

Tình huống nghiên cứu (10/2020)

COVID-19 VÀ TRANH LUẬN VỀ THUYẾT TIỀN TỆ HIỆN ĐẠI¹

Bối cảnh

Đại dịch COVID-19 bất ngờ xảy ra, các chính phủ ở rất nhiều quốc gia đang xoay sở ứng phó trước kết cục kinh tế tệ hại bằng các chương trình hỗ trợ tài khóa khổng lồ. Thâm hụt ngân sách và nợ công tăng cao là điều không thể tránh khỏi. Trong khi đó, các ngân hàng trung ương cũng đang thực hiện song hành bằng cách mua một lượng lớn chứng khoán chính phủ, và thậm chí mua cả chứng khoán khu vực tư nhân như ở Hoa Kỳ. Nhiều lập luận cho rằng đây là biểu hiện của *thâm hụt ngân sách được tài trợ bằng tiền* hay còn gọi là *tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách*. Một lập luận khác nổi lên từ ý tưởng cho rằng chính phủ có đặc quyền *phát hành tiền* nên không cần phải bán ra trái phiếu và vay nợ – một phần đề xuất của Lý thuyết Tiền tệ Hiện đại. Những đề xuất khác nhau này tạo ra sự tò mò và tìm hiểu về các vấn đề kinh tế vĩ mô hiện hành – *Tài trợ chi tiêu chính phủ trong thời kỳ đại dịch COVID-19: bằng cách nào?*

Để thực hiện nghiên cứu tình huống phức tạp này, các bạn hãy đọc hai bài viết sau đây: (1) COVID-19 VÀ TIỀN TỆ HÓA THÂM HỤT NGÂN SÁCH; và (2) LỜI BÌNH CỦA MANKIWI VỀ LÝ THUYẾT TIỀN TỆ HIỆN ĐẠI. Sau đó, hãy nghiên cứu về Thuyết Tiền tệ Hiện đại (MMT) trong bài viết này, cùng với tranh luận của các nhà kinh tế ủng hộ và phản bác MMT

Khung lý thuyết: LÝ THUYẾT TIỀN TỆ HIỆN ĐẠI²

Lý thuyết Tiền tệ Hiện đại (Modern Monetary Theory - MMT) được xếp vào dòng kinh tế vĩ mô không chính thống. Ý tưởng MMT cho rằng các quốc gia có chủ quyền tiền tệ, nhất là Hoa Kỳ, Anh và Nhật không bị ràng buộc nguồn thu hay việc điều hành nguồn thu khi bàn về chi tiêu của chính phủ liên bang. Nói cách khác, *các chính phủ này không cần thuế hay đi vay*

¹ Người tổng hợp: Châu Văn Thành, giảng viên Khoa Kinh tế, trường Đại học Kinh tế TP. HCM. Email: thanhcv@ueh.edu.vn. Hoàn thành ngày 28/10/2020. Dùng cho giảng dạy và nghiên cứu.

² Tổng hợp từ bài viết *Modern Monetary Theory* của tác giả DEBORAH D'SOUZA (06/05/2020), <https://www.investopedia.com/modern-monetary-theory-mmt-4588060>

để chi tiêu vì họ có thể in ra số tiền khi cần và chính họ đã là những nhà *phát hành tiền tệ độc quyền*.

MMT thách thức các niềm tin chính thống về cách thức chính phủ tương tác với nền kinh tế, bản chất của tiền, việc sử dụng thuế và tầm quan trọng của thâm hụt ngân sách. Những người ủng hộ nhánh MMT cho rằng các niềm tin liên quan đến các vấn đề trên của các dòng tư tưởng chính thống tồn tại từ kỷ nguyên *bản vị vàng* thì không còn chính xác, hữu ích hay cần thiết nữa.

Các ý tưởng MMT được dùng trong các tranh luận chính sách để lập luận cho vấn đề về sự tiến bộ hơn của luật pháp, như là các *chương trình chăm sóc y tế toàn dân* và các *chương trình công cộng* tốn kém mà các chính phủ thường đổ lỗi là không có đủ tiền để triển khai chúng.

Các nguyên tắc cốt lõi của MMT

Ý tưởng trung tâm của MMT là với hệ thống tiền pháp định, các chính phủ có thể in và nên in (hay tạo tiền trong thời đại số ngày nay) số lượng tiền mà họ cần để chi tiêu bởi vì họ không thể bị vỡ nợ hay mất khả năng thanh toán, trừ phi có quyết định chính trị để thực hiện điều đó.

Suy nghĩ truyền thống cho rằng chi tiêu như vậy sẽ là vô trách nhiệm về tài khóa khi nợ sẽ phình to và lạm phát sẽ cao ngất ngưỡng.

Nhưng theo MMT, một khoản nợ chính phủ lớn không phải là tiền thân đi đến sụp đổ. Chẳng qua là chúng ta bị dẫn dắt để tin rằng nó là như vậy. Các quốc gia (như Hoa Kỳ chẳng hạn) có thể duy trì thâm hụt lớn mà không có gì phải quan ngại. Thực tế, ngân sách thặng dư hay thâm hụt nhỏ có thể trở nên cực kỳ có hại và là nguyên nhân gây ra suy thoái bởi vì chi tiêu thâm hụt mới chính là những gì xây dựng nên tiết kiệm của người dân.

Các nhà lý thuyết MMT giải thích rằng nợ quốc gia đơn giản là tiền (money) mà chính phủ đưa vào nền kinh tế và đã không đánh thuế lại mà thôi. Họ cho rằng việc so sánh ngân sách chính phủ với ngân sách của hộ gia đình trung bình là một sai sót.

Trong khi những người ủng hộ lý thuyết này thừa nhận lạm phát là một kết cục khả dĩ do cách thức chi tiêu từ in tiền. Nhưng điều đó khó xảy ra, và có thể ngăn chặn bởi việc đầu

tranh bằng các quyết định chính sách trong tương lai nếu cần thiết. Họ thường trích dẫn ví dụ về Nhật Bản, nơi có nợ công cao hơn nhiều so với Hoa Kỳ.

Theo MMT, *giới hạn duy nhất* mà chi tiêu của chính phủ gánh chịu đó là phải căn cứ vào sự sẵn của các *nguồn lực thực*, như là lao động, các nguồn cung cơ sở hạ tầng... Khi chi tiêu chính phủ quá mức so với nguồn lực thực sẵn có này, lạm phát có thể gia tăng nếu như các nhà hoạch định chính sách ra quyết định không cẩn thận.

MMT cho rằng thuế sẽ tạo ra cầu tiền liên tục tiếp diễn và là công cụ để lấy tiền ra khỏi nền kinh tế khi hoạt động của nền kinh tế đó đang trở nên quá nóng. Điều này là ngược lại với ý tưởng truyền thống cho rằng thuế là phương tiện chủ yếu để cung cấp cho chính phủ tiền để chi tiêu xây dựng cơ sở hạ tầng, tài trợ các chương trình phúc lợi xã hội...

Lý thuyết MMT cho rằng chính phủ không cần bán trái phiếu để vay tiền, khi mà chính phủ có thể tạo ra tiền cho chính mình. Chính phủ bán trái phiếu là để rút bớt phần dự trữ vượt mức và tác động đến mục tiêu lãi suất qua đêm. Do vậy, sự tồn tại của trái phiếu - theo cách nhà tiên phong MMT Warren Mosler gọi đó là “tài khoản tiết kiệm tại Fed” - thì không phải là yêu cầu đối với chính phủ mà là một lựa chọn chính sách.

Theo MMT, thất nghiệp là kết quả của việc chính phủ chi tiêu quá ít trong khi vẫn thu thuế. MMT cho rằng đối với những ai đang tìm kiếm công việc và không thể tìm được việc làm trong khu vực tư nhân nên được cung cấp những công việc có tính chuyên đổi với mức lương tối thiểu được chính phủ tài trợ nguồn và do cộng đồng địa phương quản lý. Lao động này sẽ hoạt động như một trữ lượng đệm (buffer stock) nhằm giúp chính phủ kiểm soát lạm phát của nền kinh tế.

Nguồn gốc MMT

MMT được phát triển bởi nhà kinh tế học người Mỹ tên là Warren Mosler. Ông bắt đầu xây dựng nền móng ý tưởng đầu tiên của mình đề hình thành nên lý thuyết này vào thập niên 1970 khi làm việc với vai trò là nhà giao dịch ở Phố Wall. Ông đã từng sử dụng ý tưởng của mình đặt cược vào hoạt động quỹ phòng vệ do chính mình sáng lập.

Vào đầu thập niên 1990, khi các nhà đầu tư lo sợ Ý sẽ vỡ nợ, Mosler đã hiểu việc này là không khả dĩ. Công ty của ông và các khách hàng của mình trở thành những người nắm giữ

trái phiếu bằng đồng lira của Ý với số lượng lớn nhất bên ngoài nước Ý. Thực tế là Ý đã không vỡ nợ và họ đã kiếm được 100 triệu đô la tiền lời.

Mosler có bằng B.A. về Kinh tế học của Đại học Connecticut. Ông đã bị thế giới học thuật làm ngơ khi cố gắng truyền đạt các lý thuyết của mình. Năm 1993, ông xuất bản một bài viết trong hội thảo với tên gọi là “Soft Currency Economics” (Kinh tế học Tiền tệ Mềm) và chia sẻ trên danh mục tư liệu các nhà kinh tế Hậu Keynes (Post-Keynesian) - nơi mà ông đã tìm được những người ủng hộ cho mình, như nhà kinh tế học Úc Bill Mitchell.

Cựu Chủ tịch Fed Alan Greenspan từng nói rằng các chương trình *lợi ích thanh toán khi về hưu* (pay-as-you-go benefits) không phải là không an toàn bởi vì “không có gì cản trở chính phủ liên bang tạo tiền như mong muốn và thanh toán số tiền này cho một ai đó”

Các nhà lãnh đạo chính trị Hoa Kỳ các các nhà kinh tế học cũng bị thuyết phục phần nào bởi tư tưởng của MMT. Sự quan tâm đến thuật ngữ này trên mục tìm kiếm Google đạt mức rất cao vào tháng 4/2019 và đang tăng lên nhanh chóng lần nữa vào thời kỳ đại dịch COVID-19.

Các quan điểm chỉ trích MMT

MMT bị các nhà phê bình cho là ngây thơ và thiếu trách nhiệm. Nhà kinh tế học Hoa Kỳ Thomas Palley nói rằng sự hấp dẫn của lý thuyết này nằm ở chỗ nó hỗ trợ cho “một cuộc bút chiến chính sách trong thời kỳ bị kiềm nén”. Phê bình của Thomas Palley nhắm vào một số các đặc tính của lý thuyết này, như là: đề nghị rằng lãi suất ngân hàng trung ương nên được duy trì ở mức zero; MMT không cung cấp hướng dẫn cho các quốc gia như Mexico và Brazil; và cũng như không tính đến sự phức tạp chính trị đang gia tăng.

Quan điểm của nhà kinh tế học nhận giải Nobel Paul Krugman về vấn đề nợ của Hoa Kỳ thì tương tự như nhiều nhà lý thuyết MMT, nhưng Krugman phản đối kịch liệt lý thuyết này. Trong tờ New York Times năm 2011, ông đã cảnh báo Hoa Kỳ nên đề phòng và thấy trước diễn cảnh siêu lạm phát nếu lý thuyết này được áp dụng và các nhà đầu tư từ chối mua trái phiếu Hoa Kỳ. Ông đã viết: “Cứ làm phép tính và sẽ thấy rõ rằng bất kỳ nỗ lực khai thác quá nhiều đặc quyền thu lợi phát hành tiền (seigniorage) – nhiều hơn một vài phần trăm GDP có thể sẽ dẫn đến một vòng xoắn vô hạn về lạm phát. Thực tế tác động của nó là tiền tệ sẽ bị hủy hoại. Điều này sẽ không xảy ra, ngay cả với cùng mức thâm hụt như vậy nếu chính phủ vẫn có thể bán trái phiếu”.

Michael R. Strain, một học giả của Viện Doanh nghiệp Hoa Kỳ, đã phản bác đề xuất của MMT cho rằng thuế có thể được sử dụng để giảm lạm phát – Michael R. Strain gọi đây là một thiếu sót. Ông đã viết trong một bài viết của Bloomberg “Việc tăng thuế sẽ chỉ làm cho tình trạng suy giảm kinh tế xấu hơn, gia tăng thất nghiệp và xa hơn nữa là làm cho nền kinh tế chậm lại”.

Lập luận ủng hộ MMT: HUYỀN THOẠI VỀ “TIỀN THẢ TỪ TRỰC THĂNG XUỐNG”³

Bài viết “COVID-19 VÀ TIỀN TỆ HÓA THÂM HỤT NGÂN SÁCH” đã cung cấp tất cả những cơ chế cơ bản và khung phân tích để so sánh với lập luận của thuyết MMT bên trên. Giờ đây hãy cùng nhau phân tích về những điểm đúng-sai của các lập luận này để hiểu rõ hơn về một vấn đề quan trọng nữa của Kinh tế học Vĩ mô: “COVID-19, các gói cứu trợ và vấn đề tài trợ” thông qua lập luận của nhóm tác giả thuộc nhánh MMT với tựa đề: HUYỀN THOẠI VỀ “TIỀN THẢ TỪ TRỰC THĂNG XUỐNG”.

Lý thuyết Tiền tệ Hiện đại (Modern Monetary Theory, MMT) đã và đang nhận được sự quan tâm rất nhiều khi mà nhiều chính phủ và ngân hàng trung ương quyết định phát động các biện pháp chính sách tài khóa và tiền tệ nhằm hỗ trợ cho tình hình kinh tế đi xuống “thê thảm” ở hầu hết các quốc gia trên toàn thế giới do đại dịch COVID-19 gây ra.

Cùng với xu hướng này, người ta thấy nổi lên một trào lưu các lập luận, ví dụ như:

- “Tất cả chúng ta hiện là những người theo Lý thuyết Tiền tệ Hiện đại, MMT”;
- “Nhiều phản ứng đáp lại đại dịch sẽ đến từ ‘tiền được thả từ trên trời xuống’ (helicopter money), một ứng dụng của MMT, theo đó ngân hàng trung ương tài trợ cho gói kích thích tài khóa bằng cách mua lại nợ chính phủ đã phát hành để tài trợ cho việc giảm thuế và tăng chi tiêu công”

³ Tổng hợp từ bài viết *The Myth of “Helicopter Money”* của các tác giả YEVA NERSISYAN and L. RANDALL WRAY (20/04/2020). Chuyên trang Project Syndicate: <https://www.project-syndicate.org/>. Yeva Nersisyan là giáo sư Kinh tế tại Trường Franklin & Marshall College. L. Randall Wray là giáo sư Kinh tế tại Trường Bard College và là học giả nghiên cứu của Levy Economics Institute.

- Cụ thể hơn, có ý kiến cho rằng gói cứu trợ 2,1 nghìn tỷ đô la của Hoa Kỳ được xem như “*một thí nghiệm không lồ về MMT không chính thống*”.

Trở lại với các lập luận bên trên, Yeva Nersisyan và L. Randall Wray cho rằng các nhà bình luận này dường như đang xem Lý thuyết Tiền tệ Hiện đại (MMT) trùng với một kế hoạch chuẩn bị *in tiền*, rồi sau đó chuyển cho nền kinh tế thông qua các kênh như là *gửi số tiền này đến người dân* thông qua quyết định của Quốc hội, hay *cung cấp thanh khoản* cho các thị trường tài chính thông qua các hành động của ngân hàng trung ương.

Theo Yeva Nersisyan và L. Randall Wray, những lập luận trên đã sai cơ bản. MMT không phải là sự hỗ trợ cho giải pháp nới lỏng định lượng (quantitative easing (QE)) và cũng không nên được mô tả như là tiền được thả từ trên trời xuống (helicopter drops). Đơn giản là bởi vì không có thứ đại loại như là giải pháp “thả tiền từ trên trời xuống” (helicopter-money) dùng tài trợ cho gói kích thích tài khóa. Thay vào đó, MMT được mô tả như là cách thức một chính phủ thực hiện chi tiêu, thuế và bán trái phiếu thông qua *đồng tiền của chính mình* - đây một vấn đề đương nhiên có thể thực hiện. Bằng cách làm như vậy, một chính phủ như Hoa Kỳ trong thực tế sẽ không phải đối mặt với những ràng buộc tài chính.

Hai tác giả này lấy ví dụ cụ thể như ở Hoa Kỳ, theo như ý tưởng đề xuất của MMT, trong một tiến trình vận hành thông thường thì Bộ Tài chính (US Treasury, cơ quan của chính phủ) và Cục Dự trữ Liên bang (Fed, ngân hàng của chính phủ) phối hợp với nhau để Bộ Tài chính có thể thu thuế và chi tiêu số tiền được ủy quyền. Trong khi Quốc hội thông qua các nguồn quỹ, Fed bảo đảm cho các tấm séc của Bộ Tài chính được thực hiện thông suốt, và các tiến trình đấu giá trái phiếu suôn sẻ. Tuy nhiên, Fed cũng là ngân hàng của các ngân hàng, vì vậy mà cơ quan này cần thực hiện các bước để bảo đảm rằng việc chi tiêu và thu thuế của Bộ Tài chính không làm cản trở hệ thống tài chính (Khi các thanh toán chuyển vào và ra khỏi các tài khoản ngân hàng tư nhân thì luôn có khả năng là các ngân hàng sẽ bị thiếu hay thừa dự trữ).

Phân tích này giúp giải thích cách thức chính phủ Hoa Kỳ vận hành và chi tiêu 2,1 nghìn tỷ đô la. Bộ Tài chính sẽ phát hành trái phiếu và bán chúng qua hình thức đấu giá. Như thường lệ, Fed sẽ bảo đảm rằng có đủ cung dự trữ trong hệ thống để trả cho số trái phiếu mới phát hành này, có thể hoặc là bằng cách cho vay hay thực hiện nghiệp vụ mua của chính mình. (Thực tế là Fed đã cam kết sẵn sàng mua trái phiếu ngay cả trước khi quốc hội thông qua đạo luật chi tiêu này). Các đại lý giao dịch sơ cấp (primary dealers) bao gồm các ngân hàng và

các định chế tài chính trong danh sách phê duyệt được yêu cầu tham gia vào các cuộc đấu giá sẽ tiếp tục thực hiện theo tiến trình này.

Nói cách khác, mọi thứ sẽ vận hành theo cách tương tự như khi không có đại dịch hay tình trạng khẩn cấp quốc gia đang diễn ra. Không có vấn đề thực hiện in tiền (printing press) hay thả tiền từ trên trời xuống (helicopter drops) ở đây.

Tiếp theo, *vấn đề in tiền (printing money) nghĩa là gì trong ngữ cảnh của hệ thống tiền tệ hiện đại?* Các nhà bình luận lập luận một cách hùng biện về việc một ngân hàng trung ương tạo tiền (hay in tiền) như vậy thực chất là nói về ngân hàng trung ương đó (cụ thể là Fed ở Hoa Kỳ) đang cho vay (hay thực hiện tín dụng) đến các tài khoản của các ngân hàng đại diện cho Bộ Tài chính mà không có trái phiếu mới phát hành – có nghĩa là không làm giảm bớt dự trữ từ hệ thống.

Mặc dù các học giả luôn lo lắng về cách làm này, nhưng hành động như trên của chính phủ thì không có gì là to tát cả. Dù lúc bình thường hay lúc khủng hoảng, việc bán trái phiếu kho bạc không phải là một hoạt động đi vay; thay vào đó, chúng được sử dụng để giữ cho lãi suất hướng lên trên. Chúng ta sẽ hiểu rõ hơn thực tế cơ bản này khi nói đến vai trò của Fed. Khi Fed với chức năng gắn với nghiệp vụ mua trái phiếu chính là nghiệp vụ duy trì mức lãi suất. Bên cạnh đó, bởi vì giờ đây Fed trả lãi cho các khoản dự trữ, các tài khoản dự trữ này của Fed có thể hoạt động như sự thay thế cho việc phát hành trái phiếu, ít nhất là cho đến khi lãi suất được duy trì. Có thể vẫn có những lý do hợp lý khác để Bộ Tài chính phát hành trái phiếu, như là cung cấp cho các định chế tài chính và các hộ gia đình các tài sản có lãi an toàn. Nhưng việc tài trợ cho chi tiêu của bộ Tài chính hiện hành thì không phải là một trong số lý do này.

Những gì mà MMT thực sự kê đơn không phải là thực hiện gửi “tiền mặt” đến người dân hay các ngân hàng. Cũng không phải việc Fed “thực hiện MMT” khi cơ quan này tham gia vào QE hay cho vay hàng trăm tỷ đến các định chế tài chính. MMT chỉ đơn thuần nhấn mạnh thực tế rằng Fed không đối mặt với những ràng buộc tài chính đối với khả năng mua tài sản hoặc cho vay; MMT không kê đơn cho bất kỳ hành động cụ thể nào theo hướng này – và thực sự hoài nghi về các chính sách như vậy.

Nếu có bất kỳ đặc tính MMT trong gói giải cứu của Hoa Kỳ, thì thực tế là nó không phải là “đưa tiền cho ai”. Những người đề xuất MMT luôn luôn khẳng định rằng chúng ta phải dừng

việc gắn với những chuỗi hành động như vậy – như là tăng thuế và giảm chi tiêu ở đâu đó hay cố gắng “bù trừ” – để chi cho những gói giải cứu. Bãi bỏ các điều kiện như vậy có thể hoặc không thể làm tăng thâm hụt ngân sách. Nhưng, bất kể kết cục ngân sách như thế nào, khoản chi tiêu này sẽ luôn thực hiện dưới hình thức thanh toán được tiến hành bởi Fed đại diện cho Bộ Tài chính. Không yêu cầu in tiền hay đánh thuế.

Vì vậy, MMT truyền tải mệnh lệnh gì? Theo ngữ nghĩa đề xuất chính sách cụ thể, các nhà kinh tế học MMT từ lâu đã đề nghị ý tưởng về chương trình bảo đảm việc làm được tài trợ rộng rãi phạm vi toàn liên bang hoạt động như là nhân tố bình ổn kinh tế vĩ mô suốt thời kỳ khủng hoảng. Việc làm (Job), không phải tiền mặt (cash) là câu trả lời của MMT đối với các cuộc suy giảm kinh tế. Nó kêu gọi *chuyển* các bằng lương vào ngân sách liên bang, *đưa công cấp việc làm* cho người nhận (nhằm ứng phó với cuộc khủng hoảng, khi nó có thể được thực hiện một cách an toàn), và *để* tạo điều kiện cho các khu vực sản xuất và dịch vụ thuê họ trở lại khi nền kinh tế phục hồi.

Những người đề xướng MMT luôn duy trì ý tưởng cho rằng chi tiêu chính phủ chỉ bị giới hạn bởi khả năng của nền kinh tế sẵn có. Hoa Kỳ hiếm khi đạt đến những ràng buộc chi tiêu thực như vậy trong thời gian thông thường. Trong trường hợp của cuộc khủng hoảng hiện hành – COVID-19, ràng buộc mà Hoa Kỳ đối mặt xuất phát từ cú sốc cung lớn. Nhưng đó là do sự chuẩn bị cho thảm họa chưa đủ. Nếu không có giường bệnh để điều trị cho bệnh nhân, chi tiêu nhiều hơn sẽ không giúp ích gì. Trong chừng mực như khi mà Hoa Kỳ bị ràng buộc trong việc ứng phó với cuộc khủng hoảng này, không có khả năng tài trợ chi tiêu chính phủ không nên được xem là lý do. Một khi vượt qua được mối đe dọa tức thời đối với sức khỏe do đại dịch gây ra, chúng ta cần giữ chi tiêu chính phủ ở mức cao nhằm chuẩn bị cho cuộc khủng hoảng tiếp theo. Cần chống lại tất cả các lời kêu gọi thắt chặt ngân sách với lập luận cho rằng thắt chặt tài khóa là cần thiết để trả nợ.

Lập luận phê phán MMT: TRỰC TRẠC VỚI VIỆC ÁP DỤNG MMT⁴

Với nhiều chính phủ đang tìm kiếm cách thức giải cứu kinh tế từ đại dịch Covid-19, Lý thuyết Tiền tệ Hiện đại (*Modern Monetary Theory, MMT*) đang trở thành phương án hấp dẫn.

⁴ Tổng hợp từ bài viết *The Problem with MMT* của các tác giả WILLEM H. BUITER (04/05/2020). Chuyên trang Project Syndicate: <https://www.project-syndicate.org/>. Willem H. Buiter là cựu kinh tế trưởng tại Citigroup, giáo sư thỉnh giảng Columbia University.

Tuy vậy, cần lưu ý rằng khi mà MMT bỏ qua câu tiền, lý thuyết này có thể là một hướng dẫn nguy hiểm cho các nhà hoạch định chính sách.

Thông điệp từ MMT: *“Thâm hụt, thâm hụt, thâm hụt. Chỉ cần tăng chi tiêu công và giảm thuế, rồi sau đó tiền tệ hóa mất cân bằng này là được”*

Lý thuyết này xem bộ tài chính (hay kho bạc) và ngân hàng trung ương như là các cấu phần của một thể thống nhất được gọi là nhà nước. Bộ tài chính là người sở hữu hưởng lợi của ngân hàng trung ương (hay ngân hàng trung ương là cửa sổ thanh khoản của bộ tài chính, với ngụ ý rằng tính độc lập của ngân hàng trung ương chỉ là một ảo giác, nhất là khi đề cập đến các vận hành tài khóa (fiscal operations) và tương đương tài khóa (quasi-fiscal operations).

MMT là đúng, theo cách lập luận học thuật chính xác đó là bởi vì nhà nước có thể in tiền hay tạo ra các khoản tiền gửi ở các ngân hàng thương mại với ngân hàng trung ương, nên họ có thể phát hành tiền cơ sở theo ý muốn. Và bởi vì cơ sở tiền là không thể hoàn trả, nên nó không có nghĩa như là một nghĩa vụ nợ (a liability) mặc dù đương nhiên nó được xem là một tài sản (an asset) bởi người nắm giữ. Miễn là khi nào mà nợ phi tiền tệ (non-monetary debt, trái phiếu chính phủ chẳng hạn) được nhà nước phát hành dưới dạng tiền tệ trong nước, vấn đề vỡ nợ (theo đồng tiền trong nước của quốc gia có chủ quyền (sovereign default) là một lựa chọn, không nhất thiết là một vấn đề trực trặc, bởi vì dịch vụ nợ hay việc trả nợ (debt servicing) có thể luôn được tài trợ (thông qua việc tạo tiền (creating money)).

Nhưng nếu như vấn đề vỡ nợ của một dạng đồng tiền có chủ quyền (sovereign default) là một lựa chọn thì sao? Bởi vì có những hoàn cảnh mà vỡ nợ có thể sẽ được chọn. Ví dụ như nếu thâm hụt cần đến tiền tệ hóa đủ lớn, và nếu khoản lãi đối với các tài khoản nợ công chiếm tỷ phần đáng kể trong khoản thâm hụt đó, việc tài trợ bằng tiền yêu cầu để duy trì khả năng thanh toán có thể đưa đến kết cục gia tăng tỷ lệ lạm phát không thể chấp nhận được về mặt chính trị. Trong trường hợp này, có thể quốc gia sẽ phải lựa chọn hướng đến “cái xấu ít hơn”: mất khả năng thanh toán hay vỡ nợ các khoản nợ dưới dạng nội tệ (thay vì phải chịu lạm phát quá cao!).

Để đi đến tâm điểm của câu chuyện này, hãy quên các vấn đề như là việc tài trợ trái phiếu (bond financing), và tập trung trực tiếp vào cách thức nhà nước tài trợ thâm hụt bằng cách tạo tiền (creating money). Giả sử chi tiêu công và doanh thu thuế được cố định dưới dạng thực

(đã điều chỉnh lạm phát). Các kết cục thâm hụt thực (real deficit) sẽ bằng với phần tăng của trữ lượng tiền cơ sở thực mà khu vực tư nhân phải sẵn lòng hấp thu mỗi kỳ.

Có hai “cơ chế” đối với cầu tiền cơ sở (base-money demand). Thứ nhất, nhiều nền kinh tế tiên tiến giờ đây gần như đã rơi vào “bẫy thanh khoản” (liquidity trap) khi mức lãi suất danh nghĩa chính sách đã xuống quá thấp (effective lower bound (ELB)). Tại mức lãi suất danh nghĩa ngắn hạn phi rủi ro gần mức zero đang nổi lên này, cầu cân bằng tiền thực hiệu dụng thì co giãn hoàn toàn (effective demand for real-money balances is infinitely elastic). Trong trường hợp này, đối với các nhà chức trách tài khóa, tiền thả từ trên trời rơi xuống (Helicopter money) – tăng tiền tệ hóa cho tăng chi tiêu công và giảm thuế – là một chính sách phù hợp đáp lại những điều kiện khác thường hiện nay. Cho đến khi mà lãi suất bị kẹt ở mức ELB, việc giải ngân tiền mặt sẽ không tạo áp lực lạm phát.

Nhưng chúng ta phải nhớ rằng sự phát triển trong nước và bên ngoài tác động lên các thị trường tài chính hay lên nền kinh tế thực có thể đẩy một quốc gia nhanh chóng ra khỏi mức ELB, đưa nền kinh tế này đáp xuống cái mà các nhà kinh tế học gọi là cơ chế tiền tệ thông thường, nơi đó mức lãi suất chính sách thì cao hơn ELB. Đối với trường hợp nước Nhật bị kẹt ở mức ELB hay gần với mức này trong 20 năm qua, khái niệm “bình thường” (normal) có thể yêu cầu chúng ta phải suy nghĩ lại. Tuy nhiên, sẽ là liều lĩnh nếu thiết kế chính sách dựa trên giả định rằng *lãi suất trung tính* (mức lãi suất sẽ nổi lên ứng với hiện trạng nền kinh tế đang ở mức toàn dụng nhân công và lạm phát theo mục tiêu) sẽ lơ lửng đâu đó gần với zero cho tương lai đủ ngắn để có thể nhìn thấy trước được diễn cảnh xảy ra.

Thứ hai, trong kịch bản bình thường, sẽ vẫn không có đe dọa lạm phát cho đến khi nền kinh tế vượt công suất hay khả năng sản xuất của mình (giới hạn bởi các nguồn lực hữu hạn vốn, lao động và công nghệ). Nhưng khi cầu cơ sở tiền bị ràng buộc bởi lãi suất và mức hoạt động kinh tế (ví dụ như đo bằng thu nhập hay tiêu dùng), tiền tệ hóa không kiểm chế đối với thâm hụt cuối cùng cũng sẽ làm cạn kiệt những gì nền kinh tế có được, gây áp lực lên tỷ lệ lạm phát.

Tại thời điểm này, không ai có thể biết liệu rằng đại dịch COVID-19 sẽ có tác động lâu dài đối với cung một cách tương đối so với cầu như thế nào. Dù đầu tư yếu và tiết kiệm dự phòng mạnh có thể kiềm nén các mức lãi suất thị trường và lãi suất trung tính (neutral interest rate) trong khi đại dịch kéo dài, chúng ta sẽ phải chuẩn bị cho khi giãn cách xã hội trở thành một thứ của quá khứ và chuỗi cung tái hồi phục ít nhất một phần. Các chính phủ sẽ phải điều

chính vị thế tài khóa của họ và việc tài trợ thích ứng vị thế tài khóa đó. MMT vì vậy bỏ qua cầu tiền cơ sở ở mức nguy hiểm của nó.

Câu hỏi thảo luận

1. Liệu có sự khác biệt giữa MMT và tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách?
2. Những điểm nào mà bạn cho là hợp lý từ MMT? Giải thích.
3. Lập luận của bạn về những điểm bất hợp lý của MMT là gì?
4. Ứng phó với đại dịch COVID-19, bạn có cho rằng các quốc gia nên (hay không nên) áp dụng MMT?
5. Bạn có tin rằng MMT nên được áp dụng ở Việt Nam không? Giải thích lập luận của bạn bằng bằng chứng dữ liệu có liên quan.