài hạn hơn, tốc độ tăng trưởng cung tiền và tín dụng càng nhanh hơn sẽ chỉ gắn liền với tỷ lệ lạm phát cao hơn; và dường như rất ít, thậm chí là không có tác động lên GDP thực và việc làm.* Vì sao vậy?

Trước tiên, hãy xem cách thức các nhà kinh tế học giải thích về *ngắn hạn và dài hạn của chính sách tiền tệ*. Thứ nhất, nhiều nền kinh tế có một hệ thống các hợp đồng phức tạp (cả công khai và ẩn ngầm) khiến cho việc điều chỉnh trong *ngắn hạn* của tiền lương và giá cả nhằm đáp lại sự gia tăng nhanh hơn của cung tiền và tín dụng trở nên khó khăn. Thứ hai, kỳ vọng chậm điều chỉnh trước những thay đổi lớn của chính sách tiền tệ, từ đó làm tăng tính cứng nhắc của tiền lương và giá cả. Vì vậy, tăng trưởng cung tiền và tín dụng kéo theo thay đổi tổng cầu có thể tạo ra tác động ban đầu khá lớn đến sản lượng và việc làm, mặc dù với độ trễ chính sách là từ 6 đến 8 quý trước khi nền kinh tế rộng lớn hơn đáp lại một cách hoàn hảo trước những giải pháp của chính sách tiền tệ.

Trong *dài hạn*, khi các hợp đồng này được đàm phán lại và các kỳ vọng được điều chỉnh, lương và giá tăng lên đáp lại những thay đổi của cầu, phần lớn những thay đổi sản lượng và việc làm không diễn ra. Vì vậy, chính sách tiền tệ có thể quan trọng trong ngắn hạn nhưng lại có tính trung lập đối với tăng trưởng GDP và việc làm trong dài hạn hơn. Trong những nền kinh tế mà tỷ lệ lạm phát cao thường xuyên xảy ra, điều chỉnh giá cả xảy ra rất nhanh và xuất hiện cả siêu lạm phát, tăng trưởng nhanh cung tiền và tín dụng hoàn toàn không làm thay đổi tăng trưởng GDP và việc làm, thậm chí còn làm cho tăng trưởng GDP bị âm.

PHỤ LỤC 2 - PHÂN BIỆT “QUANTITATIVE EASING” VÀ “HELICOPTER MONEY”

Kể từ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 và Đại Suy thoái (Great Recession) kéo theo sau đó, thế giới đã chứng kiến các ngân hàng trung ương gần như sử dụng cạn kiệt tất cả công cụ chính sách nhằm thúc đẩy tăng trưởng trở lại, bao gồm cả lãi suất tiệm cận zero (zero lower bound), lãi suất âm (negative interest rates) và các chương trình kích thích kinh tế

(stimulus programs). Khi các ngân hàng trung ương sử dụng hết công cụ chính sách tiền tệ thông thường²¹ (conventional monetary policy), thì 2 giải pháp thay thế có thể là: (1) nới lỏng định lượng QE (quantitative easing); và (2) giải pháp “helicopter money”. Cả hai dạng chính sách này thường được sử dụng trong bối cảnh lãi suất thấp và tăng trưởng kinh tế yếu kém.

Nới lỏng định lượng (QE)²² là giải pháp cho phép ngân hàng trung ương mua các chứng khoán dài hạn hơn, kể cả chứng khoán không phải của chính phủ và các chứng khoán tài chính khác từ thị trường nhằm tăng cung tiền, giảm lãi suất (nếu còn không gian) và khuyến khích cho vay và đầu tư đến công chúng (người tiêu dùng và doanh nghiệp). Đôi lúc QE còn được xem là cách thức “bơm tiền có địa chỉ” hay “giải pháp lấp đầy” bằng cân đối tài sản của các ngân hàng và các định chế được giải cứu. Giải pháp này không phải mới và đã từng được áp dụng ở Hoa Kỳ thập niên 1930 và nhiều quốc gia khác.

Helicopter money (tạm dịch “*tiền thả từ trên trời xuống*”, hay helicopter drops) hàm ý nói đến việc gia tăng nhanh chóng cung tiền, bao gồm các biện pháp tài khóa (tăng chi tiêu hay/và giảm thuế quy mô lớn nhằm hỗ trợ cho một nền kinh tế đang suy giảm. Đây là một công cụ chính sách mà ngân hàng trung ương hay chính phủ có thể sử dụng nhằm kích thích nền kinh tế thông qua việc bơm một lượng tiền lớn vào công chúng.

Milton Friedman đã giới thiệu “Helicopter money” vào năm 1969 và Ben Bernanke đã phổ biến công cụ này năm 2002 ở Hoa Kỳ. Gần đây giải pháp này thể hiện qua các gói cứu trợ COVID-19.

“Helicopter money” liên quan đến việc phân phối tiền in (printed money) vào công chúng, trong khi QE thì ngân hàng trung ương thông qua QE để tạo tiền (create money) và sau đó mua lại tài sản thông qua sử dụng tiền in (printed money). Do vậy, “helicopter money” đưa tiền trực tiếp đến công chúng nhằm tăng chi tiêu tiêu dùng trong khi QE thì không có tác động trực tiếp này.

Hai giải pháp này cũng tạo ra kết cục kinh tế khác nhau. Helicopter money có thể tạo ra sức cầu (cầu tiêu dùng) ngay tức thì. Mức độ sức cầu này có thể phụ thuộc dạng hình chính sách này là ngắn hạn hay dài hạn. Nếu ngắn hạn, người dân có thể để một phần tiền này “dưới gối” (hay tài khoản tiết kiệm), trong khi nếu chính sách là dài hạn thì người dân thường dùng tiền

²¹ Bao gồm tỷ lệ dự trữ bắt buộc, lãi suất chiết khấu và nghiệp vụ thị trường mở (OMO).

²² Đọc thêm bài “Giảm Phát và Bẫy Thanh Khoản”. Sách “Những Câu chuyện Ngắn về Kinh tế Vĩ mô”, Tập 1, Châu Văn Thành.

hỗ trợ này cho tiêu dùng nhiều hơn. Rủi ro có thể đi kèm đó là vấn đề phá giá tiền tệ (currency devaluation) kéo theo xuất phát từ việc tạo ra quá nhiều tiền.

Trái lại, QE cung cấp vốn đến các định chế tài chính từ đó tạo ra thanh khoản và cho vay đến công chúng, giúp giảm chi phí vay do tiền sẵn có dồi dào hơn. Việc dùng tiền in mới (newly printed money) mua chứng khoán kéo theo tăng quy mô dự trữ ngân hàng (bank reserves) bởi ngân hàng trung ương thực hiện lượng mua lớn các tài sản. QE khuyến khích các ngân hàng cung cấp các khoản cho vay nhiều hơn ra công chúng với mức lãi suất thấp hơn. Khác với helicopter money, tác động của QE có thể bị đảo ngược bằng cách bán ra chứng khoán trở lại của ngân hàng trung ương để thu tiền về.

KHUNG PHÂN TÍCH GỢI Ý

Khác với cách thảo luận theo dạng “tự do”, trong học thuật và nhất là thảo luận theo *phương pháp tình huống* sẽ luôn đòi hỏi người tham gia duy trì và bám sát *khung phân tích và lý thuyết hỗ trợ*. Do vậy, nhằm phục vụ cho việc thảo luận tình huống này, các lý thuyết và khung phân tích sau đây nên được sử dụng bên cạnh các lập luận của các “phản biện”:

1. Chính sách tiền tệ (thông thường hay truyền thống) và các công cụ cơ bản của chính sách tiền tệ [gợi ý: *cơ chế điều hành công cụ lãi suất và kênh truyền dẫn khi thay đổi lãi suất; xem lãi suất tiền gửi có thuộc nhóm công cụ này không?*]
2. Phân biệt lãi suất chính sách và các mức lãi suất khác [gợi ý: *các nước dùng khái niệm lãi suất chính sách khác nhau và đôi khi là phối hợp nhiều loại lãi suất – Hình 3 trong tình huống*].
3. Chính sách tiền tệ phi chính thống khi lãi suất tiệm cận zero: gói nói lỏng định lượng QE và các giải pháp hỗ trợ [gợi ý: *lãi suất tiệm cận zero và chính sách tiền tệ truyền thống mất tác dụng*]
4. Những thách thức cho chính sách tiền tệ hiện hành (CVT, Mankiw nói về bài diễn thuyết của Milton Friedman) [gợi ý: *các quốc gia hiện nay đang đối mặt với những vấn đề gì mới trong chính sách tiền tệ hiện đại*]
5. Thách thức chính sách tiền tệ ở các nước đang phát triển và thị trường mới nổi (sách CVT Tập 1) [gợi ý: *những vấn đề các nước đang phát triển và thị trường mới nổi đối mặt khi vận hành chính sách tiền tệ theo thời gian*]
6. Giải thích cơ chế học thuật của thay đổi lãi suất (giảm) từ các công cụ lý thuyết
 - a. Quy tắc Taylor: Hoa Kỳ dẫn dắt thế giới với vai trò nước lớn

- b. Ngang bằng lãi suất: Hiệu ứng Fisher quốc tế? (nước nhỏ và mở)
 - c. Hiệu ứng Fisher (xét nội tại quốc gia), cơ chế vận hành với lạm phát kỳ vọng?
7. Suy thoái kinh tế do COVID-19 khác với suy giảm kinh tế dạng chu kỳ thông thường và các giải pháp phối hợp chính sách [gợi ý: *xem bài dịch của CVT về mô hình AS-AD của Mankiw giải thích tác động COVID-19*]
 8. Giải cứu kinh tế không chỉ có giải pháp tiền tệ [gợi ý: *còn Chính sách Tài khóa? Có thể xem thêm quan điểm của các trường phái lý thuyết kinh tế vĩ mô*]
 9. Tại sao lãi suất chính sách nhiều quốc gia cùng giảm thấp như hiện nay? [gợi ý: *có phải do kinh tế thế giới thuận lợi? Hay do rủi ro quốc gia? Có do tỷ giá hối đoái biến động (kể cả kỳ vọng)? Lãi suất thế giới?*] (*không! Covid-19 gián đoạn giao thương đầu tư và tài chính, đứt gãy chuỗi sản xuất và cung ứng, i* thấp, E?, rủi ro quốc gia?*)
 10. Lãi suất chính sách giảm có thực sự kích thích C và I bối cảnh đóng cửa chủ động do Covid-19? [gợi ý: *giảm C và I do chu kỳ kinh tế thông thường khác gì với tác động đại dịch? Kích C và I hay đưa dòng vốn vào kênh có lợi hơn có phải chỉ dựa vào hạ lãi suất tiền gửi về 0? Có những cách nào khác? Liệu có bao nhiêu cách thức khác nữa thay thế biện pháp lãi suất tiền gửi về 0?*]
 11. Nước giàu, khi lãi suất chính sách tiến về 0, chính sách tiền tệ truyền thống mất tác dụng thì họ làm gì? [gợi ý: *QE? Helicopter drop?*]
 12. Các nước đang phát triển có đối mặt “sàn lãi suất”? [gợi ý: *Nếu có thì khó mà đưa lãi suất chính sách tiệm cận 0!*]
 13. Nên hay không nên đưa lãi suất tiền gửi về 0, có bao nhiêu loại lãi suất tiền gửi? [gợi ý: *Có nên phân biệt kỳ hạn hay đánh đồng tất cả thành “lãi suất tiền gửi” như đề xuất của VAFI?*]
 14. Những vấn đề khác như Việt Nam đang trong thời gian bị Hoa Kỳ giám sát “*thao túng tiền tệ*” có liên quan gì đến hành động giảm lãi suất “liều lượng lớn” và “đột ngột”.
 15. Ngoài ra, đối chiếu lãi suất tiền gửi các nước khác bằng cách sử dụng dữ liệu cập nhật trên mạng chuyên về dữ liệu
 - a. Có thực sự nhiều quốc gia đã đưa lãi suất tiền gửi về zero?
 - b. Hãy điểm lại cơ chế và bối cảnh lãi suất chính sách được cắt giảm ở các nước theo thời gian: Asean, thế giới (Hoa Kỳ, Nhật, Euro...)
 - c. Phân biệt lãi suất chính sách và các mức lãi suất khác. Theo giáo trình, Ngân hàng trung ương dùng lãi suất chính sách để điều hành. Mỗi quốc gia lãi suất

dùng làm lõi suất chính sách lại khác nhau (xem tình huống: Hoa Kỳ và chính sách tiền tệ (CVT)).