

SỰ MÂU THUẦN GIỮA THUYẾT SỐ LƯỢNG TIỀN VÀ THỰC TẾ LẠM PHÁT

Nguyễn Xuân Lâm

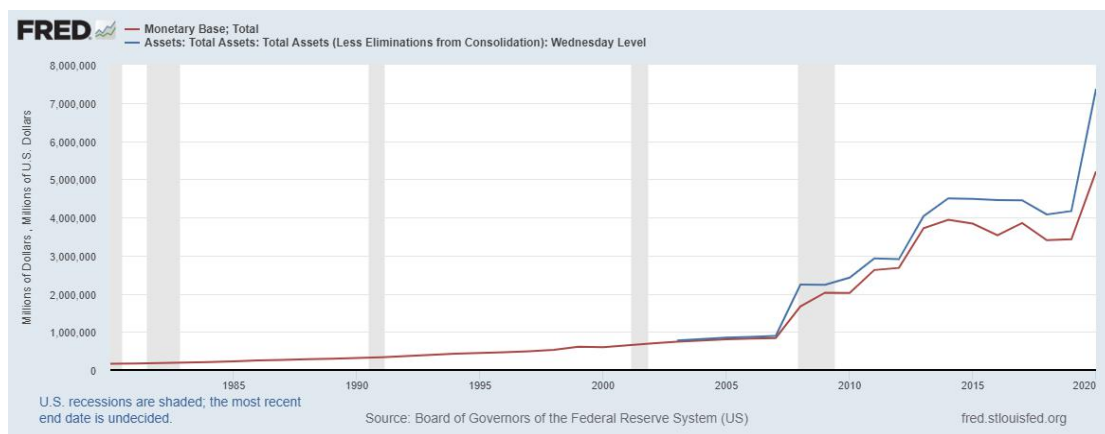
Tại sao lại có thời kỳ mà Fed tăng cơ sở tiền nhưng khối lượng tiền của nền kinh tế lại không tăng lên tương ứng, không gây ra những bước nhảy lớn trong chi tiêu và lạm phát? Có điều gì không ổn với thuyết số lượng tiền tệ đã trải qua thử thách và từng chứng tỏ là có hiệu lực? Mục đích của bài viết này là thảo luận về sự mâu thuẫn giữa lý thuyết kinh tế học tiền tệ truyền thống với thực tế lạm phát ở Hoa Kỳ trong thập kỷ tiền rẻ vừa qua. Như là một xuất phát điểm hợp lý, bài viết trước hết trình bày những đặc điểm quan trọng nhất của thời kỳ này.

1. Ba đặc điểm chính của thời kỳ tiền rẻ

Sự bơm tiền ồ ạt

Kể từ cuộc khủng hoảng tài chính 2007–2008, Fed đã bơm tiền ồ ạt. Thực tế này được xác nhận khi chúng ta xem xét sự tăng lên của cơ sở tiền và tổng tài sản của Fed. Hình 1 cho thấy, chỉ trong hơn một thập kỷ vừa qua, Fed đã tăng gần gấp ba cơ sở tiền (một yếu tố quyết định của cung tiền). Đồng thời, tổng tài sản của Fed – bao gồm trái phiếu kho bạc và chứng khoán được bảo đảm bằng thế chấp mua trên thị trường mở và các khoản cho vay cấp cho các ngân hàng dự trữ khu vực – thậm chí đã tăng mạnh hơn. Những sự bơm tiền ồ ạt này đã từng được dự đoán là sẽ gây ra lạm phát cao không tránh khỏi theo kiểu Friedman.

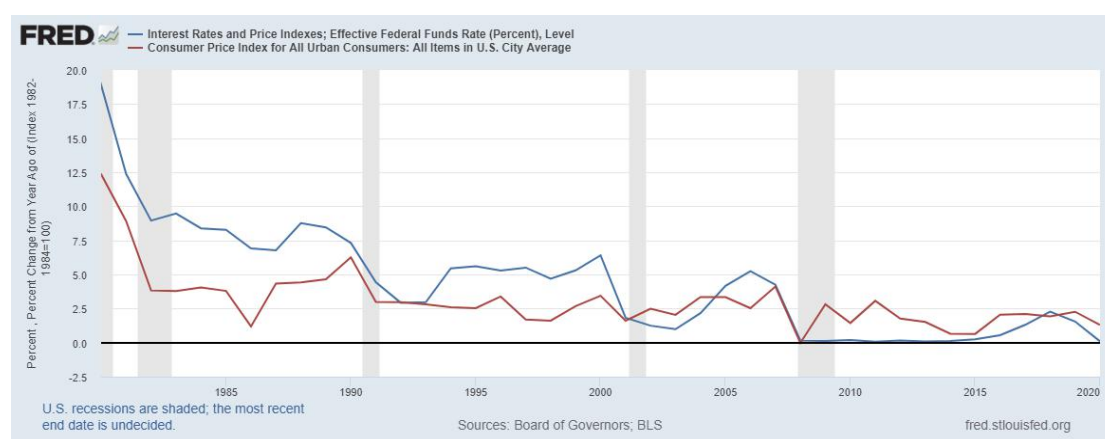
Hình 1. Cơ sở tiền và tổng tài sản của Fed



Lãi suất rất thấp nhưng lạm phát lại vừa phải

Xu hướng lãi suất thấp ở Hoa Kỳ thực ra đã kéo dài mấy thập kỷ kể từ những năm 1980, ngoại trừ những giai đoạn ngắn Fed thắt chặt tiền tệ để kiểm soát lạm phát. Đến thập kỷ vừa qua, lãi suất quỹ liên bang tính trung bình là thấp hơn 2,5% (Hình 2). Hơn nữa, có những khoảng thời gian thì lãi suất quỹ liên bang đã ở *cận dưới zero* và vì vậy không thể giảm thêm được nữa. Cụ thể là từ năm 2008 đến 2015, chính sách tiền tệ của nước Mỹ đã ở mức lãi suất tiệm cận 0%. Năm 2020, lãi suất chính sách của nước Mỹ lại được cắt giảm xuống gần 0% để đối phó với suy thoái kinh tế do đại dịch Covid-19. Trong khi đó, bất chấp nhiều dự đoán thì lạm phát của nước Mỹ lại không cao. Tính trung bình thì lạm phát giá tiêu dùng chỉ khoảng hơn 2% trong thập kỷ vừa qua.

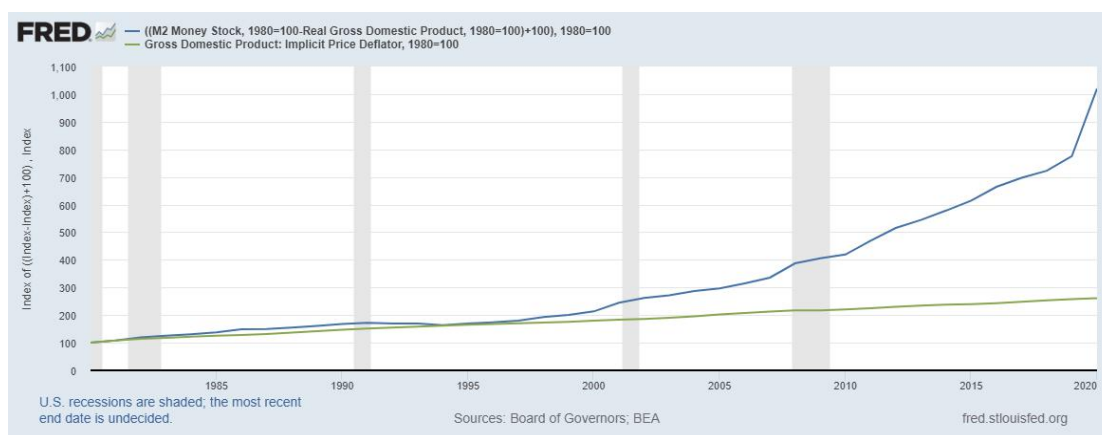
Hình 2. Lãi suất quỹ liên bang và lạm phát giá tiêu dùng



Sự đổ vỡ của mối quan hệ giữa tăng trưởng cung tiền và sự gia tăng mức giá

Sự gia tăng cung tiền diễn ra trong thập kỷ vừa qua đã không dẫn đến sự tăng lên tương ứng của mức giá ở Hoa Kỳ. Thực ra, bắt đầu từ năm 2000, mối liên kết chặt chẽ giữa sự tăng trưởng cung tiền và sự gia tăng mức giá đã bắt đầu yếu đi. Như được thể hiện trong Hình 3, kể từ cuộc khủng hoảng 2007–2008 thì sự chuyển động của cung tiền và mức giá càng trở nên phân kỳ qua thời gian. Mối liên kết rất yếu tới mức hầu như biến mất giữa hai biến số này trong thập kỷ vừa qua là mâu thuẫn với thuyết số lượng tiền tệ vốn cho rằng sự tăng trưởng của cung tiền là nguyên nhân chính gây ra lạm phát.

Hình 3. Cung tiền M2 và chỉ số giảm phát GDP



Chú thích: Hai biến này được vẽ theo thang đo lôgarit. Điều này có nghĩa là những khoảng cách bằng nhau theo chiều dọc biểu thị những phần trăm thay đổi bằng nhau của mỗi biến số.

2. Tại sao bơm tiền ồ ạt đã không dẫn đến lạm phát cao tương ứng?

Để tìm câu trả lời, chúng ta hãy bắt đầu với phương trình số lượng tiền tệ:

$$M \times V = P \times Y \quad (1)$$

trong đó M biểu thị cung tiền, V biểu thị tốc độ lưu thông tiền tệ, P là mức giá và Y là sản lượng.

Cung tiền lại được biểu thị như sau:

$$M = B \times mm \quad (2)$$

trong đó B là cơ sở tiền và mm là số nhân tiền tệ.

Thế (2) vào (1), ta được:

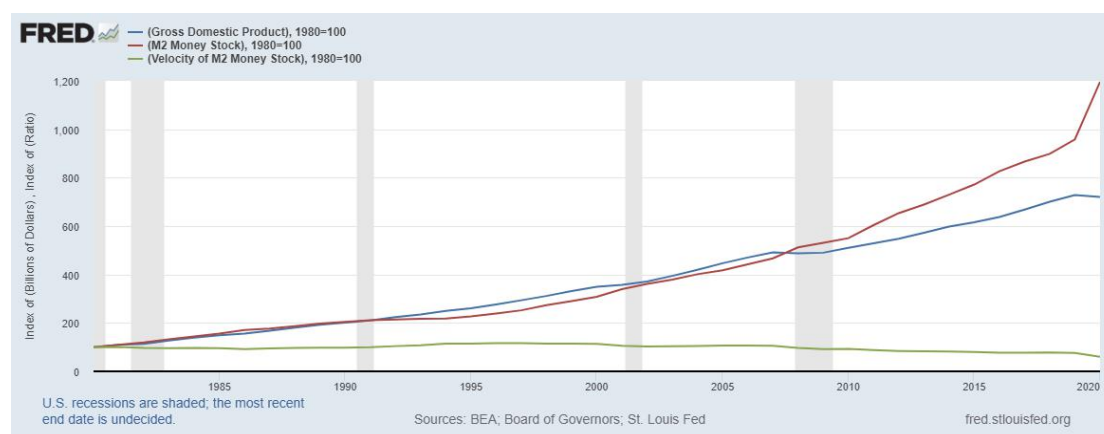
$$B \times mm \times V = P \times Y \quad (3)$$

Phương trình (3) tiết lộ rằng có ít nhất ba lý do để giải thích tại sao việc bơm tiền ồ ạt đã không dẫn đến lạm phát cao tương ứng: (i) tốc độ lưu thông tiền tệ chậm hơn, (ii) số nhân tiền thấp hơn, và (iii) một phần lượng tiền bơm ra không đi vào khu vực thực mà chảy vào các thị trường tài sản. Dưới đây, chúng ta lần lượt xem xét những nhân tố nằm phía sau sự tách rời tương quan giữa sự tăng trưởng cung tiền và sự gia tăng mức giá ở Hoa Kỳ trong thập kỷ vừa qua.

Tốc độ lưu thông tiền tệ đã giảm xuống

Đề lạm phát cao xảy ra thì điều kiện cần là vòng quay của tiền phải đủ lớn. Nói cách khác, nền kinh tế có lạm phát cao chỉ khi tích số $M \times V$ vượt một ngưỡng nhất định có tính đặc thù cho từng nền kinh tế. Để ý rằng GDP danh nghĩa và cung tiền ở Hoa Kỳ đã di chuyển chặt chẽ cùng nhau trong thời kỳ trước khi xảy ra khủng hoảng tài chính vào năm 2007 còn vòng quay của tiền khá ổn định (Hình 4). Tuy nhiên, kể từ khi bắt đầu cuộc khủng hoảng, sự di chuyển của hai biến số đã trở nên phân kỳ trong khi vòng quay của tiền đã giảm xuống rất mạnh. Sự giảm đi trong tốc độ lưu thông tiền tệ đã phần nào trung hòa sự gia tăng cung tiền để không gây ra áp lực lên giá cả. Nguyên nhân khiến cho tốc độ lưu thông tiền tệ chậm lại có lẽ là do môi trường rất bất định và hoạt động kinh tế yếu đi sau khủng hoảng đã khiến cho khu vực tư nhân tăng tiết kiệm và trì hoãn các quyết định tiêu dùng và đầu tư.

Hình 4. GDP danh nghĩa, khối lượng tiền, và tốc độ lưu thông tiền tệ



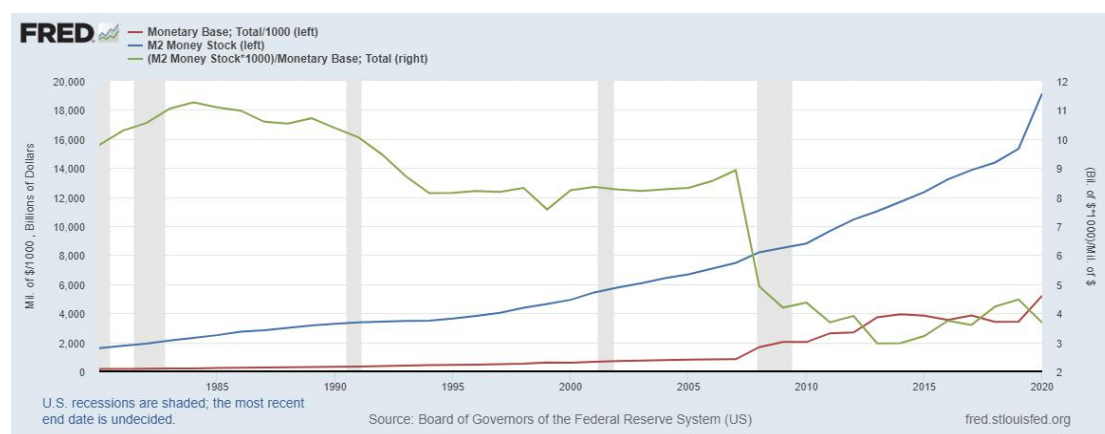
Chú thích: Giá trị danh nghĩa của sản lượng được đo bằng GDP danh nghĩa, khối lượng tiền được đo bằng M2, và vòng quay của tiền được đo bằng tỷ số giữa chúng.

Số nhân tiền tệ đã sụt giảm

Khi Fed bơm thanh khoản cho hệ thống ngân hàng bằng cách cung cấp các khoản cho vay hoặc trực tiếp mua các tài sản trên thị trường mở thì cơ sở tiền tăng lên. Tiếp đó, các ngân hàng sẽ dùng lượng thanh khoản được Fed cung cấp để gia tăng cung tín dụng và vì vậy sự tăng lên của khối lượng tiền sẽ tương ứng với sự tăng lên của cơ sở tiền. Trong thập kỷ vừa qua, tuy vậy, sự tăng lên rất lớn của cơ sở tiền đã không dẫn đến sự tăng lên thích đáng của khối lượng tiền. Bằng chứng là số nhân tiền tệ đã lao

đốc kể từ năm 2007 và không phục hồi trở lại (Hình 5). Sự sụt giảm số nhân tiền tệ có lẽ đến từ sự tái cấu trúc bảng cân đối tài sản của các ngân hàng. Cụ thể là, một phần lượng thanh khoản đã được các ngân hàng dùng vào quá trình làm giảm mức độ đòn bẩy tài chính để giảm thiểu rủi ro đòn bẩy vốn đã là nguyên nhân gây ra sự vỡ nợ của một số ngân hàng trong cuộc khủng hoảng. Hơn nữa, vì phải tuân thủ các quy định mới (Basel III) về tỷ lệ vốn cao hơn và khả năng thanh khoản, cho nên các ngân hàng đã rất cẩn trọng trong việc cho vay và duy trì thêm ‘đệm thanh khoản’.

Hình 5. Cơ sở tiền, khối lượng tiền M2, và số nhân tiền tệ

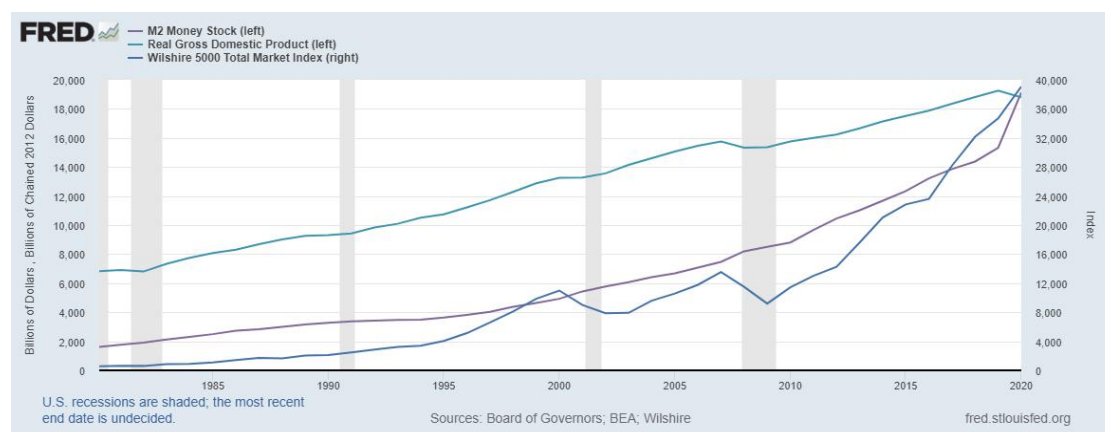


Chú thích: Số nhân tiền tệ được đo bằng tỷ số giữa khối lượng tiền M2 và cơ sở tiền.

Một phần lượng tiền bơm ra đã chảy vào các thị trường tài sản

Với lượng thanh khoản dồi dào trong tay, các nhà đầu tư đương nhiên phải tìm kiếm một sự kết hợp lợi tức – rủi ro hấp dẫn hơn ở các tài sản tài chính khác hoặc ở những nền kinh tế khác. Hãy xem xét thị trường chứng khoán Hoa Kỳ. Như được thể hiện trong Hình 6, kể từ năm 2010 thì chỉ số chứng khoán Wilshire 5000 đã tăng trưởng ở tốc độ *tương tự* tốc độ tăng trưởng cung tiền nhưng *cao hơn* tốc độ tăng trưởng kinh tế. Đây là chỉ dấu cho thấy một phần đáng kể từ lượng tiền mà Fed bơm ra đã chảy vào thị trường chứng khoán và thổi bùng lên giá của các cổ phiếu. Hệ quả là thị trường chứng khoán vốn dĩ có vai trò như hàn thử biểu nhưng đã không phản ánh đúng sức khỏe của nền kinh tế. Ngoài ra, một lượng lớn thanh khoản mà Fed cung cấp đã được chuyển đi để đầu tư vào các thị trường tài sản ở những nền kinh tế mới nổi.

Hình 6. Khối lượng tiền M2, GDP thực, và chỉ số chứng khoán Wilshire 5000



3. Kết luận

Thời kỳ tiền rẻ đã diễn ra hơn một thập kỷ ở Hoa Kỳ và – nếu không có đại dịch COVID-19 (một sự kiện “thiên nga đen”) – có thể sẽ còn tiếp tục. Đây là một hiện tượng bất thường khiến người ta phải hoài nghi về một trong những số ít quy luật kinh tế học vĩ mô có vẻ đã đứng vững, đó là: “Lạm phát lúc nào và ở đâu cũng là một hiện tượng tiền tệ theo nghĩa rằng nó là và chỉ có thể là hệ quả từ sự gia tăng lượng tiền nhanh hơn sự gia tăng sản lượng” (Friedman 1970, tr. 24). Thực tế lạm phát của nước Mỹ trong thập kỷ vừa qua là một tình huống thuyết phục cho thấy quan điểm về những mối liên kết cơ học giữa chính sách tiền tệ, cung tiền, và lạm phát trong các giáo trình truyền thống có thể đã lỗi thời và cần được sửa lại.

Tài liệu tham khảo

Fred Open Data. *Federal Reserve Bank of St. Louis*. Retrieved from: <https://research.stlouisfed.org/> [Online Resource]

Friedman, Milton. 1970. *Counter-Revolution in Monetary Theory*. Wincott Memorial Lecture, Institute of Economic Affairs, Occasional paper 33.