

# COVID-19 VÀ NGUY CƠ LẠM PHÁT QUAY TRỞ LẠI<sup>1</sup>

## Bối cảnh

Bất chấp dịch bệnh COVID-19 diễn ra phức tạp khắp nơi trên thế giới, lạm phát đang có dấu hiệu tăng tốc ở nhiều quốc gia, ngay cả Hoa Kỳ và Anh. Dưới góc nhìn kinh tế học vĩ mô, các nhà kinh tế xem lạm phát tăng tốc là một trong những tín hiệu kinh tế nóng lên bên cạnh tốc độ tăng trưởng đưa GDP tiến đến mức tiềm năng thông qua thước đo hồ cách sản lượng. Do vậy, Hoa Kỳ có thể sẽ phải ra tay can thiệp trước khi tình hình xấu đi. Chính sách thắt chặt tài khóa và tiền tệ ở Hoa Kỳ có thể được điều chỉnh sớm hơn dự kiến. Cả hai khả năng nếu như lạm phát tăng tốc hay/và Fed tăng lãi suất đều có thể đẩy toàn thế giới vào tình thế khó khăn ngày càng chòng chành. Bên cạnh đó, sự kiệt sức của cả người tiêu dùng và doanh nghiệp đang phải chống chọi với đại dịch chưa có dấu hiệu thuyên giảm do các biến chủng virus mới và kế hoạch tiêm vắc xin gián đoạn bởi nguồn cung thiếu thốn ở các nước đang phát triển và thị trường mới nổi càng làm nguy khốn hơn tình hình.

Kinh nghiệm và dữ liệu thực tế cho thấy xuất phát từ một số diễn biến như chính sách nới lỏng quá mức về tài khóa và tiền tệ toàn cầu và nợ quốc gia (cả khu vực công và tư nhân) tăng cao kể từ sau khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 đến nay cộng thêm các chính sách giải cứu do đại dịch COVID-19 gây ra cho cả phía cầu và phía cung; các cú sốc cung tiêu cực (giá nguyên nhiên liệu tăng, giá lương thực thực phẩm, đứt gãy chuỗi cung ứng, thắt cổ chai phía cung, yếu tố lạm phát kỳ vọng...); cùng những phản ứng chập chờn, bấp bênh phía cầu nhằm hồi phục kinh tế sau những lần kiểm chế thành công đại dịch đã tạo ra xu hướng rất bất định phía trước.

Hệ quả có thể dẫn đến một số hệ lụy, như là: (1) "*hiệu ứng tràn lạm phát*" (từ các nước lớn) có thể xuất hiện cộng hưởng với lạm phát trong nước; (2) tình trạng bất ổn vĩ mô, thậm chí là dạng *khủng hoảng nợ - đình lạm* (stagflation debt crisis) từng xảy ở cả thập niên 1970 và 1980 quay lại bất kỳ lúc nào; (3) và *dòng vốn tháo chạy* ra khỏi các nước đang phát triển và thị trường mới nổi (EMEs) do tín hiệu/khả năng Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ (Fed) tăng lãi suất sớm hơn dự kiến.

---

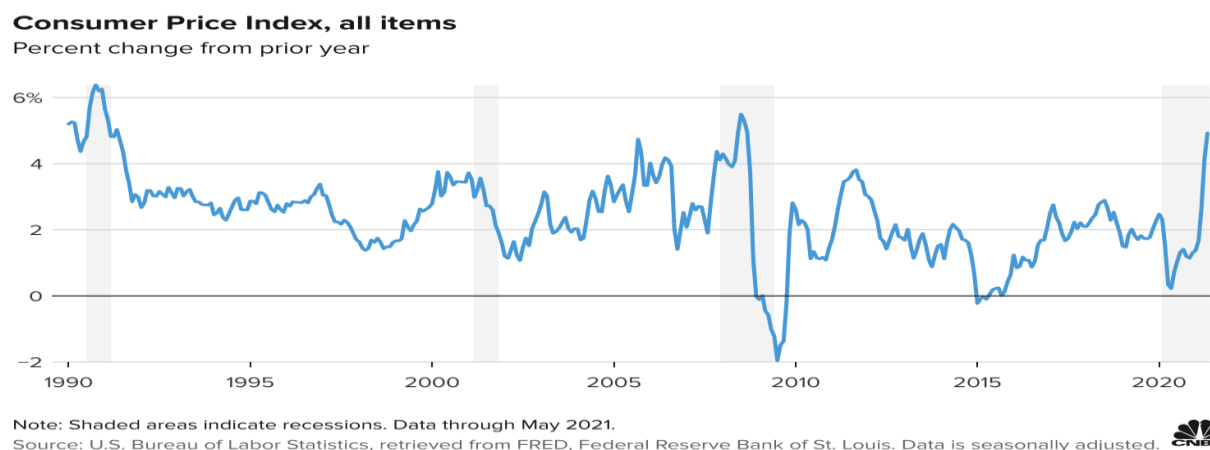
<sup>1</sup> Bài tổng hợp của Châu Văn Thành, giảng viên Khoa Kinh tế, Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh. Email: [thanhcv@ueh.edu.vn](mailto:thanhcv@ueh.edu.vn); dùng cho *giảng dạy và nghiên cứu*. Ngày 27/07/2021.

Các nước đang phát triển và các nền kinh tế thị trường mới nổi (EMEs), trong đó có Việt Nam cần chuẩn bị điều gì nhằm hạn chế tác động có thể xảy ra?

## Lạm phát Hoa Kỳ đang trên đà tăng tốc

Các nhà kinh tế thường ví von “*Hoa Kỳ hắt hơi, cả thế giới có thể bị cảm lạnh*”<sup>2</sup>. Lạm phát ở Hoa Kỳ đang tiếp tục đà tăng tốc<sup>3</sup> (xem Hình 1), khả năng Fed sẽ tăng lãi suất nhanh hơn và sớm hơn dự kiến hoàn toàn có thể xảy ra dù cho Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ vẫn nhìn nhận lạm phát hiện nay chỉ là tạm thời<sup>4</sup>.

**Hình 1: Chỉ số giá tiêu dùng Hoa Kỳ đang trên đà tăng tốc**<sup>5</sup>



<sup>2</sup> “When the United States sneezes, the rest of the world may catch a cold”.

<sup>3</sup> Giá tiêu dùng tháng 5 và 6/2021 tăng lần lượt 5% và 5,4% so cùng kỳ năm trước. Trong cuộc họp giữa tháng 6/2021, Ủy Ban Thị trường Mở Liên bang (FOMC) ước tính lạm phát giá tiêu dùng cá nhân (PCI) cả năm 2021 sẽ là 3,4%, cao hơn 1 điểm phần trăm so mức trung vị dự báo vào tháng 3, gấp đôi mức dự báo vào tháng 6/2020. Dù vậy, tại cuộc họp tháng 7, Fed cho rằng đây chỉ là trạng thái nhất thời và lạm phát sẽ dần ổn định trở lại (Xem thêm <https://apnews.com/article/inflation-health-coronavirus-pandemic-business-6e7c813472a3eb706e0cdafe305c1477>)

<sup>4</sup> Xem: Fed’s Powell says high inflation temporary, will ‘wane’, June 23, 2021 by Christopher Rugaber <https://apnews.com/article/inflation-health-coronavirus-pandemic-business-6e7c813472a3eb706e0cdafe305c1477>

<sup>5</sup> Nguồn: Jeff Cox, Consumer prices jump 5% in May, fastest pace since the summer of 2008 <https://www.cnbc.com/2021/06/10/cpi-may-2021.html>

Tuy vậy, dường như không như lời “trấn an” của Fed, kịch bản ở Hoa Kỳ có thể thật sự đáng gây lo ngại – đại dịch khiến nhiều nhà máy đóng cửa, chiến tranh thương mại đẩy chi phí nhiều ngành công nghiệp lên cao – kéo theo giá cả tăng cao. Khi mở cửa trở lại, nhu cầu tăng nhanh cùng với biện pháp kích thích tài khóa và nới lỏng tiền tệ mạnh tay thúc giá tăng thêm nữa. Thực tế là lạm phát ở Hoa Kỳ đã tăng với tốc độ nhanh nhất kể từ thập niên 1980.

Theo các nhà kinh tế, mức tăng lạm phát ở Hoa Kỳ (cũng như nhiều quốc gia khác trên toàn thế giới) đang phản ánh sự phối hợp giữa các yếu tố mang tính tạm thời và các yếu tố có tính cơ cấu.

Các đợt đóng cửa hoạt động kinh tế do đại dịch COVID-19 làm gián đoạn và sụt giảm sản xuất về phía cung, các chương trình kích thích của chính phủ hỗ trợ duy trì sức cầu hộ gia đình làm mất cân bằng cung cầu ở nhiều khu vực theo hướng *khan hiếm tạm thời* và kéo theo tăng giá cả. Nếu chỉ nhìn vào nguyên nhân này thì sự mất cân bằng tạo ra gia tăng giá cả và lạm phát này sẽ có thể biến mất một khi sản lượng hồi phục về mức tiềm năng.

Bên cạnh đó, nguyên nhân giá cả gia tăng còn có *tính cơ cấu* khá rõ nét. Hãy nhìn vào Hoa Kỳ, dù Fed cho rằng sự gia tăng lạm phát hiện hành chỉ có tính chất tạm thời, nhưng cũng có nguyên nhân cơ cấu vì bản chất tăng giá không hoàn toàn gắn với hệ quả do đại dịch gây ra:

Thứ nhất, chính sách tiền tệ Hoa Kỳ đã chuyển sang phi truyền thống và nới lỏng kéo dài trong một khoảng thời gian cũng dài bất thường<sup>6</sup>, lãi suất tiệm cận zero, các gói nới lỏng định lượng đi cùng các công cụ bổ sung kể từ sau khủng hoảng tài chính 2008.

Thứ hai, suy thoái do đại dịch COVID-19 khiến Fed gia tăng cung tiền càng nhiều hơn nữa, ngay cả khi chỉ số thất nghiệp xuống thấp nhất so với nhiều thập niên trước đây.

Thứ ba, chính sách thương mại tăng thuế quan và ngăn chặn nhập khẩu<sup>7</sup> thời Tổng thống Trump đã làm gia tăng giá hàng hóa nhập khẩu vào Hoa Kỳ.

---

<sup>6</sup> Từ sau 2008 đến 2015, qua 3 gói QE, lần lượt vào các năm 2010, 2012 và 2014.

<sup>7</sup> Thuế quan với Trung Quốc trung bình từ 3% năm 2018 lên trung bình 20% liên tục 3 năm qua.

Thứ tư, sự khan hiếm và đứt gãy chuỗi cung ứng do đại dịch COVID-19 và chiến thương mại làm gia tăng giá hàng hóa nhập khẩu từ các nước thay thế vị trí Trung Quốc vào Hoa Kỳ (trong đó có Việt Nam).

Thứ năm, ngay cả những sản phẩm sản xuất tại Hoa Kỳ thay thế hàng hóa nhập khẩu với chi phí lao động và giá nhập lượng đầu vào cao tương đối cũng góp phần làm tăng giá do chi phí sản xuất tăng cao.

Tất cả cấu thành sức ép tăng giá cả hàng hóa đầu ra cuối cùng của hệ thống kinh tế.

Thêm nữa, chính sách cắt giảm thuế thời kỳ Tổng thống Trump và các chương trình kích thích tài khóa cả thời cựu Tổng thống Trump và Tổng thống Biden nhằm thúc đẩy phía cầu đã cộng hưởng gây áp lực tăng giá cả. Một số các nhà kinh tế cho rằng gói giải cứu 1,9 nghìn tỷ đô la của Tổng thống Biden là lớn hơn nhiều so với quy mô ước tính của hộ cách sản lượng của Hoa Kỳ.

Sẽ không có gì ngạc nhiên nếu Fed tăng lãi suất bất ngờ và mạnh tay khi mức lạm phát của Hoa Kỳ được dự báo đang có xu hướng tăng cao như hiện nay. Lịch sử về niềm tin và sự tín nhiệm của người dân vào chính phủ và Fed cho thấy người dân Hoa Kỳ luôn kỳ vọng và tin tưởng vào năng lực điều hành kinh tế của các cơ quan này. Cụ thể hơn, đa số các hộ gia đình, các doanh nghiệp và các nhà đầu tư luôn đặt sự tín nhiệm vào Fed sẽ điều chỉnh cung tiền và lãi suất một cách kịp thời nhằm ngăn chặn lạm phát bùng lên trước khi nó vượt khỏi tầm kiểm soát.

Hoa Kỳ mà cụ thể là Fed đang chịu sức ép khác từ công chúng do theo đuổi “neo lạm phát”<sup>8</sup> ở mức mục tiêu 2%. Nếu công chúng nhận ra khả năng Fed không thể kiểm soát lạm phát ở mức 2% (như mức 5% hay 5,4% lần lượt vào tháng 5 và 6 vừa qua), người lao động sẽ tạo áp lực tăng lương, các doanh nghiệp sẽ chỉ số hóa giá cả sản phẩm theo lạm phát. Những gì kỳ vọng sẽ biến thành hiện thực. Rõ ràng đây là điều mà Fed không mong muốn. Do vậy, khả năng thắt chặt tiền tệ, tăng lãi suất tức thời trước diễn cảnh lạm phát tăng tốc là sức ép mà Fed sẽ phải xem xét nghiêm túc trong tình hình hiện nay.

### **Chính sách tiền tệ Hoa Kỳ và tác động toàn cầu**

---

<sup>8</sup> Hoa Kỳ không theo lạm phát mục tiêu như nhiều nước khác. Thực tế Fed điều hành lãi suất theo quy tắc Taylor.

## *Những lần Hóa Kỳ điều chỉnh chính sách tiền tệ trước đây*

Lịch sử cho thấy, những lần thay đổi chính sách tiền tệ của Hoa Kỳ thường đưa thế giới vào trục trặc và khủng hoảng. Công bằng mà nói, vấn đề xảy ra không chỉ do Hoa Kỳ thay đổi chính sách mà còn do những vấn đề nội tại của các quốc gia và nhiều vấn đề khác nữa. Nhưng hãy dành câu chuyện đầy đủ hơn ở một phân tích khác.

Các đợt giảm lãi suất ở Hoa Kỳ vào cuối thập niên 1970, đầu thập niên 1990 và đầu những năm 2000 đã đưa dòng vốn tràn ngập khắp nơi trên thế giới, nhất là đến các nước đang phát triển và các nền kinh tế thị trường mới nổi đang rất khát vốn cho đầu tư và phát triển. Không may, xen kẽ vào các làn sóng vốn vào là các đợt tháo chạy vốn xuất phát từ dấu ấn chính sách thắt chặt tiền tệ của Hoa Kỳ và các cuộc khủng hoảng đã xảy ra. Có thể kể đến như là:

- Ở giai đoạn 1980-82: chính sách thắt chặt tiền tệ của Volcker đưa đến cuộc khủng hoảng nợ quốc tế 1982.
- Năm 1994, Fed thắt chặt tiền tệ góp phần gây ra cuộc khủng hoảng đồng peso ở Mexico (và sau đó là cuộc khủng hoảng tài chính châu Á 1997).
- Tháng 5-6/2013 và tháng 1/2014, Fed dự kiến giảm gói nới lỏng định lượng QE3 đã tác động đáng kể đến các nước thị trường mới nổi (dòng vốn tháo chạy, giá chứng khoán giảm, tiền tệ mất giá...)
- Tháng 5/2018 tuyên bố giảm lượng tài sản nắm giữ của Fed đã gây ra làn sóng bán tháo trái phiếu Hoa Kỳ, đồng đô la lên giá và làn sóng rút vốn ra khỏi các nước đang phát triển và thị trường mới nổi.

Hãy điểm qua rõ hơn các thay đổi chính sách gần nhất của Hoa Kỳ đã gây ra tác động đến thế giới như thế nào.

Tháng 6/2013, Ben Bernanke và Ủy Ban Thị trường Mở Liên bang (FOMC) đưa ra đề xuất là có thể sớm giảm mua trái phiếu và khả năng thắt chặt tiền tệ, tăng lãi suất. Thông điệp này đã chuyển thành sức ép lên các nước thị trường mới nổi. Nhóm 5 nước “dễ tổn thương” bao gồm Nam Phi, Brazil, Ấn Độ, Indonesia và Thổ Nhĩ Kỳ – với tình trạng thâm hụt tài khoản vãng lai cao và phụ thuộc nhiều vào dòng vốn vào từ nước ngoài đã phải gánh chịu sức ép tiền tệ mất giá trầm trọng và rút vốn tháo chạy. Trong nhiều năm trước đó, các quốc gia này trải qua tác động

tràn (spillover effects) từ chính sách tiền tệ nới lỏng quá mức của Hoa Kỳ và các nước lớn khác, khi đối mặt với khả năng thắt chặt tiền tệ dần của Hoa Kỳ đã làm cho các nhà đầu tư phần nào bị hoảng loạn – dòng vốn tháo chạy và nội tệ mất giá.

Tháng 5/2018, Fed tuyên bố bắt đầu giảm lượng tài sản nắm giữ; tuyên bố này đi kèm tình trạng bán tháo trên thị trường trái phiếu Hoa Kỳ và đồng đô la lên giá (may mắn là cơn tam bành này đã bị chặn lại vào năm 2019). Lần này hai quốc gia Thổ Nhĩ Kỳ và Argentina với thâm hụt cán cân vãng lai cao và tình trạng dễ bị tổn thương trước biến động tỷ giá hối đoái do có khối lượng nợ ngoại tệ lớn. Tuy nhiên, tình hình năm 2018 không như năm 2013 khi mà thâm hụt cán cân vãng lai các nước cải thiện, nguồn tài trợ dòng vốn từ bên ngoài cũng như tỷ giá hối đoái thực bị định giá cao ở nhiều nước cũng không còn quá lớn như trước năm 2013. Tình trạng dự trữ ngoại hối cũng gia tăng đáng kể.

#### *Khả năng tăng lãi suất lần này của Fed và những tác động của nó*

Tình hình hiện hành khác nhiều so với trước đây. Bên cạnh sức ép lạm phát Hoa Kỳ đang tăng tốc như đã đề cập bên trên, bên cạnh dự báo Hoa Kỳ có thể tăng lãi suất bất ngờ gây nguy cơ tạo khủng hoảng thì cũng có những yếu tố tích cực khác mang tính giảm nhẹ tác động này đối với các nước đang phát triển và thị trường mới nổi, có thể kể đến như là:

(1) tăng trưởng kinh tế hồi phục mạnh mẽ ở Hoa Kỳ và sức ép lạm phát đẩy Fed vào vị thế phải quyết định tăng lãi suất nhưng các mối liên kết ngoại thương tích cực được tạo ra cho các nước thị trường mới nổi tạo nguồn thu ngoại tệ có thể giúp bù trừ hiện tượng tháo chạy vốn từ hiệu ứng tràn tài chính mang tính tiêu cực do lãi suất Hoa Kỳ tăng lên; hơn nữa, hầu như rút kinh nghiệm từ các đợt khủng hoảng trước đây, các nước đã tranh thủ tích trữ ngoại tệ và điều chỉnh các yếu điểm của mình (nợ ngoại tệ, thâm hụt ngân sách và nợ công, thâm hụt thương mại, kiểm soát lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô...)

(2) khả năng như mọi khi, Hoa Kỳ sẽ phát tín hiệu thích hợp và từ từ, dòng vốn cũng được tái sắp xếp một cách có trật tự sẽ giúp tối thiểu hóa rủi ro từ kịch bản hoảng loạn.

Tuy nhiên, cũng còn nhiều quốc gia rơi vào tình trạng “thâm hụt kép” (twin deficits) – thâm hụt ngân sách đi cùng thâm hụt cán cân vãng lai – đã, đang và sắp diễn ra ở nhiều quốc gia đang phát

triển và thị trường mới nổi. Đồng thời, sau năm 2008 hiện tượng thâm hụt kép/thặng dư kép của cán cân thanh toán cũng thường xuyên diễn ra do dòng vốn có tính thuận chu kỳ kể từ đầu những năm 2000. Đại dịch đã gây sức ép lên thâm hụt ngân sách ngày càng gia tăng đi cùng với dòng vốn chảy ra lớn sẽ là nhân tố khiến cho bất ổn vĩ mô có thể xảy ra.

Những nước có khả năng tài trợ cho thâm hụt ngân sách lớn của mình bằng cách dựa vào các nhà đầu tư nội địa hay/và ngân hàng trung ương (mua chứng khoán chính phủ) sẽ dễ chịu hơn<sup>9</sup>. Việc vay nợ thông qua phát hành chứng khoán mệnh giá theo ngoại tệ cũng cần thiết nhưng rủi ro đi kèm với các dòng vốn vào/ra thay đổi đột ngột sẽ không tránh khỏi những tác động tương tự như những lần khủng hoảng trước đây. Bên cạnh đó, rủi ro còn nằm ở cách thức mà một quốc gia kiểm soát đại dịch và hồi phục hậu đại dịch; sức ép giá hàng hóa cơ bản tăng cao cộng hưởng hiệu ứng tràn lạm phát đẩy lạm phát trong nước gia tăng mạnh mẽ đi cùng nợ ngất ngưỡng sẽ dễ dẫn đến một cuộc khủng hoảng mang tên *khủng hoảng nợ và đình lạm*.

### **Tại sao lại là khủng hoảng nợ - đình lạm<sup>10</sup>?**

Theo giáo sư Nouriel Roubini<sup>11</sup>, thế giới đang đứng trước rủi ro phải đối mặt với một cuộc khủng hoảng mang tên “khủng hoảng nợ - đình lạm” (stagflationary debt crisis). Cuộc khủng hoảng này là do hệ quả của các *chính sách tiền tệ và tài khóa nới lỏng* cực lớn kéo dài trong đại dịch COVID-19 và các cú *sốc cung tiêu cực* (negative supply shocks) – giá nguyên nhiên liệu tăng và đứt gãy chuỗi cung ứng ở hầu hết các quốc gia. Nếu cuộc khủng hoảng này thực sự xảy ra, tình trạng đình trệ – lạm phát đi kèm suy thoái (stagflation) thập niên 1970<sup>12</sup> sẽ hòa trộn với

---

<sup>9</sup> Xem thêm bài viết “COVID-19 và Tiền tệ hóa Thâm hụt Ngân sách” của Châu Văn Thành.

<sup>10</sup> Vì bài viết này của giáo sư Nouriel Roubini rất hay và rất hữu ích cho bạn đọc, nên riêng mục này tôi xin phép **lược dịch** các ý chính của toàn bộ bài viết nhằm cung cấp cho bạn đọc đầy đủ hơn câu chuyện dẫn dắt của tác giả. Nguồn: <https://www.project-syndicate.org/commentary/stagflation-debt-crisis-2020s-by-nouriel-roubini-2021-06>

<sup>11</sup> Nouriel Roubini là Giáo sư Kinh tế học của Đại học New York, Hoa Kỳ.

<sup>12</sup> Bỏ qua trách nhiệm chính của mình là giữ lạm phát thấp, Fed cho phép cung tiền nhanh hơn lúc bấy giờ. Tốc độ tăng cung tiền M2 (gồm tiền mặt, tiền gửi và tài sản thanh khoản cao) trung bình ở mức 10% thập niên 1970 (từ mức tăng 7% thập niên 1960). Công hưởng với các cú sốc giá dầu làm tăng giá cả và lạm phát vọt lên 2 con số – tăng lên 12% ba lần (lần đầu năm 1974, và tiếp theo vào năm 1979 và 1980 – trong khi tỷ lệ thất nghiệp tăng từ 5,9% vào tháng 6/1971 lên 9% năm 1975). Kéo theo thành quả tệ hại của nền kinh tế Hoa Kỳ - “đình lạm” – một trạng thái trộn lẫn lộn giữa lạm phát tăng với tăng trưởng kinh tế trì trệ (xem thêm: <https://www.project-syndicate.org/commentary/inflation-us-federal-reserve-ignoring-history-by-john-taylor-5-2021-06>).

khủng hoảng nợ dạng hình xoắn đi xuống kéo theo (spiraling debt crisis) có nguồn gốc từ kỷ nguyên hậu khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 sẽ đẩy các ngân hàng trung ương và chính phủ dễ rơi vào tình cảnh bế tắc về chính sách. Bởi lẽ nợ công ở mức cao cùng thâm hụt kép (thâm hụt ngân sách và cán cân vãng lai) đồng thời chính sách tiền tệ với lãi suất tiệm cận zero hay/và “mức sàn lãi suất”<sup>13</sup> sẽ cùng trói buộc và làm hạn hẹp không gian chính sách.

Lịch sử cho thấy tỷ số nợ ở các nước tiên tiến và các nước thị trường mới nổi ở thập niên 1970 thấp hơn nhiều so với hiện nay, do vậy tình trạng đình lạm (stagflation) đã không đi kèm với khủng hoảng nợ (debt crisis) lúc bấy giờ. Đồng thời, lạm phát cao ngoài kỳ vọng (unexpected inflation) thập niên 1970 đã bù trừ giá trị danh nghĩa và làm cho giá trị thực của các khoản nợ danh nghĩa với mức lãi cố định đã giảm xuống đáng kể, thậm chí là xóa sổ. Do vậy đã góp phần giảm gánh nặng nợ công – vốn dĩ không quá cao một cách tương đối so với hiện nay - ở nhiều nước tiên tiến.

Trước, trong và sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-08 thì câu chuyện nợ nần hoàn toàn ngược lại. Tỷ số nợ cao (cả tư nhân và chính phủ) đã gây ra cuộc khủng hoảng nợ nghiêm trọng. Cuộc suy thoái sau đó gắn với lạm phát thấp, thậm chí còn tạo ra khả năng giảm phát – chứ không phải lạm phát như thập niên 1970. Khủng hoảng bấy giờ và cú sốc thu hẹp tín dụng gây nên cú sốc vĩ mô phía tổng cầu. Nếu đem so sánh với hiện nay – thời kỳ đại dịch COVID-19 - thì có thể nói rủi ro đang ở cả hai phía - cầu và cung – và chủ yếu nằm ở phía tổng cung.

Hoa Kỳ nói riêng và gần như thế giới nói chung hiện đang rơi vào tình trạng xấu tương tự như ở cả hai trạng thái tồi tệ trước đây, bao gồm đình lạm (stagflation) thập niên 1970 và nợ nần của thời kỳ khủng hoảng tài chính toàn cầu nhất là giai đoạn 2007-2010. Tỷ số nợ hiện hành cao hơn nhiều so với thập niên 1970, và một sự trộn lẫn các chính sách kinh tế nói lỏng (tài khóa và tiền tệ) với các cú sốc cung tiêu cực đe dọa châm ngòi lạm phát chứ không phải giảm phát, tạo tiền đề cho các cuộc khủng hoảng nợ - đình lạm trong những năm sắp tới.

Không chỉ Hoa Kỳ, nhiều quốc gia chạy theo các chính sách tài khóa hào phóng và tiền tệ nói lỏng đã châm ngòi cho tình trạng bong bóng tài sản và tăng trưởng tín dụng - nguy cơ tiềm ẩn

---

<sup>13</sup> Nhớ lại ngang bằng lãi suất hay hiệu ứng Fisher quốc tế, lãi suất ở các nước đang phát triển và thị trường mới nổi phải bao phủ tối thiểu chi phí vay quốc tế  $i^*$ , tỷ lệ mất giá kỳ vọng của nội tệ, và phí bù rủi ro quốc gia. Do vậy, mức lãi suất  $i$  trong nước không thể hạ thấp hơn được nữa trong bối cảnh hội nhập tài chính toàn cầu.



dẫn đến cuộc khủng hoảng nợ - đình lạm ngày càng hiện hình. Đến đây, gọi cho chúng ta khái niệm thời “Thời khắc Minsky”<sup>14</sup> (Minsky moment) có thể diễn ra bất kỳ lúc nào. Nếu chính sách tiền tệ thắt chặt hơn sẽ gây ra vỡ bong bóng và cả hệ thống kinh tế tài chính sụp đổ.

Giáo sư Nouriel Roubini còn nhấn mạnh rằng các chính sách nới lỏng không chỉ nuôi bong bóng tài sản mà còn thúc đẩy lạm phát giá tiêu dùng, nuôi dưỡng và tạo điều kiện cho tình trạng đình lạm khi các cú sốc cung xảy ra. Các cú sốc cung này không chỉ đơn thuần là do chi phí sản xuất tăng cao, mà còn xuất phát từ vấn đề của chủ nghĩa bảo hộ mới, già hóa dân số ở các nước giàu và đang phát triển, xu hướng tái dịch chuyển sản xuất trở lại các khu vực chi phí cao, hay do trực tiếp trong việc phân bổ của chuỗi cung ứng toàn cầu.

Cuộc chiến Hoa Kỳ - Trung Quốc trên nhiều mặt trận làm phân đoạn kinh tế toàn cầu, trầm trọng thêm sự biến đổi khí hậu và hậu quả của sự tàn phá của đại dịch COVID-19 đẩy chính phủ các quốc gia thu mình lại nhiều hơn. Các cuộc tấn công mạng vào cơ sở hạ tầng quan trọng và các phản ứng dữ dội về chính trị và xã hội chống lại tình trạng bất bình đẳng bên cạnh những trực tiếp về kinh tế vĩ mô.

Nhiều ngân hàng trung ương ngày càng mất tính độc lập và hiệu quả điều hành nền kinh tế vĩ mô theo đúng với chức năng của mình. Các ngân hàng trung ương ngày càng bị giới hạn các lựa chọn công cụ chính sách truyền thống, hướng nhiều hơn đến tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách khổng lồ để có thể ngăn chặn khủng hoảng nợ. Với nợ của cả khu vực tư nhân và chính phủ tăng nhanh và khả năng rơi vào bẫy nợ (debt trap) là rất lớn. Khi lạm phát gia tăng (trong những năm tới) các ngân hàng trung ương có thể phải đối mặt tình thế tiến thoái lưỡng nan. Nếu ngân hàng trung ương chọn kết thúc thời kỳ chạy theo chính sách tiền tệ phi truyền thống và tăng lãi suất để chống lạm phát, họ sẽ đối mặt với nguy cơ châm ngòi cho một cuộc khủng hoảng nợ khổng lồ và suy thoái nghiêm trọng xảy ra; nhưng nếu tiếp tục chính sách tiền tệ nới lỏng hiện nay, sẽ đối mặt nguy cơ lạm phát cao hơn – và nếu cộng hưởng với các cú sốc cung tiêu cực xảy đến - tình trạng đình lạm là khó tránh khỏi.

---

<sup>14</sup> Hiện tượng xuất hiện thời khắc mất niềm tin, dẫn đến tháo chạy ra khỏi các tài sản rủi ro kéo theo trực tiếp toàn hệ thống.

Nhưng ngay cả trong kịch bản thứ hai – tức tiếp tục nới lỏng tiền tệ, các nhà hoạch định chính sách sẽ không thể ngăn chặn được một cuộc khủng hoảng nợ có thể xảy ra, Trong khi nợ theo lãi suất cố định của chính phủ dưới dạng danh nghĩa (nominal government fixed-rate debt) ở các nước tiên tiến có thể được xóa sổ do lạm phát ngoài dự kiến (unexpected inflation) như đã từng xảy ra ở thập niên 1970, nợ của các nền kinh tế thị trường mới nổi và các nước đang phát triển thường dưới dạng ngoại tệ; cho nên câu chuyện sẽ không giống như vậy. Thiếu hụt ngoại tệ thanh toán nợ bằng ngoại tệ sẽ dẫn đến nhiều hệ lụy khó lường. Do vậy, nhiều chính phủ (và kể cả khu vực tư nhân) sẽ có khả năng rơi vào tình trạng vỡ nợ hoặc phải tái cấu trúc nợ.

Đồng thời, các khoản nợ tư nhân ở các nước tiên tiến giàu có trở nên kém bền vững (như đã xảy ra sau khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008), và độ lệch lãi suất (spreads) của chúng so với trái phiếu chính phủ an toàn hơn sẽ tăng đột biến, châm ngòi cho vỡ nợ dây chuyền. Các công ty có đòn bẩy tài chính cao và những chủ nợ các *ngân hàng ẩn ngầm*<sup>15</sup> (shadow-bank creditors) thiếu thận trọng sẽ là những tác nhân sa lưới trước tiên, tiếp theo là các hộ gia đình vay nợ và các ngân hàng đã cấp vốn cho họ.

Chi phí vay dài hạn thực ban đầu có thể giảm nếu lạm phát tăng lên ngoài kỳ vọng<sup>16</sup>. Do vậy, các ngân hàng trung ương vẫn còn ở vị thế chủ động trong điều hành lãi suất. Nhưng theo thời gian, các chi phí này sẽ bị đẩy lên do ba nhân tố. Thứ nhất, nợ công và nợ tư nhân cao hơn sẽ làm nới rộng khoảng cách lãi suất khu vực tư nhân và chính phủ (sovereign and private interest-rate spreads). Thứ hai, lạm phát gia tăng và tình trạng không chắc chắn sâu sắc hơn sẽ làm gia tăng phần bù rủi ro lạm phát (inflation risk premia). Và thứ ba, chỉ số khốn khổ gia tăng (misery index) – tổng của tỷ lệ lạm phát và tỷ lệ thất nghiệp – cuối cùng cũng sẽ cần đến “Thời khắc Volcker” (Volcker Moment).

Khi cựu Chủ tịch Fed Paul Volcker *tăng lãi suất để giải quyết lạm phát giai đoạn 1980-1982*, kết quả là Hoa Kỳ rơi vào suy thoái sâu nghiêm trọng, đồng thời khủng hoảng nợ và các nước châu Mỹ La Tinh rơi vào hoàn cảnh một thập niên bị đánh mất. Giờ đây tình hình còn trầm trọng hơn.

---

<sup>15</sup> Xem thêm: Những Câu chuyện Ngắn về Kinh tế Ví mô. Tập 3 (Châu Văn Thành, lược dịch). Bài “Các Ngân hàng Ẩn” (Shadow banks) để hiểu rõ hơn cơ chế vận hành của loại hình tổ chức tài chính này.

<sup>16</sup> Nhớ lại mối quan hệ giữa lãi suất danh nghĩa, lãi suất thực và lạm phát kỳ vọng trong phương trình Fisher.

Tỷ số nợ toàn cầu gần như cao gấp ba lần so với đầu thập niên 1970, và chính sách chống lạm phát sẽ có thể dẫn đến một cuộc đại khủng hoảng thay vì chỉ là một cuộc suy thoái nghiêm trọng.

Với những điều kiện như hiện nay, các ngân hàng trung ương đều sẽ rơi vào khó khăn nếu thực hiện hay không thực hiện theo “thời khắc Volcker”. Bên cạnh đó, nhiều chính phủ sẽ bị mất khả năng thanh toán một phần và do vậy mà không thể có khả năng giải cứu các ngân hàng, các công ty cũng như các hộ gia đình. Bài học này đã từng diễn ra ở khu vực euro sau khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 và có thể lặp lại trên toàn thế giới. Các hộ gia đình, các công ty và các ngân hàng ảm sẽ bị nhấn chìm theo. Tại Hoa Kỳ, theo giáo sư Nouriel Roubini, với lạm phát gia tăng và các cú sốc lạm phát đình trệ hiện hình, tình trạng này còn bị đe dọa nhiều hơn.

### **Các nước thị trường mới nổi (EMEs) cũng theo đuổi nới lỏng định lượng (QE)<sup>17</sup>**

Các cú sốc tài chính toàn cầu có liên quan đến đại dịch COVID-19 bắt đầu có tác động đến dòng vốn đi ra khỏi các nước bị ảnh hưởng<sup>18</sup>. Không chỉ các nước lớn, các nước thị trường mới nổi (EMEs) cũng đã giảm lãi suất chính sách, khởi động các gói nới lỏng định lượng (QE), mở rộng bảng cân đối tài sản của ngân hàng trung ương thông qua mua chứng khoán chính phủ và tư nhân như là công cụ quản lý tài chính tiền tệ bổ sung nhằm mục tiêu ổn định thị trường tài sản và tạo thuận lợi cho các điều kiện tài chính.

Trước đây, các đợt bùng phát dòng vốn tháo chạy và mất giá nội tệ tạo ra các cú sốc tài chính, ngân hàng trung ương các nước EMEs phản ứng bằng chính sách tiền tệ thắt chặt, tăng lãi suất.

Giờ đây đã khác, tăng trưởng kinh tế chậm lại, khủng hoảng y tế và giãn cách xã hội, đóng cửa kinh tế do đại dịch COVID-19, cùng với việc cung cấp thanh khoản quá mức của ngân hàng trung ương của các nước lớn đã gây sức ép phản ứng chính sách hoàn toàn ngược lại ở các nước EMEs – giảm lãi suất chính sách.

---

<sup>17</sup> Xem thêm: Otaviano Canuto (Jul 14, 2021), Quantitative Easing in Emerging Market Economies <https://www.policycenter.ma/opinion/quantitative-easing-emerging-market-economies#.YO-pr-gzZ> (truy cập 20/07/2021).

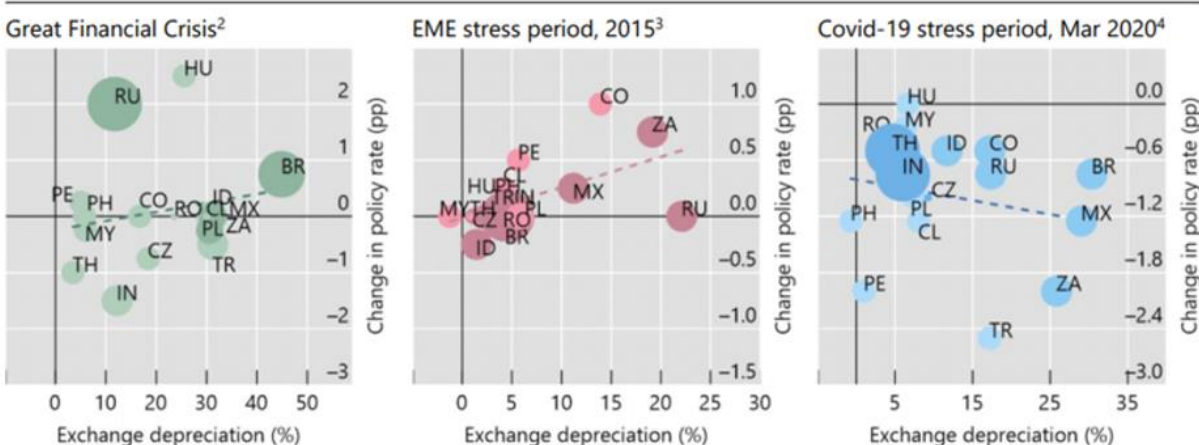
<sup>18</sup> Chỉ trong tháng 3 và 4/2020 gần 100 tỷ USD rút chạy khỏi các nước thị trường mới nổi (EMEs).

Hình 2 so sánh phản ứng chính sách lãi suất trước sự hoành hành của đại dịch COVID-19 so với phản ứng chính sách lãi suất ngay sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 và áp lực tăng lãi suất của Fed năm 2015. Rõ ràng lãi suất chính sách đã có xu hướng giảm thay vì tăng lên so với trước đây có nguyên nhân xuất phát từ bản chất sức ép giảm phát gây nên từ đại dịch và kỳ vọng lạm phát có phần được kiểm soát tốt hơn ở các quốc gia này.

Cùng với lãi suất chính sách giảm thấp, việc nới lỏng yêu cầu dự trữ đối với các ngân hàng, sử dụng dự trữ ngoại hối can thiệp vào sự biến động của tỷ giá hối đoái, tăng cường hoạt động repo có thời hạn, ngân hàng trung ương các EMEs đã tung ra các chương trình mua chứng khoán tư nhân và trái phiếu chính phủ - Gói QE đã được sử dụng song hành với các nước giàu. Nhưng đây cũng là điểm yếu cho thấy một phần sức ép lạm phát nội tại sẽ có khả năng xuất hiện từ đây.

**Hình 2 Mặc dù nội tệ mất giá nhiều và dòng vốn gián tiếp tháo chạy, lãi suất chính sách đa phần các nước EMEs được cắt giảm mạnh**

Despite a sharp depreciation and portfolio outflows, rates were cut aggressively<sup>1</sup>



<sup>1</sup> The size of the bubble is proportional to portfolio outflows (USD bn) and is comparable across panels. Accumulated weekly sum of bond and equity fund flows. <sup>2</sup> From 7 Sep 2008 to 7 Dec 2008. <sup>3</sup> The end of the commodity price boom and a sharp appreciation of the US dollar tightened financial conditions in EMEs. From 1 Nov 2015 to 7 Feb 2016. <sup>4</sup> From 2 Feb 2020 to 10 May 2020.

Source: Aguilar, A. and Cantú, C. (2020). *Monetary policy response in emerging market economies: why was it different this time?* BIS Bulletin n.32, November 12.

## Châu Á có thực sự đối diện sức ép lạm phát<sup>19</sup>?

<sup>19</sup> Đọc thêm các bài viết:

Nhìn vào châu Á để thấy bức tranh rõ hơn về các quốc gia lân cận trong đó có Việt Nam. Bên cạnh thị trường tài chính biến động bất thường gần đây, lạm phát nhiều quốc gia châu Á cũng đang trên đà gia tăng. Tương tự như Hoa Kỳ, câu hỏi đặt ra là liệu giá cả sẽ tăng tạm thời hay có tính lâu dài? Nếu lạm phát là lâu dài sẽ làm phức tạp chính sách tiền tệ và áp lực tăng lãi suất trong khi nợ quốc gia cũng tăng cao sẽ là vấn đề nếu như Hoa Kỳ thắt chặt tiền tệ.

*Lạm phát do cầu kéo hay chi phí đẩy?*

Một số lập luận cho rằng lạm phát cầu kéo có thể khó xảy ra ở châu Á xuất phát từ các nhân tố cơ bản sau:

- Khác với Hoa Kỳ, người dân châu Á hầu như không có được sự hỗ trợ tài khóa hào phóng từ chính phủ của mình. Hơn nữa, người dân Hoa Kỳ chi tiêu có thể mạnh tay do phần tiền có được như “của trên trời rơi xuống” từ các gói cứu trợ này. Ngược lại, người dân châu Á thường có truyền thống tiết kiệm cho bất trắc nhiều hơn nên có thể họ sẽ cẩn trọng trong việc gia tăng chi tiêu ngay cả khi nền kinh tế hồi phục hậu đại dịch.
- Tuy nhiên, không loại trừ khả năng, nếu chính phủ kích thích kinh tế, tiết kiệm hộ gia đình trong đại dịch và vay nợ rẻ lãi suất thấp kỷ lục ở nhiều quốc gia châu Á, cộng với sự thành công của chiến dịch tiêm vắc xin sẽ tạo điều kiện bình thường hóa nền kinh tế có thể góp phần tạo áp lực tăng giá. Thực tế thì ở nhiều quốc gia châu Á, kể cả Nhật Bản và Hàn Quốc và phần lớn của khu vực Đông Nam Á, sản xuất vận hành khá tốt do dựa vào năng lực xuất khẩu, nhưng khó kỳ vọng vào gia tăng chi tiêu vì tình hình dịch bệnh đang phức tạp và không

---

Frederic Neumann (08/06/2021), Asian inflation is mostly transitory  
<https://asia.nikkei.com/Opinion/Asian-inflation-is-mostly-transitory> (truy cập 12-7-2021).

Will inflation stay under control in Asia? (29/03/2021)  
<https://www.eiu.com/n/will-inflation-stay-under-control-in-asi> truy cập 12/07/2021)

Leika Kihara and Tom Westbrook (30/06/2021), What inflation? Pandemic leaves emerging Asia's consumer recovery behind <https://www.reuters.com/world/asia-pacific/what-inflation-pandemic-leaves-emerging-asias-consumer-recovery-behind-2021-06-30/> (truy cập 15/07/2021).

Priyanka Kishore (30/03/2021), Why Asia's inflation—while trending up—is not a threat  
<https://unravel.ink/why-asias-inflation-while-trending-up-is-not-a-threat/> (truy cập 15/07/2021).

kỳ vọng kiểm soát trong thời gian từ nay đến cuối năm 2021 do triển khai tiêm chủng chậm và biến chủng COVID-19 mới lây lan rất nhanh.

- Bối cảnh đại dịch kiềm nén sức cầu, giá cả giảm thậm chí giảm phát khi người tiêu dùng buộc phải ở nhà và doanh nghiệp đóng cửa - sức ép lạm phát cầu kéo giảm. Xu hướng hồi phục kinh tế và hồi phục sức cầu có thể là sức ép tăng tốc giá cả và lạm phát nhưng xem ra áp lực từ yếu tố này là không quá lớn.
- Nhiều chính phủ châu Á thực hiện các gói hỗ trợ hộ gia đình (phát tiền mặt, giảm giá hóa đơn các dịch vụ tiện ích, trợ cấp lương...). Khi đại dịch qua đi, sức cầu dồn nén sẽ bùng mạnh là một khả năng đẩy giá cả gia tăng. Bên cạnh đó, các ngân hàng trung ương với chính sách tiền tệ nới lỏng, giảm chi phí vay nhằm nỗ lực thúc đẩy tiêu dùng và đầu tư – tín dụng tăng ở hầu hết các nước châu Á cũng là một sức ép lạm phát – nhưng một lần nữa, bối cảnh hiện nay, yếu tố này cũng thực sự không quá cao.

Rủi ro từ lạm phát chi phí đẩy có thể lớn hơn, ngay cả sức cầu yếu, giá cả vẫn có thể tăng cao xuất phát từ một số yếu tố sau:

- Gián đoạn sản xuất và nguồn cung ngay trong và cả sau khi đại dịch qua đi, việc khôi phục lại sản xuất sẽ vẫn cần nhiều thời gian.
- Giá cả hàng hóa, vận chuyển và nhà ở đang tăng nhanh chóng. Thiếu container rỗng ở châu Á khiến chi phí vận chuyển tăng khoảng 200% kể từ khi bùng đại dịch, kéo theo tăng giá nhiều mặt hàng vốn dĩ có giá thấp giờ đây tăng cao khi đến tay người tiêu dùng. Giá năng lượng toàn cầu cao hơn.<sup>20</sup>
- Sự hồi phục sức cầu và sức sản xuất phụ thuộc nhiều vào việc triển khai tiêm vắc xin từ nay đến cuối năm 2021. Kế hoạch này xem ra sẽ bị gián đoạn (Việt Nam có thể nằm trong số này) dẫn đến suy giảm sản xuất.

### *Lạm phát có thể tăng còn do yếu tố đại số*

Do cấu thành của rổ hàng hóa tiêu dùng thiết yếu khác nhau giữa nước giàu có hơn và nước nghèo hơn. Lạm phát khu vực châu Á có thể tăng nhanh ở các nước châu Á giàu có hơn như Úc, Hồng Kông, Singapore, Hàn Quốc và Đài Loan do sức cầu bị kiềm nén từ đại dịch và tỷ trọng

---

<sup>20</sup> Trong đó giá dầu thô (Brent) ước tính sẽ là 68 USD/thùng năm 2021 so 42,3 USD/thùng năm 2020.

của các chi phí nhà ở, sự phụ thuộc hàng tiêu dùng nhập khẩu có chi phí vận chuyển đang gia tăng. Do vậy, sức ép lạm phát từ rô hàng hóa tiêu dùng khác nhau sẽ đóng góp vào sức ép lạm phát khác nhau giữa nước giàu và nước nghèo hơn ở khu vực châu Á.

*Có thể sức ép từ Fed chứ không phải từ lạm phát nội tại của các nền kinh tế châu Á này!*

Thực tế cho thấy, gia tăng lạm phát toàn cầu hay cục bộ có thể thúc các ngân hàng trung ương thắt chặt tiền tệ tăng lãi suất sớm hơn dự kiến kéo theo làm chậm đà phục hồi kinh tế vốn dĩ đang rất mong manh và gây ra bất ổn thị trường tài chính.

Rủi ro nằm ở chỗ các ngân hàng trung ương khu vực bị đẩy vào tình trạng bị động buộc phải thắt chặt tiền tệ do áp lực tăng giá trong nước và chính sách thắt chặt bất ngờ của Hoa Kỳ và/hoặc châu Âu. Nếu điều này xảy ra sẽ làm đảo lộn niềm tin vào “tiền rẻ và ổn định”, xáo trộn thị trường tài chính và sự hồi phục kinh tế đang rất yếu ớt. Chi phí vay nợ của cả chính phủ và tư nhân trở nên đắt đỏ hơn đồng thời kéo giảm chi tiêu tiêu dùng và đầu tư nhiều hơn dự kiến. Do vậy, rủi ro lạm phát vốn ít khi trở thành mối nguy châu Á thì nay cần phải được chú ý giám sát cẩn thận hơn.

Sự lây nhiễm COVID-19 từ làn sóng mới sẽ gây tổn thương thành quả tăng trưởng nổi bật của các nước châu Á mới nổi so với phần còn lại của thế giới, nơi mà lạm phát tương đối thấp do sức cầu yếu<sup>21</sup>, tuy vậy họ vẫn phải kiềm chế lạm phát song hành với thúc đẩy tăng trưởng, trong khi mà nhiều ngân hàng trung ương trong khu vực đang cố gắng duy trì lãi suất chính sách thấp bên cạnh dự trữ ngoại hối dồi dào, nhập khẩu tăng chậm hơn xuất khẩu tạo ra sự thặng dư cán cân thương mại bên cạnh dòng vốn vào ròng ổn định tạo vùng đệm tốt chống chọi các cú sốc dừng đột ngột (sudden stop) và vốn tháo chạy (capital flight) bấy lâu nay giờ đang đối mặt vấn đề áp lực lạm phát và khả năng tăng lãi suất của Hoa Kỳ.

### **Các nước cần chuẩn bị ứng phó thế nào?**

---

<sup>21</sup> Chi phí đầu vào gia tăng đang ảnh hưởng châu Á và phần còn lại của thế giới. Sức ép tăng lãi suất mạnh hơn ở các nước châu Á so các nước nghèo hơn. (Lạm phát Thái Lan dự báo chỉ khoảng 1,2% năm 2021, Philippines và Indonesia khoảng từ 2-4%). Đồng thời, sức cầu yếu trì hoãn tăng lãi suất của ngân hàng trung ương châu Á.

Nếu Fed tăng lãi suất nhanh và sớm hơn dự kiến, dù có được phát tín hiệu dần dần như các lần trước đây, lịch sử cho thấy sẽ có ba dạng quốc gia nhiều khả năng rơi vào tình thế khó khăn cả kinh tế lẫn tài chính, có thể tóm tắt như sau:

- (1) Nhóm thứ nhất, các quốc gia tài trợ phần lớn đầu tư và tiêu dùng của mình bằng nợ ngoại tệ, hoặc là vay từ các ngân hàng bên ngoài hay từ thị trường trái phiếu quốc tế; nhất là các khoản nợ bằng ngoại tệ ngắn hạn lớn (kỳ hạn dưới một năm) và dự trữ ngoại tệ tương đối thấp sẽ dễ dàng đối mặt với khủng hoảng ngân hàng và khủng hoảng nợ nghiêm trọng.
- (2) Nhóm thứ hai, những nền kinh tế theo cơ chế tỷ giá cố định/gần cố định và đồng nội tệ bị định giá cao (overvalued) dễ đối mặt tình trạng tháo chạy khỏi nội tệ và rơi vào khủng hoảng tỷ giá hối đoái và cán cân thanh toán.
- (3) Nhóm thứ ba, các nền kinh tế có đặc tính của cả nhóm thứ nhất và thứ hai, thậm chí đang chịu áp lực “sàn lãi suất”<sup>22</sup>, thâm hụt thương mại và lạm phát tương đối cao sẽ chắc chắn rơi vào khủng hoảng nghiêm trọng hơn nhiều.

Theo giáo sư Shang-Jin Wei,<sup>23</sup> lịch sử cũng cho thấy các quốc gia không thể trông chờ hay hy vọng Hoa Kỳ sẽ thực hiện chính sách tiền tệ và điều chỉnh lãi suất theo hướng “nuông tay” (hay có tính đến lợi ích) cho thế giới; hay Quỹ Tiền tệ Quốc tế IMF hoặc các nước khối G7 có khả năng can thiệp vào quyết sách của Hoa Kỳ vì lợi ích chung của toàn cầu. Những lần điều chỉnh lãi suất Hoa Kỳ trước đây vì những lý do chỉnh đốn tình hình kinh tế nội bộ của mình đã thực sự dẫn đến những kết cục khó lường cho phần còn lại của thế giới.

Ngay cả các quốc gia không nằm trong ba nhóm nêu trên; ví dụ như những nước có được dự trữ ngoại tệ cao và nợ bằng ngoại tệ chỉ ở mức vừa phải cũng sẽ phải cẩn trọng với những thách thức về “hiệu ứng tràn lạm phát” (nhập khẩu lạm phát). Giải pháp đề xuất chung hiện nay có thể là: (1) kiểm soát cung thanh khoản cho nền kinh tế; (2) cho phép linh hoạt tỷ giá hối đoái hơn;

---

<sup>22</sup> Do hiệu ứng Fisher quốc tế hay điều kiện ngang bằng lãi suất có tính đến phí bù rủi ro quốc gia.

<sup>23</sup> Shang-Jin Wei, nguyên kinh tế trưởng của Ngân hàng Phát triển châu Á (ADB), giáo sư Kinh tế và Tài chính Trường Kinh doanh Columbia, Đại học Columbia.



(3) chuẩn bị các giải pháp kiểm soát vốn mức độ nhất định nhằm tránh tạo sự hoang mang đối với nhà đầu tư

Đối với những nước thuộc nhóm rủi ro hơn cần chuẩn bị phản ứng trước (hay có khoảng thời gian gọi là “vùng đệm”) ít nhất vài tháng trước khi Hoa Kỳ thực hiện thắt chặt tiền tệ (nếu xảy ra). Nhưng vấn đề lại là “nếu và không biết thực sự chính xác khi nào” Hoa Kỳ sẽ thực hiện điều đó. Những việc cần làm ngay, đó là cần linh hoạt hơn tỷ giá hối đoái, giảm phụ thuộc vào nợ bằng ngoại tệ, gia tăng dự trữ ngoại hối.

Tuy nhiên, như chúng ta đã biết, một số biện pháp nêu thực hiện riêng lẻ sẽ dễ kéo theo trực trặc. Ví dụ như tăng dự trữ ngoại hối sẽ gây áp lực lạm phát nếu như không kết hợp công cụ vô hiệu hóa triệt để và thành công, nhưng nếu kết hợp vô hiệu hóa thì sẽ dẫn đến trực trặc thanh khoản của hệ thống ngân hàng và gây áp lực cho đầu tư và tiêu dùng của khu vực tư nhân trong thị trường vốn vay, nhất là nguồn cung vốn. Chính vì thế sẽ cần sự phối hợp bằng cách cho phép tỷ giá hối đoái linh hoạt hơn và kiểm soát vốn một phần.

### **Việt Nam - Áp lực lạm phát có thể đến từ đâu và cần chuẩn bị những gì?**

Để đưa ra các giải pháp cụ thể cho Việt Nam, chúng ta sẽ cần những nghiên cứu sâu hơn. Trong phạm vi bài viết này, hãy tập trung những vấn đề thuộc *nhóm giải pháp* và bắt đầu từ việc xem xét các *đặc điểm của nền kinh tế hiện hành*. Có thể tóm tắt như sau:

1. Kế hoạch tiêm chủng khó đạt mức miễn dịch (60%) theo dự kiến và khó kiểm soát hoàn toàn dịch bệnh ít nhất cho đến quý I/2022; do vậy, nền kinh tế Việt Nam không thể hồi phục hoàn toàn vào ít nhất là đến giữa hoặc cuối năm 2022.
2. Sức cầu tiêu dùng và đầu tư vẫn yếu, thậm chí rất yếu qua 4 đợt bùng phát COVID-19, và hiện đang bị ảnh hưởng khá mạnh.
3. Năng suất thấp, khả năng cạnh tranh doanh nghiệp trong nước thấp, nay lại bị vùi dập qua đại dịch càng trầm trọng hơn.
4. Chi phí nhập lượng ngày càng tăng cao theo xu hướng giá cả của thế giới và trong nước ở rất nhiều mặt hàng, kể cả hàng hóa thiết yếu và nguyên nhiên vật liệu đầu vào (năng lượng, nguyên nhiên liệu, hàng tiêu dùng, lương thực...).

5. Các gói cứu trợ của chính phủ Việt Nam chỉ ở mức vừa phải so với các nước khác và dường như phát huy tác dụng còn rất hạn chế.
6. Xu hướng chuyển dịch từ thặng dư thương mại sang nhập siêu, và thâm hụt thương mại trong những tháng gần đây đang tăng lên, đẩy cán cân thương mại hướng đến thâm hụt nhiều hơn.
7. Nợ ngoại tệ mức trung bình nhưng dự trữ ngoại tệ không thực sự quá mạnh.
8. Hiệu ứng tràn<sup>24</sup> lạm phát từ bên ngoài.
9. Lạm phát từ cú sốc cung tiêu cực đang dần lộ diện.

Nếu Hoa Kỳ tăng lãi suất và khả năng tăng lãi suất bất ngờ sớm hơn dự kiến (hy vọng Hoa Kỳ sẽ phát tín hiệu từ từ như những lần gần đây), hệ quả đó là dòng vốn tháo chạy hay khả năng dòng vốn đột ngột là khó tránh khỏi.

Trường hợp xấu hơn, đó là lạm phát tràn đi cùng tăng lãi suất của Hoa Kỳ, trong khi nền kinh tế nội địa vẫn còn yếu ớt từ tác động của dịch bệnh chưa được kiểm soát:

- Dòng vốn tháo chạy hay khả năng dòng vốn đột ngột xảy ra.
- Sức ép nội tệ mất giá sẽ mạnh hơn (do dự trữ ngoại tệ không đủ lớn để can thiệp).
- Kỳ vọng mất giá nội tệ và kỳ vọng lạm phát ngoài tầm kiểm soát có khả năng xuất hiện nhiều hơn càng gây áp lực lên dòng vốn tháo chạy.
- Chi phí sản xuất tăng nhanh, lạm phát gia tăng và càng làm tình hình suy giảm kinh tế trầm trọng hơn.

Nhìn chung, với những gì đang diễn ra trên toàn cầu và Việt Nam, chúng ta có thể thấy rằng trực tiếp hiện đang nằm ở phía cung là chủ yếu. Đương nhiên là giải pháp phải chú ý cả hai phía cung và cầu. Nhưng giải quyết trực tiếp phía cung không dễ dàng chút nào. Đôi lúc cần đến giải pháp

---

<sup>24</sup> *Lạm phát tràn theo những kênh nào?* Giả thuyết lạm phát tràn có thể xảy ra theo một số các kênh sau đây: (1) Dòng vốn giá rẻ từ các gói QE và bơm tiền của các nước giàu với lãi suất tương đối thấp đi vào các nước đang phát triển và thị trường mới nổi theo cơ chế tỷ giá cố định sẽ tạo hiệu ứng gia tăng cung tiền trong nước khi chưa hoặc không thực hiện triệt để chính sách tiền tệ vô hiệu hóa sẽ tạo áp lực lạm phát lên nền kinh tế nội địa; (2) lạm phát cao ở các nước xung quanh và bán hàng thương mại kéo theo chi phí nhập khẩu nguyên nhiên liệu, hàng hóa giá cao làm tăng giá thành sản xuất và giá cả tiêu dùng tạo áp lực lên lạm phát nội địa; và (3) ngay cả khi lạm phát các nước đang phát triển và thị trường mới nổi được kiểm soát tốt hơn đi nữa thì xu hướng xuất khẩu thành công tạo nguồn thu ngoại tệ ở các nước này đi cùng với dòng vốn vào kết hợp với chính sách bình ổn tỷ giá có thể cũng gây áp lực lên lạm phát trong nước thông qua quá trình tích lũy dự trữ ngoại tệ; và (4) lạm phát tăng ở các nước lớn kéo theo phản ứng chính sách tăng lãi suất, thắt chặt tiền tệ của các nước này sẽ kéo theo tăng chi phí vay mượn quốc tế, tăng chi phí vốn và chi phí sản xuất và hệ quả là tăng giá sản phẩm hạ nguồn ở các nước còn lại.

ngắn hạn và dài hạn. Thách thức lớn nhất vẫn là khả năng tăng lãi suất Hoa Kỳ xảy ra đột ngột nhiều hơn là sức ép từ lạm phát trong nước và hiệu ứng tràn lạm phát từ bên ngoài. Nhưng nếu cả hai kết hợp đồng thời thì khó khăn sẽ chồng chất khó khăn.

Nếu kịch bản xấu xảy ra, những hành động phổ biến kéo theo sẽ là khả năng tăng lãi suất ngắn hạn trở lại, có thể kết hợp can thiệp bán ra ngoại tệ và thả linh hoạt hơn tỷ giá hối đoái. Kinh nghiệm cho thấy cần tránh trấn an bằng lời. Bởi vì cách này chỉ thành công bằng thực tế thông qua chính sách kinh tế vĩ mô đáng tin cậy, kiểm soát và bình ổn nền kinh tế (tăng trưởng, lạm phát, cán cân thương mại, hệ thống tài chính và ngân hàng, nợ công và nợ nước ngoài...) chứ không phải trấn an hay kêu gọi suôn.

Tuy nhiên, nhiều khả năng Việt Nam sẽ phải đối diện tình thế tiến thoái lưỡng nan. Tăng lãi suất (thắt chặt tiền tệ) nhằm ngăn dòng vốn tháo chạy sẽ có thể đẩy nền kinh tế rơi vào suy thoái. Tăng lãi suất mà đối diện với cú sốc cung tiêu cực (chi phí sản xuất tăng) thì lún sâu vào suy thoái nhiều hơn. Ngược lại, nếu giảm lãi suất sẽ phải đối diện với dòng vốn tháo chạy. Chính vì thế, phản ứng phòng vệ ngay từ bây giờ sẽ cần thiết và thiết thực hơn nhiều.

Không nên đợi đến lúc Hoa Kỳ tăng lãi suất hay tình hình lạm phát trở nên quá xấu, mà phải chuẩn bị ngay từ *bây giờ*, *giải pháp hạn chế lạm phát từ xa có thể bao gồm:*

1. Hướng dòng vốn ngoại vào kênh đầu tư năng suất và tăng cường các biện pháp an toàn cho hệ thống tài chính.
2. Hỗ trợ mạnh tay và hữu hiệu hơn cho doanh nghiệp và người lao động đang bị ảnh hưởng bởi COVID-19 với cả công cụ tài khóa và tiền tệ.
3. Thực hiện chính sách tiền tệ vô hiệu hóa đi cùng với tích lũy dự trữ ngoại tệ (nhưng cần lưu ý các hệ quả lâu dài lên hệ thống tài chính và ngân hàng trong hoạt động vay và cho vay cũng như phân bổ nguồn vốn cho sản xuất và tiêu dùng).
4. Sử dụng cơ chế tỷ giá linh hoạt hơn (cơ chế tỷ giá hối đoái linh hoạt có quản lý một cách có hệ thống) cho phép đạt được bộ ba bất khả thi.
5. Khả năng sử dụng các biện pháp can thiệp hành chính tạm thời để bình ổn giá cả (đã từng thành công ở các nước Đông Nam Á và Việt Nam).
6. Kiểm soát vốn một phần có định hướng trước để không tạo sốc đối với các nhà đầu tư.
7. Tránh theo đuổi lạm phát mục tiêu vì sẽ làm trầm trọng hơn suy thoái và thất nghiệp trong nước.

## 8. Dĩ nhiên là cần sớm kiểm chế COVID-19 thành công!

### **Kết luận**

Dữ liệu và bằng chứng thực tế cho thấy sức ép lạm phát không chỉ nhiều khả năng xảy ra mà còn đang hiện diện ở cả các nước lớn như Hoa Kỳ hay Anh, cũng như ở rất nhiều quốc gia trên thế giới. Khả năng Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ điều chỉnh chính sách tiền tệ, tăng lãi suất sớm hơn dự kiến – thậm chí là đột ngột – luôn hiện hữu. Các học giả và các nhà hoạch định chính sách trên toàn thế giới đang cảnh báo tất cả các nước còn lại cần chuẩn bị phương án ứng phó. Như giáo sư Nouriel Roubini nhấn mạnh - đình lạm thập niên 1970 sẽ sớm kết hợp với khủng hoảng nợ hậu thời kỳ khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 – *câu hỏi không phải là nếu mà là khi nào*. Việt Nam – một trong những nền kinh tế hiếm hoi trên thế giới đã từng có thành quả kinh tế khả quan một cách tương đối so với các quốc gia còn lại, ít nhất là năm 2020 và đầu năm 2021; tuy nhiên, nếu muốn hạn chế tác động của nguy cơ lạm phát quay trở lại và dòng vốn tháo chạy có thể đe dọa gây nên cuộc khủng hoảng bất ngờ này, chúng ta cần hết sức thận trọng và chuẩn bị nhiều phương án ứng phó – không phải trong tương lai, mà ngay từ bây giờ. Đương nhiên, nhiệm vụ hồi phục kinh tế, đưa năng lực sản xuất quay trở lại thời kỳ trước đại dịch sẽ là quan trọng hơn hết nhằm góp phần bình ổn cung cầu của hệ thống. Nhiệm vụ này chỉ thực hiện tốt khi chiến lược tiêm chủng và khống chế thành công dịch bệnh phải có kết quả khả quan trước đã – xem ra, với những gì đang diễn ra thì đây là nhiệm vụ không dễ dàng chút nào.

### **Tài liệu tham khảo**

Nouriel Roubini (06/2021), The Looming Stagflationary Debt Crisis

Chuyên trang Project Syndicate: <https://www.project-syndicate.org/commentary/stagflation-debt-crisis-2020s-by-nouriel-roubini-2021-06>

Otaviano Canuto (07/2021), Will Another Taper Tantrum Hit Emerging Markets?

Chuyên trang Project Syndicate: <https://www.project-syndicate.org/commentary/risks-of-fed-monetary-policy-for-emerging-markets-by-otaviano-canuto-2021-07>

Shang Jin Wei (07/2021), The Global Dangers of Rising US Inflation

Chuyên trang Project Syndicate: <https://www.project-syndicate.org/commentary/global-dangers-of-rising-us-inflation-and-interest-rates-by-shang-jin-wei-2021-07>