



KENNETH S. ROGOFF

# LỜI NGUYÊN TIỀN MẶT

(Sách tham khảo)

Người dịch: Tuấn Trung



NHÀ XUẤT BẢN CHÍNH TRỊ QUỐC GIA SỰ THẬT

Chịu trách nhiệm xuất bản  
**GIÁM ĐỐC - TỔNG BIÊN TẬP**  
**PGS.TS. PHẠM MINH TUẤN**  
Chịu trách nhiệm nội dung  
**PHÓ GIÁM ĐỐC – PHÓ TỔNG BIÊN TẬP**  
**TS. ĐỖ QUANG DŨNG**

Biên tập nội dung: ThS. CÙ THỊ THUÝ LAN  
ThS. NGUYỄN THỊ HẢI BÌNH  
NGUYỄN MINH HÀ  
ThS. NGUYỄN VIỆT HÀ  
PHẠM THUÝ LIỄU  
Trình bày bìa: LÊ MINH ĐỨC  
Chế bản vi tính:  
Đọc sách mẫu: NGUYỄN MINH HÀ  
BÍCH LIỄU

---

Số đăng ký kế hoạch xuất bản: 2266-2021/CXBIPH/23-23/CTQG.  
Số quyết định xuất bản: 435-QĐ/NXBCTQG, ngày 29/6/2021.  
Nộp lưu chiểu: tháng 7 năm 2021.  
Mã ISBN: 978-604-57-6908-9.

# **LỜI NGUYỄN TIỀN MẶT**

**Biên mục trên xuất bản phẩm của Thư viện Quốc gia Việt Nam**

Rogoff, Kenneth S.

Lời nguyễn tiền mặt : Sách tham khảo / Kenneth S. Rogoff ; Tuấn  
Trung dịch. - Tái bản. - H. : Chính trị Quốc gia, 2021. - 460tr. ; 21cm  
ISBN 9786045766798

1. Tài chính 2. Tiền tệ 3. Sách tham khảo

332.4 - dc23

CTH0705p-CIP

**KENNETH S. ROGOFF**

# **LỜI NGUYỄN TIỀN MẶT**

(Sách tham khảo)

(Tái bản lần thứ nhất)

Người dịch: Tuấn Trung

**NHÀ XUẤT BẢN CHÍNH TRỊ QUỐC GIA SỰ THẬT**  
**Hà Nội - 2021**



## LỜI NHÀ XUẤT BẢN

Tiền tệ có vai trò vô cùng quan trọng trong nền kinh tế thế giới. Khi xã hội ngày càng phát triển, nhiều phương thức giao dịch, thanh toán mới, hiện đại ra đời, tác động đáng kể đến vai trò của tiền tệ, đặc biệt là tiền giấy mệnh giá lớn, không chỉ trong đời sống kinh tế toàn cầu mà còn cả về chính trị, an ninh xã hội,... Các nhà kinh tế học, các nhà nghiên cứu hay chuyên gia tài chính đang có những cuộc tranh luận chưa có hồi kết về việc có nên xây dựng một xã hội không tiền giấy (hay còn gọi là tiền mặt) hay không.

Kenneth S. Rogoff - giáo sư kinh tế tại Đại học Harvard - là một trong những người đã dành nhiều thời gian và tâm huyết để nghiên cứu, phân tích cũng như phản biện các ý kiến trái chiều về chủ đề trên. Và cuốn sách *Lời nguyền tiền mặt* chính là thành quả tuyệt vời của ông. Cuốn sách được xuất bản lần đầu tiên năm 2016 và nhận được phản hồi tích cực từ các chuyên gia kinh tế và bạn đọc trên thế giới bởi những lập luận chặt chẽ dựa trên các sự kiện, số liệu thực tế, qua đó đánh giá vai trò của tiền mặt trong nền kinh tế hiện đại cũng như tầm quan trọng của nó đối với chính sách tiền tệ của các quốc gia, đặc biệt là Mỹ.

Theo Rogoff, một trong những ưu điểm của tiền giấy là bảo đảm tính riêng tư. Những thành phần tội phạm như buôn lậu ma túy, trốn thuế, hay các quan chức chính phủ nhận hối lộ, hoạt động tiếp tay cho khủng bố, cũng như nhiều hành vi bất chính khác cũng mong muốn sự riêng tư này. Do đó, tiền giấy,

đặc biệt là tiền mệnh giá lớn chính là một công cụ hỗ trợ cho tội phạm và việc loại bỏ tiền giấy mệnh giá lớn được cho là một giải pháp hữu hiệu để giảm thiểu tội phạm và tăng doanh thu thuế. Cuốn sách cũng đề cập vấn đề lãi suất âm, “giới hạn gần 0” ảnh hưởng như thế nào đến nền kinh tế vĩ mô; lãi suất âm đối với mục tiêu lạm phát cao hơn, GDP danh nghĩa, chính sách tài khóa,...; việc áp dụng lãi suất âm là giải pháp tích cực hay tiêu cực để giải quyết các cuộc khủng hoảng tài chính trong tương lai,... Câu trả lời cho các vấn đề này sẽ được cụ thể hóa trong nội dung cuốn sách. Ngoài ra, cuốn sách cung cấp thêm thông tin về chế độ bản vị vàng trong lịch sử cũng như tìm hiểu và cập nhật tình hình tiền kỹ thuật số trong thời đại hiện nay. Những vấn đề trong nội dung cuốn sách không mới đối với các nhà kinh tế học và thành công của Rogoff chính là dưới ngòi bút của ông, ngay cả những người “ngoại đạo” cũng có thể hiểu được vấn đề.

Để bạn đọc có thể hiểu hơn về tình hình kinh tế thế giới, về tiền và vai trò của tiền trong vận hành hệ thống tài chính đạt hiệu quả cao, trong vấn đề trốn thuế, tội phạm và an ninh,... sau lân xuất bản đầu tiên năm 2019, Nhà xuất bản Chính trị quốc gia Sự thật tái bản cuốn sách *Lời nguyền tiền mặt* của Giáo sư Kenneth S. Rogoff, Đại học Harvard. Mặc dù nội dung cuốn sách dựa trên những đặc điểm, tình hình của nền kinh tế phương Tây nhưng đây chắc chắn sẽ là nguồn tài liệu tham khảo có giá trị cho các chuyên gia kinh tế, các nhà hoạch định chính sách và bạn đọc theo học chuyên ngành kinh tế, tài chính cũng như những người quan tâm đến vấn đề này.

Xin giới thiệu cuốn sách cùng bạn đọc.

Tháng 4 năm 2021

NHÀ XUẤT BẢN CHÍNH TRỊ QUỐC GIA SỰ THẬT

## LỜI MỞ ĐẦU

Cuốn sách đề cập một vấn đề có vẻ vô vị theo kiểu ngô ngã, một điều khó chịu nhỏ nhặt hơn là một lời nguyền. Tuy nhiên, tôi vẫn sẽ cố gắng thuyết phục bạn đọc rằng tiền giấy (tiền mặt) chính là nhân tố trọng tâm của một số vấn đề tài chính công và tiền tệ khó kiểm soát hiện nay. Và việc loại bỏ hầu hết tiền mặt có thể giúp ích nhiều hơn những gì bạn nghĩ.

Cũng dễ hiểu khi bạn đọc thường nghĩ rằng các nhà kinh tế tiền tệ lúc nào cũng lo lắng về tiền giấy, và phải có vô số những cuốn sách học thuật đồ sộ về vấn đề này. Điều này có vẻ viển vông. Thực vậy, phần lớn các nhà kinh tế học hàn lâm hay chính sách đều coi tiền giấy như một vật thứ yếu, không phù hợp với hệ thống ngân hàng và tài chính công nghệ cao của thế giới ngày nay. Các mô hình kinh tế vĩ mô hiện đại của Keynes thường hạ thấp vai trò của tiền mặt hoặc loại bỏ hoàn toàn tiền mặt; đơn giản vì việc phải phân tích chúng là quá phiền phức. Phần lớn các chuyên gia về chính sách tiền tệ không muốn dính dáng đến tiền giấy, vì họ tin rằng tiền giấy hết sức nhảm chán và không quan trọng.

Ngay cả các ngân hàng trung ương cũng không quan tâm nhiều đến tiền mặt, mặc dù các tổ chức của họ kiểm được hàng chục tỷ đôla chính từ việc cung cấp món hàng này.

Các thành viên hội đồng có thể vui vẻ dành ra hàng giờ đồng hồ để thảo luận về những chi tiết nhỏ nhặt của chính sách lãi suất và những ảnh hưởng của chính sách này đến vấn đề lạm phát và thất nghiệp. Nhưng họ chẳng hề quan tâm đến vấn đề phát hành tiền mặt, ngoại trừ những thời điểm cần phải nghĩ về các báo cáo kết quả kinh doanh. Mà ngay cả khi đó, họ cũng sẽ chẳng mấy hứng thú. Trong thâm tâm, hầu hết ngân hàng trung ương đều tin rằng mục tiêu chính của họ là giúp điều chỉnh nền kinh tế đi theo con đường tăng trưởng và giá cả ổn định chứ không phải là kiểm tiền.

Đúng vậy, tiền mặt đã được để tâm hơn trong những năm gần đây vì các ngân hàng trung ương lo ngại nhiều hơn về việc họ có thể đẩy sâu mức lãi suất âm đến đâu, vì ngân khố quốc gia của các chính phủ nợ nần chồng chất ngày càng thèm muốn các khoản thu thuế, vì các cơ quan an ninh cố gắng ngăn chặn sớm những mối đe dọa khủng bố và vì các cơ quan tư pháp tìm cách đối phó với các tổ chức tội phạm trong nước và quốc tế ngày càng gia tăng. Nhưng phần lớn các nhà hoạch định chính sách vẫn xem tiền giấy như một thứ bất biến trong đời sống, từ đó kiềm chế tham vọng nhằm giảm thiểu bất kỳ vấn đề nào mà tiền giấy gây ra. Ngay cả các học giả, những người lẽ ra phải nghĩ rộng hơn, cũng chỉ tập trung chú ý vào các ý tưởng chính sách phức tạp và rủi ro để giải quyết chính sách tiền tệ không hiệu quả khi lãi suất bằng 0 chứ không đặt câu hỏi làm thế nào vấn đề này có thể được giải quyết triệt để.

Và đó chính xác là điều tôi muốn đề xuất ở đây. Tại sao không loại bỏ hẳn tiền giấy? Hay chính xác là, tại sao không chấm dứt dần việc sử dụng hầu hết tiền giấy, cẩn trọng thực hiện quá trình chuyển đổi cực kỳ chậm rãi và từng bước, giải quyết các vấn đề về tiếp cận dịch vụ tài chính thông qua thẻ ghi nợ được trợ cấp, giữ lại vô thời hạn tiền mệnh giá nhỏ, và có thể cuối cùng sẽ thay thế bằng hệ thống chỉ dùng tiền xu.

Giải pháp này nghe có vẻ đơn giản, và mọi người cũng có thể đặt câu hỏi vì sao phải cần cả một cuốn sách để thảo luận về nó. Nhưng việc giải quyết nghiêm túc ý tưởng này sẽ đưa chúng ta đến một cuộc hành trình rộng lớn trên tất cả phương diện mà tiền giấy tác động đến cuộc sống của chúng ta, cụ thể có, thực tế có, thậm chí còn vô cùng trừu tượng. Mặc dù có rất nhiều cách để cường điệu hóa và chính trị hóa chủ đề này, nhưng tôi vẫn cố gắng duy trì giọng điệu calm bằng xuyên suốt cuốn sách, từ đó nêu bật cả những thuận lợi và rủi ro. Đây không phải một nhiệm vụ dễ dàng, vì có không ít chủ đề gây nhiều cảm xúc. Chẳng hạn, có những vấn đề mà người này coi là nhập cư bất hợp pháp, nhưng người khác có thể coi là một cơ chế tị nạn cho những người chạy trốn khỏi sự đàn áp ngược đãi và nghèo đói cùng cực. Đâu là ranh giới giữa quyền thi hành luật thuế của chính phủ và quyền riêng tư của công chúng? Bất chấp việc độc giả có định kiến ban đầu ra sao, tôi e rằng nhiều người sẽ nhận thấy mức độ nghiêm trọng của những sự thật được trình bày trong cuốn sách này, và nhiều lập luận về việc duy trì hình thức hiện nay của tiền giấy là thiển cận và kém thuyết phục.

Tôi hy vọng rằng hầu hết độc giả sẽ thấy cuốn sách tương đối dễ tiếp cận. Khi cần giải quyết một số vấn đề chuyên ngành hơn, tôi đã cố gắng đề cập rõ ràng và đơn giản nhất có thể, trong đó các tài liệu kỹ thuật thực sự cần thiết đều được chuyển xuống các chú thích và chủ đề trong phụ lục. Vai trò tương lai của tiền mặt trong xã hội của chúng ta là một đề tài rất quan trọng, không thể để chìm trong góc tối nhỏ bé của kinh tế học tiền tệ. Tôi tin rằng khi đọc hết cuốn sách này, độc giả sẽ thấy rằng đề tài về tiền giấy không hề vô vị và chắc chắn không phải là vấn đề thứ yếu.

## *CHƯƠNG 1*

# **GIỚI THIỆU VÀ TỔNG QUAN**

L iệu đã đến lúc chính phủ của các nước phát triển bắt đầu chấm dứt việc sử dụng tiền giấy (tiền mặt), có thể là ngoại trừ tiền mệnh giá nhỏ, tiền xu, hoặc cả hai? Một loạt các vấn đề kinh tế, tài chính, triết học, và thậm chí là đạo đức đều nằm trong câu hỏi tương đối đơn giản này. Trong cuốn sách này, tôi cho rằng, về cân bằng, câu trả lời là “có”. *Thứ nhất*, việc gây khó khăn hơn cho các khoản thanh toán lớn, thường xuyên và ẩn danh sẽ có tác động đáng kể đến việc ngăn cản trốn thuế và gian lận thuế; thậm chí chỉ một tác động vừa phải cũng đủ lý lẽ ủng hộ việc loại bỏ hầu hết tiền giấy. *Thứ hai*, như tôi vẫn lập luận, loại bỏ tiền giấy là biện pháp đơn giản và khôn khéo nhất để dọn đường cho các ngân hàng trung ương kêu gọi các chính sách lãi suất âm không hạn chế nếu họ rơi vào tình trạng “lãi suất ngắn hạn về gần mức 0”. Lãi suất tín phiếu kho bạc không thể giảm xuống quá sâu dưới mức 0, chính bởi vì mọi người luôn có phương án giữ tiền giấy với mức lãi suất ít nhất cũng bằng 0<sup>1</sup>.

---

1. Ví dụ, xem Rogoff (2014), được xây dựng dựa trên Rogoff (1998a) và dự đoán các ý tưởng chính ở đây. Tôi cũng đã đưa ra những lập luận này trong bài bình luận độc lập.

Mặc dù về nguyên lý, việc loại bỏ tiền mặt và kêu gọi lãi suất âm là những chủ đề có thể được nghiên cứu riêng biệt, nhưng trong thực tế, hai vấn đề này lại có liên quan mật thiết. Nói một cách chính xác, hầu như không thể nghĩ đến việc loại bỏ triệt để tiền giấy mà không thừa nhận rằng các ngân hàng trung ương sẽ dễ mắc phải cảm dỗ bước qua cánh cửa mở ra lãi suất âm không hạn chế. Xét cho cùng, thậm chí ngày nay khi ngưỡng cửa lãi suất âm mới chỉ mở ra một chút, một số ngân hàng trung ương lớn (bao gồm Ngân hàng Nhật Bản và Ngân hàng Trung ương châu Âu) cũng đã cố bước một chân qua. Do đó, điều quan trọng là phải xem xét việc loại bỏ tiền mặt và phát triển chính sách lãi suất âm một cách thống nhất.

Ý tưởng cắt giảm mạnh lượng tiền giấy khổng lồ của thế giới dường như chỉ là ảo tưởng khi lần đầu tiên tôi đề xuất loại bỏ tiền mệnh giá lớn cách đây gần hai thập kỷ, một ý tưởng bắt nguồn từ Henry (năm 1976)<sup>1</sup>. Đó là một bài học thuật không mấy nổi bật về một đề tài ít được biết đến trên một tạp chí tương đối ít tiếng tăm, nhưng ý tưởng kỳ quặc và điên rồ đó về việc loại bỏ tờ 100 USD lại lọt vào mắt xanh của nhà văn Sylvia Nasar<sup>2</sup> của tờ *New York Times* (tác giả của cuốn *A Beautiful Mind* (Tạm dịch: *Một tâm hồn*

---

1. Rogoff (1998a). Henry (1980) lập luận ủng hộ loại bỏ tờ 100 USD và 50 USD cũ.

2. Sylvia Nasar, “Crime’s Newest Cash of Choice”, *New York Times*, ngày 28/4/1998, có thể xem tại <http://www.nytimes.com/1998/04/26/weekinreview/ideas-trends-crime-s-newest-cash-of-choice.html>.

đẹp)). Tiếp đó, đến lượt bài báo của bà thu hút được sự chú ý của Bộ trưởng Bộ Tài chính Mỹ Robert Rubin, người đã nêu vấn đề này với nhân viên của mình. Trong nỗi thất vọng tràn trề, sau đó tôi được biết Rubin không tập trung chính vào lập luận của tôi về việc loại bỏ toàn bộ tiền mệnh giá lớn (ví dụ từ 50 USD trở lên). Thay vào đó, tôi phỏng đoán kế hoạch phát hành tờ 500 euro mới (tương đương khoảng 570 USD) có thể sẽ thách thức sự thống trị của tờ 100 USD trong nền kinh tế ngầm toàn cầu. Cả ảnh hưởng của tờ 100 USD đến chính sách cũng không còn.

Tôi vẫn nghĩ trọng tâm của tôi là đúng<sup>1</sup>. “Lợi nhuận” mà các chính phủ thu được nhờ việc mù quáng đáp ứng nhu cầu về tiền mặt là quá nhỏ so với những thiệt hại từ việc sử dụng tiền mặt, đặc biệt là tiền mệnh giá lớn, đẩy mạnh hoạt động bất hợp pháp. Tác động của việc cắt giảm tiền giấy chỉ riêng với nạn trốn thuế đã có thể bù đắp khoản lợi nhuận bị mất đi từ việc in tiền giấy, ngay cả nếu nạn trốn thuế chỉ sụt giảm 10-15%. Tác động đối với hoạt động bất hợp pháp thậm chí có thể còn quan trọng hơn.

Không mấy ai nghi ngờ vai trò chủ đạo của tiền mặt đối với hàng loạt hoạt động phạm pháp, trong đó có buôn lậu ma túy, kiếm tiền phi pháp, tống tiền, tham nhũng, buôn bán người, và tất nhiên là cả rửa tiền. Sự thật về tiền mệnh giá lớn được sử dụng cho hoạt động phi pháp nhiều hơn hoạt động hợp pháp từ lâu đã phổ biến trên truyền hình,

---

1. Tôi tiếp tục nghiên cứu về chủ đề này trong khi giữ cương vị nhà kinh tế trưởng tại Quỹ Tiền tệ quốc tế (ví dụ, Rogoff, 2002), nhưng vẫn không có nhiều người ủng hộ.

phim ảnh và văn hóa đại chúng<sup>1</sup>. Tuy vậy, các nhà hoạch định chính sách lại quá chậm chạp thừa nhận thực tế này.

Tiền mặt cũng đóng vai trò trung tâm trong vấn đề nhập cư trái phép đang gây phiền toái cho các quốc gia như Mỹ. Thật khó tin khi một số chính trị gia lại nghiêm túc bàn về việc xây dựng hàng rào biên giới khổng lồ, nhưng dường như không ai nhận ra một biện pháp nhân đạo và hiệu quả hơn nhiều, đó là gây khó khăn cho các nhà tuyển dụng của Mỹ khi họ muốn dùng tiền mặt để trả lương ngoài sổ sách cho những lao động trái phép và thường thấp hơn mức lương tối thiểu. Thị trường việc làm là “thỏi nam châm” lớn giúp thúc đẩy toàn bộ quá trình. Nhìn chung, tiền mặt là công cụ để nhà tuyển dụng “lách” các quy định về việc làm và tránh các khoản đóng góp cho chương trình An sinh xã hội.

Tất nhiên, mọi kế hoạch cắt giảm mạnh việc sử dụng tiền mặt đều cần cung cấp tài khoản thẻ ghi nợ cơ bản được trợ cấp đặc biệt cho các cá nhân có thu nhập thấp và sau đó có thể là cả điện thoại thông minh cơ bản. Một số quốc gia như Thụy Điển và Đan Mạch đã làm như vậy và nhiều quốc gia khác cũng đang cân nhắc các bước thực hiện tương tự. Một ý tưởng đơn giản để khởi động quá trình này là tạo lập các tài khoản ghi nợ mà thông qua đó tất cả khoản chuyển giao thu nhập của chính phủ được thực hiện. Cung cấp dịch vụ tài chính vẫn sẽ là chính sách công hiệu quả dù có loại bỏ tiền mặt hay không. Trong bất kỳ trường hợp nào, kế hoạch chi tiết mà tôi đề xuất trong cuốn sách này vẫn là duy trì

---

1. Ví dụ, bộ phim *All about the Benjamins* được phát hành năm 2002 (diễn viên chính là Ice Cube). Tên phim nói đến Benjamin Franklin, người xuất hiện trên tờ 100 USD.

lưu thông tiền mệnh giá nhỏ trong một thời gian dài (có thể là vô thời hạn), qua đó sẽ giải quyết phần lớn lo ngại về thanh toán hàng ngày cho hầu hết mọi người. Loại bỏ tiền mệnh giá nhỏ (lý tưởng nhất là sau này chuyển đổi sang tiền xu hơi nặng) cũng sẽ giải quyết một số lo ngại cảm tính về an ninh, quyền riêng tư và tình huống khẩn cấp.

Những người cho rằng thẻ ghi nợ, thanh toán qua điện thoại di động và tiền ảo đã chôn vùi tiền mặt thì họ đã lầm tưởng hơn bao giờ hết. Nhu cầu cho hầu hết các loại tiền giấy của các nước phát triển vẫn tăng đều đặn trong hơn hai thập kỷ qua. Nghe thì có vẻ khó tin, nhưng tính đến cuối năm 2015, có 1,34 nghìn tỷ USD là do các đối tượng bên ngoài ngân hàng nắm giữ, tương đương 4.200 USD trôi nổi ngoài thị trường tính trên mỗi đàn ông, phụ nữ và trẻ em ở Mỹ. Quy mô của hầu hết các loại tiền tệ ở các nước phát triển nhìn chung là tương đồng. Thật khó tin là, phần lớn số tiền mặt khổng lồ này lại là tiền mệnh giá cao, những tờ tiền mà hầu hết chúng ta không mang trong ví, như tờ 100 USD, tờ 500 euro (tương đương khoảng 570 USD hiện nay), và tờ 1.000 franc Thụy Sĩ (tương đương khoảng hơn 1.000 USD). Gần 80% lượng cung tiền của Mỹ cũng có mệnh giá 100 USD. Liệu bao nhiêu có đủ 34 tờ 100 USD trong ví, trong hộp tiết kiệm, hay trong ôtô, nếu giả sử tổng số tiền mặt đó (1,34 nghìn tỷ USD) chia đều cho mỗi cá nhân? Và con số này là tính trên mỗi đàn ông, phụ nữ và trẻ em, vì vậy một gia đình có bốn người sẽ cần nắm giữ 13.600 USD tiền mặt, trong đó toàn bộ là tờ 100 USD, đó là còn chưa tính đến lượng tiền có mệnh giá nhỏ hơn. Các kho bạc và ngân hàng trung ương thường xuyên kiểm được

hàng tỷ đôla từ việc in tiền mệnh giá lớn, nhưng không ai biết chính xác phần lớn số tiền đó trôi nổi ở đâu và được sử dụng cho mục đích gì. Chỉ có một phần nhỏ nằm trong máy tính tiền hoặc kho tiền của ngân hàng và các cuộc khảo sát người tiêu dùng ở Mỹ và châu Âu cũng không thể giải thích cho phần còn lại. Không chỉ nước Mỹ mới có nguồn cung tiền khổng lồ bị chi phối bởi tiền mệnh giá lớn, vấn đề này gần như phổ biến ở các nền kinh tế phát triển.

Ngay cả các ngân hàng trung ương cũng bắt đầu nhận thấy hoạt động rửa tiền ngược của họ như là một điều vừa may vừa rủi. Tôi sử dụng cụm từ “rửa tiền ngược” để nắm bắt cách thức các ngân hàng trung ương kiểm soát hiệu quả những tờ tiền sạch mệnh giá lớn, chuyển chúng tới các ngân hàng và sau một loạt các giao dịch trung gian thì cuối cùng tiền mặt và đặc biệt là tiền mệnh giá lớn thường biến thành tiền bẩn trong nền kinh tế ngầm. Hiển nhiên, rửa tiền truyền thống là việc lấy lợi nhuận từ các hoạt động phi pháp và “rửa” chúng thông qua các doanh nghiệp có vẻ hợp pháp để trở thành tiền sạch.

Động lực chính để các ngân hàng trung ương cân nhắc lại vai trò của tiền mặt dường như không phải là sự thức tỉnh về đạo đức sau khi họ nhận ra tiền giấy đã trở thành một trở ngại lớn cho việc vận hành trơn tru hệ thống tài chính toàn cầu. Làm sao mà thứ cổ xưa như tiền giấy lại có thể quan trọng đến vậy với một nền kinh tế toàn cầu có tổng giá trị tài sản tài chính vượt xa tổng giá trị tiền mặt? Lý do ở đây tầm phào đến mức có thể gây sốc cho bất cứ ai chưa từng tư duy về vấn đề này.

Tiền giấy có thể được xem như một loại trái phiếu vô danh có lãi suất bằng 0. Hay nói chính xác, tiền giấy là loại

trái phiếu không lãi suất ẩn danh người giữ: nó không có tên người hay lịch sử gắn liền và luôn hợp pháp với bất kể ai là người nắm giữ<sup>1</sup>. Chừng nào mọi người còn có thể lựa chọn tiền giấy, họ sẽ không sẵn sàng chấp nhận mức lãi suất thấp hơn đáng kể của bất kỳ loại trái phiếu nào, có lẽ chỉ trừ khi có một mức bù đắp chênh lệch vừa phải vì tiền mặt cũng tiêu tốn chi phí lưu trữ và bảo hiểm. Vấn đề này dường như không nghiêm trọng, nhưng giới hạn gần 0 thực tế đã gây tê liệt chính sách tiền tệ ở khắp các nước phát triển suốt 8 năm qua kể từ cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008. Nếu có thể áp dụng chính sách lãi suất âm không giới hạn và mọi kế hoạch về tài chính, tổ chức và pháp lý cần thiết đều được thực hiện, các ngân hàng trung ương sẽ không bao giờ “hết đạn” (chẳng hạn như cơ hội tiếp tục cắt giảm lãi suất). Một cách giải thích hợp lý có thể là chính sách lãi suất âm không giới hạn sẽ vô cùng hữu ích cho tình trạng chìm sâu trong khủng hoảng tài chính.

---

1. Trái phiếu vô danh chịu lãi suất đã từng tồn tại, và chúng cũng xuất hiện trong cuốn tiểu thuyết năm 1925 của F. Scott Fitzgerald, *The Great Gatsby*. Trong các bộ phim Hollywood từ thập niên 1980, các nhân vật phản diện vẫn đòi những tờ trái phiếu như vậy như *Die Hard* và *Beverly Hills Cop*. Nhưng ngày nay, chúng đã bị cấm ở Mỹ và sắp bị loại bỏ ở các nước phát triển khác. Tại Mỹ, trái phiếu vô danh trở nên lỗi thời sau Đạo luật Công bằng thuế và trách nhiệm tài chính năm 1982, trong đó loại bỏ khoản khấu trừ cho các khoản thanh toán lãi của nhà phát hành. Khi hồ sơ trái phiếu hoàn toàn được lưu trữ dưới dạng điện tử, và mọi chính phủ đều lo ngại về nạn trốn thuế và khống bối, trái phiếu vô danh chịu lãi suất sẽ không thể tồn tại ở các nền kinh tế phát triển, bất kể điều gì xảy ra với tiền giấy.

Rất ít nhà hoạch định chính sách thực sự lo lắng về vấn đề này trước khi cuộc khủng hoảng tài chính nổ ra. Giới hạn gần 0 về cơ bản chưa bao giờ thực sự là mối lo ngại kể từ sau cuộc Đại suy thoái, bên cạnh thời kỳ hậu bong bóng kinh tế Nhật Bản. Từ năm 2008, tình hình đã thay đổi đáng kể. Thật vậy, trong vòng 8 năm qua, hầu hết ngân hàng trung ương lớn đều từng mong muốn có thể áp đặt một mức lãi suất âm đáng kể vào thời điểm nào đó. Một vài nơi, bao gồm Đan Mạch, Thụy Sĩ, Thụy Điển, khu vực sử dụng đồng euro (Eurozone) và Nhật Bản, cũng đã “rón rén” bước vào “địa phận” lãi suất âm, thăm dò cái ranh giới mà chỉ cần tài khoản ngân hàng của doanh nghiệp và nợ chính phủ đỗ xô chuyển đổi sang tiền mặt thì chính sách này sẽ lập tức mất hiệu quả hay thậm chí là phản tác dụng. Nhưng ngay cả khi giới hạn dưới 0 của lãi suất chính sách chỉ thấp hơn 0 một chút, đó vẫn là một hạn chế.

Ý tưởng cho rằng lãi suất âm đôi khi có thể là chính sách tốt và tiền giấy đang là vật ngáng đường cũng không phải là quá mới. Vào giai đoạn đỉnh điểm của cuộc Đại suy thoái, các nhà kinh tế hàng đầu từ mọi lĩnh vực, trong đó có Irving Fisher của Đại học Yale và John Maynard Keynes của Đại học Cambridge, đã đạt đến sự nhất trí đáng kể. Nếu có cách nào đó để các chính phủ áp đặt lãi suất âm cho tiền mặt, chính sách mở rộng tiền tệ có thể sẽ đưa thế giới thoát khỏi suy thoái. Vấn đề ở thời điểm đó, cũng như ở nhiều quốc gia hiện nay, là với lãi suất chính sách ngắn hạn vốn đã ở mức 0, chính sách tiền tệ bị mắc vào “bẫy thanh khoản” và không còn giải pháp nào khác. Lấy cảm hứng từ nhà tư tưởng độc lập người Đức Silvio Gesell, Fisher đã viết cuốn sách ngắn *Stamp Scrip* (Tạm dịch: *Tiền dán tem*) năm 1933, trong đó đưa ra ý tưởng

buộc mọi người dán tem mới định kỳ vào mặt sau của tờ tiền giấy để tiếp tục hợp pháp hóa chúng. Đây hiển nhiên là một biện pháp rất nguyên thủy để áp đặt lãi suất âm cho tiền mặt. Keynes khen ngợi ý tưởng này trong tác phẩm *General Theory* (Tạm dịch: *Lý thuyết tổng quát*) năm 1936 của ông nhưng vẫn kết luận đúng đắn rằng nó hoàn toàn không thực tế<sup>1</sup>. Việc bác bỏ giải pháp cho bấy thanh khoản của Gesell đã giúp Keynes rút ra kết luận nổi tiếng rằng, chi tiêu chính phủ là bí quyết thúc đẩy nền kinh tế thoát khỏi cuộc Đại suy thoái.

Tuy nhiên Keynes có thể đã có một kết luận rất khác trong một thế giới như hiện nay, khi mà các giao dịch ngày càng được thực hiện nhiều qua phương tiện điện tử, bao gồm thẻ tín dụng, thẻ ghi nợ và điện thoại di động. Không hề phi thực tế khi áp đặt lãi suất âm (hoặc dương) đối với tiền điện tử, chẳng hạn như dự trữ ngân hàng; như đã đề cập, một số ngân hàng trung ương đang làm việc đó rồi! Rào cản chủ yếu với việc đưa ra mức lãi suất âm trên quy mô lớn hơn chính là tiền giấy cũ, đặc biệt tiền có mệnh giá lớn sẽ là điểm mấu chốt của mọi chiến dịch triệt để chuyển đổi từ tín phiếu chính phủ sang tiền mặt<sup>2</sup>. Tất nhiên, những

---

1. Keynes (1936).

2. Tính xấp xỉ, chi phí xử lý và lưu trữ cho việc tích trữ 1 tỷ USD bằng tờ 10 USD sẽ gấp mười lần chi phí cho tờ 100 USD, hoặc nếu 5 USD là tờ tiền mệnh giá lớn nhất, thì chi phí sẽ gấp 20 lần. Lưu trữ và sắp xếp hàng tỷ đôla tiền xu (thời điểm rất dài hạn của kế hoạch trong Chương 7) thậm chí còn rắc rối hơn. Do bất kỳ giai đoạn lãi suất âm lớn nào nhiều khả năng đều tương đối ngắn và không thể đoán trước, nên chi phí cố định cho lưu trữ và bảo hiểm sẽ trở nên quá cao. Nếu ngay cả điều này vẫn chưa đủ, chính phủ có thể đưa ra các chi phí cố định khác khi gửi lại tiền vào hệ thống ngân hàng.

trở ngại khác về thể chế cũng cản trở chính sách lãi suất âm toàn diện, ví dụ như việc chuẩn bị thanh toán trái phiếu lãi suất âm đến hạn, nghiêm cấm thanh toán trước quá nhiều loại thuế và loại trừ tình trạng trì hoãn kéo dài đối với thanh toán séc tiền mặt. Tuy nhiên, như tôi sẽ lập luận trong Chương 10 và 11, tất cả vấn đề này đều có thể được giải quyết nếu thời gian thực hiện đủ dài.

Việc loại bỏ tiền giấy hoặc áp đặt lãi suất âm cho tiền mặt là một vấn đề gây căng thẳng. Những Silvio Gesell của thời hiện đại đã phải đương đầu với thái độ thù địch không khoan nhượng từ nhiều phía. Năm 2000, viên chức Marvin Goodfriend của Cục Dự trữ Liên bang Richmond đăng tải một bài báo khoa học thuần túy, đề xuất một biện pháp khả thi để áp đặt lãi suất âm là vạch từ trên mỗi tờ tiền. Thay vì được ca ngợi do khả năng sáng tạo và nhìn xa trông rộng, Goodfriend mau chóng trở thành nạn nhân của hàng loạt thái độ thù địch và email đe dọa, ông còn bị chỉ trích gay gắt tại các chương trình đối thoại bảo thủ trên sóng phát thanh. Năm 2009, nhà kinh tế học N. Gregory Mankiw của Đại học Harvard có một bài viết mang quan điểm trái chiều kỳ lạ trên tờ *New York Times*, trong đó ông thảo luận về vấn đề giới hạn gần 0 và đề cập việc một sinh viên của ông đề xuất ý tưởng tổ chức quay xổ số định kỳ dựa vào số seri trên tờ tiền. Sau mỗi lượt quay xổ số, những tờ tiền có số seri không trùng giải sẽ bị tuyên bố mất giá trị. Phương pháp kỳ quái áp đặt lãi suất âm cho tiền mặt này được đề xuất một cách hài hước chỉ để phục vụ mục đích minh họa. Nó hoàn toàn phi thực tế. Nói cho cùng, làm sao có thể mong đợi mọi người theo dõi tất cả con số mất đi trong thời gian dài?

Trước sự sững sờ của Mankiw, ông cũng đã phải nhận hàng loạt các email và bình luận tiêu cực, trong đó có cả những bức thư gửi Hiệu trưởng Đại học Harvard, yêu cầu sa thải ông ngay lập tức.

Không phải tất cả ai tìm cách bảo vệ tiền giấy đều đại diện cho tư tưởng Ngày tận thế hoặc nhìn thấy mối liên hệ giữa xã hội không tiền mặt và Dấu hiệu của quái thú. (Mặc dù với tư cách là một người đã viết về việc giảm mạnh vai trò của tiền giấy từ lâu, tôi có thể chứng minh rằng có không ít người đại diện cho tư tưởng trên). Hầu hết người muốn bảo vệ tiền giấy đều có những lý do chính đáng để hy vọng duy trì hiện trạng. Sau bài thuyết giảng của tôi tại Đại học Munich năm 2014, cựu thành viên hội đồng quản trị và nhà kinh tế trưởng của Ngân hàng Trung ương châu Âu Otmar Issing đã phản đối mạnh mẽ quan điểm của tôi và nhận xét tiền giấy là “quyền tự do mua được” (đồng ý kiến với tác phẩm *House of the Dead* (Tạm dịch: *Ngôi nhà chết chóc*) của Dostoyevsky)<sup>1</sup> không được phép xâm phạm hoặc từ bỏ dưới bất kỳ hình thức nào. Mục tiêu của tôi trong cuốn sách này là đánh giá nghiêm túc những ý kiến phản đối này, đồng thời đặt ra câu hỏi làm sao để giảm nhẹ chúng nếu có thể. Một số người thích tính thuận tiện tương đối của tiền mặt, mặc dù những lợi thế đó chỉ tồn tại trong phạm vi hẹp của các giao dịch hợp pháp. Những người khác đề cao giá trị ẩn danh, một vấn đề phức tạp và khó giải quyết hơn nhiều. Làm thế nào để xã hội cân đối giữa quyền riêng

---

1. Dostoyevsky (1862), được trích dẫn trên tờ FAZ của Đức, ngày 19/11/2014.

tư của cá nhân với tính cần thiết thi hành luật pháp và các quy định?

Quyết định xem ranh giới đó nên nằm ở đâu - và làm thế nào để triển khai và thi hành - có lẽ là câu hỏi quan trọng duy nhất mà bất kỳ nhóm công tác xóa bỏ tiền mặt nào trong tương lai cũng đều cần phải xem xét. Vấn đề quyền riêng tư bao hàm rộng hơn nhiều phạm vi của chính sách tiền mặt; nó nêu lên các vấn đề về hồ sơ điện thoại di động và lịch sử duyệt web, chưa kể đến các máy quay an ninh hiện nay gần như phổ biến khắp các thành phố lớn trên thế giới. Tuy nhiên, tiền mặt vẫn là một phần quan trọng của đời sống và nếu muốn loại bỏ tiền mặt, điều quan trọng là phải cân nhắc kỹ lưỡng về các mục tiêu và phương án thay thế (ví dụ: thẻ tiền mặt trả trước với giới hạn nghiêm ngặt). Duy trì tính thuận lợi và riêng tư của tiền giấy trong các giao dịch nhỏ là những lý do quan trọng khiến bất kỳ kế hoạch loại bỏ tiền giấy nào cũng cần bắt đầu với tiền mệnh giá lớn và có thể là giữ lại tiền mệnh giá nhỏ lưu hành không thời hạn hoặc cho đến khi có phương án thay thế thỏa đáng.

Tổ chức một cuốn sách về chủ đề động chạm đến quá nhiều đề tài khác nhau là một thách thức không nhỏ, đặc biệt nếu bạn muốn đánh giá nghiêm túc những mối lo ngại về cả thực tiễn và lý thuyết đối với việc loại bỏ tiền giấy. Tôi đã cố gắng xây dựng một kết cấu giúp bạn đọc dễ dàng tiếp cận trực tiếp các phần nội dung cụ thể mà họ quan tâm hay đơn giản là đọc toàn bộ cuốn sách từ đầu đến cuối. Nhiều tài liệu, đặc biệt là các trích dẫn, đã được đưa vào phần chú giải. Những trích dẫn này không nhất thiết phải đọc chi tiết ngay trong lần đầu tiên. Ngoài ra còn có một số phần

tương đối chuyên ngành đối với nội dung cuốn sách; chúng đã được tổng hợp trong phần phụ lục ngắn gọn.

Nội dung chính được chia thành ba phần. Chương 2 bắt đầu Phần I với phần lịch sử chọn lọc về tiền tệ, nêu bật một vài điểm chính mà tôi sử dụng để phân tích sau này. Một điểm vô cùng quan trọng là tiền giấy có hai hình thức, theo và không theo chế độ bản vị. Ví dụ, theo tiêu chuẩn tiền giấy bản vị vàng, các ngân hàng trung ương cố định giá trị của đồng tiền dựa trên lượng vàng bằng cách luôn sẵn sàng mua và bán tiền tệ để đổi lấy vàng theo giá chính thức. Như chúng ta sẽ thấy, họ có thể sẽ gặp rắc rối nếu không có đủ vàng để bảo đảm cho lượng tiền mà họ in. Dưới chế độ tiền tệ không bản vị hay định danh, thứ duy nhất tạo ra giá trị cho tiền giấy là sự kết hợp giữa quy ước xã hội và sắc lệnh của chính phủ. Trong thời hiện đại, tất cả các đồng tiền đều là tiền định danh, một công cụ có từ thời các hoàng đế Mông Cổ.

Vì thiếu ràng buộc về bản vị cho tiền giấy, các chính phủ hiện nay đã “bơm” ra hàng đồng tiền mặt. Chương 3 đề cập thực tế cơ bản về tình trạng nợ nguồn cung tiền giấy khổng lồ, với trọng tâm là đồng tiền của các nền kinh tế phát triển, tuy nhiên vẫn bổ sung một số thực tế tại các thị trường mới nổi. Trong các Chương 4 và 5, tôi phác họa các nguồn nhu cầu tiền mặt khác nhau. Ai là người giữ nhiều tiền mặt đến vậy? Các nguồn nhu cầu tiền mặt bao gồm nền kinh tế trong nước cần nộp thuế hợp pháp, hoạt động kinh tế ngầm trong nước không tuân thủ pháp luật (bao gồm cả trốn thuế và gian lận thuế) và nền kinh tế toàn cầu, bao gồm cả nhu cầu hợp pháp và bất hợp pháp.

Chương 6 khám phá một điểm cộng cơ bản cho tiền giấy, đó là khoản thu nhập đáng kể mà các chính phủ thu được từ việc thực hiện độc quyền. Chương này xem xét các phương pháp khác nhau để tính toán lợi nhuận từ tiền giấy và phát triển phương pháp ước tính khoản thiệt hại nếu một phần đáng kể nhu cầu tiền mặt chuyển sang thanh toán điện tử. Một vấn đề quan trọng đó là không chỉ lợi nhuận trong tương lai bị mất mà còn là chi phí để thu hồi một phần lớn nguồn cung tiền mặt hiện tại và khi đó sẽ cần đến phát hành nợ chính phủ để hút hết lượng tiền mặt được trả về đó. Chi phí thực tế nhiều khả năng sẽ phụ thuộc vào mức độ đình chỉ luật chống rửa tiền và các yêu cầu báo cáo tiền gửi trong quá trình loại bỏ tiền mặt, vì điều đó sẽ ảnh hưởng đến lượng tiền bẩn được trả về. Tôi kết luận rằng lợi ích xã hội tổng thể của việc loại bỏ tiền mặt nhiều khả năng sẽ vượt đáng kể so với các chi phí.

Tất nhiên, một phần lớn còn phụ thuộc vào nạn trốn thuế và hoạt động phạm pháp cuối cùng sẽ giảm được bao nhiêu trong một thế giới “ít tiền mặt hơn”. Đây là điều chưa thể nói trước, mặc dù tôi suy đoán rằng những ảnh hưởng có thể là đáng kể, nếu chính phủ thận trọng với trò chơi “Đập chuột” (Whac-a-mole) khi xuất hiện một phương tiện giao dịch thay thế. Các công cụ chủ chốt của chính phủ là khả năng khiến các tổ chức tài chính không thể chấp nhận một đồng tiền thay thế và khả năng khiến đồng tiền đó khó sử dụng tại các cơ sở bán lẻ thông thường. Đúng vậy, luôn có những giải pháp tình thế: tiền xu bằng vàng, kim cương thô và tiền ảo. Nhưng nếu nhìn vào tính thực tiễn của chúng và những quy định hạn chế nghiêm

ngặt hiện hành (ví dụ như đối với các đại lý kim cương và vàng có giấy phép), thì rõ ràng là các phương án thay thế tiền mặt chắc chắn sẽ tốn kém hơn, rủi ro hơn và kém hiệu quả hơn. Chúng ta sẽ đặc biệt xem xét các loại tiền ảo trong Chương 14 của cuốn sách.

Chương 7, chương cuối cùng của Phần I, đề xuất một kế hoạch cụ thể để loại bỏ tiền giấy, trước hết là tiền giấy có mệnh giá lớn, sau đó là tiền có mệnh giá nhỏ và tiền xu. Thời gian thực hiện dài đủ để cho mọi người và các tổ chức điều chỉnh và giúp các nhà hoạch định chính sách tìm cách xử lý những vấn đề không lường trước được. Một nguyên tắc tổng quát quan trọng đó là một hệ thống lý tưởng phải gây trở ngại cho các giao dịch ẩn danh lớn và thường xuyên chứ không phải những giao dịch nhỏ, đồng thời cũng phải bảo đảm tiếp cận dịch vụ tài chính. Bằng cách giữ lại tiền mệnh giá nhỏ hoặc tiền xu lưu hành vô thời hạn, kế hoạch chi tiết này đã giải quyết được nhiều lo ngại có thể nảy sinh nếu tiền mặt bị loại bỏ hoàn toàn. Việc loại bỏ hoàn toàn tiền giấy nhanh đến đâu phụ thuộc vào kinh nghiệm và tốc độ phát triển của công nghệ. Đến cuối Chương 7, tôi bàn về trường hợp của các nước vùng Scandinavia (đặc biệt là Thụy Điển). Vì nhiều lý do khác nhau, có lẽ cho đến giờ họ đã tiến xa hơn và nhanh hơn bất kỳ quốc gia nào khác trong việc hình thành một xã hội ít tiền mặt hơn. Vẫn còn quá sớm để rút ra bất kỳ kết luận chắc chắn nào từ những kinh nghiệm ban đầu này, nhưng dường như họ thực sự cho thấy phần lớn những ý kiến phản đối thiển cận với việc giảm mạnh mức độ sử dụng tiền mặt đều có thể được giải quyết.

Phần II của cuốn sách đề cập vấn đề lãi suất âm. Như tôi đã lưu ý, sẽ rất khó để nghiêm túc nghiên cứu việc loại bỏ tiền giấy nếu không nhận ra những ảnh hưởng cơ bản có thể tác động đến chính sách của ngân hàng trung ương<sup>1</sup>. Sau phần giới thiệu và tổng quan, Chương 8 khám phá những điều cần biết về mức độ nghiêm trọng của giới hạn gần 0 trong thực tế. Các tài liệu học thuật ngày càng nhiều và phát triển mạnh, nhưng chỉ dựa trên số liệu và kinh nghiệm có hạn. Hơn nữa, bản thân các mô hình cũng có những hạn chế nội sinh, ví dụ như cách tiếp cận thô sơ của chúng với thị trường tài chính. Điểm mấu chốt là dù hầu hết ngân hàng trung ương đều mặc nhiên tin rằng giới hạn gần 0 nhiều khả năng sẽ trở thành một vấn đề quan trọng và thường trực, nhưng các nghiên cứu học thuật vẫn mới ở giai đoạn đầu phát triển và các kết quả cho đến giờ vẫn chưa rõ ràng.

Chương 8 cũng nêu chi tiết một số nỗ lực mà các ngân hàng trung ương đã thực hiện để giảm nhẹ tình trạng giới hạn gần 0 mà không phải dùng đến lãi suất âm. Chương 9 tiếp tục xem xét các ý tưởng khác giải quyết tình trạng giới hạn gần 0, chẳng hạn như nâng mục tiêu lạm phát của ngân hàng trung ương từ 2% lên 4%. Chương 10 đưa ra một phương pháp khác cho phép sử dụng (không hạn chế) chính sách lãi suất âm mà không cần loại bỏ tiền giấy. Một ý tưởng thú vị và quan trọng đó là chính phủ phát hành riêng tiền điện tử và tiền giấy, đồng thời điều tiết tỷ giá hối đoái giữa chúng.

---

1. Rogoff (2014) lập luận rằng việc loại bỏ tiền giấy có thể “giết hai con chim bằng một đá”.

Chương 11 tìm hiểu những xung đột và rào cản khác có thể ngăn cản chính sách lãi suất âm phát huy hiệu quả và cách thức giải quyết những xung đột này. Sau đó Chương 12 đề cập những lo ngại về việc chính sách lãi suất âm sẽ gây ra tình trạng bất ổn tiền tệ và tạo ra quá nhiều cảm dỗ đi chệch hướng chính sách dựa trên quy tắc của thời hiện đại.

Phần III của cuốn sách giải quyết các chủ đề được đề cập ở Phần I và Phần II, bao gồm các phương diện quốc tế và tiền kỹ thuật số. Sự phối hợp có cần thiết không (Chương 13)? Liệu có những tác động lan tỏa từ chính sách lãi suất âm? Liệu tiền kỹ thuật số xuất hiện cuối cùng có khiến mọi thứ trở nên vô nghĩa không (Chương 14)<sup>1</sup>? Tôi cũng xem xét trường hợp của các nước đang phát triển và các thị trường mới nổi, trong đó phần lớn cho rằng vẫn còn quá sớm để cân nhắc việc loại bỏ tiền giấy, mặc dù loại bỏ tiền giấy có mệnh giá lớn có thể là một ý tưởng hay. Chương kết luận sẽ khép lại cuốn sách.

Cuối cùng là một số giải thích về mặt thuật ngữ. Trong cả cuốn sách, tôi sử dụng phổ biến thuật ngữ “tiền giấy” để bao hàm các phương tiện giao dịch khác với hình thức tương tự và thực hiện chức năng như tiền giấy, nhưng không nhất thiết làm từ giấy. Tất nhiên, tiền Trung Quốc thời xưa được làm từ da và vỏ cây và hiện nay được thay thế thích hợp

---

1. Các nhà báo đã viết một vài cuốn sách rất hay về tiền điện tử, như *The End of Money* của David Wolman (2012) và *The Age of Cryptocurrency* của Paul Vigna và Michael Casey (2015). Nhưng những cuốn sách này nói nhiều về những gì đang xảy ra trong thế giới của các cơ chế thanh toán thay thế, chứ chưa cân nhắc về hệ thống tiền tệ toàn cầu.

bằng chất liệu polymer và được một số quốc gia sử dụng, trong đó có Canada và Anh. Tiền polymer rõ ràng là bền hơn tiền giấy và cũng được cho là khó làm giả hơn. Tuy nhiên, với phần lớn mục đích của cuốn sách này, đó không phải là vấn đề hàng đầu. Ngoài một vài chi tiết nhỏ khác sẽ được nhấn mạnh khi cần thiết (ví dụ như có thể dễ dàng quét từng số seri trên tiền polymer hơn), bạn đọc không cần phân biệt tiền giấy và tiền polymer trong cuốn sách này. Tôi sẽ sử dụng thuật ngữ “tiền giấy” để chỉ cả hai loại tiền này.

Tương tự, đôi lúc tôi sử dụng cả thuật ngữ “tiền mặt” thay cho “tiền giấy”, hoàn toàn chỉ để tránh bị đơn điệu. Chúng đều có ý nghĩa như nhau trong cuốn sách này. Cách sử dụng phổ biến thuật ngữ “tiền mặt” đôi khi mở rộng bao gồm tất cả tài sản ở thể lỏng, nhưng trong phạm vi của cuốn sách này, tôi luôn sử dụng “tiền mặt” để chỉ “tiền giấy”. Trong vòng 75 năm nữa, nếu tiền giấy vẫn còn được sử dụng ở các bộ lạc xa xôi ở vùng Amazon hay Đông Texas, chắc hẳn họ sẽ có từ riêng.

## **PHẦN I**



**MẶT TRÁI CỦA TIỀN GIẤY:  
TRỐN THUẾ, GIAN LẬN THUẾ,  
TỘI PHẠM VÀ CÁC VẤN ĐỀ AN NINH**



## *Chương 2*

# **BƯỚC PHÁT TRIỂN BAN ĐẦU CỦA TIỀN XU VÀ TIỀN GIẤY**

**T**rong cuốn sách báo trước “cái chết” của tiền giấy như thế này, sẽ là tắc trách nếu tôi không viết một bài điếu văn ca ngợi dài lê thê. Việc hiểu về bước phát triển của tiền tệ hiện đại cũng sẽ giúp chúng ta hiểu được một số khác biệt quan trọng về vai trò hữu ích của chính phủ và công nghệ trong việc phân tích tiềm năng của các hệ thống tiền tệ thay thế trong tương lai.

Bản thân di sản và lịch sử lâu đời của tiền giấy trong tâm trí mỗi người và nền văn hóa đã là một kĩ xảo ghê gớm, không thể xem nhẹ. Với người phương Tây, lịch sử này bắt đầu bằng mô tả chi tiết của Marco Polo về tiền giấy ở Trung Quốc, một phát hiện khiến người châu Âu choáng váng về một hình thức của thuật giả kim. Sự ngò vực này được tái hiện trong vở kịch *Faust* của Johann Wolfgang von Goethe, khi mà con quỷ Mephistopheles dụ dỗ vị hoàng đế, người đang đối mặt với khủng hoảng tài chính nghiêm trọng, phát hành tiền giấy để tăng chi tiêu và trả nợ quốc gia. Công cụ này hiệu quả trong ngắn hạn nhưng cuối cùng sẽ dẫn đến lạm phát và sụp đổ. Goethe thực sự là một nhà tiên tri khi

viết vở kịch này từ đầu thế kỷ XIX. Nếu tiền giấy không xuất hiện, có lẽ đã không xảy ra siêu lạm phát ở Đức và có lẽ cũng không có cả Chiến tranh thế giới thứ hai<sup>1</sup>.

Tiền giấy thất bại có thể bị nguyền rủa, nhưng tiền giấy thành công từ lâu đã là nền tảng của những nền kinh tế thịnh vượng nhất. Một thế kỷ rưỡi trước khi Cục Dự trữ Liên bang được thành lập năm 1913, chàng trai người Mỹ Benjamin Franklin đặt chân đến London, lên kế hoạch để xuất người Anh cho phép các thuộc địa ở Mỹ tạo ra một loại tiền giấy chung giúp chi trả phần phí tổn của họ từ cuộc Chiến tranh Bảy năm<sup>2</sup>; nhưng ý tưởng đó đã không thành hiện thực<sup>3</sup>. Trớ trêu thay, đồng tiền của Mỹ mà Franklin hình dung cách đây 250 năm giờ đây không chỉ tồn tại, mà còn vượt xa đồng tiền của Anh về kim ngạch nhập khẩu toàn cầu và có lẽ đã tạo thành biểu tượng vĩ đại nhất của sức mạnh Mỹ. Tất nhiên, hình ảnh của Franklin đã hiện diện trên tờ tiền 100 USD. Tâm ảnh hưởng của “tờ tiền Benjamin” không tránh khỏi tầm mắt của các nhà lãnh đạo Trung Quốc, những người thậm chí đã tính trước tương lai

---

1. Xem một cách giải thích khác về vai trò của tiền giấy trong *Faust* (Phần II) của Goethe trong James (2012).

2. Chiến tranh Bảy năm (1756-1763) là cuộc chiến tranh xảy ra giữa hai liên quân: Vương quốc Anh/Vương quốc Hannover (liên minh cá nhân), Vương quốc Phổ ở một phía và Pháp, Áo, Nga, Thụy Điển, Vương quốc Sachsen ở phía kia. Tây Ban Nha và Bồ Đào Nha sau này cũng bị cuốn vào cuộc chiến. Cuộc chiến đã khiến hàng trăm người thiệt mạng và cán cân quyền lực có nhiều thay đổi quan trọng cũng như phân bố lãnh thổ đã diễn ra (BT).

3. Grubb (2006).

khi đồng nhân dân tệ mệnh giá lớn có thể thế chố tờ 100 USD trong trí tưởng tượng của toàn cầu. Dù vậy, điều đó có thể sẽ còn phải chờ lâu nữa.

Lịch sử của tiền giấy hết sức thú vị và liên quan sâu sắc với bước phát triển của công nghệ và xã hội. Đã có nhiều luận thuyết tiền tệ xuất sắc về cả lý thuyết và lịch sử kể từ thời Marco Polo<sup>1</sup>. Tuy nhiên, mục đích của tôi trong hành trình lịch sử ngắn gọn này là có giới hạn với ba điểm quan trọng.

*Thứ nhất*, lịch sử tiền tệ không hề bất biến và không có gì phải bất ngờ về ý tưởng cho rằng phương tiện trao đổi có thể phát triển từ tiền giấy đến tiền điện tử, từ tờ tiền Benjamin đến một phiên bản tiền ảo Bitcoin do chính phủ quản lý.

*Thứ hai*, mặc dù có rất nhiều thứ có thể thay thế cho tiền, nhưng cuối cùng thì công nghệ tiền điện nhất luôn có xu hướng giành chiến thắng. Không phải ngẫu nhiên mà tiền xu kim loại đánh bại các loại tiền hàng hóa (commodity currency) khác, và cuối cùng tiền giấy lại đánh bại tiền xu. Và cũng không phải ngẫu nhiên khi kỹ nguyên tiền giấy sẽ phai mờ. Không có lý thuyết kinh tế hiện đại nào về tiền tệ lại cản trở tiền điện tử<sup>2</sup>.

*Thứ ba*, trong nhiều trường hợp, các sáng kiến đổi mới tiền tệ thường bắt đầu từ khu vực tư nhân rồi sau đó mới bị

---

1. Ví dụ, xem Davies (2002) hoặc Ferguson (2008).

2. Ví dụ, xem Kocherlakota (1998) hoặc Kiyotaki và Wright (1989). Kocherlakota cho rằng tiền là một dạng nguyên thủy của ký ức xã hội; tiền điện tử rõ ràng cung cấp nhiều khả năng lưu trữ hồ sơ hơn tiền vật chất.

chính phủ chiếm dụng. Dù sao, một chính phủ hùng mạnh vẫn có lợi thế vượt trội trong việc cung cấp tài sản bảo đảm an toàn, chỉ bởi vì cuối cùng bất cứ khoản tiền cá nhân nào cũng có nhiều nguy cơ bị can thiệp từ chính phủ. Những bài học này đều đáng lưu tâm khi đánh giá tương lai của tiền kỹ thuật số (hay hẹp hơn là “tiền mã hóa”) và nhiều nỗ lực khác sử dụng các công nghệ mới và có thể là vượt trội nhằm giúp đồng tiền cá nhân thắng thế trước tiền phát hành công khai. Trước đây đã từng có những chu kỳ như vậy, như minh họa trong chương này.

Mọi nền văn minh tiến bộ, với ngoại lệ còn tranh cãi là những người Inca ở Nam Mỹ, đều cần đến giải pháp cho vấn đề mà nhà lý luận tiền tệ thế kỷ XIX William Stanley Jevons đã xuất sắc gọi là “sự trùng hợp ngẫu nhiên về nhu cầu”. Đây đơn giản là thách thức của việc thiết kế một hệ thống ít nhiều có thể giảm bớt tình trạng mọi nhu cầu thương mại đều thực hiện bằng trao đổi hàng hóa. Tiền tệ không quan trọng lắm trong xã hội du mục hoặc bộ tộc nhỏ với chỉ vài loại hàng hóa và một trật tự xã hội quản lý nghiêm ngặt việc phân bổ. Tuy nhiên, khi xã hội phát triển hơn, với hàng hóa đa dạng và dân số đông, việc phân bổ khi không có hình thái tiền tệ nào từ lâu đã được chứng tỏ là điều gần như không thể. Ngay cả khi thật sự là người Inca có thể đạt được mức độ phát triển tương đối cao mà không cần đến hệ thống tiền tệ, thì ý tưởng cho rằng điều này có thể thực hiện trong xã hội hiện đại với công nghệ tiên tiến vẫn là không thể tượng tưởng được. Nền kinh tế kế hoạch hóa tập trung của Liên Xô sử dụng các ma trận đầu vào -

đầu ra để lập kế hoạch chi tiết cho nền sản xuất, tuy vậy họ vẫn nhận thấy hệ thống tiền tệ là không thể thiếu được.

Phần thú vị nhất của câu chuyện bắt đầu với bước phát triển của tiền xu kim loại. Tuy nhiên, bạn đọc cần hiểu rằng đã từng có quá nhiều loại tiền hàng hóa, từ răng cá voi ở Fiji, gạo ở Philíppin, lông vũ ở Santa Cruz, hạt ở Ấn Độ, vỏ ốc ở nhiều nơi của châu Phi và Trung Quốc, gia súc ở Cólombia, đến chuỗi vỏ ốc ở Mỹ. Paul Einzig đã dành cả một chương trong cuốn sách kinh điển của ông về các loại tiền nguyên thủy cho “đồng tiền nô lệ nữ của Ailen”, một tục lệ ghê tởm tồn tại không chỉ ở Ailen cổ<sup>1</sup>. Ngay cả khi tiền hiện đại được phát minh, các loại tiền hàng hóa vẫn tiếp tục được sử dụng trong các thời kỳ đòn áp và điều này hoàn toàn có thể lặp lại. Thuốc lá và xăng cũng có lúc được sử dụng làm tiền tệ ở châu Âu sau Chiến tranh thế giới thứ hai, khi các nền kinh tế bị chiến tranh tàn phá phải vật lộn để phục hồi các chức năng cơ bản.

## **TIỀN XU THỜI KỲ ĐẦU**

Noi đầu tiên phát minh tiền xu kim loại được cho là ở Lydia (phía Tây Thổ Nhĩ Kỳ ngày nay), vào thế kỷ VII trước Công nguyên. Được làm từ electrum, một hợp kim tự nhiên của vàng và bạc, tiền xu Lydia được đúc bằng tay và dập hình lên một mặt (chẳng hạn như hình sư tử), mặt còn lại là vết búa đập. Ý tưởng về một phương tiện giao dịch tương đối thống nhất với chính phủ đứng sau trong vai trò

---

1. Einzig (1966).

người bảo đảm chất lượng có thể được ghi nhận là một trong những bước đột phá thần kỳ trong lịch sử của nền văn minh. Ngày nay, tiền xu chuẩn hóa dường như là điều hiển nhiên, nhưng vào thời điểm đó thực sự là ý tưởng thiên tài. Nhiều sử gia kinh tế cho rằng, công nghệ đúc tiền xu xuất phát từ khu vực tư nhân và sau đó hầu như đều bị nhà vua chiếm lĩnh, nhưng điều này cũng thật khó để chắc chắn<sup>1</sup>. Mặc dù phần lớn trong số 300 lần phát hành của tiền xu Lydia được xác định là từ khu vực tư nhân, nhưng cũng khó xác định liệu đây có phải là những lần phát hành đầu tiên hay không<sup>2</sup>.

Mặc dù sự ra đời của tiền xu chuẩn hóa là điều mà hiện nay chúng ta thừa nhận là công nghệ đột phá, nhưng cũng phải mất gần tám thập kỷ tiền xu mới có thể lan sang một vài nhà nước Hy Lạp cổ đại lân cận. Tiền xu chỉ bùng nổ thực sự sau một bước đột phá công nghệ khác, khi người Lydia tìm ra phương pháp tách electrum thành vàng và bạc nguyên chất. Công nghệ này cho phép Vua Croesus đúc tiền xu nguyên chất bằng một trong hai thứ kim loại này. Croesus cuối cùng đã bị người Ba Tư đánh bại, nhưng ông và đồng tiền xu của ông vẫn sống mãi với câu nói “giàu như Croesus”.

---

1. Trước khi có tiền xu, thỏi vàng và thỏi bạc từ lâu đã được các thương nhân sử dụng làm phương tiện trao đổi vì họ nhận ra nhu cầu tích trữ số lượng lớn. Do đó, Hicks (1969) lập luận rằng tiền tệ phát triển từ hoạt động thị trường tư nhân. Bordo (2008) đưa ra đánh giá thận trọng hơn.

2. Melitz (2015).

Khi tiền xu Lydia được sử dụng rộng rãi trong thương mại, chúng đã được bắt chước ở những nơi khác, đáng chú ý nhất là ở Athens, nơi may mắn sở hữu các mỏ bạc từ Attica đến phía nam. “Tiền con cù” Athens, lấy tên theo hình dập trên đồng tiền, chẳng mấy chốc được giao dịch rộng khắp tới những nơi xa xôi. Một số sử gia kinh tế cho rằng công nghệ tiền xu Athens đóng vai trò trung tâm giúp nhà nước Hy Lạp đóng được những con tàu đánh bại Vua Xerxes và hạm đội xâm lược của Ba Tư trong trận Salamis năm 480 trước Công nguyên<sup>1</sup>. Nếu không có công cụ tài chính cần thiết cho việc xây dựng hạm đội này, nền văn minh phương Tây phát triển thịnh vượng có thể đã chậm dứt, hoặc ít nhất là chúng ta chỉ biết đến phiên bản lịch sử của kẻ thắng trận.

Alexander Đại Đế được nhớ đến vì các chiến thuật quân sự của ông nhiều hơn là khả năng nhạy bén về kinh tế. Tuy nhiên, việc ông khai thác những ý tưởng mới về tiền tệ là vô cùng quan trọng trong việc tạo ra đế chế lớn nhất mà thế giới từng biết đến trong thế kỷ IV trước Công nguyên. Alexander đã tận dụng hiệu quả sáng kiến đổi mới về tiền xu để trả lương cho quân lính và cung cấp nhu yếu phẩm trong chuỗi cung ứng dài chưa từng có. Tuy nhiên, ông phải đối mặt với vấn đề phiền phức khi tìm cách đối phó với việc giá trị của tiền xu bằng vàng và bạc liên tục biến động ở

---

1. Dành cho những độc giả trẻ, trận Salamis là trận chiến hải quân cổ đại hùng tráng, được miêu tả trong bộ phim *300: Rise of an Empire* năm 2014, phần tiếp theo của bộ phim kinh điển thời hiện đại *300* năm 2006.

các vùng khác nhau của đất nước. Giải pháp tài tình của Alexander đơn giản là tuyên bố cố định giá trị của vàng gấp 10 lần bạc, đồng thời sử dụng kết hợp các kho dự trữ trên khắp đất nước và biện pháp ép buộc thi hành<sup>1</sup>. Phương pháp của Alexander đã khiến tiền xu của người Maxêđônia trở nên đơn giản, hữu dụng và là tiền thân của các phiên bản tiền xu hiện đại hơn. Tuy nhiên, như Sargent và Velde giải thích trong cuốn sách với tiêu đề ấn tượng *The Big Problem of Small Change* (Tạm dịch: Vấn đề lớn của tiền lẻ), thực sự chỉ đến thế kỷ XIX khi tiền định danh trở nên phổ biến hơn, thì vấn đề cùng lưu hành tiền xu bằng các kim loại khác nhau mới thực sự được giải quyết<sup>2</sup>.

Công nghệ luôn đóng vai trò trung tâm đối với tiền tệ bởi nhu cầu sản xuất tiền dễ dàng nhận biết là tiền thật và không giả mạo. Nhắc lại một lần nữa là trong cuốn sách kinh điển về tiền tệ (năm 1875), William Stanley Jevons hết sức quan tâm đến việc gây khó khăn cho những kẻ làm tiền giả, cảnh báo các chính phủ cần sử dụng máy đúc tiền tinh xảo để hạn chế nạn tiền giả. Luận điểm của ông thật kỳ lạ là tương đồng về nhiều mặt với những vấn đề mà hiện nay các kho bạc cũng đang tranh luận, khi họ liên tục tìm kiếm các loại tiền giấy chống giả tốt hơn, kết quả của cuộc hành trình này là các loại tiền giấy (hay như bây giờ ở nhiều nước là tiền pôlyyme) với nhiều màu sắc và thiết kế phức tạp hơn ra đời. Nếu có ai nghi ngờ tầm quan trọng của

---

1. Davies (2002).

2. Sargent và Velde (2003).

công nghệ tiền xu, họ chỉ cần lưu ý rằng nước Anh đã bổ nhiệm Ngài Isaac Newton làm quản đốc của Công ty Đức tiền Hoàng gia Royal Mint vào năm 1696 và sau đó là tổng đốc vào năm 1699. Newton đã giúp nước Anh đúc lại tiền xu sau khi bị cắt xén và làm giả trong thời kỳ Chiến tranh Chín năm<sup>1</sup>; ông cũng phát minh ra viền răng cưa nhằm đẩy lùi tình trạng làm giả và cắt xén, phiên bản này vẫn xuất hiện trên nhiều đồng tiền xu ngày nay<sup>2</sup>. Tuy nhiên, như chúng ta sẽ thấy trong Chương 6 với tiền giấy, dường như không có biện pháp nào đánh bại vĩnh viễn được những kẻ làm tiền giả. Công ty Đức tiền Hoàng gia Anh đã công bố sẽ sản xuất đồng 1 bảng mới có 12 cạnh vào năm 2017 để chống lại nạn làm giả ngày càng gia tăng trên các phiên bản tiền đúc truyền thống.

Mặc dù tiền giả là mối lo thường trực ở khắp mọi nơi, nhưng mối đe dọa lớn nhất với giá trị của đồng tiền thường lại chính là các chính phủ. Tại Rome, việc cắt xén tiền xu đã gây ra lạm phát tích lũy đến 19.900% trong giai đoạn từ năm 151 đến 301, một thời kỳ chứng kiến những cuộc nổi dậy và dịch bệnh lớn<sup>3</sup>. Vấn đề này thường lặp đi lặp lại,

---

1. Chiến tranh Chín năm hay còn gọi là Chiến tranh Đại liên minh (1688-1697) giữa Vua Louis XIV của Pháp với Đại liên minh, do Vua William III của Anh - Hà Lan, Lepold I của Đế quốc La Mã thần thánh, Vua Carlos II của Tây Ban Nha, Victor Amadeus II của Savoy và các vị công tước trong Đế quốc La Mã thần thánh tham gia (*BT*).

2. Xem Levenson (2011), tr.62 về cắt xén và trang 64 về gờ răng cưa của Newton.

3. Fischer, Sahay và Végh (2002).

ngay cả khi hệ thống đúc tiền châu Âu phát triển hơn, như minh họa trong Bảng 2.1. Bảng này liệt kê chọn lọc các năm tiền xu bị cắt xén cao điểm và tỷ lệ phần trăm cắt xén lượng bạc trong tiền xu; điều này có thể xua tan mọi quan niệm cho rằng tiền hàng hóa là an toàn. Vua Henry VIII của Anh, cắt xén 50% tiền xu vào năm 1551, phải chấp nhận vị trí thứ ba sau lượng cắt xén đến 57% của Pháp vào năm 1303 và 55% của Áo trong các cuộc chiến tranh thời Napoleon, ngoài ra còn một số đối thủ sát nút khác<sup>1</sup>. Chúng ta cũng có thể tìm hiểu sâu về việc cắt xén tiền xu thời Trung Cổ khi đến thăm bất kỳ bảo tàng tiền tệ nào, chẳng hạn như Ngân hàng Trung ương Nhật Bản ở Tokyo hoặc Ngân hàng Trung ương Đức Bundesbank ở Dresden, và chứng kiến các giai đoạn mà kích thước của tiền xu có xu hướng nhỏ hơn theo thời gian.

**Bảng 2.1. Một số năm có lượng cắt xén tiền xu  
đỉnh điểm ở châu Âu giai đoạn 1300-1812**

Quốc gia	Năm	Lượng bạc bị giảm (%)
Áo	1812	-55
Bỉ	1498	-35
Anh	1464	-20
Anh	1551	-50

---

1. Như Rolnick, Velde và Weber (1996) chứng minh, doanh thu từ thuế in tiền thường tăng lên đáng kể trong các giai đoạn cắt xén tiền xu.

Quốc gia	Năm	Lượng bạc bị giảm (%)
Pháp	1303	-57
Pháp	1718	-36
Bavaria thuộc Đức	1424	-22
Bavaria thuộc Đức	1685	-26
Frankfurt thuộc Đức	1500	-16
Italia	1320	-21
Hà Lan	1496	-35
Bồ Đào Nha	1800	-18
Nga	1810	-41
New Castle của Tây Ban Nha	1642	-25
Thụy Điển	1572	-41
Thổ Nhĩ Kỳ	1586	-44

Nguồn: Reinhart và Rogoff (năm 2009).

Khả năng tồn tại bền bỉ của tiền xu bất chấp những thời điểm bị cắt xén mạnh mẽ đã cho thấy một đặc tính vô cùng cơ bản của đồng tiền thành công lâu đời này: chúng thành công một phần vì người dân có niềm tin vào chính phủ đứng sau đồng tiền và một phần vì chính phủ có thể thi hành quyền cưỡng chế việc chấp nhận chúng, ít nhất là trong các khoản thanh toán thuế, các khoản nợ và các hợp đồng mua sắm với chính phủ. Cân bằng giữa quyền lợi và hình phạt trong các chế độ tiền tệ vẫn là một vấn đề cơ bản hiện nay.

## SỰ RA ĐỜI CỦA TIỀN GIẤY TẠI TRUNG QUỐC

Mặc dù còn nhiều khiếm khuyết, kể cả những điểm mà Goethe đã nêu bật trong vở kịch *Faust*, nhưng vẫn có những lý do thỏa đáng để giải thích vì sao trong những năm qua, tiền giấy đã đánh bại mọi đối thủ cạnh tranh trên khắp thế giới. Tiền giấy cơ động, đồng nhất, an toàn, lâu bền và tiện lợi. Tiền giấy thực hiện hoàn hảo vai trò thước đo giá trị và phương tiện trao đổi, và trong các giai đoạn lạm phát thấp, tiền giấy cũng thể hiện hiệu quả vai trò cất giữ giá trị.

Câu chuyện về bước phát triển của tiền tệ ở Trung Quốc có một số bài học thú vị mà tôi sẽ phân tích trong Chương 7. Trong đó tôi lập luận, khi tiền giấy dần dần bị loại bỏ, cuối cùng những tờ tiền mệnh giá nhỏ còn sót lại thậm chí cũng sẽ được thay thế bằng những đồng xu tương đối nặng, khiến cho việc mang theo người một lượng tiền mặt lớn càng trở nên khó khăn hơn.

Người Trung Quốc dường như đã phát triển việc đúc tiền xu một cách độc lập với nền văn minh phương Tây, mặc dù tất nhiên cũng có sự tranh luận về việc ai là người tiên phong. Điều này cũng phần nào phụ thuộc vào cách định nghĩa “tiền xu” thô sơ đến đâu, và liệu có kể đến tiền xu cá nhân hay không. Nhà sử gia kinh tế Niall Ferguson đã nghiêng hẳn về phía phương Tây, lập luận rằng chỉ đến năm 221 trước Công nguyên, hoàng đế Tần Thủy Hoàng mới giới thiệu tiền xu đúc bằng đồng được chuẩn hóa đầu tiên để sử dụng trên cả nước<sup>1</sup>. Những đồng tiền xu Trung Quốc

---

1. Ferguson (2008).

đầu tiên được đúc giống như vỏ ốc biển, một loại tiền hàng hóa đã được sử dụng trước đây ở Trung Quốc và phải nhập khẩu vì ở Trung Quốc không có loại vỏ ốc này.

Khác với châu Âu, ở Trung Quốc, các kim loại cơ bản như đồng, thiếc và chì được sử dụng làm nguyên liệu chính cho tiền xu. Sắt cũng được sử dụng. Do các đồng tiền này có tỷ lệ giá trị trên khối lượng thấp nên người ta phải mang rất nhiều tiền xu mới có thể thanh toán các khoản tiền lớn. Người Trung Quốc cũng đã sử dụng những thỏi bạc làm phương tiện trao đổi và cất giữ của cải, như cách mà người Trung Đông và châu Âu đã làm trước cả người Lydia, nhưng chúng không được chuẩn hóa và đúc thành tiền.

Việc châu Âu sử dụng các kim loại quý đã khiến cho tiền xu châu Âu trở nên linh hoạt hơn nhiều. Tuy nhiên, thật thú vị, các nguyên liệu kém để đúc tiền xu của Trung Quốc dường như lại sớm thúc đẩy sự ra đời của tiền giấy, công nghệ chính mà chúng ta sử dụng hiện nay<sup>1</sup>. Dĩ nhiên, Trung Quốc đã in khắc gỗ ít nhất từ thời nhà Đường vào thế kỷ VII, và in chữ gốm di động (movable ceramic-type) từ thời nhà Tống vào khoảng thế kỷ XI, rất lâu trước khi Johannes Gutenberg làm ra bản Kinh thánh đầu tiên năm 1455.

Lịch sử tiền giấy thời kỳ đầu ở Trung Quốc xuyên suốt bảy triều đại, mỗi triều đại lại có quy tắc và thể chế tiền tệ riêng. Ngoài ra, tỉnh Tứ Xuyên, một tỉnh quan trọng của Trung Quốc, cũng từng có giai đoạn sử dụng đồng tiền riêng<sup>2</sup>.

---

1. Điểm này cũng được Davies (2002) nhấn mạnh.

2. Tullock (1957).

Nhưng tiền giấy không phát triển trong ngày một ngày hai. Công nghệ được cải tiến và việc người dân chấp nhận tiền giấy cũng phát triển song song. Các thương gia và nhà tài phiệt Trung Quốc ban đầu đã nghĩ ra ý tưởng phát hành các giấy ủy nhiệm có thể đổi lấy tiền xu để tránh những khó khăn và nguy hiểm khi vận chuyển số tiền lớn, một tiến trình mà rất lâu sau này mới được tái hiện ở châu Âu. Giấy ủy nhiệm đã dẫn tới một bước phát triển quan trọng khác - việc sử dụng các hối phiếu để các tỉnh xa xôi của Trung Quốc có thể nộp thuế về trung ương dễ dàng và hiệu quả hơn. Đến đầu những năm 800, chính quyền trung ương đã cấm các nhà tài phiệt tư nhân và tự kiểm soát hệ thống phát hành hối phiếu nhận nợ cho các tỉnh. Một vài sứ gia Trung Quốc cũng coi “tiền bay” (sở dĩ có tên gọi này vì chúng rất dễ bị gió thổi bay) là loại tiền giấy đầu tiên<sup>1</sup>.

Thời kỳ hoàng kim của tiền giấy ở Trung Quốc bắt đầu từ thế kỷ XI đến thế kỷ XV. Dưới triều đại Mông Cổ ở Trung Quốc, tiền giấy đã tiến đến gần nhất với hình thái hiện đại ngày nay, dù cho chưa có bất kỳ thiết chế nào để kiểm soát lạm phát - chẳng hạn như một ngân hàng trung ương độc lập - mà giờ đây chúng ta nhận thấy là cần thiết. Khi cháu nội của Thành Cát Tư Hãn là Khả hãn Hốt Tất Liệt lên ngôi cai trị Trung Quốc năm 1260, tiền giấy của các triều đại cũ và các đồng tiền địa phương gần như không có giá trị. Chúng được thu hồi và thay thế bởi đồng tiền quốc gia bằng giấy bạc với đặc điểm kỳ lạ là chỉ có giá trị

---

1. Xem Morse (1906).

bằng một nửa mệnh giá của chúng, nếu đem đổi tại kho bạc của Hốt Tất Liệt<sup>1</sup>. (Trong Chương 10, chúng ta sẽ thấy ý tưởng của Khả hän Hốt Tất Liệt về việc tạo ra chênh lệch giữa tiền giấy và thước đo giá trị chính thức được tái lập trong kế hoạch tài tình của Eisler-Buiter-Kimball về áp đặt lãi suất âm). Khác với các loại tiền giấy được phát hành trước đây, tiền giấy của Khả hän Hốt Tất Liệt không có thời điểm hết hạn.

Đến năm 1262, chính quyền của Hốt Tất Liệt đã cấm sử dụng vàng và bạc làm phương tiện trao đổi, với lời đe dọa đanh thép về án tử hình cho những kẻ dám làm trái. Đến cuối thập niên 1270, khả năng đổi sang tiền xu ngày càng khó khăn, nhờ đó đồng tiền Mông Cổ đã chuyển đổi hiệu quả thành tiền định danh<sup>2</sup>. Như đã đề cập ở Chương 1, trong chế độ tiền định danh, không thể mang tiền hay bất kỳ hàng hóa nào khác đến ngân hàng trung ương hoặc ngân khố để đổi lấy vàng hay bạc.

Khi Marco Polo, nhà thương gia và nhà thám hiểm người Venezia (Italia), đặt chân đến hoàng cung của Hốt Tất Liệt giữa thập niên 1270, không mấy kỳ quan của phương Đông có thể gây kinh ngạc cho ông nhiều như hệ thống tiền giấy của Trung Quốc. Cuối cùng, Polo đã dành toàn bộ một chương trong tác phẩm thám hiểm của mình để viết về đồng tiền của Trung Quốc: “Đại hän đã sử dụng vỏ cây, làm thành một thứ giống như giấy, để phát thành

---

1. Xem Tullock (1957).

2. Peng (1994), Von Glahn (1996).

tiền trên khắp đất nước như thế nào”. Một vài câu trích dẫn quan trọng dưới đây trong tác phẩm đã thể hiện được chủ đề chính:

Ở thành phố Kanbulu này, [Cambulac-Peking] là xưởng đúc tiền của Đại hãn, người thực sự đang sở hữu bí mật của các nhà giả kim, vì ông sở hữu công nghệ chế tạo tiền.

Ông cho tước vỏ của cây dâu tằm (lá của cây này được sử dụng để nuôi tằm), bóc lấy lớp màng mỏng nằm giữa phần vỏ thô ráp và phần gỗ của cây. Lớp màng này được ngâm nước, sau đó được giã thành bột, rồi làm thành giấy. Khi nguyên liệu giấy đã sẵn sàng, ông cắt chúng thành các miếng có kích cỡ khác nhau, gần như vuông, nhưng có một chiều dài hơn... Hệ thống tiền giấy này cũng được cấp phép với các hình thái và nghi thức như vàng hoặc bạc nguyên chất thật... Chúng hoàn toàn được công nhận như đồng tiền hiện hành, và hành vi làm giả... sẽ bị khép vào tội tử hình.

Vì vậy khi được sản xuất với số lượng lớn, loại tiền giấy này được lưu hành trên khắp vương quốc của Khả hãn Hốt Tất Liệt; và cũng không người nào dám liều mạng phủ nhận đồng tiền đó... Trên cơ sở đó, có thể khẳng định chắc chắn, Khả hãn Hốt Tất Liệt kiểm soát của cải chặt chẽ hơn bất kỳ vương quốc nào trên thế giới<sup>1</sup>.

Mặc dù Polo là một nhà quan sát kinh tế vô cùng sắc sảo, nhưng cả ông cũng như các trưởng quan của Hốt Tất Liệt

---

1. Marco Polo, 2004, *Travels of Marco Polo*, với phần giới thiệu của Milton Rugoff, New York: Signet Classics, quyển II, Chương 24.

dường như chưa hoàn toàn hiểu được các giới hạn đối với việc sử dụng máy in tiền để cung cấp tài chính cho chi tiêu chính phủ trên cơ sở bền vững<sup>1</sup>.

Đến khi Khả hãn Hốt Tất Liệt băng hà năm 1294, lạm phát đã khiến tiền giấy suy yếu trầm trọng<sup>2</sup>. Trong cuốn sách *Currency in China* (Tạm dịch: *Tiền tệ ở Trung Quốc*) năm 1906, nhà sử học H.B. Morse ước tính, lượng phát hành tiền giấy bạc Mông Cổ đã tăng từ 12 triệu năm 1265 lên gần 120 tỷ vào năm 1330, hoàn toàn không cân xứng với số lãnh thổ chiếm được thêm. Đến năm 1356, thậm chí có thể là sớm hơn, hầu như tất cả tiền giấy của Mông Cổ đều đã bị coi là vô giá trị. Hình 2.1 mô tả tổng số tiền giấy phát hành (nét liền) và giá gạo thời nhà Nguyên (hộp vuông) từ năm 1260 đến 1329, qua đó cho thấy tất cả đặc điểm của tình trạng lạm phát cao điển hình do chi tiêu thâm hụt từ chính sách in tiền.

Sau khi triều đại Mông Cổ bị lật đổ và đến thời nhà Minh, tình hình cũng không khá hơn nhiều. Một lần nữa, triều đình Trung Quốc phát hành tiền giấy mới vào năm 1375, và không lâu sau đó đến năm 1400, giá trị của chúng chỉ còn 3% mệnh giá<sup>3</sup>.

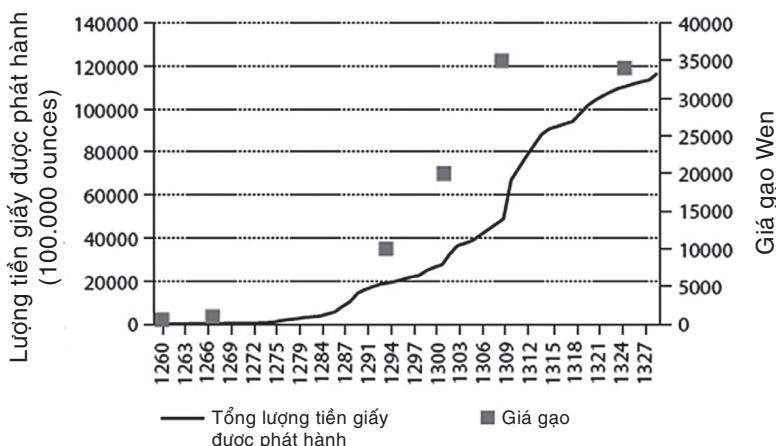
---

1. Nhiều tác giả sau này đã dựa trên, bổ sung hoặc thêm thắt vào phần thảo luận của Polo về tiền Trung Quốc, như Jevons (1875) trong tác phẩm kinh điển của ông về nền móng của tiền tệ. Phân tích hay nhất và phức tạp nhất có lẽ là của Tullock (1957).

2. Davies (2002).

3. Tullock (1957).

**Hình 2.1. Việc in tiền giấy và giá gạo thời nhà Nguyên**



Nguồn: Tullock (năm 1957) và Huang (năm 2008).

Câu chuyện về tiền giấy thời kỳ đầu của Trung Quốc là câu chuyện khá ly kỳ. Có lẽ các vùng đất khác trên thế giới đã được cứu thoát khỏi nhiều bi kịch nếu như họ hiểu rõ hơn về câu chuyện này. Vào thời điểm khi mỗi triều đại kế nhiệm thiết lập chế độ tiền tệ mới, các nhà lãnh đạo đất nước không thể cưỡng lại việc in tiền để thanh toán các khoản tài chính, cuối cùng làm mất giá đồng tiền và gây ra lạm phát lan tràn, như trong vở kịch châm biếm của Goethe. Người Trung Quốc hoàn toàn hiểu rõ tầm quan trọng của việc áp đặt độc quyền chính phủ và hạn chế việc sử dụng phương tiện giao dịch thay thế, bằng án tử hình nếu cần thiết, để bảo đảm lượng cầu lớn nhất có thể với “sản phẩm” của họ. Ví dụ, vào năm 1294, triều đại Mông Cổ đã

ban hành sắc lệnh của hoàng đế cấm sử dụng tiền tre, được xem là một đối thủ cạnh tranh tiềm tàng với thứ “giấy lộn” mà Mông Cổ buộc người dân phải sử dụng. Có những thời điểm họ cũng sử dụng các biện pháp kiểm soát giá cả gay gắt. Tuy nhiên, bất kể vị hoàng đế có quyền lực đến thế nào, cuối cùng hệ thống đó cũng sẽ tự triệt tiêu vì lợi ích từ việc bất chấp luật lệ trở nên quá lớn. Dần dần, ngay cả các sứ giả của hoàng đế cũng sa vào những động cơ lừa đảo như bao người khác. (Hãy nghĩ đến việc rất nhiều doanh nhân, quan chức, và người dân Trung Quốc thậm chí đến nay vẫn bất chấp mọi rủi ro nghiêm trọng để né tránh những chính sách kiểm soát trao đổi ngoại tệ còn rất khắt khe của chính phủ). Đến năm 1500, sau những làn sóng lạm phát liên tiếp, Trung Quốc đã từ bỏ tiền giấy do chính phủ ban hành và không áp dụng lại tiền này cho đến khi nước này mở cửa trở lại vào thế kỷ XIX.

### **BEN FRANKLIN VÀ TIỀN GIẤY TẠI MỸ THỜI THUỘC ĐỊA**

Nếu nói tiền giấy xuất hiện ở châu Âu khá muộn, thì có lẽ là do sự thiếu hiểu biết hậu thời kỳ Tăm tối (Dark Ages) hơn là sự thận trọng sáng suốt. Không giống như ở Trung Quốc, quốc gia đã sử dụng tiền giấy tương đối sớm, tiền giấy trong thời gian dài ở châu Âu chỉ là phương tiện của các ngân hàng tư nhân phát hành để có thể đổi lấy tiền xu (thường là vàng hoặc bạc). Sau một thời gian, các nhà phát hành nhận ra họ có thể lén lút cho trôi nổi nhiều tiền giấy hơn số mà họ dự trữ, dù đứng trước nguy

cơ gặp phải rắc rối nhưng lại tạo ra lợi nhuận khổng lồ trong thời gian này. Đó là chính xác những gì đã diễn ra trong đợt phát hành tiền giấy đầu tiên ở châu Âu. Johan Palmstruch - thương gia người Hà Lan đã thành lập Stockholms Banco năm 1656, một ngân hàng gần như của nhà nước theo nghĩa một nửa lợi nhuận của ngân hàng phải được chuyển về cho nhà nước. Năm năm sau, năm 1661, Palmstruch thuyết phục chính phủ cho phép ông phát hành tiền giấy, có thể đổi lấy vàng và bạc gửi tại ngân hàng của ông. Kết quả là, Stockholms Banco đã phát hành nhiều tiền giấy hơn số lượng tiền xu dự trữ và cuối cùng bị “mắc cạn”. Palmstruch bị kết án tử hình, mặc dù sau đó ông vẫn thoát chết nhờ được giảm án. Bài học của Palmstruch là một bức tranh biếm họa về lịch sử của ngân hàng tư nhân và chỉ rõ nguyên do cơ bản mà các chính phủ luôn sử dụng để chiếm đoạt các tổ chức tài chính tư nhân; các chính phủ có thể rơi vào khủng hoảng nợ, nhưng họ vẫn ít phải hứng chịu tình trạng người dân đói xô rút tiền hơn các ngân hàng tư nhân<sup>1</sup>.

Một vài thập kỷ sau đó, năm 1694, Ngân hàng Anh cũng phát hành tiền giấy có thể chuyển đổi thành tiền xu, mặc dù đây vẫn chưa phải một ngân hàng trung ương thật sự. Chỉ đến khi Đạo luật Ngân hàng năm 1844 được thông qua, tiền giấy của Ngân hàng Anh mới có được quyền của

---

1. Xem một thảo luận nâng cao thú vị về ngân hàng trung ương đầu tiên của châu Âu, xem Irwin (2013).

tiền pháp định và nhờ đó mới có thể được sử dụng để thanh toán mọi khoản nợ<sup>1</sup>.

Quyền khoa trương về đồng tiền định danh hiện đại hoàn thiện đầu tiên ở phương Tây thuộc về những người dân thuộc địa ưa mạo hiểm ở nước Mỹ non trẻ. Là những người nhập cư nghèo, người Mỹ thuộc địa không sở hữu nhiều bảng Anh, cũng như các nước thuộc địa thời kỳ đầu chưa thể phát hiện những kim loại quý cần thiết cho việc đúc tiền xu cho riêng họ. Trong những năm đầu, người dân thuộc địa thường giao dịch bằng chuỗi vỏ ốc, lông thú, thuốc lá, và các hàng hóa khác. Họ cũng sử dụng tiền xu nước ngoài, đặc biệt là đồng xu 8 real của Tây Ban Nha (*peso de ocho*), đồng bạc trị giá 8 real là đồng tiền quốc tế trên thực tế trước khi bị đồng bảng Anh soán ngôi. Nhưng với sức ép ngày càng gia tăng từ phát triển thương mại, các thuộc địa đã nảy ra ý tưởng phát hành tiền giấy, và Massachusetts đã đi tiên phong vào năm 1690. (Là một cư dân Massachusetts, tôi cũng không quá ngạc nhiên với điều này). Đó là một cuộc phiêu lưu vô cùng điên dại. Đến cuối cùng, tất cả thuộc địa đều tham gia,

---

1. Xem Clapham (1966, tr.185). Tiền giấy của ngân hàng tư nhân khi đó tiếp tục được chấp nhận ở Anh và xứ Wales và vẫn lưu hành trong nhiều thập kỷ. Các ngân hàng Xcôtlan và Bắc Ailen vẫn có quyền phát hành tiền giấy mà có thể được sử dụng cho các giao dịch trên khắp Vương quốc Anh, mặc dù chúng không phải tiền pháp định (và do đó không bắt buộc phải chấp nhận thanh toán các khoản nợ). Quan trọng là Ngân hàng Anh kiểm soát việc phát hành này. Đạo luật Ngân hàng năm 1844 còn được gọi là Đạo luật của Peel (tên của thủ tướng Anh) sau khi ông đã nỗ lực thúc đẩy việc thông qua đạo luật.

trong đó Rhode Island và South Carolina phát hành tiền giấy nhiều đến mức sức mua của những đồng tiền này đã nhanh chóng tan biến. Các tiểu bang khác, đáng chú ý nhất là Virginia, có thái độ thận trọng hơn<sup>1</sup>.

Năm 1729, chàng trai 23 tuổi Ben Franklin đã ghi một dấu ấn không thể xóa nhòa trong lịch sử về tiền giấy với cuốn sách tự xuất bản: *A Modest Enquiry into Nature and Necessity of a Paper Currency* (Tạm dịch: *Tìm hiểu sơ bộ về bản chất và tính tất yếu của tiền giấy*). Mặc dù Franklin không được tiếp cận lý thuyết tiền tệ hiện đại (và đôi lúc còn nhầm lẫn giữa của cải và tiền bạc), nhưng tổng thể cuốn sách đã thể hiện trực giác tuyệt vời. Ví dụ như, Franklin đã có nhận thức bẩm sinh về cái sau này được gọi là thuyết số lượng tiền tệ: “Luôn có một số lượng tiền tệ tương ứng nhất định cần thiết cho hoạt động thương mại của một quốc gia diễn ra một cách tự do và liên tục”. Franklin đã giải thích hùng hồn về vấn đề hóc búa, trong đó các thuộc địa phải đổi mặt với tình trạng thiếu đồng bảng Anh để giao dịch. Ông cũng hiểu được những khía cạnh chi tiết hơn như hành vi giá cả khác nhau giữa hàng hóa có thể buôn bán và không thể buôn bán, một nét tương đồng với quan điểm của các nhà kinh tế học quốc tế hiện nay. Ngay cả với những vấn đề mà lôgích kinh tế của Franklin tỏ ra mơ hồ hơn, khiếu hài hước đầy châm biếm của ông vẫn thể hiện rõ ràng: “Luật sư và những người khác có liên quan đến ngành kinh doanh tòa án, nhiều người trong số họ có thể sẽ phản đối đồng tiền

---

1. Rothbard (2002).

mệnh giá lớn, bởi vì trong trường hợp này mọi người sẽ ít có khả năng mắc nợ hơn, và do đó ít có khả năng phải tìm đến luật pháp và kiện tụng lẫn nhau vì các khoản nợ đó”<sup>1</sup>.

Niềm đam mê của Franklin với tiền tệ đã dẫn tới việc ông được ủy nhiệm thiết kế và in ấn các đồng tiền cho nhiều thuộc địa khác nhau, bao gồm Pennsylvania, New Jersey và Delaware. Là một người nhận được nhiều sự kính trọng trong giới khoa học cũng như luôn tán thành với những hành vi sai trái nhỏ nhặt (với bằng chứng là luận thuyết nổi tiếng về “Đạo đức cờ vua”)<sup>2</sup>, phần nào đó Franklin chính là hình mẫu của một giám đốc ngân hàng trung ương thời hiện đại. Và Franklin sau đó đã trở thành người chủ trương áp dụng đồng tiền quốc gia trong cả thời kỳ thuộc địa và sau cách mạng.

Tiền giấy cũng đóng vai trò quan trọng trong cuộc chiến tranh giành độc lập của Mỹ từ năm 1775 đến 1783, cung cấp tài chính cho phần lớn chi phí quân sự của các thuộc địa. Việc công chúng đã quen thuộc với tiền giấy và sẵn sàng tin tưởng chấp nhận tiền giấy trong trao đổi hàng hóa và dịch vụ là sự trợ giúp vô giá cho thành công của cuộc cách mạng. Nhưng niềm tin của công chúng cũng đã thực sự bị thử thách khi lạm phát khủng khiếp diễn ra trong

---

1. Franklin (1729), có thể xem tại <http://founders.archives.gov/documents/Franklin/01-01-02-0041>.

2. Trong số những tài năng dường như vô tận của ông, Franklin còn là người chơi cờ vua nổi tiếng đầu tiên của Mỹ. Luận thuyết “Morals of Chess” của ông được in lại trên *Tạp chí Columbia* năm 1786. Không biết chính xác ngày mà tác phẩm được viết.

chiến tranh - 192% chỉ riêng trong năm 1779<sup>1</sup>. Cuối cùng, đồng tiền lục địa này đã trở nên hoàn toàn vô giá trị (từ đó mới có câu nói “không đáng một đồng lục địa”). Mặc dù Mỹ vượt qua được chiến tranh, nhưng niềm tin vào một đồng tiền quốc gia đã hoàn toàn sụp đổ. Kỷ nguyên đầu tiên của đồng tiền Mỹ chính thức khép lại vào năm 1787, tại Hội nghị Hiến pháp, khi nhóm lập quốc tước quyền phát hành tiền của các tiểu bang, và hạn chế việc in tiền chỉ thuộc quyền hạn của chính phủ quốc gia suốt 3/4 thế kỷ sau đó.

Mặc dù bài học về lạm phát của nước Mỹ non trẻ phần nào đó cũng là một trường hợp cực đoan<sup>2</sup>, nhưng thậm chí các quốc gia trưởng thành hơn vẫn thường tìm đến giải pháp lạm phát cao để thoát khỏi “vũng bùn” tài chính trong các cuộc chiến tranh quy mô lớn. Bản thân Mỹ chắc chắn cũng từng làm như vậy. Lạm phát ở Mỹ đạt mức 24% vào năm 1864 trong cuộc nội chiến sau khi Liên bang miền Bắc sử dụng lại tiền giấy không bản vị vào năm 1862 để hỗ trợ cho nỗ lực chiến tranh. Tất nhiên, điều này chưa là gì so với mức lạm phát hơn 1.000% mà phe bại trận là Liên minh miền Nam phải hứng chịu với đồng tiền giấy của họ. Trong Chiến tranh thế giới thứ nhất, lạm phát ở Mỹ một lần nữa tăng vọt lên 19% vào năm 1918<sup>3</sup>. Và tất nhiên sau đó là mức

---

1. Reinhart và Rogoff (2009).

2. Lạm phát của tiền giấy assignat trong Cách mạng Pháp năm 1795-1796 thậm chí còn ngoạn mục hơn cả lạm phát trong Chiến tranh Cách mạng Mỹ, vượt trên 50%/tháng (định nghĩa siêu lạm phát của Cagan) trong 5 tháng; xem Capie (1991) và Sargent và Velde (2003).

3. Reinhart và Rogoff (2009).

lạm phát hai con số trong thời bình vào thập niên 1970. Thật vậy, đã có đủ các giai đoạn như vậy kể từ khi Ngân hàng Dự trữ Liên bang được thành lập năm 1913 mà giá cả ở Mỹ đã tăng đến 30 lần<sup>1</sup>. Thực sự không còn gì để nói về nhiệm vụ bình ổn giá của Cục Dự trữ Liên bang. Tuy nhiên, Mỹ vẫn có lạm phát tích lũy thấp hơn hầu hết nền kinh tế phát triển trong cùng thời kỳ. Chúng ta sẽ trở lại vấn đề về nguy cơ lạm phát cao trong Chương 12.

### **TỪ TIỀN BẢN VỊ VÀNG ĐẾN TIỀN GIẤY ĐỊNH DANH**

Trong giai đoạn đầu phát triển ở Trung Quốc và Mỹ thời thuộc địa, tiền giấy đã có nhiều bước ngoặt quan trọng khác và cuối cùng đã lan rộng ra khắp thế giới. Chương này khép lại với việc tóm tắt ngắn gọn các sự kiện chính liên quan đến các chủ đề thảo luận tiếp theo.

Giai đoạn 1870-1914 thường được gọi là thời thanh bình của chế độ bản vị vàng, bởi lẽ các chính phủ trên toàn thế giới - ít nhất là ở các nước phát triển - về cơ bản vẫn giữ khá ổn định lượng dự trữ vàng cho đồng tiền của họ, dẫn đến tỷ giá hối đoái quốc tế giữa các đồng tiền cũng rất ổn định. Nhưng khi Chiến tranh thế giới thứ nhất bùng nổ vào năm 1914, ưu tiên tài chính chủ đạo của mọi chính phủ là tài trợ cho nỗ lực chiến tranh. Hết quốc gia này đến quốc gia khác lần lượt xóa bỏ chức năng chuyển đổi tiền tệ khiến máy in tiền được sử dụng cho nhu cầu tài chính tăng đột biến trong chi phí quân sự. Và việc họ in tiền hàng loạt đã dẫn tới lạm phát lan tràn.

---

1. Reinhart và Rogoff (2013).

Sau chiến tranh, các chính phủ trên toàn thế giới đặt mục tiêu tái lập chế độ bản vị vàng, không chỉ bởi niềm tin sâu sắc vào hệ thống tiền tệ đáng mong ước này mà còn bởi mối liên tưởng hao huyền về kỷ nguyên tăng trưởng mạnh mẽ từng có trước chiến tranh. Thật không may, việc quay lại với bản vị vàng lại hết sức phức tạp do hai yếu tố. Thứ nhất, việc các chính phủ in hàng đồng tiền để tài trợ cho chiến tranh và giải quyết hậu quả đã tạo ra sức ép lạm phát khổng lồ trên toàn thế giới và không ai biết chính xác làm sao để dặt lại hệ thống. Hầu hết các chính phủ đều chấp nhận việc cần thiết phải khởi động lại đồng tiền của họ ở mức ngang giá vàng hay thấp hơn, tương xứng với mức lạm phát đã xảy ra, nhưng việc tìm được chính xác điểm xuất phát mới không hề đơn giản. Việc dặt giá trị đồng tiền quá thấp so với vàng được xem là nỗi nhục quốc gia. Nhưng nếu dặt giá trị quá cao sẽ lại tiềm ẩn một tình trạng giảm phát đầy căng thẳng, vì điều đó sẽ khuyến khích mọi người rút tiền đổi lấy vàng cho đến khi giá cả giảm tới mức sức mua hàng hóa của tiền giấy phù hợp với giá trị của đồng tiền so với vàng.

Đây chính là số phận của nước Anh khi họ quyết tâm lựa chọn quay lại tỷ giá hối đoái trước chiến tranh, ngay cả khi phải trả giá bằng cuộc suy thoái lớn. Winston Churchill, sau này trở thành người hùng trong Chiến tranh thế giới thứ hai của nước Anh, khi đó đang là Bộ trưởng Bộ Tài chính. Cuối cùng Churchill là người chịu trách nhiệm đưa ra quyết định đó và sau này ông xem đây là sai lầm lớn nhất trong suốt sự nghiệp của mình. Giai đoạn này được khéo léo

thuật lại trong cuốn *Lords of Finance* (Tạm dịch: *Những ông vua tài chính*) của Liaquat Ahamed về “các giám đốc ngân hàng trung ương đã thay đổi thế giới”, mặc dù có thể nói chính xác hơn đó là các bộ trưởng tài chính, bởi khi đó quyền lực của các giám đốc ngân hàng trung ương bị hạn chế trong một thế giới mà nhiệm vụ chính chỉ là cố định giá trị đồng tiền của họ so với vàng<sup>1</sup>.

Vấn đề thứ hai với các nỗ lực khôi phục lại bản vị vàng như thời điểm trước chiến tranh là thật khó để có thể khôi phục lại lòng tin vào khả năng chuyển đổi của đồng tiền một khi lòng tin đó đã hoàn toàn tan vỡ trong cuộc Chiến tranh thế giới thứ nhất<sup>2</sup>. Điều đó, cùng với sức ép giảm phát từ cuộc Đại khủng hoảng, dẫn đến việc hết quốc gia này đến quốc gia khác lần lượt từ bỏ hoặc điều chỉnh đột ngột giá trị đồng tiền của họ so với vàng vào thập niên 1930. Chẳng hạn, Mỹ điều chỉnh từ mức 1 ounce vàng tương đương 20,67 USD trước Đại khủng hoảng sang định giá 1 ounce vàng tương đương mức 35 USD vào năm 1934, đồng thời cấm công dân tích trữ tiền xu vàng, vàng thỏi, hoặc chứng nhận sở hữu vàng. Đương nhiên, đồng đôla Mỹ mất giá đột ngột đã đẩy mức giá chung lên. Trên thực tế, đây hóa ra lại là một chính sách rất hiệu quả, giúp giảm nhẹ gánh nặng nợ không thể chi trả, giảm tiền lương thực tế và tăng việc làm. Nhiều sử gia kinh tế coi việc từ bỏ bản vị vàng là công cụ mạnh mẽ

---

1. Ahamed (2009).

2. Tài liệu tham khảo kinh điển thời hiện đại về bản vị vàng trước chiến tranh là Eichengreen (1996).

nhất được sử dụng trong cuộc Đại suy thoái, thậm chí còn hơn cả các dự án xây dựng công trình công cộng nổi tiếng, mặc dù những dự án đó cũng giúp ích khá nhiều.

Thay vì cố gắng tái lập chế độ bản vị vàng sau Chiến tranh thế giới thứ hai, cộng đồng quốc tế đã thiết lập hệ thống tỷ giá cố định Bretton Woods với trung tâm là đồng đôla Mỹ. Về nguyên tắc, đồng đôla Mỹ được gắn với vàng nhưng chỉ dành cho những người mua chính thức. Các quốc gia khác lại có nghĩa vụ phải cố định giá trị đồng tiền của mình theo đồng đôla Mỹ. Cuối cùng, hệ thống này đã trở thành nạn nhân của chính những mâu thuẫn nội tại, đặc biệt là khi lạm phát ở Mỹ bắt đầu khiến cho đồng đôla Mỹ ngày càng kém hấp dẫn hơn so với vàng, tạo ra một động lực không bền vững. Chế độ Bretton Woods cuối cùng tan rã vào năm 1973, xóa bỏ mọi tàn tích còn sót lại của mối liên hệ giữa tiền giấy và hàng hóa. Thế giới đã hoàn toàn quay trở lại với đồng tiền định danh của triều đại Mông Cổ ở Trung Quốc. Đó chính là bối cảnh của hiện tại.

### *Chương 3*

## **QUY MÔ VÀ THÀNH PHẦN CỦA NGUỒN CUNG TIỀN TỆ TOÀN CẦU VÀ PHẦN NẮM GIỮ Ở NƯỚC NGOÀI**

Nếu Marco Polo có thể trở lại Trung Quốc ngày nay, một trong số ít những thứ quen thuộc mà ông sẽ nhận ra chính là tiền giấy, mặc dù đó là một biến thể sử dụng công nghệ tiên tiến. Nói chính xác hơn, ông sẽ nhận ra số lượng tiền giấy khổng lồ, với tổng trị giá hơn 1 nghìn tỷ USD (tương đương 6,7 nghìn tỷ nhân dân tệ) theo tỷ giá USD/nhân dân tệ hiện hành. Con số này tương đương với 800 USD trên đầu người ở một quốc gia có mức thu nhập trung bình thấp.

### **LƯỢNG TIỀN MẶT LƯU HÀNH KHỔNG LỒ**

Thật vậy, thực tế đáng chú ý nhất về tiền giấy chính là có bao nhiêu tiền giấy đang trôi nổi trên toàn thế giới, với một quy mô khó có thể nắm bắt. Thậm chí, đáng kinh ngạc hơn nữa, một lượng lớn nguồn cung tiền tệ của thế giới là tiền mệnh giá lớn mà người dân hiếm khi nhìn thấy hoặc sử dụng, trong đó có tờ 100 USD của Mỹ, tờ 10.000 yên của Nhật Bản (hiện nay tương đương khoảng 93 USD), tờ 500 euro của khu vực sử dụng đồng euro (tương đương

khoảng 570 USD), tờ 1.000 franc của Thụy Sĩ (tương đương khoảng 1.035 USD), và một loạt các đồng tiền tương tự từ các quốc gia khác. (Tỷ giá hối đoái giữa các đồng tiền thường xuyên bất ổn, vì vậy giá trị quy đổi sang đôla chỉ là gần đúng<sup>1</sup>). Đối với Mỹ, như đã nêu trong phần “Giới thiệu và tổng quan”, có khoảng 4.200 USD tiền mặt tính trên đầu người, trong đó 80% là tờ 100 USD và 84% nếu tính thêm tờ 50 USD. Tất nhiên, một phần trong đó nằm ở nước ngoài, một phần nằm trong máy tính tiền và kho tiền ngân hàng. Một số lượng rất nhỏ có thể bị thất lạc, hủy bỏ, hay thậm chí là chôn dưới mộ làm quà cho người đã khuất ở thế giới bên kia (một tập tục đã được ghi nhận ở một số nước châu Á<sup>2</sup>). Tuy nhiên, như chúng ta sẽ thấy, tất cả bằng chứng đều chỉ ra một lượng lớn tiền mặt, có lẽ ít nhất là một nửa, là do nền kinh tế trong nước (hợp pháp và ngầm) nắm giữ.

Tình hình ở khu vực sử dụng đồng euro nhìn chung là tương đồng với khoảng 3.200 euro tính trên đầu người (tương đương khoảng 3.600 USD), trong đó hơn 90% là mệnh giá 50 euro trở lên và riêng tờ 500 euro chiếm đến 30%. Đúng là tiền mặt khá phổ biến tại Đức (hơn so với Pháp), nhưng rất ít gia đình ở Đức kê khai đến 12.800 euro và một lần nữa thì phần lớn lượng tiền mặt nắm giữ được chưa có lời giải thích. Nói chung, các chính phủ nắm rất rõ về lượng tiền mặt mà họ phát hành, và ai cũng có thể tìm

---

1. Khi đồng euro đạt 1,6 USD vào tháng 7/2008, một tờ 500 euro có giá 800 USD.

2. Về đôla hóa thế giới tâm linh, xem Julia Wallace, “In Cambodia, the Ghosts Prefer Dollars”, *New York Times*, ngày 08/4/2016.

được thông tin chi tiết trong hầu hết (nhưng không phải tất cả) báo cáo của ngân hàng trung ương tại các nước. Nhưng sẽ khó hơn nhiều khi tìm kiếm thông tin về việc tầng lớp chủ đạo nào nắm giữ tiền mặt. Như chúng ta sẽ thấy, đây không phải là vấn đề nhỏ bởi lẽ kho bạc và ngân hàng trung ương đơn giản là không biết điều này.

Điều đáng chú ý về nhu cầu tiền mặt khổng lồ đó là nhu cầu này vẫn tiếp diễn và phát triển dù cho số lượng phương tiện thanh toán thay thế ngày càng gia tăng. Thẻ tín dụng đã có từ thập niên 1950, thẻ ghi nợ có từ thập niên 1960, phương thức thanh toán điện tử có từ thập niên 1990 và gần đây nhất là phương thức thanh toán bằng thiết bị di động. Và tất nhiên, séc in của ngân hàng cũng đã tồn tại hơn hai thế kỷ. Không có gì ngạc nhiên khi tiền mặt vẫn là một phương tiện giao dịch đầy sức cạnh tranh với các khoản thanh toán nhỏ hằng ngày, nhưng những khoản thanh toán như vậy không thể giải thích cho con số 4.200 USD tính theo đầu người.

Hình 3.1 là biểu đồ về lượng tiền mặt lưu hành ở Mỹ từ năm 1948 đến 2015 trên tổng sản phẩm quốc nội (GDP)<sup>1</sup>. Đường kẻ liền thể hiện tổng lượng cung tiền, đường kẻ đứt thể hiện tờ 100 USD. Nhu cầu về đồng đôla Mỹ đạt đỉnh điểm trong Chiến tranh thế giới thứ hai ở mức 11% GDP, nhưng sau đó giảm dần xuống dưới 5% và giữ ở mức đó trong thập niên 1970 và 1980. Thẻ tín dụng ra đời rõ ràng đã khiến nhu cầu tiền mặt suy giảm, nhưng bên cạnh đó,

---

1. Tổng sản phẩm quốc nội là tổng giá trị của hàng hóa và dịch vụ cuối cùng được sản xuất tại một quốc gia, được xác định theo giá cả thị trường.

lạm phát và lãi suất cao trong thập niên 1970 và đầu thập niên 1980 cũng khiến việc giữ tiền mặt trở nên rất tốn kém. Từ thập niên 1990, nhu cầu về tiền mặt bắt đầu tăng đều, hiện nay đạt trên 7% GDP.

Đáng chú ý là tỷ lệ mệnh giá 100 USD cũng gia tăng đều đặn. Tất nhiên, phần nào có thể lý giải là giá trị của tờ 100 USD hiện nay không còn được như cách đây nhiều thập kỷ. Tên găngxto khét tiếng trong kỷ nguyên Đại suy thoái, John Dillinger, thường được kể lại là thích mang theo người vài nghìn đôla Mỹ với những cục tiền 5 USD, 10 USD và 20 USD được cuộn tròn cẩn thận. Thời đó, tờ 100 USD có giá trị tương đương 1.800 USD hiện nay, cao hơn bất kỳ tờ tiền nào đang lưu hành trên thế giới, ngoại trừ tờ 10.000 đôla Xingapo (trị giá tương đương hơn 7.000 USD)<sup>1</sup>.

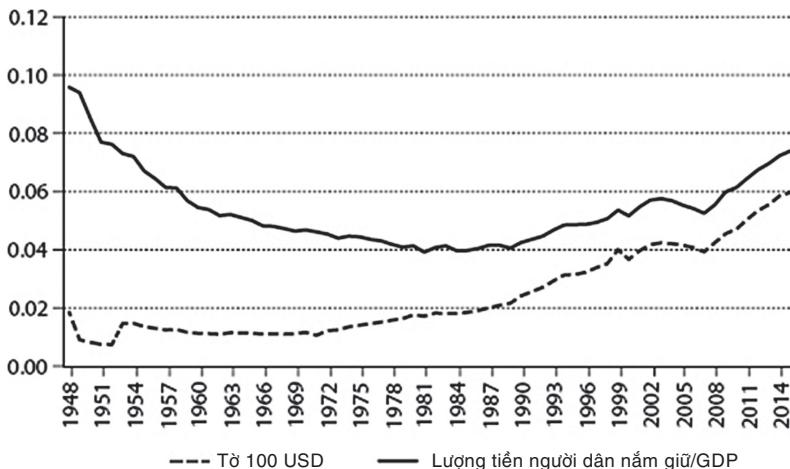
Nhiều yếu tố khác cũng góp phần gia tăng nhu cầu dành cho tờ 100 USD từ thập niên 1990, bao gồm tình trạng giảm lãi suất phổ biến và nhu cầu ngày càng tăng từ các thị trường mới nổi. Và sự thật là giá cả cũng đã liên tục tăng mạnh trong 25 năm qua. Nếu chúng ta dựa vào chỉ số giá tiêu dùng, tờ 100 USD năm 1990 có sức mua vào khoảng 180-190 USD trong năm 2016, mặc dù chỉ chủ yếu phục vụ việc tính toán cho sản phẩm mới, điều này có lẽ vẫn là một cách nói hơi cường điệu về giá trị của tờ

---

1. Tờ 10.000 đôla Xingapo vẫn lưu hành, nhưng Cơ quan tiền tệ Xingapo đã ngừng in tờ 10.000 đôla Xingapo mới vào năm 2014 như một động thái chống lại nạn rửa tiền. Rachel Armstrong, “Singapore to Stop Issuing \$10,000 Note to Prevent Money Laundering”, *Reuters*, ngày 02/7/2014. Có thể xem tại <http://www.reuters.com/article/singapore-regulations-idUSL4N0PD2M120140702>.

100 USD năm 1990, cao hơn nhiều so với hiện nay. Tuy nhiên, cách giải thích này cũng cần cân nhắc đến thực tế về sự bùng nổ công nghệ của các phương tiện giao dịch thay thế trong suốt sáu thập kỷ qua. Và cũng đừng quên một chi tiết nhỏ đó là phần lớn lượng tiền mặt đang lưu hành không hề được tính đến.

**Hình 3.1. Đồng đôla Mỹ/GDP giai đoạn 1948-2015**



Nguồn: Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis, Dữ liệu kinh tế của Cục Dự trữ Liên bang; Bộ Ngân khố Mỹ; IMF, Thống kê Tài chính quốc tế.

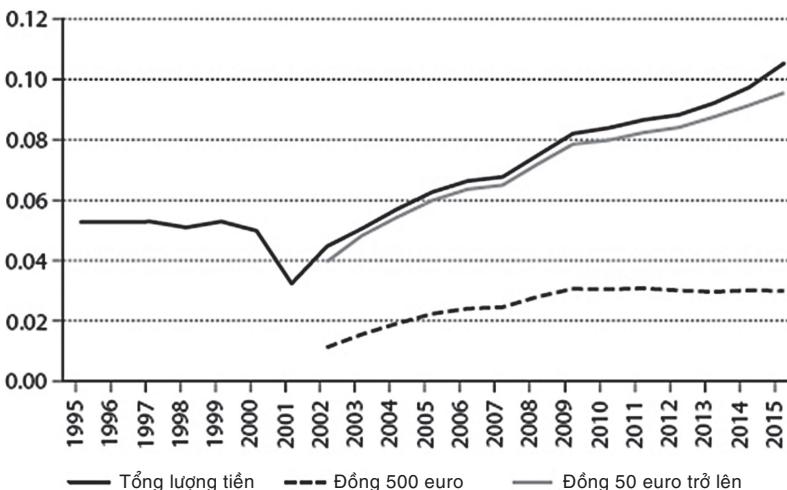
Diễn biến ở khu vực sử dụng đồng euro (khu vực đồng tiền chung châu Âu)<sup>1</sup> nhìn chung là tương đồng, mặc dù có

1. Tính đến cuối năm 2015, các quốc gia thành viên khu vực sử dụng đồng euro bao gồm Áo, Bỉ, Síp, Extônia, Phần Lan, Pháp, Đức, Hy Lạp, Ailen, Italia, Látvia, Lítva, Lúcxembua, Manta, Hà Lan, Bồ Đào Nha, Xlôvakia, Xlôvenia, và Tây Ban Nha.

một số khác biệt thú vị và hữu ích. Tiền mặt vốn đã được sử dụng rộng rãi trước khi đồng euro đầu tiên được lưu hành vào tháng 01/2002, mặc dù tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trên đầu người ở Đức và Áo cao gần gấp đôi ở Pháp và vẫn tồn tại cho đến nay. Hình 3.2 thể hiện tỷ lệ tiền mặt trên GDP trong khu vực sử dụng đồng euro từ năm 1995, khi đó tiền mặt mới chỉ chiếm hơn 5% GDP. Nhu cầu về tiền mặt giảm mạnh trong giai đoạn trước năm 2002, một phần vì người ta lo sợ về những khó khăn khi chuyển đổi số lượng lớn tiền cũ, trong đó có một phần nhỏ không thu hồi được. Nhưng kể từ đó, lượng nắm giữ tiền mặt vẫn tăng đều đặn, hiện tại đạt mức 10% GDP ở khu vực sử dụng đồng euro, cao hơn 1/3 so với tỷ lệ này ở Mỹ.

Để tránh việc xem nhẹ nhu cầu về đồng đôla Mỹ và euro vốn phổ biến ở các nước đang phát triển với những thách thức về việc kiểm soát tiền tệ, hãy lưu ý rằng tất cả các nước phát triển đều đã phát hành một lượng khổng lồ đồng tiền của họ. Tuy nhiên, không còn quốc gia và khu vực nào khác, ngoại trừ Thụy Sĩ và Hồng Kông của Trung Quốc (và có thể là Xingapo), dám khẳng định về một lượng cầu đáng kể đối với tiền giấy (hoặc tiền polyme) của họ ở nước ngoài. Trừ khi theo cách nào đó, nhu cầu nội địa của khu vực sử dụng đồng euro và Mỹ khác biệt hoàn toàn với các quốc gia khác có hệ thống tài chính và mức độ phát triển tương đương, có thể tự tin khẳng định một lượng lớn đồng đôla Mỹ và euro chắc chắn được nắm giữ trong nước (trên gác mái của những kẻ trốn thuế, ngăn tủ của những kẻ buôn ma túy, két sắt tầng hầm của các nhà thầu xây dựng, v.v.).

**Hình 3.2. Đồng euro/GDP**



\* Trước năm 2002 là tiền giấy cũ của quốc gia/GDP.

Nguồn: Ngân hàng Trung ương châu Âu.

Đồng yên hâu như không phổ biến bên ngoài Nhật Bản, mặc dù chắc chắn có một số lượng tiền trôi nổi quanh các điểm du lịch nổi tiếng của người dân Nhật Bản, chẳng hạn như sòng bạc ở Ma Cao hay câu lạc bộ golf ở Hawaii. Nhật Bản có tỷ lệ tiền mặt đang lưu hành trên GDP (gần 19%) cao hơn rất nhiều so với Mỹ và khu vực sử dụng đồng euro. Lượng nắm giữ tiền mặt trên đầu người của Nhật Bản lên đến hơn 6.600 USD, tương đương với 27.000 USD cho một gia đình bốn người. Đúng vậy, người ta có thể chỉ ra một số yếu tố giải thích cho lượng tiền mặt cao ở Nhật Bản như: tỷ lệ tội phạm thực (physical crime) thấp, hai thập kỷ lạm phát cực thấp và thói quen bảo thủ của một nước có dân

số ngày càng già<sup>1</sup>. Tuy nhiên, ở Nhật Bản vẫn còn tổ chức tội phạm Yazuka (mafia) cùng với hoạt động trốn thuế của chúng, và một lượng tiền mặt đáng kể gần như chắc chắn là do thế giới ngầm đó nắm giữ. Thật vậy, nhiều ước tính cho thấy nền kinh tế ngầm ở Nhật Bản lớn hơn ở Mỹ, như chúng ta sẽ phân tích điều này trong Chương 5. Lý do có thể là mâu thuẫn về tư tưởng ở Nhật Bản đối với việc các luật thuế nghiêm ngặt nên được thi hành như thế nào; một số học giả Nhật Bản cho rằng căn nguyên của vấn đề là cảng thẳng giữa việc Quốc hội Nhật Bản soạn thảo Luật thuế và việc các nhà quản lý thuế tìm cách giải nghĩa chúng<sup>2</sup>. Những cảng thẳng này không những được đề cập trong các tài liệu học thuật mà còn được minh họa trong các bộ phim

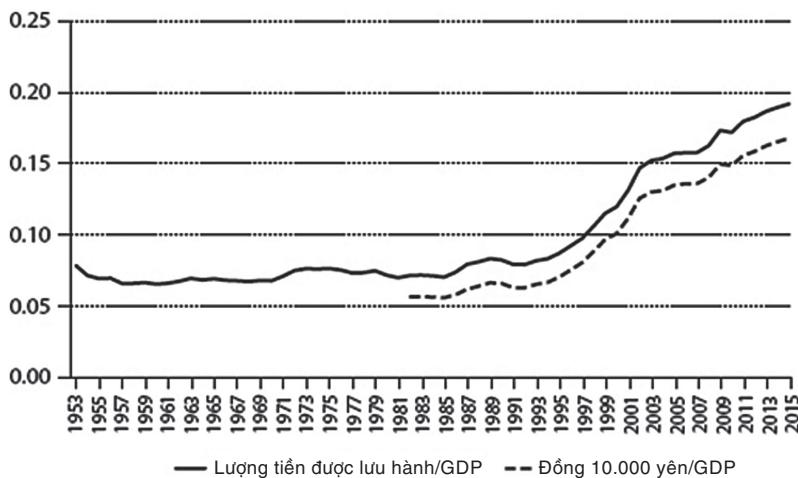
---

1. Thật vậy, Otani và Suzuki (2008) cho rằng, phần lớn lượng nắm giữ tiền mặt cao của Nhật Bản là do người già tích trữ, những người có thể lo ngại về tính ổn định của ngân hàng. Họ chỉ ra một thực tế là trong cùng thời kỳ sau năm 1990 khi lượng nắm giữ tiền mặt của Nhật Bản gia tăng đột biến, cũng có thể quan sát thấy lượng tiền gửi không kỳ hạn của người cao tuổi gia tăng đột biến. Nếu giả định rằng tỷ lệ tiền mặt trên tiền gửi không kỳ hạn là tương đối ổn định, thì nhu cầu tiền mặt cũng phải tăng theo. Nhật Bản là quốc gia có tỷ lệ tội phạm tương đối thấp, vì vậy việc cất giấu hàng chục nghìn đôla Mỹ tiền mặt được cho là an toàn hơn so với hầu hết quốc gia phương Tây, nhưng có vẻ như khá phi lý khi cho rằng chỉ riêng hai yếu tố này có thể giải thích cho phần lớn lượng tiền mặt trong lưu hành ở Nhật Bản, đặc biệt khi các nghiên cứu khác cho thấy quy mô của nền kinh tế ngầm Nhật Bản lớn hơn Mỹ.

2. Ví dụ, Okamura (1993).

Nhật Bản nổi tiếng, như *A Taxing Woman*<sup>1</sup>. Hình 3.3 cho thấy bước phát triển của đồng yên Nhật từ đầu thập niên 1950. Giống như ở Mỹ, nhu cầu tiền tệ bắt đầu tăng mạnh từ thập niên 1990 và tờ 10.000 yên chiếm tỷ lệ hơn 90% trên tổng lượng tiền mặt nắm giữ.

**Hình 3.3. Đồng yên Nhật/GDP**



Nguồn: Quỹ Tiền tệ quốc tế, Thống kê Tài chính quốc tế; Ngân hàng Nhật Bản.

Và không chỉ ở Nhật Bản, Hình 3.4 cho thấy tỷ lệ phát hành tiền mặt trên GDP ở một loạt các quốc gia. Trong số các quốc gia đứng đầu danh sách, không ngạc nhiên khi có đồng franc Thụy Sĩ và đồng đôla Hồng Kông của Trung Quốc,

1. *A Taxing Woman* là bộ phim Nhật Bản được phát hành năm 1987 của đạo diễn Juzo Itami, người cũng đạo diễn cho phần phim tiếp theo, *A Taxing Woman's Return*.

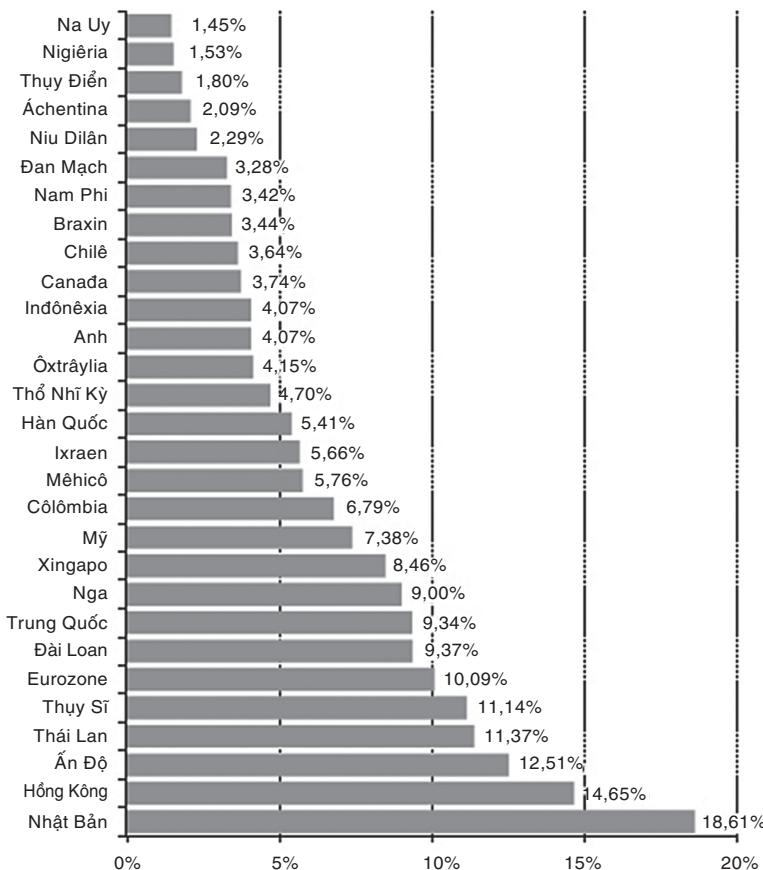
vì đây là hai đồng tiền quan trọng nhất bên cạnh đồng đôla Mỹ và euro trong giao dịch quốc tế. Các quốc gia có tỷ lệ tiền mặt trên GDP cực thấp bao gồm các quốc gia đã nỗ lực hành động loại bỏ tiền mặt (Na Uy, Thụy Điển và Đan Mạch) và các quốc gia có lạm phát cao, nơi mà việc nắm giữ tiền mặt rất tốn kém vì giá trị thực tế của chúng giảm rất nhanh. Tỷ lệ tiền mặt của Canada và Anh đều xấp xỉ bằng một nửa của Mỹ, một điểm mà chúng ta sẽ quay trở lại sau trong chương này<sup>1</sup>.

Hiện tượng tiền mệnh giá lớn chiếm hầu hết lượng tiền mặt cũng khá phổ biến, mặc dù phải tính đến cả thực tế khác biệt giữa các quốc gia trong việc lựa chọn phát hành những mệnh giá nào (Hình 3.5). Tôi đã đề cập hai đồng tiền có mệnh giá lớn là 500 euro và 1.000 franc Thụy Sĩ và tất nhiên là cả đồng tiền cũ 10.000 đôla Xingapo. Mệnh giá lớn nhất hiện lưu hành ở Canada là tờ 100 đôla Canada, nhưng trước năm 2000 vẫn tồn tại tờ 1.000 đôla Canada, chiếm hơn 1% lượng cung tiền mặt của nước này.

Có thể sẽ có người cho rằng, tờ tiền mệnh giá lớn nhất của Anh trị giá 50 bảng (tương đương khoảng 75 USD) sẽ thu hút một phần lớn nhu cầu về đồng bảng Anh, nhưng thực tế tỷ lệ này chỉ là dưới 20%.

---

1. Tỷ lệ tiền mặt/GDP trong Hình 3.4 sử dụng số liệu cuối năm và có thể thấp hơn một chút nếu sử dụng số liệu giữa năm, do khó có thể kiểm soát hết số liệu mang tính mùa vụ. Dù sao, đây cũng không phải là một vấn đề nghiêm trọng.

**Hình 3.4. Tỷ lệ tiền mặt /GDP năm 2015**

Nguồn: Ngân hàng Trung ương, Bản tin Thống kê quốc gia.

Hình 3.5 chỉ tính tỷ lệ của tiền mệnh giá lớn nhất đang lưu hành (trừ trường hợp Xingapo và Canada). Bảng 3.1 mở rộng định nghĩa tiền mệnh giá lớn bao gồm cả mệnh giá (xấp xỉ) 50 USD trở lên. Theo định nghĩa này, tỷ lệ tiền mệnh giá lớn tăng mạnh và chiếm hơn 80% lượng cung tiền mặt ở hầu hết các nước phát triển. Ở nhiều nước, tỷ lệ này là trên 90%.

Cuối cùng, nhằm cung cấp cho bạn đọc cái nhìn tổng quan về quy mô nắm giữ tiền mặt toàn cầu, Hình 3.6 thể hiện tỷ lệ tiền mặt trên đầu người ở một loạt các nước phát triển và nước có thu nhập trung bình. Cách so sánh này có thể hơi lệch lạc ở mức độ nào đó, vì chỉ số này có thể rất nhạy cảm với biến động của tỷ giá hối đoái (cần thiết để chuyển đổi đơn vị ngoại tệ thành đôla Mỹ) và cũng vì chúng ta đang so sánh các nước có thu nhập bình quân đầu người rất khác nhau. Tuy nhiên, việc so sánh quy mô của các lượng cung tiền tệ khác nhau bằng một mẫu số chung cũng tiết lộ nhiều điều.

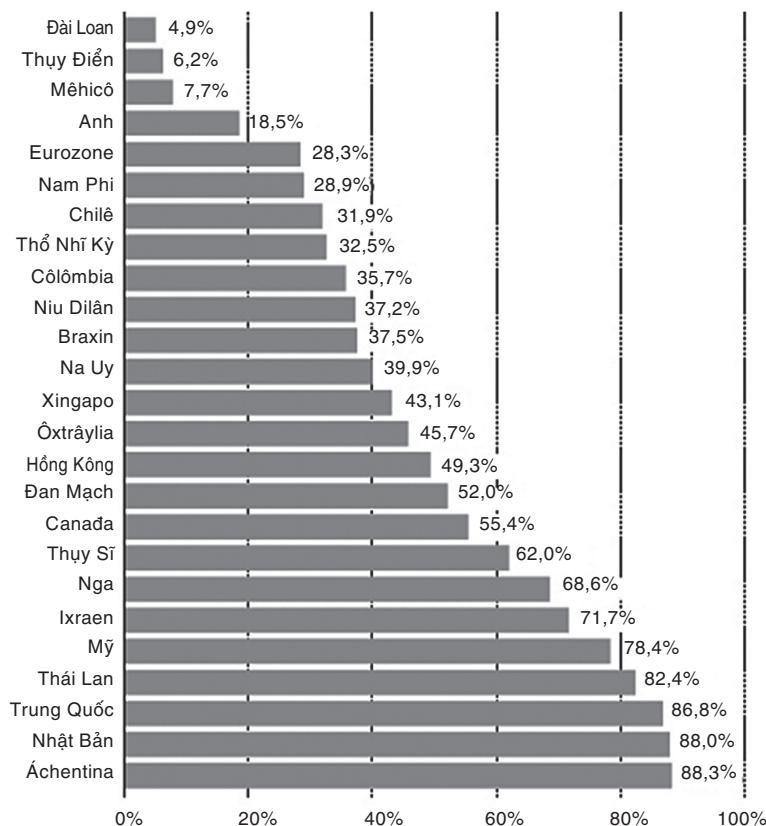
Thụy Sĩ đang dẫn đầu, với tỷ lệ tiền mặt trên đầu người cao hơn hai lần so với Mỹ. Hồng Kông (Trung Quốc) và Nhật Bản cũng cao hơn khoảng 50% so với Mỹ, trong khi tỷ lệ nắm giữ tiền mặt trên đầu người của khu vực sử dụng đồng euro cũng chỉ thấp hơn Mỹ một chút.

Nếu Khả Hân Hốt Tất Liệt nhìn thấy những con số trong chương này, có lẽ điều làm ông ngạc nhiên nhiều nhất không phải là đã có quá nhiều chính phủ bơm ra quá nhiều tiền giấy, mà đúng hơn là họ đã làm như vậy mà không tạo ra lạm phát khổng lồ. Toàn bộ những nhu cầu đó đến từ đâu? Một câu hỏi hiển nhiên là: có bao nhiêu tiền mặt đang được nắm giữ ở nước ngoài? Chúng ta sẽ quay trở lại câu hỏi thứ hai trong phần tiếp theo; câu trả lời ngắn gọn là lượng nắm giữ ở nước ngoài dường như chỉ đáng kể đối với một số đồng tiền nhất định và cũng chỉ có thể giải thích cho 50% tỷ lệ nắm giữ đôla Mỹ. Nhưng ngay cả đối với Mỹ, dường như lượng tiền mặt được nắm giữ trong nước vẫn còn rất lớn<sup>1</sup>.

---

1. Sprenkle (1993) quan sát thấy, ngay cả vào đầu thập niên 1990, các cuộc khảo sát đã chỉ ra rằng khoảng 80% nguồn cung tiền mặt vẫn chưa được thống kê.

**Hình 3.5. Tỷ lệ tiền mệnh giá lớn nhất trên tổng lượng cung tiền mặt**



Ghi chú: Dữ liệu trong năm 2015, trừ Chilé, Trung Quốc, Côlômbia, Hồng Kông (Trung Quốc), Nga, Xingapo, Nam Phi và Đài Loan (Trung Quốc) là năm 2014. Xingapo tính cả tờ tiền cũ 10.000 đôla Xingapo (không in từ năm 2014 nhưng vẫn lưu hành và chiếm 5,3% tổng lượng tiền mặt). Canada tính cả tờ tiền cũ 1.000 đôla Canada (ngừng in vào năm 2000 và hiện chiếm 1,2% tổng lượng tiền mặt). Tiền cũ của Thụy Điển là tờ 1.000 krona.

Nguồn: Bản tin Ngân hàng Trung ương; dữ liệu của Cơ quan Tiền tệ Xingapo.

**Bảng 3.1. Tỷ lệ tiền mệnh giá lớn được lưu hành  
theo quốc gia và vùng lãnh thổ<sup>7</sup>**

Quốc gia	Năm dữ liệu <sup>a</sup>	Tỷ lệ tiền mệnh giá lớn trên tổng tiền mặt được lưu hành <sup>b</sup> (%)	Mốc xác định tiền mệnh giá lớn <sup>c</sup>
Thụy Sĩ	2015	96,6	50
Ixraen	2015	94,8	100
Na Uy	2015	94,1	200
Nga	2014	93,5	1.000
Ôxtrâylia	2015	92,2	50
Nhật Bản	2015	91,1	5.000
Eurozone	2015	90,7	50
Xingapo	2014	90,6	50
Đài Loan (Trung Quốc)	2014	89,6	1.000
Áchentina	2015	88,3	100
Trung Quốc	2014	86,8	100
Braxin	2015	85,5	50
Nam Phi	2014	85,1	100
Mêhicô	2015	84,7	500
Mỹ	2015	84,2	50
Hồng Kông (Trung Quốc)	2014	83,4	500
Thái Lan	2015	82,4	1.000

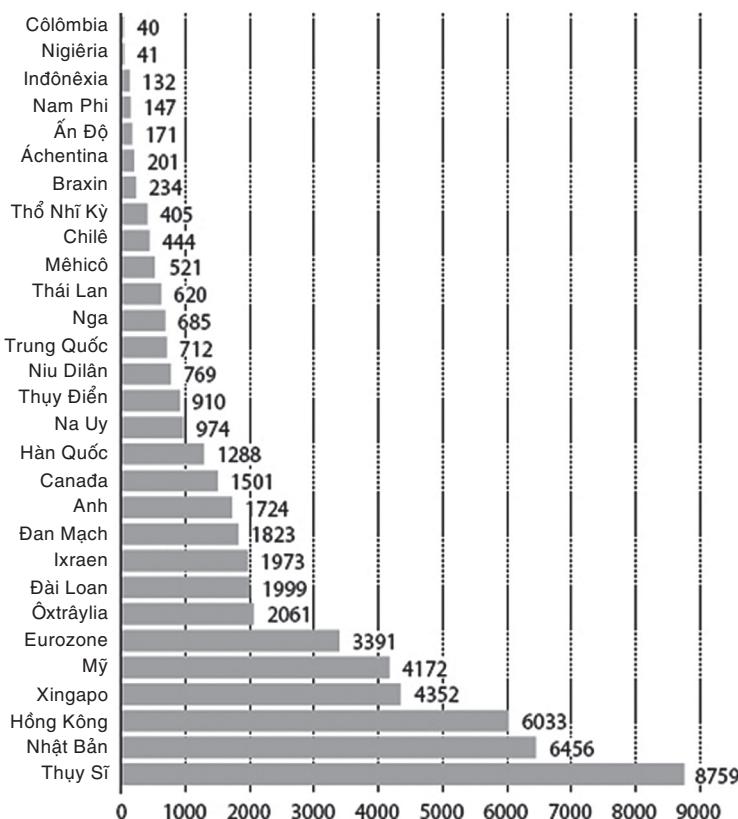
<i>Quốc gia</i>	<i>Năm dữ liệu<sup>a</sup></i>	Tỷ lệ tiền mệnh giá lớn trên tổng tiền mặt được lưu hành <sup>b</sup> (%)	Mốc xác định tiền mệnh giá lớn <sup>c</sup>
Thụy Điển	2015	79,2	500
Đan Mạch	2015	75,4	500
Canada	2015	71,3	50
Niú Dilân	2015	70,7	50
Anh	2015	68,6	20
Thổ Nhĩ Kỳ	2015	58,4	50
Côlômbia	2014	35,7	50.000
Chilê	2014	31,9	20.000

*Ghi chú:* a) Dữ liệu của năm gần nhất được lấy từ Bản tin của Ngân hàng Trung ương. Dữ liệu của Côlômbia, Đan Mạch, Hồng Kông (Trung Quốc), Na Uy, Thụy Sĩ, Đài Loan (Trung Quốc), Anh, Thụy Điển, Xingapo, Mêhicô, Ixraen và Trung Quốc là tiền mặt đang được lưu hành, không nhất thiết là tiền mặt bên ngoài kho tiền ngân hàng. Dữ liệu của Xingapo được lấy từ Cơ quan Tiền tệ Xingapo.

b) Tiền mệnh giá lớn được xác định là những tờ tiền có giá trị xấp xỉ 50 USD hoặc lớn hơn. Trường hợp của Anh, tờ 20 bảng được liệt kê nhằm mục đích minh họa, mặc dù giá trị tờ tiền này (xấp xỉ 30 USD) rõ ràng là dưới mốc. Trường hợp của Trung Quốc, bảng liệt kê tờ 100 nhân dân tệ, tờ tiền lớn nhất của nước này.

c) Các mục của Ôxtrâylia, Braxin, Canada, Nga, Nam Phi và Thổ Nhĩ Kỳ liệt kê tiền mặt được phát hành thay vì tiền lưu hành bên ngoài ngân hàng.

**Hình 3.6. Lượng nội tệ trên đầu người  
tính bằng đôla Mỹ**



*Ghi chú:* Tất cả dữ liệu tiền mặt đều tính đến hết năm 2015, trừ dữ liệu của Na Uy là năm 2014. Chuyển đổi theo tỷ giá hối đoái cuối năm 2015. Dữ liệu dân số được lấy từ cơ sở dữ liệu Triển vọng Kinh tế thế giới (World Economic Outlook). Dữ liệu tiền mặt như trong Hình 3.4.

### NĂM GIỮ TIỀN MẶT Ở NƯỚC NGOÀI

Không khó để tưởng tượng ra lý do khiến một đồng tiền gần như được chấp nhận trên toàn thế giới như đồng

đôla Mỹ được sử dụng rộng rãi ở nước ngoài<sup>1</sup>. Ở các nước có lịch sử bất ổn kinh tế vĩ mô, đồng đôla Mỹ là lựa chọn hấp dẫn thay thế cho đồng nội tệ không ổn định, mặc dù có thể tiềm ẩn một số rủi ro bị phát hiện và thu giữ. Tất nhiên, rất nhiều hoạt động thương mại phi pháp liên quan đến việc trao đổi đồng đôla Mỹ, nhưng ngay cả thương mại hợp pháp cũng có thể cần đến. Ví dụ, ở một số nước đang phát triển, do hệ thống ngân hàng quá yếu kém nên khó có thể kiểm được các khoản tín dụng ngắn hạn là huyết mạch của thương mại toàn cầu, vì vậy, các giao dịch thường diễn ra bằng tiền mặt<sup>2</sup>. Ở các quốc gia có nền kinh tế ngầm lớn (trốn thuế hoặc gian lận thuế), đồng đôla Mỹ được sử dụng làm phương tiện trao đổi và cất giữ giá trị. Tuy nhiên, việc tính toán các hiện tượng này rất khó khăn. Sẽ là vô cùng khó khăn để nói chính xác lượng tiền giấy rò rỉ ra khỏi biên giới Mỹ theo con đường không chính thức, hay ngược lại, cũng như tỷ lệ phần trăm trong lượng tiền mặt do Cục Dự trữ Liên bang chuyển ra nước ngoài sau đó quay trở lại Mỹ mà không bị phát hiện.

Đúng vậy, hầu hết quốc gia đều yêu cầu du khách quốc tế trình báo các khoản tiền mặt lớn khi nhập cảnh hay xuất

---

1. Các phần thảo luận xuất sắc về lý do tại sao đôla Mỹ có thể được sử dụng ở nước ngoài có trong Hellerstein và Ryan (2011) và Doyle (2001).

2. Antràs và Foley (2015) điều tra các giao dịch chi tiết của một nhà xuất khẩu cầm đồng lạnh lớn của Mỹ và nhận thấy gần như tất cả giao dịch đều không qua trung gian là các ngân hàng, một thực tế chủ yếu bắt nguồn từ hoạt động xuất khẩu sang các quốc gia có năng lực quản lý yếu kém.

cảnh. Ở Mỹ là từ 10.000 USD; ở Liên minh châu Âu là từ 10.000 euro. Với các tổ chức buôn bán ma túy, xuất khẩu tiền mặt từ Mỹ là một hoạt động rủi ro, đôi khi có thể tiêu tốn không kém gì nhập khẩu sản phẩm. Tuy nhiên, vẫn có hàng núi tiền mặt chảy qua biên giới, và thật khó để biết chắc chắn lượng tiền mặt không được ghi vào các tài khoản của chính phủ, đặc biệt là khi các khoản tiền dưới 10.000 USD không cần phải trình báo.

May mắn thay, như đã nói ở trên, tình trạng nắm giữ tiền mặt ở nước ngoài diễn ra phổ biến (nằm trong tổng lượng tiền mặt phát hành) chỉ là yếu tố quan trọng đối với đồng tiền của một vài quốc gia, trong đó có đồng đôla Mỹ, euro, đôla Hồng Kông<sup>1</sup> và đồng franc Thụy Sĩ. Đối với Thụy Sĩ, đáng chú ý là bên cạnh tình trạng nắm giữ franc Thụy Sĩ ở ngoài biên giới Thụy Sĩ, người nước ngoài cũng nắm giữ một lượng lớn đồng franc trong các kho tiền ngân hàng ở Thụy Sĩ. Tỷ lệ nội tệ trên GDP của các quốc gia khác cho phép chúng ta đổi chiếu với tình trạng nắm giữ đồng đôla Mỹ, đồng thời lý tưởng nhất là cố gắng kiểm soát một loạt các biến số, chẳng hạn như thuế suất và tỷ lệ phạm pháp (dường như tỷ lệ thuận với nhu cầu về tiền giấy) hay mức độ thâm nhập của thẻ tín dụng và thẻ ghi nợ (tỷ lệ nghịch)<sup>2</sup>.

---

1. Peng và Shi (2003) ước tính có 15-25% lượng tiền mặt của Hồng Kông được nắm giữ ở nước ngoài. Có thể dễ hình dung được lượng tiền mặt này còn tiếp tục tăng lên sau khi Hồng Kông liên kết sâu hơn với Trung Quốc đại lục.

2. Phương pháp này được sử dụng trong Rogoff (1998a). Doyle (2001) có lẽ nỗ lực áp dụng triệt để nhất phương pháp đổi chiếu nhiều quốc gia, trong đó sử dụng đối tượng so sánh là các quốc gia không có tiền tệ lưu hành quốc tế.

Ví dụ, Canada là quốc gia có nhiều điểm tương đồng với Mỹ, bao gồm hệ thống tài chính và các mệnh giá của đồng tiền. Như vậy, trên thực tế, tỷ lệ tiền mặt trên GDP của Canada chỉ bằng xấp xỉ một nửa so với Mỹ, 3,7% so với 7,4% (xem Hình 3.4), là hữu ích và phù hợp với dự đoán sơ bộ là khoảng một nửa số đôla Mỹ đang được nắm giữ ở nước ngoài. Tất nhiên, vẫn có một vài biến số quan trọng cần được kiểm soát. Ví dụ, Canada có mức thuế suất chính phủ cao hơn Mỹ. Nhưng Mỹ lại có tỷ lệ tội phạm cao hơn. Nhìn chung, vì lượng tiền mặt đang lưu thông ở Canada cũng ở mức thấp so với các quốc gia khác, việc sử dụng quốc gia này làm chuẩn đối chiếu có lẽ sẽ đưa ra một ước tính hơi dễ dặt về tỷ lệ tiền mặt nắm giữ trong nước của Mỹ.

### ***Ước tính lượng tiền mặt nắm giữ ở nước ngoài bằng dữ liệu nội bộ chính thức và các phương pháp khác***

Với quá nhiều rủi ro tiềm ẩn, cũng không có gì lạ khi Hội đồng Dự trữ Liên bang và Bộ Ngân khố Mỹ đã bỏ nhiều công sức và tài nghệ để hiểu rõ hơn về quy mô của nhu cầu đồng đôla Mỹ ở nước ngoài<sup>1</sup>. Để bạn đọc dễ hình dung về những thách thức và tính không chắc chắn, ở đây đề cập các phương pháp chính đã được thử nghiệm, trong đó tất cả đều là những ước lượng rất thô sơ và đòi hỏi những giả định cực đoan. Phương pháp đơn giản nhất là tận dụng các dữ liệu chính thức về giao dịch tiền mặt ở trong và ngoài nước.

---

1. Một phần thảo luận xuất sắc về các phương pháp thay thế có thể phân tích lượng nắm giữ nội tệ ở nước ngoài có trong Porter và Judson (1996).

Mỗi Ngân hàng Dự trữ Liên bang đều có dữ liệu về xuất khẩu ròng tiền mặt với các tổ chức nước ngoài (phần lớn lượng xuất khẩu đều đến từ văn phòng New York, nhưng các Ngân hàng Dự trữ ở Miami và Los Angeles cũng có nhu cầu nhất định). Chính phủ cũng có quyền truy cập dữ liệu hải quan, vì bất kỳ ai mang theo hơn 10.000 USD tiền mặt khi nhập cảnh hoặc xuất cảnh đều phải điền vào mẫu đơn hải quan. Nhờ việc cộng dồn các dòng tiền này theo thời gian, có thể tính toán gần đúng lượng tiền mặt ở nước ngoài. Dĩ nhiên, phương pháp này có những lỗ hổng lớn theo nghĩa đen. Yêu cầu trình báo hải quan có thể dễ dàng bị phớt lờ, trong khi tiền mặt được vận chuyển trái phép theo nhiều cách. Kẻ buôn lậu sử dụng một số kỹ thuật tương tự như vận chuyển ma túy để vận chuyển tiền mặt; chẳng hạn như cho “kẻ vận chuyển” nuốt chửng những gói tiền quần chặt để mang qua biên giới<sup>1</sup>. Việc kiểm tra người xuất cảnh cũng nhẹ nhàng hơn nhiều so với người nhập cảnh.

Tỷ lệ tiền mặt trên tiền xu của Canada cũng có thể được sử dụng để so sánh với Mỹ. Giả định quan trọng ở đây là tiền xu về cơ bản chỉ được sử dụng trong nước, và hầu như tất cả lượng tiền mặt được nắm giữ ở nước ngoài đều là tiền giấy.

---

1. Xem, ví dụ, Alexis Akwagyiram, “Suspected Smuggler Held in Nigeria for Swallowing \$111,000”, *Reuters*, ngày 18/9/2015 (có thể xem tại <http://af.reuters.com/article/nigeriaNews/idAFL5N11O2CE20150918>), hoặc Cesar Garcia, “Colombia Police Arrest Dollar Mule with \$38,500 in Stomach”, *Associated Press*, ngày 05/8/2015 (có thể xem tại <http://news.yahoo.com/colombia-police-arrest-dollar-mule-38-500-stomach-175625395.html>).

Giả sử người Canada có tỷ lệ nắm giữ tiền giấy trên tiền xu xấp xỉ với các cư dân Mỹ, và tờ đôla Canada chủ yếu chỉ được sử dụng ở Canada, thì có thể suy ra lượng tiền giấy mà cư dân Mỹ đang sử dụng. Nói cách khác, phương pháp này giả định mức chênh lệch mà tỷ lệ đôla Mỹ trên tiền xu cao hơn tỷ lệ đôla Canada trên tiền xu hoàn toàn là do nhu cầu ở nước ngoài.

Một phương pháp khác tiếp tục sử dụng Canada làm chuẩn đối chiếu và khai thác nhu cầu lớn về tiền mặt theo mùa. Mọi người có thể kỳ vọng rằng, nhu cầu ở nước ngoài sẽ biến động theo mùa ít hơn nhiều, đặc biệt là vào dịp Giáng sinh. Phương pháp phân tích theo mùa về cơ bản giả định rằng, nếu nhu cầu tiền mặt theo mùa vụ ở Mỹ nhỏ hơn tương đối so với ở Canada, phần chênh lệch chắc chắn là nhu cầu từ nước ngoài. Để minh họa đơn giản, giả sử nhu cầu tiền mặt ở Canada trung bình cao hơn 20% vào mùa Giáng sinh, nhưng ở Mỹ chỉ cao hơn 10%. Từ đó suy ra một nửa còn lại trong nhu cầu về đôla Mỹ phải đến từ nước ngoài. Cách suy luận này cũng có thể được kiểm tra chéo với các dữ liệu khác; ví dụ, nếu doanh số bán lẻ mùa Giáng sinh là tương đương giữa Canada và Mỹ, nhưng nhu cầu tiền mặt trong mùa ở Canada lại cao gấp đôi, đây sẽ là một bằng chứng xác thực. Áp dụng phương pháp phân tích theo mùa phức tạp hơn tưởng tượng. Trước hết, nhu cầu ở nước ngoài cũng có thể tăng vào dịp Giáng sinh (người giàu cũng có nhu cầu mua sắm), và lượng tích trữ tiền mặt trong nước ở Mỹ có thể cao hơn ở Canada. Bên cạnh đó, có những ngày quan trọng khác mà nhu cầu tiền mặt có thể tăng đột

biến (ví dụ như đợt hoàn thuế vào tháng 4), và cũng phải phân loại tăng trưởng theo xu hướng và biến động theo chu kỳ kinh doanh<sup>1</sup>.

Có lẽ cách tiếp cận tài tình nhất là phương pháp mà các nhà kinh tế của Cục Dự trữ Liên bang, Richard Porter và Ruth Judson, gọi là “phương pháp sinh trắc”<sup>2</sup>. Ý tưởng thông minh của họ là tận dụng những thay đổi của tờ đôla Mỹ theo thời gian, chẳng hạn như khi dải bảo mật được in lên tờ 100 USD vào năm 1990 và tờ 50 USD vào năm 1992. Cục Dự trữ Liên bang nắm rõ số lượng tiền giấy trong mỗi đợt phát hành, ví dụ, trước và sau khi có dải bảo mật. Nếu các Ngân hàng Dự trữ Liên bang địa phương nhận thấy một tỷ lệ lớn trong lượng tiền giấy quay về trụ sở của họ là loại tiền mới nhất, thì có thể suy ra một phần lớn tiền cũ đã di cư ra nước ngoài (cách tính này có chút phức tạp hơn, nhưng bản chất ở đây là vậy). Phương pháp này được đặt tên là phương pháp sinh trắc theo công trình của nhà sinh vật học Đan Mạch Carl Pederson. Cuối thế kỷ XIX, ông đưa ra ý tưởng đánh dấu một số lượng nhỏ cá hoặc chim và quan sát xem có bao nhiêu phần trăm cá hoặc chim bị bắt đã được đánh dấu. Tiếp theo, giả sử việc đánh dấu không ảnh hưởng gì đến khả năng sống sót hay bị bắt, quy mô của quần thể có thể được ngoại suy từ tỷ lệ này. Ví dụ, nếu 100 con chim trong quần thể được đánh dấu và 10% số chim sau đó bị bắt là chim đã được đánh dấu thì có thể suy

---

1. Porter (1993) và Porter và Judson (1996) giới thiệu cách tiếp cận mùa vụ; xem thêm Judson (2012).

2. Porter và Judson (1996); Judson (2012).

ra là cả quần thể số chim phải là 1.000 con. Cách áp dụng đó với tiền mặt cũng rất thông minh, bằng cách coi những thay đổi trong mẫu thiết kế tiền cũng giống như việc đánh dấu. Tuy nhiên, phương pháp này cần nhiều giả định. Ví dụ, phải giả định lượng tiền giấy không bị ảnh hưởng bởi việc tích trữ tiền mặt trong nước, điều có thể bị nhầm lẫn với lượng nắm giữ tiền mặt ở nước ngoài. Năm 1996, bằng phương pháp này, ban đầu Porter và Judson lập luận rằng, có 55-70% tổng số đôla Mỹ đang được nắm giữ ở nước ngoài, mặc dù trong những nghiên cứu gần đây hơn, ước tính của Judson nghiêng về con số 50% hơn<sup>1</sup>.

Về nguyên lý, phương pháp sinh trắc có thể được tinh chỉnh hơn nữa trong tương lai bằng cách tận dụng việc các loại máy phân loại tiền mặt đời mới có thể trích xuất số seri của các tờ tiền; điều này thậm chí còn dễ dàng hơn đối với loại tiền polymé mới bền hơn và dễ đọc hơn. Thông tin trên số seri sẽ cho phép các ngân hàng trung ương một ngày nào đó tính toán chi tiết vòng đời của từng tờ tiền từ khi chúng bước vào đến khi ra khỏi hệ thống tài chính. Với thông tin chi tiết về số seri, những phương pháp sinh trắc phức tạp và tinh vi hơn sẽ là điều khả thi.

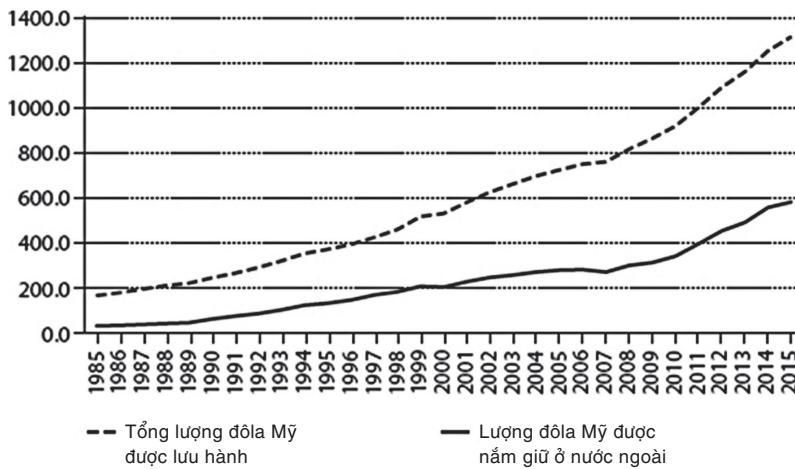
Vậy làm cách nào có thể kết hợp tất cả phương pháp này? Vào đầu những năm 2000, một nhóm công tác hỗn hợp bao gồm các đại diện đến từ Bộ Ngân khố Mỹ, Cục Dự trữ Liên bang và Cơ quan Mật vụ Mỹ đã nỗ lực giải quyết

---

1. Mặc dù Judson (2012) ước tính tỷ lệ nắm giữ đồng đôla Mỹ ở nước ngoài là 50%, nhưng bà cho rằng tỷ lệ này có phần còn cao hơn đối với tờ 100 USD.

câu hỏi này. Nhóm công tác này cũng khai thác các báo cáo thực tế từ các nhóm đặc biệt được cử tới 40 quốc gia được cho là sử dụng một lượng lớn đôla Mỹ (ví dụ như Nga và Áchentina). Nhóm công tác đã phỏng vấn các cơ quan thẩm quyền và quan chức ngân hàng, sau đó tiến hành các cuộc khảo sát riêng. Báo cáo chính thức của họ kết luận rằng, khoảng 60% số đôla Mỹ được nắm giữ ở nước ngoài vào thời điểm đó, mặc dù họ cũng thận trọng kèm theo khoảng sai số chuẩn khá lớn cho ước tính này<sup>1</sup>. Vẫn còn tương đối nhiều tranh luận về con số chính xác, mặc dù hầu hết ước tính đang dần thống nhất ở mức xấp xỉ 50%<sup>2</sup>.

**Hình 3.7. Lượng nắm giữ đôla Mỹ ở nước ngoài  
(tính bằng tỷ USD)**



Nguồn: Hội đồng Thống đốc của Cục Dự trữ Liên bang.

1. Bộ Ngân khố Mỹ (2006).

2. Judson (2012), Rogoff (1998a).

Cục Dự trữ Liên bang cũng công bố một dự đoán chính thức về lượng nắm giữ đôla Mỹ ở nước ngoài; loạt báo cáo này được minh họa trong Hình 3.7<sup>1</sup>. Khác với ước tính của nhóm công tác giữa ba cơ quan đề cập ở trên, đây là loạt báo cáo được cập nhật thường xuyên, mặc dù dựa trên những thông tin hạn chế hơn nhiều. Mảng dữ liệu trung tâm là luồng tích lũy ròng tờ 100 USD từ một số Ngân hàng Dự trữ Liên bang được cho là có nhu cầu lớn từ các tổ chức nước ngoài (chủ yếu là Cục Dự trữ Liên bang New York). Năm 2015, con số ước tính là 582 tỷ USD, chiếm 44% tổng lượng cung tiền mặt.

### ***Nhu cầu về đồng euro ở ngoài khu vực***

Cũng đã có một số công trình tương tự về khu vực sử dụng đồng euro (Eurozone), mặc dù không sâu rộng đến thế. Ví dụ, Seitz (1995), từng làm việc tại Ngân hàng Bundesbank của Đức từ trước khi đồng euro ra đời, đã sử dụng Áo làm đối tượng đối chiếu để so sánh với nhu cầu về đồng mác Đức (DM), gần tương tự như cách chúng ta đã thảo luận về việc sử dụng Canada làm đối tượng đối chiếu cho Mỹ. Seitz đã đi đến kết luận, có lẽ 40% đồng mác Đức đang được nắm giữ bên ngoài nước Đức. Thật thú vị, các nghiên cứu gần đây hơn cũng cho thấy các con số ước tính tương đương về tỷ lệ

---

1. Tình hình nắm giữ đồng đôla Mỹ ở nước ngoài trong Hình 3.7 tương ứng với ấn phẩm Z.1 (Dòng tiền) của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ, bảng S9a, dòng 95.

đồng euro được nắm giữ ngoài Eurozone<sup>1</sup>. Dường như, phần lớn nhu cầu về đồng euro là đến từ các thành viên của Liên minh châu Âu nhưng chưa sử dụng đồng tiền này, bao gồm khu vực Trung Âu và Vương quốc Anh.

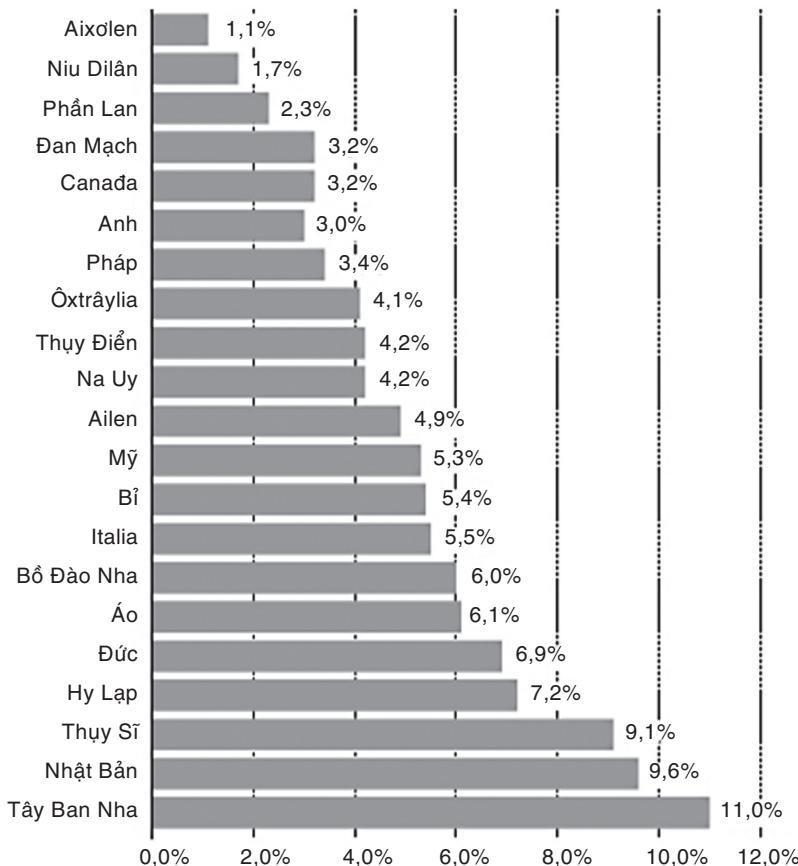
Một thực tế ủng hộ quan điểm về một tỷ lệ đáng kể đồng euro đang được nắm giữ trong khu vực đó là lượng nắm giữ tiền mặt ở các quốc gia ngoại vi (the periphery) trong khu vực sử dụng đồng euro vốn đã cao từ trước khi đồng euro xuất hiện và thói quen thì thay đổi chậm chạp (những thói quen như che giấu thu nhập với chính phủ). Trước đồng euro, mặc Đức là đồng ngoại tệ được lựa chọn ở Đông Âu và Trung Âu. Tuy nhiên, như thể hiện trong Hình 3.8, tỷ lệ nội tệ trên GDP ở Tây Ban Nha và Hy Lạp cao hơn ở Đức và cũng khá cao ở Italia, Bỉ và Bồ Đào Nha, so với các quốc gia khác. Không có bằng chứng nào cho thấy các tờ tiền peseta của Tây Ban Nha, drachma của Hy Lạp, hay lira của Italia được sử dụng rộng rãi ở nước ngoài vào giữa thập niên 1990. Hambi ý ở đây là nhu cầu trong nước đối với đồng nội tệ tương đối yếu vốn đã khá lớn ở tất cả quốc gia ngoại vi trong châu Âu, ngay cả trước khi người dân được tiếp cận với đồng euro

---

1. Fischer, Köhler và Seitz (2004). Trong một nỗ lực gần đây, dựa trên một phương pháp rất khác, Ngân hàng Trung ương châu Âu thực hiện khảo sát sau cuộc khủng hoảng tài chính (Ngân hàng Trung ương châu Âu, 2011) và thu được các ước tính gần như tương tự, cho thấy nhu cầu về euro trong nền kinh tế nội địa hợp pháp có thể chiếm khoảng 1/3 tổng lượng tiền giấy euro trong lưu hành. Cuối cùng, Bartzsch, Rosl và Seitz (2011) quan sát lượng tiền giấy euro do Bundesbank phát hành và nhận thấy 40-55% được nắm giữ bên ngoài các quốc gia thuộc khu vực sử dụng đồng euro.

hấp dẫn hơn nhiều. Do thói quen về tiền mặt thay đổi chậm chạp, nên dường như một giả định hợp lý ở đây là: một nửa số euro, thậm chí có thể là một tỷ lệ lớn hơn nhiều, đang lưu thông trong khu vực sử dụng đồng euro.

**Hình 3.8. Tiền mặt/GDP năm 1995  
ở các nền kinh tế phát triển**



Nguồn: Rogoff (1998a); IMF, Thống kê Tài chính quốc tế; Bản tin Ngân hàng Trung ương.

Việc khu vực sử dụng đồng euro có nhu cầu sử dụng tiền mặt trong khu vực cao hơn Mỹ không phải điều đáng ngạc nhiên, bởi lẽ thuế suất ở đây cao hơn và ở nhiều khu vực, quy định cũng nghiêm ngặt hơn. Ở các nước phía Nam, như Italia, còn có một truyền thống lâu đời về tỷ lệ trốn thuế và tham nhũng cao hơn. Đúng vậy, người Đức và người Áo thích sử dụng tiền mặt, nhưng như chúng ta sẽ thấy, đó không phải là câu chuyện chính ở đây.

Chúng ta sẽ nói nhiều hơn về việc sử dụng tiền mặt hợp pháp và phi pháp trong Chương 4 và Chương 5.

## *Chương 4*

# **VIỆC NẮM GIỮ TIỀN MẶT TRONG NỀN KINH TẾ NỘI ĐỊA, HỢP PHÁP, NỘP THUẾ**

Mặc dù tỷ lệ tiền mặt trên tổng giá trị chi tiêu đang giảm đều trong nền kinh tế hợp pháp, nhưng vẫn được sử dụng rộng rãi cho các giao dịch nhỏ. Tiền mặt thuận tiện và không giống thẻ tín dụng, bạn không phải lo lắng về việc số tài khoản bị đánh cắp. Các giao dịch thanh toán được thực hiện ngay lập tức và tiền mặt hầu như được chấp nhận ở mọi nơi. Hầu hết mọi người đều sử dụng tiền mặt ở một mức độ nào đó, và ở một số quốc gia như Mỹ, nhiều người nghèo và thu nhập thấp phụ thuộc rất nhiều vào tiền mặt. Khi chúng ta xem xét đề xuất cụ thể của tôi về việc loại bỏ tiền mặt, có những lý do chính đáng để tiến hành với tốc độ chậm, giữ lại tiền mệnh giá nhỏ để lưu hành trong thời gian dài (nếu không phải là vô thời hạn), và sử dụng một phần trong khoản thu thuế ròng tăng lên từ việc loại bỏ tiền mặt để hoàn thành tiếp cận dịch vụ tài chính toàn diện (ví dụ như cung cấp miễn phí thẻ ghi nợ cơ bản hay thậm chí là điện thoại thông minh cho người có thu nhập thấp).

Ngay cả như vậy, khi xem xét kỹ lưỡng bằng chứng về tình hình sử dụng tiền mặt trong các giao dịch hợp pháp, sẽ đặc biệt khó khăn để biết được ai là người nắm giữ tất cả (giả sử) các lượng tiền mặt có mệnh giá 50 USD và 100 USD; tuy nhiên chắc chắn không phải là người nghèo. Mọi người có thể sử dụng tiền mặt thường xuyên, nhưng liệu có bao nhiêu phần trăm trong lượng cung tiền mặt khổng lồ của thế giới đang thực sự lưu hành trong nền kinh tế nội địa hợp pháp?

## CÁC DOANH NGHIỆP VÀ NGÂN HÀNG NẮM GIỮ BAO NHIÊU TIỀN MẶT?

Nhìn chung, các doanh nghiệp quản lý tiền mặt rất hiệu quả và do đó có thể chỉ chiếm một phần nhỏ trong tổng số tiền mặt lưu hành. Một số nghiên cứu từ thập niên 1990 ước tính rằng vốn tiền mặt tài trợ ban đầu (seed cash) của các cơ sở bán lẻ (ví dụ như trong máy tính tiền) chiếm chưa đến 2% tổng lượng tiền mặt đang lưu hành, và có lẽ còn vài phần trăm đang vận chuyển đến các ngân hàng tại một thời điểm bất kỳ<sup>1</sup>. Do xu hướng giảm mạnh tiền mặt sử dụng cho các giao dịch bán lẻ trung bình và lớn trong 20 năm qua, tỷ lệ này chỉ có thể giảm thêm.

Tiền mặt trong kho tiền ngân hàng, thậm chí tính cả tiền mặt trong máy ATM, cũng không giải thích được nhiều cho lượng nắm giữ tiền mặt lớn đến kinh ngạc<sup>2</sup>. Trước hết,

---

1. Porter và Judson (1996); Sumner (1990).

2. Tất nhiên, các quy ước và định nghĩa giữa các quốc gia là khác nhau; xem bảng số liệu từ các nguồn của ngân hàng trung ương, nhưng quy mô nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp và ngân hàng cũng vẫn tương đối nhỏ ở các nước phát triển.

lượng tiền mặt trong kho tiền là không đáng kể so với tổng lượng cung tiền mặt. Tính đến giữa tháng 02/2016, lượng đôla Mỹ trong kho tiền ngân hàng và máy ATM là 75 tỷ USD<sup>1</sup>, tương đương khoảng 5% lượng tiền mặt trong lưu thông được ghi nhận. Tuy nhiên, trong số 75 tỷ USD này, 61 tỷ USD được coi là dự trữ bắt buộc và thậm chí không tính vào lượng tiền mặt trong lưu thông nêu trong Chương 3<sup>2</sup>.

### **NGƯỜI TIÊU DÙNG NẮM GIỮ BAO NHIÊU TIỀN MẶT?**

Nếu như nền kinh tế hợp pháp lý đang sử dụng một tỷ lệ đáng kể lượng tiền mặt trong lưu thông được ghi nhận, thì chúng cũng không nằm trong máy tính tiền hoặc kho tiền ngân hàng mà nằm trong ví tiền và ống tiền tiết kiệm của người tiêu dùng.

Phần lớn thông tin về nắm giữ tiền mặt của người tiêu dùng trong nền kinh tế hợp pháp đến từ các cuộc điều tra khảo sát do các ngân hàng trung ương tiến hành trong những năm gần đây, trong đó sử dụng các kỹ thuật phức tạp nhưng chọn mẫu tương đối nhỏ. Điểm chủ đạo cơ bản rút ra từ những nghiên cứu này là lượng tiền mặt mà người tiêu dùng thừa nhận đang nắm giữ có thể chiếm khoảng

---

1. Cục Dự trữ Liên bang công bố bản H3 bảng 2, có thể xem tại <http://www.federalreserve.gov/releases/h3/current/>.

2. Mặc dù có khác biệt nhỏ về kế toán giữa các quốc gia, nhưng tiền mặt trong lưu thông nhìn chung không bao gồm lượng tiền mặt tại kho bạc và các ngân hàng trung ương và dự trữ bắt buộc. Bennett và Peristiani (2002) lưu ý rằng vì dự trữ bắt buộc được phép tính cả tiền mặt trong máy ATM, nên yêu cầu này với ngân hàng là hầu như không ràng buộc.

5-10% tổng lượng cung tiền mặt<sup>1</sup>. Chúng ta sẽ bắt đầu với Mỹ và sau đó xem xét châu Âu và Canada.

## Mỹ

Hai nguồn dữ liệu quan trọng về năm giữ tiền mặt của người tiêu dùng ở Mỹ là “Khảo sát về lựa chọn thanh toán của người tiêu dùng” và “Nhật ký về lựa chọn thanh toán của người tiêu dùng”<sup>2</sup>. Tài liệu đầu tiên là khảo sát thường niên do Cục Dự trữ Liên bang tiến hành, trong đó tận dụng những người tham gia khảo sát “American Life Panel” của Tập đoàn RAND. Tài liệu thứ hai là dự án nhật ký người tiêu dùng (người tiêu dùng được yêu cầu viết nhật ký, gần giống như nhật ký Nielsen để xếp hạng chương trình truyền hình). Đây là một mô tả chi tiết hơn về năm giữ tiền mặt của người tiêu dùng, nhưng đến giờ chỉ mới cập nhật đến

---

1. Mức cao nhất phù hợp với ước tính của “Khảo sát về lựa chọn thanh toán của người tiêu dùng năm 2013” (Schuh và Stavins 2015, chú thích 25), cụ thể là nếu tính cả những phần năm giữ tiền mặt rất lớn, thì từ năm 2008 đến 2013, tổng lượng tiền mặt do người tiêu dùng nắm giữ chiếm trung bình 18,2% trong tổng lượng tiền mặt ước tính được nắm giữ trong nước (không bao gồm ước tính lượng nắm giữ ở nước ngoài). Xem thêm Feige (2012a,b). Tất nhiên, như cuộc khảo sát thừa nhận, không cách nào có thể chắc chắn rằng lượng tiền mặt được những người tham gia khảo sát báo cáo sẽ đều tham gia vào các hoạt động hợp pháp hoàn toàn tuân thủ thuế.

2. Phương pháp khảo sát và nhật ký cung cấp nhiều thông tin nhưng cần được xem xét thận trọng, vì chúng dựa trên mẫu nhỏ và tiềm ẩn rất nhiều vấn đề về báo cáo. Ví dụ, “Khảo sát về lựa chọn thanh toán của người tiêu dùng” của Mỹ năm 2013 (Ngân hàng Dự trữ Liên bang Boston 2013) có 2.089 người trả lời; đây là một con số đáng kể nhưng vẫn nhỏ so với mức độ đa dạng của nền kinh tế Mỹ.

tháng 10/2012<sup>1</sup>. Tuy nhiên, nhật ký mô tả này đặc biệt có giá trị, vì ngoài việc trả lời các câu hỏi về tổng số tiền mặt được mang theo người (trong ví hoặc túi) và trong tài sản (nhà và xe hơi), những người tham gia cũng được hỏi về mệnh giá của những tờ tiền mà họ giữ. Tất nhiên, cũng còn thấy rõ những vấn đề với cả hai phương pháp khảo sát và nhật ký, nhưng dù gì, đây vẫn là những nguồn dữ liệu săn có tốt nhất.

Cả hai cách tiếp cận - khảo sát thường niên và nhật ký mô tả chi tiết một lần duy nhất - đều cho thấy rằng, người tiêu dùng chỉ thừa nhận nắm giữ một phần nhỏ trong tổng lượng tiền mặt, chắc chắn không phải con số 4.200 USD/người tính trên tất cả mệnh giá, cũng không phải 3.400 USD/người khi chỉ tính tờ 100 USD. Ví dụ, trong cuộc khảo sát thường niên năm 2012, những người tham gia cho biết trung bình họ giữ 46 USD tiền mặt (bỏ qua các giá trị ngoại lai) với số trung vị là 25 USD. Những người tham gia nhật ký tháng 10/2012 ghi nhận lượng tiền mặt trung bình mỗi người nắm giữ cao hơn một chút (56 USD, số trung vị 22 USD)<sup>2</sup>. Tổng lượng nắm giữ tiền mặt được ghi nhận, bao gồm cả trong tài sản, là 250 USD.

Các cuộc khảo sát thường niên, với nỗ lực theo dõi một nhóm tương đối ổn định và thống nhất, mang lại lợi thế là cho phép chúng ta quan sát các xu hướng. Kết quả cho thấy,

---

1. Xem Ngân hàng Dự trữ Liên bang Boston (2012). Trang web của Cục Dự trữ Liên bang Boston cập nhật Nhật ký về lựa chọn của người tiêu dùng năm 2015, nhưng vẫn chưa có kết quả vào thời điểm viết cuốn sách này.

2. Greene và Schuh (2014, chú thích 14).

song song với tổng lượng tiền mặt trong lưu thông, lượng năm giữ tiền mặt được ghi nhận có xu hướng tăng lên và tăng mạnh kể từ cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008. Tổng lượng năm giữ tiền mặt được ghi nhận (trong người và xung quanh nhà) tăng trung bình 100 USD từ năm 2008 đến 2012, nhưng sau đó giảm 20 USD vào năm 2013, năm gần nhất có số liệu.

Do đó, tỷ lệ nắm giữ tiền mặt của người tiêu dùng chiếm khoảng 6-7% tổng lượng tiền mặt trong lưu thông, hoặc 12-14% lượng tiền mặt ước tính được nắm giữ trong nước, có lẽ chủ yếu là cho các hoạt động hợp pháp, tuân thủ nghĩa vụ thuế và quy định. Những con số này sẽ cao hơn một chút nếu tính cả các giá trị ngoại lai của khảo sát, mặc dù không có cách nào để biết “những người có tiền” thực sự sử dụng tiền mặt của họ như thế nào. “Những người có tiền” dùng tiền mặt để trả cho người giúp việc một mức lương thấp hơn, tránh các quy định và thuế an sinh xã hội, hay thuê người di cư không có giấy phép lao động? Dù thế nào, nếu tính cả “những người có tiền”, thì tỷ lệ này có lẽ cũng chỉ tăng lên mức 10% tổng tiền mặt trong lưu thông<sup>1</sup>. Với cả hai trường hợp, một lượng lớn đôla Mỹ trong lưu thông sẽ không thể lý giải được bằng các cuộc khảo sát người tiêu dùng.

---

1. Tôi cảm ơn Scott Schuh và David Huang của Cục Dự trữ Liên bang Boston đã sử dụng cơ sở dữ liệu khảo sát người tiêu dùng để tính toán được tổng lượng nắm giữ tiền mặt của người tiêu dùng (tính tất cả số người trả lời) chiếm trung bình 9,2% tổng lượng tiền mặt lưu thông từ năm 2008-2014, mặc dù con số này chỉ là 6,7% vào năm 2014.

Rõ ràng, nếu người tiêu dùng chỉ đang nắm giữ một tỷ lệ nhỏ trong tổng tiền mặt đang lưu thông, thì họ cũng không thể nắm giữ tờ 100 USD trong lưu thông với tỷ lệ nào cao hơn, vì tờ 100 USD chiếm đến gần 80% tổng giá trị tiền mặt ở Mỹ. Tuy nhiên, một câu hỏi thú vị ở đây là người tiêu dùng thông thường có bao giờ sử dụng đến chúng không và ở mức độ nào. Câu trả lời dường như chỉ là “một chút”, vừa đủ để nhà bán lẻ không thể chắc chắn 100% rằng, tờ 100 USD mà khách hàng muốn thanh toán là có được từ hoạt động phi pháp hay trốn thuế.

Theo khảo sát nhật ký tháng 10/2012, có 5,2% người tiêu dùng Mỹ ghi nhận có ít nhất một tờ 100 USD trong tài sản của họ. Trong số những người tiêu dùng mang theo người từ 400 đến 699 USD, có 2/3 số người cầm ít nhất một tờ 100 USD. Các nhà kinh tế của Cục Dự trữ Liên bang đã diễn giải dữ liệu này như cách nhấn mạnh việc người Mỹ vẫn coi trọng tờ 100 USD<sup>1</sup> là có thể vì để tránh phải mang theo nhiều tờ 20 USD. Có lẽ vậy, nhưng việc chỉ ra rằng cứ 20 người trưởng thành thì có 1 người mang theo một tờ 100 USD không hề giải thích được tại sao không phải tất cả mọi người đều giữ tối thiểu 34 tờ 100 USD, chưa kể các tờ tiền nhỏ hơn<sup>2</sup>.

---

1. Greene và Schuh (2014).

2. Cuộc khảo sát nhật ký năm 2012 không hỏi về mệnh giá của các tờ tiền được nắm giữ trong nhà chứ không phải trong người, và có thể là tờ 100 USD chiếm tỷ lệ nắm giữ cao hơn. Tuy nhiên, nếu tính cả những tờ 100 USD nắm giữ trong nhà thì cũng chẳng giải thích được là bao cho việc những tờ 100 USD nằm ở đâu, vì tổng lượng tiền mặt được báo cáo vẫn chỉ là một phần nhỏ của lượng cung tiền, bất kể là mệnh giá nào.

## ***Châu Âu và Canada***

Còn các quốc gia khác thì sao? Lôgích cơ bản cho các doanh nghiệp và ngân hàng là như nhau: chúng chỉ chiếm một tỷ lệ khá khiêm tốn trong tổng tiền mặt được lưu thông. Nếu một tỷ lệ lớn tiền mặt được giải thích bằng lượng nắm giữ cho các mục đích giao dịch hợp pháp, thì chỉ có thể là từ người tiêu dùng. Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB) đã tiến hành một vài khảo sát mà lát nữa chúng ta sẽ phân tích, nhưng trước tiên chúng ta chuyển sang một dự án thú vị, trong đó 7 ngân hàng trung ương tìm cách cân đối hài hòa các kết quả từ việc khảo sát người tiêu dùng một lần duy nhất để thu được dữ liệu chéo có thể so sánh giữa các quốc gia<sup>1</sup>. Thông điệp chính tương tự như những gì chúng ta đã biết từ Mỹ: nhu cầu tiền mặt tiêu dùng không đáng là bao so với lượng cung tiền mặt hiện có. Bảng 4.1 ước tính “lượng tiền mặt

---

1. Bagnall và các tác giả khác (2014) xem xét các nghiên cứu nhật ký gần đây từ bảy quốc gia khác nhau: Canada (2009), Ôxtrâylia (2011), Áo (2011), Đức (2011), Hà Lan (2011), Pháp (2011) và Mỹ (2012). Các tác giả đã hết sức nỗ lực hài hòa các phương pháp để thu thập và phân tích dữ liệu của họ sao cho có thể so sánh các kết quả chính xác nhất (biết rằng có một số khác biệt giữa các quốc gia trong năm khảo sát). Mặc dù mô hình khảo sát nhật ký là như nhau giữa các quốc gia và quá trình hài hòa số liệu tương đối kỹ lưỡng, nhưng bạn đọc cần biết rằng việc so sánh chính xác vẫn có nhiều khó khăn, và các khảo sát nhật ký đòi hỏi chi tiết tỉ mỉ từ những người tham gia vốn đã có nhiều hạn chế ngay từ đầu.

mang theo người”, với số liệu điều chỉnh theo đôla Mỹ bằng tỷ giá sức mua tương đương<sup>1</sup>.

Bảng 4.1 khẳng định Áo và Đức là các quốc gia sử dụng nhiều tiền mặt, trong khi Pháp gần tương tự như Mỹ. Con số này chỉ bao gồm tiền mặt mang theo người mà không có tiền mặt trong tài sản. Giả sử tỷ lệ của hai con số này của Áo và Đức so với Mỹ là ngang nhau, tổng tiền mặt (quy đổi từ euro) sẽ là 500-600 USD ở Đức và 285-340 USD ở Pháp, không thể đủ để giải thích cho lượng nắm giữ tiền mặt bình quân đầu người (và nhớ rằng khảo sát này chỉ tính người trưởng thành).

**Bảng 4.1. Lượng tiền mặt trung bình trong ví  
của người tiêu dùng**

	Ôxtrâylia	Áo	Canada	Pháp	Đức	Hà Lan	Mỹ
Trung bình	59	148	64	70	123	51	74
Số trung vị	32	114	38	30	94	28	37

*Ghi chú:* Các giá trị được chuyển đổi sang đôla Mỹ bằng tỷ giá điều chỉnh theo sức mua tương đương.

*Nguồn:* Bagnall và các tác giả khác: Tóm tắt khảo sát nhật ký người tiêu dùng quốc tế được cân đối hài hòa, 2014.

1. Tỷ giá sức mua tương đương nhằm mục đích chuyển đổi số lượng danh nghĩa của các đồng tiền khác nhau thành một mẫu số chung, trong đó có tính đến các cấu trúc giá cả khác nhau trong mỗi nền kinh tế. Ví dụ, ý tưởng ở đây là so sánh sức mua thực sự mà người tiêu dùng ở các quốc gia khác nhau đang mang theo ví hoặc túi xách của họ.

Tiếp theo chúng ta chuyển sang các cuộc khảo sát thông thường hơn, mà, như trong trường hợp của Mỹ, dường như cho kết quả tương tự với các cuộc khảo sát nhặt ký. Ví dụ, trong một khảo sát năm 2008 về sử dụng và nắm giữ tiền mặt tiêu dùng, ECB nhận thấy lượng nắm giữ tiền mặt tương đối nhỏ, với 57% người tham gia ghi nhận họ chỉ giữ đủ tiền mặt cho các giao dịch ngắn hạn. Chưa đến 3% số người tham gia ghi nhận nắm giữ 1.000 - 5.000 euro tiền mặt, và 0,5% người ghi nhận nắm giữ hơn 10.000 euro. Khảo sát thất bại trong việc lý giải tất cả tờ euro mệnh giá cao trong lưu thông. Chỉ có 1/4 số người tham gia ghi nhận sở hữu một tờ 200 hoặc 500 euro ít nhất một lần mỗi năm; ở Pháp và Hà Lan thì chỉ có chưa đến 10%<sup>1</sup>.

Bên cạnh khảo sát hộ gia đình, ECB cũng tiến hành khảo sát ở doanh nghiệp. Kết hợp hai khảo sát, ECB kết luận rằng, các cá nhân và các công ty nắm giữ khoảng 100 tỷ euro trong tổng số 750 tỷ euro tiền mặt đang lưu thông tính đến cuối năm 2008<sup>2</sup>. Do đó, cũng như với Mỹ, phần lớn nhu cầu về tiền giấy euro không thể được lý giải bằng lượng nắm giữ tiền mặt trong nước hợp pháp.

Điểm chủ đạo quan trọng rút ra từ cuộc khảo sát là tiền mệnh giá cao hầu như chắc chắn đang trôi nổi bên ngoài nền kinh tế hợp pháp, tuân thủ đầy đủ nghĩa vụ thuế.

---

1. Khảo sát năm 2008 được ghi chép trong ECB (2011).

2. Kho tiền ngân hàng báo cáo lượng tiền mặt là 60 tỷ euro.

Với những tiến bộ trong công nghệ giao dịch thay thế, tiền mệnh giá cao cùng lầm cững chỉ còn là những vết tích, thậm chí có thể còn tệ hơn nhiều.

## **SỬ DỤNG TIỀN MẶT TRONG NỀN KINH TẾ NỘI ĐỊA HỢP PHÁP**

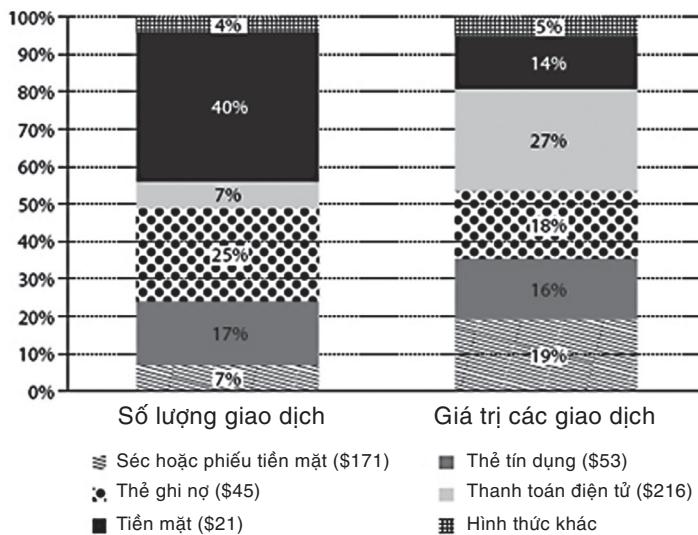
Sử dụng là một khái niệm rất khác với nắm giữ. Giả sử người tiêu dùng chi 50 USD tiền mặt mỗi ngày và sau đó bổ sung lại số tiền đó từ máy ATM. Như vậy, cô ấy sẽ chi 1.500 USD mỗi tháng cho giao dịch tiền mặt, mặc dù cô ấy chỉ nắm giữ 50 USD mỗi lần. Lượng nắm giữ tiền mặt trong nền kinh tế hợp pháp tuy nhỏ nhưng không nhất thiết hàm ý vai trò của tiền mặt là không quan trọng.

Trái ngược với dữ liệu hạn chế về người nắm giữ tiền mặt, dữ liệu về sử dụng tiền mặt lại rất phong phú. Thật vậy, có hàng loạt thông tin chi tiết về những công nghệ giao dịch mà người tiêu dùng sử dụng, đặc biệt với hoạt động bán lẻ. Một lần nữa, Mỹ lại là một ví dụ thích hợp để bắt đầu nghiên cứu, mặc dù còn rất nhiều lĩnh vực của công nghệ giao dịch hiện đại mà Mỹ vẫn chưa bắt kịp.

Các nghiên cứu nhật ký và khảo sát người tiêu dùng Mỹ có nhiều chi tiết quan trọng về phân loại các giao dịch tiêu dùng qua các phương tiện khác nhau, bao gồm tiền mặt, séc, thẻ ghi nợ, thẻ tín dụng, thanh toán điện tử và thanh toán di động. Như minh họa trong Hình 4.1, kết quả cơ bản là các giao dịch tiền mặt chiếm 40% số lượng giao dịch, nhưng lại chỉ chiếm 14% giá trị. Tương tự, séc và tài khoản

thanh toán điện tử được sử dụng khá ít, nhưng lại lần lượt chiếm 19% và 27% tổng giá trị giao dịch, vì giá trị thanh toán trung bình của các phương tiện này (phân ngoặc đơn trong hình) lớn hơn nhiều. Thẻ thanh toán (ghi nợ và tín dụng) chiếm 42% số lượng giao dịch, và 34% giá trị.

**Hình 4.1. Các khoản thanh toán theo loại công cụ**



Nguồn: Bennett và các tác giả khác (năm 2014); Ngân hàng Dự trữ Liên bang Boston, Nhật ký lựa chọn thanh toán tiêu dùng năm 2012.

Tương tự, Hình 4.2 cho thấy tiền mặt được sử dụng cho 2/3 các giao dịch từ 10 USD trở xuống, nhưng được sử dụng ít hơn 15% cho các giao dịch từ 100 USD trở lên.

Nghiên cứu được cân đối hài hòa về nhật ký người tiêu dùng của 7 quốc gia được thảo luận trước đó trong

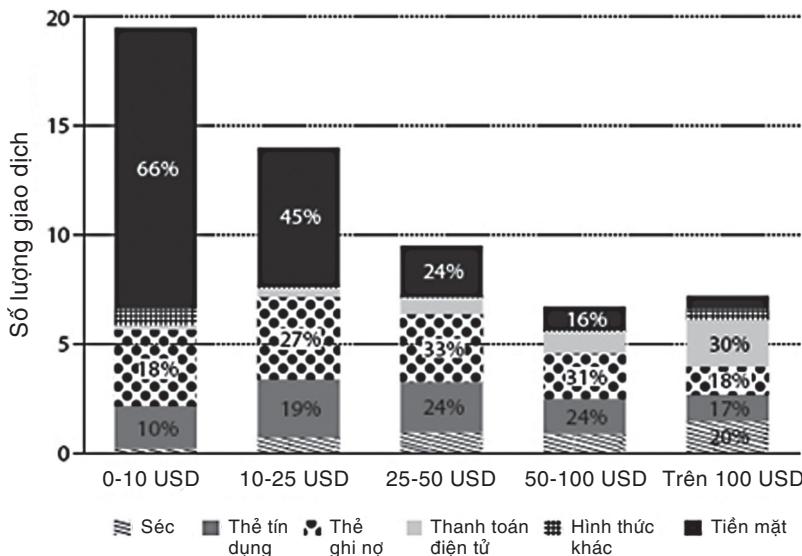
Chương này<sup>1</sup> cho thấy những kết quả gần như tương tự với châu Âu và Canada. Đến nay, tiền mặt là phương tiện thanh toán phổ biến nhất trong 1/4 các giao dịch nhỏ nhất, nhưng dần trở nên kém quan trọng cho các khoản thanh toán lớn hơn.

Các kết quả này cũng phù hợp với kết quả khảo sát của ECB năm 2008 về sử dụng tiền mặt ở các nước thuộc khu vực sử dụng đồng euro, thể hiện trong Bảng 4.2. Đối với các giao dịch nhỏ (dưới 20 euro), tiền mặt là phương tiện được ưa chuộng ở mọi quốc gia, dao động từ 91% giao dịch ở Đức và Italia đến 65% ở Hà Lan. Đối với các giao dịch rất lớn (hơn 10.000 euro), tiền mặt vẫn chỉ được sử dụng cho trung bình 4% giao dịch, mặc dù Áo là trường hợp ngoại lệ ở mức 10%. Đối với các khoản mua sắm có giá trị giao dịch là 200-1.000 euro, người tham gia khảo sát ghi nhận sử dụng tiền mặt cho 20% số giao dịch, mặc dù đối với Áo, Italia và Tây Ban Nha, tiền mặt được sử dụng khoảng 30% số giao dịch (lưu ý rằng Italia và Tây Ban Nha là hai nước thường kén tuân thủ nghĩa vụ thuế). Dù thế nào, tỷ lệ các khoản mua sắm lớn bằng tiền mặt gần như chắc chắn đã giảm kể từ khảo sát năm 2008 vì thẻ ghi nợ đã được sử dụng rộng rãi hơn, và một số quốc gia đã bắt đầu đặt ra nhiều hạn chế mạnh hơn đối với thanh toán bằng tiền mặt (như chúng ta sẽ thấy trong Bảng 5.1).

---

1. Bagnall và các tác giả khác (2014).

**Hình 4.2. Các khoản thanh toán bằng đồng đôla Mỹ  
của người tiêu dùng**



Nguồn: Bennett và các tác giả khác (năm 2014); Ngân hàng Dự trữ Liên bang Boston, Nhật ký lựa chọn thanh toán tiêu dùng năm 2012.

**Bảng 4.2. Tỷ lệ người tham gia luôn luôn  
(hoặc thường xuyên) sử dụng tiền mặt cho  
các khoản mua sắm khác nhau theo quốc gia**

Đơn vị: %

Khoản mua sắm trung bình	Bỉ	Đức	Tây Ban Nha	Pháp	Italia	Lúc-xăm-bua	Hà Lan	Áo	Trung bình
Dưới 20 euro (báo, bánh mì)	84	91	90	80	91	77	65	82	87

30-100 euro (nhiên liệu, hang tạp hóa)	48	69	64	15	77	27	20	60	55
200-1.000 euro (quần áo, đồ đặc)	18	21	30	3	31	10	8	29	20
Trên 10.000 euro (ô tô mới)	5	4	6	0	4	3	4	10	4

Nguồn: Khảo sát hộ gia đình về việc sử dụng tiền mặt của Ngân hàng Trung ương châu Âu (thực hiện năm 2008).

ECB lập luận rằng, mặc dù có đủ các phương tiện thanh toán thay thế, một số công dân của khu vực sử dụng đồng euro vẫn thích dùng tiền mặt cho các khoản thanh toán rất lớn, ví dụ như mua ô tô. ECB gợi ý rằng, điều này có thể là do những hạn chế về hạn mức thanh toán thẻ. Đây dường như là một lập luận kém thuyết phục và thiếu chắc chắn về lý do mọi người thích tiền mặt hơn chuyển tiền điện tử hay séc ngân hàng lạc hậu cho các khoản mua sắm lớn một lần như vậy. Khả năng thuyết phục hơn là do có chênh lệch lớn giữa các khoản thanh toán được ghi nhận và trên thực tế, ví dụ như khi tiền mặt được sử dụng để xử lý nhanh việc nộp thuế giá trị gia tăng (GTGT) cực kỳ cao ở châu Âu.

### DỮ LIỆU MÁY QUÉT TỪ CÁC GIAO DỊCH BÁN LẺ

Một cách tiếp cận mới hơn để hiểu được sở thích của người tiêu dùng đối với tiền mặt xuất phát từ việc sử dụng dữ liệu máy quét từ các cửa hàng bán lẻ. Dữ liệu máy quét

có những hạn chế riêng, vì chỉ nắm bắt một khía cạnh của việc sử dụng tiền mặt. Tuy nhiên, lợi thế của dữ liệu máy quét là cho phép người nghiên cứu trích xuất dữ liệu từ số lượng lớn các giao dịch mà không phải phụ thuộc vào độ tin cậy của người tham gia khảo sát. Các nhà kinh tế học Zhu Wang và Alexander Wolman của Ngân hàng Dự trữ Liên bang Richmond đã xem xét dữ liệu máy quét từ một nhà bán lẻ lớn có mặt tại một số tiểu bang, với hầu hết cửa hàng nằm ở các khu vực thu nhập thấp<sup>1</sup>. Họ phát hiện rằng, giá trị giao dịch trung bình là rất nhỏ (7 USD), và tiền mặt hầu như là phương tiện được lựa chọn, chiếm khoảng 80% giao dịch. Dữ liệu của họ không xác định mệnh giá của các tờ tiền được sử dụng; có lẽ chỉ một tỷ lệ nhỏ các giao dịch tiền mặt này là bằng mệnh giá lớn, như tờ 50 USD hoặc 100 USD. Tuy nhiên, mặc dù tiền mặt thống trị các cửa hàng bán lẻ cho người thu nhập thấp, tỷ lệ này vẫn đang giảm, và các nhà nghiên cứu của Cục Dự trữ Liên bang ước tính rằng, nó sẽ tiếp tục giảm thêm 2,5% mỗi năm trong tương lai gần.

Dữ liệu máy quét nhấn mạnh đặc tính chia hai nhánh (mệnh giá lớn và mệnh giá nhỏ) của nhu cầu về tiền mặt, khi các hộ gia đình thu nhập thấp vẫn phụ thuộc rất nhiều vào tiền mệnh giá nhỏ cho các khoản mua sắm bằng tiền mặt. Nhiều khách hàng tại các cửa hàng này không có tài

---

1. Wang và Wolman (2014).

khoản ngân hàng, thẻ tín dụng hay thẻ ghi nợ (8,7% người tiêu dùng Mỹ không có tài khoản ngân hàng)<sup>1</sup>. Chúng ta sẽ phải tính đến vấn đề chia hai nhánh này khi thiết kế bất kỳ kế hoạch loại bỏ tiền mặt nào. Tuy nhiên, một lần nữa, điều này chỉ ra thực tế là nhu cầu về tiền mệnh giá lớn có khác biệt về lượng so với tiền mệnh giá nhỏ.

Cuối cùng, người ta thường lập luận rằng giao dịch tiền mặt ở mức trung bình thì nhanh hơn, mặc dù điều này không rõ ràng. Về vấn đề này, một chuyên gia kinh tế khác của Cục Dự trữ Liên bang, Elizabeth Klee, cũng sử dụng dữ liệu máy quét của các cửa hàng tạp hóa và nhận thấy thẻ ghi nợ và giao dịch tiền mặt gần như tốn thời gian bằng nhau; thẻ tín dụng tốn nhiều thời gian hơn và séc thì lâu hơn đáng kể<sup>2</sup>. Tuy nhiên, theo thời gian, có thể dự đoán rằng mọi lợi thế của tiền giấy như nhanh chóng hoặc thuận tiện đều sẽ tiêu tan hoặc trở nên vô hiệu. Nghiên cứu của Klee, xuất bản năm 2008, không đề cập công nghệ điện thoại di động, mà đến giờ có thể nhanh hơn tương đối so với tiền mặt<sup>3</sup>. Ngoài ra, việc nhiều người công nhận tính thuận tiện hiển nhiên của tiền mặt mà chưa tính đến thời gian sắp xếp ví tiền mỗi ngày, chưa kể đến thời gian các cửa hàng bán lẻ đếm và xử lý tiền mặt, v.v.<sup>4</sup>.

---

1. Greene và Schuh (2014, tr.29).

2. Klee (2008).

3. Ủy ban Dự trữ Liên bang (2014).

4. Điểm này cũng được Warwick nêu ra (2015).

Nhìn chung, kết quả nghiên cứu cho thấy: (1) nền kinh tế hợp pháp chỉ nắm giữ một phần nhỏ trong tổng lượng nắm giữ tiền mặt và (2) vẫn còn nhu cầu cao đối với tiền mệnh giá nhỏ để sử dụng trong các giao dịch bán lẻ, dù cho nhu cầu này dường như đang dần giảm nhẹ theo thời gian, đặc biệt khi việc sử dụng thẻ ghi nợ đang gia tăng<sup>1</sup>.

---

1. Amromin và Chakravorti (2009) phân tích dữ liệu từ 13 nền kinh tế phát triển trong giai đoạn 1983-2003 và nhận thấy nhu cầu về tiền giấy mệnh giá nhỏ giảm xuống khi thẻ ghi nợ và dịch vụ gom hàng bán lẻ được sử dụng nhiều hơn. Tuy nhiên, họ cũng nhận thấy việc sử dụng thẻ ghi nợ nhiều hơn không ảnh hưởng lớn đến nhu cầu về tiền giấy mệnh giá cao.

## *Chương 5*

# **NHU CẦU TIỀN MẶT TRONG NỀN KINH TẾ NGÀM**

**V**ậy là chúng ta đã có kết luận rằng, một phần lớn nguồn cung tiền mặt trên thế giới đang trôi nổi trong nền kinh tế ngầm, nhưng chính xác thì điều đó có ý nghĩa gì? Nền kinh tế ngầm gồm hàng loạt các hoạt động phi pháp ngang nhiên, như buôn bán ma túy, tống tiền, hối lộ, buôn bán người và rửa tiền. Nhưng nó cũng bao gồm cả những người bình thường - rất nhiều người trong số họ - sử dụng tiền mặt khi cần thiết, ví dụ như, thuê người trông trẻ hoặc thợ sơn, để chỉ phải trả mức chi phí thấp hơn và tránh các yêu cầu báo cáo phiền hà. Và nó chắc chắn bao gồm cả các doanh nghiệp nhỏ có nhiều tiền mặt muốn thanh toán bằng tiền mặt để có thể báo cáo doanh thu thấp hơn thực tế cho cơ quan thuế. Ở một số quốc gia, như Mỹ, nền kinh tế ngầm đóng vai trò quan trọng đối với các doanh nghiệp tiết kiệm chi phí bằng cách thuê người nhập cư bất hợp pháp với mức lương thấp, cho phép họ bỏ ra chi phí thấp hơn so với các công ty thuê lao động hợp pháp.

Có thể lập luận rằng, trong tất cả ví dụ này, nếu không có tiền mặt, tội phạm và những kẻ trốn thuế đơn giản là sẽ tìm một cách thức khác. Nhưng nói thì dễ hơn làm, đặc biệt là với các công ty và doanh nghiệp tội phạm quy mô lớn thường xuyên báo cáo doanh thu thấp hơn thực tế.

Đúng là có nhiều phương thức khác, nhưng so với tiền mặt, chúng không an toàn cho việc sử dụng thường xuyên với số lượng lớn và nói chung là có tính lỏng<sup>1</sup> kém hơn. Không có nhiều nơi để bạn có thể đổi viên kim cương thô hoặc đồng xu bằng vàng lấy tiền mặt và các đại lý được cấp phép cũng phải tuân thủ các yêu cầu về việc báo cáo. Đúng vậy, tội phạm vẫn sẽ tiếp tục tồn tại dù có hay không có tiền mặt, nhưng vì nhiều lý do rất hợp lý, tiền mặt là phương tiện trao đổi được ưa chuộng trong nền kinh tế ngầm và nền kinh tế ngầm chiếm một tỷ lệ đáng kể trong nhu cầu tiền mặt.

### **SỬ DỤNG TIỀN MẶT TẠO ĐIỀU KIỆN CHO VIỆC TRỐN THUẾ**

Phần nắm giữ và sử dụng tiền mặt lớn nhất trong nền kinh tế ngầm nội địa có thể bắt nguồn từ các cư dân thuộc mọi loại đối tượng (như công dân, chủ thẻ xanh, người thuê lao động nhập cư bất hợp pháp), những người chủ yếu tham gia các hoạt động hợp pháp nhưng lại tránh nộp thuế, các quy định hoặc hạn chế về thuê lao động. Thực ra, đa phần họ thực hiện hành vi trốn thuế khi có thời cơ, vì họ biết rằng bằng cách sử dụng tiền mặt, họ có thể ít bị phát hiện hơn. Các bằng chứng khảo sát ủng hộ quan điểm là những cá nhân này coi sai phạm về thuế là trái đạo đức nhưng vẫn giữ ý kiến cho rằng, nếu luật pháp không dễ thực thi, thì chúng cũng có thể mềm dẻo<sup>2</sup>. Các vấn đề về đạo đức thực sự phức tạp; không ai muốn sống trong một xã hội mà mọi

---

1. Tính lỏng là khả năng mua hoặc bán một tài sản trên thị trường với mức giá phản ánh giá trị thực tế của tài sản (*BT*).

2. Ví dụ, xem bằng chứng khảo sát và phần thảo luận trong Morse, Karlinsky và Blackman (2009).

quy tắc và quy định dù là nhỏ đều được thi hành một cách cứng nhắc. Chế độ như vậy là không thích hợp với nhận thức của hầu hết mọi người về ý nghĩa của một xã hội thực sự dân chủ.

Tuy nhiên, một số sai phạm không hề nhỏ hay vô hại đến vậy. Mức độ trốn thuế, như chúng ta sẽ thấy ngay, là thực sự nghiêm trọng và tạo ra thứ mà các nhà kinh tế tài chính công gọi là vấn đề “công bằng theo chiều ngang”. Khi một số người không nộp thuế trên thu nhập thực tế, điều đó có nghĩa là những người khác - ví dụ như những công dân tuân thủ pháp luật có thu nhập trước thuế tương đương - sẽ phải nộp nhiều hơn. Tương tự, nếu một số công ty sử dụng các khoản thanh toán bằng tiền mặt để tránh các quy định chống ô nhiễm trong khi các công ty khác không làm như vậy, điều đó sẽ tạo ra lợi thế cạnh tranh không công bằng và dĩ nhiên gây ảnh hưởng xấu đến môi trường. Khi các nhà thầu xây dựng sử dụng tiền mặt để thuê lao động nhập cư bất hợp pháp với mức lương thấp, họ gây bất lợi cho cả người lao động trong nước và các công ty xây dựng khác chỉ thuê lao động hợp pháp và công khai toàn bộ các khoản thanh toán. Ngoài những hàm ý về phân phối thu nhập, việc trốn thuế cũng cản trở tính hiệu quả của hệ thống thuế<sup>1</sup>. Điều đó có nghĩa là gì? Nếu các doanh nghiệp có nhiều tiền mặt có thể tránh thuế dễ dàng hơn, thì rất nhiều khoản đầu tư sẽ thuộc về họ, so với các doanh nghiệp khác có lợi nhuận trước thuế cao hơn nhưng lợi nhuận sau thuế thấp hơn. Tình trạng lêch lạc không mấy hiệu quả này sẽ phát sinh nếu bất kỳ ngành nào có được thêm các khoản miễn giảm thuế không chính đáng.

---

1. Slemrod (2016).

Một lần nữa chúng ta lại bắt đầu với nước Mỹ, vì có sẵn nhiều dữ liệu hơn so với hầu hết quốc gia khác. Nguồn dữ liệu quan trọng đến từ một chương trình kiểm toán thuế ngẫu nhiên chuyên sâu, trong đó Sở Thuế vụ (IRS) chọn tên một người bất kỳ để kiểm tra kỹ lưỡng mọi vấn đề và chi tiết trong tờ khai thuế của họ<sup>1</sup>. Rõ ràng điều này gây khó chịu cho người bị kiểm toán. Tuy nhiên, bất kỳ ai từng nghiên cứu về tài chính công đều biết rằng, không có phương pháp nào khác thay thế hiệu quả cho các thử nghiệm đánh giá ngẫu nhiên để thu được số liệu thống kê có ý nghĩa mà không bị tác động bởi những thiên kiến trong việc chọn mẫu. IRS đã sử dụng các cuộc kiểm toán chuyên sâu này, kết hợp với một loạt các thông tin khác (ví dụ như điều tra về các cách thức trốn thuế của những người có thu nhập cao) để đưa ra ước tính chung về các khoản thuế chưa thanh toán. Trong năm 2006, năm gần nhất được báo cáo, IRS đã phát hiện ra “khoảng cách thuế” - phần chênh lệch giữa thuế tự nguyện nộp và thuế phải nộp - là 450 tỷ USD. Phần này bao gồm việc trốn thuế ở nhiều ngành nghề khác nhau, trong đó có báo cáo thu nhập doanh nghiệp, thu nhập tiền lương và thu nhập cho thuê thấp hơn thực tế<sup>2</sup>. Trong số 450 tỷ USD, IRS dự kiến sẽ thu hồi 65 tỷ USD, khi đó khoảng cách thuế ròng sẽ là 385 tỷ USD. Nói cách khác, khoảng 14% thuế liên bang ước tính năm 2006, tương đương 2,7% GDP năm 2006, sẽ không được thanh toán<sup>3</sup>.

---

1. Xem một phần mô tả cụ thể về phương pháp của IRS trong Brown và Mazur (2003). Đợt kiểm toán chính thức bắt đầu với Chương trình đo lường tuân thủ thuế, sau đó chuyển thành Chương trình nghiên cứu quốc gia phần nào ít xâm phạm hơn.

2. Sở Thuế vụ (2012a,b).

3. Slemrod (2007, 2016).

Cho đến nay, cách thức trốn thuế phổ biến nhất là việc báo cáo thu nhập doanh nghiệp thấp hơn thực tế của các cá nhân thực hiện phần lớn các giao dịch của họ bằng tiền mặt. Vấn đề này mở rộng ra cả những cá nhân hoạt động như các công ty hợp danh hoặc công ty nhỏ. Nhìn chung, các chủ doanh nghiệp nhỏ thường báo cáo chưa đến một nửa thu nhập của họ, góp phần tạo ra 52% khoảng cách thuế. Do GDP danh nghĩa đã tăng khoảng 30% kể từ năm chuẩn cuối cùng của IRS (năm 2006) và giả định rằng mức độ trốn thuế đã tăng tương ứng với GDP (mặc dù có vẻ khá thận trọng, với thực tế là mức thuế suất biên gia tăng đáng kể và quy mô của nền kinh tế ngầm nhìn chung là phát triển trong khi tốc độ tăng trưởng sụt giảm), điều này sẽ dẫn đến khoảng cách thuế ròng năm 2015 là 500 tỷ USD chỉ riêng với thuế liên bang. Thật vậy, một phần của khoảng cách này là từ các天堂 đường thuế (ví dụ như Caribbean hoặc Panama), có lẽ khoảng 10-20%<sup>1</sup>. Nhưng phần lớn việc trốn thuế còn lại bắt nguồn từ các khu vực không có sẵn thông tin của bên thứ ba<sup>2</sup>, mà tất nhiên sẽ loại trừ thanh toán bằng séc, thẻ tín dụng và những phương tiện tương tự. Điều đó có nghĩa là, trong phần còn lại của khoảng cách thuế, một phần lớn (ít nhất là 50% và có thể nhiều hơn) xuất phát từ các khu vực sử dụng nhiều tiền mặt<sup>3</sup>.

---

1. Xem Zucman (2015) và Cebula và Feige (2012). Tài liệu thứ hai sử dụng phương pháp kinh tế lượng dựa trên nhu cầu tiền mặt và các yếu tố khác, và kết luận tỷ lệ không tuân thủ cao hơn một chút là 18-19%.

2. Xem Slemrod (2016).

3. Mặc dù Sở Thuế vụ cũng hết sức nỗ lực ước tính khoảng cách thuế, nhưng tất nhiên khoảng cách thuế chính xác vẫn rất thiếu chắc chắn; xem Văn phòng Tổng thanh tra Ngân khố về quản lý thuế (2013).

Ở Mỹ, thuế tiểu bang chiếm khoảng 36% thuế liên bang và thuế địa phương thêm vào 27% (do đó tổng thuế tiểu bang và địa phương chiếm khoảng 2/3 nguồn thu thuế liên bang)<sup>1</sup>. Vì vậy, nếu tính cả mức độ trốn thuế tiểu bang và địa phương, có lẽ mức độ trốn thuế ước tính sẽ tăng đáng kể, mặc dù không nhất thiết phải theo tỷ lệ, vì tỷ lệ phân chia thuế là khác nhau. Hầu hết các tiểu bang đều có thuế thu nhập (trong đó mức độ không tuân thủ việc nộp thuế được cho là tương tự như đối với thuế thu nhập liên bang), cũng như thuế doanh thu, trong đó cơ hội cho việc không tuân thủ nộp thuế trong giao dịch tiền mặt là rất lớn.

Cần nhắc lại một điểm quan trọng là: khoảng cách thuế đủ lớn để nếu việc loại bỏ tiền mặt có thể thu hẹp khoảng cách này chỉ 10%, thì phần tăng trong nguồn thu cũng sẽ là tương đối đáng kể. Theo ước tính sơ bộ ở đây, phần tăng này sẽ vào khoảng 50 tỷ USD chỉ từ thuế liên bang và có thể thêm 20 tỷ USD từ thuế tiểu bang và địa phương<sup>2</sup>. Và kết quả này còn chưa tính đến tổn thất của hiệu quả thu thuế do trốn thuế. Nó cũng không bao gồm các hoạt động phi pháp mà về nguyên tắc vẫn còn đang nợ thuế. (Một câu chuyện nổi tiếng là Cục Điều tra Liên bang cuối cùng đã

---

1. Trung tâm chính sách thuế (2012). Tỷ lệ doanh thu thuế tiểu bang và địa phương trên doanh thu thuế liên bang được sử dụng trong phần nội dung là của năm 2010. Tỷ lệ của năm 2014 thấp hơn một chút, do thuế liên bang tăng đột ngột trong giai đoạn chuyển tiếp và theo chu kỳ; tỷ lệ năm 2014 là 31% đối với thuế tiểu bang/thuế liên bang và 22% đối với thuế địa phương.

2. Rogoff (1998a) nhấn mạnh luận điểm cho rằng ngay cả một phần giảm nhẹ trong hoạt động trốn thuế nhờ giảm bớt việc sử dụng tiền mặt cũng có thể bù đắp hoàn toàn phần tổn thất thuế in tiền.

tóm được tên trùm băng đảng Al Capone trong kỷ nguyên Đại khủng hoảng với tội danh trốn thuế thu nhập).

### ***Trốn thuế ở châu Âu***

Vì Mỹ là một quốc gia có mức thuế tương đối thấp và phụ thuộc phần lớn vào thuế thu nhập chứ không phải thuế giá trị gia tăng, nên mức độ tuân thủ việc nộp thuế có thể cao hơn hầu hết các nước phát triển<sup>1</sup>. Đáng tiếc, ước tính việc xác định mức độ trốn thuế ở châu Âu chỉ dựa trên các phương pháp gián tiếp và dữ liệu không đầy đủ, vì hầu hết các quốc gia châu Âu không báo cáo kết quả tổng thể theo kiểu kiểm toán ngẫu nhiên chi tiết mà Mỹ đã công bố<sup>2</sup>. Nhà kinh tế và chuyên gia tài chính công của Đại học Michigan, Joel Slemrod, trích dẫn ước tính nội bộ của Tổ chức Hợp tác và phát triển kinh tế (OECD) về mức độ không tuân thủ việc nộp thuế giá trị gia tăng là khoảng 4-17%, một thực tế đáng báo động ở châu Âu<sup>3</sup>.

---

1. Cần lưu ý rằng Bộ Ngân khố Anh báo cáo khoảng cách thuế chỉ chiếm 6,4% tổng doanh thu thuế của năm 2013/2014, thấp hơn nhiều so với Mỹ, mặc dù Anh nhiều khả năng có nền kinh tế ngầm lớn hơn và thuế suất cao hơn. (Bộ Ngân khố và Hải quan 2015). Khó có thể tính toán chính xác khoảng cách thuế nếu không có một quy trình kiểm toán ngẫu nhiên tập trung như ở Mỹ.

2. Bằng cách coi phương pháp đánh thuế gián tiếp và nghề tự do là các động lực của việc trốn thuế, Schneider và Buehn (2012) ước tính tỷ lệ trốn thuế trung bình trên GDP là 3,2% ở các quốc gia OECD (Tổ chức Hợp tác và phát triển kinh tế) trong giai đoạn 1999-2010.

3. OECD là nhóm 34 nền kinh tế phát triển cùng một vài quốc gia thu nhập trung bình cao. Bằng chứng gián tiếp cũng thể hiện rõ rệt hoạt động trốn thuế trên quy mô lớn. Pissarides và Weber (1989) nhận thấy những người làm nghề tự do ở Anh có tỷ lệ chi tiêu cho thực phẩm trên thu nhập được báo cáo cao hơn đáng kể so với những người không làm nghề tự do. Họ kết luận tỷ lệ báo cáo thấp hơn thực tế trung bình của thu nhập từ nghề tự do là khoảng 1/3.

Chúng ta biết rằng mức thuế ở châu Âu cao hơn ở Mỹ với các quy định (có thể nói) là nặng nề hơn. Hầu hết nghiên cứu đều cho thấy nền kinh tế ngầm ở châu Âu cũng lớn hơn tương ứng<sup>1</sup>. Các ước tính rất khác nhau và còn quá nhiều điều không chắc chắn; các chính phủ tập trung nguồn lực khổng lồ để đo lường thu nhập công khai thông thường, tuy nhiên các chuyên gia thống kê của chính phủ vẫn thừa nhận một khoảng sai số lớn trong ước tính của họ. Thông tin về nền kinh tế ngầm là hạn chế và các ước tính nhất định là có sử dụng các phương pháp gián tiếp. Các định nghĩa cũng khác nhau giữa các nghiên cứu về nền kinh tế ngầm, ví dụ như liệu nó có bao gồm tất cả hoạt động tội phạm không hay chỉ là trốn thuế và tránh các quy định.

Một phương pháp luận có tầm ảnh hưởng<sup>2</sup> đã được phát triển bởi giáo sư người Áo Friedrich Schneider, người tiên phong trong các nỗ lực đo lường nền kinh tế ngầm. Các hình thức tiếp cận thực nghiệm của Schneider dựa trên nhiều chỉ số về tiền tệ và thị trường lao động, bao gồm tỷ lệ tham gia lực lượng lao động, thuế suất, chất lượng cung cấp dịch vụ

---

1. Xem các ước tính trong Hình 5.1. Trên thực tế, các lý thuyết ban đầu về ước tính quy mô của nền kinh tế ngầm dựa nhiều vào mức tăng trưởng của tiền mặt như một thước đo tăng trưởng của nền kinh tế ngầm (ví dụ, Feige 1989). Có nhiều bằng chứng thuyết phục cũng như nhiều nghiên cứu tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ giữa nhu cầu tiền mặt và thuế suất; xem thêm Rogoff (1998a). La Porta và Shleifer (2014) cho rằng mối liên hệ giữa thuế suất và quy mô nền kinh tế ngầm là không rõ rệt trên phạm vi toàn thế giới, tất nhiên một phần vì năng lực thực thi của các quốc gia phát triển và các thị trường mới nổi là rất khác nhau.

2. Schneider, Buehn và Montenegro (2010). Xem thêm Schneider và Williams (2013) và Schneider (2016).

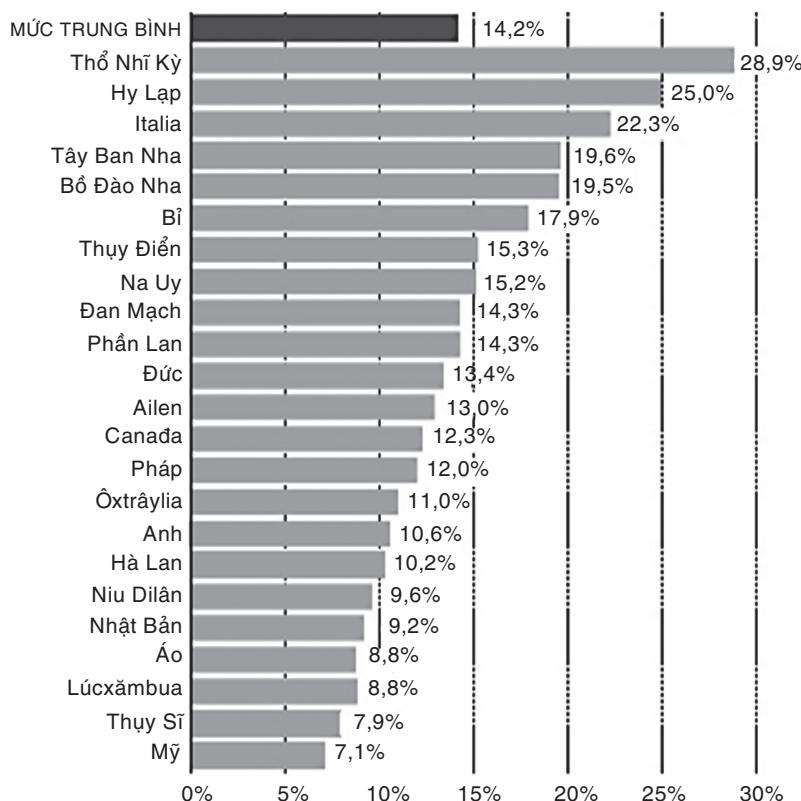
công và các chỉ số khác. Hình 5.1 cho thấy kết quả. Cần lưu ý rằng định nghĩa cụ thể của nền kinh tế ngầm dựa trên những ước tính này là một định nghĩa hẹp không bao gồm các hoạt động phi pháp hoặc phi thị trường. Thay vào đó, phương pháp đo lường này hướng tới nắm bắt tất cả (có thể không) hoạt động sản xuất hàng hóa và dịch vụ hợp pháp dựa trên thị trường, được cố ý che giấu với cơ quan quản lý để tránh phải nộp các khoản thuế thu nhập, thuế doanh thu hoặc thuế giá trị gia tăng; các khoản đóng góp cho an sinh xã hội; một số tiêu chuẩn lao động nhất định như mức lương tối thiểu hoặc số giờ làm việc tối đa; những phiền phức về hành chính; hay bất kỳ cách kết hợp nào từ những yếu tố này<sup>1</sup>.

Theo định nghĩa hẹp hơn về nền kinh tế ngầm không bao gồm nhiều loại hoạt động phi pháp, Mỹ và Thụy Sĩ được cho là có nền kinh tế ngầm nhỏ nhất, lần lượt là 7,1% và 7,9% GDP. Cực bên kia là Tây Ban Nha 19,6%, Italia 22,3%, Hy Lạp 25%. Ở giữa là Pháp 12%, Đức 13,4% và Anh 10,6%. Đây là mức trung bình của các ước tính hàng năm cho giai đoạn 2003-2016; phương pháp của Schneider cho thấy xu hướng giảm đối với hầu hết quốc gia. Thực vậy, nhiều khả năng là trong giai đoạn suy thoái hậu khủng hoảng tài chính, với số lượng lớn người mất việc làm trong nền kinh tế công khai, một tỷ lệ lớn hơn đã làm những công việc chui không đóng thuế.

---

1. Xem Schneider, Buehn và Montenegro (2010). Schneider mô tả thước đo hẹp hơn của nền kinh tế ngầm trong Hình 5.1 là “nền kinh tế đen”, nhưng để tránh sử dụng thừa thãi các thuật ngữ khó hiểu, tôi vẫn sẽ sử dụng thuật ngữ “nền kinh tế ngầm” và chỉ nhắc nhở bạn đọc rằng phần thảo luận xung quanh các ước tính trong Hình 5.1 liên quan đến một định nghĩa hẹp hơn không bao gồm hoạt động bất hợp pháp hoặc phi thị trường.

**Hình 5.1. Kinh tế ngầm theo tỷ lệ phần trăm trên GDP chính thức**



Nguồn: Schneider (năm 2016), được cập nhật từ Schneider, Buehn và Montenegro (năm 2010).

Nếu quy mô ước tính trung bình dài hạn của nền kinh tế ngầm ở Mỹ được tính bằng tỷ lệ trên GDP, trong đó một lần nữa chỉ bao gồm nền kinh tế ngầm và loại trừ hầu hết hoạt động phi pháp, nó sẽ đạt mức 1,3 nghìn tỷ USD (7,1% trên GDP năm 2016 là 18 nghìn tỷ USD). Nền kinh tế ngầm

ở châu Âu có quy mô lớn hơn nhiều. Tổng GDP chỉ tương đương với Mỹ, nhưng tỷ trọng của nền kinh tế ngầm ở châu Âu cao hơn gấp đôi; ước tính xấp xỉ về quy mô nền kinh tế ngầm của khu vực sử dụng đồng euro là 3 nghìn tỷ USD. Rõ ràng, nếu tính cả các hoạt động phi pháp (ví dụ như buôn bán ma túy), những con số này còn tăng lên đáng kể.

Những con số về quy mô của nền kinh tế ngầm ở Hình 5.1 tương đối thống nhất với các nghiên cứu khác gần đây của Rafael La Porta và Andrei Shleifer<sup>1</sup>. Họ xem xét nhiều chỉ số khác nhau và nhận thấy, ví dụ như, đối với 1/4 các quốc gia có thu nhập cao nhất, lượng tiêu thụ điện năng trong nền kinh tế phi chính thức (ngầm) chiếm trung bình 17,6% tổng lượng tiêu thụ điện năng. La Porta và Shleifer cũng xem xét các chỉ số khác như nghề tự do, vì những người làm nghề tự do thì nhiều khả năng báo cáo thu nhập thấp hơn thực tế.

Mức độ không tuân thủ việc nộp thuế ở châu Âu được nhấn mạnh bởi các biện pháp cực đoan mà một số quốc gia đã thực hiện để thu hẹp mức chênh lệch trong báo cáo thuế. Nhiều nước châu Âu đã áp dụng mức trần cho các giao dịch tiền mặt bán lẻ, như Bảng 5.1 minh họa.

Một số quốc gia đã phản đối kịch liệt xu hướng này, đặc biệt là Đức vốn ưa chuộng sử dụng tiền mặt. Cho đến nay, Bộ Tài chính Đức đã gặp phải những phản đối dữ dội đối với đề xuất năm 2016 về mức trần thanh toán tiền mặt là 5.000 euro. (Thật kỳ lạ, lời kêu gọi của phe đối lập đại loại như “Tiền là quyền tự do được đúc ra” từ tác phẩm *The House of Dead*

---

1. Xem La Porta và Shleifer (2014).

(Tạm dịch: *Ngôi nhà chết chóc*) của Dostoyevsky<sup>1</sup>. Đừng bận tâm đến việc câu trích dẫn này thường được sử dụng hơi sai bối cảnh: Dostoyevsky đang miêu tả cuộc sống trong tù của mình và nói thêm rằng tiền mau chóng được dùng để mua vodka trước khi bị tịch thu sau cuộc lục soát ban đêm. Thật vậy, tiền là vật thay thế cho tất cả quyền tự do mà các tù nhân đã bị tước bỏ và tiền cũng bị cấm sử dụng trong tù. Việc so sánh giữa cuộc sống trong nhà tù Sa hoàng và cuộc sống ở một đất nước tự do thời hiện đại để biện hộ cho tiền mệnh giá lớn chẳng khác nào một điều ngớ ngẩn.

**Bảng 5.1. Hạn chế sử dụng tiền mặt trong khu vực sử dụng đồng euro**

Quốc gia	Mức thanh toán tiền mặt tối đa	Ngày ban hành
Bỉ	3.000 euro	01/01/2014
Đan Mạch	10.000 krona ( $\approx$ 1.340 euro)	01/7/2012
Pháp	1.000 euro (cư dân), 15.000 euro (không phải cư dân)	01/9/2015
Hy Lạp	1.500 euro	01/01/2011
Italia	<1.000 euro	06/12/2012
Tây Ban Nha	2.500 euro (cư dân), 15.000 euro (không phải cư dân)	tháng 11/2012

Nguồn: Beretta (năm 2014); Reuters (<http://www.reuters.com/article/us-france-security-financing-idUSKBN0ME14720150318%20Reuters%20March%202018>).

---

1. Hãy nhớ lại phần trích dẫn về Dostoyevsky từ ý kiến phê bình của Otmar Issing về bài giảng năm 2014 ở Munich của tôi, được đề cập trong Phần mở đầu.

Quy định cấm các khoản mua sắm lớn bằng tiền mặt chắc chắn không phải biện pháp cảng thẳng nhất mà châu Âu từng áp dụng để đối phó với nạn trốn thuế giá trị gia tăng tràn lan. Một biện pháp thậm chí còn cực đoan hơn là thuyết phục sự trợ giúp từ người tiêu dùng. Bắt đầu từ tháng 4/2014, Bồ Đào Nha đã theo chân Hy Lạp tổ chức các giải thưởng xổ số, trong đó người tiêu dùng có thể tham gia khi gửi về các biên lai thuế doanh thu<sup>1</sup>. Chính phủ Bồ Đào Nha cũng có chương trình giảm thuế thu nhập cho những người tiêu dùng gửi về số lượng lớn biên lai thuế doanh thu. Trong vòng một năm, chính phủ đã trao giải 40 xe Audi mới, nhưng biên lai thuế giá trị gia tăng đã tăng hơn 4% trong giai đoạn mà tiêu dùng tư nhân chỉ tăng 2%. Hiệu quả thiết thực của các chương trình trao thưởng cho người tiêu dùng xác nhận biên lai bán lẻ được nhấn mạnh trong công trình của Giáo sư Joana Naritomi, Đại học Kinh tế London<sup>2</sup>. Naritomi nghiên cứu một chương trình trao thưởng báo cáo biên lai tại São Paolo, Braxin. Naritomi khai thác thành công bộ dữ liệu đặc biệt với tờ khai thuế hằng tháng từ

---

1. Patricia Kosmann, “Get Receipts, Win a Car: How Greece’s VAT Lottery Plan Worked in Portugal”, *Wall Street Journal*, ngày 10/3/2015, có thể xem tại <http://blogs.wsj.com/brussels/2015/03/10/get-receipts-win-a-car-how-greeces-vat-lottery-plan-worked-in-portugal/>. Xlôvakia cũng đã thử nghiệm xổ số biên lai thuế doanh thu hằng tháng. Susan Daley và Raphael Minor, “In Slovakia, the Real Prize Goes to the Tax Man”, *New York Times*, ngày 19/4/2014, có thể xem tại [http://www.nytimes.com/2014/04/20/world/europe/forget-the-car-in-slovakian-lottery-real-prize-goes-to-tax-man.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2014/04/20/world/europe/forget-the-car-in-slovakian-lottery-real-prize-goes-to-tax-man.html?_r=0).

2. Naritomi (2015).

hơn một triệu cơ sở bán lẻ và hơn 40 triệu người tiêu dùng tham gia. Bà ước tính doanh thu bán lẻ được ghi nhận đã tăng 22% trong vòng bốn năm nhờ vào chương trình báo cáo người tiêu dùng và tiết lộ thông tin nội bộ.

Tóm lại, mặc dù các bằng chứng của châu Âu kém tin cậy hơn Mỹ, nhưng có một giả định khá thuyết phục rằng, tình trạng trốn thuế nhiều khả năng vẫn là vấn đề lớn hơn đối với châu Âu.

### ***Trốn thuế ở Canada***

Những ước tính gần đây về việc trốn thuế ở Canada cho thấy mức độ trốn thuế tương tự như ở Mỹ. Ví dụ, một nghiên cứu gần đây so sánh số liệu về tiêu dùng của các hộ gia đình riêng lẻ có báo cáo thu nhập - cách tiếp cận thông thường của các cơ quan hành pháp để phát hiện hành vi trốn thuế, mặc dù ở mức độ rất nhỏ nhận thấy, thu nhập được báo cáo thấp hơn thực tế ở Canada chiếm khoảng 14-19% GDP<sup>1</sup>. Thật thú vị, tình trạng báo cáo thu nhập thấp hơn thực tế dường như là hiện tượng rất phổ biến không chỉ trong phạm vi những người làm nghề tự do. Khoảng 30-40% các gia đình có thu nhập từ tiền lương dường như báo cáo một phần thu nhập khác thấp hơn thực tế. Đây có thể là một quan sát rất quan trọng, có khả năng áp dụng được cho nhiều quốc gia khác. Điều quan trọng không chỉ là phân phối công bằng gánh nặng thuế mà còn vì những ủng hộ về mặt chính trị cho chính sách phân phối lại (ví dụ như thuế thu nhập âm) chắc chắn sẽ mạnh mẽ hơn nếu việc báo cáo thu nhập trung thực tạo được nhiều niềm tin hơn. Nếu một

---

1. Dunbar và Fu (2015).

số gia đình thu nhập thấp báo cáo nguồn thu nhập thấp hơn thực tế, trong khi số khác báo cáo trung thực, điều này có thể dẫn đến phân phôi không công bằng các khoản thanh toán hỗ trợ và các nguồn lực khác. Đây là một lập luận khác để làm giảm vai trò của tiền mặt trong nền kinh tế.

Tóm lại, quy mô của các nền kinh tế ngầm là rất đồ sộ, tạo ra mức chênh lệch thuế khổng lồ khoảng 500 tỷ USD hằng năm ở Mỹ, ngay cả khi chỉ tính riêng thuế liên bang. Ở châu Âu, quy mô nền kinh tế ngầm có thể gấp đôi ở Mỹ và mức thuế cao hơn, khoảng cách thuế có khả năng còn rộng hơn nhiều, xấp xỉ 1 nghìn tỷ USD trở lên.

Để hiểu rõ hơn về mức độ trốn thuế, thật thú vị khi so sánh những số liệu trốn thuế tổng thể này với các ước tính về việc trốn thuế xuất phát từ tài sản cất giấu tại những “thiên đường thuế” như Lúcxembua, Quần đảo Virgin, Bahamas, Síp, Panama và tất nhiên là cả Thụy Sĩ. Trong cuốn sách xuất bản năm 2015, *The Hidden Wealth of Nations* (Tạm dịch: *Của cải cất giấu của các quốc gia*), Giáo sư Đại học California, Gabriel Zucman, đã ước tính tổng tài sản tài chính nước ngoài được cất giấu tại những thiên đường thuế (bao gồm cổ phiếu, trái phiếu và tài khoản ngân hàng) lên đến khoảng 7,6 nghìn tỷ USD, tương đương 8% tài sản tài chính của cả thế giới là 95 nghìn tỷ USD. Zucman ước tính thiệt hại thuế hằng năm cho các chính phủ trên thế giới từ các thiên đường thuế ít nhất là 200 tỷ USD, bao gồm trốn thuế đối với thu nhập nước ngoài (cổ tức, thanh toán lãi suất, v.v.) khoảng 125 tỷ USD, với phần còn lại chủ yếu là trốn thuế tài sản và thừa kế. Trong tổng số 200 tỷ USD, phần thất thu thuế của châu Âu là 78 tỷ USD và của Mỹ là

35 tỷ USD. Đây là những con số lớn, nhưng so với mức độ trốn thuế ở Mỹ và châu Âu thì chúng chỉ là một tỷ lệ nhỏ trên tổng thể. Dù thế nào, ngay cả đối với các “thiên đường thuế” nước ngoài, một lượng tài sản đáng kể vẫn đi vào và đi ra dưới hình thức tiền giấy đóng thành từng túi.

## HOẠT ĐỘNG PHẠM TỘI CÔNG KHAI

Tiếp theo, chúng ta chuyển sang vấn đề sử dụng tiền mặt trong các hoạt động phạm tội công khai, cả trong và ngoài nước. Tài chính tội phạm bao gồm nhiều phương thức ngoài tiền mặt. Là một người nghiên cứu lịch sử ghi hóa đơn giá thấp hơn thực tế (under-invoicing) và giá cao hơn thực tế (over-invoicing) trong thương mại quốc tế, tôi luôn nhận thức rằng có rất nhiều phương thức để luân chuyển tiền, ví dụ như bằng cách báo cáo sai con số trong các giao dịch hợp pháp khác. Trong những năm sau Chiến tranh thế giới thứ hai, khi toàn bộ châu Âu bị khóa chặt bởi các biện pháp kiểm soát vốn nghiêm ngặt, người ta thường đưa tiền ra khỏi lục địa này bằng cách ký kết các hợp đồng báo cáo thấp hơn thực tế các khoản thanh toán thu được từ xuất khẩu và báo cáo cao hơn thực tế các khoản thanh toán cho nhập khẩu, với luồng vốn di chuyển qua kênh này xấp xỉ 10% kim ngạch thương mại được ghi nhận của nhiều quốc gia và cao hơn đáng kể một vài quốc gia khác<sup>1</sup>. Ngay cả hiện nay, ở các quốc gia như Trung Quốc và Ấn Độ, tiền cũng đi vào và đi ra thông qua việc báo cáo sai trong thương mại.

---

1. Các hóa đơn thấp hơn và cao hơn thực tế được ghi nhận trong Reinhart và Rogoff (2002, 2004).

Thật vậy, có nhiều cách thức khôn khéo để một giao dịch phi pháp có thể được hình thành với mục đích che giấu luồng tiền thật sự, mà không sử dụng tiền mặt, đặc biệt với giao dịch một lần duy nhất. Ví dụ ở Mỹ, việc trả tiền cho hành động hiến tặng là bất hợp pháp và do đó chắc chắn là không thể thanh toán bằng thẻ tín dụng. Tuy nhiên, có thể lách quy định này bằng cách dùng thẻ tín dụng để thanh toán một khoản tiền cao hơn hẳn thực tế cho một người họ hàng thân thiết, ví dụ như để mua một chiếc váy, rồi sau đó nhờ người họ hàng này “hiến” thận<sup>1</sup>. Nhưng có rất ít người ngờ về việc tiền mặt vẫn là vua, với khả năng cho phép ẩn danh và kết thúc giao dịch ngay lập tức ở mọi cấp độ của hoạt động tội phạm. Một tay sát thủ giá thấp điển hình<sup>2</sup> rõ ràng không muốn nhận thù lao bằng kim cương thô hoặc thẻ tín dụng, mặc dù một số ít có thể ngây thơ nhận bitcoin khi nghĩ rằng tiền mã hóa (cryptocurrency) không thể bị truy ra (sẽ thảo luận trong Chương 14).

Sẽ thật khó để liệt kê tất cả lĩnh vực chịu những tác động nguy hại do tiền mặt mà không biến cuốn sách này thành bách khoa toàn thư về hoạt động tội phạm. Có thể hy vọng, việc thảo luận về một vài lĩnh vực chủ đạo là đủ để nhấn mạnh luận điểm này. Tôi sẽ lần lượt xem xét việc rửa tiền đối với thu nhập phạm pháp, cũng như vai trò của tiền mặt trong việc tạo điều kiện cho hoạt động buôn bán

---

1. Tôi cảm ơn Juliana Rogoff vì chỉ ra chính xác cách thức lách quy định thẻ tín dụng này đã từng xuất hiện trong loạt phim truyền hình *Degrassi*, phần 14.

2. Xem Cameron (2014).

ma túy, tham nhũng chính trị, buôn bán người và lợi dụng lao động di cư<sup>1</sup>.

Nghề rửa tiền “bẩn” thông qua các hoạt động kinh doanh hợp pháp tạo thành lợi nhuận giả là câu chuyện xưa như trái đất. Nó là trung tâm của các hoạt động tội phạm có tổ chức trên khắp thế giới<sup>2</sup>. Thu nhập từ các hoạt động phi pháp thường dưới hình thức tiền mặt và việc tìm kiếm cách thức khiến các khoản thu nhập tiền mặt trái phép có thể trở nên hợp pháp là một yếu tố quan trọng của bất kỳ doanh nghiệp phạm pháp quy mô lớn nào. Phương thức thông thường là bơm tiền mặt vào các doanh nghiệp hợp pháp sử dụng nhiều tiền mặt (ví dụ như nhà hàng, cửa hàng giặt khô và các công ty xây dựng) và sau đó chỉnh sửa sổ sách sao cho số tiền kiếm được có vẻ hợp pháp. Tôi biết rằng nhiều bạn đọc đã hiểu khá rõ về cách thức rửa tiền (đặc biệt là những người nghiên cứu phim truyền hình nổi tiếng *Breaking Bad*<sup>3</sup>), nhưng để trình bày thật hoàn chỉnh, một phần thảo luận ngắn vẫn cần thiết.

---

1. Xem ước tính xấp xỉ về tỷ lệ giao dịch bằng tiền mặt của nhiều hoạt động tội phạm trong Schneider (2013, 2015), ví dụ: ước tính cho hoạt động buôn bán ma túy là 80%. Xem thêm Speiser (1975).

2. Henry (1976, 1980) nhấn mạnh tầm quan trọng của tiền mặt đối với các hoạt động băng đảng.

3. *Breaking Bad* kể về Walter White, một giáo viên dạy môn hóa học ở trường trung học trở thành ông trùm buôn ma túy đá. Rửa sạch khoản lợi nhuận khổng lồ đó là một thách thức lớn, cuối cùng được Skylar, vợ của Walter, giải quyết bằng cách mua một trạm rửa xe. Là một kế toán, Skylar chỉnh sửa sổ sách sao cho trạm rửa xe có vẻ như thành công hơn nhiều so với thực tế, nhưng cuối cùng lợi nhuận từ ma túy trở nên quá lớn đến mức không còn nơi nào cất giữ số tiền mặt hợp lý hơn một cái tủ sắt. Điều này lại tạo ra lỗ hổng. Skylar và Walter là những nhân vật hư cấu rất nhỏ nhoi của một ngành kinh doanh ma túy khổng lồ, và cũng đầy thực tế, trong nước và quốc tế.

Nguyên tắc cơ bản của việc sử dụng hệ thống ghi sổ kép để rửa những khoản lợi nhuận phi pháp là rất đơn giản. Ví dụ, một nhà hàng có thể rửa tiền mặt bằng cách báo cáo rằng nhà hàng phục vụ nhiều thực khách hơn thực tế. Nhà hàng đó chỉ cần viết biên lai giả và báo cáo “thu nhập” này vào một bộ sổ sách kế toán dành riêng cho cơ quan thuế. Các cơ quan thuế hoàn toàn không ngờ ngắn, nếu họ thấy nghi ngờ, họ có thể kiểm tra xem nhà hàng có đặt đủ nguyên liệu để phục vụ nhiều thực khách như báo cáo không. Kẻ rửa tiền dày dạn kinh nghiệm chuẩn bị cho cả tình huống có thể xảy ra này bằng cách viết biên lai giả cho cả những “khoản mua sắm” này. Nếu cách này không khả thi, nhà hàng sẽ mua thêm nguyên liệu, sau đó đem đổ bỏ hoặc bán giảm giá cho nhà hàng khác (đương nhiên là thanh toán bằng tiền mặt). Nếu một doanh nghiệp phạm pháp sở hữu nhà hàng, thì toàn bộ hoạt động rửa tiền diễn ra nội bộ. Nếu không, doanh nghiệp đó có thể trả một khoản thanh toán cho nhà hàng hoặc ép buộc nhà hàng đó phải rửa tiền cho mình<sup>1</sup>.

Tất nhiên, tôi vẫn chưa trình bày hết tài nghệ của những kẻ rửa tiền hay các phương thức khác nhau mà chúng có thể sử dụng. Ví dụ, Hawala, hệ thống chuyển tiền không chính thức rất phổ biến ở Trung Đông và Bắc Phi, có thể ghép nối hiệu quả một người (giả sử) có rupi ở Ấn Độ và cần đôla Mỹ ở Mỹ, với một người ở tình huống ngược lại, do đó tiền không bao giờ phải di chuyển qua biên giới<sup>2</sup>. Và hoạt động này không hề giới hạn trong phạm vi các ngân hàng không

---

1. Tôi cảm ơn Frederic Schneider về ví dụ này.

2. Xem Jost và Sandbu (2000).

chính thức thuộc thế giới thứ ba; có những vụ việc đáng chú ý về các ngân hàng ở các quốc gia phát triển bị bại lộ các kế hoạch ghép nối như vậy<sup>1</sup>. Tôi không dám quả quyết rằng tất cả hoạt động rửa tiền đều sử dụng tiền mặt, nhưng tiền mặt rõ ràng đóng vai trò quan trọng trong nhiều hoạt động<sup>2</sup>.

Buôn bán ma túy là ngành kinh doanh nổi tiếng sử dụng nhiều tiền mặt ở mọi cấp độ. Không phải tất cả vụ bắt giữ đều có quy mô lên đến con số 206 triệu USD mà chính quyền Mêhicô tìm thấy trong nhà nghi phạm buôn bán ma túy Zhenli Ye Gon theo bài báo “Tập đoàn Côcain” của Tạp chí *New York Times* (tháng 6/2012), nhưng chặn bắt những “kẻ giao hàng” vận chuyển 5-10 triệu USD là hoạt động hết sức thường xuyên. Các vụ bắt giữ lớn về ma túy luôn luôn hé lộ những lượng tiền mặt khổng lồ được cất giấu. Mặc dù dường như không có thống kê tổng hợp nào về việc thu giữ tiền mặt ở Mỹ, tôi khuyến khích bạn đọc thử tìm kiếm trên mạng những cụm từ như “bắt giữ”, “tiền mặt”, “ma túy” để có thể mường tượng về quy mô của hoạt động này. Cũng phải thừa nhận, con số thường được trích dẫn là khoảng 90% số đôla Mỹ có dấu vết của côcain là cường điệu về mối liên hệ giữa ma túy và tiền mặt. Tiền “bẩn” đã có trong các

---

1. Các cụm từ tìm kiếm trực tuyến quan trọng như “nhân viên ngân hàng bị bắt vì rửa tiền” cho ra kết quả rất nhiều tin bài.

2. Các tập đoàn và đại gia có thể thành lập các công ty vỏ bọc ở những nơi như Quần đảo Virgin, từ đó danh tính của ông chủ thực sự có thể được che giấu, sau đó liên kết các công ty vỏ bọc này với tài khoản ngân hàng ở Thụy Sĩ, thực hiện thanh toán cho các dịch vụ ma. Như Zucman (2015) lưu ý, sau đó họ có thể chi tiêu khối tài sản che giấu bằng cách vay tiền từ một ngân hàng Mỹ (có lẽ là chi nhánh Thụy Sĩ), sử dụng tài khoản ngân hàng Thụy Sĩ làm thế chấp.

máy đếm tiền hiện đại tốc độ cao, bao gồm máy ATM, nơi một tờ tiền có thể gây “ô nhiễm” cho tất cả<sup>1</sup>.

Tập đoàn RAND ước tính quy mô tổng thể của thị trường với bốn loại ma túy bất hợp pháp lớn nhất ở Mỹ là hơn 100 tỷ USD trong năm 2010, với cocaine (bao gồm cả cocaine tinh thể) là 28 tỷ USD, heroin là 27 tỷ USD, cần sa là 41 tỷ USD và ma túy đá (meth) là 13 tỷ USD. Đây chỉ là dấu chân của chúng tại Mỹ<sup>2</sup>. Nỗ lực gần đây nhất đo lường toàn diện về thị trường ma túy toàn cầu, do Văn phòng Liên hợp quốc về ma túy và tội phạm tiến hành vào năm 2003, đã đưa ra con số ước tính là 322 tỷ USD. Trong khi GDP danh nghĩa của thế giới đã tăng gần gấp đôi kể từ đó, buôn bán ma túy có thể cũng có mức tăng tương ứng lên đến hơn 600 tỷ USD<sup>3</sup>.

Ngoài tác động của chúng tới các quốc gia tiêu thụ chủ yếu, các tập đoàn ma túy đã tàn phá các quốc gia như Mêhicô và Côlombia, thách thức và làm suy yếu các chính phủ này. Việc loại bỏ tiền mặt không thể nào loại bỏ được các tập đoàn ma túy. Tuy nhiên, đó sẽ là một đòn giáng mạnh vào mô hình kinh doanh của họ ở nhiều cấp độ.

---

1. Zuo và các tác giả khác (2008).

2. Kilmer và các tác giả khác (2014), một báo cáo của Tập đoàn RAND.

3. Ước tính này có vẻ phù hợp với tăng trưởng của thu nhập thế giới và ước tính về việc sử dụng ma túy của Văn phòng Liên hợp quốc về ma túy và tội phạm (2005), nhưng tất nhiên ngay cả ước tính cơ sở năm 2003 cũng chỉ được coi là kết quả xấp xỉ. Gần đây, cơ quan này cũng ước tính tổng giá trị thị trường cocaine toàn cầu năm 2009 là 85 tỷ USD, heroin và thuốc phiện là 68 tỷ USD (Văn phòng Liên hợp quốc về ma túy và tội phạm 2011).

Với tình trạng bạo lực và tội phạm được sản sinh thêm từ việc buôn bán ma túy, lợi ích tiềm tàng của việc giảm chỉ một phần nhỏ tội phạm buôn bán ma túy cũng có thể tạo ra một tác động vô cùng có lợi. Rõ ràng có những cách khác để giảm bớt tội phạm liên quan đến ma túy. Một cách đơn giản là hợp pháp hóa cần sa, như cách mà Canada đang cân nhắc gần đây. Dù thế nào, ma túy hạng nặng vẫn sẽ là vấn đề nan giải.

### ***Tham nhũng***

Một lĩnh vực khác mà xã hội phải gánh chịu tổn thất xã hội to lớn là việc sử dụng tiền mặt trong tham nhũng và hối lộ quan chức chính phủ. Tổn thất xã hội do tham nhũng có lẽ lớn hơn so với quy mô của hối lộ, nhưng ngay cả con số ước tính về các khoản thanh toán cũng đủ gây choáng váng. Ngân hàng Thế giới đã nỗ lực tạo ra một phương pháp đo lường toàn cầu về quy mô của hối lộ vào đầu những năm 2000, khi tiến hành cuộc khảo sát quốc tế về doanh nghiệp, về việc các công ty phải trả bao nhiêu tiền hối lộ mỗi năm để xin giấy phép, để giúp xử lý các quy định và để giành được những quyết định có lợi về mua sắm công. Ngân hàng cũng tiến hành khảo sát các hộ gia đình về việc họ thường phải trả bao nhiêu tiền hối lộ để mua dịch vụ công. Ngân hàng Thế giới đã đưa ra con số làm tròn về hối lộ trên toàn cầu là 1 nghìn tỷ USD trong năm 2001 và 2002. Giả sử con số này đã tăng gần gấp đôi tương ứng với GDP toàn cầu - một dự đoán có phần khá đè dặt, bởi lẽ các nước đang phát triển đã chiếm tỷ trọng lớn trong tăng trưởng toàn cầu trong vòng

15 năm qua - thì quy mô hối lộ toàn cầu hiện nay sẽ đạt gần 2 nghìn tỷ USD<sup>1</sup>.

Có rất ít tranh luận về việc tham nhũng là một trong những rào cản lớn nhất đối với sự phát triển. Bài viết kinh điển của nhà kinh tế học Paolo Mauro đã cho thấy bằng chứng xác đáng về việc tham nhũng có tác động tiêu cực đáng kể đến tăng trưởng kinh tế. Chủ đề tương tự cũng xuất hiện trong công trình của nhiều sử gia kinh tế, trong đó có công trình nền móng của David Landes và công trình tiếp theo của Daron Acemoglu và James Robinson<sup>2</sup>.

Không cần phải đi đến các nước đang phát triển mới thấy những vụ hối lộ ngoạn mục. Năm 2010, William Jefferson, Nghị sĩ bang Louisiana, đã bị kết án vì nhận hàng chục nghìn đôla Mỹ tiền hối lộ, trong đó FBI đã tìm thấy 90.000 USD bọc bằng giấy bạc và giấu trong vỏ chiếc bánh nướng để trong tủ lạnh của ông ta. Thị trưởng Charlotte, Bắc Carolina, từ chức vào năm 2012 khi bị FBI cáo buộc đã nhận 48.000 USD trong một chiến dịch “giăng bẫy” tội phạm. Có lẽ chiến dịch “giăng bẫy” tội phạm nổi bật nhất là ABSCAM, mật danh của chiến dịch bí mật của FBI gài bẫy một thượng nghị sĩ và sáu thành viên của Hạ viện vào cuối thập niên 1970. Trong vụ việc này, khoản hối lộ là nhằm hỗ trợ việc xin giấy phép sòng bạc và cấp thẻ thường trú Mỹ cho một tên tù trưởng Arập giả mạo. Sự việc nổi tiếng này

---

1. Xem phần thảo luận của Daniel Kaufman trong Ngân hàng Thế giới (2016).

2. Mauro (1995); Landes (1999); Acemoglu và Robinson (2013).

được tái hiện trong bộ phim *American Hustle* của đạo diễn David O. Russell được đón nhận rộng rãi.

Và đôi khi dòng tiền lại chảy theo hướng ngược lại. J. Dennis Hastert, nguyên Chủ tịch Hạ viện Mỹ, bị cáo buộc nói dối FBI và cơ cấu việc rút tiền mặt để giấu đi 3,5 triệu USD tiền hối lộ nhằm che đậy hành vi sai trái trong quá khứ<sup>1</sup>.

Canada, nơi có ngành xây dựng khét tiếng là tham nhũng, đã thành lập Ủy ban Thẩm tra về trao thầu và quản lý hợp đồng công trong ngành xây dựng vào năm 2011. Cựu thành viên tổ chức của Union Montreal, đảng cầm quyền ở thành phố Montreal từ năm 2001 đến 2012, đã làm chứng trước Ủy ban rằng trong văn phòng của người phụ trách gây quỹ cho đảng này có một két sắt chứa đầy tiền - trong đó có cả những tờ 1.000 đôla Canada cũ - đến nỗi ông ta phải cần người giúp mới đóng lại được<sup>2</sup>. Ngay cả đất nước Phần Lan cực kỳ liêm khiết cũng phải sững sờ trước vụ việc một sĩ quan cảnh sát cấp cao tham gia buôn bán ma túy và tiền mặt được tìm thấy chôn ở sân sau và giấu trong nhà ông ta<sup>3</sup>.

Mặc dù tham nhũng vẫn tồn tại ở các nền kinh tế phát triển, nhưng mức độ của vấn đề này còn tồi tệ hơn nhiều ở các nước đang phát triển. Chiến dịch chống tham nhũng

---

1. Julie Bosman, “Details about Indictment of Dennis Hastert”, *New York Times*, ngày 09/6/2015.

2. Adrian Humphreys, “The Hunt for Canada’s \$1,000 Bills”, *National Post*, ngày 15/11/2012.

3. Dan Bilefsky và Mari-Leena Kuosa, “Finland Transfixed by Trial of Police Detective on Drug Charges”, *New York Times*, ngày 02/8/2015.

nổi tiếng trong giới chính trị do Chủ tịch nước Trung Quốc Tập Cận Bình khởi động sau khi lên nắm quyền vào tháng 11/2012 cho thấy vấn đề này đã lan rộng đến đâu trong nền kinh tế lớn nhất nhì thế giới này. Tiền mặt hoàn toàn không phải là cách thức hối lộ duy nhất trong thế giới mới nổi; trước chiến dịch chống tham nhũng, khách du lịch Trung Quốc ở nước ngoài vốn là những người tiêu dùng tiêu thụ nhiều hàng xa xỉ, đặc biệt là các mặt hàng như thắt lưng và túi xách da có thể dùng làm quà tặng hối lộ cho các quan chức trong nước. Nhưng tiền mặt còn có thể đóng vai trò lớn hơn. Tháng 11/2014, các quan chức chống tham nhũng của Trung Quốc đã bắt giữ tướng Từ Tài Hậu, người bị buộc tội nhận hối lộ để bổ nhiệm, thăng chức cho cán bộ trong hàng ngũ quân đội. Chính phủ đã cần đến 12 xe tải để thu hồi tất cả tiền mặt tại nhà ông ta, tất cả đều là đồng nhân dân tệ, giá trị tương đương đến vài triệu đôla Mỹ<sup>1</sup>.

Trung Quốc có thể gặp phải vấn đề tham nhũng, nhưng không đến mức gây tê liệt thị trường như ở một số thị trường mới nổi khác. Tổ chức Minh bạch quốc tế ước tính rằng, cựu Tổng thống Nigéria Sani Abacha đã tham ô 2-5 tỷ USD, mặc dù vẫn chưa bằng cựu Tổng thống Indônêxia Suharto (khoảng 15-35 tỷ USD) hay cựu Tổng thống Philíppin Ferdinand Marcos (khoảng 5-10 tỷ USD, chưa kể bộ sưu tập giày huyền thoại của bà vợ Imelda). Và ngay cả những

---

1. Charles Clover và James Anderlini, “Chinese General Caught with a Ton of Cash”, *Financial Times*, ngày 21/11/2014, có thể xem tại <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4883f674-7171-11e4-818e-00144feabdc0.html#axzz3zmCbjqjP>.

con số này cũng mờ nhạt trước ước tính không chính thức về tài sản của Tổng thống Nga Vladimir Putin, khoảng 70-200 tỷ USD<sup>1</sup>.

Thật vậy, Sáng kiến thu hồi tài sản Kleptocracy năm 2010 của Mỹ chỉ tạo ra một vết lõm nhỏ trong vấn đề tham nhũng<sup>2</sup>. Tuy nhiên, như vụ rò rỉ hồ sơ chi tiết của Công ty luật Panama Mossack Fonseca gần đây vào tháng 4/2016 đã chứng minh, cần phải có những nỗ lực lớn hơn nhiều. “Tài liệu Panama” đã tiết lộ những tài khoản giấu kín ở nước ngoài của 140 công chức và chính trị gia, trong đó có 12 tổng thống và cựu tổng thống, thủ tướng, nhà vua, cũng như bạn bè và người thân của các chính trị gia<sup>3</sup>.

Văn hóa tham nhũng có thể rất khó thay đổi, ngay cả khi các nhà lãnh đạo của quốc gia quyết tâm làm như vậy. Trùm ma túy Mêhicô El Chapo Guzmán đã hối lộ thành công để mở đường cho hai cuộc tẩu thoát của hắn từ những nhà tù có an ninh nghiêm ngặt nhất ở Mêhicô, lần thứ hai ghi nhận khoản tiền thưởng 50 triệu USD, nhiều khả năng

---

1. Ví dụ, xem Transparency International (2004).

2. “Attorney General Loretta E. Lynch Announces Return of Forfeited Public Corruption Assets to Korean Minister of Justice Kim Hyun-Woong”, Bộ Tư pháp Mỹ, Văn phòng Công vụ, ngày 09/11/2015, có thể xem tại <http://www.justice.gov/opa/pr/attorney-general-loretta-e-lynch-announces-return-forfeited-public-corruption-assets-korean>.

3. “Leak of the Century: The Lesson of the Panama Papers”, *Economist*, ngày 09/4/2016. Nhiều tài khoản bị tiết lộ được lập bằng cách sử dụng các công ty vỏ bọc, nhưng tiền mặt dường như cũng có vai trò tại một số thời điểm, cũng nhờ vào việc đôla Mỹ là tiền pháp định tại Panama.

được thanh toán bằng tiền mặt cất giữ tại một trong những nơi trú ẩn của Guzmán. Vào thời điểm viết cuốn sách này - và thật khó để theo kịp những vụ bắt giữ và tẩu thoát của Guzmán - hắn đã bị bắt giam trở lại và có lẽ đang trên đường đến một nhà tù ở Mỹ, nơi mà việc tẩu thoát khó khăn hơn, mặc dù điều đó có thể vẫn sẽ xảy ra.

Rõ ràng, tham nhũng có trước tiền giấy và sẽ còn tồn tại rất lâu sau khi tiền giấy biến mất. Tuy nhiên, có rất ít người về khả năng thực hiện các khoản thanh toán tiền mặt ẩn danh, ngay lập tức, không thể truy dấu đã tạo điều kiện cho tham nhũng. Thực vậy, nhất là khi xóa bỏ tiền mệnh giá lớn, những người có hành vi tham nhũng và hoạt động phạm tội khác sẽ tìm những cách thức tiến hành khác và sẽ tạo ra động lực lớn hơn để đổi mới sáng tạo. Tuy nhiên, mỗi cách thức thực hiện thanh toán khác (vàng, kim cương thô, bitcoin) đều có những vấn đề của chúng, từ tính lỏng kém và chi phí giao dịch cao (kim cương thô) đến rủi ro truy dấu tận cùng (bitcoin). Như cuốn sách này đã nhấn mạnh nhiều lần (vì đây là điểm rất cốt yếu), tất nhiên những kẻ phạm tội có thể sử dụng các công nghệ trong giao dịch để thực hiện toàn bộ các giao dịch ngoài nền kinh tế hợp pháp. Tuy nhiên, miễn là chính phủ chặn các cánh cửa đi vào nền kinh tế hợp pháp, điều này có thể làm suy yếu nghiêm trọng tính lỏng của các phương tiện giao dịch trong thị trường chợ đen và làm tăng vọt chi phí sử dụng chúng so với tiền mặt.

Để kết thúc cuộc thảo luận về tham nhũng của chúng ta theo một cách sáng sửa hơn, những cố gắng ban đầu của chính quyền Modi ở Ấn Độ là một nỗ lực thú vị khi sử dụng

Internet để tránh các quan chức tham nhũng. Ấn Độ nổi tiếng với “giấy phép Raj”, uyển ngữ cho hệ thống quy định độc đoán được thiết kế để tạo nhiều cơ hội cho các quan chức đòi hỏi lож. Giấy phép Raj từ lâu đã là một cái ách quá lớn đối với tiến trình phát triển kinh tế của Ấn Độ. Sau khi ông Narendra Modi được bầu làm thủ tướng vào tháng 5/2014, một trong những kế hoạch đầu tiên mà ông đưa ra là cho phép người Ấn Độ nộp đơn đăng ký trực tuyến cho nhiều loại giấy phép, thanh toán điện tử và do đó loại bỏ tình trạng hối lộ tiền mặt thường xảy ra tại cục cấp phép của tòa thị chính. Ý tưởng cấm thanh toán tiền mặt như một cách để hạn chế tham nhũng cũng đã được sử dụng ở Hồng Kông (Trung Quốc), vì vậy bạn có thể sẽ không có cả cơ hội thanh toán lệ phí hội viên phòng tập gym hàng tháng bằng tiền mặt. Như chúng ta sẽ thảo luận trong Chương 13 về các vấn đề quốc tế, xóa bỏ tiền mặt không phải là một lựa chọn thực tế trong tương lai gần ở hầu hết nền kinh tế đang phát triển, vì đơn giản là họ không có hạ tầng thanh toán để duy trì một hệ thống chủ yếu là thanh toán điện tử. Tuy nhiên, đối với một số quốc gia đang phát triển, đơn giản là chỉ cần loại bỏ đồng tiền của các quốc gia phát triển ra khỏi nền kinh tế cũng mang lại lợi ích rất lớn.

### ***Buôn bán người, buôn lậu người và lợi dụng người di cư***

Buôn bán người là một lĩnh vực lớn khác của tội phạm quốc tế, trong đó tiền mặt đóng một vai trò đáng ngờ. Bộ Ngoại giao Mỹ đã thể hiện nỗ lực toàn cầu mạnh mẽ cho

mục tiêu ngăn chặn nạn buôn bán người ở Mỹ và trên phạm vi quốc tế. Mặc dù thực sự không một ai tranh cãi về việc vấn đề này đang lây lan, nhưng những nỗ lực định lượng nó và tạo ra một thước đo trên toàn cầu đang mắc phải vô số những vấn đề về phương pháp luận, thống kê và khái niệm. Những vấn đề này phần nào bắt nguồn từ các định nghĩa và năng lực thể chế khác biệt giữa các quốc gia<sup>1</sup>.

Tuy nhiên, Tổ chức Lao động quốc tế (ILO) đã đưa ra một số thống kê được trích dẫn rộng rãi, mà có thể gợi ý về quy mô và phạm vi của vấn đề, ngay cả khi chúng bị coi là rất mơ hồ<sup>2</sup>. Theo ILO, khoảng 21 triệu người là nạn nhân của nạn cưỡng ép lao động, trong đó có 11,4 triệu người là phụ nữ và trẻ em gái. Trong số các nạn nhân này, 19 triệu người bị các cá nhân hoặc doanh nghiệp tư nhân lợi dụng, số còn lại là nhà nước hoặc các nhóm nổi dậy; 4,5 triệu người là nạn nhân của nạn lợi dụng tình dục cưỡng ép.

Nhiều bằng chứng từ cơ quan hành pháp các quốc gia cho thấy, nạn buôn bán người làm nô lệ tình dục vào Tây Âu đang lan rộng, đặc biệt là từ Đông Âu và các nước trước đây thuộc Liên Xô, thường sử dụng các quảng cáo giả về việc làm. Ví dụ, Chính phủ Pháp ước tính rằng, phân lớn trong số 20.000 người trong ngành kinh doanh tình dục của Pháp có 90% là người nước ngoài, nhiều khả năng là nạn nhân của nạn buôn bán người, với mạng lưới buôn bán người mở

---

1. Bộ Ngoại giao Mỹ (2015). Văn phòng Liên hợp quốc về ma túy và tội phạm (2014, tr. 30) thảo luận về các vấn đề. Xem thêm Schneider và Rudolph (2013).

2. Tổ chức Lao động quốc tế (2012).

rộng ra ngoài Paris đến Lille và Nice<sup>1</sup>. Đây không chỉ là vấn đề của châu Âu; nó cũng là một vấn đề phổ biến ở Trung Đông. Ngay cả ở Mỹ, báo chí cũng thường xuyên công bố điều tra về cách mà các cô gái trẻ bị dụ dỗ từ những nơi như vùng Trung Tây vào cuộc sống mại dâm ở New York và những nơi khác ở vùng Đông Duyên hải. Các nỗ lực ngăn chặn nạn mại dâm cưỡng ép lại phải đương đầu với vấn đề cực kỳ sinh lợi nhuận: ILO ước tính trên toàn thế giới, lợi nhuận hằng năm từ mỗi nạn nhân của nạn lạm dụng tình dục là 21.800 USD, mặc dù con số này cao hơn nhiều ở các quốc gia phát triển, có lẽ vào khoảng 100.000 USD<sup>2</sup>.

### **Nhập cư bất hợp pháp và kiểm soát biên giới**

Lợi dụng lao động di cư là một lĩnh vực chủ đạo khác cũng tiêu tốn tiền mặt trên toàn chuỗi, từ buôn lậu lao động qua biên giới (buôn lậu người) đến các doanh nghiệp trả lương cho người di cư ngoài sổ sách, một hoạt động phổ biến trong ngành nông nghiệp và xây dựng trên khắp thế giới (Một bộ phim liên hệ kinh điển là *Moonlighting* của Jerzy Skolimowski năm 1982, do Jeremy Irons thủ vai chính, đã mô tả sự đồng cảm với cuộc sống khắc nghiệt của người thợ mộc Ba Lan làm việc bất hợp pháp và ngoài sổ sách ở Anh).

Ước tính về tổng số lao động di cư là khoảng 230 triệu người trên toàn thế giới<sup>3</sup>. Theo Văn phòng Liên hợp quốc về

---

1. Bộ Ngoại giao Mỹ (2015, tr.159).

2. Tổ chức Lao động quốc tế (2014, tr.16); Tổ công tác hành động tài chính (Groupe d'action Financière) (2011, tr.17).

3. Bộ Ngoại giao Mỹ (2015, tr.38).

ma túy và tội phạm, Tổ chức Lao động quốc tế và Bộ Ngoại giao Mỹ, lao động di cư rất dễ bị lợi dụng. Tất nhiên, từ thập niên 1960 và 1970, nhà hoạt động xã hội người Mỹ gốc Mêhicô César Chávez nổi tiếng vì cống hiến cả cuộc đời để cải thiện tình trạng đối xử với những người lao động ở nông trại lưu động, đã đạt được những thành công quan trọng ở California và Florida và gây ảnh hưởng đến luật pháp được ban hành trên khắp nước Mỹ. Tuy nhiên, với số lượng lao động bất hợp pháp khổng lồ tiếp tục tràn vào Mỹ và các nền kinh tế phát triển khác, tình trạng lợi dụng lao động di cư vẫn là một vấn đề cấp bách.

Nhập cư bất hợp pháp là một quá trình sử dụng nhiều tiền mặt và sự tồn tại của tiền mặt khiến việc kiểm soát biên giới của các quốc gia khó khăn hơn rất nhiều. *Thứ nhất*, người di cư thường phải trả tiền mặt cho kẻ buôn lậu để được đưa qua biên giới: 1.000-3.500 USD mỗi người từ Mêhicô sang Mỹ và 3.000-10.000 USD từ Trung Á sang Tây Âu, theo báo cáo của Tổ công tác hành động tài chính năm 2011<sup>1</sup>. *Thứ hai* và quan trọng hơn nhiều, các doanh nghiệp lựa chọn sử dụng lao động di cư bất hợp pháp vì có thể trả lương cho họ bằng tiền mặt để giảm nguy cơ bị phát hiện. Chính nhu cầu cuối cùng này của người thuê lao động đã làm trầm trọng hóa hơn phần lớn tình trạng di cư bất hợp pháp<sup>2</sup>.

---

1. Tổ công tác hành động tài chính (Groupe d'action Financière) (2011, tr.16).

2. Nhiều vấn đề được thảo luận trong chương này có thể được minh họa rõ nét thông qua ngành xây dựng. Mặc dù hiển nhiên có nhiều công ty tuân thủ đầy đủ luật pháp và quy định, nhưng các nhà thầu xây dựng vẫn là nguồn gốc rác rối thường xuyên cho các cơ quan thuế, nhập cư và hành pháp.

Mức độ nhập cư bất hợp pháp khác nhau rất xa giữa các quốc gia vì một điều, người nhập cư gặp khó khăn hơn nhiều khi mức độ hòa nhập với các quốc gia là khác nhau. Trong một xã hội đồng nhất như Mỹ, người nhập cư trái phép (những cư dân không có tư cách pháp nhân) chiếm hơn 11 triệu người, tương đương 3,5% dân số<sup>1</sup>. Con số ước tính của châu Âu thấp hơn, khoảng 0,25-0,60% tổng dân số ở Pháp và Đức, 0,02-0,09% ở Đan Mạch và 1,5-1,9% ở Hy Lạp<sup>2</sup>. Tuy nhiên, vấn đề này gần như cũng gây tranh cãi khắp châu Âu giống như ở Mỹ.

Bất kể một người có lập trường ra sao về nhập cư hợp pháp, cũng rất ít tranh luận với quan điểm rằng, trong những hoàn cảnh bình thường, các quốc gia có chủ quyền được quyền kiểm soát biên giới và quyết định chính sách nhập cư của họ. Vấn đề này ngày càng trở nên đáng chú ý ở các nền kinh tế phát triển. Một số chính trị gia Mỹ đang đề xuất những biện pháp cực đoan, chẳng hạn như xây dựng một hàng rào dây thép gai khổng lồ dọc biên giới Mỹ - Mêhicô, giống như Hunggari và các quốc gia châu Âu khác đang cân nhắc. Tuy nhiên, dường như có rất ít nhận thức về việc người chủ thường xuyên thuê lao động bất hợp pháp sẽ khó khăn và rủi ro hơn đến mức nào nếu họ không thể trả lương bằng tiền mặt và việc loại bỏ tiền giấy dường như là một cách khắc phục hiệu quả hơn nhiều

---

1. Trung tâm nghiên cứu Pew (2014).

2. Dustman và Frattini (2012, bảng 2). Các ước tính là của năm 2009.

so với các biện pháp thay thế đang được xem xét. Thật vậy, một lần nữa, các khoản thanh toán ẩn danh có thể được thực hiện bằng các cách thức khác ngoài tiền mặt, từ thẻ trả trước, tín dụng Amazon đến các loại tiền ảo. Tuy nhiên, tất cả đều kéo theo rủi ro và chi phí của chúng và chính sách của chính phủ có thể được định hướng tới việc khuếch đại những rủi ro và chi phí này. Kiểm soát biên giới nhiều khả năng sẽ trở thành vấn đề ngày càng nóng trong tương lai và cải thiện việc kiểm soát này phải được xem là một lợi ích tiềm tàng chủ đạo của việc loại bỏ hoặc hạn chế sử dụng tiền mặt. Ngay cả vậy, bất kỳ kế hoạch loại bỏ hoàn toàn tiền mặt nào cũng cần giải quyết vấn đề ân xá cho những người nhập cư bất hợp pháp hiện tại. Cho phép có thời gian để xử lý vấn đề nhập cư bất hợp pháp là một trong nhiều lý được đề xuất trong Chương 7 nhằm giữ lại tiền mệnh giá nhỏ để lưu thông trong một khoảng thời gian không xác định.

Để nói cho rõ, tôi ủng hộ mạnh mẽ việc cho phép di cư hợp pháp đang gia tăng vào các nước có nền kinh tế phát triển. Bất kỳ nhà kinh tế nào chú ý đến bất bình đẳng thu nhập và tài sản đều có thể nhận ra rằng, bất chấp những tiến bộ to lớn của ba thập kỷ qua, chênh lệch giữa các quốc gia đơn giản là đã che đậy đi vấn đề bất bình đẳng trong nước mà Thomas Piketty và những người khác đang lo lắng. Người đoạt giải Nobel năm 2015, Angus Deaton, tác giả cuốn sách *The Great Escape* (Tạm dịch: *Cuộc tẩu thoát vĩ đại*) năm 2013, đã quyết liệt đưa ra quan điểm này. Những cuộc di cư quốc tế từ các quốc gia nghèo sang các quốc gia

phát triển sẽ tạo ra phúc lợi to lớn cho những người nhập cư. Vấn đề này nhiều khả năng sẽ trở thành một mối quan tâm nhân đạo quan trọng hơn nữa nếu như, mà có lẽ sẽ là như vậy, biến đổi khí hậu khiến cho một số khu vực trên thế giới hiện nay có mật độ dân số dày đặc trở nên không thể sinh sống được. Người ta có thể hy vọng rằng, việc cho phép các quốc gia kiểm soát tốt hơn biên giới của họ có thể đưa ra một cuộc tranh luận lý trí hơn về chính sách nhập cư, mặc dù tôi thừa nhận điều đó có thể là hơi lạc quan.

### ***Chủ nghĩa khủng bố***

Chủ nghĩa khủng bố có thể là một động lực lớn nhất cho các sáng kiến chống rửa tiền trên toàn cầu và các hạn chế đối với giao dịch ẩn danh, trong đó có tiền mặt. Các cuộc tấn công khủng bố ngày 11/9/2001 ở New York, Virginia và Pennsylvania đã dẫn tới việc Mỹ nỗ lực thắt chặt tình hình thực thi các quy định toàn cầu về rửa tiền, đặc biệt là báo cáo ngân hàng về các khoản tiền gửi và rút tiền mặt lớn. Để đối phó với các cuộc tấn công khủng bố tháng 11/2015 tại Paris, Ủy ban châu Âu đang đề xuất các quy tắc chặt chẽ hơn về tiền mã hóa và thẻ trả trước<sup>1</sup>. Khi cuốn sách này chuẩn bị xuất bản, Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB) cuối cùng đã quyết định ngừng in tờ 500 euro mới với một lý do quan trọng là giảm việc sử dụng chúng cho tài trợ

---

1. Francesco Gurarscio, “EU to Step Up Checks on Bitcoin, Prepaid Cards to Fight Terrorism”, *Reuters*, ngày 02/02/2016, có thể xem tại <http://uk.reuters.com/article/uk-eu-terrorism-financing-idUKKCN0VB1MK>.

khủng bố<sup>1</sup>. Tính cấp bách của cuộc chiến chống khủng bố, hơn bất cứ thứ gì khác, đã nghiêng cán cân về phía từ bỏ quyền bí mật riêng tư để tăng cường an ninh, đặc biệt là ở Mỹ.

Quy mô tiền mặt sử dụng trong hoạt động tài trợ khủng bố có lẽ không thể sánh bằng các hoạt động tội phạm khác và trốn thuế. Ngay cả ISIS (Nhà nước Hồi giáo tự xưng Irắc và Xyri), theo các thông tin có được thì đến giờ đây vẫn là tổ chức/nhà nước khủng bố có nguồn tài trợ lớn nhất trong lịch sử, chi tiêu khoảng 1-2 tỷ USD mỗi năm, một con số khiêm tốn so với một tập đoàn ma túy lớn. Chắc chắn, ISIS đã sử dụng tiền mặt rộng rãi, đặc biệt bằng cách cướp phá kho tiền mặt tại các lãnh thổ chiếm được<sup>2</sup>. Khía cạnh chống khủng bố của việc hạn chế tiền mặt cũng như các phương thức thanh toán ẩn danh và giả danh chắc chắn là quan trọng và cuối cùng có lẽ sẽ là chất xúc tác để hành động nhanh hơn. Tuy nhiên, trong quy mô nắm giữ tiền mặt toàn cầu, chủ nghĩa khủng bố là một yếu tố tương đối nhỏ.

### *Tiền giả*

Vấn đề tiền giả cũng cần phải được đề cập. Khi Cơ quan Mật vụ Mỹ được thành lập năm 1865, nhiệm vụ chính của nó là chống tiền giả. Vào thời điểm đó, khoảng 1/3 - 1/2 lượng cung tiền của Mỹ là tiền giả. Đến năm 2001, theo Bộ Ngân khố Mỹ, gần 0,01% số đôla Mỹ là tiền giả<sup>3</sup>; nghiên cứu của Cục Dự trữ Liên bang năm 2012 cũng ủng hộ tuyên

---

1. “ECB Ends Production and Issuance of €500 Banknote”, trang web của Ngân hàng Trung ương châu Âu, ngày 04/5/2016.

2. Tổ công tác hành động tài chính (2015); Johnson (2014).

3. Ngân hàng Dự trữ Liên bang San Francisco (2004).

bố này<sup>1</sup>. Ngay cả vậy, những quan sát thận trọng tại nhiều cơ sở bán lẻ về cách thức xử lý tiền mệnh giá lớn, ngay cả ở Mỹ, cho thấy một số thái độ cảnh giác là có nguyên do. Mặc dù tỷ lệ tiền giả rõ ràng là thấp, nhưng cũng thật khó tưởng tượng một chính phủ nào lại thừa nhận đồng tiền của mình có vấn đề lớn cho đến khi có một kế hoạch thuyết phục để giải quyết nó.

Chúng ta đã đề cập cách Bộ Ngân khố Mỹ lần lượt giới thiệu những tờ 100 USD được sửa đổi để giảm nhẹ mối đe dọa về tiền giả, gần đây nhất là tờ tiền nhiều màu sắc ban hành vào tháng 10/2013 với quá nhiều tính năng bảo mật không cần thiết. Những tờ tiền mới có lẽ nhằm mục đích chống lại các mối đe dọa như tờ “siêu đôla” huyền thoại của Cộng hòa Dân chủ nhân dân Triều Tiên làm giả tờ 100 USD. Khi các đặc vụ liên bang phát hiện ra chúng vào năm 2004 trong một vụ bắt giữ tại cảng Newark, họ nhận thấy những tờ siêu đôla này có cùng thành phần sợi như những tờ tiền thật, sử dụng cùng loại mực đổi màu công nghệ cao và gần như là hoàn hảo<sup>2</sup>.

Nhưng trong khi tờ 100 USD mới ngày càng phức tạp, thì công chúng phải mất bao lâu mới có thể hiểu đầy đủ về sự tinh vi của chúng để có thể phân biệt được tiền thật với tiền giả? Cuối cùng liệu họ có cần quét các tờ tiền và chạy qua một chương trình phức tạp, từ đó về cơ bản loại bỏ luôn một trong số ít lợi thế còn lại của tiền mặt?

---

1. Ví dụ, Judson và Porter (2012).

2. Stephen Mihm, “No Ordinary Counterfeit”, *New York Times*, ngày 22/7/2006. Trong những năm gần đây, Peru đã trở thành trung tâm hoạt động của tiền giả.

Vấn đề tiền giả là khá nghiêm trọng ở một số quốc gia. Ví dụ, trong những năm gần đây, vấn đề này ở Trung Quốc đã nghiêm trọng đến mức ngay cả các máy ATM cũng đã nhiễm đầy tiền giả. Nguy cơ về tiền giả đã khiến nhiều cửa hàng bán lẻ cảm thấy cần phải dùng máy quét xác minh trước khi nhận tiền. Để giải quyết vấn đề này, Chính phủ Trung Quốc đã bắt đầu giới thiệu những tờ tiền mới, chống làm giả tốt hơn vào cuối năm 2015. Chân dung của Mao Trạch Đông vẫn hiện hữu trên tờ 100 nhân dân tệ mới, nhưng bây giờ chúng có các tính năng như mực đổi màu khi nhìn ở các góc độ khác nhau. Nạn làm tiền giả đã được chứng minh là có thể khắc phục tại hầu hết quốc gia, nhưng nó cũng đòi hỏi sự đổi mới liên tục để có thể bắt kịp.

### *Sức khỏe cộng đồng*

Ngoài việc tạo điều kiện cho các hoạt động tội phạm, tiền giấy cũ có thể là một phương tiện lây lan bệnh tật<sup>1</sup>. Các nhà nghiên cứu tại Đại học New York đã phân tích tờ 1 USD và tìm ra hàng nghìn vi sinh vật, trong đó có hàng loạt các vi khuẩn, thậm chí là một số vi khuẩn kháng kháng sinh<sup>2</sup> cư ngụ trên đó. Mặc dù hầu hết mọi người đều nhận

---

1. Trong bài viết đầu tiên về loại bỏ tiền mặt, James Gleick (1996) nhấn mạnh đáng kể đến các rủi ro y tế cộng đồng liên quan đến tiền mặt. Warwick (2015) cũng nhấn mạnh mối lo ngại này.

2. Robert Lee Hotz, “You Shouldn’t Put Your Money Where Your Mouth Is”, *Wall Street Journal*, ngày 18/4/2014, có thể xem tại <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702303456104579489510784385696>. “NYU’s Jane Carlton on Sequencing Money”, *Genomeweb*, ngày 03/9/2016, có thể xem tại <https://www.genomeweb.com/sequencing/nyus-jane-carlton-sequencing-money-sewage-new-york-city-and-malaria-india>. Xem thêm Maron (2017).

thức được vấn đề vệ sinh liên quan đến việc sử dụng tiền mặt, người ta vẫn khó tưởng tượng tiền giấy có thể là tác nhân lan truyền của những đại dịch trong tương lai. Ở một số nước nhiệt đới, tình trạng lan truyền như vậy đã là mối đe dọa nghiêm trọng đối với sức khỏe cộng đồng<sup>1</sup>.

Một lần nữa, người ta có thể lập luận rằng màn hình cảm ứng dùng chung tại các máy tính tiền bán lẻ, máy ATM và các máy tương tự cũng có vấn đề riêng của chúng và một số công nghệ mới có thể gây ra mối lo ngại về sức khỏe lớn hơn cả các nguyên nhân từ tiền mặt. Nói chung, những lo ngại về vấn đề sức khỏe cộng đồng dường như không phải là tranh luận hàng đầu chống lại tiền mặt hiện nay.

Trong chương này và chương trước, chúng ta đã thấy được những tổn thất do tiền mặt gây ra lớn đến thế nào từ các hoạt động trốn thuế và tội phạm. Tiếp theo chúng ta sẽ xem xét các ngân hàng trung ương và kho bạc trực tiếp thu được bao nhiêu từ ngành in tiền giấy.

---

1. Ví dụ, xem Orji và các tác giả khác (2012) về ký sinh xâm nhập trên cả tiền giấy và tiền polymer ở Anambra của Nigeria.

## *Chương 6*

# **THUẾ IN TIỀN**

Các chính phủ được hưởng lợi nhuận đáng kể từ cơ chế độc quyền về tiền giấy, hầu như chỉ mất chi phí in ấn mà lại có thể được chi tiêu theo mệnh giá. Như chúng ta sẽ thấy, doanh thu từ tiền giấy là đáng kể, đây cũng là luận điểm phản đối mạnh mẽ nhất của các ngân hàng trung ương đối với việc loại bỏ tiền mặt. Ngoài việc từ bỏ lợi nhuận hằng năm mà các ngân hàng trung ương kiêm được từ việc cung cấp tiền mặt cho cả nền kinh tế hợp pháp và nền kinh tế ngầm (chúng ta gọi hoạt động sau là rửa tiền ngược), bất kỳ đánh giá nào về chi phí loại bỏ tiền mặt đều phải tính đến việc phát hành nợ chính phủ chịu lãi suất để mua lại tiền mặt có lãi suất bằng 0. Hiện tại, đó chưa phải vấn đề quá lớn, vì lãi suất ngắn hạn của các khoản nợ về cơ bản là bằng 0, nhưng chắc chắn không có gì bảo đảm rằng chúng sẽ vẫn duy trì ở mức thấp này trong dài hạn. Nhưng chúng ta sẽ bắt đầu xem xét phần doanh thu mà các chính phủ đang kiếm được hiện nay.

Hầu hết mọi người đều nhận thức được “thuế lạm phát” mà chính phủ thu về khi giảm giá đồng tiền hiện hành bằng cách in thêm nhiều tiền mới hơn nhu cầu của nền

kinh tế, do đó gây ra lạm phát. Người nắm giữ tiền mặt đóng thuế dưới hình thức tiền mặt của họ bị giảm sức mua thực tế; chính phủ thu thuế hiệu quả bằng cách chi tiêu lượng tiền mặt được in. Nhưng các chính phủ cũng có thể kiếm lợi nhuận từ việc in tiền ngay cả khi không gây ra lạm phát, đơn giản bằng cách đáp ứng nhu cầu giao dịch ngày càng tăng, thường liên quan đến tăng trưởng cơ bản trong nền kinh tế. Nhu cầu cũng có thể tăng lên khi có một mức giảm chung trong lãi suất, từ đó làm giảm cái mà các nhà kinh tế học thường gọi là “chi phí cơ hội” của việc nắm giữ tiền tệ. Xu hướng giảm lãi suất và tỷ lệ lạm phát trong ba thập kỷ qua chắc chắn là yếu tố làm tăng nhu cầu về tiền giấy, bất chấp sự gia tăng của các phương tiện giao dịch thay thế. Và điều quan trọng là nhu cầu cũng có thể tăng lên do tăng trưởng trong nền kinh tế ngầm, ví dụ như, nếu thuế suất cao hơn thúc đẩy trốn thuế nhiều hơn hoặc nếu tỷ lệ tội phạm tăng lên. Phần lợi nhuận phi lạm phát của chính phủ từ việc in tiền thực sự là một khoản “tiền thuê” mà chính phủ thu được thông qua thực hiện độc quyền đối với tiền giấy.

Tổng lợi nhuận của chính phủ từ việc in tiền - bao gồm cả thuế lạm phát và tiền thuê độc quyền tích lũy bằng cách đáp ứng nhu cầu thực tế cao hơn - đôi khi được gọi là “thuê in tiền” (seigniorage), một thuật ngữ có nguồn gốc từ tiếng Pháp cổ là “seigneur”. Từ này có nguồn gốc từ thời tiền xu được làm bằng vàng, bạc và đồng. Từ này để chỉ chênh lệch giữa mệnh giá của tiền xu do chính phủ đúc và chi phí đầu vào, bao gồm cả vật liệu và chi phí sản xuất.

Tiền giấy định danh không bẩn vị tiếp tục đưa phuong thức này lên một tầm cao hơn. Theo Cục Dự trữ Liên bang, sản xuất một tờ 100 USD tốn 12,3 xu và sản xuất một tờ 1 USD tốn 4,9 xu<sup>1</sup>.

Nhắc đến thuế in tiền, mô tả của Marco Polo về việc tạo ra tiền giấy giống như thuật giả kim cũng không phải quá xa vời. Từ năm 2006 đến 2015, Chính phủ Mỹ đã kiểm được 0,40% GDP mỗi năm bằng cách in tiền mới và chi tiêu chúng. Năm 2015, lợi nhuận là gần 70 tỷ USD, đúng với mức trung bình 10 năm tính theo tỷ lệ phần trăm trên GDP. Ngân hàng Trung ương châu Âu kiểm được 0,55% mỗi năm, nếu đổi chiếu với GDP năm 2015 thì là khoảng 60 tỷ euro (tương đương 66 tỷ USD). Thật vậy, những khoản lợi nhuận này nhiều khả năng được khuếch đại nhờ mức lãi suất cực thấp sau cuộc khủng hoảng<sup>2</sup>, nhưng ngay cả trước khi chính sách lãi suất giảm xuống mức 0, Mỹ vẫn thu được trung bình 0,25% GDP. (Tính toán này không bao gồm thuế in tiền từ dự trữ ngân hàng điện tử,

---

1. Câu hỏi thường gặp trên trang web của Hội đồng Dự trữ Liên bang, “How much does it cost to produce currency and coin”, có thể xem tại [http://www.federalreserve.gov/faqs/currency\\_12771.htm](http://www.federalreserve.gov/faqs/currency_12771.htm). Chi phí này chưa bao gồm nhiều chi phí phụ (ví dụ: đếm tiền, lưu trữ, nhân sự phân phối tiền mặt), nhưng điểm cơ bản vẫn là chi phí in tờ 100 USD là không đáng kể so với giá trị của chúng. Để tìm hiểu thêm chi tiết về tiền xu, xem United States Mint (2014).

2. Thực vậy, nhu cầu tiền mặt ban đầu hoàn toàn có thể thu hẹp khi cuối cùng lãi suất tăng lên từ giới hạn gần 0, và sau vài năm, Cục Dự trữ Liên bang có thể sẽ thấy cần phải mua lại đôla để ngăn chặn lạm phát.

mức dự trữ tất nhiên sẽ tăng sau khi loại bỏ tiền giấy. Lợi nhuận của chính phủ sẽ phụ thuộc vào một loạt các yếu tố về quy định, chẳng hạn như mức dự trữ tối thiểu mà các ngân hàng sẽ bị buộc phải giữ trên lượng tiền gửi và mức lãi suất mà ngân hàng trung ương sẽ trả cho những khoản dự trữ này).

## ĐO LƯỜNG THUẾ IN TIỀN

Có hai cách hiểu về thuế in tiền trong bối cảnh hiện đại và cả hai cách đó đều quan trọng đối với tính thu hẹp quy mô của ngành in tiền giấy. Các tính toán ở trên đối với đồng euro và đồng đôla Mỹ dựa trên việc sử dụng khái niệm đơn giản và trực quan về “thuế in tiền”<sup>1</sup>. Khái niệm này đặt ra câu hỏi về mức độ mà chính phủ có thể chi tiêu vượt ngân sách hàng năm bằng cách in tiền và sử dụng chúng. Đây chắc chắn là cách hiểu của các vị vua thời Trung Cổ về thuế đúc tiền và vì nhiều mục đích, đó là điểm chính cần tập trung ở đây. Trở lại trường hợp của Mỹ, nếu lạm phát là 2%, khi đó thuế lạm phát trên lượng cung tiền giấy 1,4 nghìn tỷ USD do công chúng nắm giữ (bao gồm tiền mặt trong kho tiền) sẽ là 28 tỷ USD hay tương đương hơn 1/3 tổng lợi nhuận.

Thuế in tiền trong thời hiện đại không hoàn toàn thô sơ như thời Trung Cổ, ngay cả khi cùng thu về giá trị như nhau. Chính phủ thay vì phải in tiền và mua sắm trực tiếp,

---

1. Neumann (1992); về các vấn đề với định nghĩa chi phí cơ hội của thuế in tiền, xem Schmitt-Grohe và Uribe (1999).

thuế in tiền thời hiện đại là một quá trình gồm ba giai đoạn. Trong giai đoạn thứ nhất, chính phủ chi tiêu vượt quá ngân sách (nguồn thu thuế) và phát hành các khoản nợ chịu lãi suất để bù đắp cho phần chênh lệch. Trong giai đoạn thứ hai, ngân hàng trung ương - một công ty con của chính phủ - phát hành dự trữ ngân hàng điện tử (tiền điện tử tương đương tiền mặt) và dùng phần lợi nhuận để mua hết nợ chính phủ. Theo thời gian, ngân hàng trung ương thường kiểm được lợi nhuận vì các khoản nợ dài hạn mà nó mua thường trả lãi suất cao hơn dự trữ ngân hàng mà nó phát hành. Trong giai đoạn thứ ba, ngân hàng trung ương chuyển lại bất kỳ khoản thu nào vượt quá chi phí của nó cho chính phủ. Tất cả đều rất văn minh và nếu ngân hàng trung ương có sự độc lập đáng kể, thì hệ thống này không chỉ là để phô trương, như chúng ta sẽ thảo luận chi tiết trong Chương 12. Tuy nhiên, từ quan điểm kế toán, ba giai đoạn này về cơ bản giống hệt như việc chính phủ mua sắm trực tiếp bằng chính tiền chính phủ in ra. (Các chính phủ chuyên quyền và dân túy ngày nay đôi khi vẫn làm theo phương thức thời Trung Cổ, từ bỏ sự tinh tế của nghiệp vụ thị trường mở và cho ngân hàng trung ương điều các xe tải tiền mặt trực tiếp đến cho chính phủ chi tiêu. Thời đại Kirchner ở Argentina (2003-2015) nổi tiếng vì không coi trọng sự độc lập của ngân hàng trung ương).

Mặc dù thuế in tiền có lẽ là phương thức tự nhiên nhất, nhưng cũng có một phương thức thứ hai để tính toán doanh thu của thuế in tiền, đôi khi được gọi là

“thuế chi phí cơ hội của việc in tiền”. Cách tiếp cận thứ hai này đặt ra câu hỏi: nếu như chính phủ từ bỏ hoàn toàn độc quyền tiền tệ, rút khỏi ngành kinh doanh này và chỉ có thể dựa vào các khoản nợ để tài trợ cho bất kỳ thiếu hụt nào trong thu nhập trên mức chi tiêu (giống hệt như những kẻ nghèo chúng ta) thì sao? Hiện tại, lãi suất đang ở mức rất thấp; lãi suất trung bình mà Bộ Ngân khố Mỹ trả cho các khoản nợ có thể bán lại của mình vào tháng 3/2016 chỉ là 2,03%, vì vậy khoản nợ 1,4 nghìn tỷ USD sẽ chỉ tốn hơn 28 tỷ USD một năm<sup>1</sup>. Tuy nhiên, nếu lãi suất trung bình đổi với nợ chính phủ có thể bán lại ở mức “bình thường” hơn 4% (tương ứng với tỷ lệ lạm phát 2% và tốc độ tăng trưởng 2% trong thu nhập thực tế), khi đó thuế chi phí cơ hội của việc in tiền sẽ là 56 tỷ USD trên danh nghĩa (mặc dù trên thực tế, sau khi điều chỉnh theo lạm phát, chi phí của khoản nợ chịu lãi suất chỉ là 2% mỗi năm, hay 28 tỷ USD).

Hình 6.1 cho thấy doanh thu trung bình từ việc in tiền giấy theo tỷ lệ phần trăm trên GDP của một loạt các quốc gia sử dụng phương pháp thuế in tiền. Thụy Sĩ và Xingapo lần lượt có doanh thu trung bình là 0,60% và 0,62%, gần tương đương với mức 0,55% của khu vực sử dụng đồng euro. Canada và Anh thấp hơn nhiều, ở mức 0,18%. Trung Quốc không được liệt kê trong bảng này,

---

1. US Treasury Direct, “Interest Rates and Prices”, có thể xem tại [https://www.treasurydirect.gov/govt/rates/pd/avg/2016/2016\\_01.htm](https://www.treasurydirect.gov/govt/rates/pd/avg/2016/2016_01.htm).

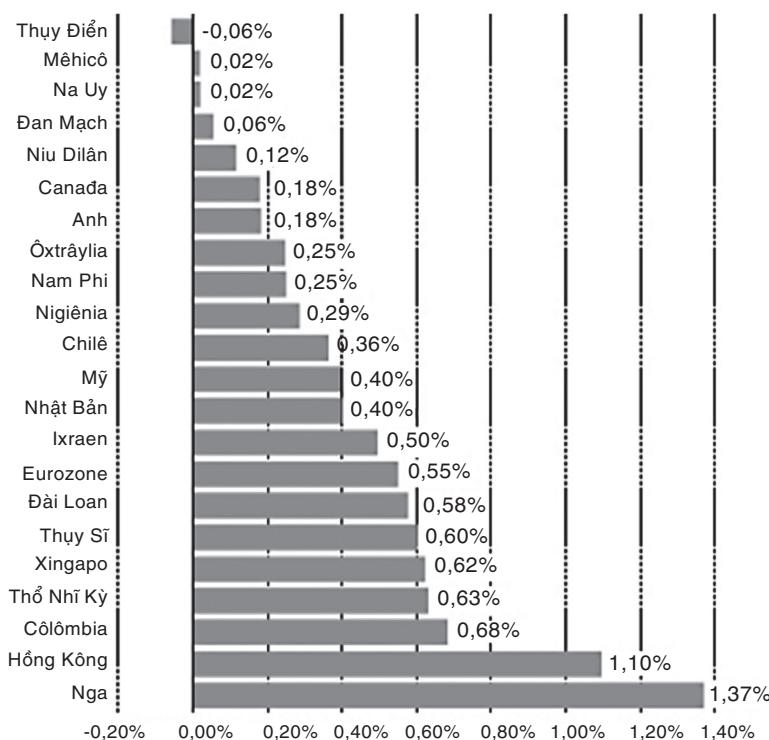
vì số liệu sẵn có không đủ, nhưng trong những năm gần đây, thuế in tiền giấy của họ đạt trung bình 0,5% GDP mỗi năm, đứng giữa Mỹ và khu vực sử dụng đồng euro<sup>1</sup>. Lợi nhuận từ thuế in tiền của phần lớn các quốc gia trong những năm gần đây chắc chắn đã bị phóng đại bởi mức lãi suất cực kỳ thấp. Con số của Mỹ có khả năng giảm xuống mức ổn định gần 0,3% GDP khi lãi suất trở lại bình thường và chỉ sau giai đoạn điều chỉnh, thuế in tiền sẽ ở mức thấp hoặc thậm chí là âm vì mọi người điều chỉnh danh mục đầu tư của họ từ tiền mặt sang tài sản chịu lãi suất. Doanh thu từ thuế in tiền ở Nga cao là vì chính phủ thu thuế suất cao do lạm phát cao, trên lượng tiền cơ sở lớn, nhờ truyền thống sử dụng tiền mặt lâu đời trong một hệ thống tham nhũng.

Ngay cả ở các mức cao hiện nay, tỷ lệ thuế in tiền trên GDP trong Hình 6.1 vẫn thấp hơn nhiều so với ước tính tương ứng được báo cáo về tình trạng trốn thuế ở Chương 5. Đối với Mỹ, mức độ trốn thuế ước tính là 2,7% chỉ tính trên thuế liên bang và có lẽ là cao hơn 1% nữa nếu tính cả thuế tiểu bang và địa phương. Như đã lưu ý trong Chương 5, mức độ trốn thuế ở châu Âu có thể còn lớn hơn nhiều.

---

1. Số liệu của Trung Quốc dựa trên thuế in tiền năm 2013, 2014 và 2015; nguồn: Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc. Boeschoten và Hebbink (1996) nỗ lực ước tính tổn thất thuế in tiền sau quá trình chuyển đổi sang tiền điện tử ở châu Âu.

**Hình 6.1. Doanh thu thuế in tiền/GDP,  
trung bình 2006-2015**



Nguồn: IMF, Thống kê Tài chính quốc tế; và các nguồn ngân hàng trung ương. Dữ liệu của Na Uy cho giai đoạn 2006-2014.

Đặc biệt đáng chú ý là Thụy Điển, nơi mà mức độ sử dụng tiền giấy và tiền xu trong công chúng đã giảm xuống từ năm 2007, không chỉ ở tỷ lệ tính trên GDP mà còn cả giá trị tuyệt đối. Do đó lợi nhuận từ in tiền được tính toán theo cách này là âm<sup>1</sup>. Thật vậy, Riksbank đã bắt đầu thảo luận

1. Để tìm hiểu thêm chi tiết về nhu cầu tiền mặt giảm dần của Thụy Điển từ năm 2007, xem Jochnick (2015).

đúng đắn về lý do vì sao trong dài hạn một ngân hàng trung ương nên tập trung vào sức mạnh của tổng thể nền kinh tế chứ không phải là báo cáo kết quả kinh doanh<sup>1</sup>. Thụy Điển là trường hợp tương đối đặc biệt trong kinh nghiệm này từ hậu quả của cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008, nhưng như đã đề cập ở trên, rất dễ tưởng tượng rằng nhu cầu tạm thời sẽ thu hẹp ở nơi khác khi lãi suất bắt đầu trở lại bình thường, trong trường hợp đó các ngân hàng trung ương khác có thể cũng trải qua hiện tượng tương tự. Lưu ý rằng Ngân hàng Trung ương Thụy Điển vẫn sẽ có được lợi nhuận trong hầu hết giai đoạn này bằng cách sử dụng định nghĩa thuế chi phí cơ hội của việc in tiền. Chúng ta sẽ quay lại kinh nghiệm của Thụy Điển trong Hộp 7.1 của Chương 7.

Doanh thu từ thuế in tiền chỉ chiếm một tỷ lệ tương đối khiêm tốn trên GDP trong nhiều thập kỷ. Đúng là trong thập niên 1970, lạm phát cao, doanh thu từ thuế in tiền giấy cao hơn đáng kể ở một số nước châu Âu. Ví dụ, từ năm 1974 đến 1978, doanh thu từ thuế in tiền (ngoài ngân hàng) dao động trong khoảng 2,2-2,7% hằng năm ở Hy Lạp, và 1,1-1,4% hằng năm ở Italia<sup>2</sup>. Nhưng với sự xuất hiện của các phương tiện thanh toán thay thế, bao gồm thẻ tín dụng và thẻ ghi nợ, mức cao này nhiều khả năng sẽ không lặp lại ở hầu hết các nước phát triển vốn hiếm khi xảy ra tình trạng lạm phát bất ngờ bùng phát nhanh chóng.

---

1. Xem Jochnick (2015).

2. Tính toán dựa trên dữ liệu từ Thống kê tài chính quốc tế của Quỹ Tiền tệ quốc tế (không rõ ngày tháng).

## DOANH THU TỪ THUẾ IN TIỀN SẼ SỤT GIẢM NHƯ THẾ NÀO?

Nếu tiền mặt cơ bản bị loại bỏ, mức độ sụt giảm về doanh thu từ thuế in tiền sẽ phụ thuộc phần nào vào lượng tiền mặt còn lại mà công chúng nắm giữ sau giai đoạn chuyển đổi. Ví dụ, giả sử thay đổi duy nhất là loại bỏ tiền mệnh giá lớn, trong trường hợp của Mỹ là tờ 50 USD và 100 USD. Theo phỏng đoán của tôi, điều này sẽ dẫn đến sự sụt giảm đáng kể về lượng cung tiền tệ ban đầu, chủ yếu là do tiền mệnh giá nhỏ sẽ kém phổ biến hơn tiền mệnh giá lớn trong nền kinh tế ngầm. Đến cuối năm 2015, chỉ có 3% nguồn cung đôla Mỹ là tiền mệnh giá 10 USD trở xuống và chỉ 16% nếu tính cả tiền mệnh giá 20 USD<sup>1</sup>.

Giả sử tổng lượng cung đôla Mỹ giảm 50%. Sau khi mua hết số tiền mặt này, nếu cần thiết sẽ bổ sung bằng một đợt phát hành trái phiếu Bộ Ngân khố đặc biệt, lượng cung tiền vẫn còn là 700 tỷ USD. Nếu nhu cầu về lượng tiền mặt còn lại tăng với tốc độ giống như 10 năm qua, Cục Dự trữ Liên bang vẫn có thể kiểm được 35 tỷ USD một năm, đủ để trang trải nhiều lần ngân sách hoạt động năm 2015 của Cục Dự trữ Liên bang là 4,3 tỷ USD.

Ngay cả khi doanh thu từ tiền giấy không còn, ngân hàng trung ương vẫn sẽ kiểm được tiền từ dự trữ ngân hàng điện tử, với lợi nhuận chính xác phụ thuộc vào lãi suất trả cho các ngân hàng, tương ứng với lãi suất mà

---

1. Hội đồng thống đốc của Cục Dự trữ Liên bang, “Currency in Circulation: Value”, có thể xem tại [https://www.federalreserve.gov/paymentsystems/coin\\_currccircvalue.htm](https://www.federalreserve.gov/paymentsystems/coin_currccircvalue.htm).

ngân hàng trung ương kiểm được trên tài sản của mình. Có thể tưởng tượng rằng, trong một thế giới điện tử hoàn toàn (trong đó tất cả cá nhân có thu nhập thấp sẽ nhận được tài khoản ghi nợ với trợ cấp rất lớn), nhu cầu dự trữ tại ngân hàng trung ương sẽ tăng, có thể là tương đối mạnh. Và quá trình này không hề là ngoại sinh. Chính phủ có thể kéo một trong rất nhiều “cần điều khiển” quy định của mình, ví dụ như thực hiện các biện pháp quyết liệt hơn trước để chấm dứt các quỹ thị trường tiền tệ vốn vẫn là giải pháp tránh né quy định trong môi trường hiện tại.

Trong trường hợp cực đoan, chính phủ có thể áp dụng một phiên bản của “Kế hoạch Chicago” trong thập niên 1930, về cơ bản cho phép các ngân hàng phát hành các công cụ giống tiền mặt, nhưng chỉ khi chúng được hỗ trợ 100% bằng nợ chính phủ, trong đó có thể bao gồm cả dự trữ ngân hàng trung ương<sup>1</sup>. Tên gọi này liên quan đến các nhà kinh tế học Chicago là Henry Simon, Frank Knight, Milton Friedman và Irving Fisher (trong đó Irving Fisher thực ra là giáo sư ở Đại học Yale), những người ủng hộ ý tưởng “chính sách ngân hàng thu hẹp” để giảm nhẹ các vấn đề rủi ro đạo đức<sup>2</sup> và loại bỏ tình trạng rút tiền gửi ôn áat khỏi ngân hàng (giả sử bản thân chính phủ hoàn toàn

---

1. Xem Benes và Kumhoff (2012) và Kotlikoff (2011).

2. Rủi ro đạo đức là một thuật ngữ kinh tế học và tài chính được sử dụng để chỉ một loại rủi ro phát sinh khi đạo đức của chủ thể kinh tế bị suy thoái. Rủi ro đạo đức là một kiểu thất bại thị trường này sinh trong môi trường thông tin phi đối xứng (BT).

đủ khả năng trả nợ). Một kế hoạch kiểu Chicago sẽ đánh dấu bước thay đổi quan trọng trong hệ thống tài chính và định hướng lại hoàn toàn dòng chảy của vốn trong nền kinh tế. Bằng cách mở rộng phạm vi độc quyền của chính phủ trên tất cả phương tiện giao dịch bán lẻ, chính phủ sẽ có thể huy động một lượng vốn khổng lồ, về cơ bản chiếm dụng một trong những cơ chế tài trợ chính của hệ thống ngân hàng tư nhân. Thật vậy, theo một số ước tính, dự trữ ngân hàng bắt buộc có thể lên đến 180% GDP, không còn chỉ để thay thế cho tất cả khoản thanh toán nợ chính phủ khác<sup>1</sup>. Trong trường hợp này, có thể hiểu rằng chính phủ sẽ phải mua các loại tài sản khác để tạo ra nguồn cung cần thiết cho nợ chính phủ “an toàn”. Giả định ở đây là các thị trường cho vay thay thế dành cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ sẽ phát triển, ví dụ như quỹ gộp các khoản vay<sup>2</sup>. Kế hoạch Chicago là biện pháp cực đoan. Nhưng vấn đề là chính phủ có thể kéo một trong rất nhiều “cần điều khiển” của mình để tăng lượng dự trữ, nếu họ muốn tăng thuế một cách hiệu quả trên cán cân thanh toán điện tử để thay thế cho phần doanh thu từ tiền giấy bị sụt giảm. Và nhân tiện, cách làm như vậy chỉ có thể tăng thêm tính ổn định của hệ thống tài chính.

---

1. Benes và Kumhoff (2012).

2. Cá nhân tôi thích kế hoạch của Admati và Hellwig (2013), trong đó duy trì rộng rãi các tổ chức hiện có nhưng buộc các công ty tài chính phải gây quỹ nhiều hơn trên thị trường chứng khoán và ít hơn trên thị trường nợ.

## CHI PHÍ CỦA VIỆC THAY THẾ TIỀN GIẤY BẰNG KHOẢN NỢ CHỊU LÃI SUẤT

Nếu một chính phủ loại bỏ hoàn toàn tiền giấy, một cách nghĩ hợp lý là họ sẽ phải từ bỏ cả thuế in tiền và thuế chi phí cơ hội của việc in tiền. Rõ ràng, họ phải từ bỏ thuế in tiền, vì họ sẽ không in tiền mới nữa. Nhưng đồng thời, họ sẽ phải phát hành các khoản nợ chịu lãi suất thông thường để mua lại số tiền mặt mà họ sẽ rút về. Do tỷ lệ tiền mặt trên GDP ở Mỹ là 7,4%, tỷ lệ nợ trên GDP của Mỹ sẽ tăng 7,4% khi tiền mặt bị loại bỏ. Như chúng ta đã tính toán, chi phí danh nghĩa hiện tại là khoảng 28 tỷ USD với mức lãi suất trung bình cực thấp hiện nay đối với nợ chính phủ. Nếu tỷ lệ lạm phát cũng là 2%, gánh nặng thực tế sẽ bằng 0, vì chính phủ có thể để khoản nợ (được dùng để mua lại tiền mặt) tăng 2% mà không làm thay đổi giá trị thực (đã điều chỉnh theo mức giá) của nó. Nhưng, như chúng ta vừa thảo luận, có nhiều khả năng lãi suất sẽ tăng, từ đó làm tăng chi phí tài trợ cho khoản nợ. Với mức lãi suất trung bình 4% trên khoản nợ và tỷ lệ lạm phát 2%, gánh nặng thực tế 28 tỷ USD mỗi năm sẽ được tính thêm vào khoản thuế in tiền là 70 tỷ USD một năm mà chính phủ sẽ từ bỏ, tổng cộng là 98 tỷ USD mỗi năm. (Nếu nền kinh tế có tăng trưởng thực tế, tỷ lệ chi phí trả nợ trên GDP sẽ giảm theo thời gian).

Thật ra, tính toán này nhiều khả năng là cao hơn thực tế. Nếu lãi suất thực tế trung bình đối với nợ chính phủ thực sự tăng lên 2% hay 3% (từ mức gần 0% hiện nay), thuế in tiền nhiều khả năng sẽ giảm đáng kể, thậm chí có thể trở

lại mức trước khủng hoảng là 30 tỷ USD mỗi năm. Chúng thậm chí có thể xuống mức âm trong một khoảng thời gian dài (như trường hợp của Thụy Điển) khi thế giới điều chỉnh giảm danh mục tiền giấy do lãi suất cao hơn. Việc xử lý có hệ thống các yếu tố đánh đổi, không chắc chắn và chi phí ròng dự kiến của kế hoạch loại bỏ tiền mặt sẽ cần phải được thực hiện để đánh giá chính xác các chi phí. Nhưng điểm chính là chính phủ sẽ phải phát hành nợ để xử lý bất kỳ phần hao hụt nào trong lượng cung tiền mặt, giả sử họ muốn kiểm soát lạm phát.

Tuy nhiên, có một khác biệt nhỏ quan trọng mà tôi sẽ đề cập ngay bây giờ thay vì chờ đến Chương 7, trong đó nêu chi tiết một kế hoạch loại bỏ hầu hết các loại tiền mặt. Ngay cả với một kế hoạch loại bỏ hoàn toàn tiền giấy thì cũng không nhất thiết phải mua lại tất cả tiền mặt. Điều này phụ thuộc nhiều vào việc chính phủ gây khó khăn đến mức nào cho các cư dân của nền kinh tế ngầm toàn cầu trong việc chào bán lượng tiền mặt tích trữ của họ. Các quy tắc chống rửa tiền hiện nay đã áp đặt các yêu cầu về báo cáo quan trọng đối với các ngân hàng khi có lượng tiền mặt lớn được ký gửi. Một kẻ buôn ma túy không thể nghiêm nhiên bước vào và gửi 10 triệu USD mà không gây chú ý.

Trong chế độ chuyển đổi tiền tệ tiêu chuẩn, chính phủ có động cơ mạnh mẽ để trấn an mọi người rằng mọi thứ sẽ giữ nguyên hiện trạng với mục đích không làm giảm nhu cầu trong tương lai cho sản phẩm của mình. Giả sử Nhật Bản quyết định hiện đại hóa đồng tiền của họ, tạo ra một “đồng yên mới” trị giá gấp 100 lần đồng yên cũ; tại thời điểm này

đồng yên có giá trị xấp xỉ 1/100 đồng đôla Mỹ, vì vậy đồng yên mới khi đó sẽ trao đổi với đồng đôla Mỹ theo tỷ lệ gần như là một đổi một. Để tiến hành cải cách tiền tệ, chính phủ sẽ bán tờ 100 yên mới để đổi lấy tờ 10.000 yên cũ, tờ 50 yên mới đổi lấy tờ 5.000 yên cũ, v.v.. Các chính phủ thường tái tạo đồng tiền của họ theo cách này sau một thời gian dài lạm phát, giả sử như sau một cuộc chiến tranh. Tất nhiên chính phủ muốn tận dụng cơ hội để trừng phạt những kẻ bất lương vì những tội ác của chúng trong quá khứ bằng cách gây khó khăn khi chúng muốn bán lại tiền mặt, nhưng như vậy nền kinh tế ngầm có thể trở nên cảnh giác hơn nhiều với việc nắm giữ đồng tiền trong nước, từ đó làm sụt giảm lợi nhuận từ thuế in tiền trong tương lai. Vì vậy, trong chế độ chuyển đổi tiền tệ thông thường, chính phủ thường quy định tương đối dễ dàng đổi với việc bán lại tiền mặt.

Tuy nhiên, nếu một quốc gia thực sự muốn loại bỏ tiền giấy thì họ không cần phải lo lắng quá nhiều về việc giảm bớt nhu cầu trong tương lai. Vì vậy, chính phủ đó ở vào vị thế thuận lợi để thể hiện thái độ quyết liệt hơn đối với tiền bẩn. Phỏng đoán của tôi là ngay cả với các yêu cầu về báo cáo dè dặt nhất, vẫn có một tỷ lệ tương đối của tất cả số tiền mặt sẽ không bao giờ được bán lại, có lẽ là 10% hoặc nhiều hơn. Nếu chính phủ kiên quyết duy trì các yêu cầu về báo cáo nghiêm ngặt hơn, tương tự như những yêu cầu hiện nay đối với các khoản tiền gửi lớn, thì hoàn toàn có thể có 20% hoặc nhiều hơn số tiền mặt sẽ không bao giờ được chào bán. Tất nhiên, con số này nhạy cảm với khung thời gian cho phép bán lại tiền mặt, các điều kiện chính xác, v.v.. Rõ ràng,

giả sử nếu khu vực sử dụng đồng euro áp dụng mạnh mẽ các cố gắng vây bắt tiền bẩn trong kế hoạch loại bỏ tờ 500 euro, tội phạm sẽ do dự hơn khi chuyển sang tích trữ tờ 200 euro bởi biết rằng những tờ tiền này cũng sẽ khó chuyển đổi khi đến lượt chúng bị loại bỏ.

Ngay cả khi bỏ qua khác biệt nhỏ này, thêm vào các chi phí tài chính thực tế (được điều chỉnh theo lạm phát) của khoản nợ cần thiết để mua lại tiền mặt, vẫn không phủ nhận được thực tế là lợi ích tiềm tàng từ việc giảm mức độ trốn thuế ít nhất cũng bù đắp được phần tổn thất khi từ bỏ thuế in tiền, ngay cả trong trường hợp cực đoan mà tất cả tiền mặt bị loại bỏ và chính phủ mua lại tất cả tiền bẩn theo đúng mệnh giá. Đối với Mỹ, phạm vi hợp lý cho tổn thất nguồn thu của chính phủ từ thu nhập thực tế trung hạn là từ 0,3% GDP (giả sử lãi suất thực tế của khoản nợ bằng 0 và doanh thu từ thuế in tiền có mức khiêm tốn hơn) đến 0,6% GDP (giả định doanh thu từ thuế in tiền duy trì ở mức 0,4% GDP và lãi suất thực tế tăng lên mức 3%). Một điểm khó thấy nhưng quan trọng: mặc dù chúng ta vẫn chưa đánh giá lợi ích tiềm tàng của việc quyết tâm phá vỡ giới hạn gần 0 với lãi suất âm, nhưng lợi ích này rất có thể là đặc biệt quan trọng nếu lãi suất danh nghĩa vẫn duy trì mức rất thấp trong một thời gian dài. Tuy nhiên, đây chính xác là viễn cảnh trong đó nhu cầu tiền mặt và thuế in tiền nhiều khả năng nằm ở mức cao nhất trong các ước tính của chúng ta. Chúng ta cũng đang xem xét về khả năng doanh thu cao hơn từ dự trữ điện tử sẽ gia tăng trong thế giới sử dụng ít tiền mặt hơn.

Đối với châu Âu, nhờ các nền kinh tế ngầm lớn, đặc biệt ở các quốc gia ngoại vi, tỷ lệ doanh thu từ thuế in tiền gần đây cao hơn (xấp xỉ 0,55% GDP so với 0,4% ở Mỹ) và tỷ lệ cung tiền mặt trên GDP cũng lớn hơn (10,1% so với 7,4%). Vì vậy, chi phí thực tế của việc loại bỏ tiền mặt tính trên GDP cũng lớn hơn và có thể dao động trong khoảng 0,4-0,8% GDP. Tuy nhiên, lợi ích của việc loại bỏ tiền giấy, đặc biệt là về doanh thu thuế cao hơn, cũng có khả năng cao hơn đáng kể. Thật vậy, lợi nhuận ròng từ việc loại bỏ tiền giấy ở châu Âu cũng có thể lớn hơn nhiều so với Mỹ.

Mỹ và khu vực sử dụng đồng euro ở châu Âu phần nào là ngoại lệ vì có nhu cầu lớn đối với đồng tiền của họ ở nước ngoài. Phép tính về việc loại bỏ tiền giấy thậm chí còn thuyết phục hơn đối với các nền kinh tế phát triển khác có đồng tiền chủ yếu được sử dụng trong nước. Tỷ lệ doanh thu từ thuế in tiền của Canada và Anh chưa bằng một nửa so với Mỹ và xấp xỉ 1/3 so với khu vực sử dụng đồng euro. Do đó chi phí cơ hội của việc rút khỏi ngành kinh doanh tiền giấy cũng thấp hơn tương ứng. Đối với Nhật Bản, tỷ lệ doanh thu từ thuế in tiền gần đây chỉ chiếm 0,4% GDP, nhưng tỷ lệ cung tiền mặt trên GDP lớn hơn nhiều, gần 19% (xem Hình 3.4). Điều này làm cho chi phí thực tế hằng năm của Nhật Bản cực kỳ nhạy cảm với lãi suất thực tế của khoản nợ được phát hành để mua lại tiền mặt, với ước tính thấp nhất là 0,3% GDP và cao nhất là 0,9% GDP. Con số thấp hơn có lẽ là hợp lý hơn nhiều. Mức độ nắm giữ tiền mặt đặc biệt cao ở Nhật Bản gần như chắc chắn phản ánh được phần nào thực tế là quốc gia này đã duy trì mức lãi suất

danh nghĩa gần như bằng 0 trong suốt hai thập kỷ. Nếu lãi suất thực tế đối với nợ của Nhật Bản vẫn duy trì gần mức hiện tại, chi phí của việc gánh khoản nợ phát hành để mua lại tiền mặt sẽ không đáng kể. Dù sao, nếu lãi suất thực tế trung bình mà Nhật Bản phải trả cho khoản nợ chính phủ khổng lồ của mình (hơn 130% GDP, ngay cả tính trên nợ ròng) tăng lên mức 3% từ mức hiện tại, quốc gia này sẽ gấp phải vấn đề lớn hơn nhiều vấn đề cung tiền mặt. Và ngay cả nếu Nhật Bản có thể ngăn chặn tình trạng vỡ nợ thì việc lãi suất thực tế tăng mạnh gần như chắc chắn sẽ dẫn đến nhu cầu tiền mặt trong dài hạn sụt giảm nhanh chóng.

### **TẦM QUAN TRỌNG VỀ KINH TẾ CHÍNH TRỊ CỦA THUẾ IN TIỀN**

Trong ba thập kỷ qua, việc các ngân hàng trung ương ở nhiều quốc gia ngày càng phát huy tính độc lập cao hơn có lẽ là chuyển biến cơ bản nhất trong chính sách kinh tế vĩ mô toàn cầu kể từ khi hệ thống tỷ giá hối đoái cố định Bretton Woods sụp đổ vào đầu thập niên 1970. Do đó, điều quan trọng là ngân hàng trung ương không bị biến thành “túi đấm chính trị” trong tiến trình loại bỏ tiền mặt, vì lợi nhuận của họ sẽ giảm mạnh. Ngoài việc là một nguồn thu nhập khiêm tốn nhưng hấp dẫn cho chính phủ, doanh thu từ thuế in tiền có tầm quan trọng về kinh tế chính trị trong việc hỗ trợ tính độc lập của ngân hàng trung ương. Thuế in tiền biến ngân hàng trung ương thành một trung tâm lợi nhuận khổng lồ vượt xa những chi phí cần thiết để vận

hành, cho phép họ chuyển phần còn lại vào ngân khố quốc gia. Khả năng sinh lợi lớn này cho phép các ngân hàng trung ương tùy ý trong việc vạch ra ranh giới giữa các khoản chi tiêu cần thiết và không cần thiết. Tiếp đến, sự tự do này cũng cho phép các ngân hàng trung ương giữ chân đội ngũ chuyên gia kinh tế vĩ mô nhằm giúp ngân hàng trung ương này có được đủ năng lực chuyên môn và tầm quan trọng đặc biệt trong chính phủ. Trình độ chuyên môn này cũng giúp họ chuẩn bị tốt hơn trong việc xử lý khủng hoảng. Khi đó một câu hỏi hợp lý sẽ là: sự độc lập này có thể được duy trì bằng cách nào nếu doanh thu từ in tiền giấy sụt giảm?

Tính độc lập của ngân hàng trung ương là một vấn đề rất quan trọng, nhưng miễn là chúng ta sống trong một thế giới mà dự trữ điện tử tại ngân hàng trung ương là thước đo giá trị trên thực tế và là phương tiện thanh toán các giao dịch tài chính liên ngân hàng, dường như các ngân hàng trung ương sẽ có thừa doanh thu từ tiền điện tử để trang trải chi phí vận hành của họ trong hầu hết trường hợp. Một cách để bảo vệ các ngân hàng trung ương trong quá trình chuyển đổi sang nền kinh tế sử dụng ít tiền mặt hơn là phát hành một trái phiếu kho bạc đặc biệt để thu về một phần đáng kể tiền mặt, vì vậy gánh nặng sẽ không rơi toàn bộ vào ngân hàng trung ương. Bất chấp những thách thức đối với tính độc lập của ngân hàng trung ương, thật khó để bảo vệ thực trạng ngân hàng trung ương kiểm thêm lợi nhuận kềch sù bằng cách cung cấp một công cụ tài chính quan trọng cho nền kinh tế ngầm và hoạt động tội phạm trên toàn thế giới.

## *Chương 7*

# **MỘT KẾ HOẠCH LOẠI BỎ HẦU HẾT TIỀN GIẤY**

**S**au khi trình bày những hạn chế nghiêm trọng của tiền giấy, chúng ta đã sẵn sàng để chuyển sang câu hỏi thực tế về việc (hầu hết) tiền giấy có thể được loại bỏ như thế nào. Điều này có vẻ hơi vội vàng, khi biết rằng, ngoại trừ doanh thu từ thuế in tiền, chúng ta mới chỉ thảo luận lướt qua nhiều đặc tính hữu ích của tiền giấy: bảo toàn quyền riêng tư, đối phó với tình trạng mất điện và các trường hợp khẩn cấp khác, an ninh từ tội phạm mạng, cung cấp phương tiện trao đổi cho các cá nhân thu nhập thấp không sử dụng ngân hàng và đạt được cái mà các chuyên gia gọi là thanh toán bù trừ thời gian thực. Trên tất cả còn là tính trì trệ và thói quen; nhiều người không muốn phải đổi phó với bất kỳ thay đổi nào. Lý do trì hoãn thảo luận những vấn đề này cho đến giờ là vì chúng ta sẽ dễ dàng đánh giá hơn khi vấn đề này được đặt trong bối cảnh của một đề xuất cụ thể.

Đề xuất ở đây được xuất phát từ ba nguyên tắc hướng dẫn. *Thứ nhất*, mục tiêu trên hết là gây khó khăn hơn cho việc tham gia vào các giao dịch ẩn danh, không thể truy dấu lặp đi lặp lại và trên quy mô lớn. Mục đích liên

quan chính là gây khó khăn hơn cho việc vận chuyển bí mật và lưu trữ số lượng lớn tiền mặt. Ý tưởng là giảm thiểu việc sử dụng số lượng lớn tiền mặt trong hoạt động trốn thuế hay các hoạt động phi pháp. Phần lớn việc sử dụng tiền mặt cho các giao dịch lớn hợp pháp ngày càng trở nên lỗi thời và không cần thiết, ít nhất là ở các nền kinh tế phát triển.

*Thứ hai*, tốc độ chuyển đổi cần chậm, quá trình thay đổi được kéo dài trong ít nhất 10-15 năm. Phương pháp dần dần từng bước giúp tránh khỏi tình trạng gián đoạn quá nhiều và để các tổ chức và cá nhân có thời gian thích nghi. Các nhà chức trách sẽ được đặt vào thế phải thực hiện các điều chỉnh khi các vấn đề phát sinh và khi các phương án mới xuất hiện. Đây là một điểm quan trọng rõ ràng, với bất kỳ quá trình chuyển đổi trong thời gian dài nào, công nghệ mới và các vấn đề mới sẽ xuất hiện và bất kỳ kế hoạch thực tiễn nào cũng có khả năng này.

*Thứ ba*, điều cần thiết là những người nghèo và không sử dụng ngân hàng được tiếp cận tài khoản ghi nợ cơ bản miễn phí (hoặc cái tương tự trong tương lai) và cũng có thể là điện thoại thông minh cơ bản, như một số quốc gia đã thực hiện hoặc đang cân nhắc. Lý tưởng nhất là chính phủ sẽ trực tiếp chịu khoản chi phí này, mặc dù cũng có thể được áp đặt cho các ngân hàng mà cuối cùng sẽ chuyển tiếp chi phí này sang các khách hàng trả tiền. Trong hệ thống hiện tại, vấn đề hạn chế tiếp cận dịch vụ tài chính (financial exclusion) đang áp đặt chi phí cao cho người nghèo (chẳng hạn như chi phí cao cho dịch vụ đổi tiền mặt từ séc hoặc

chuyển tiền) và có thể lập luận thuyết phục về việc cung cấp khả năng tiếp cận dịch vụ tài chính tốt hơn ngay cả trong hệ thống hiện tại. Các chi phí là tương đối nhỏ so với việc cung cấp dịch vụ y tế phổ thông và những lợi ích tiềm năng là rất lớn.

Về quyền riêng tư, điều quan trọng là phải tách biệt giữa bảo vệ khỏi sự rình rập của chính phủ và bảo vệ khỏi người thân, bạn bè, người thuê lao động hoặc các tổ chức tư nhân khác. Tất nhiên, mọi người sẽ luôn muốn giữ bí mật một số khoản chi tiêu hoặc thu nhập với vợ, chồng, cha mẹ và bạn bè. Chính phủ hoàn toàn có thể cho phép các giao dịch như vậy miễn là chúng không kéo theo những khoản chi tiêu và thu nhập lớn tái diễn thường xuyên và hoàn toàn giấu giếm chính phủ. Và cũng cần phải có cách thức cho phép các khoản chi tiêu tương đối nhỏ được giữ bí mật, thậm chí với chính phủ, giả sử như đến khoảng vài trăm đôla Mỹ hoặc tương đương, hoặc có thể cao hơn một chút nữa.

Về nguyên tắc, mục tiêu trên hết là tìm thế cân bằng giữa việc cho phép các giao dịch nhỏ được ẩn danh trong khi buộc các khoản thanh toán lớn ẩn danh phải thông qua các phương tiện giao dịch kém tính lỏng và có chi phí cao thay vì sử dụng tiền mặt. Hệ thống hiện tại đã hoàn toàn thất bại trong việc tạo ra thế cân bằng đó. Một lần nữa, đề xuất ở đây minh họa các nguyên tắc chung theo một cách cụ thể, nhưng tất nhiên vẫn có chỗ cho các thay đổi và cải tiến quan trọng. Mục tiêu không phải là một nỗ lực viển vông muốn dập tắt tất cả hoạt động phi pháp và trốn thuế mà là

gây khó khăn và tốn kém hơn cho việc tiến hành các hoạt động này theo cách nặc danh.

Ở phần sau của chương này, chúng ta sẽ xem xét các vấn đề thực tiễn, chẳng hạn như “làm sao để đối phó với mất điện?” hay “phải chăng việc loại bỏ tiền giấy sẽ khiến chúng ta dễ gặp phải tội phạm mạng hơn?”. Người ta có thể nghĩ đến vô số những cách phản đối sự thay đổi, nhưng hầu hết là khá nồng cạn và có thể dễ dàng giải quyết, đặc biệt là trong một giai đoạn chuyển tiếp dài.

Chúng ta cũng sẽ không thảo luận về các vấn đề xung quanh chính sách lãi suất âm cho đến Phần II của cuốn sách. Một mặt, hoàn toàn có thể loại bỏ tiền giấy và đồng thời cấm ngân hàng trung ương áp đặt lãi suất âm (mặc dù đây sẽ là một sai lầm). Và mặc dù loại bỏ tiền giấy chắc chắn là một cách khéo léo để cho phép lãi suất âm, thì vẫn còn những ý tưởng khác để có thể thực hiện điều này và chúng ta sẽ bàn đến những lựa chọn thay thế đó vào thời điểm thích hợp. Quan trọng hơn, có thể kết hợp các phương pháp tiếp cận, đặc biệt là trong tiến trình chuyển đổi để loại bỏ tiền giấy. Trong phạm vi mà lãi suất âm trở thành mục tiêu trung tâm, cần phải có những bước chuyển tiếp và điều chỉnh tiếp theo để phát huy hết hiệu quả của chính sách lãi suất âm.

Hãy bắt đầu từ việc các quốc gia có thể muốn ở đâu trong dài hạn. Một lần nữa, kế hoạch ở đây nhằm mục đích minh họa các ý tưởng và có thể được điều chỉnh và cải tiến theo nhiều hướng.

### **Kế hoạch không sử dụng tiền giấy trong dài hạn**

1. VIỆC LOẠI BỎ TIỀN GIẤY: Tất cả tiền giấy dần dần được loại bỏ, bắt đầu với các mệnh giá từ 50 USD trở lên (hoặc ngoại tệ tương đương), tiếp theo sau đó là mệnh giá 20 USD, chỉ để lại mệnh giá 1 USD, 5 USD và (có thể là) 10 USD. Những mệnh giá nhỏ này sẽ được giữ lại lưu hành trong một khoảng thời gian không xác định. Trong giai đoạn cuối cùng, các mệnh giá nhỏ sẽ được thay thế bằng tiền xu mệnh giá tương đương có trọng lượng đáng kể.

2. TIẾP CẬN DỊCH VỤ TÀI CHÍNH PHỔ THÔNG: Chính phủ cung cấp cho mọi cá nhân các phương án tiếp cận tài khoản thẻ ghi nợ/điện thoại thông minh miễn phí có chức năng cơ bản thông qua ngân hàng hoặc một phương án từ chính phủ. Điều này có thể được tiến hành chủ yếu bằng cách thực hiện các khoản chuyển giao thu nhập của chính phủ qua tài khoản ghi nợ sau khi chúng được tạo lập.

3. QUYỀN RIÊNG TỰ: Khung pháp lý và quy định nhằm ngăn cản các cách thức thực hiện các khoản thanh toán quy mô lớn khác mà chính phủ có thể hoàn toàn không biết.

4. THANH TOÁN BÙ TRỪ THỜI GIAN THỰC: Đây là một vấn đề về mặt kỹ thuật, nhưng là điểm quan trọng. Chính phủ hỗ trợ thúc đẩy phát triển “mạng lưới đường ray” của hạ tầng thanh toán để đạt được thanh toán bù trừ (gần như) theo thời gian thực cho hầu hết giao dịch.

Chúng ta sẽ thảo luận lần lượt từng mục.

## **VIỆC LOẠI BỎ TIỀN GIẤY**

Các mệnh giá lớn nhất, mà đến nay là rắc rối nhất, phải được loại bỏ đầu tiên. Trong trường hợp của Mỹ, những tờ tiền có mệnh giá lớn nhất là 50 USD và 100 USD. Cách tiếp cận đơn giản nhất là thực hiện theo kế hoạch chi tiết của Canada, đó là bắt đầu loại bỏ tờ 1.000 đôla Canada vào năm 2000, hay Xingapo bắt đầu loại bỏ tờ 10.000 đôla Xingapo vào năm 2014. Thụy Điển cũng làm điều tương tự vào năm 2013 với tờ 1.000 krona của mình, những ví dụ này được trình bày chi tiết hơn trong Hộp 7.1. Mỹ có thể đơn giản là ngừng in mới tờ 100 USD và 50 USD, đồng thời chỉ đạo các tổ chức tài chính gửi trả bất kỳ tờ tiền nào đi vào hệ thống về cho ngân hàng trung ương để đổi và tiêu hủy. Theo thời gian, các tờ tiền mệnh giá lớn dần dần sẽ giảm xuống một tỷ lệ nhỏ trong tổng lượng tiền mặt. Nhân tiện, một số độc giả tinh tường có thể đặt ra câu hỏi: trong giai đoạn chuyển đổi, liệu các tờ tiền mệnh giá lớn trên thực tế có thể được bán với giá cao hơn, vì lúc này nguồn cung đang khan hiếm và ngân hàng trung ương không còn sẵn sàng in thêm khi cần thiết để giữ giá của tất cả tờ tiền ngang bằng với mệnh giá. Trong trường hợp này, những El Chapo Guzmán của thế giới tội phạm có thể thu được lợi nhuận lớn từ lượng nắm giữ tiền mặt của họ. May thay, điều này hầu như không phải vấn đề, vì những người nắm giữ các tờ tiền mệnh giá lớn hiện có cũng sẽ phải lo lắng về khả năng chính phủ có thể bắt đầu yêu cầu rất nhiều thông tin từ bất cứ ai tìm cách trả lại chúng ở ngân hàng, hay tệ hơn,

đơn giản là tuyên bố chúng vô hiệu lực và vô giá trị. Thật vậy, nhiều khả năng các tờ tiền mệnh giá lớn sẽ phải bán với giá thấp hơn chứ không phải là cao hơn.

Việc loại bỏ dần dần các tờ tiền mệnh giá lớn có thể mất vài thập kỷ, nhưng có những cách tiếp cận nhanh hơn. Chẳng hạn, chính phủ có thể định ngày hết hạn cho các tờ tiền mệnh giá lớn. Những người nắm giữ tiền mệnh giá lớn có thể đề nghị đổi tiền tại ngân hàng tư nhân hoặc các văn phòng chính phủ khu vực. Đổi tiền tại các văn phòng liên bang sẽ được miễn phí đến một lượng tiền nhất định, sau đó sẽ tính một khoản phí nhỏ cho việc tiến hành và xử lý giao dịch. Các ngân hàng tư nhân sẽ được phép thu phí để trang trải các chi phí về thủ tục giấy tờ, kiểm tra tiền giả và an ninh; có thể có mức phí tối đa theo quy định. Sẽ có những thỏa thuận với các ngân hàng trung ương nước ngoài để phục vụ những cá nhân muốn đổi tiền ở nước ngoài. Người nước ngoài cũng có thể mang tiền mặt đến Mỹ để đổi, nhưng vẫn tuân theo yêu cầu báo cáo hải quan thông thường đối với số tiền trên 10.000 USD.

Khoảng thời gian cho việc đổi tiền sẽ cần được xác định, nhưng để cụ thể hơn, một ý tưởng là cho phép người dân thực hiện đổi tiền tại các ngân hàng tư nhân trong vòng hai năm và tại các văn phòng ngân hàng trung ương khu vực lâu hơn (giả sử là bảy năm). Cách tiếp cận này dựa theo kế hoạch chi tiết tiêu chuẩn của quá trình cải cách tiền tệ, trong đó tạo mọi điều kiện dễ dàng ban đầu, nhưng sau đó buộc những người tuân thủ muộn phải di chuyển xa hơn, điền nhiều mẫu đơn hơn và theo thời gian sẽ phải tiết lộ nhiều thông tin hơn, đặc biệt là với những khoản tiền lớn.

Quá trình chuyển đổi tiền cũ của các quốc gia thuộc khu vực sử dụng đồng euro (như đồng mác Đức, franc Pháp, lira Italia) sang tiền giấy và tiền xu euro cũng gợi ý các yếu tố hữu ích cho một kế hoạch chi tiết. Tuy nhiên, như những quan sát ở Chương 6, chính phủ trong trường hợp của chúng ta có thể khá quyết liệt trong việc yêu cầu thông tin và chi tiết từ bất cứ ai mang một lượng đáng kể tiền mệnh giá lớn đổi sang tiền mệnh giá nhỏ hơn hoặc tiền điện tử. Vì chính phủ đang trên con đường rời khỏi ngành kinh doanh tiền giấy nên họ ở vào vị thế phải thi hành luật pháp mạnh mẽ hơn so với một cuộc chuyển đổi tiền tệ thông thường, trong đó chính phủ có thể lo ngại về các vấn đề uy tín và duy trì nhu cầu trong tương lai.

Các mệnh giá nhỏ hơn sẽ được phép lưu hành không xác định thời hạn, giả sử như trong ít nhất hai thập kỷ đầu tiên của quá trình chuyển đổi tổng thể. Giai đoạn cuối cùng, không bắt buộc nhưng nên áp dụng, là yêu cầu trả lại ngay cả các tờ tiền mệnh giá nhỏ, hoặc đổi thành tiền điện tử hay tiền xu mới có mệnh giá 5 USD và 10 USD. Tiền xu nặng khi mang theo người hay che giấu số lượng lớn, ví dụ như 10.000 USD hay nhiều hơn<sup>1</sup>.

---

1. Tất nhiên, trong một thế giới chỉ có tiền xu, sẽ có các kỹ thuật và công nghệ vận chuyển và phân loại hiệu quả hơn ngày nay, khi mà một số lượng lớn tiền xu rất khó đổi ra tiền mặt. Để hiểu rõ hơn về những khó khăn, xem Alicia Tan, “Chinese Woman Drives Truck Carrying \$82,000 in Coins to Deposit in Bank”, *Yahoo News*, ngày 16/3/2016, có thể xem tại <https://uk.news.yahoo.com/chinese-woman-drives-truck-carrying-082211877.html>.

Ý tưởng chuyển từ tiền giấy mệnh giá nhỏ sang tiền xu là để cản trở phương án thay thế. Việc loại bỏ tiền giấy mệnh giá lớn vốn đã mang lại lợi ích nhất định. Một triệu đôla Mỹ bằng tờ 100 USD nặng khoảng 10kg và dày đến 109cm nếu xếp chồng lên nhau. Chúng có thể thoải mái nhét vào một chiếc túi mua sắm lớn. Rõ ràng, với tờ 20 USD, các con số trên sẽ gấp lên 5 lần; với tờ 10 USD, 1 triệu USD sẽ nặng tới 100kg và dày 1.090cm. Việc đếm, kiểm tra, xử lý và lưu trữ chúng cũng khá tốn kém. Tất nhiên, có thể sử dụng phương án thay thế hợp lý, nhưng trọng lượng, kích thước và không gian lưu trữ chúng là khá tốn kém. Cuối cùng, với tiền xu, trọng lượng và không gian lưu trữ của chúng có thể lớn hơn tiền giấy nhiều lần. Nếu được thiết kế đúng cách, trọng lượng của tiền xu, mặc dù tương đối nhỏ với các giao dịch thông thường hàng ngày, nhưng sẽ trở nên rắc rối khi vận chuyển với số lượng lớn hoặc thực hiện các giao dịch lớn ẩn danh.

Nguồn cảm hứng cho việc quay trở lại tương lai của tiền xu đến từ Trung Quốc cổ đại, nơi tiền xu được làm bằng sắt và các kim loại cơ bản nặng hơn, thay cho vàng và bạc, điều được cho là đã đẩy nhanh quá trình chuyển đổi sang tiền giấy. Trong trường hợp suy thoái sâu, khi mà ngân hàng trung ương buộc phải áp đặt mức lãi suất âm đáng kể trong một khoảng thời gian khá ngắn, chi phí kiểm đếm và lưu trữ lượng tiền lớn cũng sẽ lớn hơn tương ứng so với hiện nay và đủ để cho phép các ngân hàng trung ương áp đặt bất kỳ mức lãi suất âm có thể cần thiết trên thực tế mà không gây ra một cuộc đổ xô rút tiền mặt. Phỏng đoán của

tôi là việc biến tờ 10 USD thành mệnh giá lớn nhất cũng đã đủ cho phép mức lãi suất âm đáng kể (giả sử như -3%) trong thời gian khá dài mà không tạo ra cuộc đổ xô chuyển đổi hàng loạt từ trái phiếu kho bạc sang tiền mặt, và thậm chí có thể sử dụng mức lãi suất âm thấp hơn cho những giai đoạn ngắn. Nếu cần thiết, các biện pháp khác có thể được áp dụng để tăng chi phí tích trữ trên quy mô lớn, ví dụ như tính phí gửi lại tiền mặt vào hệ thống tài chính hoặc (theo cách cực đoan) là áp dụng một trong những cơ chế phức tạp hơn được xem xét trong Chương 10. Một khi tiền giấy đã bị cô lập đáng kể, những kế hoạch phức tạp hơn để tiếp tục cô lập chúng sẽ được công chúng hiểu dễ dàng hơn.

Cần lưu ý rằng các phương tiện thanh toán tư nhân chính thống đã cung cấp cơ chế cho các giao dịch quy mô nhỏ gần như ẩn danh, ví dụ như thẻ trả trước. Thực vậy, khi tiền mặt được loại bỏ, điều quan trọng là phải nỗ lực gấp đôi để ngăn cản những phương tiện này làm lựa chọn thay thế khi chuyển những lượng tiền lớn nặc danh; vấn đề này vốn đã nằm trong tầm ngắm của các chính phủ lớn.

Cuối cùng, một số người có thể đặt ra câu hỏi: điều gì sẽ ngăn chặn tội phạm sử dụng tờ 100 USD trong các giao dịch với nhau, ngay cả rất lâu sau khi tờ tiền không còn được chấp nhận trong nền kinh tế chính thống (hợp pháp)? Tất nhiên, một quy ước như vậy có thể phát sinh, nhưng như được lưu ý ở một số phần trong cuốn sách này, giá trị và tính lỏng của bất kỳ đồng tiền đề cử nào cũng sẽ giảm mạnh nếu không có cách nào chuyển đổi chúng thành các khoản thanh toán cho hàng hóa và dịch vụ thông thường,

vì vậy mỗi lo ngại này nên được coi là một vấn đề nhỏ. Nếu để nói một cách thực sự rõ ràng, thì đơn giản là tờ 100 USD không những không phải bán với mức giá thấp hơn nhiều, mà ngược lại vẫn hữu ích cho các giao dịch của tội phạm như trước đây. Trên thực tế, việc loại bỏ vĩnh viễn tờ 100 USD cũ cũng sẽ rất phiền phức và khó khăn. Nếu một thị trường cho tờ 100 USD thực sự phát triển, một điều rất có thể xảy ra là nó cũng sẽ nhanh chóng bị cô lập.

## TIẾP CẬN DỊCH VỤ TÀI CHÍNH PHỔ THÔNG

Về nguyên tắc, không cần thiết phải có công cụ mới nào để chuyển sang thế giới sử dụng ít tiền mặt; cụ thể là không cần đến tiền mã hóa. Các giao dịch nhiều khả năng sẽ tiếp tục chuyển sang thẻ ghi nợ, như hiện nay. Theo thời gian, các giao dịch nhiều khả năng sẽ chuyển sang điện thoại thông minh nhiều hơn<sup>1</sup>. Vấn đề chính là làm cách nào để hỗ trợ những cá nhân thu nhập thấp không sử dụng ngân hàng. Các hộ gia đình và cá nhân thu nhập thấp không sử dụng ngân hàng vì nhiều lý do khác nhau, bao gồm cả việc không thể đáp ứng yêu cầu tối thiểu về lượng tiền gửi, phí

---

1. Các vấn đề công nghệ xung quanh các phương pháp chứng minh danh tính là vô cùng khó hiểu và phức tạp, kèm theo việc đánh đổi giữa tính riêng tư và tính bảo mật. Xem một phần thảo luận xuất sắc liên quan đến các vấn đề đang phát sinh trong Birch (2014). Một ý tưởng là tìm cách tiết lộ lượng thông tin tối thiểu cần thiết trong các giao dịch tư nhân song phương bằng cách sử dụng tên giả và mã bảo vệ mà chỉ chính phủ, và có thể là các tổ chức trung gian tin cậy, mới có thể truy xuất đến các đối tượng pháp nhân cơ bản.

dịch vụ hằng tháng và thiếu khả năng tiếp cận thuận tiện tại các khu vực thu nhập thấp hơn.

Tại Mỹ, theo một khảo sát của FDIC (Công ty Bảo hiểm ký thác Liên bang)<sup>1</sup>, có hơn 8% hộ gia đình không sử dụng ngân hàng vào năm 2013. Có 20% ít sử dụng dịch vụ ngân hàng, nghĩa là họ cũng sử dụng các dịch vụ tài chính thay thế bên ngoài hệ thống ngân hàng, bao gồm thẻ trả trước, vay tín chấp ngắn hạn (payday loan), cửa hàng cầm đồ và dịch vụ đổi tiền mặt từ séc. Hơn 25% người Mỹ trưởng thành không có thẻ tín dụng.

Thật không may, chi phí của việc không được tiếp cận ngân hàng là khá cao. Dịch vụ đổi tiền mặt từ séc luôn có chi phí cắt cổ; đối với người nhập cư và những người khác cần chuyển tiền ra nước ngoài hoặc cho người thân, chi phí giao dịch có thể lên tới 10-15% hoặc cao hơn. Lưu trữ tiền mặt tại nhà và mang tiền mặt theo người cũng làm tăng đáng kể khả năng bị trộm cắp<sup>2</sup>. Rủi ro bị lừa đảo cũng cao hơn nhiều so với khu vực tài chính được kiểm soát. Người nghèo có thể hưởng lợi từ việc sử dụng tiền giấy, nhưng về tổng thể, hạn chế tiếp cận dịch vụ tài chính hàm ý khoản chi phí lớn cho các dịch vụ cơ bản. Tóm lại, hiện trạng này là cực kỳ bất lợi cho người nghèo.

Một giải pháp dài hạn là chính phủ trợ cấp việc tiếp cận các dịch vụ tài chính cho người nghèo, cho phép họ tiếp cận bình đẳng với tiền điện tử, đồng thời hỗ trợ giảm một

---

1. Federal Deposit Insurance Corporation (2014).

2. Xem Wright và các tác giả khác (2014).

số chi phí liên quan đến hạn chế tiếp cận dịch vụ tài chính. Về nguyên tắc, việc hỗ trợ tiếp cận có thể được thực hiện thông qua một khu vực ngân hàng được kiểm soát, nhưng cũng có thể có một nhà cung cấp dịch vụ cơ bản của chính phủ. Ví dụ: một tài khoản cơ bản có thể cho phép số lượng giao dịch tối đa nhất định mỗi tháng mà không yêu cầu số dư tối thiểu và chỉ tính phí thấp cho các giao dịch vượt quá giới hạn. Chi phí cung cấp tài khoản tiền điện tử được trợ cấp cho các cá nhân thu nhập thấp cũng nên ở mức tương đối thấp, giả sử như khoảng 32 tỷ USD một năm (ví dụ như 80 triệu tài khoản cơ bản miễn phí với chi phí 400 USD một năm)<sup>1</sup>. Một lần nữa, có thể chuyển phần chi phí này cho các ngân hàng, buộc họ cung cấp các tài khoản ghi nợ cơ bản gần như miễn phí, như một số quốc gia đã làm. Tất nhiên đây là một khoản thuế tiềm ẩn mà cuối cùng sẽ được chuyển tiếp cho những người gửi tiền và người vay khác.

Nếu việc cung cấp các dịch vụ cơ bản như vậy nghe có vẻ hoang phí, hãy nhớ rằng, các chương trình sẽ được xây dựng trong bối cảnh chuyển đổi sang các phương tiện thanh toán điện tử nhiều khả năng sẽ mang lại doanh thu thuần cho chính phủ, khi xét đến biên lai thuế cao hơn. Loại bỏ tiền mặt cũng sẽ giúp giảm các chi phí liên quan đến tội phạm. Gia tăng tiếp cận tài chính sẽ mang lại nhiều lợi ích phụ trợ

---

1. Xem Victoria Finkle, “Free Checking Isn’t Cheap for Banks”, *American Banker*, ngày 09/12/2011, trong đó báo cáo chi phí duy trì tài khoản giao dịch của ngân hàng trung bình 250-450 USD mỗi năm, trừ đi mọi khoản doanh thu.

cho việc chống lại bất bình đẳng trong nước. Một cách đơn giản để giới thiệu thẻ ghi nợ phổ thông là thanh toán điện tử các khoản phúc lợi xã hội vào tài khoản ghi nợ cơ bản, như một số quốc gia đã thực hiện, trong đó có Đan Mạch.

Khi có những dự đoán về khả năng lãi suất âm, chính phủ có thể bảo đảm rằng một lượng tiền gửi nhất định (giả sử là 1.000-2.000 USD) tại các tài khoản phổ thông sẽ luôn nhận được mức lãi suất không âm. Điều này sẽ không ảnh hưởng đáng kể đến những chức năng cơ bản của chính sách tiền tệ trong môi trường lãi suất âm.

Nhưng cũng phải thừa nhận rằng có một tỷ lệ những người không sử dụng ngân hàng muốn nằm ngoài tầm ngắm và hệ thống tài chính vì những lý do không liên quan đến hoạt động trốn thuế hay hoạt động phi pháp. Trong đề xuất ở đây, những cá nhân như vậy vẫn có thể sử dụng một loạt các tài sản khác từ tiền giấy mệnh giá nhỏ và tiền xu đến trang sức và kim loại quý, hay tiền điện tử được kiểm soát. Sự cần thiết có một “van an toàn” cho các công dân ở rìa xã hội là một lý do chính đáng, nhưng là một lập luận kém thuyết phục cho việc duy trì một hệ thống tiền giấy gây ra quá nhiều thiệt hại ngoài dự kiến.

Dù có chuyển sang tiền điện tử hay không, điện thoại di động và Internet đã cách mạng hóa các dịch vụ tài chính theo hướng hỗ trợ cho người nghèo. Ứng dụng ngân hàng di động đã thâm nhập đáng kể ở châu Phi và dịch vụ cho vay qua Internet cũng đang thách thức mô hình ngân hàng tiêu chuẩn. Ai đó có thể hâu như bị cám dỗ bởi phép loại suy với Trung Quốc cổ đại, khi mà tiền xu kém hiệu quả đã

thúc đẩy nhanh chóng việc phát minh một công nghệ giao dịch tốt hơn nhiều - tiền giấy. Một cuộc thảo luận toàn diện về các dịch vụ ngân hàng vượt xa tham vọng của cuốn sách này. Điều cần hiểu là người nghèo không được hưởng lợi từ những gì đang có, mà thường phải chịu thiệt thòi rất lớn do những trở ngại khiến họ không được hưởng những lợi ích của ngân hàng hiện đại. Khoản trợ cấp tương đối nhỏ có thể khắc phục vấn đề bất bình đẳng này. Ngoài ra, các khu phố nghèo cũng sẽ có được nhiều thuận lợi khác, đặc biệt là tình trạng tội phạm giảm, từ đó có thể kéo theo việc không sử dụng tiền mặt.

Đương nhiên, phần phức tạp thường nằm trong các chi tiết. Hãy nhớ rằng kế hoạch được minh họa cho phép các tờ tiền mệnh giá nhỏ hơn lưu thông trong một thời gian dài, vì vậy sẽ có nhiều thời gian để dứt điểm các vấn đề cụ thể. Tôi vẫn nghĩ nên có một nhà cung cấp thẻ ghi nợ trợ cấp của chính phủ, được thiết lập để hỗ trợ những người mà khu vực tư nhân sẽ không phục vụ, ngay cả khi có trợ cấp. Ngoài ra còn có những thắc mắc cơ bản về cách thức thiết kế các tài khoản gia đình cần được phân loại bằng quy định thích hợp của chính phủ, nhưng những tờ tiền mệnh giá nhỏ còn lại hay hệ thống tiền xu cũng là quá đủ để trẻ nhỏ có thể tự đến cửa hàng và mua một quả táo.

### **QUYỀN RIÊNG TƯ**

Khi loại bỏ tiền giấy, vấn đề cơ bản và khó khăn nhất là làm thế nào để cân bằng giữa quyền riêng tư của cá

nhân và nhu cầu của chính phủ đối với việc thi hành pháp luật, thu thuế và chống khủng bố. Đây là một câu hỏi quan trọng và tinh tế cần được hết sức chú ý, đồng thời vượt xa ranh giới hạn hẹp của bất kỳ cuộc tranh luận nào về vai trò của tiền giấy<sup>1</sup>. Dù cho ai nghĩ gì về Edward Snowden, nhà hoạt động xã hội người Mỹ vì quyền riêng tư và cựu nhân viên kỹ thuật hợp đồng của Cơ quan An ninh quốc gia (NSA), thì những bí mật được tiết lộ từ tài liệu mà anh ta công bố cho thấy chính phủ hiện đã sở hữu năng lực nghe lén từng được cho là hoàn toàn chỉ có trong khoa học viễn tưởng. Và điều này sẽ chỉ càng tồi tệ hơn. Việc giám sát rộng rãi của chính phủ đối với điện thoại di động và email vốn đã là một vấn đề. Hệ thống GPS trong điện thoại và ôtô cho phép theo dõi các thiết bị này. Ở các thành phố lớn như London, New York và Bắc Kinh, máy quay an ninh có ở khắp mọi nơi. Kết hợp với công nghệ tính toán hiệu suất cao và cơ sở dữ liệu khổng lồ, các chính phủ đã có khả năng xâm phạm quyền riêng tư mà cách đây 20 năm, đây là điều không tưởng.

Và không chỉ có sự giám sát của chính phủ đang thay đổi hiện trạng về quyền riêng tư. Tận dụng lợi thế từ sự sụt giảm nhanh chóng trong chi phí lưu trữ và phân loại thông tin, các tập đoàn khổng lồ về công nghệ và bán lẻ liệt kê từng lần nhấp chuột của bạn, các công ty điện thoại di

---

1. Các công nghệ về giao dịch và quyền riêng tư đang nảy sinh nhiều vấn đề là một luận điểm đang rất phổ biến, ví dụ như phần thảo luận của Birch (2014).

động theo dõi chuyển động của bạn qua các trạm di động và các trang mạng xã hội lưu lại từng chi tiết riêng tư về con người trên mạng của bạn. Trong nhiều trường hợp, có cả thông tin được mua, bán và trao đổi. Đến cuối thế kỷ XX, những khái niệm về quyền riêng tư đường như đã trở nên lỗi thời<sup>1</sup>. Hiện nay đang diễn ra một cuộc chiến lớn về quyền riêng tư trong lĩnh vực công nghệ, cụ thể là các điều kiện trong đó các công ty tư nhân có thể buộc phải chia sẻ cơ sở dữ liệu độc quyền của họ với chính phủ và cả việc bán các thiết bị được mã hóa mà không có cửa hậu (backdoor) cho phép chính phủ giải mã thông tin vì các mục đích an ninh quốc gia hoặc điều tra tội phạm. Thế cân bằng này cuối cùng phát triển đến đâu sẽ ảnh hưởng sâu sắc đến viễn cảnh của các công nghệ giao dịch ẩn danh thay thế. Điều này chắc chắn sẽ ảnh hưởng đến tiến trình tương lai của tiền điện tử, mà chúng ta sẽ tiếp tục thảo luận trong Chương 14; chính phủ ở các quốc gia đều đang phải đổi mới với câu hỏi về cách thức cân bằng giữa quy định và việc nuôi dưỡng tính sáng tạo trong không gian này. Tuy nhiên, người ta có ít nghi ngờ về việc chính phủ sở hữu tất cả công cụ cần thiết để ngăn chặn bất kỳ phương tiện giao dịch thay thế nào xâm nhập sâu vào nền kinh tế

---

1. Các công ty tư nhân và chính phủ thu thập, lưu trữ và xử lý lượng thông tin cá nhân ngày càng lớn do chi phí lưu trữ kỹ thuật số đang gần như không đáng kể. Ý nghĩa xã hội sâu xa của bước phát triển này được nhấn mạnh trong cuốn sách *The Reputation Economy* của Michael Fertik, đồng tác giả với David C. Thompson (Fertik và Thompson 2015).

hợp pháp trong khoảng thời gian dài, do đó làm suy yếu đáng kể giá trị tương đối của chúng so với vị thế hiện tại của tiền mặt.

Về lý thuyết, chính phủ có thể cung cấp các tài khoản ghi nợ được bảo đảm là riêng tư. Thật không may, lời hứa đó sẽ chẳng có giá trị gì, có thể nói như vậy. Với những cách làm trong quá khứ của chính phủ, ai có thể coi trọng một lời hứa như vậy? Chính phủ sẽ không tự tạo ra một hệ thống mã hóa mà không bảo đảm rằng họ có chìa khóa giải mã trong tay. Và nếu họ có chìa khóa giải mã, thì cuối cùng họ cũng sẽ sử dụng khi thấy thích hợp. Chính phủ vốn đã giám sát chặt chẽ các giao dịch ngân hàng đối với các hoạt động tội phạm và khủng bố; nên người ta có thể mong đợi điều tương tự với bất kỳ loại tài khoản ghi nợ mới nào và cuối cùng là bất kỳ công nghệ giao dịch nào có liên kết với hệ thống tài chính.

Ngay cả vậy, người ta có thể tưởng tượng việc chính phủ tạo ra một hệ thống trong đó các giao dịch của tư nhân được giấu tên, đồng thời khả năng tiếp cận của chính phủ cũng bị hạn chế đáng kể. Ví dụ: thông tin thuế đã được bảo vệ nghiêm ngặt ở hầu hết quốc gia. Về nguyên tắc, đặc quyền đó có thể được mở rộng hơn nhiều, có lẽ đối với các tài khoản cá nhân nhỏ với các giới hạn nghiêm ngặt về lượng tiền gửi. Một hệ thống như vậy sẽ phải được kiểm định sức chịu đựng (stress test) để xem liệu nó có thực sự đáng tin cậy hay không. Ví dụ: liệu chính phủ có buộc phải tiết lộ bất kỳ thông tin giao dịch tư nhân nào mà họ biết trong một trận chiến giành quyền nuôi con hay không?

## THANH TOÁN BÙ TRỪ THEO THỜI GIAN THỰC VÀ GIAO DỊCH GIỮA CÁ NHÂN (P2P)

Tiền giấy vẫn tỏ ra vượt trội trong nhiều giao dịch giữa các cá nhân (person-to-person), cho phép thanh toán bù trừ thời gian thực với cách thức mà các cơ chế thanh toán điện tử hiện tại không thể phỏng theo y hệt. Thẻ tín dụng và thẻ ghi nợ thông thường mất một ngày để thanh toán bù trừ, rủi ro tín dụng có thể được giảm thiểu thông qua giám sát nhưng không thể loại bỏ hoàn toàn, vì một số người bán chỉ xử lý các khoản phí một cách chậm trễ. Các khoản phí qua thẻ ghi nợ bảo mật bằng mã PIN đúng là được hoàn tất gần như tức thì, mặc dù hiện tại không phải tất cả người buôn bán ở Mỹ đều có nguồn lực để xử lý theo cách này. Nếu số lượng cả người mua và người bán đều không được tiếp cận các thiết bị đọc thẻ tín dụng và thẻ ghi nợ (ví dụ như Square Cash, một thiết bị bổ trợ (plug-in) cho máy tính bảng cho phép người bán hàng trên đường phố xử lý giao dịch qua thẻ tín dụng) ngày càng tăng, thì vẫn không có phương án thay thế hợp lý nào cho tiền mặt. Nhưng việc phát triển các công nghệ điện tử đang dần loại bỏ những giới hạn đối với thanh toán kỹ thuật số. Ví dụ: các ứng dụng như Venmo, Google Wallet và Square Cash cho phép một cá nhân viết séc cho một cá nhân khác với tốc độ thanh toán bù trừ tương đối nhanh chóng. Đó là còn chưa đề cập những ông lớn như WeChat và Facebook khi họ bước vào cuộc chơi. Phương án P2P nhiều khả năng sẽ nhân rộng và phát triển. Thực vậy, phạm vi giao dịch mà

tiền mặt vẫn chiếm ưu thế đang dần thu hẹp. (Đan Mạch là một trong số các quốc gia đã phát triển các hệ thống được sử dụng rộng rãi, xem Hộp 7.1).

Nhiều thay đổi cần thiết cho việc thúc đẩy thanh toán bù trừ theo thời gian thực có thể được đẩy nhanh đáng kể thông qua hành động của chính phủ. Ví dụ: hệ thống Trung tâm thanh toán bù trừ tự động (Automated Clearing House) ở Mỹ là một thứ lỗi thời theo tiêu chuẩn toàn cầu và đến nay Cục Dự trữ Liên bang vẫn chưa chịu đầu tư một khoản tiền cần thiết dù khá khiêm tốn cho việc thay thế<sup>1</sup>. Một số phản kháng xuất phát từ các ngân hàng đang hoạt động, khi họ nhận thấy một hệ thống thanh toán bù trừ séc điện tử được nâng cấp có thể phục vụ nhiều mục đích, đồng thời có khả năng cho phép các ngân hàng mới tham gia phát hành các hệ thống thanh toán hoàn toàn mới cạnh tranh và thậm chí thay thế các công nghệ hiện có. Cuối cùng, tất cả khoản đầu tư và thay đổi này cũng sẽ diễn ra. Vấn đề thanh toán bù trừ thời gian thực sẽ mất nhiều thời gian hơn để giải quyết các giao dịch bán lẻ nhỏ, đơn giản vì việc trả dần các chi phí cố định là khó khăn hơn, nhưng đây lại là một khu vực khác mà trong đó việc cho phép tiếp tục lưu hành tiền giấy mệnh giá nhỏ (và sau này là tiền xu) sẽ giảm thiểu đáng kể các vấn đề của giai đoạn chuyển đổi.

---

1. Các vấn đề chung xung quanh tính cần thiết phải nâng cấp hệ thống thanh toán của Mỹ được nêu chi tiết trong Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (2015).

## NHỮNG VẤN ĐỀ KHÁC

### Về vấn đề ngoại tệ?

Việc chuyển đổi sang tiền điện tử có cần phải phối hợp quốc tế không? Sự phối hợp sẽ mang lại nhiều lợi thế từ quan điểm phúc lợi xã hội toàn cầu, như được thảo luận trong Chương 13, nhưng không cần thiết. Từ góc nhìn kinh tế vĩ mô trong nước, các hạn chế hiện nay đối với việc di chuyển tiền tệ quốc tế xuyên biên giới, kết hợp với các yêu cầu về báo cáo cho các khoản tiền gửi lớn tại các tổ chức tài chính, cũng đã khiến hoạt động rửa ngoại tệ trở nên khó khăn, vì chúng không dễ dàng chi tiêu trong nước. Chương 13 thảo luận một số chi tiết giải thích vì sao ngoại tệ không thể lấp đầy khoảng trống do nội tệ để lại nếu các nhà chức trách chỉ cần cảnh giác một chút.

### Chính sách tiền tệ có bị ảnh hưởng không?

Liệu loại bỏ tiền giấy có khiến việc điều chỉnh chính sách tiền tệ khó khăn hơn, thậm chí bỏ qua khả năng lãi suất âm? Hoàn toàn không có lý do để tin như vậy. Thật vậy, hầu hết mô hình kinh tế vĩ mô hiện đại đều bỏ qua tiền giấy hoặc gán cho tiền giấy một vai trò cực kỳ nhỏ - gần như thừa thãi<sup>1</sup>. Trong một thế giới như vậy, tiền vẫn là một thước đo giá trị nhưng mất đi vị thế là phương tiện giao dịch. Trên thực tế, chính sách tiền tệ có thể được điều chỉnh theo cách gần

---

1. Woodford (2003) chứng minh tất cả kết quả của mô hình kinh tế vĩ mô Keynes mới vẫn chính xác trong trường hợp một nền kinh tế có tiền mặt và cho phép số dư tiền thực tế (số dư tiền chia cho mức giá) trở nên rất nhỏ.

như tương tự hiện nay, trong đó chính phủ đặt mức lãi suất qua đêm cho khoản nợ danh nghĩa với mục tiêu ổn định sản lượng và lạm phát. Tiền điện tử (hiện tại là dự trữ ngân hàng được nắm giữ tại ngân hàng trung ương) hoàn toàn có thể giữ vai trò thước đo giá trị; đó sẽ không phải là vấn đề.

Điều này là vì trong giới hạn của một nền kinh tế không sử dụng tiền mặt, chính phủ - thông qua việc kiểm soát quy mô dự trữ ngân hàng - vẫn có thể kiểm soát được mức giá nhờ vào lãi suất danh nghĩa qua đêm. Bản chất của lập luận này là: chính phủ là một ông lớn và có thể tận dụng quy mô và tiềm năng thuế khổng lồ của mình để áp đặt mức lãi suất ngắn hạn. Giả sử mức giá có một chút cứng nhắc - khi đó một số thành phần trong mức giá không thể tăng đột ngột - thì việc kiểm soát mức lãi suất ngắn hạn cũng đủ mang lại cho chính phủ tầm ảnh hưởng to lớn đến quỹ đạo lạm phát hiện tại và dự kiến, cũng như đầy đủ quyền lực để đạt được bất kỳ tỷ lệ lạm phát trung bình mong muốn nào trong dài hạn. Có một số điều kiện đối với phần thảo luận lạc quan vừa rồi, tuy là có thể nhẹ nhàng và dễ xử lý, nhưng vẫn đáng đề cập. Trước hết, các nhà kinh tế tiền tệ từ lâu đã nghi ngờ rằng, tính độc nhất của tiền mặt, trái ngược với các hình thức giấy ghi nợ khác của chính phủ (chẳng hạn như trái phiếu), lại mong manh hơn những gì mà hầu hết mọi người nghĩ. Trở lại thập niên 1980, Neil Wallace, một nhà lý thuyết tiền tệ khi đó công tác tại Đại học Minnesota, đã có một phỏng đoán cực kỳ thú vị và khiêu khích. Ông lập luận rằng, điều duy nhất khiến tiền mặt trở nên đặc biệt là việc chính phủ lựa chọn không phát hành trái phiếu mệnh giá nhỏ; nếu không, những trái phiếu này sẽ cạnh tranh

với tiền mặt trong các giao dịch và vấn đề ổn định giá cả sẽ trở nên vô cùng khó khăn. Điều này nghe có vẻ hơi xa vời, nhưng lại là một thách thức lớn hơn những gì bạn nghĩ và chúng ta sẽ khám phá vấn đề này trong phần Phụ lục. Mặc dù Wallace không cần phải hình dung đến tiền điện tử, nhưng phân tích của ông nêu lên những câu hỏi thực tế về điều gì sẽ xảy ra nếu tiền mặt trở thành tiền điện tử và không còn đặc điểm nào khác để phân biệt với trái phiếu hiện nay vốn đã hoàn toàn điện tử. Câu trả lời ngắn gọn là phỏng đoán của Wallace có lẽ không nghiêm trọng đến vậy, vì các ngân hàng trung ương vẫn thành công trong việc ổn định giá trị của tiền mặt ngay cả khi các phương tiện giao dịch thay thế như thẻ ghi nợ phát triển mạnh. Bên cạnh đó, chúng ta vẫn sẽ giữ lại tiền giấy mệnh giá nhỏ. Nhưng phỏng đoán này vẫn đáng được xem xét. Có một vấn đề còn trừu tượng hơn nhưng vẫn có thể quan trọng: “cân bằng nhiều điểm” là vấn đề cốt hữu của các mô hình tiền tệ hiện đại. Việc sử dụng tiền mặt trong giao dịch và coi đây là một thước đo giá trị về cơ bản là một quy ước xã hội. Bất kỳ thay đổi nào trên quy mô lớn đều có nguy cơ xáo trộn hiện trạng, nhiều khả năng dẫn đến những hậu quả bất ổn và không thể đoán trước. Một lần nữa, trên thực tế, điều lo ngại này vẫn chưa thực sự trở thành vấn đề, miễn là chính phủ thực hiện các bước chậm rãi có kiểm soát, tuy nhiên lý thuyết cho thấy nó cũng không thể bị gạt bỏ hoàn toàn<sup>1</sup>.

---

1. Một ý tưởng thú vị phần nào liên quan đến ý tưởng của Wallace là phỏng đoán của Marimon, Nicollini và Teles (1997) cho rằng cạnh tranh từ các phương tiện điện tử thay thế sẽ hạn chế động cơ đẩy cao lạm phát của chính phủ và từ đó dẫn đến tỷ lệ lạm phát thấp hơn.

### ***Ảnh hưởng đến lựa chọn tối ưu của mục tiêu lạm phát***

Các ngân hàng trung ương có thể duy trì mục tiêu lạm phát hiện tại của họ (thường là khoảng 2%). Về lâu dài, mức lạm phát này là không cần thiết trong một thế giới không sử dụng tiền mặt, vì không còn lý do gì phải lo lắng về việc giữ chỗ cho chính sách cắt giảm lãi suất trong trường hợp suy thoái. Ngân hàng trung ương có thể đặt mục tiêu lạm phát thấp hoặc cao hơn, mặc dù (như tôi sẽ nhấn mạnh trong Chương 9) chi phí chuyển đổi khi thay đổi mục tiêu quá nhanh có thể rất lớn và việc không còn phải lo lắng về điều này là một thuận lợi lớn cho khả năng sử dụng lãi suất âm. Trên lý thuyết, tỷ lệ lạm phát thấp hơn sẽ giúp giảm thiểu tình trạng méo mó về giá cả tương đối thường phát sinh trong một thế giới xác định giá cả và tiền lương đan xen (staggered price and wage setting) và nó cũng sẽ giảm thiểu những bất cập do hệ thống thuế tạo ra.

### ***Thuế in tiền và tính độc lập của ngân hàng trung ương***

Chủ đề này đã được đề cập trong Chương 6. Sau giai đoạn chuyển đổi, cần thực hiện các bước để bảo đảm tính độc lập của ngân hàng trung ương không bị tổn hại đáng kể một khi ngân hàng trung ương không còn được xem là một trung tâm lợi nhuận lớn. Vấn đề này có thể được xử lý khá dễ dàng. Thật vậy, nếu lãi suất thực tế toàn cầu tăng lên mức đủ cao, ngân hàng trung ương thậm chí có thể trả lãi suất cho các khoản dự trữ mà sau đó sẽ được chuyển sang cho người gửi tiền, nhờ vậy tính trung bình qua thời gian,

người gửi tiền thu được tỷ suất lợi nhuận dương, thậm chí có những thời điểm lãi suất âm.

### CÁC BIỂN THẾ

Đề xuất trong chương này chỉ mang tính minh họa và rõ ràng có thể được chỉnh sửa và thay đổi theo nhiều chiều hướng, tùy thuộc vào mục tiêu. Ví dụ: hạn chế giá trị mua hàng tối đa trong giao dịch bán lẻ hay ấn định ngày hết hạn trên tiền giấy để buộc phải trả lại chúng theo định kỳ đều là những bước có thể giảm sức hấp dẫn của tiền mặt. Một khi chỉ còn hóa đơn nhỏ hoặc tiền xu lưu hành, sẽ có thể áp đặt mức lãi suất âm tương đối cao mà không gây ra tình trạng đổ xô rút tiền mặt hàng loạt, nhưng như đã nêu ở trên, các bước tiếp theo có thể thực hiện trong các trường hợp tuy khó xảy ra nhưng vẫn là một vấn đề. Một lần nữa, khi khu vực tư nhân đổi mới phương pháp tiến hành các giao dịch không thể phát hiện, chính phủ sẽ cần phải tiếp tục có biện pháp để tăng chi phí của các phương án thay thế này, như hiện nay họ đã làm. Và tôi không tuyên bố rằng việc loại bỏ tiền mặt sẽ loại bỏ hoạt động trốn thuế và hoạt động phi pháp, mà chỉ là giúp giảm thiểu mức độ của các tình trạng đó so với việc không làm gì cả. Và cuối cùng, hãy nhớ lại rằng những ý tưởng này hiện tại chỉ hướng đến các nền kinh tế phát triển. Như sẽ thảo luận trong Chương 13, hầu hết quốc gia đang phát triển chưa ở vào địa vị có thể cung cấp các phương án giao dịch thay thế phổ thông cần thiết. Hơn nữa, ở các quốc gia

với thể chế yếu kém, khu vực không chính thức (trốn thuế và quy định) vẫn cần cho một phân khúc lớn dân số khi cơ cấu trong khu vực chính thức còn nhiều yếu kém (nền kinh tế hợp pháp).

Còn để trả lời câu hỏi liệu việc loại bỏ tiền mặt có phải chỉ là mơ tưởng ngay cả đối với các quốc gia phát triển hay không, Hộp 7.1 xem xét các trường hợp của Thụy Điển và Đan Mạch, các quốc gia đã thực hiện một số bước đáng kể nhằm giảm bớt việc sử dụng tiền mặt.

#### **Hộp 7.1. Tiền lẻ Scandinavia**

Trong quá trình chuyển sang một xã hội không sử dụng tiền mặt (hay chính xác là sử dụng ít tiền mặt hơn), các quốc gia thuộc khu vực Scandinavia đang nỗ lực dẫn đường. Thông qua kết hợp các biện pháp chống tội phạm và chống khủng bố, cũng như một thiên hướng xã hội mạnh mẽ trong áp dụng công nghệ thông tin mới, Na Uy, Đan Mạch và Thụy Điển đã chứng kiến mức sụt giảm đáng kể về sử dụng tiền mặt nhưng lại không chứng kiến mức tăng mạnh tương đương về nắm giữ tiền mặt như ở hầu hết quốc gia phát triển khác. Thụy Điển đặc biệt tiến xa trong quá trình này.

Ở đây có đóng góp của một vài yếu tố. Giống như nhiều chính phủ ở châu Âu, Thụy Điển đã xử lý triệt để tình trạng trốn thuế giá trị gia tăng. Thay vì tổ chức

chương trình xổ số như Bồ Đào Nha, Chính phủ Thụy Điển đã yêu cầu sử dụng máy tính tiền được chứng nhận có thiết bị kiểm soát đặc biệt (hộp đen). Hộp đen tải xuống tất cả doanh số và (chỉ) cơ quan thuế Thụy Điển mới có thể đọc trực tiếp dữ liệu này<sup>1</sup>. Đồng thời, nhiều chi nhánh ngân hàng của Thụy Điển đã không còn tiền mặt hoặc máy ATM. Bước phát triển này phần nào là để đáp ứng những đòi hỏi quyết liệt về an toàn từ công đoàn giao dịch viên ngân hàng sau hàng loạt vụ cướp ngân hàng bạo lực. Đồng thời, các công nghệ thanh toán cũng đã phát triển, ví dụ như các hệ thống thanh toán thời gian thực P2P.

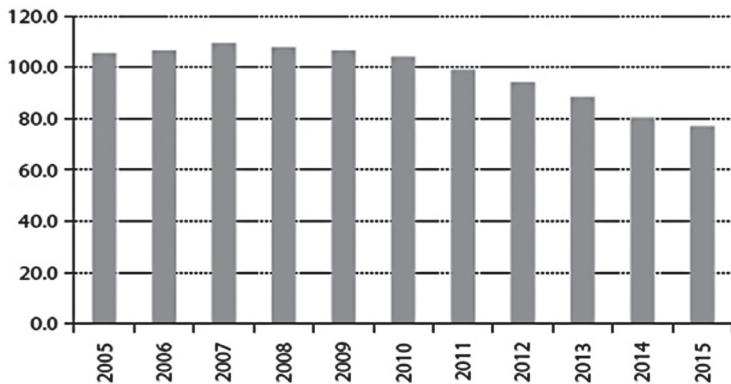
Một bước quan trọng mà Chính phủ Thụy Điển đã thực hiện là chấm dứt sử dụng tờ tiền mệnh giá lớn nhất trong lưu thông<sup>2</sup>; tờ 1.000 krona (khoảng 115 USD) mất hiệu lực vào cuối năm 2013. Tác động kết hợp của những thay đổi trên phạm vi rộng này là rõ rệt và nhu cầu tiền giấy và tiền xu đã giảm từ 106 tỷ krona vào năm 2009 (trung bình hàng năm) xuống 77 tỷ vào năm 2015, như Hình 7.1 minh họa.

---

1. “Cash Register Legislation in Sweden”, *Eurofound*, ngày 02/6/2013, có thể xem tại <http://www.eurofound.europa.eu/observatories/emcc/case-studies/tackling-undeclared-work-in-europe/cash-register-legislation-sweden>.

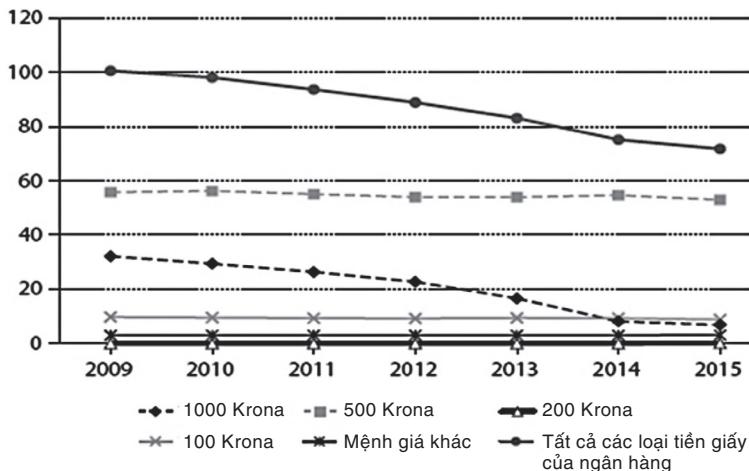
2. Có một tờ 10.000 krona cũ được phát hành lần cuối vào năm 1958, nhưng chỉ chiếm một phần không đáng kể trong nguồn cung tiền.

**Hình 7.1. Thụy Điển: Tiền giấy và tiền xu trong lưu hành (tỷ krona)**



Nguồn: Riksbank Thụy Điển (dữ liệu là mức trung bình của năm).

**Hình 7.2. Tổng nhu cầu giảm dần đối với tiền giấy mệnh giá lớn ở Thụy Điển (tỷ krona)**



Nguồn: Riksbank Thụy Điển.

Điều thú vị là, hầu như tất cả sụt giảm trong nhu cầu tiền mặt của Thụy Điển đến nay xuất phát từ việc chấm dứt sử dụng tờ 1.000 krona (xem Hình 7.2). Nhu cầu đối với tờ 500 krona cũng giảm nhẹ trong cùng giai đoạn này.

Người Thụy Điển đã buộc phải giải quyết nhiều vấn đề trong quá trình này. Ví dụ: nhiều nhà thờ đã cài đặt máy đọc thẻ, vì vậy có thể quyên góp tiền qua thẻ thay vì bằng tiền mặt. Chính phủ cũng cung cấp cho người vô gia cư các thiết bị chấp nhận thanh toán tiền mặt từ thẻ. Mặc dù Riksbank vẫn còn in tiền giấy, nhưng một số người dự đoán rằng Thụy Điển sẽ hoàn toàn không sử dụng tiền mặt vào năm 2030. Quy mô sử dụng tiền mặt vẫn còn khá lớn, chiếm khoảng 20% số lượng giao dịch, mặc dù tính theo giá trị thì con số này thấp hơn rất nhiều, khoảng 5-7%<sup>1</sup>.

Chắc chắn sẽ thật mỉa mai nếu Thụy Điển, quốc gia đầu tiên ở châu Âu phát hành một loại tiền giấy liên kết với chính phủ (xem phần thảo luận về Johan Palmstruch trong Chương 2) lại trở thành quốc gia đầu tiên loại bỏ tiền giấy.

Đan Mạch cũng đã có những tiến bộ lớn trong việc loại bỏ tiền mặt. Trong số 5 triệu công dân của đất nước này, có 2,8 triệu người sử dụng Mobile Pay, một ứng dụng cho phép thanh toán tại cửa hàng hoặc cho một

---

1. Con số 20% là thông tin từ Riksbank.

người khác. Trái ngược với những lần triển khai ý tưởng tương tự trước đó, hệ thống thanh toán di động của Đan Mạch không yêu cầu người tham gia phải có tài khoản tại cùng một tổ chức tài chính nên được chấp nhận rộng rãi hơn nhiều. Thật vậy, Chính phủ Đan Mạch từng đề cập việc không sử dụng máy tính tiền. Chính phủ Đan Mạch từ lâu đã thanh toán điện tử đối với các khoản chuyển giao thu nhập thông qua tài khoản thẻ ghi nợ cơ bản miễn phí, giải quyết hiệu quả vấn đề tiếp cận dịch vụ tài chính cho những người không sử dụng dịch vụ ngân hàng.

Kinh nghiệm của Thụy Điển và Đan Mạch không nhất thiết phải được áp dụng rộng rãi cho một quốc gia lớn, hỗn tạp như Mỹ. Tuy nhiên, về mặt thực tiễn, chúng cho thấy một quá trình chuyển đổi tương tự như được thảo luận trong chương này là một khả năng rất có tính khả thi.

## **TÌNH HUỐNG KHẨN CẤP VÀ BẢO MẬT**

### ***Tình huống khẩn cấp***

Tất nhiên, nhiều lo ngại về tiền điện tử xuất phát từ những nỗi sợ đã ăn sâu trong tiềm thức về trộm cắp kỹ thuật số và tình trạng tê liệt sau một sự cố mất điện nghiêm trọng. Mặc dù những nỗi sợ này là dễ hiểu, nhưng chúng ta hãy cố gắng phân tích chúng một cách hợp lý. Đầu tiên,

hầu hết mọi người không nắm giữ đủ tiền mặt để tạo ra mức độ đa dạng đáng kể cho tội phạm mạng. Theo Chương 4, một người Mỹ trung bình chỉ mang theo người khoảng 50 hoặc 60 USD, có thể là thêm vài trăm đôla Mỹ trong nhà hoặc trên ôtô. Ngay cả đối với tầng lớp trung lưu bị đe dọa bởi các nguy cơ, lượng nắm giữ tiền mặt chỉ là một phần nhỏ trong tổng tài sản. Hầu hết mọi người giữ nhiều tiền hơn trong tài khoản ngân hàng, quỹ ưu trí hay các tài sản kỹ thuật số khác; nếu họ thực sự lo lắng về tội phạm mạng, chúng sẽ là mối lo ngại lớn. Và tất nhiên, bản thân tiền mặt cũng dễ bị trộm cắp.

Mất điện là một vấn đề nghiêm trọng và là một trong những lý do thuyết phục hơn để cho phép tiền giấy mệnh giá nhỏ và tiền xu tiếp tục lưu hành trong thời gian rất dài sau khi thu hồi tiền giấy mệnh giá lớn. Tuy nhiên, một người bình thường không mang theo lượng tiền mặt lớn và máy ATM có thể không hoạt động trong thời gian mất điện. Thực tế là bạn có thể có tiền mặt không đồng nghĩa với việc bạn sẽ luôn có tiền mặt. Thật vậy, động thái chuẩn bị cho thảm họa quan trọng nhất hiện nay được cho là điện thoại thông minh và nó sẽ chỉ trở nên quan trọng hơn khi các hệ thống thanh toán chuyển sang điện thoại di động. Như đã lưu ý, các ứng dụng điện thoại thông minh cho thanh toán P2P đang tiếp tục phát triển mạnh. Một trong những bài học lớn từ cơn bão Katrina năm 2005 là thúc giục các trạm điện thoại di động sử dụng máy phát điện

hoặc pin dự phòng. Kết quả là, khi cơn bão Sandy đánh vào vùng bờ biển phía đông của nước Mỹ năm 2012, hầu hết mọi người ít nhất vẫn có thể sử dụng điện thoại di động tùy theo khu vực. Các siêu thị và hiệu thuốc cũng thường có nguồn điện dự phòng và có thể xử lý các khoản thanh toán. Khi các ứng dụng điện thoại di động phát triển, chúng chắc chắn sẽ thay thế tiền mặt như là phương tiện giao dịch chính trong lúc mất điện. Tất nhiên, điện thoại di động có thể hết pin, nhưng sẽ là hiệu quả về mặt chi phí hơn cho hầu hết mọi người khi mua vài bộ sạc pin rẻ tiền hoặc sạc điện thoại di động của họ để trong ôtô hơn là giấu 500 USD trong nhà.

Các trang web về kế hoạch cứu trợ thiên tai cũng cho biết séc có thể được sử dụng trong thảm họa, giả sử séc vẫn còn tồn tại trong 20 năm nữa. Trong trường hợp khẩn cấp kéo dài đủ lâu, khi không còn cách nào để sạc điện thoại di động và cạn kiệt nguồn cung tiền giấy mệnh giá nhỏ, chính phủ có thể “tiếp tế” tiền để sử dụng tạm thời và chúng có thể đổi lại thành tiền điện tử sau khủng hoảng. Tiền giấy không hỗ trợ được là bao khi đã có tiền xu mệnh giá lớn và điện thoại thông minh và thậm chí hiện nay, tiền mặt được cho là xếp hạng thấp hơn nhiều so với nhiều vật dụng khác chuẩn bị cho tình huống khẩn cấp.

### ***Bảo mật***

Nhiều người trả tiền mặt cho các khoản mua sắm nhỏ không hẳn vì thuận tiện mà là để cố gắng hạn chế khả

năng bị trộm cắp thẻ tín dụng. Xác suất bạn bị lấy cắp dữ liệu trong giao dịch mua hàng nhỏ được cho là gần tương đương với giao dịch mua hàng lớn. Tuy nhiên, đây là một hiện tượng đặc thù của Mỹ, vì Mỹ chậm áp dụng các hệ thống thanh toán an toàn hơn, mặc dù cuối cùng thì điều này cũng đang thay đổi. Ví dụ: công nghệ thẻ gắn chip và mã PIN phổ biến ở châu Âu là một công nghệ vượt trội khiến cho những vụ trộm phổ biến nhất ngày nay gặp khó khăn hơn nhiều. Mỹ đã chậm áp dụng công nghệ chip và mã PIN một phần vì các nhà bán lẻ đã vận động hàng lang để không bị buộc phải nâng cấp hệ thống của họ, nhưng may mắn thay, dù sao quá trình này cũng đang dần diễn ra.

Một số người có thẻ băn khoăn về những người không thể nhớ được mã PIN của họ, nhưng những kiểu vấn đề này đã được giải quyết ở châu Âu. Một phương pháp công nghệ thấp đã được áp dụng, ví dụ như ở Đan Mạch, là cung cấp cho mọi người lựa chọn sử dụng thẻ trả trước bổ sung không yêu cầu mã PIN và có thể được nạp tiền định kỳ tại ngân hàng. Nếu bị mất, số tiền trong thẻ trả trước sẽ bị mất (giống như tiền mặt bị lấy cắp), nhưng không mất gì thêm. Một phương pháp tương tự sẽ phù hợp cho những người muốn giữ một số tiền mặt cố định trong ví của họ như một phương tiện theo dõi chi tiêu trong tuần.

Phương pháp nhận dạng sinh trắc học bao gồm vân tay, giọng nói và võng mạc là có thể áp dụng và đã trở nên

phổ biến trong lĩnh vực ngân hàng kỹ thuật số và chuyển giao thu nhập của Chính phủ Ấn Độ, nơi có hơn một tỷ người hiện đang đăng ký. Các công ty thẻ tín dụng đã tận dụng các mạng nơron nhân tạo để phát hiện gian lận trong thanh toán. (Một giao dịch mua một chiếc túi xách hàng hiệu từ Nga và chuyển đến Riviera của Pháp có thể bị coi là trường hợp tình nghi nếu chủ thẻ sống ở Boston). Khả năng bảo mật liên tục phát triển. Một số quan chức của Cục Dự trữ Liên bang đã đề cập việc sử dụng một biến thể của phương pháp chuỗi khối (blockchain) mà tiên phong là tiền ảo Bitcoin để tạo ra những nền tảng thanh toán tích hợp bảo mật nhờ quá trình xác minh sổ cái phân tán công khai (distributed public ledger). Chúng ta sẽ xem xét công nghệ này trong Chương 14.

Chắc chắn sẽ có những trường hợp đặc biệt vẫn cần đến tiền mặt. Một ví dụ thú vị là kinh nghiệm gần đây của các cửa hàng cầm sa ở Colorado sau khi tiểu bang hợp pháp hóa loại ma túy này năm 2014. Hai năm sau, một số cửa hàng vẫn chỉ được tiếp cận hạn chế với hệ thống ngân hàng địa phương, vì mặc dù cầm sa đã được hợp pháp ở cấp tiểu bang nhưng nó vẫn bất hợp pháp ở cấp liên bang. Và bất kỳ ngân hàng nào do liên bang giám sát đều bị cấm kinh doanh với một pháp nhân vi phạm luật pháp liên bang; Visa và MasterCard sẽ không xử lý các khoản thanh toán cho các cửa hàng cầm sa vì những lý

do tương tự. Do đó, chính Cục Dự trữ Liên bang đã phải gửi đi những lượng tiền mặt lớn để giúp các cửa hàng này hoạt động<sup>1</sup>.

Danh sách các vấn đề có thể phát sinh trong thế giới tiền điện tử chắc chắn là đáng sợ. Hầu hết chúng ta đã từng cho tiền mặt vào máy giặt và thường thì lúc lấy ra cũng ít bị hư hại. (Vì tiền mặt chứa nhiều vi khuẩn, nên biết đâu thỉnh thoảng giặt chúng một lần thậm chí còn có lợi). Điện thoại thông minh hoặc thẻ tín dụng công nghệ cao có thể không bền đến vậy. Tuy vậy, một lần nữa, đây vẫn là một phản đối ngớ ngẩn. Theo khung thời gian triển khai, công nghệ sẽ trở nên rẻ hơn và bền hơn. Nhiều khả năng bạn sẽ sử dụng bất kỳ một trong số các phương tiện để truy cập tài khoản ghi nợ của bạn. Và may mắn thay - đối với những câu hỏi như “nếu tôi đánh rơi điện thoại thông minh của tôi vào bồn tắm thì sao?” hay “nếu tôi vô tình cho điện thoại thông minh của tôi vào máy giặt thì sao?” - chúng ta có thể tương đối chắc chắn rằng, trong vòng 20 năm tới, khi con người ngày càng phụ thuộc vào điện thoại thông minh và các thiết bị tương tự, các công nghệ tiên tiến hơn sẽ được phát triển.

---

1. Xem Yuka Hayashi, “Marijuana Companies Stuck Doing Business the Old-Fashioned Way, in Cash”, *Wall Street Journal*, ngày 31/3/2016, có thể xem tại <http://www.wsj.com/articles/marijuana-companies-stuck-doing-business-the-old-fashioned-way-in-cash-1459416605>.

Trớ trêu thay, có một điểm đơn giản nhưng quan trọng là mục tiêu cuối cùng của nhiều âm mưu trộm cắp không gian mạng thường liên quan đến tiền mặt, điển hình như máy ATM<sup>1</sup>. Đây đôi khi là cách thức cuối cùng để tội phạm lấy ra khoản tiền mà trước đó chúng chuyển vào tài khoản ngân hàng do chúng kiểm soát, có thể là rút tiền thông qua một mạng lưới đồng phạm để tránh bị chú ý.

Vì công nghệ đang phát triển quá nhanh, nên tôi không đi vào chi tiết hơn nữa ngoài việc nói rằng: việc loại bỏ tiền giấy không thực sự tạo ra thay đổi đáng kể đối với khả năng xã hội dễ bị tội phạm mạng tấn công. Một số trở ngại hiện nay trong việc tăng cường bảo mật thực sự là vấn đề chính trị hơn là kinh tế. Một số đổi mới về bảo mật như công nghệ sổ cái phân tán (distributed ledger) tiềm ẩn bước đột phá nằm trong các loại tiền ảo như Bitcoin hay Ethereum, cuối cùng có thể dẫn đến những cải tiến lớn về bảo mật tài chính, ít nhất là phần cốt lõi của hệ thống thanh toán, như được thảo luận thêm trong Chương 14.

Trong bất kỳ lập luận nào ở trên, điều đặc biệt khó thấy là vì sao tiền giấy mệnh giá lớn lại quan trọng. Có lẽ người ta sẽ hoài nghi về chúng sau khi xảy ra mất điện, động đất hay một kiểu thảm họa khác. Tôi không phủ nhận sẽ có những vấn đề còn sót lại mà đơn giản là chỉ cần thời gian để giải quyết. Một lần nữa, tất cả vấn đề này là lý do chính đáng cho

---

1. Warwick (2015) lập luận mạnh mẽ và chính xác về điểm này.

việc tiến hành chậm rãi và giữ lại lưu hành một phần nhỏ của hệ thống tiền giấy trong một thời gian dài.

Trong mọi trường hợp, trong một thảm họa đủ nghiêm trọng, thậm chí tiền mặt cũng có thể khó sử dụng, chỉ còn lại phương thức trao đổi hàng hóa. Khi tôi còn là nhà kinh tế học trẻ tuổi tại Hội đồng Thống đốc của Cục Dự trữ Liên bang đầu thập niên 1980, tôi còn nhớ cảm giác lúng túng của ngày mà một vài quan chức và thống đốc được chọn tham gia vào cuộc di tản tấn công hạt nhân giả định. Tôi nhớ rõ máy bay trực thăng đã nhanh chóng chuyển các quan chức của Cục đến các hang động sâu ở Tây Virginia, nơi mà về nguyên tắc họ có thể tiếp tục duy trì hoạt động của hệ thống tiền tệ quốc gia. Thành thật mà nói, ý tưởng này được lấy từ bộ phim *Dr. Strangelove*. Những người làm công bình thường như chúng ta được chỉ định làm theo hướng dẫn ở mặt sau cuốn sổ điện thoại, mà theo những gì tôi nhớ lại được là những dòng chữ như “trốn dưới bàn làm việc của bạn và tránh nhìn vào những tia sáng chói lóa”. Tôi không có ý xúc phạm gì, nhưng trong một thảm họa như vậy, tôi không biết liệu việc tôi biết người đứng đầu Cục Dự trữ Liên bang đang được an toàn trong một hang động ở Tây Virginia có khiến tôi cảm thấy yên tâm hơn so với việc trong túi mình có 60 USD hay không, ngay cả khi chiếc bàn làm việc đang bảo vệ tôi. Ví dụ này nghe có vẻ lố bịch, nhưng chắc chắn khả năng phải đối phó với thiên tai và thảm họa hoàn toàn là

điều quan trọng cần cân nhắc và là một lý do nữa vì sao tiền mặt cần được loại bỏ dần dần.

### ***Điều chỉnh quy định***

Trước khi tiền mặt bị loại bỏ hoàn toàn, điều quan trọng là phải giảm các quy định ở nhiều khu vực không nhất thiết phải thi hành nghiêm ngặt và chỉ nằm trong số sách vì tiền mặt khiến các quy định này bị vi phạm nhiều hơn là tuân thủ. Ví dụ: việc trả lương cho người trẻ hợp pháp ở Paris đơn giản và dễ dàng hơn nhiều so với ở thành phố New York, nơi có các yêu cầu về báo cáo phiền hà hơn. Và trong khi rõ ràng một phần của ý tưởng là để có thể đánh thuế các cá nhân và doanh nghiệp một cách hợp lý và công bằng hơn, thì nếu muốn gây khó khăn hơn cho việc sử dụng tiền mặt, cần giảm thuế suất cho các doanh nghiệp nhỏ có thể phải chịu gánh nặng lớn khi chuyển đổi chế độ tiền tệ.

## **KẾT LUẬN PHẦN I**

Tiền giấy vẫn luôn tạo điều kiện cho hoạt động trốn thuế và tội phạm; hiện tượng này hầu như không có gì mới mẻ. Tuy nhiên, trong những năm qua, sự phát triển liên tục của các công nghệ giao dịch mới đã giảm bớt vai trò của tiền mặt trong nền kinh tế hợp pháp cho đến khi tiền mặt vẫn quan trọng với các giao dịch nhỏ nhưng ngày càng trở nên hiếm dùng trong các giao dịch trung bình và lớn. Điểm này

được thể hiện rõ qua tỷ lệ tiền giấy mệnh giá lớn vẫn liên tục gia tăng và chiếm phần lớn hơn trong nguồn cung tiền mặt của các nước phát triển. Chẳng hạn, tờ 100 USD và 500 euro tuy không mấy quan trọng trong các giao dịch bán lẻ hàng ngày song, chúng vẫn áp đảo tiền giấy mệnh giá nhỏ về tỷ lệ trong nguồn cung tiền mặt ở Mỹ và châu Âu. Từ cách đây hai thập kỷ đã có những bằng chứng mạnh mẽ, khi tôi lần đầu tranh luận rằng, việc giữ lại tiền giấy mệnh giá lớn là “tham bát bỏ mâm”; những lợi ích tiềm tàng từ việc tăng nhẹ trong biên lai thuế và giảm thiểu đôi chút tình trạng tội phạm gần như chắc chắn quan trọng hơn phần tổn thất của doanh thu từ thuế in tiền. Đến nay, lập luận này dường như còn thuyết phục hơn.

Các công nghệ mới giờ đây thậm chí khiến tiền giấy mệnh giá nhỏ không còn cần thiết như trước, một thực tế được nhấn mạnh bởi những tiến bộ của một số quốc gia (đặc biệt là Thụy Điển và Đan Mạch) hướng đến việc giảm sử dụng tiền mặt. Sự thay đổi không nhất thiết phải là hàng loạt; dường như hầu hết lợi ích từ việc chấm dứt tiền giấy có thể đạt được bằng cách loại bỏ dần dần tất cả tiền mặt, trừ các mệnh giá nhỏ nhất (giả sử như 5 USD hoặc có thể là 10 USD) và cuối cùng thậm chí có thể thay thế chúng bằng tiền xu với số lượng nhỏ nhưng sẽ khá nặng cho việc lưu trữ và vận chuyển với số lượng lớn. Quá trình chuyển đổi này sẽ giải quyết cả các vấn đề về tội phạm và trốn thuế, đồng thời gia tăng đáng kể chi phí tích trữ mà có thể giảm hiệu

quả của bước chuyển đổi sang lãi suất âm, như được thảo luận trong phần tiếp theo của cuốn sách. Nếu việc tích trữ tiền giấy mệnh giá nhỏ hoặc tiền xu với số lượng lớn vẫn là một vấn đề thì có thể dễ dàng xử lý bằng cách hạn chế giá trị tối đa của các khoản thanh toán bằng tiền mặt (như đã thực hiện ở nhiều nước châu Âu) và áp đặt mức phí cho những khoản tiền gửi (hoặc tập hợp nhiều khoản tiền gửi) rất lớn bằng tiền giấy mệnh giá nhỏ, một giải pháp mà các ngân hàng có thể sẽ cần phải áp dụng để bù đắp chi phí. Hình thức cấm đoán này sẽ hạn chế việc sử dụng số lượng lớn tiền mặt cho hoạt động tội phạm cũng như tích trữ. Tất nhiên, một khi quá trình chuyển đổi toàn diện sang tiền xu có kích thước đủ lớn được thực hiện, việc giao dịch và tích trữ số lượng lớn tiền mặt sẽ đủ tốn kém để khiến cả hai không còn là vấn đề.

Bằng cách thực hiện quá trình chuyển đổi với tốc độ chậm rãi và thong thả, sẽ có thể giải quyết nhiều vấn đề khác nhau khi chúng xuất hiện như cách mà người Thụy Điển và Đan Mạch có vẻ đang thực hiện thành công. Những giới hạn về công nghệ, chẳng hạn như cách thức thanh toán điện tử P2P và đạt được thanh toán bù trừ thời gian thực, đang dần bị xóa nhòa với những tiến bộ về điện thoại di động.

Nhìn chung, lý do tiến đến một xã hội ít tiền mặt hơn nếu chưa hoàn toàn là một xã hội không tiền mặt dường như khá thuyết phục, với hầu hết phản đối khác nhau và

lặt vặt có thể dễ dàng xử lý nếu có đủ thời gian hoàn thành. Tạo điều kiện cho chính sách lãi suất âm không phải là lý do chính cho việc loại bỏ tiền giấy, đặc biệt là tiền giấy mệnh giá lớn. Nhưng đó là một lợi ích phụ trợ quan trọng mà chúng ta sẽ bắt đầu phân tích trong Phần II.

## **PHẦN II**



### LÃI SUẤT ÂM



## *Chương 8*

# **CHI PHÍ CỦA GIỚI HẠN GẦN 0**

Những ngân hàng trung ương mắc kẹt trong môi trường “giới hạn gần 0” hiện nay chắc hẳn cảm thấy như đang sống trong một thực tại khác (*alternate reality*), giống trong một tập phim *Twilight Zone*. Quay trở lại những thập niên 1970 và 1980, khi nhiều nhà hoạch định chính sách tài chính hàng đầu hiện nay mới bắt đầu vào nghề, lạm phát đã tăng vọt lên hai con số, đạt mức cao nhất là hơn 13% ở Mỹ và hơn 20% ở Nhật Bản và Anh. Đường như không có giải pháp nào của các nhà hoạch định chính sách có thể chấm dứt được nạn lạm phát. Cuối cùng, khi Paul Volcker giữ chức Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang (FED), ông quyết tâm loại bỏ lạm phát ra khỏi hệ thống, và sau cùng lãi suất quỹ liên bang (lãi suất chính sách của ngân hàng trung ương) đã được đẩy lên 20% vào giữa năm 1981. Chính sách thắt chặt tiền tệ của Volcker cuối cùng đã thành công mỹ mãn trong việc kiềm chế kỳ vọng lạm phát. Nhưng quá trình này phải mất một vài năm, và trong ngắn hạn, chính sách thắt chặt tiền tệ mạnh mẽ đã giáng một đòn mạnh vào nền kinh tế, dẫn đến suy thoái và kìm hãm về mặt chính trị nghiêm trọng. Thợ mộc và thợ xây gửi qua đường bưu điện những

thanh gỗ dài 2-4 inch để phản đối rằng họ không biết làm gì với số gỗ này. Các đại lý ôtô đã gửi cho Cục những quan tài chứa đầy chìa khóa của những chiếc xe chưa bán được. Nông dân phong tỏa cổng chính của Cục bằng máy kéo. Là nhà kinh tế học trẻ, vừa lấy bằng sau đại học của Cục, tôi đã hết sức kinh ngạc khi chứng kiến toàn bộ quá trình giải trừ lạm phát của Volcker.

Theo thời gian, động lực tương tự cũng được phát triển trên toàn thế giới. Thủ tướng Anh Margaret Thatcher cũng đương đầu với lạm phát theo cách gần giống như Volcker (Ngân hàng Anh đã không được hoạt động độc lập cho đến năm 1997). Lạm phát giảm từ 20% năm 1980 xuống 5% vào năm 1983. Lạm phát cao chưa từng thấy trong thời đại này, hơn bất kỳ thứ gì khác, đã đẩy nhanh quá trình hình thành đồng tiền duy nhất ở châu Âu, đồng euro. Các quốc gia Latinh, bao gồm Pháp, Tây Ban Nha, Bồ Đào Nha và Italia, gặp nhiều khó khăn trong việc tự mình kiềm chế lạm phát, và cuối cùng quyết định lối thoát duy nhất là bám víu vào đồng mác Đức luôn rất ổn định. Thật vậy, còn có những lý do khác nữa để tạo ra đồng euro, nhưng cho đến thời điểm tôi viết cuốn sách này, ổn định giá cả vẫn là lập luận thuyết phục nhất đối với những người bình thường. Kiểm soát lạm phát từ chố chỉ là mối quan tâm thứ yếu đã trở thành mục tiêu quan trọng hàng đầu trong chính sách tiền tệ ở nhiều quốc gia. Do đó, Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB) được giao một nhiệm vụ là kiểm soát lạm phát; trong khi ổn định sản lượng không được đề cập chính thức.

Hãy thận trọng với những gì bạn mong muốn, bạn có thể sẽ nhận được đúng điều đó. Chúng ta đang ở trong thời kỳ có mức lạm phát cực thấp và lãi suất gần bằng 0, khi thách thức đối với các ngân hàng trung ương đã chuyển từ việc thuyết phục mọi người rằng họ sẽ không gây ra lạm phát sang việc thuyết phục rằng họ không phải là “kẻ cuồng lạm phát” (cụm từ của cựu Thống đốc Ngân hàng Anh Mervyn King). Thật vậy, nếu 35 năm trước bạn nói với bất cứ ai rằng các ngân hàng trung ương sẽ đổi mặt với vấn đề này thì họ sẽ nghĩ bạn bị điên. Và ngay cả khi bạn có thể thuyết phục họ điều đó là đúng, có lẽ họ sẽ nhìn nhận tình huống đó là một thành công hoàn toàn. Trong cách nói của ngân hàng trung ương, tương tự với “Không ai có thể quá giàu hay quá già” (theo lời Nữ công tước xứ Windsor) từ lâu đã là “Không quốc gia nào có thể có xu hướng tăng trưởng quá cao hay lạm phát quá thấp”.

Vậy điều gì đã xảy ra? Lãi suất chính sách giảm xuống mức 0 như thế nào? Chắc chắn một phần của vấn đề là “truyền bá đức tin” về mục tiêu lạm phát - và thực sự không có từ nào chính xác hơn - đã tạo ra các tổ chức đơn giản là không mấy linh hoạt khi đối phó với những thay đổi chóng mặt mà thế giới đã trải qua trong 20 năm qua. Lạm phát có thể xuống mức quá thấp, và các chế độ với mục tiêu lạm phát không linh hoạt không thực sự giỏi đối phó với vấn đề này, đặc biệt là khi lãi suất giảm về giới hạn gần 0, hay còn được gọi là “bẫy thanh khoản”.

Giới hạn gần 0 đã trở thành một vấn đề dai dẳng vì ba lý do cơ bản. Trước hết, lạm phát đã sụt giảm đột ngột và

kỳ vọng lạm phát cũng giảm theo. Bắt đầu từ Niu Dilân vào năm 1989, hầu hết ngân hàng trung ương của các quốc gia phát triển dần dần thống nhất mục tiêu lạm phát gồm khoảng gần 2%, trong đó hàm ý mức lãi suất thấp hơn đáng kể so với khi lạm phát ở mức trung bình 10%. Để giúp cho phần này của cuốn sách được hoàn chỉnh, chúng ta hãy xem xét một vài thuật ngữ sẽ được sử dụng thường xuyên. Lãi suất *danh nghĩa* là mức lãi suất hiện tại, ví dụ như lãi suất trái phiếu kho bạc một tháng mà chính phủ trả cho thị trường tư nhân. Một lãi suất danh nghĩa quan trọng khác là lãi suất qua đêm liên ngân hàng mà hầu hết ngân hàng trung ương coi là lãi suất chính sách cốt lõi của họ. (Đây là lãi suất mà bạn đọc bản tin tức: “FED tăng/giảm lãi suất ngày hôm nay”). Lãi suất *thực tế* là một khái niệm lý thuyết được hình thành bằng cách lấy lãi suất danh nghĩa trừ đi mức lạm phát kỳ vọng (trong tương lai) trong khoảng thời gian của khoản vay, một con số mà các nhà kinh tế học có thể ước tính nhưng không thể quan sát hay đo lường chính xác<sup>1</sup>.

Nếu mọi thứ diễn ra bình thường, hầu hết cả lý thuyết và thực tiễn kinh tế đều cho thấy: khi kỳ vọng lạm phát

---

1. Mặc dù lãi suất danh nghĩa thu hút mọi sự chú ý, nhưng hầu hết mô hình kinh tế đều cho rằng chính lãi suất thực tế mới là yếu tố quan trọng nhất cho các quyết định đầu tư và tiêu dùng. Tuy nhiên, vì giá cả và tiền lương điều chỉnh tương đối chậm và kỳ vọng lạm phát thường cứng nhắc, nên cắt giảm lãi suất danh nghĩa ngắn hạn thường tác động đến lãi suất thực tế ngắn hạn với tỷ lệ gần như 1:1 trong môi trường lạm phát thấp.

giảm 1%, thì sau một giai đoạn điều chỉnh, tất cả lãi suất trên thị trường cũng giảm 1%. Lôgích ở đây là mọi người chỉ quan tâm có thể mua những gì bằng tiền chứ không phải giá trị danh nghĩa, và tùy theo mức lạm phát cao hơn được dự đoán chính xác đến đâu, mọi người sẽ điều chỉnh lãi suất (danh nghĩa), tiền lương và giá cả cho phù hợp. Vì vậy, khi lạm phát chỉ là 2%, thay vì giả sử như 6%, phạm vi điều chỉnh sẽ nhỏ hơn nhiều khi ngân hàng trung ương dự định cắt giảm lãi suất. Nhân tiện, đây cũng là ý tưởng cơ bản sau các đề xuất tăng mục tiêu lạm phát của ngân hàng trung ương từ 2% lên 4% mà chúng ta sẽ xem xét trong Chương 9.

Lý do thứ hai khiến vấn đề giới hạn gần 0 nảy sinh trở lại là những biến động kinh tế ngày càng lớn hơn nhiều so với tưởng tượng của hầu hết nhà kinh tế, với hậu quả của cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 gây ra suy thoái nghiêm trọng và kéo dài nhất kể từ cuộc Đại suy thoái trong thập niên 1930. Biến động kinh tế càng lớn, các nền kinh tế càng nhiều khả năng phải đổi mặt với suy thoái nghiêm trọng, đòi hỏi phải cắt giảm mạnh lãi suất ngân hàng trung ương, và do đó càng nhiều khả năng tiến tới giới hạn gần 0.

Lý do thứ ba khiến giới hạn gần 0 gây ra nhiều rắc rối đến vậy là lãi suất thực tế đã giảm mạnh xuống dưới mức 0 trong những giai đoạn rất ngắn, và xấp xỉ 1,5% ở những giai đoạn rất dài, nhưng cả hai đều dưới mức “bình thường”. Có nhiều lý do khiến lãi suất thực tế sụt giảm, nhưng một số yếu tố chính bao gồm mức tiết kiệm cao từ các thị trường mới nổi tăng trưởng nhanh và nhóm dân số già ở các nền

kinh tế phát triển, những yếu tố mà Ben Bernanke năm 2005 đã chỉ ra khi mô tả tình hình “thừa thãi tiết kiệm toàn cầu”<sup>1</sup>. Kể từ năm 2008, những quy định nghiêm ngặt hậu khủng hoảng tài chính và tâm lý ngại rủi ro cũng đã đẩy mức lãi suất thực tế xuống<sup>2</sup>. Một yếu tố quan trọng khác là tốc độ tăng trưởng chậm hơn. Một số nhà kinh tế học, như Robert J. Gordon của Đại học Northwestern, lập luận rằng nguyên nhân gốc rễ của tốc độ tăng trưởng toàn cầu chậm hậu khủng hoảng tài chính là tốc độ tăng năng suất lao động có xu hướng giảm mạnh, chủ yếu từ việc sụt giảm tốc độ các phát minh có giá trị kinh tế. Những người khác, trong đó tiên phong là đồng nghiệp Lawrence Summers của tôi, lập luận về tổng cầu thế giới suy giảm trong dài hạn. Cá nhân tôi nghĩ rằng khó có thể kết luận dứt khoát về xu hướng tăng trưởng dài hạn, đặc biệt khi những giai đoạn tăng trưởng chậm hâu như luôn theo sau các cuộc khủng hoảng tài chính sâu rộng (như được ghi nhận trong cuốn sách năm 2009 của tôi với Carmen Reinhart)<sup>3</sup>. Ngay cả khi lãi suất thực tế cuối cùng có tăng vài phần trăm lên mức

---

1. Bernanke (2005).

2. Reinhart, Reinhart và Rogoff (2015) cho rằng nỗi lo sợ tăng cao về một cuộc khủng hoảng tài chính hoặc suy thoái kinh tế toàn cầu nghiêm trọng có thể giải thích hiệu quả cho việc lãi suất thực tế toàn cầu sụt giảm mạnh sau năm 2008.

3. Gordon (2016); Reinhart và Rogoff (2009). Trong Rogoff (2015), tôi lập luận rằng nền kinh tế toàn cầu đang trải qua một siêu chu kỳ nợ bắt đầu từ Mỹ, sau đó chuyển đến châu Âu và bây giờ là Trung Quốc, và trước khi tình hình lắng xuống, thật khó suy đoán về xu hướng tăng trưởng dài hạn.

bình thường hơn, thì điều hiển nhiên là đôi khi chúng có thể xuống rất thấp hoặc thậm chí là âm trong những giai đoạn kéo dài. Thật vậy, một thực tế khiến chúng ta phải nhìn nhận nghiêm túc là mặc dù cuộc khủng hoảng tài chính của Nhật Bản bùng phát từ đầu thập niên 1990 nhưng quốc gia này vẫn đang vật lộn với giới hạn gần 0 trong suốt hai thập kỷ sau đó.

Vậy, chính xác việc một nền kinh tế có chính sách tiền tệ bị ràng buộc bởi giới hạn gần 0 đối với lãi suất qua đêm là tồi tệ đến mức nào? Thật khó để biết vì phạm vi kinh nghiệm còn quá ngắn và quá hạn chế. Lần đầu tiên vấn đề này trở thành chủ đề tranh luận hàng đầu trong thời kỳ Đại suy thoái. Nhờ việc cho phép những khác biệt về kỹ thuật trên thị trường tiền tệ vào thời điểm đó, lãi suất chính sách cán mốc tương đương bằng 0 về mặt đạo đức vào đầu thập niên 1930 và duy trì trong suốt cuộc khủng hoảng và cả trong Chiến tranh thế giới thứ hai. “Giới hạn gần 0” một lần nữa lại trở thành vấn đề ở Nhật Bản vào thập niên 1990, và chắc chắn đã ảnh hưởng đến chính sách của Mỹ sau vụ bong bóng công nghệ cuối thập niên 1990, trong đó FED cuối cùng phải ngừng cắt giảm sau khi lãi suất chính sách xuống còn 1% vào năm 2001. Và bây giờ một lần nữa nó lại trở thành vấn đề của toàn thế giới từ năm 2008. Tăng trưởng toàn cầu yếu kém sau khủng hoảng chịu ảnh hưởng bao nhiêu từ ràng buộc của giới hạn gần 0, và bao nhiêu từ các yếu tố khác, chẳng hạn như khu vực ngân hàng ì ạch, sụt giảm chi tiêu chính phủ cho kết cấu hạ tầng, tái cân bằng sau khủng hoảng tài chính, suy giảm chu kỳ siêu

tăng trưởng của Trung Quốc và các yếu tố tương tự khác? Không ai thực sự biết được. (Sự thiếu hiểu biết này dường như không thể ngăn cản việc một số nhà phê bình chính sách kinh tế đưa ra những lời khuyên không phù hợp). Nếu như các cuộc tranh luận kinh tế trong quá khứ có thể giúp định hướng thì cuộc tranh luận dựa trên kinh nghiệm sẽ mất nhiều thập kỷ mới kết thúc được.

Vấn đề chúng ta xem xét trong chương này là cố gắng đánh giá chính xác mức độ nghiêm trọng của giới hạn gần 0 về mặt định lượng. Trước hết, các chính sách tiền tệ thông thường đã trở nên không hiệu quả khi đương đầu với suy thoái. Một vài nghiên cứu đã gợi ý rằng, vào giai đoạn đỉnh điểm của khủng hoảng tài chính, do các dự báo hết sức nghiêm trọng về lạm phát và sản lượng, cách phản ứng thông thường của ngân hàng trung ương sẽ là kéo lãi suất xuống mức -4% hoặc -5% ở Mỹ, nếu điều này là khả thi. Ở châu Âu và Anh, lãi suất cũng sẽ xuống mức âm, nếu có thể thì chỉ là giảm ít hơn. Thật vậy, đến nay một số ngân hàng trung ương đã “rón rén” bước vào khu vực lãi suất âm, bao gồm cả Thụy Điển, Thụy Sĩ, Đan Mạch, khu vực sử dụng đồng euro và Nhật Bản. Nhưng cho đến nay, họ vẫn ngần ngại cắt giảm lãi suất xuống thấp hơn âm 75 điểm cơ bản (-0,75%) vì lo sợ sẽ kích hoạt tình trạng đổ xô từ nợ chính phủ sang tiền giấy, điều này vừa hạn chế hiệu quả của chính sách tiền tệ và vừa gây ra những vấn đề lớn về logistics và an ninh. Bên cạnh đó, đã có rất nhiều phản kháng từ một số nhóm, trong đó các ngân hàng trung ương Nhật Bản bị chỉ trích ngay cả

khi áp đặt lãi suất âm chỉ ở mức -0,1%. Mặc dù vậy, cho đến nay mọi thứ vẫn khá nhẹ nhàng so với những gì Paul Volcker từng phải đối mặt.

Một số người đã lập luận rằng, giới hạn gần 0 thực sự không đến mức nghiêm trọng như vậy, vì các ngân hàng trung ương đã tìm ra những cách khắc phục khá hiệu quả khi sử dụng các công cụ bất thường như “định hướng thị trường tiền tệ” (forward guidance) và “nới lỏng định lượng” (quantitative easing). Công cụ đầu tiên liên quan đến việc thông báo cho các nhà đầu tư rằng các cơ quan tiền tệ có ý định đẩy cao lạm phát trong tương lai, ngay cả khi họ không thể làm điều đó vào lúc này. Khi phát huy hiệu quả, công cụ định hướng thị trường tiền tệ sẽ thành công trong việc hạ thấp lãi suất thực tế, ngay cả khi lãi suất danh nghĩa đứng yên ở mức 0, vì rõ ràng lãi suất thực tế là lãi suất danh nghĩa trừ đi mức lạm phát kỳ vọng. Ý tưởng thứ hai là nới lỏng định lượng (QE). Chúng ta sẽ thảo luận chi tiết hơn về QE trong phần sau của chương này, nhưng về cơ bản công cụ này liên quan đến việc sử dụng nợ ngắn hạn của ngân hàng trung ương để mua tài sản dài hạn như nợ chính phủ, từ đó hạ thấp lãi suất dài hạn của chính phủ. Hy vọng là các lãi suất dài hạn khác (ví dụ như đối với vay thế chấp và nợ doanh nghiệp) sẽ giảm theo, vì lãi suất của nợ chính phủ thường là chuẩn so sánh để tất cả mức lãi suất khác được ấn định theo.

Một vài nghiên cứu thực nghiệm lập luận rằng, các chính sách không chính thống này của ngân hàng trung ương

đã thành công hơn cả những gì mà thực tế cho thấy<sup>1</sup>. Tuy nhiên, những thách thức đầy bất ngờ mà Ngân hàng Trung ương Nhật Bản và ECB phải đổi mặt trong việc đẩy cao kỳ vọng lạm phát đã cho thấy các chính sách bất thường kém hiệu quả hơn nhiều so với chính sách lãi suất đơn thuần nếu chính sách lãi suất âm không hạn chế có thể được áp dụng hoàn toàn đó là khi xóa bỏ tất cả rào cản về thể chế, luật pháp và rào cản khác, như chúng ta sẽ thảo luận trong Chương 10 và Chương 11. Ngay cả Cục Dự trữ Liên bang vốn đã đưa ra nhiều đánh giá lạc quan về các công cụ tiền tệ bất thường, cũng không ai thực sự muốn phải phụ thuộc vào chúng một lần nữa, phần lớn vì chúng tiềm ẩn những rủi ro khó có thể đo lường hoặc hiểu rõ.

Nếu giới hạn gần 0 cho thấy sự không chắc chắn của chính sách tiền tệ thì điều này cũng quá đủ tồi tệ, nhưng nó thậm chí còn là chủ đề xuyên suốt của toàn bộ những

---

1. Đánh giá tích cực nhất về nỗ lực đổi mới với giới hạn gần 0 của ngân hàng trung ương sau cuộc khủng hoảng tài chính có lẽ xuất phát từ một lý thuyết thông minh tìm cách xây dựng một “lãi suất chính sách giả” không chịu ràng buộc của giới hạn gần 0; ý tưởng của thiên tài sáng tạo Fischer Black (1995). Lãi suất giả là một chỉ số được xây dựng từ nhiều biến số kinh tế vĩ mô và giá tài sản. Ý tưởng ở đây là xây dựng một chỉ số nắm bắt xu hướng chung của chính sách tiền tệ chứ không chỉ là một thước đo (lãi suất). Vì lãi suất giả chỉ là một khái niệm không có thật nên hoàn toàn có thể âm. Jing Cynthia Wu và Fan Dora Xia (2014) đánh giá các lý thuyết về lãi suất chính sách giả và đưa ra các tính toán riêng. Xem một phương pháp khác đánh giá tác động chung của các công cụ thay thế chính sách tiền tệ trong Hamilton và Wu (2011).

tranh luận về chính sách ổn định kinh tế vĩ mô. Thật vậy, đang có một ngành nghề tăng trưởng nhanh chóng dựa trên những nghiên cứu về mức độ ảnh hưởng của giới hạn gần 0 đến các chính sách khác như chi tiêu chính phủ, thâm hụt chính phủ, cải cách cơ cấu và chuyển giao quốc tế của các chính sách kinh tế vĩ mô. Cũng như các quy luật vật lý thông thường dường như bị đảo ngược khi một vật thể đến gần hố đen (hay chính xác hơn là các quy luật thông thường đó hàm ý những hệ quả kỳ lạ), các quy luật kinh tế dường như cũng bị đảo ngược khi một nền kinh tế chịu ảnh hưởng trầm trọng từ suy thoái bắt đầu chậm đến (hay ít nhất là tiếp cận) giới hạn gần 0. Ví dụ: một số người đã lập luận rằng, bằng cách duy trì thâm hụt lớn hơn, một chính phủ có thể tạo ra tăng trưởng cao đến mức có thể thực sự hạ thấp tỷ lệ nợ quốc gia trên GDP<sup>1</sup>.

Một dòng suy nghĩ khác là một số kiểu cải cách cơ cấu nhất định có khả năng sẽ phản tác dụng ở giới hạn gần 0, gây suy giảm tăng trưởng trong ngắn hạn<sup>2</sup>. Cụ thể, nếu năng suất lao động cao hơn trong tương lai được hiểu là kỳ

---

1. Ví dụ, Delong và Summers (2012). Kinh tế học vĩ mô hiện đại cho rằng chi tiêu chính phủ tăng lên cũng tạo ra tác động tiêu cực do thuế hiện tại và kỳ vọng thuế tương lai đều cao hơn. Trường phái Keynes thường cho rằng tác động này là không đáng kể. Các nhà kinh tế trường phái cổ điển cho rằng tác động là rất lớn; còn thực tế có lẽ nằm đâu đó ở giữa.

2. Ví dụ: xem Eggertsson, Ferraro và Raffo (2014), dựa trên Eggertsson (2010). Bodenstein, Guerrieri và Gust (2013) thu được một kết quả liên quan đến cú sốc giá dầu mỏ.

vọng giá cả thấp hơn trong tương lai, kết quả là kỳ vọng lạm phát thấp hơn và do đó lãi suất thực tế cao hơn, giả sử cơ quan tiền tệ bị tê liệt bởi bẫy thanh khoản và không thể phản ứng. Ít nhất trên lý thuyết, kênh lãi suất thực tế này có thể mạnh đến mức kéo tụt nhu cầu và sản lượng hiện tại, mặc dù về dài hạn, mức tăng trưởng năng suất lao động cao hơn trong tương lai là điều có lợi, và mặc dù trong những trường hợp thông thường, người tiêu dùng ngay lập tức có thể cảm thấy mình giàu có hơn, do đó thúc đẩy nhu cầu tăng lên. Theo lôgic tương tự, cải cách cơ cấu để giá cả linh hoạt hơn, thường đi kèm với gia tăng hiệu quả kinh tế, có thể gây rắc rối nếu tác động tức thì làm giảm kỳ vọng lạm phát<sup>1</sup>. Đúng vậy, nhiều trong số những kết quả này tốt hơn hết nên được xem là phản ví dụ mang tính cảnh báo chứ không phải viễn cảnh chủ đạo, nhưng ngay cả như vậy, chúng vẫn minh họa “bóng mây” giới hạn gần 0 đang “che phủ” nhiều quyết định chính sách đường như không liên quan đến chính sách tiền tệ.

Một lần nữa, chúng ta không thể biết tất cả điều này trong thực nghiệm trở nên quan trọng đến mức nào, vì có quá nhiều yếu tố cùng tác động và quá ít trường hợp trong quá khứ để có thể phân định rõ ràng mọi thứ. Ví dụ: sau cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008, có nhiều cảnh báo nghiêm trọng (và hết sức dứt khoát) về chính sách thắt chặt tài khóa dần dần của Anh (từ vị trí ban đầu là quốc gia có mức thâm hụt lớn nhất trong số các nền kinh tế phát triển) sẽ dẫn đến

---

1. Ví dụ, xem Werning (2011).

một cuộc suy thoái. Những cảnh báo này chứng tỏ tư duy quá đơn giản và ngây thơ. Tuy nhiên, vì chỉ có những bằng chứng thực nghiệm hạn chế đi kèm với giả định lý thuyết mạnh mẽ cho rằng giới hạn gần 0 có thể tác động đáng kể đến sản lượng và việc làm về mặt định lượng trong những cuộc suy thoái sâu, nên rất ít nhà kinh tế học sẵn sàng tuyên bố mọi người không cần phải lo lắng về điều đó. Việc bạn nghĩ rằng chính phủ nên can thiệp nhiều hơn hay ít hơn, hay cải cách cơ cấu là tốt hay xấu không thành vấn đề.

Nhiều ý tưởng khác nhau nhằm giảm nhẹ giới hạn gần 0 được xem xét trong chương này và trong Chương 9, nhưng thực sự chỉ có hai cách tiếp cận nghiêm túc để loại bỏ hoàn toàn vấn đề này. *Thứ nhất*, các ngân hàng trung ương có thể nâng cao đáng kể mục tiêu lạm phát của họ để có mức lãi suất trung bình cao hơn. Điều này sẽ khiến lãi suất có thể được cắt giảm nhiều hơn trong giai đoạn suy thoái. *Thứ hai*, các quốc gia có thể thực hiện cải cách thể chế và pháp lý - kết hợp với xóa bỏ tiền giấy (hoặc áp dụng một trong các biện pháp khác được đề cập trong Chương 10) - mà đơn giản là sẽ xóa bỏ giới hạn gần 0.

Nâng cao mục tiêu lạm phát có giá trị nhưng cũng là vấn đề. Trước hết, vấn đề chuyển dịch là rất đáng ngại. Các ngân hàng trung ương trong nhiều năm đã kiên định với niềm tin sâu sắc của họ về mục tiêu lạm phát 2%. Việc mục tiêu lạm phát đột nhiên chuyển thành 4% gần như chắc chắn sẽ khuấy đảo thị trường tài chính quốc tế theo chiều hướng có thể gây ra nhiều bất ổn. Nếu chọn sai thời điểm công bố, thậm chí có thể dẫn đến một cuộc khủng hoảng tài

chính toàn cầu. Ngoài việc xâm phạm đến số trái phiếu dài hạn trị giá hàng chục tỷ đôla Mỹ và các hợp đồng khác được soạn thảo dựa trên lời hứa của ngân hàng trung ương về mục tiêu lạm phát 2%, thay đổi đột ngột trong chính sách của ngân hàng trung ương sẽ phá hủy những giả định về các ưu đãi và hành vi của ngân hàng trung ương, vốn giữ vai trò trung tâm trong việc ổn định tài chính toàn cầu trong thế giới hiện nay. Sự kiện Taper Tantrum<sup>1</sup> nổi tiếng vào tháng 5/2014 (khi Chủ tịch FED là Ben Bernanke mới chỉ nói bong gió về chính sách thắt chặt tiền tệ sau cùng) có vẻ chỉ đơn giản như một cuộc dạo chơi trong công viên. Cũng dễ dàng tưởng tượng về quá trình chuyển đổi mục tiêu lạm phát từ 2% thành 4% có thể chỉ mất 5-10 năm. Hơn nữa, như chúng ta sẽ thấy, không phải hoàn toàn hiển nhiên mà đời sống nhìn chung sẽ khá hơn, vì lạm phát cao hơn cũng có nhược điểm.

Mức lạm phát cao hơn sẽ phát huy hiệu quả như thế nào là một thực tế khá rõ ràng; chúng ta đã từng ở đó cách đây không lâu. Chính xác thì việc giảm lãi suất chính sách ngắn hạn xuống dưới mức 0 có thể giúp nền kinh tế trong cuộc suy thoái sâu hoặc trong giai đoạn giải trừ lạm phát như thế nào? Về lý thuyết, chính sách lãi suất âm phát huy hiệu quả gần như tương đương với việc cắt giảm lãi suất từ mức dương. Với chi phí vay thấp hơn, các công ty sẽ đầu tư

---

1. Taper Tantrum là sự tụt dốc mạnh của thị trường chứng khoán và giá trị đồng tiền của các nền kinh tế mới nổi khi nhà đầu tư quốc tế rút vốn (BT).

nhiều hơn và người tiêu dùng sẽ chi tiêu nhiều hơn, đặc biệt đối với hàng tiêu dùng bền lâu như tủ lạnh và ô tô. Lãi suất thấp hơn cũng nâng giá của các tài sản từ nhà ở, cổ phiếu đến mỹ thuật, khiến mọi người cảm thấy giàu có hơn và có xu hướng chi tiêu nhiều hơn. Cuối cùng nhưng không kém phần quan trọng, lãi suất thấp hơn có xu hướng làm suy yếu tỷ giá hối đoái (nói một cách đại khái, vì điều này khiến việc nắm giữ trái phiếu bằng nội tệ kém hấp dẫn hơn). Tỷ giá hối đoái giảm xuống sẽ giúp kích thích nhu cầu từ nước ngoài đối với hàng xuất khẩu của một quốc gia, đồng thời chuyển dịch nhu cầu trong nước đối với hàng nhập khẩu sang các mặt hàng cạnh tranh sản xuất trong nước. Ví dụ: hầu hết khách du lịch đến Mỹ vào thời điểm khi đồng đôla Mỹ đang rẻ, và nhiều người Mỹ lại chọn nghỉ ngơi tại nhà khi việc du lịch nước ngoài ngày càng đắt đỏ. Về nguyên tắc, nhu cầu cao hơn cuối cùng sẽ đẩy mức tiền lương và lạm phát lên cao.

Phải thừa nhận rằng, phần thảo luận trên còn bỏ qua nhiều vấn đề khó nói nhưng quan trọng. Mô tả của tôi về ảnh hưởng của chính sách nói lỏng tiền tệ đến lạm phát là thống nhất với lý thuyết quy chuẩn của trường phái Keynes mới. Lãi suất thấp hơn làm tăng tổng cầu, từ đó làm tăng giá cả. Tuy nhiên, phần thảo luận này cũng thống nhất với cách giải thích “trọng tiền” về cơ chế truyền dẫn (transmission mechanism), trong đó mức lãi suất âm sẽ khuyến khích người dân giảm nắm giữ tiền mặt. Khi họ rút tiền mặt ra ngoài, chi tiêu cao hơn sẽ làm tăng nhu cầu và giá cả. Chúng ta không cần phải đi vào những khác biệt

nhỏ nhất của từng kênh, và chúng cũng không loại trừ lẫn nhau; qua cả hai cách giải thích, lãi suất âm sẽ đều gây áp lực tăng lạm phát.

Ý tưởng về việc chính sách lãi suất âm chỉ là “hoạt động kinh doanh như thường lệ của ngân hàng trung ương” dựa trên giả định rằng cắt giảm lãi suất trong miền âm (ví dụ như từ -1,0% xuống -1,5%) cũng có hiệu quả tương tự như cắt giảm lãi suất trong miền dương (ví dụ như từ 1,5% xuống 1,0%). Dù sao, trên lý thuyết, giả định cho rằng hai trường hợp là tương đối giống nhau vẫn đúng vững trong hầu hết mô hình kinh tế vĩ mô quy chuẩn (ví dụ như mô hình Keynes mới theo quy chuẩn, trong đó các xung đột (frictions) chủ yếu bắt nguồn từ việc điều chỉnh chậm của tiền lương danh nghĩa, giá cả, hoặc cả hai). Từ góc độ thực tiễn, tính tương đồng của hai trường hợp đòi hỏi tất cả thay đổi về thể chế, thuế khóa và pháp lý đã được thực hiện để mở đường cho chính sách lãi suất âm. Điều này có thể được thực hiện khá dễ dàng, như sẽ được thảo luận trong Chương 10 và Chương 11.

Một giả định khác về tính tương đồng là lãi suất âm không gây nên những lo ngại hoàn toàn mới về ổn định tài chính. Hầu hết lo ngại nêu lên việc lãi suất âm gây ra bất ổn tài chính cũng gần giống như những gì người ta nghe được về lý do tại sao một giai đoạn lãi suất thấp hoặc bằng 0 kéo dài sẽ gây nhiều rắc rối và các câu trả lời cũng là tương tự. Lập luận của tôi là, trong một số trường hợp, việc được phép cứu cánh bằng mức lãi suất âm đáng kể có thể giúp đẩy cao kỳ vọng lạm phát và rút ngắn giai đoạn lãi suất thấp hơn nhiều so với khi chính sách lãi suất âm không khả thi.

Chúng ta hãy bắt đầu bằng cách nhìn vào kinh nghiệm lịch sử về giới hạn gần 0 và tiếp tục xem xét những nỗ lực giảm nhẹ vấn đề của các ngân hàng trung ương cho đến giờ, ngoại trừ lãi suất âm không giới hạn. Chương 9 cân nhắc những ý tưởng chưa từng được thử nghiệm, chẳng hạn như tăng mục tiêu lạm phát. Chúng ta sẽ nghiên cứu nghiêm túc về chính sách lãi suất âm trong các Chương 10, 11, 12, bao gồm các biện pháp thực hiện lãi suất âm ngoài cách xóa bỏ tiền mặt, cũng như các phương pháp giảm thiểu những rủi ro tiêu cực khác nhau và những lo ngại đã được nêu ra.

### KINH NGHIỆM LỊCH SỬ VỀ GIỚI HẠN GẦN 0

Ngoại trừ Nhật Bản vào thập niên 1990, giới hạn gần 0 trước đây chưa xuất hiện kể từ cuộc Đại suy thoái kinh tế thập niên 1930. Hình 8.1 mô tả lãi suất chính sách ở Anh từ năm 1930. Trong cuộc Đại suy thoái này, Anh ngừng cắt giảm lãi suất ở mức 2%, một phần vì lo sợ mức lãi suất thấp hơn sẽ gây náo loạn thị trường tài chính London do các nhà đầu tư tháo chạy khỏi trái phiếu, và một phần vì các ngân hàng đã quá dồi dào khả năng thanh khoản đến mức lãi suất thị trường tiền tệ tự nhiên sụt xuống mức dưới 1%<sup>1</sup>. Ảnh hưởng của việc lãi suất chính sách của Ngân hàng Anh vào năm 1932 chạm mức 2% và mắc kẹt ở đó suốt hai thập kỷ (trừ một khoảng thời gian ngắn xen giữa) hầu như

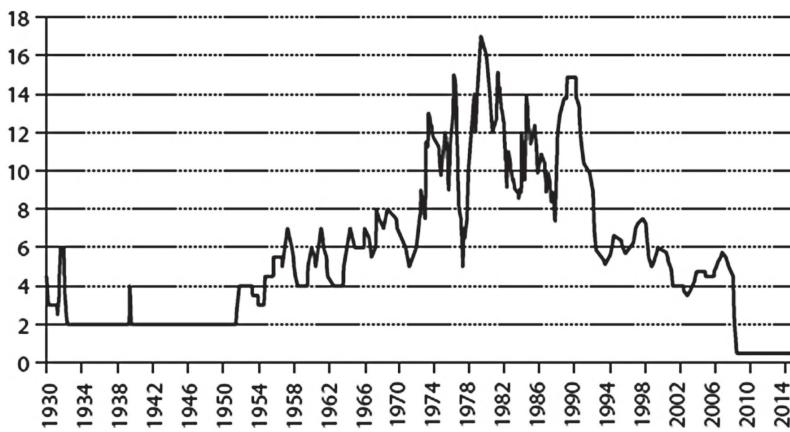
1. Như chuyên gia về ngân hàng trung ương của thế kỷ XIX Walter Bagehot trình bày trong cuốn sách quan trọng *Lombard Street* năm 1873: “John Bull có thể chịu đựng được nhiều thứ, nhưng không thể chịu nổi 2%” (Bagehot 1873, chương 6).

tương đương với việc mắc kẹt ở mức 0%; ở cả hai mức lãi suất, chính sách tiền tệ đều bị tê liệt.

Tại Mỹ, lãi suất chiết khấu do Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York ấn định chưa từng giảm xuống mức dưới 1%, như minh họa Hình 8.2. (Trong thập niên 1930, các Ngân hàng Dự trữ Liên bang khu vực ấn định mức lãi suất chiết khấu khác nhau, trong đó Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York thường là thấp nhất).

Như ở Anh, dự trữ ngân hàng quá dư thừa và lãi suất thị trường thấp hơn rất nhiều so với lãi suất chiết khấu nên các ngân hàng hiếm khi vay tiền của FED. Hình 8.3 mô tả lãi suất thị trường ngắn hạn ở cả hai quốc gia.

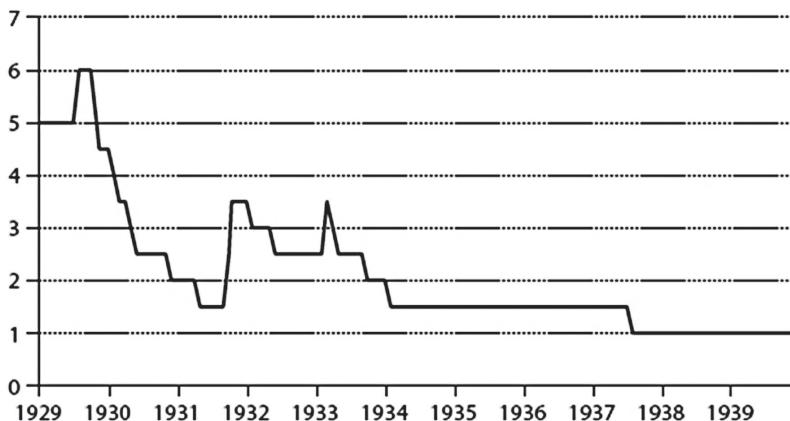
**Hình 8.1. Lãi suất chính sách của Anh**  
**từ năm 1930 đến 2014**



Nguồn: Ngân hàng Anh, Lịch sử lãi suất ([www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk)).

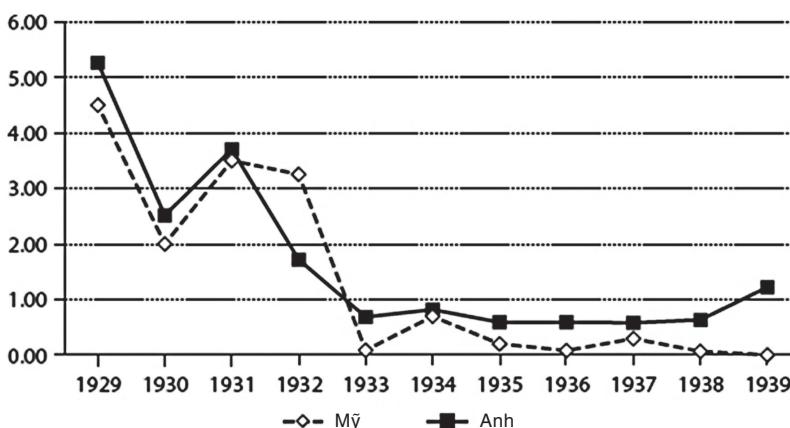
Chính vì vậy, chính sách tiền tệ của cả Anh và Mỹ đã thực sự tê liệt do giới hạn gần 0 trong thời kỳ Đại suy thoái.

**Hình 8.2. Lãi suất chiết khấu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York giai đoạn 1929-1939**



Nguồn: Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis: *Thống kê ngân hàng và tiền tệ, 1914-1941*, tr.441-442; và Dữ liệu kinh tế dự trữ liên bang.

**Hình 8.3. Lãi suất thị trường của Mỹ và Anh  
giai đoạn 1929-1939**



Nguồn: Reinhart, Reinhart và Rogoff (2011).

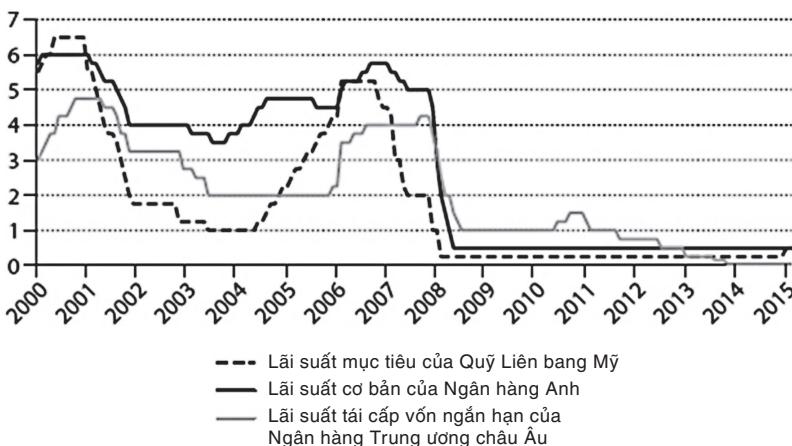
Giới hạn gần 0 đã thể hiện hết các điểm xấu trên quy mô toàn cầu kể từ cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008. Hình 8.4 cho thấy quỹ đạo của lãi suất chính sách danh nghĩa ở Mỹ, khu vực sử dụng đồng euro và Anh từ năm 2000. Có thể thấy, lãi suất chính sách của ECB (lãi suất tái cấp vốn ngắn hạn) chạm mức 1% vào tháng 5/2009, 0,25% vào tháng 5/2013 và đến tháng 3/2016 là 0%. Mỹ đã cắt giảm lãi suất chính sách (lãi suất quỹ liên bang) xuống còn 0-0,25% vào cuối năm 2008, và duy trì trong suốt 7 năm cho đến lần tăng nhẹ đầu tiên vào tháng 12/2015. Lãi suất chính sách của Anh (lãi suất cơ bản của Ngân hàng Anh) chạm mức 0,5% vào tháng 3/2009 và duy trì đến năm 2015; Ngân hàng Anh dừng lại ở mức 0,5% thay vì 0% vì những lý do kỹ thuật, trong đó có cả lo ngại về việc các ngân hàng vẫn còn thiếu vốn sau cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008. Từ quan điểm chính sách tiền tệ, khác biệt giữa 0,5% và 0% có quan trọng hay không là vấn đề còn phải tranh luận, nhưng không cần thiết cho phần thảo luận của chúng ta ở đây<sup>1</sup>. Cũng nên lưu ý rằng ngân hàng trung ương của mỗi quốc gia sẽ sử dụng (các) công cụ khác nhau đôi chút cho (các) lãi suất chính sách mục tiêu của họ do những khác biệt về thể chế trong hệ thống ngân hàng của họ. Ví dụ, ECB có lãi suất

---

1. Hall (2013) lập luận mạnh mẽ rằng Cục Dự trữ Liên bang đã phạm sai lầm khi kiên quyết duy trì lãi suất dương thay vì giảm xuống mức 0. Những kinh nghiệm gần đây của Nhật Bản và ECB cho thấy những điều chỉnh nhỏ trong lãi suất sẽ không thể tạo ra khác biệt quan trọng.

riêng cho cơ sở tiền gửi (với các khoản tiền gửi qua đêm của ngân hàng tại ngân hàng trung ương) và tính đến tháng 3/2016, lãi suất này là -0,4%, thấp hơn lãi suất tái cấp vốn ở mức 0,0%.

**Hình 8.4. Lãi suất chính sách giai đoạn 2000-2015 của Cục Dự trữ Liên bang, Ngân hàng Trung ương châu Âu và Ngân hàng Anh**



Nguồn: Hội đồng Dự trữ Liên bang, Ngân hàng Trung ương châu Âu và Ngân hàng Anh.

Lãi suất chính sách của Nhật Bản đã lơ lửng quanh giới hạn gần 0 trong hai thập kỷ và hạ xuống còn -0,1% vào tháng 01/2016. Đây không chỉ là câu chuyện của ngân hàng trung ương ở các nước lớn: Canada, Na Uy và Israel đều đã bám sát giới hạn gần 0 từ năm 2009, cũng như Thụy Điển, Thụy Sĩ và Đan Mạch đều rơi nhẹ vào vùng lãi suất âm (tính đến tháng 02/2016, các ngân hàng trung ương Thụy Sĩ

và Đan Mạch đã ấn định lãi suất chính sách ở mức -0,75%, trong khi lãi suất mua lại (repo) của Thụy Điển đã xuống đến -0,5%).

Các học giả có thể tranh luận về tác động định lượng của giới hạn gần 0, nhưng các ngân hàng trung ương thì không. Thế giới chính sách vô cùng bất an với những khó khăn mà các ngân hàng trung ương gặp phải trong việc đẩy mức lãi suất lên sau khi đã chạm đến giới hạn gần 0. Hơn nữa, có những lo ngại rằng ngay cả khi đã đạt được mức tăng cần thiết, nguy cơ tái diễn vẫn rất cao. Bên cạnh đó, cộng đồng chính sách nổ ra một cuộc tranh luận lớn về những nỗ lực ban đầu trong việc thử nghiệm chính sách lãi suất âm, mặc dù như đã đề cập ở trên, việc hạn chế triệt để làn sóng cắt giảm hiện tại đã làm lu mờ hiệu quả của chính sách này. Một điều quan trọng không kém, sẽ được thảo luận trong Chương 10 và Chương 11, là cần có những thay đổi khác về thể chế để chính sách lãi suất âm phát huy tối đa hiệu quả, và những thay đổi này có thể cần thời gian để thực hiện.

Có lẽ, suy nghĩ nghiêm túc nhất là cần nhận ra đến một thời điểm nào đó (có lẽ trước khi mục trên cuốn sách này còn chưa kịp khô), một cuộc suy thoái không thể tránh khỏi khác sẽ xảy ra. Khi đó, theo những diễn biến thông thường, ngân hàng trung ương sẽ muốn giảm mạnh lãi suất để ổn định nền kinh tế và giảm nhẹ tác động của thất nghiệp gia tăng. Tuy nhiên, với việc lãi suất chính sách ở khu vực sử dụng đồng euro và Nhật Bản nhiều khả năng tiếp tục không được phép vượt quá giới hạn gần 0 trong một giai

đoạn khá dài nữa, đồng thời lãi suất chính sách của Mỹ và Anh cũng chỉ nhỉnh hơn một chút, thì không có nhiều phạm vi cắt giảm lãi suất trừ phi tìm được biện pháp khiến chính sách lãi suất âm hiệu quả hơn.

Bảng 8.1 cho thấy những lần cắt giảm mà các ngân hàng trung ương thực hiện trong các cuộc suy thoái từ năm 2001 đến 2008. Điều cần đặc biệt lưu ý là Cục Dự trữ Liên bang cắt giảm 5% lãi suất trong cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 và 4,75% sau sự kiện bong bóng công nghệ năm 2000. Tuy nhiên, theo các dự báo hiện tại, không có gì bảo đảm việc FED sẽ đưa lãi suất trở lại thậm chí chỉ là ở mức 3% trước cuộc suy thoái tiếp theo. Không phải tất cả ngân hàng trung ương đều quyết liệt như FED, nhưng ngay cả là vậy, ECB cũng cắt giảm 3,25% lãi suất trong năm đầu tiên của cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 và 1,5% lãi suất vào năm 2001. Theo quỹ đạo hiện tại, thật khó thấy được phạm vi cắt giảm lãi suất ở mức độ đó sẽ đến từ đâu. Vậy kế hoạch là gì? Vấn đề thiếu phạm vi xoay xở là lý do giải thích tại sao các ngân hàng trung ương đang vất vả tìm kiếm những ý tưởng mới. Đúng, họ có thể sử dụng lại một số thủ thuật tương tự năm 2008 - nối lỏng định lượng và định hướng chính sách, như sẽ được xem xét chi tiết trong phần sau của chương này. Nhưng hầu hết ngân hàng trung ương đều hoài nghi hợp lý về việc các phương pháp thay thế này liệu có hiệu quả như cắt giảm lãi suất hay không.

**Bảng 8.1. Cắt giảm lãi suất chiết khấu của ngân hàng trung ương để đối phó với hai cuộc khủng hoảng**

Ngân hàng trung ương	Cắt giảm lãi suất chiết khấu (đỉnh đến đáy) (%)	Giai đoạn cắt giảm
<b>Sau khủng hoảng tài chính năm 2008</b>		
Anh	-5,25	Tháng 12/2007 đến 03/2009
Mỹ	-5,0	Tháng 8/2007 đến 12/2008
Thụy Điển	-4,5	Tháng 9/2008 đến 7/2009
Na Uy	-4,5	Tháng 8/2008 đến 5/2009
Ôxtrâylia	-4,25	Tháng 8/2008 đến 4/2009
Canada	-4,0	Tháng 12/2007 đến 4/2009
Khu vực sử dụng đồng euro	-3,25	Tháng 9/2008 đến 5/2009
	-4	Đến năm 2015
Xingapo	-3,55	Tháng 8/2008 đến 01/2009
Thụy Sĩ	-2,375 <sup>a</sup>	Tháng 9/2008 đến 3/2009
	-3,375	Đến năm 2015
<b>Trong cuộc suy thoái năm 2001 sau sự kiện bong bóng công nghệ năm 2000</b>		
Mỹ	-4,75	Tháng 12/2000 đến 10/2002
Canada	-3,75	Tháng 12/2000 đến 03/2002
Thụy Sĩ	-2,75	Tháng 02/2001 đến 02/2003
Anh	-2,0	Tháng 3/2000 đến 01/2003
Ôxtrâylia	-2,0	Tháng 01/2001 đến 4/2002

Khu vực sử dụng đồng euro	-1,5	Tháng 4/2001 đến 11/2002
Thụy Điển	-0,5	Tháng 8/2001 đến 02/2002

<sup>a</sup>Lãi suất xuống đến 0,25.

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng trung ương.

## TÓM TẮT LÝ THUYẾT VỀ CÁC HÀM Ý ĐỊNH LƯỢNG VỚI GIỚI HẠN GẦN 0

Các công trình hiện đại về giới hạn gần 0 có khởi nguồn từ những nghiên cứu được thực hiện tại Hội đồng Dự trữ Liên bang trong nửa đầu thập niên 1990 thường không được chú ý<sup>1</sup>. Các nhà kinh tế học của FED dự đoán nhiều vấn đề mà sau này trở thành trọng tâm của cuộc tranh luận, bao gồm nói lỏng định lượng, vai trò của chính sách tài khóa, và ý tưởng về mục tiêu lạm phát 4% thay vì 2% có thể khiến vấn đề được giảm nhẹ đáng kể<sup>2</sup>. Năm 1998, Paul Krugman

---

1. Lebow (1993) đã lường trước nhiều vấn đề mà sau này trở thành tâm điểm tranh luận. Jeffrey Fuhrer và Brian Madigan (1997; nghiên cứu được công bố lần đầu năm 1994) tìm cách định lượng chi phí của giới hạn gần 0 và chứng minh lợi ích của việc nâng mục tiêu lạm phát lên 4%. Các nghiên cứu ban đầu khác bao gồm: Wolman (1998) cho rằng lạm phát cứng nhắc rất quan trọng với chi phí của giới hạn gần 0, Reischneider và Williams (2000) tìm cách định lượng tần suất và mức độ nghiêm trọng của các giai đoạn giới hạn gần 0, một câu hỏi trọng tâm đối với việc đánh giá các lựa chọn chính sách khác nhau.

2. Các phân thảo luận xuất sắc về lý thuyết thực nghiệm của giới hạn gần 0 bao gồm Williams (2009); Woodford (2012); Coibion, Gorodnichenko và Wieland (2012); và Gavin và các tác giả khác (2015). Bernanke, Reinhart và Sack (2004) cũng có phân thảo luận hữu ích về lý thuyết ban đầu.

khéo léo trình bày một phương pháp đơn giản để mô hình hóa giới hạn gần 0 trong một mô hình Keynes mới theo quy chuẩn. Quan trọng hơn, ông phát triển ý tưởng rằng sau nhiều năm ứng phó với lạm phát thành công, vấn đề mới về tín nhiệm của các ngân hàng trung ương đang khiến công chúng tin rằng họ đã chuẩn bị đầu hàng mức lạm phát cao hơn khi tình hình thích hợp<sup>1</sup>. Vấn đề về tín nhiệm luôn quan trọng đối với chính sách tiền tệ, nhưng là đặc biệt cần thiết để giải quyết giới hạn gần 0. Vấn đề cơ bản là ngay cả khi các cơ quan tiền tệ không thể hạ mức lãi suất *danh nghĩa* xuống dưới 0, họ vẫn có thể hạ mức lãi suất *thực tế* nếu họ thuyết phục được công chúng rằng họ có khả năng và sẽ nâng mức lạm phát lên trong tương lai, thậm chí còn hứa hẹn tăng lạm phát cao hơn mục tiêu sau khi nền kinh tế đã trở lại bình thường. Vấn đề chính sách tiền tệ có thể vận hành theo cách này đã được hiểu rõ từ đầu thập niên 1980 và trên thực tế là chủ đề của một trong những nghiên cứu sau đại học được xuất bản đầu tiên của tôi<sup>2</sup>. Nhận thức quan trọng của Krugman là các cơ quan tiền tệ đã quá giỏi thuyết phục mọi người rằng họ sẽ không bao giờ cho phép lạm phát cao hơn mục tiêu quá nhiều, đến mức họ cũng mất

---

1. Xem thêm phần thảo luận về nghiên cứu của Krugman (1998) trong Rogoff (1998b), trong đó trích dẫn nghiên cứu trước đó về giới hạn gần 0.

2. Canzoneri, Henderson và Rogoff (1983) chỉ ra rằng nếu các cơ quan tiền tệ cam kết cho phép lãi suất trong tương lai sẽ chịu tác động của thông tin hiện tại (giả sử có một cú sốc bất lợi đối với sản lượng), chính sách tiền tệ cũng có thể ổn định sản lượng và việc làm (về cơ bản bằng cách kiểm soát kỳ vọng lạm phát) hiệu quả không kém gì biện pháp kiểm soát lãi suất ngắn hạn hiện tại.

luôn khả năng hứa hẹn mức lạm phát cao hơn một chút trong tương lai, ngay cả khi một lời hứa đáng tin cậy có thể giúp ích rất nhiều cho hiện tại.

Khi cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 bùng nổ, một số bài viết được các nhà kinh tế học tại Cục Dự trữ Liên bang trích dẫn rộng rãi lập luận rằng, những tổn thất từ giai đoạn suy thoái tiếp theo có thể đã được giảm nhẹ đáng kể nếu có thể áp dụng lãi suất âm. John Williams, người sau này trở thành Chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang San Francisco, nhận thấy nếu không vướng phải giới hạn gần 0, thì việc cắt giảm thêm 400 điểm cơ bản (4%) lãi suất quỹ liên bang sẽ cực kỳ hữu ích<sup>1</sup>. Ông ước tính điều này sẽ mang lại cho nền kinh tế Mỹ thêm 1,8 nghìn tỷ USD trong bốn năm. Một nhà kinh tế học cấp cao khác tại Cục Dự trữ Liên bang, David Reifschneider, nhận thấy chính sách tiền tệ tối ưu sẽ cần mức lãi suất giảm xuống đến mức -500 điểm cơ bản (-5%)<sup>2</sup>. Các phân tích dựa trên các quy tắc tiêu chuẩn về chính sách tiền tệ cho thấy cả Anh và khu vực sử dụng đồng euro có thể đã chọn mức lãi suất từ -2% đến -3% nếu phương án này được cân nhắc. Như đã lưu ý, các ước tính như vậy chỉ nên được xem như dự đoán xấp xỉ.

Khi giải quyết các vấn đề phúc lợi về mặt định lượng, điều cần thiết là không chỉ nghĩ đến tình hình sẽ quan ra sao khi phương án lãi suất chính sách âm được cân nhắc trong cuộc khủng hoảng tài chính, mà còn là phương án này

---

1. Williams (2009).

2. Reifschneider (2009). Chung và các tác giả khác (2012) sử dụng nhiều mô hình khác nhau (bao gồm mô hình chuỗi thời gian cấu trúc, Keynes mới và phi cấu trúc) và thu được kết quả gần như tương tự.

sẽ có giá trị như thế nào trong tương lai. Liệu giới hạn gần 0 có phải một hiện tượng kỳ lạ chỉ xảy ra sau các cuộc khủng hoảng tài chính mang tính hệ thống, mà thường như cũng không thường xuyên xảy ra ở các nước phát triển? Cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 diễn ra vào thời điểm bảy thập niên sau khi cuộc Đại suy thoái kết thúc bằng cuộc Chiến tranh thế giới thứ hai. Nếu cuộc khủng hoảng tài chính tiếp theo không diễn ra sau bảy thập niên nữa thì tại sao phải mất công thực hiện những thay đổi cơ bản đối với cơ cấu tài chính hiện nay, khi đằng nào đến lúc đó, mọi thứ gần như chắc chắn cũng có chuyển biến đáng kể?

Vào năm 2000, các nhà kinh tế học tại Cục Dự trữ Liên bang đã cố gắng giải quyết chính câu hỏi này, đồng thời thừa nhận sử dụng dữ liệu của thời kỳ mà khả năng chạm đến giới hạn gần 0 thường như là rất nhỏ. Sử dụng mô hình mô phỏng, họ đi đến kết luận là những rủi ro cũng khá nhỏ. Các giai đoạn chạm đến giới hạn gần 0 là không thường xuyên và, ngay cả khi chúng xảy ra, thì cũng ngắn ngủi và tương đối nhẹ nhàng theo cách hiểu mức 0 chưa phải quá cao so với lãi suất tối ưu (mức lãi suất âm nhưng không khả thi)<sup>1</sup>. Vì vậy, ngay cả khi chạm đến giới hạn gần 0 thì đây

---

1. Reifschneider và Williams (2000) nhận thấy, với mục tiêu lạm phát 2%, lãi suất chính sách có 5% thời gian ở gần mức 0 và mỗi giai đoạn sẽ kéo dài khoảng bốn quý. Quan trọng hơn, họ nhận thấy cường độ hạn chế cũng thường ở mức vừa phải (nghĩa là, dù các nhà hoạch định chính sách muốn cắt giảm lãi suất xuống dưới mức 0, nhưng thông thường sẽ không dưới mức 0 quá nhiều). Vì theo giả định của họ, giới hạn gần 0 không xảy ra thường xuyên hay tác động quá mạnh, nên chỉ có tác động không đáng kể đến tốc độ tăng trưởng

cũng chưa phải một vấn đề đáng để đảo lộn các tổ chức tiền tệ của chúng ta. Rõ ràng, với kinh nghiệm từ cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008, và việc hầu hết ngân hàng trung ương lớn nhiều năm mắc kẹt tại mức lãi suất tương đương giới hạn gần 0 về mặt đạo đức, những ước tính ban đầu đầy lạc quan này cần được đánh giá lại.

Kết quả nghiên cứu ban đầu của FED về khả năng xảy ra và mức độ nghiêm trọng của các giai đoạn chạm đến giới hạn gần 0 cần được xem xét lại vì năm lý do cơ bản. *Thứ nhất*, nhiều mô hình trong đó được ước tính cho giai đoạn Đại ôn hòa (Great Moderation) (từ giữa thập niên 1980 cho đến khi cuộc khủng hoảng tài chính bắt đầu nổ ra vào năm 2007), khi mức độ biến động kinh tế vĩ mô là rất thấp<sup>1</sup>. *Thứ hai*, lãi suất thực tế cân bằng ngắn hạn toàn cầu đã giảm mạnh từ mức 2,0% được ghi nhận trong các phiên bản

---

sản lượng: 3,0% khi có giới hạn gần 0 và 2,9% khi không có giới hạn gần 0. (Những độc giả ít quen thuộc với kinh tế học tiền tệ tiêu chuẩn cần hiểu rằng trong hầu hết mô hình kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ không thể giúp nâng cao sản lượng một cách hệ thống, vì tiền lương và giá cả cao hơn cũng sẽ ngăn chặn bất kỳ nỗ lực nào như vậy. Chính sách tiền tệ chỉ có thể ổn định sản lượng, từ đó giảm bớt phần thay đổi. Nếu giới hạn gần 0 tác động không đáng kể đến sản lượng, thì hàm ý ở đây là giới hạn gần 0 cũng không hạn chế chính sách tiền tệ quá nhiều).

1. Reinhart và Rogoff (2014) xem xét thời kỳ tương đối yên bình ở các nền kinh tế phát triển liệu có thể đã chấm dứt hay không; giai đoạn khủng hoảng thị trường tài chính và bất ổn cao chắc chắn xảy ra thường xuyên hơn trước Chiến tranh thế giới thứ nhất. Họ cho rằng giai đoạn rất yên tĩnh sau Chiến tranh thế giới thứ hai trên thực tế phản ánh một giai đoạn tái sử dụng đòn bẩy kéo dài.

đầu tiên của quy tắc chính sách tiền tệ nổi tiếng của John Taylor xuống mức dao động trong khoảng -1,0% đến +1,0% hiện nay. Lãi suất thực tế thấp hơn tạo ra ít tác động giảm nhẹ hơn trước khi lãi suất chính sách danh nghĩa chạm mức 0; một phần trong Phụ lục sẽ minh họa quy tắc Taylor và tầm quan trọng của việc cân nhắc mức lãi suất thực tế cân bằng giả định khi xác định liệu các ngân hàng trung ương có thể muốn ấn định lãi suất chính sách ở mức âm hay không<sup>1</sup>. *Thứ ba*, các mô hình được sử dụng để mô phỏng các tác động của giới hạn gần 0 thường nắm bắt không chính xác tính trì trệ đặc trưng của tăng trưởng hậu khủng hoảng tài chính, ngược lại thường dự đoán khả năng phục hồi nhanh hơn nhiều. *Thứ tư*, các mô hình không nắm bắt đầy đủ tính không chắc chắn của tham số lớn, điều này khiến cho những cú sốc lớn bất ngờ có thể xảy ra thường xuyên hơn so với các mức chuẩn cơ bản được đề xuất. *Thứ năm*, nhưng không kém phần quan trọng, kỳ vọng lạm phát tiếp tục giảm xuống, theo đó cũng kéo tụt mức lãi suất chung.

Ngay cả vậy, các lý thuyết học thuật phát triển nhanh chóng vẫn chưa thể nhất trí với kết luận rằng giới hạn gần 0 là một vấn đề lớn đối với chính sách tiền tệ thông thường. Một vài điểm quan trọng trong lý thuyết sẽ được giới thiệu trong phụ lục của chương này (được nhóm chung với các phụ lục khác ở cuối cuốn sách), trong đó trình bày ý tưởng về một số vấn đề cần được tính đến.

---

1. *Triển vọng kinh tế thế giới* (World Economic Outlook) của Quỹ Tiền tệ quốc tế (2013) cho rằng rất nhiều yếu tố vốn đang kéo tụt lãi suất toàn cầu thực tế nhiều khả năng sẽ đảo ngược trong thập kỷ tới.

## NÓI LỎNG ĐỊNH LƯỢNG

Bây giờ chúng ta chuyển sang các phương pháp thay thế mà các ngân hàng trung ương đã áp dụng để đối phó với giới hạn gần 0, ngoại trừ lãi suất âm. Phần này đề cập các chính sách mà các cơ quan tiền tệ trên thực tế đã sử dụng trong cuộc khủng hoảng tài chính, cụ thể là nói lỏng định lượng (QE) và định hướng chính sách. Mục đích của chúng ta là đặt ra câu hỏi về mức độ mà các phương án thay thế này có thể loại trừ tính cần thiết của chính sách lãi suất âm, hoặc ít nhất là giảm nhẹ ở mức độ đáng kể.

Kể từ cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008, hầu hết ngân hàng trung ương của các quốc gia phát triển, bao gồm Cục Dự trữ Liên bang, ECB, Ngân hàng Anh và Ngân hàng Nhật Bản, đã thực hiện nói lỏng định lượng dồn dập và quyết liệt. Quy mô can thiệp là ngoài sức tưởng tượng. Bảng cân đối của Cục Dự trữ Liên bang tăng từ khoảng 700 tỷ USD vào thời điểm khởi đầu của cuộc khủng hoảng tài chính lên mức đỉnh điểm là hơn 4 nghìn tỷ USD hay khoảng 25% GDP. Mặc dù thời điểm khác nhau, nhưng ECB<sup>1</sup> và Ngân hàng Anh cũng thực hiện QE dồn dập, tuy chưa đạt đến tỷ lệ trên GDP đỉnh điểm như FED nhưng ECB vẫn còn đang tiếp tục mở rộng không ngừng khi cuốn sách này được viết. Trong khi đó, chương trình QE của Ngân hàng Nhật Bản đã lên đến 70% GDP, một tỷ lệ cao hơn nhiều so với Mỹ.

---

1. Tháng 01/2015, Ngân hàng Trung ương châu Âu giới thiệu một chương trình mua trực tiếp 60 tỷ euro mỗi tháng phần lớn bằng nợ công; tăng lên 80 tỷ mỗi tháng vào tháng 3/2016, và mở rộng phạm vi ra cả nợ doanh nghiệp. Tuy nhiên, trước đó họ tham gia vào chương trình cho các ngân hàng vay mà tiếp theo lại cho các chính phủ vay.

Và nếu vẫn duy trì tốc độ hiện tại, chương trình QE của Ngân hàng Nhật Bản đang trên đà cán mốc 100% GDP trong vòng hai năm.

Nói lỏng định lượng là trọng tâm của nghiên cứu thực nghiệm toàn diện gần đây, mặc dù hạn chế lớn của nó là kinh nghiệm về phương pháp này cho đến nay chưa nhiều<sup>1</sup>. Chúng ta sẽ sớm chuyển qua nghiên cứu này. Tóm lại, phần lớn nghiên cứu về cơ bản đã hình thành nên các nghiên cứu sự kiện (event study) xem xét tác động của các thông báo nói lỏng định lượng đối với lãi suất thị trường. Việc sẽ có ảnh hưởng tạm thời (ngay cả khi các thông báo phần nào đã được đoán trước) là gần như chắc chắn. Nhưng thật khó để biết được các ảnh hưởng này kéo dài bao lâu, về cơ bản là do xu hướng giảm mạnh của lãi suất thực tế dài hạn sau khủng hoảng tài chính, một xu hướng dường như có nguồn

---

1. David Lebow (1993) nhận ra, với tỷ lệ lạm phát mục tiêu thấp, vấn đề giới hạn gần 0 từng xảy ra ở Nhật Bản có thể sẽ tấn công các quốc gia phát triển khác vào một ngày nào đó. Mặc dù ông không đưa ra bất kỳ bằng chứng định lượng hay lý thuyết cao cấp nào, nhưng ý tưởng đơn giản của Lebow lại nắm bắt được nhiều vấn đề và lựa chọn quan trọng. Phân tích của ông đưa ra ý tưởng về nói lỏng định lượng (QE), bao gồm cả trái phiếu chính phủ và tư nhân, đồng thời cũng xem xét ý tưởng mua vàng. Ông kết luận chính xác rằng ngân hàng trung ương mua tài sản tư nhân có thể sẽ hiệu quả hơn mua trái phiếu chính phủ, nhưng đồng thời lưu ý rằng việc mua tài sản tư nhân lại tạo thành một khoản trợ cấp, xóa mờ ranh giới giữa chính sách tài khóa và tiền tệ. Lebow cho rằng quan trọng là phải phân tích tác động của QE tài khóa, vì quan trọng là phải biết ngân hàng trung ương có thể tự triển khai những hành động nào, nếu các cơ quan khác của chính phủ không thể hành động vì lý do nào đó.

gốc từ nhiều yếu tố khác ngoài chính sách của ngân hàng trung ương. Cách hiểu của riêng tôi về bằng chứng không rõ ràng này là các chính sách QE đúng là đã giúp giảm nhẹ suy thoái, và các ngân hàng trung ương lẽ ra cần phải nỗ lực nhiều hơn, bất chấp những lo ngại nảy sinh đối với vấn đề ổn định tài chính. Nhiều ngân hàng trung ương cũng sẽ đồng ý như vậy. Tuy nhiên, ngay cả những ngân hàng trung ương nhiệt tình ủng hộ nói lỏng định lượng nhất cũng cho biết họ chưa chắc sẽ sử dụng lại lần nữa một khi lãi suất chính sách lên cao hơn mức 0 và các công cụ thông thường của chính sách tiền tệ được phục hồi<sup>1</sup>. Thực sự mọi người không nên nghĩ rằng QE là phương pháp thay thế cho chính sách lãi suất thông thường trong mọi tình huống.

Nếu bạn đã đọc đến phần này trong cuốn sách, có thể bạn đã hiểu vì sao “đợt in tiền” ô ạt này (dự trữ ngân hàng ngắn hạn là một phần của cơ sở tiền tệ) lại không dẫn đến lạm phát cao tương ứng. Khi lãi suất chính sách ngắn hạn đã ở mức 0 và dự kiến sẽ duy trì như vậy trong một thời gian dài, tiền gửi ngân hàng điện tử tại FED và trái phiếu chính phủ rất ngắn hạn sẽ trở thành các phương án thay thế cực kỳ tốt; một ngân hàng có thể giữ trái phiếu kho bạc 4 tuần có lãi suất bằng 0 hoặc giữ tiền gửi ngân hàng qua đêm có lãi suất bằng 0 mà có thể chắc chắn gia hạn sau một tháng. Do đó, tại giới hạn gần 0, khi ngân hàng trung ương phát hành nợ qua đêm (dự trữ ngân hàng) để mua nợ chính phủ dài hạn, không nhất thiết có khác biệt lớn nào so với trường

---

1. Ví dụ, Williams (2013).

hợp Bộ Ngân khố chỉ phát hành nợ ngắn hạn thay vì nợ dài hạn. Xét cho cùng, như được ghi nhận trong Chương 6 về thuế in tiền, chính phủ vẫn sở hữu toàn bộ ngân hàng trung ương - từ khóa nòng, báng súng đến nòng súng.

Nói cách khác, khi Milton Friedman phát triển quy tắc k - phần trăm nổi tiếng của ông về tăng trưởng cơ sở tiền tệ (tiền tệ trong lưu thông + tiền gửi do các ngân hàng và tổ chức nhận tiền gửi khác nắm giữ tại ngân hàng trung ương), ông giả định bất kỳ phần gia tăng nào trong cơ sở tiền tệ cuối cùng sẽ có tác động theo tỷ lệ tương ứng đối với các cung tiền khác. Khi các ngân hàng khai thác lượng dự trữ cao hơn để gia tăng các khoản vay, lượng bơm tiền này sẽ đi vào nền kinh tế rộng hơn, đẩy mạnh nhu cầu và gây sức ép lên giá cả, từ đó dẫn đến mức tăng theo tỷ lệ tương ứng của các chỉ số giá khác nhau. Nếu phần gia tăng trong dự trữ ngân hàng chỉ nằm lại ngân hàng trung ương và không hề đi vào nền kinh tế, thì sẽ không có gia tăng trong tổng cầu, và sẽ đóng sập kênh tiêu chuẩn mà qua đó chính sách mở rộng tiền tệ gây sức ép buộc giá cả tăng cao.

### ***Giải thích về nội lỏng định lượng***

Có nhiều cách giải thích mập mờ, khó hiểu xoay quanh QE về các kênh truyền dẫn tác động của nó. Ít nhất theo cách hiểu sơ sơ, ý tưởng cơ bản đằng sau trò chơi bảng cân đối này là đơn giản nếu chỉ cần ghi nhớ chính phủ sở hữu toàn bộ ngân hàng trung ương và theo đó là cả các khoản lợi nhuận và thua lỗ của ngân hàng. Khi ngân hàng trung ương tiến hành nối lỏng định lượng để mua nợ chính phủ dài hạn, về cơ bản đây là việc rút ngắn cơ cấu đáo hạn của

nợ chính phủ do công chúng nắm giữ. Đó là vì dự trữ qua đêm là nợ của ngân hàng trung ương và do đó gián tiếp là nợ của chính phủ, vì vậy QE thực sự chỉ hoán đổi khoản nợ này sang khoản nợ khác. Bằng cách giảm nguồn cung nợ chính phủ dài hạn nằm trong tay công chúng, chính phủ hy vọng sẽ hạ thấp lãi suất dài hạn vì các quỹ hưu trí, công ty bảo hiểm và những người mua nợ dài hạn thuần túy khác bị buộc phải tranh giành nguồn cung nhỏ hơn của trái phiếu chính phủ dài hạn.

Ngược lại, nguồn cung nợ ngắn hạn nằm trong tay công chúng tăng lên và thông thường điều này sẽ dẫn đến lãi suất ngắn hạn gia tăng nhằm thúc đẩy khu vực tư nhân sẵn sàng nắm giữ nguồn cung cao hơn. Vì lãi suất dài hạn có ảnh hưởng lớn hơn đến tổng cầu so với lãi suất ngắn hạn, tác động ròng vẫn là gia tăng tổng cầu. Tuy nhiên, nếu lãi suất chính sách mắc kẹt ở giới hạn gần 0, sẽ không có phần tăng bù trừ của lãi suất ngắn hạn và ảnh hưởng đến tổng cầu thậm chí còn mạnh hơn. Như sẽ thảo luận ở phần tiếp theo, đây không hẳn là “bữa trưa miễn phí” như chúng ta tưởng, vì khi chính phủ có quá nhiều khoản vay ngắn hạn, họ sẽ trở nên dễ tổn thương hơn với sức ép đột ngột từ lãi suất toàn cầu gia tăng.

Một hình thức rộng hơn của nói lỏng định lượng mà hầu như tất cả ngân hàng trung ương cũng đã sử dụng trong cuộc khủng hoảng tài chính liên quan đến việc phát hành dự trữ ngân hàng qua đêm (tiền điện tử) để mua tài sản *tư nhân*. Tất nhiên, phương pháp này có tác động lớn hơn đến nền kinh tế, vì chính phủ phải chấp nhận rủi ro tư nhân trong bảng cân đối của mình, một hoạt động rõ ràng mang

nhiều tính chất chính sách tài khóa và có khả năng gây ra ảnh hưởng đáng kể hơn. Phần lớn các lý thuyết chính sách và báo chí đại chúng cũng gán cho các khoản mua sắm tài sản tư nhân của ngân hàng trung ương là QE nhưng cách gọi chính xác hơn phải là QE tài khóa, vì trên thực tế đây là tổng hợp của hai hoạt động riêng biệt. Hoạt động thứ nhất là QE thuần túy, hoán đổi từ dự trữ ngân hàng qua đêm sang nợ chính phủ dài hạn. Trong hoạt động thứ hai, Cục Dự trữ Liên bang bán nợ chính phủ dài hạn trong bảng cân đối và mua nợ tư nhân hoặc các tài sản khác bằng số tiền thu được. Tại các nền kinh tế phát triển đã tự do hóa tài chính, hoạt động thứ hai thường là trách nhiệm của các cơ quan tài chính chứ không phải ngân hàng trung ương với năng lực chính sách tiền tệ hạn hẹp. Dù theo quy định hay theo thông lệ nào, hầu hết ngân hàng trung ương của các quốc gia phát triển đều rất miễn cưỡng tham gia vào các hoạt động có vẻ có lợi cho các thị trường cụ thể. Một ngoại lệ đáng chú ý và thành công diễn ra trong cuộc khủng hoảng tài chính châu Á cuối thập niên 1990, khi Cơ quan Tiền tệ Hồng Kông khiến cả thế giới choáng váng với việc mua lại thị trường chứng khoán của quốc gia này để tránh một cuộc tấn công tiền tệ. Vào thời điểm đó, đây được coi là một biện pháp bất thường nhưng lại rất thành công. Đối với các nền kinh tế phát triển, kiểu can thiệp này chỉ là ngoại lệ chứ không phải quy tắc, ít nhất là trước cuộc khủng hoảng năm 2008. Cuộc khủng hoảng đó đã thay đổi mọi thứ. Trong giai đoạn tê liệt chính trị sau đó, các ngân hàng trung ương buộc phải vác trên vai gánh nặng này.

Các ngân hàng trung ương hiện đại được quản lý hiệu quả của các quốc gia phát triển có những lý do chính đáng để không tham gia mua nợ tư nhân thường xuyên mà thay vào đó chủ yếu chỉ mua nợ công. Họ không muốn trở thành trung gian cho chính phủ điều chuyển tín dụng đến các ngành được ưu tiên mà không cần phê duyệt từ cơ quan lập pháp. Chính sách lãi suất thông thường là trung lập, nghĩa là ảnh hưởng đến toàn bộ nền kinh tế chứ không định rõ kẻ thắng và người thua giữa các ngành. Vào lúc đỉnh điểm của cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 rõ ràng là thời điểm hợp lý cho Cục Dự trữ Liên bang can thiệp vào các thị trường tư nhân quan trọng khi mà toàn bộ hệ thống đang bị đóng băng. Trong những thời điểm bình thường, các ngân hàng trung ương chắc chắn sẽ muốn các cơ quan tài chính là những người đưa ra các quyết định chính trị quan trọng về việc lĩnh vực nào, nếu có, sẽ nhận được tín dụng ưu đãi<sup>1</sup>.

---

1. Cần đề cập một lựa chọn thứ ba thay thế cho việc mua trái phiếu tư nhân hoặc chính phủ là ngân hàng trung ương mua vàng bằng dự trữ qua đêm, nhưng mua vàng bằng nợ có thể rất rủi ro. Vấn đề mua vàng trở nên rõ rệt vào cuối năm 2014, khi Ngân hàng Quốc gia Thụy Sĩ phải đẩy lùi một cuộc trưng cầu dân ý mà sẽ buộc họ phải bán một lượng lớn trái phiếu chính phủ quốc tế (chủ yếu là trái phiếu Đức) và đầu tư một phần lợi nhuận để mua vàng. Chiến lược này sẽ rất rủi ro, vì trước đó Ngân hàng Quốc gia Thụy Sĩ đã dùng một khoản nợ ngắn hạn khổng lồ để mua trái phiếu Đức trong một giai đoạn mà họ đang cố gắng cố định tỷ giá hối đoái với đồng euro. Sẽ rủi ro vì giá vàng giảm đột ngột sẽ khiến ngân hàng trung ương rơi vào thế yếu trước nguy cơ về một cuộc đổ xô rút tiền từ ngân hàng hoặc rút nội tệ. (Cũng có một rủi ro là trái phiếu Đức mất giá, nhưng không nhiều như giá vàng).

Phản thảo luận về QE đến giờ vẫn còn một điểm quan trọng phải được đề cập. Cũng giống như chính phủ sở hữu ngân hàng trung ương, kinh tế học ví mô hiện đại nhấn mạnh việc người nộp thuế “sở hữu” chính phủ, và theo đó là cả danh mục đầu tư của chính phủ. Mặc dù người nộp thuế hầu như không có quyền kiểm soát chính phủ, nhưng chính họ cuối cùng là người được hoặc mất thông qua tất cả các hoạt động tài chính của chính phủ. Theo một số giả định tương đối cực đoan, về cơ bản là bỏ qua nhiều méo mó và khiếm khuyết, nói lỏng định lượng thực sự không gây ảnh hưởng gì! Ảnh hưởng đến danh mục đầu tư mà khu vực tư nhân sở hữu trực tiếp được bù trừ bởi ảnh hưởng đến danh mục đầu tư của chính phủ mà khu vực tư nhân cũng sở hữu, mặc dù tương đối gián tiếp<sup>1</sup>. Điều đó nghĩa là, nếu chính phủ thua lỗ vì mua chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp tư nhân bị vỡ nợ, cuối cùng chính công chúng sẽ phải nộp thuế cao hơn để trang trải những khoản thua lỗ. Một người nộp thuế siêu lý trí trong một thế giới không có xung đột thị trường sẽ chấp nhận rủi ro này và điều chỉnh danh mục đầu tư của mình cho phù hợp. Trong giới hạn cực đoan, trao đổi giữa danh mục đầu tư chính phủ và tư nhân sẽ không tạo ra ảnh hưởng gì; khi chính phủ phát hành nợ ngắn hạn và mua nợ dài hạn từ thị trường tư nhân, sẽ không có tác động ròng vì cuộc trao đổi

---

1. Wallace (1981).

là “hoàn toàn nội bộ”. Tôi nhận thấy bài tập về khái niệm mà lưu ý trước tiên là chính phủ sở hữu ngân hàng trung ương và tiếp theo là công chúng sở hữu chính phủ thực sự khiến trái phiếu chính phủ có vẻ hơi giống con búp bê làm tổ của Nga (matryoshka)<sup>1</sup>.

Trong thế giới thực, nhiều khiếm khuyết khiến cho hoạt động nợ chính phủ gây ra hậu quả, nhưng nếu điểm khởi đầu là trung lập, người ta có thể nhận được những câu trả lời rất khác so với khi áp dụng giả định đơn giản của Keynes cho rằng, chính phủ là một thực thể hoàn toàn độc lập. Theo các nhà lý luận học thuật nghiêm túc (đối lập với các nhà luận chiến), mối quan hệ giữa nợ và hố sơ rủi ro của các khoản thuế dự kiến trong tương lai là một yếu tố quan trọng trong bất kỳ phân tích nào về ảnh hưởng của QE.

Với những bất trắc về lý thuyết và thực nghiệm xung quanh các kênh và ảnh hưởng của nó lỏng định lượng, thật khó để biết liệu nó có cải thiện phúc lợi hay không, ngay cả khi nó dường như có tác động tạm thời đến lãi suất. Xét cho cùng, nếu đặc trưng của nền kinh tế hậu khủng hoảng tài chính là thiếu hụt nghiêm trọng các tài sản dài hạn an toàn, thì có nhất thiết phải giảm nguồn cung dành cho khu

---

1. Ý tưởng cho rằng công chúng có thể hoàn toàn hiểu rõ tất cả các rủi ro và chi phí liên quan đến thanh toán nợ trái phiếu chính phủ trong tương lai thường được gọi là “Cân bằng Ricardo”. Barro (1974) giới thiệu một lý thuyết hiện đại về chủ đề này.

vực tư nhân để tăng cường phúc lợi không?<sup>1</sup>. Nếu QE chủ yếu ảnh hưởng đến các thị trường thông qua việc báo hiệu chính sách lãi suất của ngân hàng trung ương trong tương lai, liệu có thể có một cách ít xa xỉ hơn để đạt được điều này kèm theo các tác động dễ dự đoán hơn không? Lý thuyết hiện tại cũng không rõ ràng về những câu hỏi cơ bản như lượng tích lũy của QE trong quá khứ quan trọng hơn hay dòng chảy mới của QE quan trọng hơn.

Tôi hy vọng phần này đã làm sáng tỏ một số bí ẩn xung quanh vấn đề nói lỏng định lượng. Tiêu đề “Giải thích về nói lỏng định lượng” tình cờ cũng là tên của bộ phim hoạt hình ngắn dài 6 phút đầy hài hước và vô cùng xuất sắc do giám đốc bất động sản Omid Malekan sản xuất năm 2010, trong đó chứa nhiều kiến thức xác thực, mặc dù vậy tôi hy vọng bạn đọc cũng sẽ phát hiện ra một vài quan niệm sai lầm<sup>2</sup>.

### ***Thực nghiệm về nói lỏng định lượng***

Mặc dù các bằng chứng thực nghiệm về QE là không mấy thuyết phục, nhưng phần lớn mọi người đều đồng ý về đợt nói lỏng định lượng đầu tiên ở Mỹ vào đỉnh điểm của

---

1. Krishnamurthy và Vissing-Jorgensen (2011) và Woodford (2012) chỉ ra điểm này. Caballero và Farhi (2016) phát triển một khung lý thuyết tìm hiểu tác động của QE.

2. Xem David Weigel, “The Man Behind the Quantitative Easing Video Speaks”, *Slate*, ngày 22/11/2010, có thể xem tại [http://www.slate.com/blogs/weigel/2010/11/22/the\\_man\\_behind\\_the\\_quantitative\\_easing\\_cartoon-speaks.html](http://www.slate.com/blogs/weigel/2010/11/22/the_man_behind_the_quantitative_easing_cartoon-speaks.html).

cuộc khủng hoảng tài chính là rất quan trọng. FED - với khả năng sáng tạo phi thường - đã lấp đầy các lỗ hổng ở hàng loạt thị trường tư nhân và ngăn chặn tình trạng sụp đổ trầm trọng hơn nhiều<sup>1</sup>. Các ngân hàng trung ương khác trên thế giới cũng tiến hành các chính sách quyết liệt tương tự, mặc dù cơ hội của họ bị ảnh hưởng rất nhiều từ những sức ép và hạn chế của chính phủ. Tuy nhiên, ít nhất là ở Mỹ, có nhiều hoài nghi hơn về hiệu quả của các đợt QE tiếp theo sau khi mọi thứ đã ổn định. Những giai đoạn tiếp theo này thường được gọi là QE 2 và QE 3.

Như đã lưu ý ở trên, những bằng chứng tương đối rõ ràng cho thấy các thông báo quan trọng về thay đổi trong chính sách nói lỏng định lượng có tác động ngắn hạn đáng kể đến thị trường trái phiếu. Ngày 18/3/2009, khi Cục Dự trữ Liên bang tuyên bố sẽ mua thêm 300 tỷ USD trái phiếu chính phủ dài hạn, lãi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm của Mỹ đã giảm 40 điểm cơ bản (0,4%) chỉ trong một giờ đồng hồ. Ngày 22/5/2013, khi Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Ben Bernanke đề xuất Cục Dự trữ Liên bang sẽ bắt đầu cắt xén khoản mua sắm trái phiếu và chứng khoán bảo đảm

---

1. Ví dụ, Chung và các tác giả khác (2012) cho rằng thất nghiệp ở Mỹ vào cuối năm 2012 sẽ cao hơn 1,5% nếu không có QE, một tác động rất mạnh mẽ. Tuy nhiên, họ cũng nhận thấy phần lớn tác động xuất phát từ QE trong đỉnh điểm của khủng hoảng chứ không phải các giai đoạn sau đó. Wu và Xia (2016) cho rằng các tác động được phát hiện trong các nghiên cứu như Chung và các tác giả khác (2012) có thể phóng đại tác động của QE.

bằng thế chấp trị giá khoảng 85 tỷ USD mỗi tháng, thị trường tài chính toàn cầu lập tức rơi vào tình trạng hỗn loạn thường được gọi là Taper Tantrum. Trong một nghiên cứu học thuật có tầm ảnh hưởng quan trọng, Arvind Krishnamurthy và Annette Vissing-Jorgensen nhận thấy đợt QE thứ hai (QE2) ở Mỹ, trong đó chỉ mua trái phiếu chính phủ, đã khiến lãi suất dài hạn giảm gần 50 điểm cơ bản<sup>1</sup>. Nhưng như đã lưu ý, kiểu bằng chứng này về cơ bản là một nghiên cứu sự kiện chủ yếu hữu ích cho việc hiểu rõ các ảnh hưởng tác động tức thời chứ không cung cấp nhiều thông tin về các ảnh hưởng lâu dài. Bằng chứng ở đây khó phát hiện hơn nhiều<sup>2</sup>.

Như Hình 8.5 minh họa, lợi suất của trái phiếu kho bạc gắn lạm phát kỳ hạn 10 năm cũng tăng lên tương ứng trong cả ba đợt nới lỏng định lượng của Cục Dự trữ Liên bang và sau đó bắt đầu giảm xuống khi các đợt mua kết thúc. Chúng vẫn tiếp tục giảm trong giai đoạn tiếp theo. Tất nhiên, mối tương quan này rất mờ nhạt và có thể xuất hiện những hiệu ứng trễ phức tạp, nhưng thực tế là cũng có nhiều yếu tố khác ảnh hưởng đến lợi suất dài hạn trong

---

1. Krishnamurthy và Vissing-Jorgensen (2011, 2013).

2. Giáo sư James Hamilton của Đại học San Diego, từng nghiên cứu trên cả lĩnh vực kinh tế học vĩ mô và kinh tế lượng, trình bày một phần thảo luận cực kỳ chuyên sâu về khó khăn trong việc phân biệt bất kỳ tác động dài hạn nào của QE trong bài viết “Evaluation of Quantitative Easing” trên Econbrowser, có thể xem tại <http://econbrowser.com/archives/2014/11/evalu-of-quantitable-ease>.

giai đoạn này. Các yếu tố này bao gồm những bất ổn trong khu vực sử dụng đồng euro và gần đây hơn là ở châu Á, và nhìn chung là sự suy giảm kỳ vọng tăng trưởng trung hạn toàn cầu. Với những chuyển biến to lớn như vậy, thật khó phân định chính xác mức độ quan trọng tương đối của các tác động khác nhau. Và hãy nhớ rằng ở đây chúng ta chỉ thảo luận về lãi suất chứ không phải ảnh hưởng cuối cùng đến nền kinh tế mà vốn những tác động thậm chí còn khó nhìn thấy hơn.

**Hình 8.5. Trái phiếu kho bạc gắn lạm phát kỳ hạn 10 năm, kỳ hạn cố định**



Ghi chú: Phần bóng mờ thể hiện các giai đoạn nối lỏng định lượng.

Nguồn: Hội đồng Thống đốc Cục Dự trữ Liên bang (từ Dữ liệu kinh tế Cục Dự trữ Liên bang tại Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis).

## Nói lỏng định lượng và thoát khỏi bẫy cát giới hạn gần 0

Bất chấp những bất trắc về lý thuyết và thực nghiệm, nhiều nhà kinh tế vẫn lập luận rằng QE đã có thể phát huy hiệu quả hơn trong việc kéo các nền kinh tế ra khỏi tình trạng lạm phát thấp nếu như các ngân hàng trung ương sẵn sàng sử dụng chúng quyết liệt hơn và có lẽ với mục đích rõ ràng hơn, đặc biệt bằng cách tuyên bố sẵn sàng cho phép lạm phát tăng cao. Có thể coi giới hạn gần 0 tương tự như rơi vào bẫy cát khi chơi gôn<sup>1</sup>. Nếu bạn chỉ chạm nhẹ quả bóng, nó sẽ không thể thoát ra được. Thay vào đó, cần vung gậy hết tầm tay (một cách khéo léo). Một khi quả bóng ra khỏi bẫy cát, ngay cả khi ở trong vùng cỏ rậm thì vẫn có thể kiểm soát lại tình hình. Nếu chính sách tiền tệ quá quyết liệt tại giới hạn gần 0 và kỳ vọng lạm phát bắt đầu tăng, lãi suất cũng sẽ tăng theo. Giống như người chơi gôn đã quay lại khu vực cỏ, khi đó ngân hàng trung ương có thể sử dụng chính sách lãi suất bình thường để kiểm soát tình hình. Quả thật, có thể vấn đề chính với QE, như thực tế trong vài năm qua cho thấy, chính xác là việc các ngân hàng trung ương đã ngần ngại “vung gậy hết tầm tay” hay làm “bất cứ thứ gì” (trích từ câu nói nổi tiếng của Chủ tịch ECB Mario Draghi) nhằm khôi phục

---

1. Lần đầu tôi sử dụng phép so sánh bẫy cát khi chơi gôn trong bài bình luận độc lập trên các tờ báo Nhật Bản năm 2003 và được trích dẫn trong Kuroda (2005), người trước đây là thứ trưởng tài chính và hiện là thống đốc Ngân hàng Nhật Bản.

kỳ vọng lạm phát<sup>1</sup>. Về điểm này, kinh nghiệm gần đây của Nhật Bản là đặc biệt đáng chú ý, trong đó Ngân hàng Nhật Bản tích lũy lượng trái phiếu chính phủ tương đương hơn 70% GDP, cao hơn nhiều so với bất kỳ ngân hàng trung ương nào khác. Tính đến nay, những ảnh hưởng đến lạm phát ngắn hạn và dài hạn có đôi chút gây thất vọng. Tôi tin rằng, chính sách nới lỏng định lượng của Ngân hàng Nhật Bản đã có thể hiệu quả hơn nếu họ tuyên bố sẵn sàng cho phép lạm phát vượt quá mục tiêu trong thời gian dài nếu cần thiết. Cách tiếp cận này sẽ tương đồng với việc thoát khỏi bẫy cát hơn.

Nói lỏng định lượng thực sự tạo ra một số lỗ hổng, và chúng cần được ghi nhận khi cân đối chi phí và lợi ích của một chính sách quyết liệt hơn. Giả sử, vì một lý do không lường trước, lãi suất thực tế toàn cầu tăng mạnh do các yếu tố bên ngoài nước Mỹ (hoặc quốc gia được đề cập), và đột nhiên nhu cầu về dự trữ ngân hàng bắt đầu giảm. Tôi nhận thấy một số người nghĩ rằng điều này là không thể, nhưng nếu chúng ta không hoàn toàn hiểu rõ vì sao lãi suất thực tế giảm nhiều như vậy, thì chúng ta không thể hoàn toàn chắc chắn lãi suất sẽ không đảo chiều và tăng mạnh vào thời điểm nào đó. Tất nhiên FED sở hữu nhiều công cụ có thể hấp thụ lượng thanh khoản dư thừa, trong đó có QE ngược (bán trái phiếu dài hạn để hút hết tiền mặt dư thừa).

---

1. Cụm từ “bất cứ thứ gì” trở nên nổi tiếng sau bài phát biểu của Draghi ngày 26/7/2012, bài phát biểu đóng vai trò quan trọng trong việc ổn định cuộc khủng hoảng đồng euro.

FED cũng có thể tăng lãi suất đối với dự trữ ngân hàng để duy trì nhu cầu. Tuy nhiên, cả hai chính sách đều sẽ cộng thêm vào chi phí trả nợ (tổng hợp) của chính phủ và sẽ khiến lãi suất thực tế tăng nhanh hơn trên thị trường tư nhân. Nếu nền kinh tế đang suy yếu đúng vào thời điểm FED cần hành động dứt khoát để kiềm chế lạm phát, họ có thể cảm thấy bị ép buộc làm việc đó, và việc nói lồng bảng cân đối có thể khó khăn hơn nhiều so với dự đoán<sup>1</sup>.

Đôi khi có những thắc mắc vì sao nợ chính phủ do ngân hàng trung ương nắm giữ lại cần thiết trong môi trường giới hạn gần 0. Tại sao Cục Dự trữ Liên bang không giải phóng lượng nắm giữ nợ chính phủ dài hạn thay vì giả vờ thu lãi suất từ Bộ Ngân khố và sau đó chuyển lại phần lợi nhuận? Khi đó mọi người sẽ nhận ra nợ chính phủ thực tế ở mức thấp hơn họ nghĩ và không quá lo lắng về chuyện đó. Kế hoạch này nghe có vẻ ổn, nhưng có một trực trặc nhỏ. Để mua nợ chính phủ, Cục Dự trữ Liên bang phải phát hành dự trữ ngân hàng ở bên kia của bảng cân đối; khoản này không được tính vào nợ liên bang. Trong môi trường lãi suất bằng 0, dự trữ ngân hàng hầu như không mất chi phí gì, và do đó đường như không phù hợp. Nhưng như chúng ta vừa thảo luận, nếu nền kinh tế toàn cầu phục hồi, FED sẽ phải làm gì đó, và nếu họ giải phóng nợ trái phiếu kho bạc, họ sẽ không thể sử dụng nợ trái phiếu kho bạc để hấp thụ lượng thanh

---

1. FED tuyên bố ý định cho phép các khoản mua QE trên bảng cân đối của họ “rút lui” nếu có thể, đơn giản bằng cách thu hồi nợ khi đáo hạn.

khoản dư thừa và kiềm chế lạm phát. Vay ngắn hạn trong môi trường lãi suất danh nghĩa thấp lịch sử có thể là một động thái thông minh nhưng khá mạo hiểm. Thật vậy, người ta cũng có thể thắc mắc vì sao, thay vì nợ qua đêm, chính phủ lại không phát hành nợ kỳ hạn 100 năm để tranh thủ mức lãi suất gần như thấp nhất trong lịch sử.

Tóm lại, nói笼 định lượng có lẽ là một công cụ kém hiệu quả hơn nhiều so với chính sách tiền tệ thông thường. Vì QE còn hiếm gặp và tương đối mới mẻ, nên thật khó chắc chắn về các tác động của QE hay QE vẫn hành qua những kênh nào. Những bất trắc này gây ra những lo ngại về việc QE có thể đang gieo những hạt giống bất ổn trong thị trường tài sản mà chúng ta chưa hoàn toàn hiểu rõ. Ngoài ra, bất chấp những bằng chứng thực nghiệm cho thấy QE làm giảm lãi suất dài hạn trong giai đoạn rất ngắn, thực tế là điều này xảy ra trong bối cảnh lãi suất thực tế toàn cầu cũng giảm khiến cho việc giải quyết các tác động dài hạn của nó trở nên phức tạp hơn. Thực vậy, thậm chí mức độ ảnh hưởng của QE đến lạm phát cũng chưa rõ ràng, mặc dù việc QE tạo ra phần gia tăng khổng lồ trong dự trữ ngân hàng thông thường sẽ gây ra sức ép to lớn buộc giá cả tăng cao. Như đã thảo luận ở phần đầu của chương này, dự trữ ngân hàng điện tử và các trái phiếu kho bạc rất ngắn hạn sẽ trở thành những phương án thay thế gần như hoàn hảo ở giới hạn gần 0, do đó việc bơm dự trữ không nhất thiết tạo ra sức ép buộc các ngân hàng cho nền kinh tế vay nhiều hơn. Hầu hết ngân hàng trung ương sẽ lại sử dụng QE nếu không có lựa chọn nào khác, nhưng họ sẽ muốn tìm các công cụ hiệu quả, rõ ràng và minh bạch hơn trong tương lai.

## ĐỊNH HƯỚNG CHÍNH SÁCH

Bên cạnh việc nói lỏng định lượng, cũng cần nhắc đến việc định hướng chính sách, một thuật ngữ do Giáo sư Kinh tế Đại học Columbia và cố vấn Ngân hàng Trung ương Michael Woodford phát triển. Ý tưởng cơ bản đã được thảo luận trong phần trước của chương này: nếu ngân hàng trung ương không thể giảm lãi suất danh nghĩa ở giới hạn gần 0, họ có thể cố gắng giảm lãi suất thực tế bằng cách điều chỉnh kỳ vọng lạm phát<sup>1</sup>. Nhưng vấn đề ở đây là các chính sách như vậy không nhất thiết đáng tin cậy nếu chúng cho phép lạm phát trong tương lai vượt quá mục tiêu, đặc biệt nếu công chúng tin rằng các ngân hàng trung ương rất ác cảm với lạm phát. Ý tưởng của định hướng chính sách là tìm ra những phương pháp thực tế để khiến lời hứa về lạm phát cụ thể và dễ hiểu hơn, và nhờ đó có lẽ đáng tin cậy hơn.

Nói một cách đơn giản, định hướng chính sách nghĩa là ngân hàng trung ương thông báo với thị trường: “Chúng tôi có lẽ không thể hạ lãi suất ngay bây giờ vì giới hạn gần 0, nhưng chúng tôi hứa sẽ không tăng lãi suất cho đến khi dự báo sản lượng và lạm phát cao hơn đáng kể. Ngay cả khi đó chúng tôi cũng sẽ không tăng lãi suất nhanh như thường lệ”. Lý tưởng nhất, sự bảo đảm này sẽ đi kèm với các hướng dẫn cụ thể. Loại hình định hướng chính sách này đôi khi được gọi là định hướng chính sách dựa trên dữ liệu, vì mục tiêu cơ bản là xác định hàm phản ứng cho dữ liệu. Ngoài ra

---

1. Canzoneri, Henderson và Rogoff (1983).

còn có định hướng chính sách dựa trên lịch trình, trong đó ngân hàng trung ương thông báo: “Chúng tôi hứa sẽ không tăng lãi suất chính sách trong ít nhất 6 tháng” hoặc như nhiều quan chức FED khẳng định trong năm 2015: “Lãi suất sẽ bắt đầu tăng và thoát khỏi giới hạn bằng 0 trước thời điểm cuối năm”, đúng như thực tế đã diễn ra vào tháng 12/2015<sup>1</sup>.

Vấn đề thực tiễn chủ yếu với cả hai loại hình định hướng chính sách là ngân hàng trung ương khó có thể đưa ra những lời hứa đáng tin cậy trong một thế giới mà các thành viên hội đồng chính sách thường xuyên luân chuyển, chưa kể đến các chính trị gia cuối cùng vẫn giám sát các ngân hàng trung ương. Một điều có lẽ còn quan trọng hơn là rất khó dự đoán, ngay cả về mặt định tính, những sức ép nào có thể đổ dồn vào nền kinh tế trong phạm vi trung hạn bất kỳ. Ví dụ, sau hậu quả của cuộc khủng hoảng tài chính, các nhà hoạch định chính sách chắc chắn không lường trước được tình trạng sụt giảm kéo dài của lãi suất thực tế toàn cầu và buộc phải liên tục đánh giá lại đâu là mức lãi suất chính sách bình thường.

Về bản chất, định hướng chính sách cố gắng tăng cường tín nhiệm và vị thế mà các ngân hàng trung ương tích lũy trong 20 năm qua. Định hướng chính sách yêu cầu các thị trường tin tưởng ngân hàng trung ương sẽ tôn trọng lời hứa

---

1. Xem một phần thảo luận gần đây về hiệu quả của định hướng chính sách dựa trên dữ liệu so với dựa trên lịch trình trong Feroli và các tác giả khác (2016).

về lạm phát cao hơn trong tương lai bằng cách cung cấp các hướng dẫn cụ thể để đánh giá hiệu quả của nó. Trong 5 năm qua, khoảng cách thường xuyên rất lớn giữa các dự đoán được công bố của Cục Dự trữ Liên bang về chính sách lãi suất của họ và các phán đoán của thị trường về lãi suất trong tương lai đã cho thấy định hướng chính sách không giúp ích được nhiều, chắc chắn chưa đủ để né tránh sử dụng chính sách lãi suất âm không hạn chế, nếu chính sách này là khả thi<sup>1</sup>.

Cuối cùng, khi so sánh chính sách lãi suất âm với những công cụ yếu hơn nhiều như nới lỏng định lượng và định hướng chính sách, điều quan trọng là phải thừa nhận bất kỳ công cụ mới nào cũng sẽ cần có giai đoạn chuyển tiếp khi ngân hàng trung ương điều chỉnh. Thường phải mất nhiều thập kỷ tích lũy kinh nghiệm với bất kỳ công cụ mới nào, dù là nới lỏng định lượng hay lãi suất âm, trước khi các nhà kinh tế học có thể thực sự đạt được sự đồng thuận sâu sắc và bền vững. Lý thuyết cho thấy lãi suất âm chắc chắn sẽ là công cụ hiệu quả nhất cho các ngân hàng trung ương, trong điều kiện tất cả công việc chuẩn bị cần thiết được thực hiện. Nhưng cho đến khi chúng ta tích lũy được thêm nhiều kinh nghiệm với tất cả công cụ mới, đây vẫn là điều khó có thể biết chắc.

---

1. Xem phần thảo luận thêm về định hướng chính sách trong Filardo và Hofmann (2014).

## *Chương 9*

# **MỤC TIÊU LẠM PHÁT CAO HƠN, GDP DANH NGHĨA, ĐIỀU KHOẢN GIẢI THOÁT VÀ CHÍNH SÁCH TÀI KHÓA**

Tiếp theo, chúng ta chuyển sang các ý tưởng khác cho việc khắc phục vấn đề giới hạn gần 0 mà có thể sẽ được thử nghiệm trong tương lai, ngoài chính sách lãi suất âm không giới hạn. Trong số này, có lẽ giải pháp đơn giản nhất thay thế cho lãi suất âm là gia tăng tỷ lệ lạm phát mục tiêu của ngân hàng trung ương từ mức chuẩn 2% gần như áp dụng chung cho các quốc gia phát triển lên đến một mức cao hơn, giả sử như 4%. Lý do giải thích cho một mục tiêu cao hơn dựa trên quan điểm là tỷ lệ lạm phát trung bình không gây méo mó nền kinh tế, mà chỉ do biến động của lạm phát. Trên lý thuyết, mục tiêu lạm phát 2%, 4% hay 20% sẽ tạo ra kết quả như nhau cho nền kinh tế thực, miễn là ngân hàng trung ương nỗ lực xây dựng chính sách ổn định và dự đoán được trong mọi trường hợp. Hầu hết mọi người có thể cảm thấy đề xuất này không hợp lý, có lẽ vì trên thực tế, tỷ lệ lạm phát cao hiếm khi ổn định bằng tỷ lệ lạm phát thấp,

và thảng thắn mà nói, có những lý do xác đáng về kinh tế chính trị khiến cho tính ổn định có khác biệt như vậy. Tuy nhiên, một số học giả danh tiếng cũng mạnh dạn ủng hộ ý tưởng về mục tiêu lạm phát cao hơn.

Nguyên tắc ở đây là nếu lạm phát kỳ vọng cao hơn được gắn với toàn bộ các lãi suất danh nghĩa, ngân hàng trung ương sẽ ít có khả năng bị “hết đạn” (ví dụ như cắt giảm thêm lãi suất) trước khi chạm giới hạn gần 0. Hãy thử so sánh thế giới chúng ta đang sống có mục tiêu lạm phát 2% với một vũ trụ song song, trong đó mọi thứ khác đều giống hệt, ngoại trừ một bước ngoặt vận mệnh là các ngân hàng trung ương đặt ra mục tiêu lạm phát 4%. Giả sử mọi người đều tin vào các mục tiêu đó (FED có độ tin cậy vững chắc), lãi suất thực tế trong cả hai vũ trụ sẽ là như nhau vì trong dài hạn, chính sách tiền tệ không ảnh hưởng đến nền kinh tế thực. Nhưng trong vũ trụ có mục tiêu lạm phát 4%, tất cả lãi suất, từ qua đêm đến 30 năm, sẽ cao hơn 2%. Vì vậy, trong vũ trụ song song, các cơ quan tiền tệ sẽ có thể cắt giảm lãi suất thêm 2% trước khi chạm giới hạn gần 0<sup>1</sup>.

---

1. Một mức lãi suất chung cao hơn là lập luận chính ủng hộ mục tiêu lạm phát cao hơn, nhưng vẫn còn một lý do khác có thể cũng quan trọng. Với tiền lương danh nghĩa cứng nhắc, người thuê lao động khó có thể cắt giảm tiền lương danh nghĩa của bất kỳ ai, theo đó gây khó khăn cho việc thay đổi mức lương tương đối. Xu hướng lạm phát cao hơn sẽ khiến mọi thứ dễ dàng hơn nhiều, vì khi đó người thuê lao động có thể cắt giảm đáng kể tiền lương thực tế của một số lao động mà không cần cắt giảm tiền lương danh nghĩa của họ, đồng thời

Ý tưởng là như vậy, mặc dù như chúng ta sẽ thấy, mọi thứ có chút phức tạp hơn vì mọi người có thể hành xử khác nhau và tuân theo các quy ước xã hội khác nhau trong thế giới có mục tiêu lạm phát 4% so với trong thế giới có mục tiêu lạm phát 2%. Ngoài ra, so với tỷ lệ lạm phát 2%, tỷ lệ lạm phát 4% có thể có nhiều mặt hạn chế hơn là những người ủng hộ mục tiêu cao hơn đôi khi chịu thua nhặt.

Vào cuối chương này, chúng ta sẽ đề cập ngắn gọn chính sách tài khóa. Tất nhiên, chính sách tài khóa linh hoạt nên

---

nâng cao tiền lương danh nghĩa của những lao động khác vượt qua tỷ lệ lạm phát. Khó khăn trong việc thay đổi tiền lương tương đối ở mức lạm phát thấp có thể dẫn đến tỷ lệ thất nghiệp cao hơn, vì điều này khiến cho người thuê lao động càng do dự tuyển dụng lao động mới. Trên thực tế, một nghiên cứu nổi bật cho rằng: với mức lạm phát vừa phải (3%), tỷ lệ thất nghiệp sẽ thấp hơn đáng kể so với thế giới có mức lạm phát bằng 0 (Akerlof, Dickens và Perry 1996). Tất nhiên, một xã hội hoàn toàn thích nghi với lạm phát thấp có thể phát triển các phương pháp cho phép tiền lương giảm xuống một cách linh hoạt. Ví dụ, ở Nhật Bản vào thập niên 1990, tiền thưởng chiếm một phần đáng kể trong tổng thù lao của người lao động. Điều này cho phép các công ty cắt giảm tổng thù lao của người lao động bằng cách giảm tiền thưởng mà không nhất thiết phải cắt giảm tiền lương danh nghĩa.

Một số lập luận đi theo chiều ngược lại. Một số nhà kinh tế học tài chính công cho rằng tỷ lệ lạm phát cao hơn, ngay cả lạm phát 2%, sẽ làm trầm trọng thêm những méo mó trong hệ thống thuế, đặc biệt là thuế thu nhập vốn (Feldstein 1999). Tuy nhiên, cũng như các xã hội với mức lạm phát thấp có thể sẽ tìm cách giảm thiểu tác động của tiền lương danh nghĩa cứng nhắc, các xã hội với mức lạm phát cao cũng nhiều khả năng sẽ tìm được cách thức giảm thiểu những méo mó do lạm phát trong hệ thống thuế.

được áp dụng để bổ sung cho chính sách tiền tệ, như một hàng rào phòng thủ thứ hai, khi đương đầu với suy thoái. Chính sách tài khóa vẫn thể hiện được vai trò, mặc dù có độ trễ thực thi dài, cồng kềnh hơn và gây chia rẽ chính trị. Ở giới hạn gần 0, với chính sách tiền tệ bị tê liệt, chính sách tài khóa trở nên mạnh hơn. Tất nhiên điều này không hàm ý chính sách tài khóa năng động có thể thay thế hoàn toàn cho khả năng sử dụng cả chính sách tiền tệ, cũng như khả năng xoay xở linh hoạt với giới hạn gần 0.

### **NÂNG MỤC TIÊU LẠM PHÁT TỪ 2% LÊN 4%**

Như đã giải thích, ý tưởng cơ bản về mục tiêu lạm phát cao hơn xuất phát từ quan niệm được công nhận chung đó là trong dài hạn, chính sách tiền tệ không ảnh hưởng đến lãi suất thực tế (ví dụ như lãi suất danh nghĩa được điều chỉnh theo kỳ vọng lạm phát). Nói cách khác, một chính sách tiền tệ nếu có thể dự đoán chính xác sẽ trở nên “trung lập” ngay cả trong mô hình Keynes. Cụ thể, một tỷ lệ lạm phát trung bình khác cũng sẽ không ảnh hưởng đến lãi suất thực tế trong dài hạn sau khi mọi người đều đã điều chỉnh theo đó.

Ý tưởng về tỷ lệ lạm phát mục tiêu trên 2% cũng không phải là một sự xem nhẹ vấn đề và đã được thảo luận từ những năm 1990, khi các ngân hàng trung ương trên khắp thế giới chỉ vừa bắt đầu thống nhất xung quanh mục tiêu

lạm phát là 2% hiện tại<sup>1</sup>. Nhiều thị trường mới nổi và các nước đang phát triển cũng đã có mục tiêu cao hơn, ví dụ như Hàn Quốc và Mêhicô có mục tiêu lạm phát là 3%.

Tuy nhiên, nếu chúng ta định xem xét nghiêm túc ý tưởng mục tiêu lạm phát 4%, thì điều quan trọng là phải chia thành hai câu hỏi riêng biệt, mà không may là thường bị lẫn lộn trong cuộc tranh luận. Đầu tiên, giả sử chúng ta

---

1. Lawrence Summers (1991) cũng như Stanley Fischer (1996) lo ngại giới hạn gần 0 có thể trở thành vấn đề trong một thế giới có mục tiêu lạm phát thấp. Tuy nhiên, nghiên cứu nghiêm túc đầu tiên khám phá ý tưởng này một lần nữa lại thuộc về các nhà kinh tế học của Jeffrey Madigan và Jeffrey Fuhrer của Cục Dự trữ Liên bang. Ngay từ năm 1994, họ đã thử nghiệm mục tiêu lạm phát 4% để giúp giải quyết vấn đề về mặt định lượng như thế nào. Mục tiêu 4% sau đó được Paul Krugman (1998) ủng hộ như một lối thoát cho Ngân hàng Nhật Bản đang đứng trước thách thức giảm phát, và sau đó ông khuyến nghị ECB áp dụng vĩnh viễn mục tiêu 4% (Krugman 2014). Lawrence Ball (2013, 2014) cũng là một nhà kinh tế học tiền tệ hàng đầu, với lập luận sâu sắc ủng hộ lạm phát 4%. Có lẽ vận động chính sách quan trọng nhất ủng hộ mục tiêu 4% đến từ nhà kinh tế trưởng Olivier Blanchard của Quỹ Tiền tệ quốc tế, đồng tác giả một nghiên cứu gây tranh cãi năm 2010 ủng hộ chuyển sang mục tiêu 4% ở khắp các quốc gia phát triển (Blanchard, Dell'Ariccia và Mauro 2010). Blanchard và các đồng tác giả lập luận mạnh mẽ rằng kinh nghiệm của thập niên 2000 chứng minh rõ ràng một vấn đề nghiêm trọng với cơ chế mục tiêu lạm phát hiện tại, và cần xem xét các giải pháp triệt để. Một số ngân hàng trung ương bày tỏ sự phản nộ với ông vì họ cảm thấy đó là lời báng bổ và việc một quan chức IMF ủng hộ như vậy là không phù hợp. Tôi từng bị phản đối kịch liệt như vậy khi còn là nhà kinh tế trưởng của IMF năm 2003 và ủng hộ tăng nhẹ mục tiêu lạm phát của Ngân hàng Trung ương châu Âu trong một bài bình luận độc lập trên tờ *Financial Times* (Rogoff 2003, có thể xem tại <https://www.imf.org/external/np/vc/2003/042303.htm>).

có một cỗ máy thời gian và có thể quay về giữa những năm 1980, và thiết lập lại toàn bộ phong trào mục tiêu lạm phát. Lựa chọn 4% thay vì 2% liệu có hiệu quả hơn, đặc biệt với những gì hiện nay chúng ta đã biết về giới hạn gần 0? Các nền kinh tế có lạm phát 4% có vượt trội so với thế giới 2% không? Đây là một phép thử dễ vượt qua hơn nhiều so với việc chuyển đổi ngay lập tức từ 2% lên 4%; ngay cả vậy, câu trả lời cũng không hề rõ ràng. Stanley Fischer, hiện là phó chủ tịch của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ, trước đây cũng là phó tại Quỹ Tiền tệ quốc tế. Ông có nhiều kinh nghiệm làm việc tại các quốc gia có lạm phát cao. Fischer khẳng định khi lạm phát trung bình chậm 4%, mọi người không chỉ bắt đầu thay đổi giá cả thường xuyên hơn mà còn bắt đầu điều chỉnh theo chỉ số giá<sup>1</sup>. Dù bằng cách nào, thì chính sách tiền tệ cũng sẽ trở nên kém hiệu quả hơn. Nếu giá cả và tiền lương được điều chỉnh theo lạm phát, thì khi đó, chính sách tiền tệ trong giới hạn sẽ chẳng có tác động gì. Nói chung, với mục tiêu lạm phát 4% thay cho 2%, ngân hàng trung ương có thể mở rộng phạm vi cắt giảm lãi suất, nhưng họ có thể cần đến cả phạm vi điều chỉnh chính sách tiền tệ. Phải thừa nhận là khó có thể đánh giá điều phỏng đoán này bằng thực nghiệm, vì chúng ta không sống trong một thế giới mà lạm phát chưa bao giờ ổn định ở mức 4% trong một khoảng thời gian đủ dài để tự tin phát biểu về cách thiết lập tiền lương và các quy ước khác sẽ điều chỉnh như thế nào.

---

1. “Inflation Rate Target Is Questioned as Fed Prepares to Meet”, *New York Times*, ngày 28/4/2015.

Một hạn chế khác của lạm phát cao là khả năng tạo ra phân tán ngẫu nhiên lớn hơn giữa giá cả và tiền lương tương đối, vì các tác nhân khác nhau trong nền kinh tế không điều phối các thay đổi về tiền lương và giá cả. Tỷ lệ lạm phát càng cao, mức điều chỉnh càng lớn, và do đó khoảng cách giữa các công ty mới thiết lập lại các mức giá của họ và các công ty chưa thực hiện điều đó trong một thời gian dài cũng sẽ càng lớn. Mặc dù ý nghĩa định lượng của tác động này là vấn đề còn gây tranh cãi<sup>1</sup>, nhưng nhiều mô hình tiêu chuẩn cũng cho rằng méo mó về giá cả thường tăng cùng lạm phát, đồng thời tác động tiêu cực đến nền kinh tế có thể là đáng kể<sup>2</sup>. Hơn nữa, nền kinh tế lúc nào cũng phải gánh chịu chi phí do lạm phát cao, dẫn đến méo mó, chứ không chỉ trong thời kỳ suy thoái.

Còn cả những mặt trái khác của lạm phát cao, và những điều này cũng không thể xem nhẹ. Đầu tiên và có lẽ quan trọng nhất, ngân hàng trung ương có thể giải thích mức lạm phát 2% là mức tương đương hợp lý đúc của lạm phát bằng 0. Lôgích ở đây là với một nguồn cung liên tục các

---

1. Trong một nghiên cứu thú vị, Nakamura và các tác giả khác (2015) thách thức ý tưởng cho rằng lạm phát cao hơn dẫn đến giá cả phân tán hơn, dựa trên dữ liệu đánh giá từ thời kỳ lạm phát cao của Mỹ trong thập niên 1970. Tuy nhiên, Internet và mã vạch khiến việc sửa giá trở nên đơn giản hơn rất nhiều so với 40 năm trước, nên dù cho các kết quả có thuyết phục đến mức nào, thì cũng không rõ mức độ thích hợp của chúng trong môi trường ngày nay.

2. Ascaria và Sbordone (2014) cho thấy trong các mô hình Keynes mới tiêu chuẩn, mục tiêu lạm phát cao hơn có thể gây ra méo mó giá cả đáng kể; xem thêm Yehoue (2012) và Coibion, Gorodnichenko và Wieland (2012).

sản phẩm và hàng hóa mới, chỉ số giá tiêu dùng được công bố sẽ có xu hướng phóng đại lạm phát; độ lệch có lẽ nhiều khả năng là 1% chứ không đến 2% - không ai biết chắc chắn - nhưng vẫn đủ gần mức bằng 0 mà mọi người không cần phải cảm thấy lo lắng. Phải suy nghĩ về lạm phát có thể không quan trọng đối với các nhà kinh tế, những người luôn nghĩ về giá cả, nhưng lại rất quan trọng đối với những người bình thường, những người không muốn phải đau đầu như vậy. Đây không phải một phủ định vô căn cứ. Lạm phát bằng 0 (hay mức tương đương hợp đạo đức) là dễ hiểu và tương đối dễ chấp nhận cho công chúng như một cam kết lâu dài. Trong thuật ngữ của lý thuyết trò chơi, lạm phát bằng 0 - ổn định giá cả - là một điểm trọng tâm. Lạm phát 4% giống với một lựa chọn không bắt buộc thì đúng hơn (tại sao không phải là 3% hoặc 5% hoặc, thậm chí, 8%?), và do đó việc gắn chặt kỳ vọng với mục tiêu đó có thể sẽ khó khăn hơn nhiều, ngay cả sau khi đã điều chỉnh theo bất kỳ giai đoạn chuyển tiếp nào.

Tuy nhiên, vấn đề lớn nhất trong việc thay đổi mục tiêu lạm phát là uy tín của ngân hàng trung ương sẽ bị suy giảm như thế nào. Sau nhiều năm thuyết phục công chúng về lạm phát 2% là hoàn hảo, liệu một ngân hàng trung ương có thể dễ dàng quay ngoắt và tuyên bố, “Ôi không, thực ra chúng tôi muốn nói 4% mới là hoàn hảo. Chúng tôi thật sự rất tiếc vì vừa lật ngược những kỳ vọng cốt lõi đối với mỗi khoản nợ và hợp đồng tiền lương trong nền kinh tế. Là lỗi của chúng tôi”. Ngoài việc tạo ra một mức độ bất ổn có thể chuyển thành khủng hoảng tài chính, khi đó, một cách

tự nhiên, mọi người sẽ băn khoăn điều gì có thể ngăn các ngân hàng trung ương đổi ý một lần nữa trong tương lai, và lựa chọn mục tiêu lạm phát 3% hoặc 5%. Cú sốc tinh thần và tình trạng bấp bênh có thể phải mất nhiều năm mới lắng xuống, trong viễn cảnh khả quan nhất. Đây là một rủi ro lớn, đặc biệt khi cũng chưa rõ ràng là những lợi ích từ việc “nạp thêm đạn” cho chính sách tiền tệ liệu có thể trở nên kém hiệu quả hơn nhiều so với dự kiến (như giải thích ở trên), khi mà mục tiêu lạm phát cao hơn sẽ khó đạt được độ tin cậy trong dài hạn, cũng như khi có những méo mó đáng kể khác liên quan đến lạm phát cao hơn.

Tuy nhiên, chúng ta đừng vội ném giải pháp 4% vào “thùng rác” của lịch sử trí tuệ. Một ngày nào đó, có thể một thay đổi đột ngột của tình hình sẽ đòi hỏi chi tiêu quốc phòng phải tăng mạnh, từ đó khởi động một vòng xoáy lạm phát. Nếu và khi ngày đó đến, đây sẽ không phải là một bức tranh tươi sáng. Nhưng đó sẽ là cơ hội cân nhắc lại mục tiêu lạm phát, và thực tế chúng ta muốn sống trong vũ trụ nào. Tất nhiên, một khi lãi suất âm được phép áp dụng, sẽ không cần thiết phải tăng mục tiêu lạm phát, và ngân hàng trung ương thậm chí có thể đặt ra mục tiêu lạm phát 1%, mặc dù vì những lý do vừa thảo luận, duy trì mục tiêu 2% sẽ là tốt hơn.

## **MỤC TIÊU GDP DANH NGHĨA**

Một tập hợp các ý tưởng khác xung quanh việc thay đổi mục tiêu của ngân hàng trung ương về cả mặt định tính chứ không chỉ là định lượng, ví dụ, bằng cách đặt ra

mục tiêu GDP danh nghĩa, một ý tưởng lần đầu được đề xuất (bằng thuật ngữ khác) bởi James Meade, nhà kinh tế học đoạt giải Nobel năm 1977<sup>1</sup>. Để giải thích rõ ràng hơn, GDP danh nghĩa là giá trị của tổng sản phẩm quốc nội tính bằng đôla Mỹ hiện hành. Vì vậy, mục tiêu tăng trưởng GDP danh nghĩa hàm ý một mục tiêu đối với cả lạm phát và tăng trưởng sản lượng thực tế. Ý tưởng ở đây có hai phần. *Thứ nhất*, trong dài hạn, sau khi mọi người đã điều chỉnh theo mục tiêu mới, cách tiếp cận này có lợi thế là tạo ra một cơ chế tự ổn định. Ví dụ, nếu sản lượng giảm xuống thấp hơn xu hướng, thì chính sách tiền tệ sẽ phải đặt ra mục tiêu lạm phát cao hơn để bù đắp cho mức tăng trưởng thực tế thấp hơn. *Thứ hai*, do chính sách tiền tệ không thể ảnh hưởng đáng kể đến xu hướng tăng trưởng dài hạn của nền kinh tế thực, một mục tiêu GDP danh nghĩa cũng sẽ phù hợp với kỳ vọng lạm phát dài hạn ổn định.

Đó là một ý tưởng thú vị mà thực tế tôi đã tìm hiểu trong một nghiên cứu cách đây 30 năm cũng đưa ra ý tưởng chung về mục tiêu lạm phát<sup>2</sup>. Nghiên cứu của tôi công nhận những lợi thế về ổn định hóa của mục tiêu GDP danh nghĩa nhưng cũng lập luận ngân hàng trung ương có thể sẽ phải trực tiếp gánh chịu sức ép chính trị đòi hỏi đạt được mức

---

1. Meade (1978). Jeffrey Frankel đã tóm tắt tuyệt vời về các vấn đề và một số lịch sử phát triển của ý tưởng này trong “The Death of Inflation Targeting”, VoxEU.org, ngày 19/6/2012, có thể xem tại <http://www.voxeu.org/article/inflation-targeting-dead-long-live-nominal-gdp-targeting>.

2. Rogoff (1985).

sản lượng không thực tế và không bền vững. Kết quả là, mục tiêu GDP danh nghĩa có thể gây ra độ lệch lạm phát (cao lên), sản lượng biến động lớn hơn, và rủi ro cho tính độc lập của ngân hàng trung ương. Một vấn đề cơ bản khác là GDP là một biến số được đo lường không hoàn hảo, khi mà theo thời gian, các nhà thống kê của chính phủ thường xuyên cập nhật nhật đáng kể các ước tính của họ, có lúc nhiều năm sau đó, có lúc khá đột ngột<sup>1</sup>. Ví dụ, số lần suy thoái kỹ thuật mà Anh trải qua từ năm 1955 đến 1995 (suy thoái kỹ thuật được định nghĩa là hai quý liên tiếp sụt giảm GDP) là 10 lần nếu chúng ta sử dụng số liệu GDP lịch sử chính thức của Anh năm 1996, nhưng chỉ còn 7 lần nếu chúng ta sử dụng số liệu chính thức năm 2012<sup>2</sup>. (Lưu ý là chúng ta đang đếm số lần suy thoái trước năm 1996 - hoặc cũng chỉ là cố gắng đếm). Những khó khăn trong đo lường như vậy là một yếu tố quan trọng khác gây bất lợi cho việc sử dụng GDP danh nghĩa như một mục tiêu cố định trong hàm mục tiêu của ngân hàng trung ương.

Cũng như việc chuyển sang mục tiêu lạm phát 4%, sẽ không hề dễ dàng giải thích cho các thị trường về việc

---

1. Về tính chất phức tạp của việc đo lường GDP theo thời gian thực, xem Landefeld và các tác giả khác (2008), trong đó lưu ý rằng các khảo sát kinh tế toàn diện này dựa trên tổng điều tra dân số cần thiết cho các ước tính chính xác hơn được thực hiện 5 năm một lần. Các ước tính GDP tạm thời phải nhất thiết dựa trên phép ngoại suy thống kê từ dữ liệu về một tập hợp con của nền kinh tế thường được thu thập cho các mục đích khác (và do đó không nhất thiết phù hợp chính xác với nhu cầu kế toán GDP), với tần số xuất hiện khác nhau.

2. Berkes và Williamson (2015, bảng 2).

chuyển sang GDP danh nghĩa, và quá trình chuyển đổi nhiều khả năng sẽ dẫn đến một giai đoạn bất ổn dài. Và còn những lý do khác khiến chúng ta hoài nghi: phần lớn mọi người không hề biết GDP danh nghĩa là gì, nên chính sách tiền tệ cũng khó hiểu hơn nhiều so với các mục tiêu dựa trên lạm phát và thất nghiệp vốn đã quá đù rắc rối cho mọi người. Thị trường nhiều khả năng cuối cùng cũng sẽ nhận thức được và điều chỉnh theo, nhưng có thể phải mất một thời gian dài.

## **GIẢM BỐT TÍNH CỨNG NHẮC CỦA KHUNG MỤC TIÊU LẠM PHÁT**

Như chúng ta đã biết, khi xác định liệu giới hạn gần 0 có phải một vấn đề lớn, một điểm quan trọng là mức độ ngân hàng trung ương có thể thao túng lãi suất thực tế bằng các kỳ vọng lạm phát trong tương lai, và điều này lại phụ thuộc vào khả năng đưa ra các cam kết đáng tin cậy của họ. Câu hỏi ở đây là vì sao các ngân hàng trung ương không thể làm được như vậy khi phải đối mặt với giới hạn gần 0 trong thực tế, hoặc ít ra cũng là không có tác động đáng kể nào. Một phần của câu trả lời, tất nhiên, là họ thiếu một công cụ đáng tin cậy có thể điều chỉnh mức lạm phát như hứa hẹn; việc cho phép áp dụng lãi suất âm sẽ giải quyết được thiếu sót đó. Tuy nhiên, một phần của vấn đề có thể nằm ở việc thực hiện mục tiêu lạm phát quá sốt sắng cũng như một loạt các thay đổi về thể chế từ giữa những năm 1980, tất cả đều với mục đích giữ lạm phát ở mức thấp nhất có thể. Trong quá trình xây dựng chế độ mới với mục tiêu ngăn chặn lạm phát cao trở lại

vào những năm 1970, sự thiếu tập trung vào các sự kiện bên ngoài có thể khiến cho lạm phát thấp trở thành vấn đề. Kết quả là, ngay cả sau một thời kỳ dài với mức lạm phát cực thấp không mong muốn sau cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008, không ngân hàng trung ương lớn nào sẵn sàng đứng ra thừa nhận là một vài năm lạm phát tăng nhẹ cũng không phải là một điều tồi tệ đến thế<sup>1</sup>. Thay vào đó, vì lạm phát sụt giảm nên hầu hết ngân hàng trung ương vẫn có thể thoái mái tuyên bố cần thêm nỗ lực đẩy lạm phát lên mức 2%.

Ví dụ, năm 2012, khi Cục Dự trữ Liên bang chỉ ra các phương án mà họ sẽ cân nhắc khi quyết định thời điểm chấm dứt nới lỏng định lượng, họ đã chọn giới hạn của lạm phát là 2,5%. Tại sao họ không chọn 3%, hoặc tốt hơn nữa, 4%? Khi Ngân hàng Nhật Bản áp dụng chương trình kích thích tiền tệ vào tháng 4/2013, không hề có cuộc thảo luận nào về việc có thể cho phép lạm phát tăng cao quá mức. Các ngân hàng trung ương khác, bao gồm cả Ngân hàng Anh, cũng nêu rõ mục tiêu phòng tránh lạm phát tăng cao quá mức. Vấn đề này gần giống với bẫy cát được thảo luận trong Chương 8; các ngân hàng trung ương cần phải cho phép lạm phát tăng vượt mức một chút mới có thể đạt được tốc độ thoát khỏi giới hạn gần 0 cần thiết. Nói cách khác, thị trường hiểu rõ FED có tầm kiểm soát không toàn diện đối với lạm phát, nên bằng việc đặt ra giới hạn thấp

---

1. Ý tưởng cho rằng các ngân hàng trung ương sẽ điều chỉnh hiệu quả mức lạm phát tăng nhẹ vào giai đoạn đầu của cuộc khủng hoảng được nêu trong Rogoff (2008).

như vậy đối với ngưỡng vượt mức, thực tế FED đang thông báo với thị trường là họ sẽ lựa chọn từ bỏ mục tiêu lạm phát trong tình huống bất lợi.

Mục tiêu lạm phát tăng cao tạm thời có thể là một công cụ mạnh mẽ cho giai đoạn sau của cuộc khủng hoảng tài chính. Nếu được thực hiện một cách quyết liệt và kịp thời, và nhất là đi kèm với gói thúc đẩy tài chính lớn ngay từ đầu, một mục tiêu lạm phát cao hơn có thể giúp duy trì đủ động lực tránh khỏi bẫy thanh khoản mà cuối cùng rất nhiều quốc gia rơi vào. Lạm phát cao hơn sẽ giúp kích cầu nhờ vào lãi suất thực tế thấp hơn, đồng thời hạn chế đà giảm phát tác động bất lợi đến các khoản nợ. Và không cần thiết thực hiện điều này thường xuyên: điểm mấu chốt là phản ứng nhanh với khủng hoảng<sup>1</sup>.

Đúng vậy, một nhánh lớn trong lý thuyết giới hạn gần 0 được dựa trên quan điểm là nếu không thể hứa hẹn mục tiêu lạm phát cao hơn, ngay cả khi cần thiết, thì đó vốn đã là một vấn đề khó chữa về độ tin cậy. Quan điểm đó dường như quá nặng nề; gần giống quan điểm từ những năm 1980 cho rằng các ngân hàng trung ương không bao giờ có thể thuyết phục mọi người là sẽ không có lạm phát. Trên thực tế, những khó khăn tột cùng mà nhiều quốc gia đã phải trải qua có thể được quy cho kết quả của những thiếu sót

---

1. Khác biệt giữa chủ động nâng cao mục tiêu lạm phát và cân bằng mức giá như trong Eggertsson và Woodford (2003) và Evans (2010) là ngân hàng trung ương không chờ lạm phát giảm mạnh rồi mới hành động.

trong quy tắc thể chế mà có thể - và gần như chắc chắn sẽ được - cố định tại một số thời điểm. Một phần ngắn trong Phụ lục sẽ xem xét quá trình phát triển của các lý thuyết về mục tiêu lạm phát và các vấn đề với thái độ hân hoan quá mức tiền khủng hoảng. Như tình hình hiện nay, vấn đề đánh đổi giữa độ tin cậy và tính linh hoạt mà các ngân hàng trung ương tưởng đã giải quyết được, dường như đang nằm ngoài tầm kiểm soát. Trong cuộc chiến cuối cùng đó, các nhà hoạch định chính sách của ngân hàng trung ương có lẽ đã đi quá xa khi tự đặt mình vào một chế độ quá thiếu tính linh hoạt.

### **SỬ DỤNG CHÍNH SÁCH TÀI KHÓA CƠ HỘI VÀ “TIỀN TRỰC THẮNG”**

Hoàn toàn có thể đưa ra một lập luận thuyết phục cho việc sử dụng chính sách tài khóa chủ động trong một nền kinh tế bị ràng buộc với giới hạn gần 0. Tuy nhiên, cần phải phân biệt giữa chính sách tài khóa cơ hội (hay có thể gọi là chủ động) tốt thứ nhì và chính sách tài khóa mà vẫn sẽ hợp lý ngay cả khi chính sách tiền tệ đầy đủ chức năng đã có thể tạo ra sự ổn định trong một thế giới không có những hạn chế về chính sách lãi suất âm.

Ý tưởng cơ bản của việc sử dụng chính sách tài khóa cơ hội để thoát khỏi giới hạn gần 0 là khá đơn giản, mặc dù có một số biến thể phụ thuộc vào bản chất thực sự của những tính chất cứng nhắc và không hoàn hảo được

giả định<sup>1</sup>. Nhìn chung, chính sách tối ưu thường phải kết hợp cả chính sách tài khóa và tiền tệ. Tuy nhiên, có một số cảnh báo thường bị nhấn chìm trong các cuộc luận chiến. *Thứ nhất*, mô hình Keynes cổ điển về kích thích tài khóa tại giới hạn gần 0 giả định một nền kinh tế khép kín và bỏ qua thực tế là một phần của gói kích thích tài khóa nhiều khả năng sẽ trôi ra nước ngoài. Một trong những giả định đơn giản hóa đầy xuất sắc của John Maynard Keynes là giả định về một nền kinh tế khép kín và bỏ qua phần còn lại của thế giới. Giả định nền kinh tế khép kín là một phân tích tài tình nhưng không thực tế cho lắm, ngay cả đối với Mỹ. Tác động lan tỏa của nền kinh tế mở hàm ý rằng, để chính sách kích thích tài khóa phát huy đầy đủ hiệu quả, sự phối hợp giữa các quốc gia có thể là cần thiết. Tuy nhiên,

---

1. Nhiều nghiên cứu, trong đó có Christiano, Eichenbaum, và Rebelo (2011) và Eggertsson và Krugman (2012) trình bày lý thuyết về chính sách tài khóa ở giới hạn gần 0. Mặc dù dễ dàng giải thích về mặt lý thuyết vì sao số nhân tài khóa sẽ cao hơn ở giới hạn gần 0, nhưng vẫn còn nhiều tranh cãi gay gắt về số nhân thực sự cao hơn bao nhiêu. Một lý do gây khó khăn khi ước tính số nhân là vì số nhân có thể thay đổi theo thời gian. Ví dụ, một nghiên cứu của các nhà kinh tế học vĩ mô thực nghiệm hàng đầu cho thấy, trong giai đoạn khủng hoảng tài chính, số nhân tài khóa ở mức tương đối cao, khoảng 1,6 (nghĩa là 1 USD chi tiêu của chính phủ sẽ kích thích chi tiêu tư nhân và nâng cao sản lượng nhiều hơn 1 USD). Nhưng đến năm 2011, số nhân tài khóa giảm đáng kể, xuống còn 0,9 (nghĩa là chi tiêu tư nhân giảm nhẹ), điều này có lẽ giải thích lý do vì sao các ước tính khủng khiếp nhất về tác động của chính sách thắt chặt tài chính của Mỹ đối với tăng trưởng cuối cùng lại không chính xác (Christiano, Eichenbaum và Trabandt 2014). Một lý do khác tất nhiên là vẫn còn các yếu tố khác tác động, như kinh nghiệm của Vương quốc Anh là một minh họa.

kinh nghiệm cho thấy, điều này nói dễ hơn làm, đặc biệt khi một số quốc gia có ít niềm tin hơn vào mô hình Keynes so với các quốc gia khác. *Thứ hai*, tác động của chính sách tài khóa có thể dễ bị ảnh hưởng bởi kỳ vọng về việc chính sách thúc đẩy tài khóa là tạm thời hay lâu dài; một thay đổi lâu dài sẽ hàm ý mức thuế cao hơn trong tương lai và nhiều khả năng lấn át tiêu dùng tư nhân. Chính xác hơn, một gói kích thích tài khóa mà theo kỳ vọng sẽ được rút lại khi lãi suất tăng trở lại vượt trên mức 0 có thể tạo ra hiệu ứng số nhân đáng kể đối với sản lượng, nhưng một gói kích thích tài khóa mà theo kỳ vọng sẽ duy trì sau khi nền kinh tế đã thoát khỏi giới hạn gần 0 chỉ có thể tạo ra hiệu ứng nhỏ hơn nhiều. Vấn đề này là quan trọng, vì trong thực tế, có thể rất khó đưa ra lời hứa đáng tin cậy về một chương trình tài khóa mới sẽ chỉ mang tính tạm thời: nếu mọi người không tin chương trình sẽ được rút lại kịp thời, hiệu ứng kích thích có thể cũng chỉ khá khiêm tốn<sup>1</sup>.

Một ý tưởng nhận được một số ủng hộ là cho ngân hàng trung ương in tiền và phân phát cho người tiêu dùng. Năm 2002, Ben Bernanke đề xuất mô hình hợp lý này khi còn là thống đốc Fed như một giải pháp cho vấn đề giảm phát của Nhật Bản. Làm ơn thì không tránh khỏi mắc oán, và một số nhà phê bình bắt đầu gọi ông là “Trực thăng Ben”, vì lời khuyên của ông cho Nhật Bản dựa trên câu chuyện thả tiền

---

1. Xem Christiano, Eichenbaum và Rebelo (2011). Kích thích tài khóa vĩnh viễn là một công cụ kém hiệu quả hơn nhiều so với kích thích tài khóa tạm thời cho mục tiêu thoát khỏi giới hạn gần 0, vì lực cản từ kỳ vọng thuế tương lai sẽ cao hơn và sức ép tăng lãi suất thực tế sẽ nhỏ hơn.

từ trực thăng của Milton Friedman. Gần đây, ý tưởng này thịnh hành trở lại. Nam tước Adair Turner, cựu Chủ tịch Cơ quan dịch vụ tài chính của Anh, ủng hộ ngân hàng trung ương tài trợ các khoản chuyển giao thu nhập trong cuốn sách năm 2015 của ông về chủ đề nợ, và thuật ngữ tiền trực thăng thường xuất hiện trong các bài viết quan điểm cá nhân và blog như một liều thuốc tiên cho tăng trưởng<sup>1</sup>. Ý tưởng này cũng không có gì sai về cơ bản<sup>2</sup>. Tuy nhiên, điều quan trọng là phải nhận ra “tiền trực thăng” không thực sự bổ sung bất kỳ công cụ mới nào cho kho công cụ ổn định kinh tế vĩ mô. Vì có rất nhiều điểm phức tạp xung quanh “tiền trực thăng”, chúng ta nên dừng lại phân tích tại đây một lát.

Nếu nền kinh tế không nằm tại giới hạn gần 0, “tiền trực thăng” về cơ bản sẽ giống như Bộ Ngân khố tặng một tờ séc 500 USD cho mỗi hộ gia đình (hoặc mỗi người), chi trả bằng cách phát hành nợ, và sau đó yêu cầu Cục Dự trữ Liên bang mua lại toàn bộ khoản nợ bằng cách mua trái phiếu thị trường mở tiêu chuẩn. Về tác động, cuối cùng khu vực tư nhân có nhiều tài sản hơn dưới dạng tiền mặt, và lượng

---

1. Turner (2015). Xem thêm các ước tính định lượng trong Galí (2014).

2. Cần lưu ý là tiền trực thăng sẽ không có tác dụng gì ở giới hạn gần 0 nếu xảy ra cân bằng Ricardo (như đề cập trong Chương 8) và công chúng sẽ coi các khoản thuế trong tương lai thanh toán hết cho trái phiếu như một khoản bù trừ hoàn toàn cho lợi ích được trao cho họ. Tôi sẽ nhắc nhở bạn đọc một lần nữa về điều kiện này trong Chương 12. Tiền không người lái, được thảo luận ở phần sau của chương này, vẫn sẽ có tác dụng vì đại diện cho một khoản chuyển giao thu nhập từ người giàu sang người nghèo.

trái phiếu không tăng. Nếu nền kinh tế nằm ở mức lãi suất bằng 0, thì khác biệt duy nhất là ngân hàng trung ương sẽ sử dụng chính sách nới lỏng định lượng để giải quyết khoản nợ mới phát hành. “Tiền trực thăng” chỉ có thể mở rộng các phương án nếu được đi kèm với một số thay đổi chế độ khác. Ví dụ, nếu “tiền trực thăng” được giới thiệu kèm theo một thay đổi trong thiên hướng mục tiêu lạm phát của ngân hàng trung ương, thì tất nhiên sẽ có thêm hiệu ứng. Tương tự, nếu “tiền trực thăng” ra đời cùng quy định pháp lý mới mà bằng cách nào đó giúp ngân hàng trung ương cam kết về hoạt động tài chính gây lạm phát trong tương lai, điều đó cũng sẽ tạo ra một khác biệt quan trọng. Trong cả hai trường hợp, “tiền trực thăng” chỉ là mánh lối thúc đẩy một thay đổi chính sách mà có lẽ không khả thi về mặt chính trị, có thể bằng cách tận dụng việc ngân hàng trung ương nổi tiếng là thận trọng để giúp chính sách tài khóa trở nên linh hoạt hơn. Nói theo cách này, rõ ràng là có những sự đánh đổi cần được cân nhắc<sup>1</sup>. Nếu ngân hàng trung ương định tận dụng tiếng tăm

---

1. Để xem xét sự tương đương giữa tiền trực thăng và các chính sách khác của chính phủ sâu hơn một chút, cách dễ nhất là bắt đầu từ trường hợp không có thay đổi trong cơ chế mục tiêu lạm phát của ngân hàng trung ương. Hãy bắt đầu với thử nghiệm trực thăng của Friedman trao trực tiếp tiền mặt cho từng hộ gia đình. Nếu mục tiêu lạm phát của ngân hàng trung ương không có gì thay đổi, họ sẽ phải bán nợ để mua lại phần lạm phát của lượng bơm cung tiền, do đó ở điểm cân bằng, cung tiền sẽ tăng lên và lượng trái phiếu chính phủ do công chúng nắm giữ cũng tăng lên. (Kết quả chính xác phụ thuộc vào nhiều yếu tố, nhưng chúng ta không cần phân tích các yếu tố đó để giải thích sự tương đương). Điều gì sẽ xảy ra nếu thay vào đó

của họ, thì công nghệ hiện nay cung cấp thêm một giải pháp tương tự: “tiền không người lái”. Thay vì thả tiền bừa bãi từ trực thăng, chính phủ có thể sử dụng máy bay không người lái để hướng mục tiêu đến các hộ gia đình thu nhập thấp. Các khoản chuyển giao thu nhập được hướng mục tiêu sẽ nhiều khả năng mang lại giá trị lớn hơn theo ý nghĩa của mô hình Keynes, vì hầu hết số tiền sẽ được chi tiêu thay vì tiết kiệm, và khoản chuyển giao thu nhập như vậy sẽ vô cùng hợp lý trong các tình huống với mục tiêu là vừa kích thích nhu cầu vừa giải quyết vấn đề bất bình đẳng.

Tóm lại, chính sách ổn định tài khóa có thể là một ý tưởng hoàn toàn hợp lý, nhưng nếu ngân hàng trung ương có thể áp dụng chính sách lãi suất âm, thì đây sẽ là một bước đầu tiên vượt trội, với giả định tất cả những sự chuẩn bị cần thiết đã được thực hiện. Bước này sẽ xóa đi những ấn tượng xấu, loại bỏ nhu cầu về chính sách tài khóa như một phương án thay thế tốt thứ hai cho chính sách tiền tệ,

---

chính phủ phát hành trái phiếu để tài trợ cho chuyển giao thu nhập, mà không có sự hợp tác ban đầu từ ngân hàng trung ương? Kết quả có khác biệt gì không? Không, kết quả cuối cùng sẽ giống hệt đối với tất cả các biến số, bao gồm sản lượng, lạm phát, lượng tiền mặt và nợ chính phủ do công chúng nắm giữ. Với trái phiếu và sản lượng tăng lên, khi đó mục tiêu lạm phát của ngân hàng trung ương sẽ phải đổi mới với sức ép giảm mức giá và tăng lãi suất (vì nguồn cung trái phiếu chính phủ tăng lên). Họ sẽ phải phát hành tiền mặt (dự trữ ngân hàng, một số trong đó có thể được chuyển đổi thành tiền giấy) để xóa nợ cho đến khi đạt được điểm cân bằng đúng như với tiền trực thăng! Giới hạn gần 0 không hề phá vỡ sự tương đương giữa tiền trực thăng và các kết hợp chính sách khác của chính phủ.

và cho phép các nhà hoạch định chính sách đánh giá chính sách tài khóa trên cơ sở thông thường về tính cần thiết, tính hiệu quả và phân phối thu nhập. Tuy nhiên, hãy cẩn thận với mọi phương án thay thế mang tính chất che đậy để lách qua giới hạn gần 0. Để mở rộng các phương án chính sách, cần thiết phải thực hiện một thay đổi cơ bản hơn.

## SỬ DỤNG THUẾ TIÊU DÙNG

Để hoàn chỉnh, phần này sẽ trình bày ngắn gọn đề xuất của Martin Feldstein về việc sử dụng hệ thống thuế để kích thích giá cả và nhu cầu ở giới hạn gần 0:

Phương án đầu tiên là tăng chi tiêu của người tiêu dùng. Chính phủ Nhật Bản từ lâu đã bộc lộ mong muốn giảm phụ thuộc vào thuế thu nhập và tăng phụ thuộc vào thuế giá trị gia tăng. Chính phủ Nhật Bản có thể thông báo sẽ tăng mức thuế giá trị gia tăng 5% hiện tại thêm 1% mỗi quý và đồng thời giảm thuế thu nhập để giữ nguyên doanh thu thuế, tiếp tục trong một vài năm cho đến khi VAT đạt 20%. Chính sách giữ nguyên doanh thu thuế này sẽ hàm ý việc giá tiêu dùng tăng với tốc độ 4% một năm<sup>1</sup>.

Một yếu tố trọng tâm trong cách tiếp cận của Feldstein là tạo ra lạm phát kỳ vọng trong giá sau thuế dành cho người tiêu dùng, nhưng không gây lạm phát méo mó trong giá sản xuất giống như những hứa hẹn của ngân hàng trung ương về lạm phát chung trong tương lai. Về nguyên tắc, lạm phát do chính sách tài khóa là một ý tưởng có thể

---

1. Feldstein (2002, tr. 8).

thực hiện, mặc dù nghiên cứu sau này đã chỉ ra điều quan trọng là phải giải quyết một số khác biệt nhỏ, bao gồm điều chỉnh mức thuế bù trừ thích hợp cho thu nhập của lao động. Ngoài ra, trong thực tế, khoảng thời gian ràng buộc tại giới hạn gần 0 là không xác định, vì vậy một phiên bản phức tạp hơn của đề xuất này có tính toán đến việc ngừng tăng thuế doanh thu và giảm thuế thu nhập khi giới hạn gần 0 hết ràng buộc<sup>1</sup>. Có lẽ phản đối quyết liệt nhất đối với cách tiếp cận này là chính sách tài khóa trong đời thực luôn liên quan đến phân phối lại thu nhập; ví dụ, thuế doanh thu và thuế thu nhập ảnh hưởng khác nhau đến các nhóm khác nhau, và mức thuế thực tế còn thể hiện điểm cân bằng chính trị chứ không chỉ là điểm cân bằng kinh tế. Do đó, trên thực tế, có thể là cực kỳ khó khăn để biến bất kỳ lời hứa hẹn cần thiết nào trở nên đáng tin cậy, khiến cho chính sách này không hiệu quả.

---

1. Correia và các tác giả khác (2013) cải tiến đáng kể ý tưởng của Feldstein và cố gắng định lượng các tác động trong một mô hình Keynes mới tiêu chuẩn. Theo một cách nào đó, ý tưởng của Feldstein có liên hệ chặt chẽ đến đề xuất của Farhi, Gopinath và Itskhoki (2013) về biện pháp “phá giá tài khóa” có thể khuyến khích việc làm bằng cách tăng thuế giá trị gia tăng và giảm thuế tiền lương.

## *Chương 10*

# **NHỮNG CON ĐƯỜNG KHÁC ĐẾN VỚI LÃI SUẤT ÂM**

Có thực sự nhất thiết phải loại bỏ tiền giấy để dọn đường cho lãi suất âm không? Câu trả lời ngắn gọn là không. Trên thực tế, có một vài phương án khả thi khác - và các cách kết hợp giữa chúng trên lý thuyết - mỗi cách đều có ưu điểm và nhược điểm riêng. Việc cân nhắc chúng là một vấn đề quan trọng.

Ý tưởng đầu tiên là cho phép ngân hàng trung ương “nhón chân” vào vùng lãi suất âm, hy vọng duy trì mức lãi suất đủ nhỏ để không kích động một cuộc đổ xô rút tiền mặt, và hy vọng không có vấn đề kỹ thuật nào cản trở hoạt động bình thường của thị trường. Hiện nay, một số ngân hàng trung ương đang ở trạng thái này, và họ tiếp tục nhúng chân xuống nước. Ý tưởng thứ hai, do nhà kinh tế học người Đức Silvio Gesell đề xuất cách đây hơn một thế kỷ, là yêu cầu mọi người trả một khoản thuế nhỏ định kỳ trên số tiền mặt mà họ nắm giữ. Mặc dù nghe có vẻ viển vông vào thời điểm đó, nhưng ý tưởng này vẫn được thử nghiệm trong cuộc Đại suy thoái, và nhờ vào công nghệ hiện đại, ngày nay có thể có nhiều cách thực hiện ít gây phiền toái hơn<sup>1</sup>.

---

1. Gesell (1916).

Ý tưởng thứ ba là mô hình tiền tệ kép Hốt Tất Liệt - Eisler - Buiter - Kimball, trong đó áp đặt một mức phí (thay đổi theo thời gian) chuyển đổi tiền mặt ký gửi bán buôn sang dự trữ ngân hàng điện tử tại ngân hàng trung ương. Khoản phí này sẽ tạo ra chênh lệch giữa giá trị của đôla điện tử và đôla giấy, và chính sách của ngân hàng trung ương sẽ quản lý cả lãi suất đối với tiền điện tử và tỷ giá hối đoái của tiền điện tử so với tiền giấy. Nếu ý tưởng này nghe có vẻ quá phức tạp, thì thực tế là không. Trái lại, đây là một ý tưởng tài tình. Nếu được chuẩn bị đầy đủ về thể chế và pháp lý, mức phí tiền mặt ký gửi bán buôn có thể phát huy hiệu quả, độc lập hoặc nằm trong quá trình chuyển đổi loại bỏ hầu hết tiền giấy mà vẫn là giải pháp dài hạn hấp dẫn hơn cả.

Chúng ta sẽ phân tích những ý tưởng này theo thứ tự phức tạp về khái niệm, đặc biệt khi mỗi biến thể lại thúc đẩy ý tưởng tiếp theo.

### **LÃI SUẤT CHÍNH SÁCH ÂM KHÔNG KÈM THEO THAY ĐỔI LỚN VỀ THỂ CHẾ**

Với các quy định thể chế và pháp lý hiện nay, không ai biết được các ngân hàng trung ương thực sự có thể đẩy lãi suất chính sách danh nghĩa đến mức nào trong vùng lãi suất âm. Là -1%, -1,25% hay thậm chí là -2%? Không ngân hàng trung ương nào muốn trở thành người đầu tiên tìm ra bằng con đường khó khăn. Vấn đề chính là rủi ro đỗ xô

rút tiền mặt từ tài khoản ngân hàng và trái phiếu kho bạc, phá hỏng hệ thống và cuối cùng khiến cho lãi suất không thể giảm xuống thêm nữa. Vấn đề cấp bách nhất đối với các ngân hàng trung ương cũng không đến mức những người nắm giữ tiền mặt có thể phải được trợ cấp<sup>1</sup>. Vấn đề thực sự là cả ngân hàng trung ương lẫn các cơ quan hành pháp đều chưa sẵn sàng cho việc giải quyết vấn đề hậu cần khi nhu cầu tiền mặt tăng vọt chưa từng thấy, và cuộc đổ xô rút tiền mặt có thể cản trở đáng kể cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ thông thường. Nếu các nhà đầu tư rút tiền ra khỏi hệ thống tài chính và đổi thành tiền giấy, thì người vay sẽ không được hưởng lợi từ lãi suất âm.

Đúng là hệ thống đã xử lý trơn tru những cuộc đổ xô rút tiền mặt vừa phải và tương đối ngắn xảy ra ở nhiều quốc gia vào đỉnh điểm của cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008<sup>2</sup>. Nhưng quy mô nợ chính phủ ngắn hạn lớn hơn rất nhiều so với lượng tiền mặt, do đó nếu lãi suất chính sách âm xuống đến mức rất thấp, có khả năng sẽ xảy ra một cuộc đổ xô rút tiền mặt lớn hơn nhiều so với những gì mọi người từng được chứng kiến trước đây.

---

1. Rognlie (2016), trong một nghiên cứu thú vị, nhấn mạnh khoản trợ cấp cho những người nắm giữ tiền mặt là phần đánh đổi quan trọng. Tuy nhiên, các vấn đề thực tế xung quanh các ngoại ứng do thay thế ô at từ trái phiếu lãi suất âm sang tiền giấy, và các tác động tiềm tàng đối với hoạt động cho vay, được cho là quan trọng hơn.

2. Ashworth và Goodhart (2015) cho rằng tỷ lệ tiền mặt/tiền gửi tăng đột biến vào năm 2008 chỉ thể hiện một cơn hoảng loạn ngắn ngủi.

Khi mức lãi suất âm ngày càng xuống thấp, câu hỏi đặt ra là liệu những mâu thuẫn khác trong hệ thống có hạn chế tính hiệu quả của chính sách lãi suất âm, thậm chí trước khi chạm đến bất kỳ mốc giới hạn cụ thể nào. Ví dụ, nếu các ngân hàng không thể dễ dàng chuyển gánh nặng chi phí lãi suất âm sang cho khách hàng bán lẻ của họ, hoặc nếu các quy ước pháp lý và thể thức về cách soạn thảo hợp đồng nợ không thể sẵn sàng điều chỉnh theo lãi suất âm, thì tác động thông thường của chính sách tiền tệ sẽ bị cản trở.

Vấn đề chuyển gánh nặng này sinh do các ngân hàng trung ương về cơ bản chỉ giao dịch với các tổ chức tài chính chứ không phải với khách hàng bán lẻ. Trong số những quốc gia áp dụng sớm (như Đan Mạch, Thụy Sĩ và Thụy Điển), kinh nghiệm chung là các ngân hàng tư nhân có thể chuyển gánh nặng lãi suất âm sang cho các khách hàng lớn của họ (bao gồm các tập đoàn lớn, công ty bảo hiểm và quỹ hưu trí) mà không gặp quá nhiều phiền phức. Nhưng họ vẫn chưa dám tính chi phí lãi suất âm cho khách hàng bán lẻ thông thường, ít nhất là không phải trên cơ sở minh bạch. Có lẽ, các ngân hàng vẫn phải âm thầm bù đắp chi phí bằng cách nào đó, hoặc tính phí cao hơn cho khách hàng trên các dịch vụ khác hoặc cộng phần chi phí tăng thêm vào các khoản vay<sup>1</sup>.

Kinh nghiệm của Ngân hàng quốc gia Thụy Sĩ, trong đó lãi suất chính sách chạm mốc -0,75% vào tháng 01/2015,

---

1. Nếu phương pháp này dự kiến mức lãi suất âm đáng kể, các ngân hàng sẽ phải chuyển gánh nặng sang các khách hàng bán lẻ lớn, mặc dù nhu đã lưu ý trong Chương 7, ngân hàng trung ương có thể chuyển sang bảo vệ các tài khoản bán lẻ nhỏ.

là một ví dụ minh họa điển hình. Các nhà chức trách đang tiếp tục theo dõi sát sao, nhưng vào thời điểm viết cuốn sách này, vẫn chưa xảy ra đợt đổ xô rút tiền mặt nào. Thật vậy, nhiều quỹ ưu trí và công ty tài chính đã tìm hiểu nghiêm túc các kế hoạch tích trữ tiền mặt; đa phần đều đi đến kết luận: ở mức lãi suất -0,75%, chi phí vẫn cao hơn lợi ích.

Lưu trữ, xử lý và bảo hiểm tiền mặt là một đề xuất tốn kém, không chỉ với một nhà điều hành quy mô lớn hiệu quả, mà cả với tính thuận tiện vượt trội của tờ tiền mệnh giá siêu lớn 1.000 franc Thụy Sĩ. Giả sử, nếu một công ty tài chính muốn rút 1 tỷ franc Thụy Sĩ từ ngân hàng trung ương, họ cần đưa xe tải bọc thép đến, giám sát cẩn thận và bảo hiểm mọi thứ. Trong một hành trình như vậy, người ta phải có cả đội bảo vệ hộ tống. Chi phí thuê lao động ở Thụy Sĩ không rẻ. Sau khi cuộc vận chuyển hoàn tất, vẫn cần phải chi phí cho việc lưu trữ giấy bên trong một kho tiền Thụy Sĩ được bảo vệ nghiêm ngặt, công nghệ cao, có kiểm soát độ ẩm. Và ngay cả khi được chăm sóc và bảo vệ đến như vậy, hầu như mọi tổ chức tài chính vẫn sẽ được yêu cầu mua bảo hiểm hỏa hoạn, trộm cắp, v.v.. Ước tính ban đầu về chi phí lưu trữ và bảo hiểm nằm trong khoảng 0,5%. Một vấn đề khác là khó có thể biết lãi suất sẽ duy trì ở mức âm trong bao lâu. Điều này gây rất nhiều khó khăn cho việc đánh giá phương án trả dần khoản chi phí cố định của việc chuyển tiền từ ngân hàng trung ương vào kho lưu trữ. Một câu hỏi là liệu sự phát triển của những đổi mới sáng tạo trong khu vực tư nhân theo thời gian có thể giảm thiểu chi phí lưu trữ tiền tệ hay không, mặc dù đến nay người Thụy Sĩ

đã hoàn thiện kỹ thuật bảo quản vàng và tranh quý. Chính phủ có thể hạn chế tích trữ tiền tệ quy mô lớn bằng quy định cấm hoặc áp thuế đối với việc tích trữ vượt quá một lượng nhất định. Điều này hầu như không thể ngăn chặn tội phạm và những kẻ trốn thuế, vốn khá thành thạo việc tích trữ lượng lớn tiền mặt, nhưng sẽ góp phần giảm mạnh hoặc chấm dứt lượng tích trữ từ các công ty tài chính, quỹ hưu trí, v.v.. Hiển nhiên, ngay cả khi quy định cấm như vậy khả thi về mặt pháp lý (điều không phải là chắc chắn ở nhiều quốc gia), nó cũng không ngăn chặn được việc tích trữ quy mô nhỏ ở mức ngay dưới ngưỡng quy định.

Để hạn chế hơn nữa các ngân hàng tích trữ lượng lớn tiền giấy trong kho tiền của họ, và bảo đảm tính thanh khoản cho bảng cân đối của ngân hàng, Ngân hàng Quốc gia Thụy Sĩ và Ngân hàng Nhật Bản đã áp dụng cách tiếp cận theo bậc đối với phí tổn lãi suất âm. Ví dụ, Ngân hàng Nhật Bản (tháng 01/2016) áp cho các ngân hàng mức lãi suất 0% đối với phần dự trữ bắt buộc (phải được nắm giữ trên lượng tiền gửi), 0,1% đối với phần dự trữ vượt mức được nắm giữ trước khi thực hiện lãi suất âm, và -0,1% đối với bất kỳ phần dự trữ nào tăng thêm sau đó. Về nguyên tắc, chính sách này tăng cường hiệu quả của chính sách nới lỏng định lượng trong tương lai, vì các ngân hàng sẽ có thêm nhiều động lực cho vay bất kỳ nguồn tiền mới nào thay vì giữ chúng lại ở Ngân hàng Nhật Bản và thu về khoản lợi nhuận danh nghĩa âm. Cách tiếp cận lãi suất theo bậc hỗ trợ bảo vệ tính thanh khoản cho bảng cân đối của ngân hàng khỏi tác động ban đầu của lãi suất âm, đồng thời vẫn hạn chế họ

chuyển đổi lượng dự trữ hiện tại thành tiền giấy. Tuy nhiên, nó lại thua xa kiểu chính sách cần thiết để giải quyết phần dôi ra của trái phiếu kho bạc nếu mức lãi suất âm xuống quá thấp<sup>1</sup>. Như đã đề cập trong Chương 6, nợ ròng của Nhật Bản tính trên phần trăm GDP lên đến hơn 130%<sup>2</sup>.

Một cuộc tháo chạy từ tài khoản ngân hàng và trái phiếu kho bạc sang tiền mặt là mối lo ngại chính đối với lãi suất âm, nhưng vẫn còn những vấn đề khác, và những thử nghiệm ban đầu với mức lãi suất âm nhẹ đã cho thấy một loạt các biến chứng tiềm ẩn khác. Những vấn đề này không nhất thiết ngăn cản lãi suất xuống dưới 0, nhưng chúng có khả năng tạo ra những méo mó đáng kể cần được giải quyết,

---

1. Chính sách tháng 01/2016 của Ngân hàng Nhật Bản xử phạt các ngân hàng chuyển đổi dự trữ thành tiền mặt, bằng cách trừ số tiền đó vào hạn mức dự trữ lãi suất dương ban đầu (dựa trên dự trữ năm giữ trước khi có thông báo tháng 01). Một số nhà bình luận cho rằng chính sách của Ngân hàng Nhật Bản về cơ bản giải quyết vấn đề giới hạn gần 0 bằng cách trừng phạt các ngân hàng chuyển đổi dự trữ thành tiền mặt, và bằng cách bảo vệ bảng cân đối của các ngân hàng ngay cả khi lãi suất giảm xuống mức âm đáng kể. Thật không may, cách giải thích này vô cùng lộn xộn. Dự trữ ngân hàng chỉ là phần nổi của tầng băng mà các ngân hàng trung ương cần lo lắng nếu lãi suất giảm xuống mức âm. Vấn đề thực sự là mức lãi suất âm đáng kể sẽ gây ra cuộc đổ xô chuyển từ nợ chính phủ ngắn hạn sang tiền mặt. Trái phiếu kho bạc lớn gấp nhiều lần dự trữ ngân hàng, thậm chí sau nhiều năm thực hiện nói lỏng định lượng. Về nguyên tắc, ngân hàng trung ương cũng có thể giải quyết vấn đề trái phiếu kho bạc đơn giản bằng cách tính phí chuyển đổi sang tiền mặt, nhưng về cơ bản, đây chỉ là phiên bản tệ hơn của ý tưởng Hốt Tất Liệt - Eisler - Buiter - Kimball được thảo luận ở phần sau của chương này.

2. Quỹ Tiền tệ quốc tế (2016).

đặc biệt nếu lãi suất âm sẽ có thể giảm sâu<sup>1</sup>. Vấn đề cơ bản là xã hội đã xây dựng một loạt các quy ước xã hội, luật pháp và hệ thống tài chính dựa trên ý tưởng là sau khi phát hành trái phiếu, dòng thanh toán tiếp theo sẽ luôn chảy từ người đi vay đến người cho vay. Tuy nhiên, hầu hết những trở ngại này về mặt khái niệm là không đáng kể và có thể dễ dàng khắc phục trong dài hạn.

Một vấn đề thực tế xuất hiện rất nhanh là nhiều hệ thống máy tính của ngân hàng được thiết kế với ý tưởng là lãi suất không thể xuống dưới mức 0. Điều này nghe có vẻ vô lý với những người trẻ tuổi quen thuộc với các chương trình cơ sở dữ liệu hiện đại, nhưng các công ty tài chính luôn nỗ lực hết sức tránh thay đổi hệ thống phần mềm quá thường xuyên, và một số hệ thống thậm chí lỗi thời đến mức khó tin.

Người ta chỉ cần nhớ lại sự cố máy tính “Y2K” xảy ra vào thời điểm chuyển giao thế kỷ. Trước thềm năm mới của tháng 01/2000, các kỹ sư phần mềm trên khắp thế giới phải chạy đua vá lỗi phần mềm, vì nhiều hệ thống máy tính cũ vẫn xác định năm bằng hai chữ số thay vì bốn chữ số nên không thể phân biệt được năm 2000 với 1900. (Có chút giống với khi vận động viên thể dục dụng cụ người Rumani Nadia Comaneci ghi được điểm 10,00 tuyệt đối đầu tiên tại Thế vận hội 1976, nhưng khán giả đã phải im lặng trong giây lát khi bảng điểm chỉ hiển thị số điểm 1,00 cho màn trình diễn xuất sắc của cô. Bảng điểm chỉ có ba chữ số thay

---

1. Xem phần thảo luận trong Alsterlind và các tác giả khác (2015), một phần bình luận về Riksbank.

vì bốn chữ số, vì các nhà thiết kế Thụy Sĩ không hề nghĩ đến trường hợp sẽ có người đạt được số điểm hoàn hảo).

Theo một nghĩa nào đó, sự cố Y2K của lãi suất âm cũng đã từng đến và đi. Khi Ngân hàng Trung ương của Đan Mạch, Danmarks Nationalbank, áp dụng mức lãi suất âm vào tháng 7/2012, nhiều tổ chức tài chính tư nhân đã buộc phải tham gia giao dịch lãi suất âm theo cách thủ công, vì họ hoàn toàn chưa được chuẩn bị, vì hệ thống của họ chưa sẵn sàng. Điều này không chỉ ảnh hưởng đến các ngân hàng ở Đan Mạch, mà còn ở Thụy Điển hay bất kỳ nơi nào khác làm trung gian cho các giao dịch bằng tiền Đan Mạch và trái phiếu Đan Mạch; gây ra cả những phí tổn và bất tiện, nhưng các ngân hàng Scandinavia đã xoay xở thành công và hiện đã chuyển đổi hệ thống của họ.

Một điều quan trọng khác là luật pháp điều chỉnh các khoản thanh toán trái phiếu không thể hình dung được, trong một số thời kỳ, lãi suất trái phiếu có thể xuống đến mức âm. May mắn thay, nguyên tắc tài chính của việc thanh toán trái phiếu lãi suất âm cũng không quá phức tạp. Đối với trái phiếu lãi suất cố định có lợi suất âm, hợp đồng có thể được soạn thảo để người cho vay thực sự thanh toán cho người đi vay, hoặc số tiền có thể được khấu trừ vào khoản thanh toán gốc cuối cùng. Tình huống sẽ trở nên phức tạp hơn một chút đối với trái phiếu lãi suất thả nổi, trong đó lãi suất thay đổi theo thời gian và, trên thực tế, vấn đề này xuất hiện nhanh chóng ở các quốc gia áp dụng sớm. Tuy nhiên, một lần nữa, người cho vay vẫn có thể thực hiện thanh toán, hoặc số tiền thích hợp có thể được khấu

trừ vào khoản thanh toán gốc cuối cùng. Điều này nghe có vẻ phức tạp, nhưng thực tế thì không. Ban đầu, ở Thụy Điển, có một số nghi ngại về cách xử lý vấn đề của hệ thống pháp lý, nhưng cuối cùng đã có giải pháp<sup>1</sup>. Khi khu vực sử dụng đồng euro lần đầu đưa ra mức lãi suất âm cực nhẹ (-0,1%) vào tháng 6/2014, đã có những lo ngại về hoạt động của thị trường hoán đổi có thể bị cản trở, nhưng một lần nữa, không có vấn đề lớn nào xảy ra. Với quy mô lớn và tính thanh khoản của thị trường châu Âu, kinh nghiệm của khu vực sử dụng đồng euro với lãi suất âm (nghẹ) tạo ra một hiệu ứng mạnh mẽ và đang được các ngân hàng trung ương khác nghiên cứu đặc biệt kỹ lưỡng. Tuy nhiên, những kinh nghiệm ban đầu này không thể được coi là một phép thử thực sự cho chính sách lãi suất âm không giới hạn. Có một khác biệt lớn giữa việc chỉ có thể nhón chân vào vùng lãi suất âm và việc có thể thông báo cho các thị trường là ngân hàng trung ương sẵn sàng thực hiện “mọi biện pháp cần thiết”, giả dụ, để chấm dứt tình trạng giảm phát. Nếu chính sách lãi suất âm muốn tạo ra một tác động quyết định đối với kỳ vọng lạm phát và đà lạm phát, thì cần phải là một khẩu badoca chứ không thể chỉ là súng phun nước<sup>2</sup>.

---

1. Xem lại Alsterlind và các tác giả khác (2015).

2. Tình trạng đình trệ dai dẳng (xu hướng dài hạn) kết hợp với tâm lý ngại rủi ro tăng cao có thể duy trì lãi suất thực tế đối với tiền gửi qua đêm ở mức dưới -2,0% trong thời gian dài, trong trường hợp đó lãi suất chính sách cũng sẽ như vậy, nhưng có thể giải quyết vấn đề này bằng cách mục tiêu lạm phát cao hơn tạm thời, như đã thảo luận trong Chương 9.

Tóm lại, mặc dù không tồn tại vấn đề cơ bản nào về mặt khái niệm đối với cách thức hoạt động của chính sách tiền tệ trong giai đoạn lãi suất âm, nhưng các quốc gia có thể vẫn cần tạo nền tảng cho chúng phát huy toàn bộ hiệu quả. Chúng ta sẽ trở lại vấn đề này trong Chương 11.

Bây giờ chúng ta chuyển sang hai ý tưởng, về nguyên tắc, sẽ cho phép các ngân hàng trung ương tiến sâu hơn nhiều vào vùng lãi suất âm.

### **THUẾ TEM CỦA SILVIO GESELL**

Cách tiếp cận thứ nhất là thực sự buộc mọi người trả lãi suất cho tiền giấy. Ý tưởng áp đặt lãi suất âm cho tiền mặt lần đầu tiên được một nhà kinh tế học người Đức đưa ra trong một loạt các nghiên cứu được công bố vào cuối thế kỷ XIX và đầu thế kỷ XX<sup>1</sup>. Silvio Gesell, một thương gia, nhà kinh tế học và nhà hoạt động xã hội, tin rằng nếu lãi suất có thể tạm thời ở mức rất thấp, thậm chí là âm, điều này sẽ giúp thúc đẩy tăng trưởng. Không rõ liệu Gesell có hiểu được nguyên tắc cơ bản rằng tiền mặt là trung lập trong dài hạn hay không. Thông thường, chính sách mở rộng tiền tệ quá mức sẽ đẩy cao kỳ vọng lạm phát đến mức cuối cùng vẫn phải đảo ngược một cách đau đớn. Tuy nhiên, Gesell chắc chắn hiểu được giới hạn gần 0 đối với lãi suất danh nghĩa. Giải pháp hoàn toàn đột phá của ông là tạo ra “tiền dán tem”, trong đó chủ sở hữu phải định kỳ mua tem

---

1. Xem một phần thảo luận chi tiết hơn trong Ilgmann và Menner (2011).

và dán vào mặt sau của tờ tiền để duy trì giá trị của chúng. Việc yêu cầu mọi người phải định kỳ mua và dán tem lên tờ tiền sẽ thực sự áp đặt một mức lãi suất danh nghĩa âm cho tiền giấy.

Trong cuộc Đại suy thoái, các nhà tư tưởng hàng đầu từ John Maynard Keynes đến Irving Fisher đã vô cùng thích thú với ý tưởng của Gesell. Họ nhận ra lãi suất âm có thể là một công cụ mạnh mẽ đưa nền kinh tế thế giới thoát khỏi tình trạng giảm phát. Đặc biệt, Fisher hoàn toàn bị mê hoặc đến mức viết một cuốn sách ngắn về tiền dán tem vào năm 1933. Cuối cùng, và sau nhiều khổ não, ý tưởng của Gesell về cơ bản đã bị bác bỏ vì lý do không có tính thực tế và thế giới cũng tìm ra một phương án khác (từ bỏ chế độ bản vị vàng). Keynes thậm chí còn dành một đoạn dài cho ý tưởng của Gesell trong tác phẩm vĩ đại của ông, *The General Theory* (Tạm dịch: *Lý thuyết tổng quát*), một tác phẩm rất đáng đọc và cũng cho thấy tầm quan trọng của ý tưởng đó trong bối cảnh của Đại suy thoái. Mặc dù ca ngợi Gesell là “nhà tiên tri bị thờ ơ quá đáng... với một tác phẩm chứa đựng những kiến thức sâu sắc”, nhưng Keynes vẫn kết luận:

Ý tưởng về tiền dán tem là có cơ sở. Thật vậy, phương pháp đó có thể được áp dụng trong thực tế với một quy mô vừa phải. Nhưng sẽ có nhiều khó khăn mà Gesell chưa tính đến. Cụ thể, ông không nhận ra tiền mặt không phải là thứ duy nhất có tính thanh khoản, mà chỉ khác về mức độ so với nhiều thứ khác, từ đó đi đến kết luận về tầm quan trọng của tiền mặt xuất phát từ tính thanh khoản cao hơn những

thứ khác. Do đó, nếu hệ thống dán tem tước đi tính thanh khoản của tiền giấy, một loạt những thứ thay thế sẽ trám ngay vào đó - tiền ngân hàng, các khoản nợ không kỳ hạn, ngoại tệ, trang sức và kim loại quý nói chung, v.v.<sup>1</sup>.

Một vài thử nghiệm nhỏ với lãi suất âm được tiến hành trong cuộc Đại suy thoái, có lẽ quan trọng nhất là đợt phát hành tiền dán tem tại Wörgl, Áo, một thị trấn 2.000 dân. Hằng tháng, người dân phải mua những chiếc tem tương đương 1% giá trị của tờ tiền để duy trì hiệu lực; các tờ tiền dao động từ 1 đến 10 silinh (schilling). Cuộc thử nghiệm kéo dài chỉ hơn một năm, cho đến khi Chính phủ Áo ban hành quy định cấm tiền dán tem. Một số khu tự quản nhỏ trên khắp nước Mỹ cũng đã thử nghiệm tiền dán tem trong cuộc Đại suy thoái, cũng như tỉnh Alberta của Canada vào năm 1936<sup>2</sup>.

Hiện tại, ý tưởng này nghe có vẻ tức cười với mọi người, nhưng tôi còn nhớ ngày trước mẹ tôi vẫn thường sưu tập “Tem xanh”, một chương trình phần thưởng phổ biến tại các siêu thị. Mặc dù cho tem vào những cuốn sổ nhỏ rất tốn thời gian, nhưng chúng tôi vẫn làm, cũng như hầu hết các gia đình khác mà chúng tôi biết. Do vậy, nhìn từ góc độ văn hóa, vào thời điểm Gesell đề xuất ý tưởng đó, tiền dán tem không phải một thứ quá điên rồ như chúng ta thấy ngày nay. Tuy nhiên, đề xuất ban đầu vẫn là tương đối phi thực tế. Như Keynes lưu ý, vấn đề của tiền dán tem là ảnh hưởng nghiêm trọng đến vai trò thanh khoản của tiền tệ.

---

1. Keynes (1936, Chương 23, Phần IV, tr.357-358).

2. Xem Fisher (1933), Champ (2008) và Gatch (2009).

Có các biến thể khác, chẳng hạn như tạo ra loại tiền tệ có ngày hết hạn, và sau đó yêu cầu phải đổi lấy tiền mới với giá trị giảm xuống. Tất nhiên, cách các vị vua trong thời Trung cổ định kỳ thu hồi tiền xu và trả lại những đồng xu nhỏ hơn với hàm lượng kim loại quý thấp hơn cũng là một phương pháp đánh thuế tiền tệ. Một phương pháp phổ biến khác, thậm chí tương đồng hơn với thuế Gesell, là buộc người dân giao nộp tiền xu, sau đó trả lại cho họ những đồng xu có trọng lượng và hàm lượng y nguyên nhưng giảm số lượng, ví dụ như nộp bốn đồng và nhận về ba đồng<sup>1</sup>.

Nhiều cách thức khác có thể được sử dụng để thi hành thuế Gesell. Ở thái cực viển vông nhất (nhưng mang lại kiến thức bổ ích) là ý tưởng tổ chức xổ số của N. Gregory Mankiw, người đồng nghiệp tại Đại học Harvard của tôi, được phát triển từ ý tưởng của một sinh viên cao học. Mankiw đề xuất ngân hàng trung ương tổ chức xổ số định kỳ dựa trên số seri của tiền đang lưu hành. Những tờ tiền có số seri không trùng giải sẽ hoàn toàn mất giá trị. Vấn đề là sau vài chục lượt xổ số, sẽ tương đối khó xác định các tờ tiền mất giá trị nếu không kiểm tra chéo số seri với danh sách chính thức. Một lần nữa, sự bất tiện này sẽ ảnh hưởng mạnh đến tính thanh khoản của tiền tệ.

Có lẽ ý tưởng đầu tiên có đôi chút thực tế về thuế Gesell là đề xuất của nhà kinh tế học Marvin Goodfriend tại Ngân hàng Dự trữ Liên bang Richmond áp dụng vạch

---

1. Xem Svensson và Westermark (2015).

từ vào tiền tệ<sup>1</sup>. Bất cứ tờ tiền nào gửi về ngân hàng sẽ được chạy qua máy quét để xác định tờ tiền đó và tính thuế dựa trên thời gian lưu hành. Chi phí xác định tờ tiền và thu thuế sẽ do các ngân hàng chịu, và nhiều khả năng họ sẽ tìm cách chuyển chi phí đó sang cho khách hàng. Điều quan trọng là công nghệ vạch từ cũng có thể được sử dụng để thanh toán lãi suất dương cho tiền tệ, mặc dù đó không phải là trọng tâm chính của Goodfriend.

Hiện tại, ý tưởng của Goodfriend không hoàn toàn khả thi, ít nhất là về mặt kinh tế, nhưng thời điểm thích hợp có thể không còn xa. Thật vậy, những nỗi khiếp sợ đã liên tục gây chấn động nền kinh tế ngầm khi có tin đồn chính phủ sẽ gắn chíp nhận dạng tần số vô tuyến chủ động (active RFID) vào tiền mặt để có thể phát hiện các túi tiền mặt lớn ở sân bay và những nơi khác. Người ta có thể tìm thấy các video trực tuyến hướng dẫn cách cho tiền vào lò vi sóng để nướng cháy những con chíp được gắn. Kết quả là nếu tiền có gắn chíp RFID, lò vi sóng có thể đốt thủng một lỗ trên tờ tiền, thì cũng vẫn còn tốt hơn là bị bắt với một túi tiền mặt phi pháp. Trên thực tế, cho đến nay vẫn chưa có tờ đôla Mỹ nào được gắn chíp, mặc dù các loại chíp mỏng như giấy đang được phát triển sẽ một ngày nào đó biến ý tưởng này thành hiện thực, nếu chính phủ lựa chọn làm như vậy<sup>2</sup>.

---

1. Xem Goodfriend (2000). Buiter (2003) và Buiter và Panigirtzoglou (2003) cũng là những người đầu tiên ủng hộ giải pháp Gesell.

2. “New \$100 Bill and RFID Microwave Test”, có thể xem tại <http://www.youtube.com/watch?v=Kn5aqb-mN3Q>. Xem thêm “Are You Ready for RFID Chips Built into Your Money and Documents”, Kurzweil Accelerating Intelligence, ngày 07/5/2013.

Trong mọi trường hợp, chíp gắn (hoặc vạch từ) có thể là không cần thiết, do sự phát triển của thiết bị xử lý tiền mặt ngày càng rẻ, hơn nữa có thể quét số seri ở tốc độ cực cao. Công nghệ này có trong máy phân loại tiền cao cấp mà nhiều ngân hàng và cơ quan hành pháp đã được tiếp cận (như đã đề cập trong Chương 3). Máy quét hoạt động đặc biệt hiệu quả với tiền polymer công nghệ cao mà không dễ bị nhăn và cong như giấy thông thường. Về nguyên tắc, khi chi phí đủ thấp, máy quét seri có thể được tích hợp vào máy tính tiền bán lẻ thông thường.

Dù đến một ngày nào đó, giải pháp Gesell sẽ khả thi về mặt công nghệ nhưng nó cũng không thể trở thành một ý tưởng thông minh. Vẫn còn vấn đề đối với tiền lưu hành bên ngoài hệ thống ngân hàng khi các nhà bán lẻ sẽ cần có khả năng tính toán mức giảm giá trị gán cho mỗi tờ tiền. Tờ tiền mới sẽ giữ nguyên giá trị, nhưng các tờ tiền đã ở ngoài hệ thống ngân hàng trong một thời gian dài sẽ phải chịu mức thuế đáng kể. Việc phải đổi phó với vấn đề này, ngay cả nếu khả thi, sẽ ảnh hưởng đến tính thanh khoản và tính đồng nhất - những yếu tố cơ bản của một đồng tiền. Do đó, ngay cả việc triển khai thuế tiền tệ Gesell bằng công nghệ cao dường như cũng có nhiều vấn đề vì những lý do gần như tương tự với ý tưởng bị phê phán của Keynes về tiền dán tem.

Hơn nữa, nếu thực sự đến một ngày mà số seri có thể được đọc và xử lý với chi phí thấp qua các máy tính tiền bán lẻ có đánh dấu thời điểm giao dịch, thì tính ẩn danh của tiền mặt có thể bị tổn hại đáng kể. Các nhà chức trách có

thể đối chiếu các giao dịch với hình ảnh máy quay an ninh có đánh dấu thời điểm. Ngoài ra, chính phủ có thể quy định các nhà bán lẻ phải yêu cầu khách hàng ký vào biên lai có số seri khi thực hiện thanh toán bằng tiền mặt<sup>1</sup>.

Ý tưởng của Gesell là một cách nhinnie xuất sắc nhưng chỉ là một phần của giải pháp. Giải pháp thực sự khả thi đòi hỏi một bước nhảy vọt hơn nữa.

### **HỆ THỐNG TIỀN TỆ KÉP CỦA ROBERT EISLER: PHƯƠNG PHÁP HỐT TẤT LIỆT - EISLER - BUITER - KIMBALL**

Khi đó, thách thức quan trọng là làm sao thu thuế trên từng tờ tiền riêng lẻ có thời gian lưu hành khác nhau, nhưng vẫn duy trì tính đồng nhất của tất cả các tờ tiền. Một giải pháp lần đầu được nhà kinh tế học thời kỳ Đại suy thoái Robert Eisler (năm 1933) đề xuất; sau đó được cải tiến đáng kể nhờ một nhóm các nhà kinh tế học bao gồm Stephen Davies, Willem Buiter, Ruchir Agarwal và Miles Kimball<sup>2</sup>. Đây là một ý tưởng đầy thú vị và cần được xem xét thực sự nghiêm túc. Mặc dù phiên bản mới nhất và được cải tiến nhiều nhất (của Agarwal và Kimball) khá đơn giản, nhưng một phần thảo luận ngắn về lịch sử tư tưởng sẽ vô cùng hữu ích để giúp chúng ta hiểu rõ các yếu tố quan trọng cũng như các yếu tố nền tảng về nguyên lý của phương pháp này.

---

1. Nếu một cửa hàng bán lẻ có máy quay giám sát máy tính tiền và đánh dấu thời điểm giao dịch của hóa đơn tem theo số seri, cơ quan chức năng sẽ có thể liên kết hóa đơn và người mua.

2. Eisler (1933), Davies (2004), Buiter (2005, 2009), Agarwal và Kimball (2015).

Không nghi ngờ gì, nhà tiên phong của thời hiện đại chính là Willem Buiter, một nhà kinh tế học nổi tiếng với các lập trường chính sách thẳng thắn và những ý tưởng đột phá. Tuy nhiên, Buiter cũng công nhận đóng góp của Stephen Davies đối với giải pháp của Eisler cho vấn đề không đồng nhất cổ hữu của thuế Gesell<sup>1</sup>. Bản thân Eisler, cũng là một nhà sử học, lấy cảm hứng từ “bảng tiêu chuẩn” (tabular standard) do Thuộc địa Vịnh Massachusetts đưa ra năm 1747 trong thời kỳ lạm phát ở thuộc địa<sup>2</sup>. Phương pháp thông minh này áp đặt mức lợi tức danh nghĩa âm cho tiền giấy mà không cần theo dõi và đánh thuế riêng từng tờ tiền. Không cần phải nhìn vào mặt sau để xem tờ tiền được dán tem lần cuối từ khi nào hoặc chạy qua một thiết bị đọc điện tử để xem số tiền lãi cộng dồn là bao nhiêu.

Ý tưởng đầu tiên năm 1933 của Robert Eisler hình dung về một thế giới với chế độ bản vị vàng toàn cầu, và cách hiểu của ông về lạm phát còn nhiều hạn chế. Tuy nhiên, quan điểm chủ đạo trong đề xuất của ông vẫn là chính xác. Quan điểm của ông là các quốc gia về cơ bản cần có hai đồng tiền, một loại tiền tệ kế toán sử dụng trong hệ thống ngân hàng và một loại tiền giấy lưu hành bên ngoài. Eisler gọi loại tiền tệ kế toán liên ngân hàng này là “tiền banco”, với ý đồ chọc ngoáy thói hờn hĩnh của các chủ ngân hàng thế lực ở London cũng như hy vọng họ sẽ cảm thấy bị xúc phạm vì từ tiếng Italia này (banco trong tiếng Italia có nghĩa là ngân hàng).

---

1. Buiter (2005, 2007).

2. Eisler (1933, tr.232).

Tiền banco cũng sẽ có hầu hết các chức năng của tiền thông thường: thước đo giá trị và đồng tiền được chấp nhận cho các khoản đóng thuế, việc chi trả mọi khoản nợ (tiền pháp định) và đơn vị thanh toán của các giao dịch tài chính. Tiền banco sẽ chính là tiền tệ theo mọi cách hiểu, ngoại trừ việc không phải vật chất hữu hình. Tiền banco sẽ chỉ là một mục kế toán, mà vào thời đó chỉ là sổ kế toán bằng giấy, không phải sổ điện tử. Chính phủ sẽ phát hành một loại tiền giấy riêng biệt - “tiền đang lưu hành” - được sử dụng cho các giao dịch bán lẻ thông thường. Tuy nhiên, đây sẽ không phải là một thước đo giá trị và quan trọng là sẽ có một tỷ giá hối đoái giữa tiền đang lưu hành và tiền banco.

Khái niệm của Eisler không quá xa lạ với thế giới ngày nay như chúng ta tưởng. Ví dụ, theo ghi nhận, trên thực tế các ngân hàng trung ương đã phát hành hai loại tiền tệ trên bảng cân đối của Cục Dự trữ Liên bang. Một loại là tiền giấy được lưu trữ trong kho tiền ngân hàng và phần lớn do công chúng nắm giữ. Loại còn lại là tiền điện tử (tiền ảo) mà các ngân hàng có thể nắm giữ tại ngân hàng trung ương. Trên thực tế, dự trữ ngân hàng điện tử gần như đã là bộ phận quan trọng nhất của cung tiền đối với nền kinh tế hợp pháp. Không như tiền giấy, dự trữ ngân hàng điện tử (tôi phải kiêm chế trước cám dỗ đổi tên chúng thành “tiền ảo banco”) có thể áp đặt lãi suất dương hoặc âm, tùy vào chính sách của ngân hàng trung ương. Khác biệt lớn giữa thế giới ngày nay và thế giới của Eisler là ngày nay các ngân hàng trung ương luôn sẵn sàng trao đổi tiền điện tử và tiền giấy với tỷ lệ 1-1. Trong thế giới của Eisler, sẽ không có chuyện đó xảy ra khi lãi suất xuống mức âm.

Điều chỉnh của Buiter đối với ý tưởng của Eisler bắt đầu bằng việc cho ngân hàng trung ương rút toàn bộ tiền tệ khỏi lưu thông (giả sử là toàn bộ đồng euro) và thay thế bằng một loại tiền tệ mới mà ông gọi là WIM, theo tên người bạn Hà Lan Wim Duisenberg từng là chủ tịch đầu tiên của Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB). Đồng euro điện tử (bao gồm dự trữ ngân hàng, tài khoản ngân hàng, v.v.) sẽ không bị ảnh hưởng và tất cả các hợp đồng pháp lý sẽ tiếp tục giữ nguyên giá trị ghi bằng đồng euro điện tử. (Buiter hoàn toàn công nhận đây không phải là một giả định nhỏ, vì khu vực tư nhân có thể ghi hợp đồng bằng bất cứ loại tiền nào mà họ muốn, nhưng giờ thì hãy tạm gác chuyện đó sang một bên). Ban đầu, tiền WIM sẽ trao đổi ngang giá với đồng euro, nhưng sau đó, tỷ giá hối đoái sẽ được ECB ấn định theo từng giai đoạn, từ đó cũng sẽ mở đường cho tỷ giá hối đoái giữa tiền điện tử và tiền giấy.

Trong kế hoạch của Buiter, ECB có ba công cụ: lãi suất đối với dự trữ euro (có thể dương hoặc âm), tỷ giá hối đoái giao ngay hiện tại (tỷ giá mà các ngân hàng có thể trao đổi giữa tiền giấy WIM với tiền điện tử euro tại ECB), và tỷ giá hối đoái kỳ hạn (tỷ giá mà ECB đưa ra để trao đổi giữa WIM với euro trong một giai đoạn tương lai, giả sử như sau một tháng). Tất nhiên, việc xác định hôm nay một WIM có thể đổi được bao nhiêu euro và ngày mai một WIM có thể đổi được bao nhiêu euro cũng giống hệt như xác định lãi suất danh nghĩa đối với WIM trong hai giai đoạn, vì vậy ngân hàng trung ương về cơ bản chỉ có hai công cụ độc lập. Nếu hôm nay một WIM bằng một euro và sau đó một năm

chỉ còn 0,95 euro, thì điều này cũng tương tự như tính lãi suất 5% cho tiền WIM.

Bây giờ chúng ta đã sẵn sàng chứng kiến trò ảo thuật ngoạn mục. (Cho phép tôi xin lỗi các nhà ảo thuật chuyên nghiệp vì tôi biết họ thích gọi là “hiệu ứng” và “trò ảo thuật” thường mang ý nghĩa tiêu cực. Thủ thuật của Eisler chính là ảo thuật theo ý nghĩa tích cực nhất). Rõ ràng, không còn bất kỳ khó khăn nào cho việc áp đặt một mức lãi suất âm đáng kể đối với đồng euro điện tử, giả sử là 5% mỗi năm. Tất cả đều là tài khoản điện tử, nên thuế là chuyện đơn giản. Nhưng chẳng phải là mọi người sẽ chuyển đổi tất cả euro điện tử của họ thành tiền giấy WIM hay sao? Không, nếu như ngân hàng trung ương cũng thiết lập tỷ giá hối đoái WIM - euro giảm 5% mỗi năm. Tỷ lệ này không nhất thiết phải đúng bằng nhau, vì như đã thảo luận ở phần trước trong chương này, tiền mặt có cả chi phí lưu trữ và hình thức giao dịch khác biệt nên chúng có thể chịu mức lãi suất hơi thấp hơn một chút so với tiền điện tử.

Trong kịch bản này, ngân hàng trung ương sẽ thu thuế đối với tiền giấy mỗi khi tổ chức tài chính đến ngân hàng trung ương đổi tiền giấy thành dự trữ điện tử. Ngân hàng trung ương thu thuế bằng cách trao đổi tiền WIM với giá trị thấp hơn dựa theo lộ trình giảm giá WIM. Khác biệt cơ bản với kế hoạch Goodfriend là *tất cả tiền giấy đều trao đổi ở cùng một mức giảm giá*. Mọi người trong thế giới bán lẻ chỉ cần biết đến tỷ giá hối đoái giữa hai loại tiền tệ của quốc gia. Kế hoạch Buiter-Eisler đơn giản hơn nhiều so với giải pháp Gesell, một khi mọi người chấp nhận mỗi quốc gia có đơn vị tiền tệ và tiền điện tử riêng biệt.

Chẳng phải điều này có vẻ rất bất tiện cho các thương gia và ngân hàng khi phải xử lý cả tiền điện tử và tiền giấy? Câu trả lời là nếu giai đoạn lãi suất âm tương đối ngắn và mức lãi suất âm không bao giờ xuống quá thấp, thì các thương gia có thể chịu luôn phần chi phí đó giống như với phí thẻ tín dụng. Ngoài ra, vì tỷ giá hối đoái là do ngân hàng trung ương thiết lập và có thể dễ dàng xác định chắc chắn, nên việc tính toán sẽ chỉ là trò trẻ con đối với các máy tính tiền hiện đại.

Về nguyên tắc, hệ thống tiền tệ kép Buiter-Eisler khéo léo loại bỏ giới hạn gần 0 trong khi vẫn giữ lại tiền mặt, mặc dù còn những nhược điểm đã được thảo luận trong Phần I. Tuy nhiên, có một điều kiện quan trọng. Để chính sách tiền tệ phát huy hết hiệu quả khi áp dụng lãi suất âm đối với euro điện tử, điều quan trọng là phần lớn các hợp đồng tư nhân phải được ghi giá trị bằng euro điện tử chứ không phải tiền giấy WIM. Trái phiếu mệnh giá WIM vẫn sẽ bị giới hạn gần 0 chi phối và nếu nền kinh tế sử dụng tiền WIM đến một mức nhất định, cơ quan tiền tệ vẫn sẽ bị hạn chế mức lạm phát WIM mà họ có thể áp đặt. Điều này có phần giống với thực tế ở Mỹ, trong đó thật bất ngờ là những thay đổi của tỷ giá hối đoái hầu như không tạo ra tác động ngắn hạn đối với giá tương đối của hàng hóa nhập khẩu và xuất khẩu, vì một tỷ lệ vượt trội của hàng hóa nhập khẩu và xuất khẩu đều được định giá bằng đồng đôla Mỹ<sup>1</sup>.

---

1. Gopinath (2015) chỉ ra hoạt động thương mại ở Mỹ, bao gồm cả xuất khẩu và nhập khẩu, được định giá bằng đồng đôla Mỹ chiếm một tỷ lệ vô cùng cao.

Stephen Davies, trong phần thảo luận ban đầu của ông, đề xuất chính phủ quy định euro điện tử phải là thước đo giá trị trong các hợp đồng. Tuy nhiên, ở hầu hết các quốc gia, chính phủ chỉ có quyền lực pháp lý hạn chế về phương diện này<sup>1</sup>. Tất nhiên họ có thể ghi giá trị tất cả các khoản nợ chính phủ, trả lương cho nhân viên và nhà cung cấp, thu thuế đều bằng euro điện tử. Cách làm này có thể giúp cho việc ghi giá trị bằng euro điện tử trở thành “tiêu điểm” (focal point) của hợp đồng tư nhân, theo cách gọi của các nhà lý thuyết trò chơi. Nhưng nếu một tỷ lệ lớn các giao dịch tư nhân được thực hiện bằng tiền giấy WIM, thì WIM có thể là tiêu điểm tự nhiên cho nhiều hợp đồng tài chính tư nhân, và giới hạn gần 0 sẽ vẫn hiện hữu. Chính phủ có thể thay đổi luật pháp để tăng cường khả năng kiểm soát việc ghi giá trị hợp đồng, nhưng giải pháp cực đoan này có thể hình thành nhiều vấn đề khác. Tôi có linh cảm mạnh mẽ là vấn đề về ghi giá trị này sẽ không đến mức gây tê liệt toàn hệ thống, nhưng đây vẫn là một rủi ro và phần nào khiến cho hệ thống tiền tệ kép trở nên kém thuyết phục hơn so với việc loại bỏ (hầu hết) tiền giấy.

Công trình của Buiter mang ý nghĩa quan trọng đối với việc đặt ra nền tảng lý thuyết cho phương pháp Eisler, nhưng ý tưởng bắt đầu nhận được nhiều sự quan tâm là nhờ vào nỗ lực vận động của nhà kinh tế học Miles Kimball, người cũng đã điều chỉnh phương pháp

---

1. Davies (2004).

thực hiện và cùng Ruchar Agarwal viết một bài nghiên cứu về đề tài này<sup>1</sup>.

Ý tưởng của Agarwal và Kimball, dù có thể chỉ có một thay đổi nhỏ so với ý tưởng của Buiter từ góc độ lý thuyết, đã khiến cho phương pháp này có vẻ đơn giản và ít nguy hại hơn. Thứ nhất, Agarwal và Kimball không dự tính việc ngừng lưu hành tiền giấy hiện có. Thứ hai, họ thực hiện giảm giá trị tiền giấy theo một cách thức hơi khác, gần tương đồng với phương pháp của Buiter nhưng dễ giải thích hơn cho người dân. Thay vì công bố một tỷ giá hối đoái kỳ hạn, họ sẽ yêu cầu ngân hàng trung ương thông báo lộ trình lãi suất đối với tiền giấy, và lãi suất này chỉ được thu khi các ngân hàng mang tiền đến ngân hàng trung ương. Vì vậy, khi mọi người mang tiền mặt đến ngân hàng tư nhân, họ được trả theo tỷ giá hối đoái, nhưng ngân hàng tư nhân không bắt buộc phải thu thuế tại bất kỳ thời điểm nào để nộp về cho chính phủ. Một lần nữa, phiên bản của Agarwal-Kimball cũng gần giống như của Buiter, nhưng dễ giải thích hơn về mặt vận hành.

Agarwal và Kimball cũng đưa ra một vấn đề tương đối quan trọng trong thực tế, nếu phương pháp Buiter-Eisler được thực hiện. Giả sử sau một năm khi lãi suất của euro điện tử là -3%, tình trạng giảm phát chậm dứt và ngân hàng trung ương lại tăng lãi suất lên trên mức 0. Vào thời điểm này, ngân hàng trung ương sẽ trao đổi tiền giấy lấy

---

1. Kimball thể hiện những ý tưởng quan trọng trong một nghiên cứu chính thức. Xem Agarwal và Kimball (2015).

tiền điện tử với mức giảm giá trị (khoảng) 3%. Nếu giai đoạn lãi suất âm khẩn cấp kết thúc, họ có thể muốn đưa tỷ giá hối đoái giữa tiền giấy và tiền điện tử trở lại ngang bằng (một đổi một). Chính phủ không cần phải làm như vậy - họ có thể giữ nguyên tỷ giá hối đoái của tiền giấy ở mức 0,97 hoặc có thể tiếp tục giảm sâu hơn như một cách để thu thêm thuế in tiền. Tuy nhiên, việc đưa tỷ giá hối đoái trở về 1 chắc chắn sẽ thuận tiện hơn cho hệ thống thanh toán, đặc biệt nếu các giai đoạn lãi suất âm ít xảy ra và cách xa nhau. Khi đó, trong giai đoạn lãi suất bình thường, khác biệt giữa tiền giấy và tiền điện tử sẽ không phải điều khiến mọi người phải lo lắng.

Tuy nhiên, việc đưa tiền giấy trở lại mức ngang giá lại phức tạp hơn chúng ta tưởng. Nếu ngân hàng trung ương cố gắng đưa tiền giấy trở lại mức ngang giá quá nhanh, giả sử trong vòng 6 tháng, điều đó cũng có nghĩa tiền giấy trên thực tế phải trả mức lãi suất 6% và điều này nhiều khả năng sẽ xung đột với các mục tiêu tiền tệ. Vì vậy, tỷ giá hối đoái sẽ cần trở lại mức ngang bằng một cách từ tốn hơn. Người ta có thể nghĩ ngân hàng trung ương có thể khắc phục vấn đề để trở lại mức ngang giá bằng cách thực hiện việc này đột ngột và bất ngờ. Thật không may, mọi người sẽ lường trước động thái này và điều đó có thể gây ra những vấn đề nghiêm trọng ngay trong giai đoạn mà ngân hàng trung ương đang nỗ lực kìm hãm lãi suất. Thách thức trở lại mức ngang giá minh họa cho một kiểu vấn đề mà thoát nhìn không dễ nhận thấy nhưng thực sự cần được cân nhắc trong thực tế, đặc biệt là không nên thử nghiệm quá mức.

Mặc dù điều này được cho là một vấn đề nhỏ, ít nhất so với việc giải quyết ở giới hạn gần 0 một thập kỷ, tuy nhiên kiểu vấn đề này vẫn cung cấp thêm quan điểm cho rằng loại bỏ tiền mặt rõ ràng là giải pháp dài hạn đơn giản nhất.

Tôi hiểu là nhiều bạn đọc hiện giờ cảm thấy mơ hồ với ý tưởng một quốc gia sẽ có hai loại tiền tệ với một tỷ giá hối đoái và các rắc rối chắc chắn sẽ sinh ra từ một hệ thống như vậy. Tuy nhiên, chúng ta cũng không nên thổi phồng quá mức những trở ngại về mặt pháp lý hoặc khái niệm, và hầu hết các nước phát triển đã từng áp dụng những hệ thống phức tạp hơn nhiều ở một số thời kỳ trong kỷ nguyên hậu Chiến tranh thế giới thứ hai. Trong thập niên 1950 và một số thời kỳ trong thập niên 1960, hầu hết các nước châu Âu đều tiến hành những hệ thống phức tạp với nhiều tỷ giá hối đoái. Do con người quản lý. (Nếu nói chính xác, Mỹ từng có hai loại tiền tệ với một tỷ giá hối đoái trong cuộc Nội chiến thập niên 1860 và thời kỳ Tái thiết sau đó. Tiền giấy “greenback” được phép sử dụng cho hầu hết mọi giao dịch. Tuy nhiên, thuế hải quan, khi đó là nguồn thu chính của liên bang, phải thanh toán bằng vàng. Một lý do cho hệ thống này là để duy trì một dòng tiền cứng ổn định giúp kìm hãm lãi suất trái phiếu trong khi tiền giấy greenback vật lộn với lạm phát cao, vì chính phủ trả nợ bằng vàng<sup>1</sup>).

Nếu lợi ích đủ lớn để vượt qua các trở ngại chính trị, thì về nguyên tắc, phương pháp Eisler có thể được triển khai tương đối nhanh chóng, mặc dù ở khu vực sử dụng đồng euro,

---

1. Tôi cảm ơn Max Harris về ví dụ này.

với khung pháp lý phức tạp, có thể tiềm ẩn nhiều thách thức đáng kể hơn so với Mỹ, Nhật Bản, Canada hoặc Anh.

Kết luận của chương này là các quốc gia hoàn toàn có thể phá vỡ giới hạn gần 0 mà không cần loại bỏ tiền giấy, cũng như có thể loại bỏ tiền giấy mà không áp dụng lãi suất âm. Phương pháp Eisler-Buiter-Kimball đặc biệt đáng chú ý và phải được công nhận là một phương án thực sự, nếu có thể chỉ là một phần của quá trình chuyển đổi sang xã hội sử dụng ít tiền mặt hơn.

Một điều cũng đáng chú ý khác là có một điểm tương đồng nhất định giữa đề xuất Eisler-Buiter-Kimball với mô hình tiền tệ kép của Hốt Tất Liệt được thảo luận tại Chương 2, trong đó mọi người phải trả một khoản thuế khi đổi tiền giấy thành bạc tại “ngân hàng” (kho bạc Mông Cổ). Như độc giả có thể nhớ lại, Đại Hãn (cách gọi của Marco Polo) lưu hành tiền giấy cho thuộc hạ của ông sử dụng. Mỗi tờ tiền có giá trị tương đương với một ounce bạc, thước đo giá trị và phương tiện trao đổi của các giao dịch trong triều đình. Nhưng nếu thương gia muốn đổi tiền giấy thành bạc (tiền ngân hàng của thời đó), họ sẽ cần đổi hai tờ tiền giấy bạc để nhận được một ounce bạc thật, một phương pháp mà nhà sử học tiền tệ Gordon Tullock mô tả là khá độc đáo<sup>1</sup>. Từ đó mới có tên gọi “Hốt Tất Liệt - Eisler - Buiter - Kimball” cho ý tưởng thu phí đổi tiền mặt tại ngân hàng trung ương.

Điểm cuối cùng là nếu tiền giấy chỉ bị loại bỏ một phần (giả sử như vẫn giữ lại tờ 5 USD hoặc 10 USD theo bản kế

---

1. Tullock (1957, trang 401).

hoạch trong Chương 7), thì giới hạn đối với lãi suất âm vẫn sẽ tồn tại, mặc dù thấp hơn nhiều so với khi có tiền mệnh giá lớn vì chi phí vận chuyển, xử lý và lưu trữ sẽ lớn hơn rất nhiều. Trong trường hợp này, giới hạn lãi suất trên thực tế phải là một con số âm đủ thấp để không thực sự là một trở ngại, nhưng ngay cả nếu đây thực sự biến thành một trở ngại, thì vẫn có một số giải pháp khả thi, chẳng hạn như buộc những người nắm giữ lượng lớn tiền mặt phải trả một khoản phí khi gửi lại tiền vào ngân hàng. Vì không thể biết chắc các giai đoạn lãi suất âm có thể kéo dài bao lâu, nên những kẻ tích trữ sẽ cảm thấy nản lòng với khoản chi phí cố định lớn cho việc lưu trữ lượng lớn tiền mặt. Những kẻ tích trữ cũng sẽ gặp khó khăn trong việc mua bảo hiểm cho lượng lớn tiền mặt. Nhìn chung, chỉ riêng biện pháp loại bỏ tiền mệnh giá lớn cũng đã đủ mở đường cho việc áp dụng lãi suất chính sách âm đáng kể khi đối phó với khủng hoảng tài chính hoặc suy thoái cực sâu, nhưng như chúng ta đã biết trong chương này, đây không phải cách tiếp cận duy nhất.

## *Chương 11*

# **NHỮNG HẠN CHẾ KHÁC CỦA LÃI SUẤT CHÍNH SÁCH<sup>1</sup> DANH NGHĨA ÂM**

**T**rên thực tế, lãi suất âm vẫn chỉ là một chính sách mang đầy tính thử nghiệm nên dù cho chúng có thể vô cùng hiệu quả trên lý thuyết, nhưng không ai chắc chắn về những vấn đề phát sinh trong thực tế, đặc biệt nếu mức lãi suất âm là đáng kể. Ngay cả khi vấn đề tích trữ tiền mặt được giải quyết, bằng cách loại bỏ tiền mặt hoặc áp dụng một trong những cơ chế thông minh được thảo luận trong Chương 10, thì câu hỏi vẫn là liệu các vấn đề phức tạp khác có thể phát sinh hay không, từ vấn đề thuế, trở ngại pháp lý cho đến các lo ngại về ổn định tài chính<sup>2</sup>.

Mỗi lo ngại về tình trạng bất đồng quan điểm có thể ngày càng trở nên tồi tệ khi các nhà hoạch định chính sách đi sâu hơn vào vùng lãi suất âm, được ví như hình ảnh một người đứng ở mép nước trên bãi biển. Trong khi bước chầm chậm xuống nước, chân của người đó còn đang ở trên

---

1. Lãi suất chính sách là tên gọi khác của lãi suất qua đêm (BT).

2. McAndrews (2015) liệt kê một số vấn đề có thể phát sinh với lãi suất âm.

cát và lực cản của nước vẫn chỉ khá nhẹ. Tuy nhiên, khi lội sâu hơn, lực cản của nước bắt đầu mạnh hơn cho đến khi người đó cảm thấy khó di chuyển. Đồng thời, thay vì cát dưới chân, người đó có thể bắt đầu gặp phải những hòn đá sắc nhọn, hà biển và sứa, và cũng có thể khó thấy rõ để tránh chạm phải chúng. Chưa hết, con người can đảm này còn có thể bị một hải lưu ngầm cuốn ra biển hay bị cá mập cắn. Hàm ý ở đây là ngay cả khi một vài ngân hàng trung ương tiếp cận thành công với khu vực lãi suất âm, mọi thứ vẫn có thể trở nên phức tạp và rủi ro hơn nhiều nếu họ cố gắng đi sâu hơn nữa.

Câu chuyện bãi biển nghe có vẻ khá đáng sợ, nhưng có lẽ bài học chính là lợi ích to lớn của việc học bơi, hay cụ thể là làm quen với cuộc sống thường xuyên có lãi suất âm. Chương này thảo luận về một loạt những lo ngại và rút ra kết luận về tình trạng bất đồng quan điểm là không quá nghiêm trọng và gần như có thể xử lý dễ dàng nếu thời gian chuyển tiếp đủ dài.

## **ỔN ĐỊNH TÀI CHÍNH VÀ LÃI SUẤT ÂM**

Một trong những cuộc tranh luận chính về lý thuyết tiền tệ trong 20 năm qua là ngân hàng trung ương nên tập trung duy nhất vào ổn định sản lượng và lạm phát ở mức độ nào khi thiết lập mức lãi suất, và chính sách lãi suất nên cân nhắc vấn đề ổn định tài chính ở mức độ nào. Nhiều nhà kinh tế học tài chính lập luận: do yếu tố tâm lý kết hợp với thị trường không hoàn hảo, những giai đoạn kéo dài của

chính sách tiền tệ siêu nới lỏng - dù thông qua lãi suất cực thấp hay nới lỏng định lượng hay cả hai - luôn dẫn đến tình trạng đầu cơ tích trữ quá mức có thể gây sụp đổ toàn bộ hệ thống kinh tế. Rõ ràng, những người vốn đã lo ngại về nới lỏng định lượng hoặc giai đoạn lãi suất gần 0 kéo dài sẽ còn lo ngại nhiều hơn về mức lãi suất âm giảm sâu.

Đây là một cuộc tranh luận kéo dài, ít nhất là từ thập niên 1990, khi Alan Greenspan còn là Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang. Trường phái cổ điển, được thể hiện trong bài nghiên cứu nổi tiếng cho Hội nghị Jackson Hole năm 1999 của Ben Bernanke (Chủ tịch Fed sau Greenspan) và Mark Gertler, cho rằng cơ quan tiền tệ chỉ nên cân nhắc rủi ro đối với ổn định tài chính trong phạm vi những rủi ro này ảnh hưởng đến dự báo của họ về các mục tiêu chính, chẳng hạn như lạm phát và sản lượng<sup>1</sup>. Lý do là các cơ quan tiền tệ không dự đoán giá tài sản tốt hơn thị trường, và do đó không có phương thức đặc biệt nào để biết liệu giá nhà ở hay giá cổ phiếu tăng đột ngột có phải là bong bóng hay không. Hơn nữa, họ cũng không biết rõ giá tài sản ở mức cao sẽ lan tỏa vào hoạt động thực tế ở mức độ nào. Ngân hàng trung ương chỉ có thể cố gắng duy trì lạm phát ổn định, và nếu nền kinh tế nổ tung, hãy dọn dẹp mớ hỗn độn đó. Một quan điểm khác, được William White và các nhà

---

1. Xem Bernanke và Gertler (1999) và phần thảo luận của Rudiger Dornbusch và phần thảo luận chung trong cùng tập sách. Xem thêm Bernanke và Gertler (2001), Mishkin (2007), và Svensson (2010).

kinh tế học khác tại Ngân hàng Thanh toán quốc tế bảo vệ, cho rằng bong bóng nợ là một rắc rối có thể đoán trước. Vì vậy, nếu cơ quan tiền tệ quan sát thấy giá tài sản tăng mạnh đi kèm với nợ tư nhân tăng mạnh, thì đó là một vấn đề đáng ngại. (Ở đây chúng ta phải thừa nhận cơ sở lý thuyết cho rằng chính sách tiền tệ nói lỏng nhất thiết hàm ý việc chấp nhận rủi ro tổng hợp (aggregate risk) lớn hơn là không hề rõ ràng như thường được mô tả. Khi ngân hàng trung ương giảm lãi suất chính sách, điều này có thể dẫn đến gia tăng nhu cầu đối với các khoản vay rủi ro cao, nhưng cũng dẫn đến lượng cung thấp hơn từ những người cho vay, và tác động tổng thể đối với hoạt động tích lũy nợ rủi ro cao có thể là mơ hồ<sup>1)</sup>.

Phương pháp không can thiệp của trường phái cổ điển vẫn để ngỏ câu hỏi về cách thức quản lý rủi ro khủng hoảng tài chính hệ thống. Ben Bernanke lập luận đanh thép rằng, biện pháp xử lý vấn đề nợ tích lũy một cách đúng đắn là điều tiết vĩ mô thận trọng, ví dụ như áp đặt giới hạn cho

---

1. Mặc dù hầu hết mọi người đều mặc nhiên cho rằng lãi suất chính sách tiền tệ thấp hơn dẫn đến rủi ro tài chính hệ thống cao hơn, nhưng cơ sở lý thuyết không hề đơn giản như vậy, như Emmanuel Farhi và Ivan Werning (2016) trình bày trong một mô hình lý thuyết chính xác. Tóm lại, họ cho rằng mặc dù động lực đi vay rủi ro có thể tăng lên khi lãi suất giảm xuống, nhưng nguồn cung cho vay có thể thu hẹp, nên tác động ròng đối với tổng giá trị vay rủi ro là không rõ ràng. Do đó, quan điểm cho rằng nói lỏng chính sách tiền tệ thường là một động lực của bong bóng đầu cơ có thể chưa lý giải chính xác các yếu tố cơ bản đang đồng thời tác động đến lãi suất và hoạt động vay rủi ro.

tỷ lệ vay trên giá trị đối với các khoản vay nhà ở<sup>1</sup>. Nhưng điều này nói thì dễ hơn làm. Sau giai đoạn bùng nổ kinh tế kéo dài nhiều năm, các nhà điều tiết đối mặt với những sức ép kinh tế chính trị mạnh mẽ phải thả lỏng cho các thị trường dường như đang hoạt động hiệu quả. Tuy nhiên, đúng vào cuối giai đoạn bùng nổ kéo dài, rủi ro bắt đầu trở nên nghiêm trọng hơn cả, như Carmen Reinhart và tôi nhấn mạnh trong cuốn sách năm 2009 của chúng tôi về tầm thế kỷ khủng hoảng tài chính<sup>2</sup>.

Ngoài ra, việc xây dựng quy định tài chính hợp lý là không dễ dàng, và chắc chắn sẽ xảy ra những sai sót nghiêm trọng, đặc biệt khi khu vực tư nhân sẽ liên tục khai thác các mắt xích lỏng lẻo. Lý do sử dụng chính sách lãi suất để ngăn chặn bong bóng giá tài sản do nợ tích lũy có lẽ được cựu Thống đốc Fed Jeremy Stein giải thích thuyết phục hơn cả. Ông cho rằng, không giống như chính sách điều tiết vĩ mô thận trọng, chính sách lãi suất đánh vào những “vết nứt” của hệ thống tài chính. Câu trả lời của Bernanke - Greenspan cho ý kiến phê bình này là trong một thời kỳ thực sự bùng nổ giá tài sản, những thay đổi nhỏ của lãi suất sẽ không thể làm vỡ bong bóng. Người ta có thể lập luận rằng, họ đánh giá quá thấp thực tế là xì một chút hơi từ một quả bong bóng vẫn có thể giúp công việc dọn dẹp trở nên dễ dàng hơn.

---

1. Xem phần phỏng vấn của Bernanke trong Rosnick (2004).

2. Reinhart và Rogoff (2009).

Ví dụ, Bernanke và Greenspan đều chỉ ra kinh nghiệm của Anh khi minh họa cho việc lãi suất tăng nhẹ không giúp được gì nhiều. Ngay trước năm 2008, Ngân hàng Anh chủ động tăng nhẹ lãi suất để kiềm chế bong bóng bất động sản đang sôi sục, bao gồm nhà ở và một phần bất động sản thương mại, chẳng hạn như đợt bùng nổ các tòa nhà trung tâm thương mại. Bernanke và Greenspan đã chính xác khi khẳng định lãi suất tăng đột ngột không giúp Anh tránh khỏi khủng hoảng tài chính, nhưng cũng thật khó để biết chắc liệu chúng có giúp giảm thiểu tổn thất hay không. Việc so sánh chéo giữa các quốc gia vốn đã không hề dễ dàng. Khu vực tài chính ở Anh chiếm tỷ trọng sản lượng lớn hơn ở Mỹ (năm 2008, lần lượt là 10% và 8%)<sup>1</sup>. Anh cũng đối mặt với nhiều rủi ro từ cuộc khủng hoảng nợ của khu vực sử dụng đồng euro hơn so với Mỹ thông qua các mốc xích trong ngành ngân hàng và thương mại. Ngược lại, Anh không bị vỡ bong bóng nhà ở giống như Mỹ, do những quy định hạn chế về quyền sử dụng đất, đặc biệt là quanh khu vực London, điều đã tạo ra tình trạng thiếu hụt nhà ở kéo dài. Do đó, người ta không thể biết chắc liệu có phải lãi suất tăng nhẹ trước khủng hoảng không giúp ích được gì; thật khó có thể tách bạch giữa nguyên nhân và kết quả.

Bất cứ ai theo dõi cuộc tranh luận về nổi lồng định lượng (QE), xét cho cùng chỉ là biện pháp thay thế kém hiệu quả cho lãi suất âm, sẽ nhận ra các lập luận gần như tương tự. Mỗi lo ngại ở đây là QE đẩy cao mức giá chung của tài sản

---

1. Philippon (2015) nhấn mạnh vấn đề khó khăn trong việc đo lường phần đóng góp của ngành tài chính vào GDP.

và nếu việc này đi quá xa trong một thời gian quá dài, rủi ro hệ thống có thể phát sinh. Mặc dù tôi thường cho rằng, những rủi ro liên quan đến QE đã được minh chứng ở hầu hết các quốc gia, nhưng thực tế là các nhà kinh tế học không hiểu đầy đủ về các kênh mà QE hoạt động, một vấn đề được tôi nhấn mạnh trong Chương 8.

Phỏng đoán của tôi là những rủi ro liên quan đến các giai đoạn lãi suất âm sẽ giống với những rủi ro liên quan đến chính sách tiền tệ nói笼 thông thường. Tôi không nhận thấy bất kỳ cơ sở nào thuyết phục cho việc rủi ro sẽ giảm đoạn khi lãi suất giảm, giả sử từ 2% xuống 1%, như khi chúng giảm từ -1% xuống -2%, đặc biệt sau khi các bất đồng thể chế đã được giải quyết. Những kinh nghiệm ban đầu của Thụy Điển, Đan Mạch, Thụy Sĩ và khu vực sử dụng đồng euro (và một chút của Nhật Bản) ủng hộ quan niệm cho rằng, không có gián đoạn đáng kể đối với ổn định tài chính, mặc dù tiền mệnh giá lớn tiếp tục tồn tại và các trở ngại khác cũng đã hạn chế phần lớn những nỗ lực này.

Tất nhiên, mọi thứ sẽ hiệu quả hơn khi quy định tài chính được tăng cường, dù có hay không có lãi suất âm. Ngay cả khi quy định tài chính đã được thực hiện quyết liệt sau cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008, vẫn còn rất nhiều mặt có thể được cải thiện. Có lẽ ý tưởng thuyết phục nhất là yêu cầu các ngân hàng nắm giữ lượng vốn chủ sở hữu nhiều hơn đáng kể, nhưng cuộc tranh luận này không hướng đến chỉ trích giới hạn gần 0.

Chúng ta cũng nên ghi nhớ toàn bộ tiền đề cho ý tưởng lãi suất âm (đáng kể) là đẩy nhanh nền kinh tế thoát khỏi

suy thoái giảm phát. Nếu lãi suất âm được cho phép ở “bất cứ mức nào” có thể dẫn đến giai đoạn chính sách tiền tệ siêu nới lỏng ngắn hơn nhiều, thì tác động ổn định tài chính có thể nhỏ hơn nhiều so với sau, giả sử, 7 hoặc 8 năm lãi suất gần 0 mà nhiều quốc gia từng trải qua<sup>1</sup>. Ở chừng mực nào đó, lập luận về ổn định tài chính có thể lại là trái ngược: nếu ngân hàng trung ương có thể nhanh chóng thoát khỏi tình trạng giảm phát (hoặc lạm phát thấp dai dẳng) bằng cách sử dụng lãi suất âm, họ có thể khôi phục nền kinh tế nhanh hơn, từ đó giảm thiểu thay vì gia tăng rủi ro bất ổn tài chính.

### VẤN ĐỀ KỸ THUẬT VỚI LÃI SUẤT ÂM

Bên cạnh vấn đề ổn định tài chính, hầu hết những ý kiến phản đối lãi suất âm đều liên quan đến các lỗ hổng và thách thức về mặt kỹ thuật có thể xảy ra. Chúng ta đã xem xét một số vấn đề trong Chương 10, trong đó có chi phí chuyển đổi hệ thống máy tính cũ không thể xử lý số liệu lãi suất âm, và nhiều vấn đề khác.

Ví dụ, ở Mỹ, những cá nhân làm nghề tự do phải nộp thuế theo quý. Với lãi suất âm, họ có thể có động cơ nộp thuế vượt mức và sau đó yêu cầu hoàn lại với lãi suất bằng 0.

---

1. Đúng vậy, nếu định trệ dai dẳng hàm ý lãi suất chính sách thực tế ở điểm cân bằng phải duy trì dưới mức -2,0% trong nhiều năm (hàm ý lãi suất danh nghĩa dưới mức 0), thì sẽ cần thiết có những sửa đổi quan trọng, nhưng hiện tại, đây chắc chắn không phải viễn cảnh quan trọng trong dài hạn.

Tuy nhiên, vấn đề này dường như thực sự không quá nghiêm trọng và có thể được xử lý dễ dàng.

Có vẻ là hơi phóng đại khi lo lắng việc một số tỷ phú sẽ kiếm lời chênh lệch giá bằng cách vay 100 triệu USD ở mức lãi suất âm (có thể cao hơn một chút so với mức lãi suất của chính phủ), nộp thuế ước tính vượt khoảng 100 triệu USD và sau đó yêu cầu hoàn lại, tạo ra một hình thức “kinh doanh chênh lệch lãi suất” (carry trade). Tất nhiên, trong trường hợp khó xảy ra là lãi suất âm sẽ ở mức -4% trong nhiều năm, thì đây sẽ là một vấn đề. Nhưng trong trường hợp đó, chính phủ có thể dễ dàng thực hiện các điều chỉnh nhằm ngăn chặn hoạt động này. Luật thuế hiện hành cũng đã quy định tỷ lệ nộp thuế vượt mức dựa theo lãi suất vay ngắn hạn, và về nguyên tắc, bộ trưởng Bộ Ngân khố hoàn toàn có thể áp đặt tỷ lệ này thành một giá trị âm<sup>1</sup>. Chúng ta cũng hãy ghi nhớ mục tiêu của chính sách lãi suất âm chủ yếu là ổn định kinh tế vĩ mô chứ không phải tăng doanh thu thuế. Thật vậy, người ta có thể hoài nghi về việc những người yêu cầu khoản hoàn thuế có giá trị rất lớn cũng phải chịu rủi ro kiểm toán cao hơn. Rủi ro này đủ khiến các nhà tỷ phú không mặn mà với hoạt động đó. Ngoài ra, Sở Thuế vụ cũng tương đối thận trọng về thời điểm hoàn thuế; nên đây hầu như không phải là một tài sản hoàn toàn lỏng.

---

1. Xem Chris Kimball và Miles Kimball, “However Low Interest Rates Might Go, the IRS Will Never Act Like a Bank”, Quartz blog, ngày 15/4/2015, có thể xem tại <http://qz.com/383737/however-low-interest-rates-might-go-the-irs-will-never-act-like-a-bank/>.

Có nhiều giải pháp cho vấn đề nộp thuế trước hạn, và đây hoàn toàn không phải một trở ngại nghiêm trọng.

Chúng ta đã thảo luận trong Chương 10 về các vấn đề phức tạp trong hậu cần mà lãi suất âm có thể tạo ra cho các nhà phát hành trái phiếu và cách giải quyết chúng. Bên cạnh đó, thị trường hoán đổi lãi suất cũng trở thành một yếu tố quan trọng của hệ sinh thái tài chính, cho phép các công ty dễ dàng phòng vệ trước rủi ro lãi suất. Một thế giới lãi suất âm có thể đòi hỏi tái cấu trúc một số thể chế và khung pháp lý xung quanh các thị trường này, nhưng một lần nữa, kinh nghiệm ban đầu ở châu Âu cho thấy, vấn đề này có thể không rắc rối như một số người lo ngại.

Một số người lo ngại, trong một thế giới lãi suất âm, thói quen cho phép người nhận séc quyết định thời điểm đổi séc ra tiền mặt sẽ có thể gây ra rắc rối. Nói cách khác, nếu bạn viết cho tôi một tấm séc, tôi có thể chờ đến khi nào tôi cần tiền mới đổi séc ra tiền mặt, buộc bạn phải trả lãi suất âm “chênh lệch” trong thời gian đó. Một lần nữa, đây dường như là một vấn đề không đáng ngại. Thứ nhất, thanh toán điện tử có thể loại bỏ ngay vấn đề này. Thứ hai, và quan trọng hơn, đơn giản chỉ cần ghi thêm dòng chữ “mất hiệu lực sau 30 ngày” là có thể giải quyết xong vấn đề. Mọi người có thể bắt đầu cho in thời hạn trên những tấm séc của họ, như cách mà nhiều công ty đã thực hiện. Một vấn đề tương tự khác là nhiều hợp đồng cho phép trả nợ trước hạn, và cách tính có thể thay đổi nếu có lãi suất âm. Một lần nữa, đây là một vấn đề nhỏ và có thể xử lý, ví dụ như bằng cách quy định phí phạt trả nợ trước hạn, giống như đã áp dụng

với một số khoản thế chấp. Không hề có trở ngại lớn về mặt pháp lý. Lập luận tương tự cũng áp dụng cho hầu hết các hình thức tiết kiệm tư nhân khác. Ví dụ, các ngân hàng hoàn toàn có thể bổ sung phí dịch vụ hằng tháng hoặc cơ chế khác để bảo đảm mức lãi suất âm thực tế đối với thẻ trả trước.

Lãi suất âm liệu có ảnh hưởng đến hoạt động của các trung gian tài chính? Như đã đề cập trong Chương 10, nếu các ngân hàng không thể chuyển phần chi phí lãi suất âm sang cho người gửi tiền chịu, họ có thể phải tính thêm phí vào các khoản vay, sao cho việc cắt giảm lãi suất xuống mức âm không truyền tác động đến nền kinh tế thực. Vì câu chuyện chuyển chi phí đường như không phải vấn đề đối với các khách hàng lớn của ngân hàng, và ngân hàng trung ương có thể miễn cho một số tài khoản nhỏ hơn thông qua quy định miễn trừ cá nhân, vấn đề chuyển chi phí đường như không quá khó để khắc phục vào thời điểm thích hợp. Rõ ràng, nếu có các chuyên gia pháp lý và tài chính cân nhắc mọi khía cạnh của lãi suất âm, nó sẽ giúp ích rất nhiều cho quá trình chuyển đổi được diễn ra suôn sẻ nhất có thể.

Cuối cùng, khi xem xét những rào cản này, một lần nữa chúng ta cần ghi nhớ một phần của ý tưởng áp dụng lãi suất chính sách ngắn hạn âm là hướng đến gia tăng lạm phát kỳ vọng hiện tại và tương lai, từ đó gia tăng lãi suất dài hạn và bẻ cong đường lợi suất lên trên. Ngay cả khi lãi suất ngắn hạn được kỳ vọng sẽ duy trì ở mức âm trong một hoặc thậm chí hai năm, người ta cũng không kỳ vọng

lãi suất danh nghĩa dài hạn sẽ ở mức âm nếu ngân hàng trung ương có vẻ quyết tâm theo đuổi lạm phát. Phải thừa nhận, thật khó biết chắc ngân hàng trung ương cần quyết liệt đến mức nào mới có thể đánh bật các kỳ vọng về giảm phát. Đặc biệt, khi lãi suất âm là một công cụ mới, ngân hàng trung ương có thể cần phải hướng đến mục tiêu lạm phát vượt mức, nhưng với một công cụ mạnh mẽ như vậy, họ sẽ có thể nhanh chóng thay đổi các kỳ vọng.

## *Chương 12*

# **LÃI SUẤT ÂM - MỘT HÌNH THỨC LỢI DỤNG LÒNG TIN VÀ MỘT BƯỚC ĐI XA RỜI CÁC HỆ THỐNG DỰA TRÊN QUY TẮC**

**D**ến lúc này, một số độc giả có thể tự hỏi, “Chúng ta có thực sự muốn trao quyền ‘đánh thuế’ tiền tệ cho chính phủ không? Rõ ràng, lãi suất âm có thể hữu ích trong giai đoạn giảm phát và suy thoái nghiêm trọng, nhưng liệu có ai thực sự tin tưởng một chính phủ luôn thèm khát doanh thu thuế sẽ không lạm dụng đặc quyền này trong những giai đoạn bình thường? Chúng ta có nên lo ngại việc chính phủ sẽ áp đặt lãi suất âm bất cứ khi nào cảm thấy cần thêm ngân sách hoặc chịu sức ép phải trả các khoản nợ cao? Người ta có thể tranh luận về việc liệu lãi suất âm có nên được xem là một loại thuế hay một phụ phẩm của chính sách ổn định kinh tế vĩ mô hay không. Dù thế nào, nhiều người cũng có thể sẽ coi lãi suất âm là hình thức lợi dụng niềm tin của công dân vào chính phủ của họ bằng việc cho phép chính phủ độc quyền nguồn cung tiền tệ.

Những người cho rằng lãi suất danh nghĩa âm như một điều kinh khủng nhưng lạm phát vừa phải chỉ như một

điều hơi tệ thì họ đang gặp phải hiện tượng mà các nhà kinh tế học gọi là “ảo giác tiền tệ”. Về nguyên tắc, người nắm giữ tiền tệ không có lý do gì mà lại thích một thế giới có mức lạm phát 2% và lãi suất bằng 0 hơn một thế giới có mức lạm phát bằng 0 và lãi suất -2%. Dù thế nào, tỷ suất lợi tức thực tế của tiền tệ vẫn là -2%. (Tôi cố tình loại trừ các khác biệt về tác động thuế để đơn giản hóa vấn đề). Tỷ suất lợi tức -2% nghe có vẻ thực sự không hấp dẫn, nhưng so với mức lạm phát cao của thập niên 1970, khi tỷ suất lợi tức âm của việc nắm giữ tiền tệ lên đến hai con số, thì tỷ suất lợi tức thực tế -2% dường như vẫn là mức tuyệt vời.

Để giảm bớt những lo ngại về ảo giác tiền tệ sẽ tạo ra các cuộc biểu tình dân túy rộng rãi phản đối lãi suất âm, và để tránh làm xấu thêm tình trạng bất bình đẳng, không có lý do thuyết phục nào cho thấy phần lãi suất âm phải được chuyển sang những người gửi lượng tiền nhỏ. Như đã thảo luận trước đó, chính phủ có thể miễn trừ cho số dư tiền gửi trung bình hàng ngày lên tới 1.000 hoặc 2.000 USD, trong đó các cá nhân chỉ được phép đăng ký một tài khoản duy nhất. Ngân hàng trung ương sẽ bổ sung khoản trợ cấp cần thiết cho hàng loạt các ngân hàng. Hãy nhớ rằng, mục đích của lãi suất âm là kích thích nền kinh tế đang suy yếu, chứ không phải tạo ra nguồn thu.

Nếu người ta lo ngại lãi suất âm sẽ tạo điều kiện quá dễ dàng cho các chính phủ tạo ra lạm phát, thì có lẽ một phần thảo luận ngắn về lịch sử tiền tệ hiện đại sẽ trấn an được lo ngại đó. Một thực tế đơn giản là nếu ngân hàng trung ương muốn giảm giá đồng tiền của bạn, thì họ đã có sẵn mọi công cụ

cần thiết và có thể tiến hành việc đó khá chớp nhoáng. Ngay cả khi nền kinh tế ở giới hạn gần 0, nếu chính phủ có ý định tạo ra lạm phát bằng mọi giá, họ có thể đẩy lạm phát bao nhiêu tùy thích chỉ bằng cách sử dụng máy in tiền tài trợ tùy tiện cho thâm hụt chính phủ ở mức cao (mặc dù có một điều kiện là ngay cả biện pháp tài trợ thâm hụt bằng cách in tiền cũng không hiệu quả khi nền kinh tế ở giới hạn gần 0 nếu công chúng lo ngại về các khoản nợ thuế tương lai vốn nằm trong nợ chính phủ; hãy nhớ lại phần thảo luận về búp bê Matryoshka từ Chương 8)<sup>1</sup>.

Giới trẻ ngày nay trong thế giới phát triển chưa từng trải qua giai đoạn lạm phát nào đáng kể, nhưng cũng không cần phải đào quá sâu vào lịch sử mới có thể tìm ra những ví dụ điển hình. Ngay từ thập niên 1970, lạm phát hai con số đã gây tai họa cho các nền kinh tế phát triển như mức 13% tại Mỹ năm 1980 và 23% tại Nhật Bản năm 1974<sup>2</sup>.

---

1. Nếu xảy ra cơn bão Ricardo (Barro 1974), công chúng sẽ không phản ứng với các khoản chuyển giao thu nhập được tài trợ bằng nợ, vì họ coi các khoản thuế trong tương lai sẽ bù trừ hoàn toàn lợi ích từ khoản chuyển giao. Trong trường hợp này, tài trợ thâm hụt ngân sách bằng tiền mặt sẽ không có tác dụng gì ở giới hạn gần 0, vì tiền mặt và trái phiếu là như nhau khi lãi suất bằng không. Như đã lưu ý trong Chương 8, mặc dù đây là một trường hợp cực đoan, cần phải xem xét lại một số tuyên bố ngông cuồng về tác động kích thích của thâm hụt.

2. Reinhart và Rogoff (2009), bộ dữ liệu *This Time is Different* (<http://scholar.harvard.edu/rogoff/time-different%E2%80%94data-files>). Reinhart và Rogoff (2009) cho thấy trong suốt chiều dài lịch sử, hầu hết các nền kinh tế phát triển đều trải qua những đợt lạm phát cực kỳ cao, nếu không nhất thiết phải là siêu lạm phát.

Thậm chí đến năm 1992, đã có 44 quốc gia trên thế giới có mức lạm phát trên 40%<sup>1</sup>.

Và mức lạm phát 40% không là gì so với mức siêu lạm phát 2.000% trở lên mỗi năm. Bảng 12.1 cho thấy tác động của siêu lạm phát thời hiện đại đối với giá trị của các đồng tiền tại các thị trường mới nổi trong khoảng thời gian giữa năm 1970 và 2001. Cônggô, với ba đợt siêu lạm phát (hoặc gần siêu lạm phát) trong giai đoạn này và Braxin, với hai đợt, đứng đầu danh sách. Ví dụ, trường hợp của Cônggô, tỷ lệ lạm phát tích lũy là gần 10 triệu tỷ phần trăm (tính theo mức giảm tỷ giá hối đoái so với đồng đôla Mỹ).

**Bảng 12.1: Phân trăm thay đổi cộng dồn  
của giá trị tiền tệ so với đồng đôla Mỹ  
tháng 01/1970 - tháng 12/2001**

---

Quốc gia	Phân trăm thay đổi cộng dồn
Cộng hòa dân chủ Cônggô	9.924.011.976.047.800
Braxin	124.316.767.667.574
Áchentina	2.855.714.286.430
Thổ Nhĩ Kỳ	7.500.585
Mêhicô	77.249
Indônêxia	2.798

Nguồn: Reinhart và Rogoff (2002, bảng A1).

---

1. Xem Rogoff (2004).

Siêu lạm phát nổi tiếng nhất là diễn ra ở Đức sau Chiến tranh thế giới thứ nhất với mức 22 tỷ phần trăm vào năm 1923. Có những câu chuyện kể về những đứa trẻ đến gấp cha của chúng tại cổng nhà máy vào ngày phát lương, sau đó chạy xe đạp thực mạng vào thị trấn để tiêu hết số tiền đó trước khi chúng trở nên vô giá trị. Kỷ lục của thế kỷ XXI có lẽ thuộc về Dimbabuê, nơi lạm phát đạt tỷ lệ hàng năm hơn 24.000% trong năm 2008 và mức đỉnh điểm còn cao hơn thế nhiều<sup>1</sup>. (Tôi từng có một sinh viên đại học đến từ Dimbabuê khi đó đã nhận xét là cô ấy không thể biết được chính phủ tính toán mức giá chính thức như thế nào, vì thực sự trong các cửa hàng cũng chẳng có gì để mua). Tất nhiên, đến tận ngày nay vẫn có những quốc gia có lạm phát rất cao. Quỹ Tiền tệ quốc tế đã dự báo mức lạm phát hơn 1.000% tại Vénézuela - đất nước đang trong tình trạng tranh chấp quyền lực, mà thực ra đó còn là con số lạc quan.

Tất cả những con số kinh khủng này đều đạt được mà không cần đến lãi suất âm. Một chính phủ vốn không thể kiểm soát hoạt động tài chính gây ra lạm phát sẽ không dễ dàng bị ngăn cản một khi họ có trong tay máy in tiền.

Những thay đổi về khả năng gây ra lạm phát bắt nguồn từ máy in tiền không hề là phóng đại. Phần lớn mọi người đều liên tưởng đến vua Henry VIII của Anh với câu chuyện ông ta chặt đầu các bà vợ, nhưng các nhà sử học nghiên cứu

---

1. Reinhart và Rogoff (2009), bộ dữ liệu *This Time is Different* (<http://scholar.harvard.edu/rogoff/time-different%E2%80%94data-files>).

về tiền tệ còn nhớ đến đồng 1 xu của Anh đã bị ông ta cắt giảm 67% lượng bạc từ năm 1541 đến 1547, mức giảm được cho là khá ngoạn mục và gây thiệt hại vào thời điểm đó<sup>1</sup>. Thật khó tưởng tượng nổi chuyện gì sẽ xảy ra nếu ông ta khám phá được niềm vui với tiền giấy.

Trong các nền kinh tế hiện đại, lý do thực sự có thể cám dỗ chính phủ đẩy cao lạm phát là để giải quyết vỡ nợ, chứ không phải thu thuế lạm phát từ tiền tệ. Nguồn cung tiền tệ ở các nền kinh tế phát triển dao động từ 5% đến 10% GDP, nhưng nợ ròng của chính phủ lại cao hơn nhiều, khoảng 70% GDP ở khu vực sử dụng đồng euro và 83% trong số các nước G7<sup>2</sup>. Chẳng phải lãi suất âm sẽ thôi thúc chính phủ cố gắng điều chỉnh tỷ lệ lạm phát như là cánh cửa hậu đến với giải pháp vỡ nợ một phần? Có thể, nhưng một nền kinh tế phát triển không dễ dàng giải phóng một phần lớn nợ thông qua lạm phát như người ta nghĩ. Vấn đề cơ bản là để đẩy cao lạm phát cần có thời gian, vì thị trường hàng hóa và thị trường lao động điều chỉnh chậm hơn nhiều so với thị trường tài chính. Khác biệt này khiến cho những thay đổi khiêm tốn nhất trong chính sách tiền tệ càng khó có thể giải quyết vỡ nợ triệt để cho chính phủ. Chính phủ không thể nào cứ thế nhấn nút in tiền và giải quyết vỡ nợ một cách chính xác tuyệt đối thông qua lạm phát. Nếu chính phủ có dấu hiệu bắt đầu đẩy cao lạm phát

---

1. Reinhart và Rogoff (2009, Chương 11, dữ liệu Hình 2).

2. Quỹ Tiền tệ quốc tế (2015, tr.28). Nhóm G7 là một nhóm không chính thức của các nước công nghiệp.

đáng kể, các nhà đầu tư sẽ ngay lập tức bắt đầu tính phí bảo hiểm rủi ro từ lâu trước khi lạm phát thực sự gia tăng. Nói cách khác, thị trường hàng hóa điều chỉnh chậm sẽ có lợi cho chính sách tiền tệ nhằm kích thích kinh tế ngắn hạn, chính xác là vì giá cả và tiền lương cần thời gian điều chỉnh. Nhưng điều này lại cản trở việc chính phủ có thể đang cố gắng giảm nhẹ mức nợ cao thông qua lạm phát, đặc biệt nếu một tỷ lệ lớn nợ chính phủ là ngắn hạn và cần phải được thường xuyên gia hạn theo lãi suất mới. Chừng nào chính phủ còn buộc phải chịu mức lãi suất thị trường, họ sẽ không có nhiều phương án trừ khi một phần lớn nợ là dài hạn, mà cụ thể trong trường hợp đó, họ có thể thoái mái đẩy cao lạm phát với tốc độ chậm hơn và vẫn giải quyết vỡ nợ hiệu quả (trên giá trị thực tế) cho một tỷ lệ lớn nợ chính phủ.

Lập luận cơ bản tương tự cũng có thể áp dụng nếu chính phủ tìm cách hạ thấp giá trị của nợ tư nhân thông qua chính sách lạm phát. Nhưng điều này không thể phủ nhận thực tế là chính sách nói lỏng tiền tệ sẽ có lợi cho con nợ và bất lợi cho chủ nợ. Tuy nhiên, để tạo ra một tác động đáng kể, lạm phát cần phải tăng cao và đột ngột đến mức có thể phá hủy hệ thống tài chính và trở thành một thất sách. Một quốc gia đang phát triển trong giai đoạn khủng hoảng tài chính cực độ và có một hệ thống tài chính quy mô rất nhỏ có thể sẽ suy tính phương án đánh đổi như vậy (như Bảng 12.1 minh họa), nhưng các quốc gia phát triển hiện đại thì không thể, mặc dù nhiều quốc gia

đã phải trải qua thời kỳ lạm phát cực cao ngay sau Chiến tranh thế giới thứ hai<sup>1</sup>.

Có một cách tiếp cận mà chính phủ của một quốc gia phát triển có thể yên tâm áp dụng giải pháp vỡ nợ một phần: thông qua cái gọi là “áp chế tài chính”. Áp chế tài chính trong bối cảnh này đơn giản nghĩa là chính phủ sẽ nhồi các khoản nợ cho khu vực tư nhân mà không phải chịu mức lãi suất thị trường. Ở mức lạm phát thấp, chiến thuật này không mang lại thành công nhanh chóng, nhưng nếu tỷ lệ lạm phát là 8% và chính phủ buộc các ngân hàng, công ty bảo hiểm và quỹ hưu trí nắm giữ một lượng lớn nợ chính phủ không thể chuyển giao với lãi suất được kiểm soát ở mức 2%, khi đó biện pháp áp chế tài chính có thể khiến giá trị thực tế của nợ chính phủ giảm rất nhanh. Nếu bạn nghĩ điều này không bao giờ xảy ra, hãy nghĩ lại: biện pháp kiểm soát lãi suất kết hợp với lạm phát đã đóng vai trò quan trọng trong việc giúp các quốc gia phát triển hạ thấp tỷ lệ nợ trên thu nhập sau Chiến tranh thế giới thứ hai<sup>2</sup>. Quan điểm phổ biến là các quốc gia phát triển thoát nợ chủ yếu nhờ tốc độ tăng trưởng cao đang cố tình lờ đi những khoản thuế ngầm khổng lồ mà biện pháp đòn áp tài chính đánh vào các đối tượng nắm giữ nợ chính phủ.

---

1. Missale và Blanchard (1994) tìm cách lượng hóa những khó khăn của việc sử dụng lạm phát để giảm giá trị thực tế của nợ tại các nền kinh tế phát triển hiện đại. Họ cho rằng việc chuyển sang cấu trúc kỳ hạn ngắn hơn là một cách thức cam kết giảm thiểu lạm phát.

2. Reinhart và Sbrancia (2015). Áp chế tài chính cũng là một chủ đề trong Reinhart và Rogoff (2009).

Đúng là các lý thuyết hiện tại vẫn chưa bao quát đến trường hợp chính phủ được phép áp đặt mức lãi suất âm, và liệu phương án bổ sung đó có thể tạo ra khác biệt hay không vẫn là một câu hỏi mở. Thoạt nhìn, có vẻ như câu trả lời là không. Cả biện pháp in tiền (làm tăng cung) và biện pháp hành chính giảm lãi suất đối với tiền mặt (làm giảm cầu) sẽ bắt đầu tạo ra dư thừa nguồn cung và cuối cùng dẫn đến mức giá cao hơn. (Nếu giá danh nghĩa cứng nhắc trong ngắn hạn, thì sản lượng và việc làm cũng sẽ chịu tác động trong ngắn hạn). Cả hai phương pháp đều ảnh hưởng bất lợi đến giá trị thực tế của trái phiếu chính phủ. Tuy nhiên, nét tương đồng ở bề ngoài đó có lẽ cần được nghiên cứu sâu hơn so với điều kiện của cuốn sách này. Rõ ràng, với lãi suất âm, chính phủ gần như có thể lập tức giải quyết vỡ nợ đối với các khoản nợ tiền mặt, nhưng quy mô nợ trái phiếu lại lớn hơn nhiều, và đó mới là vấn đề chính.

Mỗi lo ngại quan trọng nhất có lẽ liên quan đến việc liệu lãi suất âm có thể tạo ra cám dỗ lớn hơn cho chính phủ gây ra tình trạng áp chế tài chính nghiêm trọng hay không. Trong mô hình áp chế tài chính điển hình, chính phủ ấn định mức lãi suất dương, sau đó đẩy cao lạm phát và buộc những người gửi tiết kiệm phải chấp nhận mức lãi suất thực tế âm đáng kể. Với phương án lãi suất danh nghĩa âm, chính phủ có thể thu về các khoản lớn từ áp chế tài chính mà không tạo ra lạm phát. Và đúng vậy, cám dỗ này có thể là một vấn đề cho các chính phủ đang thiếu hụt nguồn thu, và về nguyên tắc có thể dẫn đến những méo mó đáng kể. Thực vậy, các nền kinh tế phát triển hiện đại nhìn chung đã biết cách cân bằng giữa

quy định tài chính cần thiết và biện pháp áp chế tài chính gây méo mó, và dường như lãi suất âm cũng khó có thể dứt khoát lay chuyển thế cân bằng đó. Tuy nhiên, đây vẫn là một vấn đề cần theo dõi. Một biện pháp phòng vệ hiệu quả chỉ đơn giản là yêu cầu ngân hàng trung ương sử dụng lãi suất âm hiệu quả và hướng đến đưa nền kinh tế trở lại mức lãi suất danh nghĩa dương tương đối nhanh chóng.

Nói chung, các ngân hàng trung ương hiện đại đã học cách kiềm chế kỳ vọng lạm phát một cách hiệu quả thông qua nhiều ý tưởng sáng tạo liên quan đến tính độc lập, tính minh bạch, xác định mục tiêu và truyền thông. Cuối cùng, với bất kỳ chế độ tiền tệ hiện đại nào, công chúng phải tin tưởng các ý định của ngân hàng trung ương. Nếu ngân hàng trung ương tuyên bố mục tiêu lạm phát 2%, công chúng phải tin tưởng họ sẽ vận hành thành thạo và có trách nhiệm cho mục tiêu đó. Từ quan điểm này, khả năng điều chỉnh lãi suất đối với tiền mặt (âm hoặc dương) nên được xem là một cải tiến trong bộ công cụ của ngân hàng trung ương mà không làm thay đổi căn bản nền kinh tế chính trị chi phối hành động của họ.

Không thể phủ nhận việc một số người sẽ nghĩ rằng lãi suất âm là vô đạo đức, và họ cũng khó có thể chấp nhận lời giải thích rằng họ là nạn nhân của hiện tượng ảo giác tiền tệ. Mặt khác, một số người cũng vô cùng ác cảm với lạm phát, trong khi lãi suất âm về nguyên tắc có thể cho phép các nền kinh tế vận hành ở mức lạm phát trung bình thấp hơn nhiều bằng cách loại bỏ giới hạn gần 0. Về vấn đề giải quyết vỡ nợ chính phủ, các chính phủ hiện đại đã có sẵn những công cụ mạnh mẽ

cho giải pháp vỡ nợ một phần thông qua áp chế tài chính. Lãi suất âm thực sự bổ sung thêm phương án cho chính phủ, và điều quan trọng là phải kiểm soát nguy cơ lạm dụng, nhưng đây dường như là một cái giá tương đối nhỏ cho khả năng phá vỡ giới hạn gần 0 trong giai đoạn suy thoái sâu và khôi phục đầy đủ hiệu lực của chính sách tiền tệ trong giai đoạn suy thoái bình thường. Tuy nhiên, liệu lãi suất âm có tạo ra bất ổn cho chính sách tiền tệ có thể là câu hỏi khiến nhiều người lo ngại, nên chúng ta sẽ thảo luận sâu hơn trong phần tiếp theo.

## **LÃI SUẤT ÂM CÓ PHÁ HỒNG HỆ THỐNG TIỀN TỆ DỰA TRÊN QUY TẮC?**

Đến thời điểm này, chúng ta đã xem xét một số vấn đề cốt lõi liên quan đến lãi suất âm, cụ thể là liệu chúng có cấu thành lạm dụng tín nhiệm và liệu bước chuyển sang lãi suất âm có phải là tiền đề cho một kỷ nguyên mới lạm phát cực cao hay không. Tiếp theo, chúng ta sẽ đưa ra vấn đề liệu cho phép lãi suất âm có khiến các cơ quan tiền tệ gặp khó khăn khi duy trì một hệ thống tiền tệ hiệu quả dựa trên quy tắc. Ngay cả khi không có lãi suất âm, cuộc tranh luận về tính linh hoạt và quy tắc vẫn trở nên gay gắt trong suốt cuộc khủng hoảng tài chính. Những bất đồng thực sự tập trung vào câu hỏi ngân hàng trung ương cần duy trì mức độ linh hoạt bao nhiêu để đối phó với những sự kiện bất ngờ khó có thể tổng hợp thành quy tắc. Phần nào đó, tính linh hoạt so với mức độ cam kết trong chính sách tiền tệ là một chủ đề rộng hơn nhiều so với phạm vi của cuốn sách này, nhưng đây là một vấn đề gây tranh cãi được cho là bị phóng

đại bởi câu chuyện lãi suất âm, vì vậy cũng là chủ đề quan trọng cần được thảo luận ở đây.

Từ năm 2001, và đặc biệt từ cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008, các học giả tiền tệ hàng đầu như John Taylor và Allan Meltzer đã chỉ trích mạnh mẽ các ngân hàng trung ương vì đi chệch quá xa khỏi các hệ thống dựa trên quy tắc bằng cách duy trì lãi suất quá thấp trong thời gian quá dài. Trên thực tế, đã có một lịch sử lâu dài của cuộc tranh luận về việc liệu có nên tin tưởng chính sách tiền tệ linh hoạt của chính phủ hay không. Nhà kinh tế học tiền tệ vĩ đại Milton Friedman từng khẳng định về sự tồn tại của mối quan hệ ổn định trong dài hạn giữa tiền cơ sở, lạm phát và tăng trưởng kinh tế, mối quan hệ đó đã được trình bày trong cuốn sách của ông và Anna Schwartz, *A Monetary History of the United States* (Tạm dịch: *Lịch sử tiền tệ Hoa Kỳ*)<sup>1</sup>. Từ nghiên cứu của mình, Friedman lập luận rằng cách tốt nhất để bảo đảm tăng trưởng và lạm phát ổn định là duy trì mức cung tiền tăng trưởng đều đặn và có thể dự đoán được.

Friedman hoàn toàn hiểu rõ chính sách tiền tệ có thể là một công cụ ổn định kinh tế hữu hiệu, nhưng ông cho rằng các ngân hàng trung ương quá kém cỏi và dễ sa đà vào hoạt động tài chính gây lạm phát đến nỗi cuộc sống sẽ trở nên đơn giản và tươi đẹp hơn nếu như toàn bộ khái niệm về chính sách tiền tệ chủ động của Keynes hoàn toàn bị rơi vào quên lãng. Hơn nữa, ông lập luận, cách tốt nhất để duy trì một chính sách tiền tệ thụ động là thông qua một sửa đổi

---

1. Friedman và Schwartz (1963).

hiến pháp sẽ cố định vĩnh viễn tốc độ mở rộng nguồn cung tiền. Friedman bắt đầu theo đuổi ý tưởng về quy tắc tốc độ tăng trưởng nguồn cung tiền cố định trong thập niên 1960<sup>1</sup> và thu hút được sự ủng hộ của nhiều nhân vật có ảnh hưởng trong thập niên 1970 và 1980, đáng chú ý nhất là Robert Lucas, người từng đoạt giải Nobel. Lucas phát triển một khung lý thuyết có thể chứng minh, trong một số điều kiện giả định cụ thể, chính sách tiền tệ chủ động sẽ tạo ra nhiễu loạn thông tin ngẫu nhiên, khiến người tiêu dùng gặp khó khăn hơn khi tách biệt các biến động trong giá cả tương đối của các loại hàng hóa khác nhau ra khỏi tác động lạm phát chung.

Cuối thập niên 1970 và đầu thập niên 1980 có lẽ là giai đoạn mà những ảnh hưởng trực tiếp của Friedman đối với chính sách tiền tệ đạt tới đỉnh cao. Quan điểm của ông về chính sách tiền tệ chủ động trong thế giới thực thường gây thiệt hại nhiều hơn lợi ích dường như càng được củng cố bởi những sai lầm ngớ ngẩn của các ngân hàng trung ương, cụ thể là cách xử lý yếu kém trước sự sụp đổ của hệ thống tỷ giá cố định Bretton Woods trong thập niên 1970, kèm theo giá cả hàng hóa toàn cầu tăng vọt. Mỹ, vốn được kỳ vọng sẽ biến đồng đôla Mỹ thành nền tảng vững chắc cho hệ thống tài chính quốc tế, lại là trung tâm của vấn đề.

---

1. Friedman (1965, 1968, tr.193). Công bằng mà nói, Friedman trình bày đề xuất một cách tương đối tinh tế và nhấn mạnh “Tôi không coi đề xuất này là biện pháp quản lý tiền tệ toàn diện hơn cả, hay như một quy tắc phải được ghi trên bia đá và bảo tồn cho tương lai” (Friedman 1968, Chương 6, tr.193-194).

Thay vì duy trì mức cung tiền và tỷ lệ lạm phát ổn định, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ lại ôn át tăng lượng cung tiền trong thời gian sắp diễn ra cuộc bầu cử tổng thống năm 1972, một phần để kích thích tăng trưởng và giúp tổng thống đương nhiệm Richard Nixon tái đắc cử. (Như Allan Meltzer trình bày trong nghiên cứu của ông về lịch sử Cục Dự trữ Liên bang, người ta thậm chí có thể nghe trong những đoạn băng Watergate việc Nixon thô bạo gây sức ép buộc Chủ tịch FED Arthur Burns phải kích thích nền kinh tế)<sup>1</sup>. Nixon đã chiến thắng áp đảo trong cuộc bầu cử, nhưng sau đó lạm phát cũng tăng vọt. William Miller thay thế Burns, tiếp tục khiến mọi thứ tồi tệ hơn nữa chỉ trong nhiệm kỳ ngắn ngủi từ tháng 3/1978 đến tháng 8/1979. Miller phạm phải sai lầm cơ bản khi chỉ tập trung vào kích thích ngắn hạn mà không chú ý đến việc ổn định kỳ vọng dài hạn. Chỉ khi Paul Volcker giữ chức chủ tịch FED vào tháng 8/1979, lạm phát mới bắt đầu ổn định, và cũng chỉ sau một giai đoạn suy thoái khó nhọc, nền kinh tế mới có thể điều chỉnh về mức lạm phát thấp hơn.

Vào thời điểm đó, những đánh giá chung đều là Volcker đơn giản chỉ áp dụng chính sách của Friedman; xét cho cùng, FED dưới thời Volcker đã sử dụng những mục tiêu cung tiền làm cơ sở giải thích cho chính sách lãi suất thắt chặt cần thiết để hạ thấp lạm phát. Một lần nữa, đây là giai đoạn đỉnh cao của chủ nghĩa tiền tệ. Nhưng thật kỳ lạ, cùng thời gian đó, mối liên kết thắt chẽ giữa cung tiền và lạm phát mà Friedman nhấn mạnh lại bắt đầu biến mất.

---

1. Meltzer (2010); xem thêm Abrams (2006).

Được nhấn mạnh trong bài viết “The Case of the Missing Money” (Nghiên cứu về số tiền thất lạc) năm 1976 của giáo sư Steve Goldfeld thuộc Đại học Princeton, vấn đề này không quá khó để xác định<sup>1</sup>. Do sự xuất hiện của các công nghệ mới (sự phát triển của thẻ tín dụng), tự do hóa tài chính (đặc biệt là chấm dứt các hạn chế đối với lãi suất của ngân hàng) và các công cụ mới như quỹ thị trường tiền tệ nhờ bãi bỏ quy định, mối liên hệ giữa khái niệm “tiền tệ” của Friedman và lạm phát bắt đầu mờ dần. Trong một thời gian, Cục Dự trữ Liên bang cố gắng tìm ra mối liên kết giữa tiền tệ và giá cả bằng việc phát triển các biện pháp “tiền tệ” kích thích tăng trưởng chưa từng có, ví dụ như kết hợp quỹ thị trường tiền tệ cùng các tài khoản vãng lai và tài khoản tiết kiệm, với mục tiêu tìm ra một mối quan hệ ổn định, chắc chắn giữa tiền tệ và giá cả. Nhưng những nỗ lực này hầu như không mang lại kết quả.

Trên thực tế, cung tiền của Friedman đôi khi tăng chậm hơn nhiều so với lạm phát, vì khi nền kinh tế điều chỉnh theo các công nghệ mới, thì nó đơn giản là không cần đến lượng cung tiền nhiều như trước (hoặc bất kỳ công nghệ thanh toán cũ nào, ví dụ như tài khoản vãng lai) cho một mức độ giao dịch tương đương. Lạm phát cao cũng là một yếu tố. Trớ trêu thay, quy tắc cung tiền cố định của Friedman có thể đã dẫn đến chính tình trạng lạm phát mà ông muốn kiểm soát. Nếu như bản sửa đổi hiến pháp quy định tốc độ tăng trưởng cung tiền cố định của Friedman

---

1. Goldfeld (1976).

được áp dụng vào thực tế, thế giới có thể đã phải chứng kiến tình trạng lạm phát cực kỳ bất ổn.

Ngược lại, các ngân hàng trung ương đã thay đổi phương thức kinh doanh, chú ý nhiều hơn đến những kỳ vọng dài hạn. Một bước phát triển quan trọng giúp điều này thành hiện thực là một động thái chung tạo điều kiện cho các ngân hàng trung ương trở nên độc lập hơn, dựa trên cơ sở của các nghiên cứu học thuật, trong đó giải thích vì sao khả năng chống chọi trước sức ép chính trị tạm thời đòi hỏi cắt giảm lãi suất ngắn hạn lại thực sự là yếu tố then chốt góp phần kìm hãm lãi suất dài hạn. Ngày nay, nhiều ngân hàng trung ương trên thế giới đã có được tính độc lập đáng kể, nhưng đó không phải là câu chuyện của 30 năm trước. Đầu những năm 1980, thực sự chỉ có Bundesbank và Cục Dự trữ Liên bang mới có được tính độc lập đáng kể trong số các ngân hàng trung ương lớn.

Tại Cục Dự trữ Liên bang, tôi được chứng kiến tận mắt quá trình chuyển giao giữa William Miller và Paul Volcker. Thực tế quan sát thành công của một Volcker liêm khiết sau thất bại của một Miller nhẹ dạ đã ảnh hưởng lớn đến nghiên cứu của tôi. Vào đầu thập niên 1980, kinh nghiệm đó đã thúc giục tôi phát triển một lý thuyết về lý do vì sao xã hội cho các ngân hàng trung ương tồn tại độc lập lại có thể là một quyết định hợp lý, hoặc cho các ngân hàng trung ương được lựa chọn các mục tiêu giúp ổn định kỳ vọng lạm phát dài hạn, chứ không chỉ là các mục tiêu thúc đẩy tăng trưởng ngắn hạn. Bắt đầu từ cuối những năm 1980, nhiều quốc gia trên thế giới đã bắt đầu cho các ngân hàng trung ương

của họ tồn tại độc lập hơn và tập trung hơn vào mục tiêu ổn định lạm phát.

Đúng vậy, nhiều quốc gia vẫn đang phải vật lộn với mục tiêu lạm phát thấp và ổn định, như Braxin, Nga, Việt Nam và Thổ Nhĩ Kỳ, nhưng những vấn đề đó trở nên nhạt nhòa khi đặt cạnh mức lạm phát rất cao mà các quốc gia này đã trải qua trong thập niên 1990.

Tuy nhiên, vẫn còn có những người, theo trường phái của Friedman, tin rằng tốt hơn hết nên bãi bỏ chính sách tiền tệ chủ động và yêu cầu các ngân hàng trung ương chỉ tập trung duy nhất vào ổn định giá cả. Trong cuốn sách bán chạy có tầm ảnh hưởng chính trị *End the FED* (Tạm dịch: *Chấm dứt FED*) năm 2009, nghị sĩ Ron Paul của bang Texas lập luận rằng, cuộc khủng hoảng tài chính đã bộc lộ bản chất không dân chủ và thiên vị giới tinh hoa Phố Wall của Ngân hàng Trung ương Mỹ. Thông qua chính sách nới lỏng định lượng, FED ô ạt tăng cung tiền (chúng ta đã ghi nhận vì sao cách hiểu này là vô cùng lệch lạc ở giới hạn gần 0), và cuối cùng Mỹ sẽ hứng chịu siêu lạm phát. Lập luận của Paul ủng hộ việc bãi bỏ Cục Dự trữ Liên bang và quay về một hình thức nào đó của chế độ bản vị vàng. Cuốn sách của Paul là nguồn cơn cho một làn sóng căm phẫn đổ dồn vào FED, đỉnh điểm là thái độ công kích của Thống đốc bang Texas Rick Perry với Chủ tịch FED Ben Bernanke trong cuộc bầu cử sơ bộ ứng cử viên tổng thống của Đảng Cộng hòa năm 2012, trong đó Perry tuyên bố: “In thêm tiền

để diễn trò chính trị vào thời điểm đặc biệt này trong lịch sử nước Mỹ thực tình là hành động phản nghịch”<sup>1</sup>.

## PHÙ THỦY XỨ OZ VÀ CHÍNH TRỊ TIỀN TỆ

Đây không phải lần đầu tiên trong lịch sử nước Mỹ, cuộc tranh luận về hệ thống tiền tệ đã “lấn sân” sang cả chính trị bầu cử tổng thống. Tháng 7/1832, Tổng thống Andrew Jackson “kết liễu” Ngân hàng Thứ hai (*Second Bank of the United States*) bằng việc phủ quyết dự luật gia hạn điều lệ, cụ thể là “người giàu và có quyền lực đã bóp méo các hành động của chính phủ cho mục đích ích kỷ của họ”<sup>2</sup>. Một lần nữa, nước Mỹ lại không có cơ quan nào tương tự như một ngân hàng trung ương cho đến khi Quốc hội thành lập Cục Dự trữ Liên bang vào năm 1913. Và phong trào Bạc tự do (*Free Silver*) là một triết lý tiền tệ mở rộng được ứng cử viên dân túy William Jennings Bryan khởi xướng tại Đại hội Đảng Dân chủ năm 1896. Trong thời kỳ này, có một mối lo ngại là nguồn cung vàng sẽ không đáp ứng được tốc độ tăng trưởng nhanh của Mỹ, dẫn đến vòng xoáy giảm phát. Những người ủng hộ phong trào Bạc tự do mong muốn tiền tệ có thể theo chế độ bản vị bạc với tỷ lệ 16:1 so với vàng. Thay đổi này sẽ gia tăng lạm phát và trợ giúp những người

---

1. Jeff Zeleny và Jackie Calmes. “Perry Links Federal Reserve Policies and Treason”, *New York Times*, ngày 16/8/2011.

2. Andrew Jackson, Washington, DC, ngày 10/7/1832. Nguồn: Yale Law School Avalon Project (kho lưu trữ trực tuyến về luật, lịch sử và ngoại giao).

nông dân nợ nần chồng chất đang phải gánh chịu các khoản thanh toán thế chấp cố định ngay cả khi giá nông sản của họ giảm xuống.

Có một cuộc tranh luận thú vị về việc liệu tác phẩm văn học thiếu nhi *Phù thủy xứ Oz* đầy màu sắc của Frank Baum có dụng ý của một câu chuyện ngụ ngôn về bản vị vàng hay không. Tất nhiên, cuốn sách cũng là ý tưởng cho bộ phim kinh điển cùng tên ra đời năm 1939 do Judy Garland thủ vai. Quan điểm về một câu chuyện ngụ ngôn lần đầu được giáo viên trung học Henry Littlefield đưa ra vào năm 1964, và sau đó được các tác giả khác tiếp tục phát triển, đáng chú ý nhất là bài viết của nhà kinh tế học Hugh Rockoff trên tạp chí *Kinh tế chính trị* năm 1990. Dù đúng hay không, câu chuyện ngụ ngôn này thường được sử dụng như một công cụ giảng dạy hiệu quả giới thiệu các khái niệm kinh tế học tiền tệ. Littlefield đưa ra mối liên hệ đáng chú ý giữa các nhân vật trong cuốn sách và các bên tham gia chủ chốt trong phong trào dân túy năm 1890. Bù nhìn đại diện cho nông dân, Người thiếc đại diện cho công nhân và Sư tử nhát gan là William Jennings Bryan. Các nhân vật trong Thành phố Ngọc bích nhìn mọi thứ qua tấm kính màu xanh (tiền giấy màu xanh) và con đường lát gạch vàng là cái bẫy hẹp. Quan trọng hơn, trong phiên bản sách, Dorothy đi đôi dép bạc, chứ không phải hồng ngọc. Kết thúc câu chuyện, Dorothy nhận ra rằng nếu muốn an toàn trở về trang trại của gia đình, cô bé chỉ cần gõ hai chiếc giày vào nhau, thể hiện câu trả lời đơn giản của phong trào Bạc tự do.

Bất kể ý đồ của tác giả Frank Baum là gì, không mấy ai nghi ngờ việc giảm phát đôi khi vẫn xảy ra dưới chế độ bản vị vàng, và vấn đề này minh họa một số hạn chế của bất kỳ loại tiền hàng hóa nào. Thật vậy, quan điểm về bản vị vàng có thể tạo ra sự ổn định một cách ngoạn mục cho nền kinh tế chỉ là một ảo tưởng và cái nhìn sai lệch về hình ảnh thực sự của bản vị vàng. Kỷ nguyên bản vị vàng bị ngắt quãng bởi những cuộc suy thoái sâu (cuộc suy thoái năm 1893 phần nào đó cũng trầm trọng không kém cuộc Đại khủng hoảng của thập niên 1930). Đã xảy ra những cuộc đổ xô đi rút tiền ngân hàng và những đợt giảm phát kéo dài. Không điều gì ngăn cản được các chính phủ từ bỏ bản vị vàng khi họ không còn cách nào khác chi trả chiến phí của cuộc Chiến tranh thế giới thứ nhất. Một khi người dân nhận ra bản vị vàng có thể sẽ không tồn tại vĩnh viễn, bản vị vàng cũng trở nên cực kỳ mong manh, thì không có nhiều lý do để tin rằng một chế độ bản vị vàng hiện đại có thể thành công hơn.

Những nỗ lực thiết kế một hệ thống tiền tệ thay thế dựa trên quy tắc trong thực tế có vẻ như khó đạt được, mặc dù cũng đã có một số tiến bộ. Hầu như mọi ngân hàng trung ương trên thế giới hiện nay đều cho biết họ có hướng đến một mục tiêu lạm phát theo hình thức nào đó, mặc dù cách hiểu rất rộng và đa dạng, nhưng cách gọi này trên thực tế chỉ có ý nghĩa hạn hẹp. Một số ngân hàng trung ương có quan điểm khá cứng nhắc về các mục tiêu lạm phát (về nguyên tắc, điều lệ của Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB) chỉ cho phép họ xem xét tỷ lệ lạm phát). Những ngân hàng

trung ương khác, chẳng hạn như Cục Dự trữ Liên bang Mỹ, theo đuổi mục tiêu lạm phát linh hoạt, điều này thường có nghĩa lạm phát là một yếu tố ảnh hưởng đến quyết định về lãi suất của ngân hàng trung ương, nhưng không nhất thiết phải loại trừ các biến số kinh tế vĩ mô khác, đặc biệt là sản lượng và việc làm.

Trong số các quy tắc tiền tệ thời hiện đại có tính đến nhiều yếu tố, có lẽ nổi tiếng nhất là quy tắc Taylor (sẽ thảo luận trong phần Phụ lục), trong đó đề xuất ngân hàng trung ương nên ấn định lãi suất chính sách theo mức chênh lệch của sản lượng so với sản lượng toàn dụng lao động và lạm phát so với mục tiêu lạm phát. Quy tắc Taylor có nhiều ưu điểm và chắc chắn là một cải tiến đột phá so với bản vị vàng hay quy tắc Friedman. Nhưng ngay cả quy tắc Taylor nguyên bản, dù đã chứng tỏ là một công cụ rất hữu hiệu trong nhiều năm, cũng không đủ độ tin cậy để có thể đưa vào bất kỳ hình thức luật lệ cứng nhắc nào dành cho các ngân hàng trung ương. Thật vậy, sau hậu quả của cuộc khủng hoảng tài chính quốc tế năm 2008, các ngân hàng trung ương đã kìm hãm lãi suất ở mức 0% trong thời gian dài hơn nhiều so với ngay cả một đề xuất theo cách hiểu máy móc về quy tắc Taylor, thế nhưng lạm phát vẫn duy trì ở mức thấp. Các quy tắc đơn giản có thể phát huy hiệu quả trong những giai đoạn dài, nhưng vẫn cần có cơ chế dành cho một điều khoản giải thoát, đặc biệt trong các sự kiện thảm khốc vượt xa quy chuẩn của lịch sử, ví dụ như cuộc khủng hoảng tài chính quốc tế năm 2008.

Một lần nữa, mục đích của câu chuyện lạc đề dông dài của chúng ta về các phương án thay thế dựa trên quy tắc cho chế độ tiền tệ hiện tại là giải quyết thái độ phản đối từ những người không hoàn toàn tin tưởng việc ngân hàng trung ương có thể bảo vệ giá trị đồng tiền của họ và có thể chia sẻ quan điểm của Friedman - Lucas là chính sách tiền tệ chủ động gây thiệt hại nhiều hơn lợi ích. Vì vậy, họ gần như chắc chắn sẽ nghi ngờ ý tưởng cho phép ngân hàng trung ương sử dụng lãi suất âm nếu mục đích chính chỉ là tăng cường năng lực của ngân hàng đối với chính sách nghịch chu kỳ.

Nghiên cứu năm 1985 của tôi (lấy cảm hứng từ phong cách đối lập giữa Miller và Volcker) đưa ra ý tưởng về hệ thống tiền tệ lý tưởng là một hệ thống cân bằng giữa tính linh hoạt và cam kết. Đây thực sự là yếu tố quan trọng nhất của mô hình ngân hàng trung ương. Cũng như kinh nghiệm của thập niên 1980 đã cho thấy vấn đề gì có thể xảy ra khi có quá ít cam kết duy trì lạm phát ở mức thấp trong dài hạn, cuộc khủng hoảng tài chính gần đây và những hậu quả lại được cho là đã minh họa vấn đề có thể xảy ra khi có quá nhiều cam kết. Đúng vậy, kể từ đó nhiều tác giả đã viết những bài nghiên cứu lập luận về một thế giới hoàn hảo, trong đó luôn có thể tìm thấy một hệ thống vận hành chuẩn xác và không cần phải đánh đổi. Và thật không may, trong thập niên 1990 và đầu thập niên 2000, nhiều ngân hàng trung ương đã ngô nhận là họ có thể tìm ra một quy tắc lý tưởng mà không đòi hỏi phải đánh đổi.

Nhưng cũng như việc xây dựng một quy tắc luôn chuẩn xác, thật khó có thể xây dựng một cơ chế khuyến khích hoặc bộ quy tắc chế chế luôn mang lại kết quả tối ưu. Do đó, dù không thể tránh khỏi một số sai sót của con người, nhưng có lẽ lý tưởng nhất vẫn là một hệ thống cố gắng cân bằng giữa tính linh hoạt và cam kết. Theo quan điểm của tôi, ngân hàng trung ương hiện nay đã đặt nặng quá mức tính cứng nhắc so với tính linh hoạt; họ quá sốt sắng khi cho rằng mục tiêu lạm phát và các quy tắc đơn giản sẽ cơ bản loại bỏ mọi hình thức đánh đổi cần thiết. Kinh nghiệm của 8 năm qua đã cho thấy quan điểm đó sai lầm như thế nào. Mặc dù việc cho phép sử dụng lãi suất âm sẽ giúp giảm nhẹ yêu cầu về tính linh hoạt bằng cách loại bỏ giới hạn gần 0, nhưng điều quan trọng vẫn là phải chuẩn bị cho những tình huống bất ngờ trong tương lai<sup>1</sup>.

Mặc dù rõ ràng vẫn còn khả năng cải tiến, nhưng hệ thống ngân hàng trung ương độc lập ngày nay được vận hành theo hình thức kỹ trị<sup>2</sup> vẫn hoạt động hiệu quả hơn nhiều so với bất kỳ hệ thống nào khác, chắc chắn hiệu

---

1. Một quốc gia đang phát triển có thu nhập thấp sẽ không nhất thiết muốn đưa ra phương án lãi suất âm - cũng như điều này không thực sự quá cần thiết. Giới hạn gần 0 không phải một vấn đề lớn ở các quốc gia mà người dân không tin tưởng các nhà lãnh đạo sẽ không đẩy cao lạm phát và thị trường có mức phí bảo hiểm rủi ro lớn, ngay cả sau khi điều chỉnh theo kỳ vọng lạm phát cao.

2. Kỹ trị là hình thức mà người đứng đầu được lựa chọn dựa trên cơ sở chuyên môn của họ trong một lĩnh vực nhất định, đặc biệt liên quan đến những kiến thức về khoa học và kỹ thuật (*BT*).

quả hơn so với bản vị vàng. Trong bối cảnh hiện nay khi các ngân hàng trung ương nhìn chung đều có năng lực và tính độc lập, việc đề xuất khả năng áp dụng lãi suất âm sẽ không phải là vấn đề lớn. Và nếu lãi suất âm được xem như nguyên nhân gây ra rủi ro lạm phát, biện pháp đúng đắn phải là đẩy mạnh chứ không phải giảm bớt tính độc lập của ngân hàng trung ương. Do đó, lãi suất âm nên được xem như một giải pháp kỹ thuật, và chắc chắn không phải là lý do để nghi ngờ nguyên tắc bao trùm về tính độc lập của ngân hàng trung ương.

## KẾT LUẬN PHẦN II

Lãi suất âm là một vấn đề cực kỳ phức tạp, liên quan đến nhiều thách thức và khó khăn của chính sách tiền tệ nói chung. Thậm chí trong giai đoạn thử nghiệm ban đầu với lãi suất âm của một số nước châu Âu và Nhật Bản, đây là một chủ đề được tranh luận sôi nổi. Trong phần II của cuốn sách này, chúng ta đã xem xét các lý lẽ ủng hộ việc thúc đẩy áp dụng lãi suất âm. Chúng ta đã tìm hiểu một số phương án thay thế có thể giảm nhẹ ảnh hưởng của giới hạn gần 0, bao gồm cả các phương pháp dọn đường cho chính sách lãi suất âm không giới hạn mà không cần loại bỏ tiền giấy. Chúng ta cũng đã phân tích những ý kiến phản đối cho rằng chính sách lãi suất âm có thể dẫn đến bất ổn giá cả, bất ổn tài chính và xa rời chính sách tiền tệ dựa trên quy tắc.

Tóm lại, dấu cho còn rất nhiều vấn đề và ý kiến phản đối, thì lập luận ủng hộ một chính sách lãi suất âm được

thiết kế hợp lý vẫn là khá thuyết phục. Nếu các ngân hàng trung ương được phép áp đặt lãi suất âm không giới hạn, họ sẽ có thêm nhiều cơ hội đẩy nhanh nền kinh tế thoát khỏi vòng xoáy giảm phát và ứng phó với tác động của việc thu hẹp tín dụng sau một cuộc khủng hoảng tài chính có tính chất hệ thống. Lãi suất âm sẽ tạo ra tác động tạm thời gia tăng tổng cầu và khuyến khích mạnh mẽ các ngân hàng cho vay phần dự trữ vượt mức. Nhưng để những nỗ lực đó thực sự hiệu quả, thì cần phải hoàn toàn dọn đường cho lãi suất âm. Trước hết, điều này có nghĩa là loại bỏ (hoặc loại bỏ hầu hết) những động cơ tích trữ tiền mặt khi lãi suất ở mức âm, những động cơ hiện đang ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả của chính sách này. Điều đó cũng có nghĩa là phải chuẩn bị đầy đủ “hệ thống cấp nước” cho lãi suất âm về cả pháp lý, thuế khóa và những thay đổi về thể chế. Một lần nữa, kinh nghiệm hiện tại khi “nhón chân” vào vùng lãi suất âm không thể được xem như một phép thử mang tính quyết định về hiệu quả của chính sách này sau khi đã thực hiện các bước chuẩn bị cần thiết, vì nhiều vấn đề vẫn còn chưa được giải quyết, đặc biệt là việc tìm ra cách xử lý cho một cuộc đổ xô rút tiền mặt.

Một bước chuyển thực sự đến với thế giới của chính sách lãi suất âm sẽ là một bước đột phá, có thể so sánh với quyết định từ bỏ bản vị vàng vào thập niên 1930, từ bỏ tỷ giá hối đoái cố định vào thập niên 1970 và sự xuất hiện của các ngân hàng trung ương hiện đại, độc lập trên khắp thế giới vào thập niên 1980 và thập niên 1990. Cũng giống như tất cả những thay đổi đó, sẽ có những điều không thể

lưỡng trước trong quá trình chuyển đổi, nhưng sau một thời gian, ngân hàng trung ương và những chủ thể tham gia thị trường tài chính có lẽ không thể hình dung được mọi thứ sẽ có thể hoạt động theo cách nào khác.

Cuối cùng, hãy hiểu rằng lãi suất âm không phải phương thuốc thần kỳ cho mọi căn bệnh của nền kinh tế. Lãi suất âm không thể thay thế cho đầu tư giáo dục và cơ sở hạ tầng, hay những cuộc cải cách theo hướng thị trường, hay chính sách tài khóa nghịch chu kỳ hợp lý. Nhưng lãi suất âm có thể khôi phục tính hiệu quả của chính sách tiền tệ ở giới hạn gần 0, và xóa tan bầu không khí rối loạn trong các cuộc tranh luận chính sách.

## **PHẦN III**



**PHƯƠNG DIỆN QUỐC TẾ  
VÀ TIỀN KỸ THUẬT SỐ**



## *Chương 13*

# **PHƯƠNG DIỆN QUỐC TẾ ĐỐI VỚI VIỆC LOẠI BỎ TIỀN GIẤY**

**T**rong phần cuối cùng và tương đối ngắn của cuốn sách này, chúng ta sẽ đưa ra một số câu hỏi quan trọng mà cho đến nay mới chỉ được xử lý một cách qua loa: phương diện quốc tế đối với việc loại bỏ tiền giấy và hàm ý của tiền kỹ thuật số. Cả hai đều là những chủ đề quan trọng có thể viết riêng thành những cuốn sách khác, và chúng rõ ràng phản đối việc loại bỏ tiền giấy, ít nhất là ở mức độ hời hợt. Tuy nhiên, khi xem xét kỹ lưỡng hơn, cả hai vấn đề đều không đưa ra những thách thức không thể giải quyết hoặc bác bỏ lập luận chính mà tôi đã trình bày cho đến lúc này.

Chúng ta sẽ bắt đầu với câu hỏi quan trọng: liệu quá trình loại bỏ tiền giấy có cần phối hợp quốc tế hay không. Nếu tội phạm ở Mỹ không thể sử dụng tờ 100 USD, chẳng phải họ sẽ chuyển sang thực hiện giao dịch bằng đôla Canada, yên Nhật và euro mệnh giá lớn hay sao? Đồng thời, chẳng phải một khu vực (giả sử như Mỹ hoặc khu vực sử dụng đồng euro) cũng không dại gì đơn phương từ bỏ phần lợi nhuận thu được nhờ cung ứng tiền giấy cho tội phạm quốc tế hay sao? Và còn các thị trường mới nổi hay

nền kinh tế đang phát triển - có ai trong số họ nêu cân nhắc về một thế giới không tiền giấy? Ngoài ra, nếu như một số quốc gia phát triển gỡ bỏ thành công giới hạn gần 0 nhưng những quốc gia khác vẫn còn bị mắc kẹt thì sẽ ra sao?

## **TIỀN GIẤY NGOẠI TỆ CÓ THAY THẾ TIỀN GIẤY NỘI TỆ KHÔNG?**

Tôi xin nói rõ: tiền giấy ngoại tệ sẽ khó có thể tràn vào nền kinh tế ngầm của Mỹ sau khi tờ đôla Mỹ bị loại bỏ. Điểm quan trọng nhất là tiền giấy ngoại tệ sẽ khó có thể tái sử dụng trong nền kinh tế nội địa hợp pháp của Mỹ cũng như việc di chuyển lượng tiền lớn vào và ra khỏi nền kinh tế là tốn kém và không dễ dàng.

Kinh nghiệm của Anh là một bằng chứng thuyết phục, vì có thể hiểu, họ phải đổi mặt với vấn đề của một quốc gia có tiền giấy mệnh giá tương đối nhỏ so với người láng giềng có tiền giấy mệnh giá siêu lớn. Hãy nhớ rằng tờ tiền mệnh giá lớn nhất đang lưu hành của Ngân hàng Anh chỉ là 50 bảng (tương đương khoảng 75 USD) và Anh chỉ cách khu vực sử dụng đồng euro một con kênh đào, trong khi khu vực sử dụng đồng euro sở hữu những tờ tiền mệnh giá lớn (một tờ 500 euro có trị giá tương đương khoảng 570 USD)<sup>1</sup>. Brexit sẽ không thay đổi được điều này.

---

1. Tờ 500 euro đôi khi được gọi là “tiền Bin Laden”, vì hầu hết mọi người từng nghe về chúng, nhưng rất ít người thực sự đã nhìn thấy chúng.

Hồi năm 2010, Cơ quan phòng chống tội phạm nghiêm trọng có tổ chức (SOCA) của Anh nhấn mạnh hiểm họa của tờ 500 euro trong nền kinh tế ngầm của Anh<sup>1</sup>. Tên của cơ quan này nghe giống như trong một bộ phim về James Bond, nhưng SOCA thực sự chỉ tồn tại từ năm 2006 đến 2013. Báo cáo hằng năm của họ cung cấp một cuốn cảm nang xác thực về vấn đề rửa tiền và tiền mặt trong nền kinh tế ngầm cho bất cứ ai muốn xem xét nghiêm túc về vấn đề này. Nghiên cứu của SOCA, phối hợp cùng nhiều cơ quan hành pháp, cho thấy hơn 90% nhu cầu ở Anh với tờ 500 euro đều xuất phát từ tội phạm. Hợp tác cùng các chuyên gia trong ngành tài chính và nhiều chuyên gia khác, SOCA kết luận “không có lý nào tờ 500 euro được sử dụng hợp pháp tại Anh với lượng cung đến như vậy, và cơ hội tiếp cận dễ dàng tờ 500 euro là nhân tố chủ chốt làm gia tăng hoạt động tội phạm, vì tội phạm có thể di chuyển khối lượng lớn tiền mặt một cách hiệu quả”<sup>2</sup>.

SOCA, phối hợp với Bộ Tài chính Anh, đã thuyết phục thành công các tổ chức tư nhân bán buôn tiền giấy ngừng cung cấp tờ 500 euro tại Anh, ví dụ như hạn chế đổi tờ 500 euro tại ngân hàng. Vì thế, việc nắm giữ tờ 500 euro tại Anh không phạm pháp, nhưng nắm giữ số lượng lớn tờ tiền này đã trở nên rủi ro hơn nhiều và rất dễ gây nghi ngờ. Trong

---

1. Cơ quan phòng chống tội phạm nghiêm trọng có tổ chức (2011).

2. Cơ quan phòng chống tội phạm nghiêm trọng có tổ chức (2011, tr.15).

thời gian tới, Anh sẽ phải có hành động tương tự đối với các tờ 100 và 200 euro, đặc biệt khi Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB) cuối cùng đã bị thuyết phục việc loại bỏ tờ 500 euro.

Như cách làm của Anh với tiền euro mệnh giá lớn, bất kỳ quốc gia nào đơn phương loại bỏ tiền mặt sẽ cần tạo ra những trớn ngại cho việc di chuyển lượng lớn ngoại tệ vào và ra khỏi hệ thống tài chính trong nước. Tuy nhiên, những biện pháp gây trớn ngại đó vốn đã được áp dụng triệt để, với nhiều quy định chống rửa tiền khác nhau. Bất cứ ai mang theo số tiền trị giá lớn hơn 10.000 USD vào hoặc ra khỏi Mỹ đều phải khai báo; ở Liên minh châu Âu, hạn mức này là 10.000 euro; hầu hết các quốc gia hiện nay đều có những quy định hạn chế tương tự. Bất cứ ai gửi tiền mặt và rút ngoại tệ (hoặc nội tệ) với số lượng đáng kể đều phải điền vào tờ khai, và các ngân hàng được yêu cầu báo cáo các giao dịch lớn. Và hạn mức tiền mặt có thể còn được hạ thấp hơn nữa trong tương lai.

Trong một thế giới mà các nhà bán lẻ thông thường sẽ không chấp nhận đồng euro và tiền giấy đã bị loại bỏ (hầu hết), hoạt động rửa tiền euro sẽ không còn dễ dàng. Thật vậy, sẽ không có luật nào cấm một cửa hàng hoặc nhà hàng ở Mỹ nhận thanh toán bằng đồng euro. (Chức năng tiền pháp định của đồng đôla Mỹ chỉ yêu cầu đồng đôla Mỹ được chấp nhận cho thanh toán nợ<sup>1</sup>). Nhưng nếu

---

1. Như được giải thích trên trang web của Bộ Ngân khố Mỹ trong mục “Chức năng tiền pháp định”.

bất kỳ một doanh nghiệp Mỹ nào mỗi tuần đều đến ngân hàng với một đống tiền euro thì có lẽ nên in luôn dòng chữ “công ty rửa tiền” lên đồ văn phòng phẩm của họ. Điều đó chắc chắn sẽ gây chú ý. Đúng vậy, một điều cũng quan trọng là phải ngăn chặn các sòng bạc rửa tiền euro số lượng lớn, nhưng điều này cũng có thể được thực hiện dễ dàng.

Nếu như tiền euro mệnh giá lớn chỉ được lưu hành trong nền kinh tế ngầm, thúc đẩy hoạt động tội phạm và thương mại nhưng không hề được lưu hành trong nền kinh tế hợp pháp thì sao? Ví dụ, trên Darknet (Internet ngầm) có thể sẽ phát triển một thị trường chợ đen cho tiền euro mệnh giá lớn, cho phép sử dụng tờ 100, 200 hoặc 500 euro nhiều lần trước khi được tẩu tán ra khỏi Mỹ. Tôi đã đề cập điểm cơ bản này trong Chương 5 và 7, nhưng nhắc lại vì đây là điểm cơ bản. Bất kỳ tờ tiền nào chỉ có thể sử dụng được trong nền kinh tế ngầm sẽ được bán với mức chiết khấu cao, vì sử dụng chúng sẽ rất tốn kém và khó khăn. Với những người trốn thuế và thậm chí là tội phạm, chi phí giao dịch cao và tính lỏng kém sẽ là những trở ngại đáng kể tương tự như vấn đề với kim cương chưa qua xử lý; họ cũng muốn tiêu tiền tại các cửa hàng bán lẻ và trực tuyến như những người khác. Cuối cùng nhưng không kém phần quan trọng, nếu các tờ tiền giữ được giá trị cao, cuối cùng tiền giả sẽ xâm nhập khi những đổi mới công nghệ về tính năng bảo mật của tiền giấy không còn nữa.

## TỪ BỎ LỢI NHUẬN TRONG VIỆC CUNG CẤP CÔNG NGHỆ GIAO DỊCH ƯA THÍCH CHO THẾ GIỚI NGẦM

Tiếp theo chúng ta chuyển sang vấn đề về nguồn thu nhập mà Mỹ (hoặc khu vực sử dụng đồng euro) kiếm được bằng cách cung cấp cho nền kinh tế ngầm một phương tiện giao dịch ẩn danh được chấp nhận chung. Chúng ta đã xem xét các ước tính về lượng nắm giữ đồng đôla Mỹ và euro của nước ngoài trong Chương 3, và đây chắc chắn là những con số đáng kể, có lẽ chiếm khoảng một nửa lợi nhuận của Mỹ từ việc bán tiền giấy. Tuy nhiên, tôi cũng đã lập luận rằng toàn bộ số tiền tổn thất từ doanh thu thuế in tiền có thể được bù đắp nhờ lợi ích gián tiếp do doanh thu thuế cao hơn từ nền kinh tế ngầm, chưa kể tất cả các lợi ích phụ trợ từ việc giảm thiểu tội phạm. Nếu Mỹ loại bỏ tiền giấy (có thể ngoại trừ với tiền giấy mệnh giá nhỏ và/hoặc tiền xu nhỏ, theo Chương 7), tỷ lệ tiền euro sẽ tăng lên, mặc dù có lẽ không tương đương. Tại các quốc gia như Mêhicô, Côte d'Ivoire và Áchentina, đồng đôla Mỹ trong nền kinh tế ngầm có tính lỏng cao hơn nhiều so với đồng euro trong nền kinh tế ngầm, do hoạt động trao đổi qua lại về người và hàng hóa thường xuyên với Mỹ. Chắc chắn, khu vực sử dụng đồng euro sẽ xuất hiện những công ty mới từ các trùm ma túy và kẻ buôn người vốn phụ thuộc vào đồng đôla, và từ đó khu vực sử dụng đồng euro sẽ được hưởng lợi. Hy vọng là họ cũng không muốn sự xuất hiện của những công ty này, đặc biệt nếu các nhà lãnh đạo châu Âu bắt đầu đánh giá đúng hơn vai trò của tiền mặt trong việc tài trợ cho các hoạt động

nhập cư trái phép và khủng bố, chưa kể đến việc tạo điều kiện cho hoạt động trốn thuế.

Thật vậy, trong một thế giới lý tưởng, các quốc gia G7 còn lại và cuối cùng cả các quốc gia, vùng lãnh thổ là thiên đường thuế có tiền giấy mệnh giá lớn (ví dụ: Thụy Sĩ, Xingapo và Hồng Kông (Trung Quốc)) cũng sẽ làm điều tương tự. Một lợi ích của hành động phối hợp đơn giản là có thể dễ thuyết phục hơn về mặt chính trị. Đó cũng sẽ là phương tiện hiệu quả nhất có thể giải quyết vấn đề tội phạm toàn cầu. Tội phạm toàn cầu có thể và sẽ sử dụng những đồng tiền khác, ví dụ như đồng nhân dân tệ và đồng rúp Nga, nhưng chúng kém lỏng hơn rất nhiều (với chính sách kiểm soát vốn của Trung Quốc) và khó có thể thay thế hoàn hảo cho các đồng tiền chủ chốt của thế giới. Hơn nữa, tờ tiền giấy có mệnh giá lớn nhất của Trung Quốc, tờ 100 nhân dân tệ, chỉ có giá trị tương đương 16 USD (mặc dù các tờ tiền mệnh giá lớn hơn cũng đang được cân nhắc)<sup>1</sup>.

Phải thừa nhận, một số người sẽ lập luận rằng các tờ tiền mệnh giá lớn của Mỹ là một thế lực bất biến tại các quốc gia như Nga, nơi mà tiền giấy đôla Mỹ cho phép người

---

1. Tờ rúp lớn nhất, 5.000 rúp, trị giá khoảng 77 USD, mặc dù con số này rất nhạy cảm với tỷ giá hối đoái không ổn định của Nga. Peter Sands (2015), chủ tịch cũ của Ngân hàng Standard Chartered, từng tranh luận mạnh mẽ ủng hộ nhóm G20 phối hợp hành động loại bỏ tiền giấy mệnh giá lớn. (Nhóm G20 bao gồm các chính phủ và thống đốc ngân hàng trung ương từ 20 quốc gia lớn tổ chức các cuộc họp ở cấp bộ trưởng và người đứng đầu nhà nước. Ngày nay, đây là diễn đàn quan trọng nhất cho các vấn đề kinh tế toàn cầu lớn).

dân thường có thể trốn tránh các quan chức chính phủ tham nhũng. Nhà môi giới bất động sản ở Moscow sẽ chẳng nghi ngờ gì một người đi mua căn hộ với chiếc valy chứa đầy tiền có mệnh giá 100 USD. Thật không may, với mỗi trường hợp mà tiền giấy là đồng đôla hoặc đồng euro tạo điều kiện cho một giao dịch mà người Mỹ theo cách nào đó có thể đánh giá là phù hợp về mặt đạo đức, lại có thể có rất nhiều trường hợp khác mà họ sẽ không đồng tình, ví dụ như buôn bán các cô gái trẻ người Nga và Ucraina sang Pháp và Trung Đông. Ở gần Mỹ hơn, các trùm ma túy tại Côn Đảo và Mêhicô thu đôla Mỹ từ việc bán hàng ở Mỹ và chi đôla Mỹ để mua vũ khí, hối lộ các chính trị gia, cảnh sát và cơ quan hải quan. Sau khi cân nhắc, ngay cả khi tính đến các trường hợp mà việc đôla hóa hỗ trợ hoạt động kinh tế khi đồng nội tệ không được tin cậy (tình huống mà một số quốc gia Mỹ Latinh đã gặp phải)<sup>1</sup>, thì lập luận ủng hộ duy trì tiền giấy vì mục đích phục vụ chính sách đối ngoại là cực kỳ thiếu căn cứ.

Cho đến nay, phần thảo luận đã tập trung vào đồng đôla. Còn đồng tiền của các quốc gia khác thì sao? Mỗi quốc gia có các thể chế pháp lý và văn hóa riêng, nhưng nói rộng ra, lý do loại bỏ tiền giấy thậm chí còn thuyết phục hơn cả ở Mỹ.

Với Nhật Bản, vấn đề tổn thất thuế in tiền từ tội phạm mafia quốc tế không hoàn toàn liên quan vì đồng yên ít được sử dụng bên ngoài Nhật Bản. Thật vậy, Nhật Bản phải được

---

1. Colacelli và Blackburn (2009) ước tính rằng việc người dân Argentina được phép sử dụng đôla trong vài năm đầu tiên sau khi nước này bị vỡ nợ năm 2002 có thể đã giúp tăng thêm 0,6% GDP.

coi là ứng cử viên hàng đầu có thể trở thành nước lớn đầu tiên loại bỏ tiền giấy, do cuộc chiến kéo dài của quốc gia này với lạm phát cực thấp và mức tín nhiệm yếu kém của các mục tiêu lạm phát dài hạn của Ngân hàng Nhật Bản. Bất cứ điều gì xảy ra trong vài năm tới, Nhật Bản rõ ràng rất dễ lặp lại tình trạng giảm phát mà họ đã trải qua liên tục trong hai thập kỷ gần đây. Như đã lưu ý trong Chương 7, một số nền kinh tế phát triển nhỏ hơn, như Thụy Điển và Đan Mạch, đến giờ đã thực hiện các bước quan trọng hướng đến giảm mạnh việc sử dụng tiền mặt trong nền kinh tế.

Phần nào đó, ở Anh lại có một loạt những mối lo ngại khác khi đồng euro di chuyển ra và vào nền kinh tế đặc biệt dễ dàng, bất chấp quy định hạn chế là buộc khách du lịch mang theo trên 10.000 euro phải điền vào mẫu khai báo lượng tiền mặt mà họ nắm giữ. Các công dân châu Âu có thể dễ dàng ra và vào Anh, và chắc chắn sẽ tiếp tục như vậy trong bất kỳ chế độ nào trong tương lai. Theo con số ước tính, có đến 300.000-400.000 công dân Pháp sống ở London, khiến thị trưởng London, Boris Johnson, vào năm 2013 đã phải nhận xét rằng ông đang là thị trưởng của thành phố lớn thứ sáu của Pháp<sup>1</sup>. Đối với Anh, việc loại bỏ tiền giấy (sắp trở thành tiền pôlyme) sẽ dễ dàng hơn nhiều nếu phối hợp với châu Âu. Tuy nhiên, các biện pháp kiểm soát mà SOCA và Bộ Tài chính Anh đã triển khai cũng có thể dễ dàng được mở rộng sang các loại tiền giấy ngoại tệ mệnh giá lớn khác.

---

1. Johnson (2013).

## THỊ TRƯỜNG MỚI NỔI

Hầu hết các thị trường mới nổi có thể sẽ được hưởng lợi ích ròng đáng kể nếu các quốc gia phát triển loại bỏ tiền giấy của chính họ, đặc biệt là các tờ tiền mệnh giá lớn đang rất thịnh hành trong các hoạt động tham nhũng và tội phạm. Nhưng với hầu hết các quốc gia này, suy tính loại bỏ đồng tiền của chính họ vẫn còn là quá sớm. Trước hết, phần lớn các thị trường mới nổi không hề có mức lãi suất tiến sát đến giới hạn gần 0; nhiều nơi còn đang nỗ lực duy trì tỷ lệ lạm phát ở một con số, và hầu hết buộc phải trả phí bảo hiểm rủi ro cho trái phiếu của họ. Vì vậy, nhu cầu sử dụng lãi suất âm thúc đẩy chính sách tiền tệ vận hành trơn tru hoàn toàn không phải là vấn đề cấp bách. Ngoài ra, mặc dù một số thị trường mới nổi đang dẫn đầu xu thế về triển khai dịch vụ ngân hàng qua điện thoại di động, nhưng cơ sở hạ tầng tài chính tổng thể của họ lại kém phát triển hơn nhiều, trong đó một tỷ lệ lớn người dân vẫn chưa sử dụng các dịch vụ của ngân hàng (ví dụ tỷ lệ này là khoảng 50% ở Côte d'Ivoire). Vì vậy, gánh nặng trong việc cung cấp miễn phí thẻ ghi nợ phổ thông là cao hơn nhiều so với những quốc gia như Mỹ hoặc Đức. Đặc biệt, ở Trung Quốc, một phần lớn dân số vẫn sống trong các vùng nông thôn tương đối nghèo, vì vậy ngay cả khi các thành phố lớn ven biển có thể không dùng tiền mặt thì cả Trung Quốc cũng không thể như vậy. Những thách thức ở Ấn Độ, đất nước đang phát triển nhưng nền kinh tế vẫn tụt hậu đáng kể so với Trung Quốc, thậm chí còn lớn hơn.

Có lẽ quan trọng nhất, đối với các thị trường mới nổi và nền kinh tế đang phát triển, các biện pháp nhằm giảm quy mô nền kinh tế phi chính thức bằng cách giảm sử dụng tiền mặt cũng không thể chứng tỏ sẽ mang lại lợi ích ròng. Rất nhiều chủ lao động không chính thức vẫn tận dụng lao động có vốn nhân lực thấp, những người không thể đáp ứng điều kiện của khu vực chính thức và không thể dễ dàng gia nhập các công ty đang gánh chịu thêm chi phí vì phải đối phó với chế độ chính phủ yếu kém.

Tuy vậy, nhiều thị trường mới nổi vẫn tồn tại những vấn đề tham nhũng sâu sắc, một nguyên nhân cốt yếu gây ra tình trạng chế độ yếu kém đang kìm hãm sự phát triển<sup>1</sup>. Một trường hợp điển hình gần đây là vụ bê bối tham nhũng dồn mỏ và xây dựng nghiêm trọng của Braxin, trong đó tổng số tiền hối lộ và lót tay được ghi nhận đã vượt quá 3 tỷ USD và chưa dừng lại, đồng thời những cáo buộc tham nhũng đã đạt đến con số cao nhất<sup>2</sup>. Tất nhiên, tham nhũng ở mức độ này có nhiều hình thức khác ngoài tiền mặt, nhưng tiền mặt vẫn xuất hiện trong rất nhiều báo cáo. Ngay cả khi còn quá sớm cho các thị trường mới nổi suy tính việc loại bỏ đồng tiền của chính họ thì vẫn có lý do loại bỏ các tờ tiền mệnh giá lớn. Hiện tại, do tỷ giá hối đoái rất thấp của đồng real Braxin so với đồng đôla Mỹ, nên tờ tiền mệnh giá lớn nhất (100 real) chỉ có giá trị tương đương 30 USD, nhưng chỉ vài năm trước nó có giá trị tương đương gần 60 USD.

---

1. La Porta và Shleifer (2014).

2. David Segal, “Petrobras Scandal Leaves Brazilians Lamenting a Lost Dream”, *New York Times*, ngày 07/8/2015.

## LÃI SUẤT ÂM CÓ ĐÒI HỎI SỰ PHỐI HỢP QUỐC TẾ?

Cho đến giờ, chương này đã giải quyết các vấn đề quốc tế phát sinh từ việc loại bỏ tiền giấy, nhưng còn tác động lan tỏa từ lãi suất chính sách âm thì sao? Cụ thể, chúng ta giả sử Cục Dự trữ Liên bang là ngân hàng trung ương lớn đầu tiên loại bỏ hoàn toàn rào cản giới hạn gần 0, trong khi các quốc gia phát triển khác mới chỉ có thể “nhón chân” vào vùng lãi suất âm vì còn sử dụng tiền giấy. Trong trường hợp bình thường, với lãi suất dương, nhu cầu phối hợp chính sách tiền tệ quốc tế giữa các nền kinh tế phát triển dường như là tương đối nhỏ. Đúng vậy, tác động lan tỏa đúng là đang xảy ra, nhưng chúng dường như chỉ là tác động gián tiếp<sup>1</sup>. Chừng nào các quốc gia còn duy trì trật tự của chính sách tiền tệ, hệ thống này vẫn sẽ vận hành tương đối hiệu quả. (Có nhiều bằng chứng khác nhau cho khẳng định khái quát này, đặc biệt nếu một quốc gia lớn phải đổi mặt với những méo mó nghiêm trọng mà có thể được giảm nhẹ bằng chính sách tiền tệ chủ động, nhưng chúng ta không cần bận tâm ở đây)<sup>2</sup>.

Tuy nhiên, lý thuyết phối hợp chính sách tiền tệ đã không tính đến giới hạn gần 0 và giả định mọi quốc gia đều có thể điều chỉnh lãi suất khi cần thiết để cân bằng lạm phát và độ lệch sản lượng. Chỉ gần đây các nhà kinh tế học mới bắt đầu nghiên cứu nghiêm túc về ảnh hưởng của giới hạn gần 0 đến kết quả thông thường. Một số nghiên cứu mới đã gợi ý vấn đề một ngân hàng trung ương lớn

---

1. Obstfeld và Rogoff (2002).

2. Về bằng chứng cho rằng một phần đáng kể trong thương mại toàn cầu được tính giá bằng đồng đôla Mỹ, xem Gopinath (2015).

sa lầy vào bẫy thanh khoản có thể kéo theo rất nhiều quốc gia khác, và khi có nhiều quốc gia cùng bị mắc kẹt, điều đó có thể kích hoạt một đợt cạnh tranh giảm tỷ giá hối đoái như là cứu cánh cuối cùng của chính sách tiền tệ<sup>1</sup>.

Về nguyên tắc, có thể mở rộng phân tích này để trả lời câu hỏi điều gì sẽ xảy ra nếu lãi suất chính sách ở tất cả các khu vực lớn đều giảm xuống 0, nhưng một số ngân hàng trung ương có khả năng giảm lãi suất xuống mức âm sâu trong khi những ngân hàng trung ương khác thì không. Giả sử, ví dụ, một cuộc suy thoái toàn cầu đánh sập lãi suất chính sách của tất cả ngân hàng trung ương xuống mức 0, nhưng Mỹ đã loại bỏ tiền giấy trong khi các ngân hàng trung ương khác thì chưa. Điều này sẽ cho phép Cục Dự trữ Liên bang giảm lãi suất xuống mức âm sâu, trong khi các ngân hàng trung ương khác vẫn mắc kẹt ở giới hạn gần 0. Lãi suất của Mỹ giảm xuống sẽ tạo ra tác động ròng tích cực đối với nhu cầu của thế giới, nhưng tỷ giá hối đoái giảm xuống cũng sẽ dịch chuyển nhu cầu của thế giới về phía Mỹ. Ở mức tối thiểu, Mỹ sẽ hưởng lợi không tương xứng, và về nguyên tắc, có thể các quốc gia khác còn thiệt hại hơn nữa so với việc Mỹ cũng mắc kẹt ở giới hạn gần 0. Đây là một câu hỏi nghiên cứu mở, nhưng cũng dễ hình dung là tác động lan tỏa của chính sách lãi suất âm đơn phương có thể là tác động trực tiếp và có thể gây ra tình trạng căng thẳng đáng kể.

Ở khía cạnh nào đó, thế giới đã từng chứng kiến một phiên bản của tình trạng bất đối xứng này. Trong thập kỷ trước cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008, chỉ có Ngân hàng Nhật Bản

---

1. Xem Caballero, Farhi và Gourinchas (2015).

bị mắc kẹt ở giới hạn gần 0, trong khi các ngân hàng trung ương khác thì không. Đó là một thập kỷ không suôn sẻ cho Nhật Bản, mặc dù khó có thể tách biệt mức độ ảnh hưởng của việc thiếu sự phối hợp chính sách tiền tệ quốc tế.

Đến giờ, chúng ta đã tập trung vào sự phối tác chính sách tiền tệ giữa các nền kinh tế phát triển, trong đó tác động lan tỏa có thể chỉ là khiêm tốn. Điều tương tự không thể áp dụng cho các thị trường mới nổi. Các thị trường mới nổi chịu ảnh hưởng sâu sắc từ chính sách tiền tệ của Mỹ, trong đó những cú sốc đối với lãi suất của Mỹ sẽ tác động rõ rệt đến thị trường chứng khoán và trái phiếu của họ. Giáo sư Hélène Rey của Trường Kinh tế London đã lập luận rằng, các thị trường mới nổi thường như đều dễ chịu tác động từ trạng thái của thị trường vốn toàn cầu dù lựa chọn theo chế độ tỷ giá hối đoái cố định hay linh hoạt<sup>1</sup>. Thoạt nhìn, việc cho phép lãi suất âm ở Mỹ thường như sẽ khiến vấn đề trầm trọng hơn bằng cách khuếch đại chu kỳ lãi suất của Mỹ. Tuy nhiên, nếu công cụ lãi suất âm cho phép Mỹ thoát khỏi bẫy thanh khoản kịp thời hơn, thì tác động lan tỏa có khả năng sẽ giảm bớt.

Trong tình hình hiện tại, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ không trực tiếp cân nhắc lợi ích của các quốc gia khác khi quyết định chính sách; họ chỉ tính đến mức độ bất lợi có thể tác động trở lại Mỹ. Đây không phải là một tình trạng quản trị toàn cầu đáng mong đợi nhưng tôi không có ý định giải quyết vấn đề này ở đây.

---

1. Rey (2013).

## *Chương 14*

# **TIỀN KỸ THUẬT SỐ VÀ VÀNG**

Khi tôi đề xuất với mọi người rằng việc loại bỏ tiền giấy có thể có những lợi ích, họ gần như cho rằng tôi đang ủng hộ một loại tiền mã hóa như Bitcoin và hơi thất vọng khi nhận ra không phải như vậy<sup>1</sup>. Hiển nhiên, bất cứ ai nhìn vào công nghệ sổ cái phân tán (distributed ledger)<sup>2</sup> đều phải hào hứng với tiềm năng ứng dụng của chúng trong dịch vụ tài chính và lưu trữ sổ sách nói chung. Tuy nhiên, trong tương lai có thể dự đoán được, hệ thống tốt nhất sẽ là hệ thống có đồng tiền do chính phủ phát hành là thước đo giá trị, mặc dù cuối cùng vẫn sẽ chuyển hoàn toàn thành hệ thống tiền điện tử.

Tôi đánh giá cao việc nhiều nhà lãnh đạo trong kỹ nguyên thanh toán thay thế vẫn giữ quan điểm tự do ý chí rằng các công nghệ giao dịch mới dựa trên web có thể giải phóng con người khỏi quyền lực chuyên chế của tiền tệ và

---

1. Xem phần thảo luận sâu rộng về nguồn gốc của tiền mã hóa trong Vigna và Casey (2015).

2. Distributed ledger (sổ cái phân tán) là sự đồng thuận về dữ liệu số được nhân rộng, chia sẻ và đồng bộ hóa theo địa lý trải rộng trên nhiều trang web, quốc gia hoặc tổ chức. Không có quản trị viên trung tâm hoặc lưu trữ dữ liệu trung tâm (*BT*).

quy định của chính phủ. Họ có niềm tin sâu sắc rằng với các loại tiền mã hóa kỹ thuật số như Bitcoin, một ngày nào đó sẽ không có ai phải tin tưởng các ngân hàng nữa. Đối với những người thực sự tin tưởng vào triển vọng của tiền mã hóa, việc cố gắng tìm cách cải thiện hệ thống hiện tại, như mục đích của cuốn sách này, chỉ là lãng phí thời gian. Tốt hơn họ nên tua nhanh thời gian đến với thế giới mới đầy táo bạo, nơi các chính phủ không còn can thiệp vào việc thanh toán và thậm chí không còn kiểm soát thước đo giá trị.

Mặc dù tôi hết sức tôn trọng những tiến bộ bảo mật đầy hứa hẹn từ công nghệ sổ cái công khai và các thuật toán tài tình trong một số loại “tiền tệ” mới, nhưng quan điểm cho rằng Bitcoin - hay bất kỳ loại tiền mã hóa nào khác - sẽ sớm thay thế đồng đôla Mỹ vẫn là một quan điểm khá ngây thơ. Như những gì mà các nhà cải cách tiền tệ đã học được trong thiên niên kỷ qua, thật khó đánh bại chính phủ vĩnh viễn trong một trò chơi mà chính phủ có thể tiếp tục điều chỉnh các quy tắc đến khi họ giành phần thắng. Nếu khu vực tư nhân sáng tạo ra một phương pháp hiệu quả hơn nhiều, thì dần dần chính phủ cũng sẽ thích nghi và thực hiện điều chỉnh cần thiết hướng đến chiến thắng cuối cùng. Ngay cả nếu (chỉ phục vụ cho mục đích tranh luận) công nghệ tiền mã hóa dường như không thể ngăn cản, người chiến thắng (giả sử là Bitcoin 3.0) cuối cùng sẽ chỉ là tiền thân của một “Bencoin” (đặt theo tên của Benjamin Franklin, người hiện đang “tô điểm” cho tờ 100 đôla Mỹ) do chính phủ kiểm soát.

Không phải vì các chính phủ hiện đại quá lo lắng về doanh thu thuế in tiền; ít nhất đó không phải là mối quan tâm chính của họ. Các vấn đề thực sự liên quan đến khả năng sử dụng chính sách tiền tệ để (1) ổn định nền kinh tế tư nhân, (2) phát hành tín dụng ứng phó với khủng hoảng tài chính (đóng vai trò là biện pháp cuối cùng) và (3) có thể tăng mức giá trong trường hợp khẩn cấp cần thiết phải giải quyết vỡ nợ chính phủ một phần (theo giá trị thực tế). Để đạt được những mục đích này một cách hiệu quả, một điều cực kỳ hữu ích là chính phủ phải kiểm soát thước đo giá trị và đồng tiền mà hầu hết các hợp đồng tư nhân được ghi giá trị.

Nếu thế giới kết thúc với một tiêu chuẩn tiền tệ của khu vực tư nhân, và có một cuộc đổ xô rút tiền mặt ở các ngân hàng, thì ai sẽ giải cứu các ngân hàng? Đúng vậy, trong lịch sử, đôi khi khu vực tư nhân đã tổ chức những cuộc giải cứu. Nhân viên Ngân hàng New York J. P. Morgan đã xuất sắc góp phần ngăn chặn cơn hoảng loạn năm 1907, xảy ra trước khi Cục Dự trữ Liên bang Mỹ được thành lập vào năm 1913. Morgan đã thế chấp một khoản tiền lớn của chính ông và thuyết phục các chủ ngân hàng khác ở New York làm điều tương tự, cho phép họ chống đỡ các ngân hàng. Biện pháp này sẽ không thể hiệu quả trong thế giới toàn cầu hóa ngày nay, chắc chắn không phải trong một cuộc khủng hoảng hệ thống thực sự sâu sắc. Chính phủ sẽ phải can thiệp, nếu không phải giải cứu thị trường tài chính thì cũng sẽ tổ chức giải quyết vỡ nợ theo trật tự.

Điều quan trọng là chính phủ có thể rút từ các quỹ thanh khoản lớn trong trường hợp chiến tranh, đại dịch

hoặc khủng hoảng khác sẽ bất ngờ tạo ra nhu cầu tài trợ lớn trong ngắn hạn. Có một số khía cạnh về vấn đề duy trì “không gian tài khóa”, bao gồm quản lý nợ thận trọng, nhưng khả năng kiểm soát thước đo giá trị vẫn là “van an toàn” cực kỳ quan trọng. Điều này đặc biệt hữu ích nếu nợ quốc gia được ghi giá trị bằng đồng tiền của chính quốc gia đó, cho phép chính phủ lựa chọn giải quyết vỡ nợ một phần thông qua lạm phát. Ngoài vấn đề đối phó với thảm họa toàn diện, một quốc gia không kiểm soát đồng tiền của chính họ cũng sẽ không thể sử dụng chính sách ổn định tiền tệ hiện đại.

Nhiều thước đo giá trị có thể cùng tồn tại và người ta có thể nhận thấy nhiều nền kinh tế nhỏ chấp nhận rộng rãi cả đồng nội tệ và đôla Mỹ (hoặc euro). Nhưng, nói chung, thước đo giá trị là độc quyền tự nhiên mà một chính phủ vận hành hiệu quả với thể chế tài chính và pháp lý vững chắc luôn sẵn sàng kiểm soát. Nếu Chính phủ Mỹ quyết định giám sát Bencoin, họ có thể sử dụng lợi nhuận từ thuế in tiền để giúp trang trải chi phí duy trì hệ thống và có thể sử dụng các khoản thu thuế để bảo đảm hệ thống không bao giờ vỡ nợ. Đây là những lợi thế mà một đồng tiền tư nhân không thể cạnh tranh. Thậm chí quan trọng hơn, chính phủ có thể sử dụng luật pháp, quy định và biện pháp cưỡng ép toàn diện để chiếm lợi thế: một chính phủ kiên quyết sẽ luôn giành phần thắng trong cuộc chiến tranh giành quyền lực tiền tệ tối cao, ít nhất là trong dài hạn. Các phương tiện giao dịch khác có thể phát triển mạnh, nhưng đồng tiền của chính phủ sẽ luôn là trung tâm.

Bất kể thế hệ tiền mã hóa đầu tiên có tồn tại trong thập kỷ tới hay không, thì công nghệ mã hóa số cái công khai mà chúng tiên phong vẫn có thể cung cấp một lộ trình bảo mật hiệu quả hơn cho một loạt các giao dịch tài chính. Nói một cách ngắn gọn, ý tưởng cơ bản ở đây là tạo ra một hệ thống trong đó nhiều cá nhân (hoặc thực thể) thuộc khu vực tư nhân được khuyến khích lưu trữ số cái độc lập của cây giao dịch (hoặc chuỗi khối), và các giao dịch mới không thể được ghi vào sổ khi chưa có đủ số người chấp thuận tối thiểu từ bên thứ ba. Công nghệ mã hóa cũng được áp dụng ở mức độ hợp lý, ví dụ đối với Bitcoin, các cá nhân được phép sử dụng bí danh với các tài khoản được bảo vệ bằng mật khẩu, nhờ vậy người khác khó có thể xác định danh tính của họ. Rất nhiều kỹ thuật khoa học thú vị có thể hỗ trợ cho các hệ thống khác nhau, và người ta có thể tìm thấy rất nhiều phương pháp xử lý tuyệt vời<sup>1</sup>.

Các chính phủ trên khắp thế giới đã bắt đầu điều tiết tiền mã hóa quyết liệt hơn. Tại Mỹ, ví Bitcoin hiện phải tuân thủ các quy tắc chống rửa tiền và Sở Thuế vụ đã bắt đầu ban hành các quy định đánh thuế đối với nguồn thu nhập từ Bitcoin. Liên minh châu Âu cũng đang trong quá trình tăng cường các quy định. Các chính phủ có ảnh hưởng lớn nhất trong việc điều chỉnh cách thức tương tác với tiền mã hóa của các tổ chức tài chính. Hiện nay, tại Trung Quốc,

---

1. Các cuốn sách vở lồng xuất sắc về Bitcoin bao gồm Vigna và Casey (2015) và Lo và Wang (2014).

mặc dù giao dịch tiền kỹ thuật số giữa các cá nhân là hợp pháp, nhưng các tổ chức tài chính bị cấm mua, bán và bảo hiểm các loại tiền mã hóa hoặc bất kỳ sản phẩm phái sinh nào. Các quốc gia phát triển đã tạm thời áp dụng phương pháp hạn chế can thiệp hơn, nhưng điều này sẽ không tồn tại mãi mãi. Bằng cách kiểm soát lối vào hệ thống tài chính và nền kinh tế hợp pháp, các chính phủ sẽ vẫn có đủ sức ảnh hưởng để có thể làm suy yếu tính thanh khoản và giá trị của bất kỳ hệ thống tiền tệ thay thế nào tìm cách tránh quy định vĩnh viễn.

Chủ đề được lặp lại này có thể so sánh với phần thảo luận trong Chương 7, khi tôi đặt ra câu hỏi là điều gì sẽ xảy ra nếu tờ 100 USD vẫn tiếp tục lưu hành trong nền kinh tế ngầm ngay cả sau khi đã bị loại bỏ khỏi nền kinh tế hợp pháp trong thời gian dài. Một loại tiền mã hóa không thể sử dụng cho những giao dịch bán lẻ hợp pháp hay chuyển đổi tại ngân hàng có thể tồn tại lâu dài hơn tờ 100 USD đã không còn tồn tại, nhưng khả năng tiếp cận, tầm quan trọng và tính hữu dụng của nó nhiều khả năng sẽ hạn chế rõ rệt.

Về lý thuyết, rất nhiều mục tiêu khác trong hệ sinh thái giao dịch có thể bị các loại tiền kỹ thuật số lấn át, ngay cả sau khi đã điều chỉnh theo quy định. Các khoản phí khổng lồ từ các nhà cung cấp thẻ tín dụng, dịch vụ chuyển tiền và các công nghệ giao dịch điện tử khác khiến các loại phương tiện này dễ dàng bị thay thế. Hiện nay, tiền kỹ thuật số có chi phí chuyển tiền thấp hơn nhiều so với các dịch vụ

chuyển tiền thường có thể tính phí lên đến 10-15%. Và một số ứng dụng của công nghệ số cái phân tán cũng mang lại triển vọng loại bỏ khâu trung gian trong các giao dịch như giữa hai ngân hàng. Điều này sẽ giảm đáng kể chi phí, đặc biệt trong các giao dịch quốc tế. Cách tiếp cận này cũng có thể được sử dụng để tiết kiệm chi phí hợp đồng pháp lý. Một số đối thủ cạnh tranh của Bitcoin, đáng chú ý là nền tảng Ethereum, đang hướng đến cung cấp dịch vụ chuyển đổi an toàn cho hầu hết các loại giao dịch.

Đôi khi người ta tự hỏi liệu tiền mã hóa Bitcoin *có thể* trở thành một loại tiền tệ (giả sử chính phủ không can thiệp). Câu trả lời chắc chắn là có, Bitcoin (hoặc có thể là một trong những đối thủ cạnh tranh hiện tại hoặc tương lai) có thể thực hiện rất nhiều chức năng cơ bản của tiền tệ, bao gồm thước đo giá trị và phương tiện trao đổi, dù có tham gia của chính phủ hay không<sup>1</sup>. Trên thực tế, tiền kỹ thuật số phần nào đó mang lại khả năng thực hiện nhiều loại giao dịch và hợp đồng phức tạp hơn so với tiền giấy truyền thống, chính vì tiền kỹ thuật số chứa rất nhiều thông tin, bao gồm cả lịch sử giao dịch. Hiện nay, các thị trường đang hình thành để khai thác khả năng này, như trong các ứng dụng hỗ trợ Ethereum<sup>2</sup>.

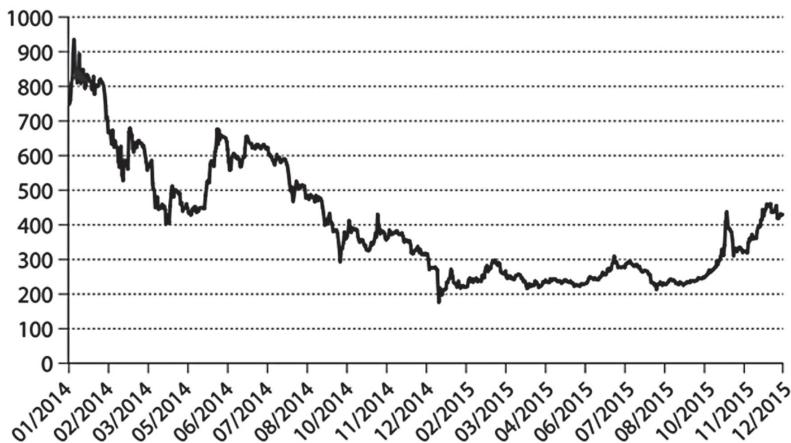
---

1. Per Jevons (1875), hay lý thuyết tiền tệ hiện đại do Kiyotaki và Wright (1989) đề xuất.

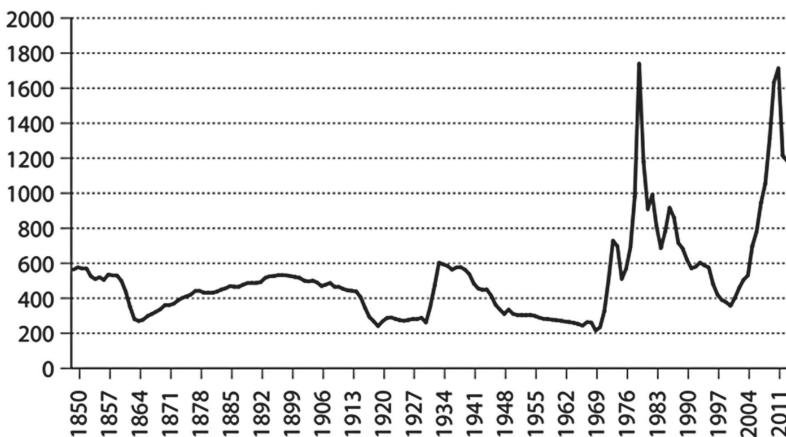
2. Kocherlakota (1998) nhấn mạnh tiền tệ là một dạng nguyên thủy của ký ức xã hội, nhưng về nguyên tắc, các thiết bị ưu việt có thể lưu trữ lịch sử giao dịch. Tất nhiên, nếu tích hợp ký ức giao dịch, tiền tệ cũng sẽ mất đi một phần tính năng ẩn danh.

Tuy nhiên, mặc dù trên lý thuyết một ngày nào đó công nghệ sổ cái phân tán có thể tạo ra một loại tiền tệ vượt trội, nhưng điều đó cũng không có nghĩa là thế giới đã đến được thời điểm đó trong thực tế. Một vấn đề ở đây là giá trị của Bitcoin 1.0 thường biến động mạnh mẽ (Hình 14.1) nên hầu như không thể thực hiện chức năng của một phương tiện cất giữ giá trị ổn định. Về nguyên tắc, Bitcoin cũng có thể trở nên ổn định nếu được chấp nhận rộng rãi hơn. Hình 14.2 cho thấy giá vàng tính theo đôla Mỹ ổn định hơn nhiều dưới chế độ bản vị vàng, ngay cả khi tính theo giá trị thực tế (sức mua). Nếu không có vai trò của một chính phủ hướng đến ổn định giá trị của Bitcoin 1.0, cùng lầm chúng ta chỉ có thể ước đoán xem liệu điều này có thể xảy ra hay không.

**Hình 14.1. Giá thị trường của Bitcoin (USD)**



Nguồn: Blockchain.info.

**Hình 14.2. Giá vàng thực tế (USD)**

Nguồn: 1850-1920, Hiệp hội khai thác quốc gia, 1921-2015, Bloomberg.

Một lo ngại lớn khác đối với chế độ Bitcoin (hoặc bất kỳ loại tiền kĩ thuật số nào) là lạm phát. Nguồn cung Bitcoin đang bị giới hạn ở mức 21 triệu đồng, dự kiến sẽ chạm mốc vào khoảng thế kỷ XXII. Một số người lo ngại mức giới hạn này cuối cùng sẽ dẫn đến giảm phát, nếu thế giới tiếp tục tăng trưởng nhưng nguồn cung Bitcoin là cố định. Trên thực tế, họ nên lo lắng về lạm phát nhiều hơn là giảm phát. Tại sao lại như vậy? Vì Bitcoin không độc quyền về công nghệ nền tảng, những kẻ bắt chước có thể xuất hiện và thực tế đã xuất hiện. Theo thời gian, lợi thế tiên phong của Bitcoin 1.0 có thể mất dần, đặc biệt nếu Bitcoin 2.0 hoặc Bitcoin 3.0 mang lại một cơ chế vượt trội (như chi phí bảo trì thấp hơn nhiều và tính năng ẩn danh chắc chắn hơn). Nếu vậy, vấn đề sẽ là lạm phát chứ không phải giảm phát.

Liệu chính phủ có thể sao chép các công nghệ mới để tạo ra cơ chế thanh toán ưu việt cho đồng tiền điện tử của riêng họ? David Andolfatto, Phó Chủ tịch và Giám đốc nghiên cứu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang St. Louis, cho biết trên thực tế hệ thống tiền tệ hiện tại của Cục Dự trữ Liên bang và Bitcoin có nhiều điểm tương đồng hơn so với nhận thức thông thường, dựa trên thực tế là cả hai về cơ bản đều là những chương trình máy tính. Ông lập luận rằng, một ngày nào đó Cục Dự trữ Liên bang có thể sẽ áp dụng công nghệ số cái công khai chuỗi khối tương tự vào nghiệp vụ kế toán của họ<sup>1</sup>. Hiện tại vẫn còn quá nhiều điều không chắc chắn, nhưng trong một khung thời gian đủ dài, không khó hình dung rằng ý tưởng này, hoặc có lẽ là cách tiếp cận của thế hệ sau đối với tiền kỹ thuật số, sẽ tạo ra sức thuyết phục cho tiền kỹ thuật số của chính phủ.

Nếu xuất hiện một loại tiền kỹ thuật số do chính phủ giám sát - giả sử như Bencoin - thì tác động tiềm tàng lên hệ thống tài chính có thể khá đột ngột, ảnh hưởng đáng kể đến khả năng dịch chuyển thanh khoản (liquidity transformation) của các ngân hàng tư nhân. Các cá nhân hoàn toàn có thể duy trì tài khoản và thực hiện giao dịch mà không cần phụ thuộc vào một tổ chức trung gian tư nhân. Theo một nghĩa nào đó, các cá nhân sẽ giống như có thể bỏ qua ngân hàng và duy trì tài khoản trực tiếp tại Cục Dự trữ Liên bang. Trong trường hợp cực đoan, tác động định lượng của Bencoin lên khả năng cho vay của ngân hàng có thể hoàn toàn đột ngột giống như kế hoạch Chicago (Chương 6),

---

1. Andolfatto (2014).

trong đó buộc tất cả các biện pháp thay thế tiền tư nhân phải được hỗ trợ 100% bằng nợ chính phủ. Tuy nhiên, phần lớn sẽ phụ thuộc vào quy định, bao gồm cả những biện pháp thay thế mà tổ chức tài chính tư nhân được phép cung cấp.

## TIỀN MÃ HÓA VÀ BẢO MẬT

Bạn có thể sẽ tự hỏi vì sao tôi lại trình bày phần thảo luận về tiền mã hóa theo nguyên tắc bảo mật chứ không phải tính năng bảo mật của chúng. Đúng là phần lớn giai đoạn đầu của Bitcoin chỉ xoay quanh các nhà bán lẻ tinh ranh hoặc thị trường chợ đen như Silk Road, nhưng viễn cảnh đó không ngừng phát triển. Chẳng hạn, trong suốt nhiều năm, người ta vẫn coi Bitcoin là một phương tiện giao dịch ẩn danh mà chính phủ không có cách nào phát hiện. Đó là một phần lý do khiến Bitcoin trở thành phương tiện thanh toán phổ biến trên Darknet, ngay cả khi hoạt động mua bán chưa bao giờ là trung tâm của Darknet. Tuy nhiên, số cái công khai (chuỗi khối) lưu trữ tất cả các giao dịch, và mặc dù chúng đều sử dụng tên giả, nhưng chính phủ vẫn có thể sử dụng những thông tin khác để cố gắng giải mã và điều tra danh tính. Trên thực tế, chính phủ nhiều khả năng đã thực hiện như vậy trong nhiều trường hợp. Đó không chỉ đơn giản là vì Silk Road 1.0 và Silk Road 2.0 đã bị xử lý; mà thực tế, mọi thứ luôn luôn có lỗ hổng, từ con người hay những thứ khác. Đây là ví dụ điển hình trong đó công nghệ mang lại cơ chế bảo vệ tránh khỏi việc bị chính phủ phát hiện, nhưng không bao giờ là hoàn hảo và không thể tồn tại mãi mãi.

Đến cuối cùng, các chính phủ sẽ không bao giờ nương nhẹ các giao dịch tài chính ẩn danh của tội phạm và khủng bố

(có lẽ trừ trường hợp đồng tiền của chính họ đang được sử dụng). Đối với các cách tiếp cận mới tạo điều kiện cho các giao dịch tài chính tránh bị truy xuất nguồn gốc, các chính phủ chắc chắn sẽ xử lý mạnh tay những trường hợp này. Tuy nhiên, có thể vẫn sẽ có cơ hội xây dựng một cơ chế điều tiết chỉ cho phép các giao dịch tiền mã hóa ẩn danh tương đối nhỏ. Hiện tại, vấn đề này vẫn còn bỏ ngỏ.

## VÀNG

Theo tinh thần của đề xuất loại bỏ tiền giấy, giữ lại tiền xu của cuốn sách này, chúng ta nên thảo luận về vai trò tiền tệ của vàng trong tương lai. Một điều chắc chắn là vàng được định giá cao hơn nhiều so với giá trị thực vì từng là một tài sản tiền tệ trong lịch sử. Một số người sẽ cho rằng, giá vàng cao là một “bong bóng” khổng lồ<sup>1</sup>. Đó là một cách giải thích, nhưng lịch sử tiền bạc cho thấy một cách khác: vàng có giá trị, bởi vì một xã hội cần phải có một loại tiền tệ và vàng đã chứng minh nó là một lựa chọn hấp dẫn trong một thời gian rất dài. Vàng có giá trị tiền tệ không phải một tai nạn lịch sử hay một thứ văn hóa kỳ dị; vàng lấp đầy khoảng trống quan trọng trong công nghệ tiền tệ. Vàng đáp ứng cơ bản tất cả các đặc điểm trong danh sách của Jevons (nhà lý thuyết tiền tệ thế kỷ XIX được trích dẫn trong Chương 2), bao gồm tính cơ động, tính đồng nhất (dưới dạng đồng xu hoặc dạng thỏi được chứng nhận) và độ bền, nhưng vàng vẫn có giá trị vì nguồn cung tương đối khan hiếm nhưng không đặc biệt

---

1. Buiter (2014).

khan hiếm<sup>1</sup>. Chắc chắn, vàng vẫn là một tài sản tiền tệ khiếm khuyết: vàng không phù hợp cho tiền xu mệnh giá nhỏ. Vàng rõ ràng không ưu việt bằng tiền giấy và tiền điện tử, bất kể một số chính trị gia bảo thủ có thể có mong muốn quay trở lại tiêu chuẩn vàng đến mức nào đi chăng nữa. Tuy nhiên, vì không thể có phương án thay thế nào là hoàn hảo, vàng vẫn là một lựa chọn tài sản tiền tệ thứ hai hoặc thứ ba, đặc biệt nhờ khả năng ẩn danh.

Ở nhiều nơi hiện nay, vàng được định giá theo cách tờ 100 USD được định giá. Vàng có thể chỉ là một loại tiền tệ dự phòng, nhưng ở một số nơi lại cần đến một loại tiền tệ dự phòng. Ở một đất nước như Ấn Độ, trang sức vàng từ lâu vẫn được coi là một trong số ít khoản đầu tư mà người dân có thể che giấu chính phủ tương đối an toàn và nhu cầu cũng rất cao ở các nền kinh tế bị kiểm soát gắt gao về tài chính như Trung Quốc. Thật vậy, trong số gần 3.000 tấn vàng được khai thác mỗi năm, trang sức thường chiếm hơn một nửa nhu cầu, trong khi thỏi và đồng xu chỉ chiếm 30%<sup>2</sup>.

---

1. Thực kỳ lạ vì danh sách các đặc điểm tiền tệ đáng mong muốn của Jevons lại không bao gồm tính năng ẩn danh, trong khi hầu hết những người sử dụng tiền tệ của thời hiện đại đều gần như coi trọng nhất tính năng này. Nhìn chung, các tài liệu học thuật về cơ sở của tiền tệ dường như cũng bỏ sót vấn đề này, mặc dù có thể xem Kahn, McAndrews và Roberds (2005).

2. World Gold Council (2015). Tính đến cuối năm 2014, trên thế giới có tổng cộng 183.600 tấn vàng (xấp xỉ 21 mét khối). Lượng vàng còn lại được sử dụng trong điện tử, nha khoa và công nghệ chỉ chiếm một phần rất nhỏ trong tổng nhu cầu. Trên thực tế, vàng thường xuyên được thay thế bằng các vật liệu thay thế vượt trội, như vật liệu tổng hợp trong nha khoa.

Khi tiền giấy bị loại bỏ, nhiều khả năng giá vàng sẽ lại tăng, nhưng việc sử dụng vàng nhiều hơn khó có thể gây ảnh hưởng đáng kể đến mục tiêu giảm thiểu hoạt động trốn thuế và tội phạm. Cũng như với ngoại tệ mệnh giá lớn, vàng vẫn sẽ khó có thể sử dụng trong lưu hành thông thường và những bộ luật yêu cầu báo cáo lượng nhập khẩu và xuất khẩu tiền mặt lớn cũng đã áp dụng cho cả vàng. Tuy nhiên, có thể đưa ra một lý do thuyết phục cho việc các ngân hàng trung ương xem xét sử dụng vàng nhiều hơn như một tài sản dự trữ, đặc biệt trong bối cảnh mà những lo ngại về tình trạng thiếu hụt “tài sản an toàn” theo ý kiến của một số người là đang tác động xấu lên hệ thống tiền tệ toàn cầu.

Khi kết thúc chương này, điều quan trọng cần làm rõ là không nên coi hệ thống tiền tệ hiện tại là một cấu trúc có thể hoặc sẽ tồn tại mãi mãi. Tôi không thể biết điều tiếp theo sẽ là gì, nhưng giả định phổ biến nhất là thời đại của tiền điện tử (do chính phủ quản lý!) sẽ đi theo chúng ta một thời gian rất dài. Nhưng ai mà biết được? Hầu hết, nhưng không phải tất cả, các nhà văn khoa học viễn tưởng từ lâu đều đã hình dung về một loại tiền điện tử có thể thay cho phương tiện thanh toán trong tương lai. Tuy nhiên, vẫn có những ngoại lệ. Trong bộ phim *Star Trek: the Next Generation* (Tạm dịch: *Du hành giữa các vì sao: Thế hệ mới*), người Ferengi - một bộ tộc ngoài trái đất nổi tiếng với tài kinh doanh - thanh toán bằng “latinum”, một chất lỏng

dẽ bay hơi cần được bọc bằng vàng (tương đối vô giá trị) mới có thể giữ được tính ổn định<sup>1</sup>.

### KẾT LUẬN PHẦN III

Các yếu tố quốc tế đóng vai trò quan trọng và có thể ảnh hưởng đến việc xây dựng và thực hiện bất kỳ kế hoạch loại bỏ tiền giấy nào. Sự phối hợp quốc tế hiệu quả hướng đến việc loại bỏ tiền giấy mệnh giá lớn sẽ là một khởi đầu thuận lợi, và các vấn đề trong chính sách tiền tệ quốc tế cần được xem xét lại từ đầu trong một thế giới có thể áp dụng chính sách lãi suất âm. Nhưng nhìn chung, các vấn đề quốc tế không thể lẩn át phép tính cơ bản: lợi ích nội địa thường thừa để đủ bù đắp cho những tổn thất, ngay cả đối với nước Mỹ.

Tiền kỹ thuật số ra đời cũng không làm thay đổi kết luận này. Tiền kỹ thuật số thực sự chứa đựng những hàm ý quan trọng cho công nghệ tài chính trong tương lai và đưa ra những câu hỏi và thách thức quan trọng về quy định. Tuy nhiên, chúng hoàn toàn không phải lý do cốt yếu cho việc giảm mạnh sử dụng tiền giấy lúc này.

---

1. Tiền latinum bọc vàng của người Ferengi xuất hiện trong tập “The Gambit: Part 1” (ở 2 phút 49 giây) của loạt phim *Star Trek: The Next Generation*. Tiền latinum và người Ferengi tiếp tục xuất hiện trong loạt phim *Star Trek: Deep Space Nine* sau đó.

## LỜI BẠT

Nếu bất cứ ai từng nghi ngờ liệu có cần thiết phải phân tích kỹ lưỡng vai trò của tiền mặt trong xã hội, thì những sự kiện vừa qua, đáng kể nhất là thử nghiệm phi tiền tệ hóa của Ấn Độ, chắc đã giải đáp cho nghi ngờ đó. Trong lời bạt này, tôi sẽ đề cập kinh nghiệm của Ấn Độ và những diễn biến chính gần đây từ khi cuốn sách lần đầu được xuất bản vào tháng 5/2016. Không kém phần quan trọng là cuộc bầu cử Tổng thống Mỹ mà Donald Trump thắng cử, lên nắm quyền với lời hứa về việc kiểm soát biên giới Mỹ hiệu quả hơn, ngăn chặn tình trạng nhập cư trái phép. Tuy nhiên, vẫn rất ít người công nhận động lực chính cho toàn bộ quá trình chính là khả năng trả lương ẩn danh và ngoài sổ sách của chủ cho người lao động bằng cách sử dụng tiền mặt.

Có quá nhiều những điều vô lý trên Internet từ các nhà luận chiến tư duy dựa theo quan điểm tuyệt đối. Nhiều nhà bình luận còn không hiểu được khác biệt cơ bản giữa một xã hội “giảm tiền mặt” (mà cuốn sách này ủng hộ) và một xã hội hoàn toàn không tiền mặt (mà cuốn sách không ủng hộ). Chúng ta không thể để những lời cường điệu rỗng tuếch nhấn chìm cuộc thảo luận nghiêm túc về khả năng tiền giấy mệnh giá lớn tạo điều kiện cho hoạt động trốn thuế, tội

phạm, tham nhũng và làm tê liệt chính sách tiền tệ trong giai đoạn khủng hoảng tài chính.

Tôi sẽ bắt đầu bằng việc phân tích lập luận vô nghĩa cho rằng biện pháp ngăn chặn việc sử dụng một lượng lớn tiền mặt trong hoạt động tội phạm và trốn thuế có nghĩa là buộc người dân bình thường không dùng tiền mặt. Tiếp theo, tôi sẽ chuyển qua đề tài về Án Độ, Tổng thống Mỹ Donald Trump và các diễn biến khác gần đây, cũng như nhắc lại một số điểm chính liên quan đến lãi suất âm, dựa trên bài phân tích tháng 8/2016 của Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Janet Yellen về cách thức mà chính sách lãi suất âm thực tế có thể phát huy hiệu quả trong thực tế. Trong phần cuối cùng, tôi sẽ cập nhật ngắn gọn một số dữ liệu chính của cuốn sách.

### **GIẢM TIỀN MẶT KHÁC VỚI KHÔNG TIỀN MẶT**

Trong cả cuốn sách này, tôi đã cố gắng cung cấp cho bạn đọc bối cảnh liên quan đến quá khứ, hiện tại và tương lai có thể xảy ra đối với việc sử dụng tiền mặt, cũng như giải thích lý do vì sao hệ thống hiện tại hoàn toàn không còn phù hợp mặc dù tiền mặt vẫn rất hữu ích cho nhiều mục đích sử dụng. Người dân bình thường hoàn toàn có thể tiếp tục sử dụng tiền mặt như hiện tại, nhưng tiền mặt sẽ trở nên bất tiện hơn cho những kẻ tham gia vào hoạt động trốn thuế và tội phạm quy mô lớn. Cách bắt đầu đơn giản nhất là loại bỏ dần tiền giấy mệnh giá lớn, loại tiền chỉ được sử dụng rất ít cho các mục đích hợp pháp, trong khi nhu cầu sử dụng chính lại đến từ nền kinh tế ngầm. Tất nhiên, một cách tiếp

cận đa dạng, ví dụ như cắt giảm giao dịch tiền mặt bán lẻ có giá trị rất lớn, đồng thời giải quyết vấn đề an ninh kỹ thuật số và khả năng tiếp cận tài chính, chắc chắn sẽ mang lại hiệu quả nhiều nhất.

Hầu hết các độc giả, cũng như các nhà phê bình đã đọc cuốn sách, sẽ không khó nhận ra khác biệt cơ bản giữa một xã hội giảm tiền mặt và một xã hội không tiền mặt. Tuy nhiên, một số nhà bình luận vẫn kiên quyết sử dụng luận điệu “không tiền mặt” như một lý do gây phẫn nộ và lo ngại: nếu kế hoạch trong cuốn sách này được thực hiện, người ta sẽ không có cách nào trả tiền cho gái mại dâm hoặc ma túy bất hợp pháp. Những người khác thì phàn nàn vì họ cảm thấy bất tiện khi muốn cho tiền những người vô gia cư. Vấn đề có thực sự nghiêm trọng đến vậy? Quá nhiều bằng chứng cho thấy phần lớn mọi người không hề có nhu cầu thiết yếu về tiền mệnh giá lớn, ngay cả những người phụ thuộc nhiều vào tiền mặt.

Một cách lập luận tinh tế hơn đó là việc loại bỏ tiền mệnh giá lớn là “một cái dốc trơn trượt”. Một khi chính phủ xóa bỏ tiền mệnh giá lớn, chẳng phải họ cũng sẽ nhanh chóng chuyển sang xóa bỏ cả tiền mệnh giá nhỏ? Điều này có chút giống với lập luận của nhóm vận động vũ khí cho rằng nếu chúng ta cho phép chính phủ cấm vũ khí bán tự động, thì chắc chắn tiếp theo họ sẽ cấm đến súng săn. Thật vậy, rất nhiều nhà bình luận thậm chí đề cập vũ khí và tiền mặt trong cùng một bối cảnh. Một bài viết trên tạp chí *American Thinker* tháng 9/2016 còn khẳng định: “Nước cờ cuối của Washington: Trước tiên là vũ khí, sau đó đến

tiền mặt của bạn”<sup>1</sup>. Tôi cũng chỉ biết nói rằng tôi không tán thành cho lầm.

Một giáo sư Học viện Công nghệ Massachusetts gần đây có chia sẻ với tôi là cô ấy từng mua một căn hộ trị giá 30.000 USD tại một thị trường mới nổi có hệ thống tài chính còn hạn chế bằng tờ 100 USD. Nhưng vẫn số tiền đó được chi trả bằng tờ tiền mệnh giá 10 USD cũng sẽ chỉ nặng khoảng hơn 3kg và có thể đựng trong một chiếc túi xách có kích cỡ thông thường. Và mức độ thường xuyên mà một người bình thường phải tham gia vào các giao dịch ở quy mô này là bao nhiêu? Phải thừa nhận là có những người gửi thư cho tôi và khẳng định họ thường xuyên thực hiện các giao dịch tiền mặt từ 10.000 đến 50.000 USD và thực sự cảm thấy không thể thiếu tờ 100 USD. Tuy nhiên, kỳ lạ là dường như họ không bao giờ nói chính xác họ đang tham gia vào hoạt động kinh doanh nào. Một vài người còn nói với tôi là họ muốn tặng tờ 100 USD cho những người vô gia cư, nhưng tôi chắc chắn là năm tờ 20 USD hoặc mười tờ 10 USD sẽ được hoan nghênh hơn nhiều. Tất nhiên, có những tỷ phú chỉ thích sử dụng con số hàng trăm, vì họ có điều kiện. Thật vậy, ít nhất trước khi trở thành Tổng thống Mỹ, ông Donald Trump hình như rất thích thưởng tiền bo bằng tờ 100 USD<sup>2</sup>. Mặc dù chúng ta có thể ca ngợi hành

---

1. Dan Joppich, “Washington’s Endgame: First Your Guns, Then Your Cash”, *American Thinker*, ngày 18/9/2016.

2. Jason Horowitz, “A King in His Castle: How Donald Trump Lives, From His Long-Time Butler”, *New York Times*, ngày 15/3/2016.

động hào phóng như vậy, nhưng các tỷ phú cũng hoàn toàn có thể thay bằng nhiều tờ tiền mệnh giá nhỏ hơn hoặc sử dụng các công nghệ mới để thể hiện sự hào phóng của họ.

Ở chiều ngược lại, nhiều người theo chủ nghĩa tự do có thái độ phản ứng đầy thiện chí: “Vậy còn những người nghèo phụ thuộc vào tiền mặt? Chẳng phải họ sẽ chịu tác động nặng nề trong nền kinh tế không tiền mặt?”. Một lần nữa, cuốn sách này không ủng hộ hoàn toàn việc không sử dụng tiền mặt trong tương lai gần; người nghèo cũng không phải là những người thường xuyên sử dụng tiền mệnh giá lớn. Thật vậy, người nghèo phải chịu tác động không nhỏ từ những hoạt động tội phạm được thúc đẩy một phần từ tiền mệnh giá lớn. Ngoài ra, kế hoạch trong Chương 7 cũng trình bày một lộ trình tiếp cận tài chính phổ thông cực kỳ đơn giản với chi phí tương đối thấp. Đúng vậy, có một bộ phận người nghèo và thu nhập thấp sử dụng tiền mặt để báo cáo thu nhập của họ thấp hơn thực tế và nhờ đó nhận được khoản trợ cấp cao hơn từ các chương trình chuyển giao thu nhập, nhưng tiền giấy mệnh giá lớn hầu như không cần thiết. Tôi còn nhớ một lần ngồi trong căn hộ nhỏ của bà tôi ở Brooklyn, có lẽ khi đó tôi mới tám tuổi. Bà giải thích cho tôi vì sao bà thích được trả lương bằng tiền mặt cho công việc nhân viên bán hàng tại cửa hàng bách hóa, nếu không chính phủ có thể phát hiện và cắt khoản trợ cấp an sinh xã hội của bà. Nhìn chung, tôi không đặt nặng vấn đề báo cáo thu nhập thấp hơn thực tế của những người nhận trợ cấp vì dù cho ai đó có cảm thấy đúng, sai thế nào, việc loại bỏ tiền giấy mệnh giá lớn gần như không thể gây ra tác động đáng

kẻ nào, và kế hoạch hoàn toàn không sử dụng tiền mặt vẫn đòi hỏi một chi phí quá cao.

Một số người lập luận rằng nếu chúng ta loại bỏ tờ 100 USD, tội phạm và kẻ trốn thuế sẽ chỉ cần thực hiện thanh toán ẩn danh bằng những cách khác. Đúng vậy, theo quan sát của John Maynard Keynes (được trích dẫn trong Chương 10), tiền mặt chỉ là một trong số hàng loạt tài sản lỏng. Có thể là vậy, nhưng xét về khả năng thanh khoản và được chấp nhận rộng rãi, tiền mặt vẫn vượt trội những tài sản còn lại. Tiền xu vàng còn phải mất công cân đong và kiểm tra, nên khó có thể dùng được ở cửa hàng thuốc lá. Thật vậy, khi giá kim loại quý tăng cao, vẫn nạn tiền xu vàng giả cũng tăng lên đáng kể, cụ thể là đồng xu vonfram mạ vàng (thường sản xuất tại Trung Quốc) phải đòi hỏi chuyên môn mới phân biệt được. Kim cương thô thậm chí còn kém lỏng hơn. Bitcoin sử dụng tên giả (mặc dù có thể truy nguyên trong nhiều trường hợp), nhưng các chính phủ nhiều khả năng vẫn tiếp tục đưa ra nhiều quy định thuế và hạn chế cho các tổ chức tài chính nhằm bảo đảm Bitcoin vẫn là một phương án thay thế không mấy khả thi cho tiền mặt. Một chính phủ không thể khoanh tay đứng nhìn tình trạng trốn thuế và lách luật tràn lan. Cố tình phớt lờ một công nghệ đa năng đầy triển vọng là một chuyện; nhưng chính phủ bị tước mất năng lực quản lý lại là chuyện khác. Như Chương 2 minh họa, lịch sử lâu dài của tiền mặt cho thấy ngay cả khi những công nghệ giao dịch mới được phát triển trong khu vực tư nhân, chúng vẫn không thể tránh khỏi bị chính phủ điều tiết và chiếm đoạt.

Mặc dù nhấn mạnh vào một kế hoạch chi tiết giải quyết các vấn đề trong hệ thống tiền mặt hiện tại, nhưng cuốn sách cũng tranh luận và khuyến khích bạn đọc không bó buộc với bất kỳ kế hoạch nào. Việc loại bỏ tiền mệnh giá lớn có lẽ là cách tiếp cận khéo léo nhất, chính vì vậy đây dường như là phương pháp thích hợp nhất. Nhưng về nguyên tắc, chúng ta vẫn có thể bổ sung các phương pháp khác. Chúng bao gồm lệnh cấm giao dịch tiền mặt lớn mà nhiều nước châu Âu áp dụng (Bảng 5.1), lắp đặt hộp đen ở máy tính tiền, và thay đổi quy định sao cho không phải tất cả chi nhánh ngân hàng đều cần dự trữ tiền mặt (Hộp 7.1), v.v..

Mỗi phương pháp tạo ra một tác động. Ví dụ: hạn chế giao dịch tiền mặt không thể ngăn chặn các khoản thanh toán lớn bất hợp pháp, nhưng khoản thanh toán đó vẫn sẽ trở nên kém lỏng hơn hay ít hữu ích hơn cho người muốn chi tiêu chúng. Một cặp vợ chồng thành đạt ở Hollywood mà tôi quen biết từng kể với tôi rằng họ được đề nghị mức giá để mua ngôi nhà của họ ở Beverly Hills là 8 triệu USD trong khi giá chào bán chỉ là 6 triệu USD. Tuy nhiên, để nhận được 8 triệu USD, họ phải săn sàng chấp nhận toàn bộ khoản thanh toán bằng tiền 100 USD và ký hợp đồng chính thức thể hiện giá giao dịch thấp hơn nhiều. Những người bạn của tôi đã từ chối lời đề nghị phi pháp đó, nhưng kiểu giao dịch này vẫn diễn ra thường xuyên ở Los Angeles, Miami, New York và các thành phố trên khắp thế giới. Giới hạn quy mô giao dịch bán lẻ nghe có vẻ sơ khai, nhưng dường như thực sự phát huy được hiệu quả khi thử nghiệm ở các nước châu Âu. Đúng vậy, vẫn còn những người Mỹ

mua ô tô cũ bằng 12.000 USD tiền mặt, nhưng ngày nay có rất nhiều phương án thanh toán thời gian thực thay thế và các lựa chọn cũng đang phát triển nhanh chóng.

Ngoài ra còn có lợi thế từ việc thúc đẩy công nghệ mới và cung cấp tiếp cận tài chính phổ thông. Về cơ bản, mục tiêu của cuốn sách là xác định các vấn đề, không phải đưa ra một giải pháp phù hợp cho tất cả. Tôi cho rằng, theo kế hoạch chi tiết của Chương 7, một hình thái tiền tệ vật chất nhiều khả năng vẫn sẽ cần thiết cho một tương lai rất xa. Một ranh giới chính xác (ví dụ như tờ tiền nào sẽ có mệnh giá lớn nhất sau vài thập kỷ nữa) chắc chắn vẫn là điều còn phải tranh luận, và ranh giới đó nhiều khả năng sẽ còn thay đổi khi công nghệ tiếp tục phát triển.

Tóm lại, bất chấp những khác biệt rõ ràng giữa xã hội giảm tiền mặt và không tiền mặt, thì thật đáng kinh ngạc khi nhiều tác giả (và biên tập viên) vẫn khăng khăng tin rằng cuốn sách này chắc hẳn đang ủng hộ việc xóa bỏ hoàn toàn tiền mặt. Những tác giả này sau đó tiếp tục nói đến xã hội Orwell không tiền mặt, và kiên quyết không muốn nghe thêm lời nào nữa. Cách nói cực đoan như vậy có thể góp phần tạo ra các tiêu đề hấp dẫn, thu hút thêm nhiều lượt truy cập và gia tăng số người theo dõi trên Twitter. Như một nhà báo từng nhận xét với tôi, “xã hội không tiền mặt” là một tiêu đề hay hơn nhiều so với “xã hội giảm tiền mặt”. Với những người hiểu được ý tưởng này nhưng vẫn bức tức về việc loại bỏ tờ 100 USD, thì tại sao chúng ta không hồi sinh tờ 1.000 USD? Vâng, hãy bàn về vấn đề đó trong phần tiếp theo.

## TÁC PHẨM TIÊN PHONG CỦA JAMES HENRY VÀ LÝ DO THAY ĐỔI ĐỘT NGỘT THAY VÌ TÙNG BƯỚC

Nhắc đến tờ 1.000 USD, như chúng ta đều biết, Mỹ từng in các tờ tiền mệnh giá lớn như tờ 500 USD và 1.000 USD - cũng như tờ 5.000 USD và 10.000 USD và thậm chí cả tờ 100.000 USD trong một thời gian ngắn. Trước thời đại của công nghệ chuyển tiền điện tử, chúng chủ yếu được sử dụng trong các giao dịch giữa các công ty tài chính và đôi khi trong buôn bán bất động sản quy mô lớn.

Tiền mệnh giá cực lớn có lúc xuất hiện trong các bối cảnh khác, có lẽ nổi tiếng nhất là trong các truyện ngắn kinh điển của Damon Runyon về cuộc sống ở sân khấu Broadway. Trong tác phẩm *Blood Pressure* (Tạm dịch: *Huyết áp*) của ông viết năm 1930, những tay cờ bạc khét tiếng thường mang theo người “tiền G” (túi lồng của tờ 1.000 USD)<sup>1</sup>. Tác phẩm nổi tiếng của Runyon đã cung cấp một số chất liệu chính cho vở nhạc kịch đình đám *Guy's and Dolls* sau này, được công diễn lần đầu trên sân khấu Broadway vào năm 1950 và tiếp theo là cho bộ phim của Joseph Mankiewicz năm 1955 với hai diễn viên chính là Marlon Brando và Frank Sinatra<sup>2</sup>. Nếu đặt mọi thứ vào bối cảnh, 1.000 USD vào năm 1930 có giá trị khoảng 14.000 - 30.000 USD với một người tiêu dùng ngày nay; và thậm chí vào

---

1. Damon Runyon, “Blood Pressure”, *Saturday Evening Post*, ngày 03/4/1930.

2. Xem chú thích của Daniel Schwarz trong Runyon (2008).

năm 1950, 1.000 USD vẫn có giá trị khoảng 9.000 - 15.000 USD<sup>1</sup>. Và tất nhiên, phép so sánh này bỏ qua việc thu nhập bình quân đầu người và tài sản thực tế vào năm 1930 thấp hơn nhiều so với hiện nay, vì vậy những tay cờ bạc trong tác phẩm của Runyon thực sự là những đại gia chơi lớn.

Trong vài thập kỷ đầu sau khi ngừng in tiền mệnh giá cực lớn, các ngân hàng vẫn tiếp tục tái sử dụng chúng. Tuy nhiên, đến năm 1969, Tổng thống Mỹ Nixon quyết định bắt đầu thu hồi và tiêu hủy tiền mệnh giá cực lớn khi chúng quay trở lại hệ thống ngân hàng. Nixon tin rằng tờ 500 USD và 1.000 USD được sử dụng rất nhiều trong buôn bán ma túy. (Tiền mệnh giá lớn hơn thường khan hiếm và không có nhiều ý nghĩa). Tuy nhiên, sắc lệnh của Nixon giữ lại tiền mệnh giá lớn làm tiền pháp định. Điều này trái ngược với kế hoạch trong Chương 7, trong đó tiền mệnh giá lớn sẽ mất hiệu lực sau vài năm<sup>2</sup>.

Trong thập niên 1970, James Henry, cựu chuyên gia kinh tế trưởng của McKinsey, trong một bài viết tiên phong đoán trước một số ý tưởng cốt lõi của cuốn sách này, kêu gọi

1. Các ước tính về chi phí sinh hoạt được lấy từ trang Measuringworth.com (do Lawrence Officer và Samuel H. Williamson thành lập năm 2006). Những ước tính này tất nhiên chỉ là xấp xỉ vì khó có thể so sánh giữa các mốc thời gian xa, khi mà đã có những thay đổi lớn trong giỏ hàng của người tiêu dùng. Hơn nữa, thu nhập bình quân đầu người và tài sản thực tế của nhiều thập kỷ trước thấp hơn nhiều so với hiện nay.

2. Điều quan trọng là tiền giấy mệnh giá lớn đã trở nên tương đối không quan trọng trong cung tiền của Mỹ vào năm 1969 so với tờ 100 USD ngày nay.

đi xa hơn và nhanh hơn cả Nixon (Henry, 1976). Henry lập luận ủng hộ Mỹ thu hồi toàn bộ tiền có mệnh giá 50 USD và 100 USD trong thời gian ngắn và buộc mọi người đổi sang tiền mệnh giá nhỏ hơn<sup>1</sup>. Giống như Thủ tướng Ấn Độ Modi vào năm 2016, Henry hình dung các cơ quan về thuế và pháp lý sẽ khám xét cẩn thận bất cứ ai mang theo lượng tiền mặt lớn, khiến những người nắm giữ “tiền đen” phải lựa chọn giữa nguy cơ ngồi tù và chịu hình phạt hoặc từ bỏ số tiền mặt đó.

Henry chỉ ra các tiền lệ như kế hoạch của Cộng hòa Liên bang Đức (Tây Đức) năm 1948, của Pháp năm 1959 và kế hoạch rút quân bất ngờ của Mỹ trong cuộc chiến tranh ở Việt Nam thập niên 1970. Tuy nhiên, tiến hành rút quân trong bối cảnh nền kinh tế thời bình với mức lạm phát vừa phải hoàn toàn khác so với trong bối cảnh nền kinh tế sau chiến tranh với mức lạm phát rất cao. Việc tôi ủng hộ cách tiếp cận chậm hơn nhiều, như nêu chi tiết trong Chương 7, vì năm lý do. Thứ nhất, khoảng 40-50% lượng tiền giấy của Mỹ được nắm giữ ở nước ngoài, và một kế hoạch loại bỏ đột ngột tiền mệnh giá lớn có thể mang lại cảm giác bấp bênh

---

1. Theo Henry (1980), “Bất kỳ lúc nào, Cục Dự trữ Liên bang đều sẽ có thể thông báo rằng các “tờ tiền mệnh giá lớn” hiện tại - tờ 50 USD và 100 USD - sẽ không còn được chấp nhận là tiền pháp định và sẽ phải được đổi sang tiền giấy mới tại các ngân hàng trong một khoảng thời gian ngắn. Khi kẻ gian lận thuế, mafia và các nhóm tội phạm quan trọng khác chạy đến ngân hàng để đổi những tờ tiền quý giá của chúng, IRS sẽ có mặt và đặt ra một số câu hỏi rắc rối cho những người mang theo gói tiền bất thường nhất”.

gần như vỡ nợ đối với người nắm giữ đôla Mỹ ở nước ngoài. *Thứ hai*, mặc dù lượng nắm giữ tờ 100 USD trong nền kinh tế hợp pháp, tuân thủ thuế có lẽ tương đối nhỏ so với nền kinh tế ngầm, nhưng vẫn chiếm một phần đáng kể. Rõ ràng không ai muốn xử phạt một người lớn tuổi thích giữ tờ 100 USD và không cập nhật tin tức.

*Thứ ba*, bí mật in một đồng tiền mới là việc nói dẽ hơn làm, như bài học của Ấn Độ. In một đồng tiền mới sẽ mất từ sáu tháng đến một năm, và quy mô in tiền phải lớn gấp nhiều lần hiện tại<sup>1</sup>. (Chính phủ phải in năm tờ 20 USD thay cho mỗi tờ 100 USD. Hơn nữa, chính phủ sẽ phải thay thế hơn 1.000 tỷ USD, con số gấp nhiều lần lượng in tiền thông thường của một năm). *Thứ tư*, thật là phi thực tế khi cho rằng các cơ quan về thuế và pháp lý có đủ nhân lực xử lý việc thu hồi đột ngột tiền giấy mệnh giá lớn trên quy mô lớn. Chính phủ sẽ phải tăng cường đào tạo trong một vài năm và đến khi đó kế hoạch sẽ không còn là bất ngờ. Tất nhiên, so với giữa thập niên 1970, hiện nay đã có một cơ chế chống rửa tiền nghiêm ngặt hơn nhiều, trong đó lượng tiền

---

1. Tháng 7/2015, Chính phủ Hy Lạp gấp phải trả ngại in tiền khi Hy Lạp đe dọa sẽ đột ngột rút khỏi khu vực sử dụng đồng euro theo lời khuyên của một số nhà kinh tế học/nhà bình luận độc lập người Mỹ cảnh tǎ nổi tiếng. Ở đây xuất hiện nhiều vấn đề, nhưng một vấn đề đã hoàn toàn không được đánh giá chính xác cho đến giây phút cuối cùng đó là về cơ bản, gần như không thể chỉ sau một đêm người ta có thể tạo ra một đồng tiền mới. Người Hy Lạp được cho là đã xem xét một loạt các biện pháp cực đoan như thu hồi và dán tem các tờ euro hiện có, nhưng cuối cùng đã quyết định rút lui.

gửi trên 10.000 USD phải báo cáo với Sở Thuế vụ (IRS). Nhưng các ngân hàng thường xuyên chật vật với các quy định báo cáo liên quan đến giao dịch tiền mặt giá trị lớn cũng không đủ năng lực pháp lý và thể chế cho việc xử lý một cuộc chuyển đổi tiền tệ đột ngột. Cuối cùng, ở một nơi như nước Mỹ, một cuộc cải cách tiền tệ mạnh mẽ thường sẽ do một ủy ban nghiên cứu tiến hành thông qua các phiên điều trần công khai, nên một lần nữa lại không thể có cơ hội cho một động thái bất ngờ.

Dù chúng ta có muốn bắt tất cả những kẻ tội phạm dùng tiền mặt che giấu lợi nhuận bất chính, nhưng mục tiêu tăng mạnh chi phí giao dịch, vận chuyển, tích trữ và che giấu các giao dịch phi pháp dường như là một kế hoạch khả dĩ hơn. Kinh nghiệm của Ấn Độ minh họa một số nguy cơ tiềm tàng của việc thu hồi nhanh chóng.

## ẤN ĐỘ

Ngày 8/11/2016, cũng chính là ngày người Mỹ bầu cho Tổng thống Donald Trump, Thủ tướng Ấn Độ Narendra Modi công bố một thông tin choáng váng trên truyền hình quốc gia. Vào đúng nửa đêm, hai tờ tiền mệnh giá cao nhất của Ấn Độ, tờ 500 rupee và 1.000 rupee (trị giá tương đương khoảng 7,5 USD và 15 USD) sẽ không còn chức năng tiền pháp định; công dân sẽ có 50 ngày để gửi tiền giấy cũ của họ vào ngân hàng hoặc đổi lấy tiền mới. Hai tờ tiền này chiếm 86% cung tiền của Ấn Độ - một quốc gia mà tiền mặt chiếm khoảng 90% giao dịch. Có thể nói, kế hoạch phi tiền tệ hóa

của Modi chính là sự kiện kinh tế vĩ mô ảnh hưởng mạnh mẽ và sâu rộng nhất đến quốc gia 1,3 tỷ dân kể từ cuộc cải cách của IMF đầu thập niên 1990.

Để tăng phần kịch tính, Thủ tướng ra lệnh cho toàn bộ nội các giao nộp điện thoại di động trước khi thông báo về quyết định, có lẽ nhằm bảo đảm với công chúng là không vị bộ trưởng nào có thể kiếm lợi từ đó. Mục tiêu đề ra của Modi là chống lại “tiền đen”, nghĩa là tiền mặt được sử dụng cho hoạt động trốn thuế, tội phạm, khủng bố và tham nhũng. Đó là một động thái táo bạo nhằm thay đổi hoàn toàn tư duy của một nền kinh tế với chưa đầy 2% người dân đóng thuế thu nhập, và tham nhũng là căn bệnh cố hữu<sup>1</sup>. Tuy nhiên, mặc dù hàng loạt các vấn đề liên quan đến tiền mặt do Thủ tướng Ấn Độ đề cập về cơ bản đều giống như trong *Lời nguyền tiền mặt*, nhưng vẫn cần phải nhấn mạnh là bối cảnh và chiến thuật lại hoàn toàn khác.

Cuốn sách lập luận rằng các thị trường mới nổi cần phải thận trọng khi chuyển sang xã hội giảm tiền mặt, một phần vì họ thiếu hạ tầng tài chính cần thiết (Chương 13). Ngoài ra, còn nhiều lý do khác cho việc chuyển đổi từ từ và thận trọng: “Phương pháp dần dần từng bước giúp tránh khỏi tình trạng gián đoạn quá mức và cho các tổ chức và cá nhân thời gian để thích nghi. Các nhà chức trách sẽ được đặt vào tình thế cho phép thực hiện các điều chỉnh khi các vấn đề phát sinh” (Chương 7).

---

1. PTI, “Data Shows Only 1% of Population Pays Income Tax, Over 5000 Pay More Than 1 Crore”, *Indian Express*, ngày 01/5/2016.

Một điểm khác biệt nữa là các tờ tiền mệnh giá lớn nhất của Ấn Độ vốn đã có giá trị tương đối nhỏ theo tiêu chuẩn quốc tế, trong đó tờ 1.000 rupee có giá trị tương đương chưa đầy 15 USD tại thời điểm đó. Việc cấm tờ 500 rupee được nhiều người dân sử dụng rộng rãi là rất bất tiện, giống như việc Mỹ đột ngột cấm lưu hành tờ 20 USD. Chưa hết, trong số các tờ tiền mới có cả tờ 2.000 rupee, thậm chí có lẽ còn hữu ích hơn nữa cho các giao dịch kinh tế ngầm so với các tờ tiền cũ bị thay thế. Kế hoạch phi tiền tệ hóa của Ấn Độ rõ ràng hướng đến mục tiêu tịch thu lượng tiền mặt trong nền kinh tế ngầm, nhưng điều này trên thực tế rất khó thực hiện vì những lý do chúng ta đã thảo luận. Một kế hoạch thiết thực hơn nhiều là tìm cách tăng cao chi phí giao dịch của những kẻ tham gia vào hoạt động trốn thuế, tham nhũng và tội phạm.

Nhưng tất cả các lý lẽ phản đối trên đây đều chưa đề cập thách thức lớn nhất mà Ấn Độ phải đối mặt: họ không hề có đủ lượng tiền giấy mới thay thế cho lượng tiền giấy cũ vừa bị hủy bỏ. Rõ ràng, Chính phủ Ấn Độ lo ngại nếu người dân phát hiện họ đang in tiền giấy mới, những kẻ tội phạm sẽ thừa thời gian rửa tiền. Mặc dù việc thu hồi quá nhanh chắc chắn sẽ tạo ra hàng loạt vấn đề về hậu cần, nhưng chính nhu cầu phân phối tiền tệ lại dẫn đến những xáo trộn nghiêm trọng nhất, đặc biệt trong lĩnh vực nông nghiệp và nông thôn hầu như hoàn toàn giao dịch bằng tiền mặt. Mặc dù các số liệu chính thức cho thấy tình trạng đình trệ không trầm trọng như một số lo ngại ban đầu (GDP chính thức vẫn tăng trưởng ở mức 6,5%, giảm khoảng 1% so với trước

khi tiến hành phi tiền tệ hóa), nhưng đây chắc chắn là một báo cáo khá thiếu sót. Ngay cả nếu sản lượng trong khu vực chính thức thực sự chỉ giảm 1%, thì tác động đối với khu vực phi chính thức - mà ngay cả ở một số nền kinh tế phát triển cũng chiếm 20-25% GDP (Chương 5) - chắc chắn còn lớn hơn rất nhiều lần.

Trớ trêu thay, dù cho phương pháp phi tiền tệ hóa gây ra nhiều thiệt hại ngoài mong muốn như vậy, nhưng chính quyền Ấn Độ lại thiếu cả tiềm năng và khả năng phân loại tiền phi pháp và tiền hợp pháp. Thay vào đó, Chính phủ và ngân hàng buộc phải tập trung khôi phục lượng tiền tệ cho nền kinh tế nhanh nhất có thể. Cũng có những nỗ lực báo cáo lượng tiền gửi lớn và khả nghi, nhưng các ngân hàng bị quá tải hầu như không thể triển khai rộng rãi. Chính quyền Ấn Độ tuyên bố họ có kế hoạch kiểm soát chặt chẽ hồ sơ tiền gửi ngân hàng sau kế hoạch phi tiền tệ hóa, và đây sẽ là cơ hội thứ hai phát hiện lượng tiền gửi bất hợp pháp. Phương pháp này liệu có thu được kết quả nào đáng kể hay không vẫn còn là điều cần theo dõi.

Liệu kế hoạch phi tiền tệ hóa của Ấn Độ có mang lại lợi ích lâu dài? Tất nhiên, câu trả lời phụ thuộc vào việc chính phủ thực hiện các chính sách phòng chống tiền phi pháp và tham nhũng, cũng như tốc độ thúc đẩy lộ trình tiếp cận tài chính phổ thông. Ví dụ, thuế tổng doanh thu mới của Ấn Độ có thể khiến việc thực thi thuế dễ dàng hơn đôi chút và Chính phủ cũng tham gia vào các hiệp ước thông tin tài chính với các quốc gia khác nhằm gây khó khăn hơn cho hoạt động rửa tiền ở nước ngoài. Và cũng đừng nhầm lẫn,

một số chính sách thúc đẩy tiếp cận tài chính phổ thông và hướng tới xã hội giảm tiền mặt của Ấn Độ trên thực tế đã thu được thành quả. Trong phần nội dung, chúng ta đã thảo luận về biện pháp của Chính phủ Modi yêu cầu thanh toán trực tuyến lệ phí cấp phép thay cho tiền mặt. Việc cung cấp tài khoản ngân hàng miễn phí (hoặc được trợ cấp rất nhiều) liên kết với dữ liệu sinh trắc học đã giúp ngay cả những người dân mù chữ cũng được tiếp cận tài chính. Thật thú vị, biện pháp bảo mật sinh trắc học cũng gây khó khăn hơn cho các nhân viên ngân hàng và quan chức nhà nước tham nhũng muốn chuyển tiền vào tài khoản giả, vì họ không thể dễ dàng giả mạo chữ ký sinh trắc học bắt buộc phải có khi rút tiền<sup>1</sup>.

Có lẽ cũng thật đáng ngạc nhiên, dù bị các nhà kinh tế học chỉ trích nhiều, nhưng kế hoạch phi tiền tệ hóa của Ấn Độ vẫn được ủng hộ rộng rãi ở một đất nước mà người dân vô cùng thất vọng với nạn tham nhũng và đánh giá cao những nỗ lực phòng chống quyết liệt của Chính phủ. Hy vọng, Chính phủ Ấn Độ sẽ có thể phát huy ý chí này vào việc thực hiện nhóm chính sách góp phần giảm thiểu tham nhũng và tội phạm theo thời gian. Rõ ràng, kế hoạch phi tiền tệ hóa đã đẩy nhanh lộ trình tiếp cận tài chính, với

---

1. Trong một nghiên cứu quy mô lớn bao gồm dữ liệu của hơn 19 triệu người ở Andhra Pradesh, Ấn Độ, Muralidharan, Niehaus và Sukhtankar (2016) nhận thấy thẻ thông minh xác thực sinh trắc học giúp giảm mạnh thất thoát tài chính giữa chính phủ và những người được hưởng các chương trình trợ cấp việc làm và ưu trí của chính phủ.

hàng trăm triệu người Ấn Độ hiện đang tận dụng tài khoản ghi nợ cơ bản được trợ cấp đáng kể, một chương trình trước đó vẫn còn phát triển tương đối chậm. Chắc chắn sẽ có vô số nghiên cứu viết về kế hoạch phi tiền tệ hóa của Ấn Độ, nhưng có thể phải mất nhiều năm mới có thể đánh giá đầy đủ tác động, bởi điều đòi hỏi kết quả phân tích về cả tâm lý học chứ không chỉ là kinh tế học.

### MỘT SỐ DIỄN BIẾN VỀ TIỀN TỆ Ở CÁC QUỐC GIA KHÁC

So với Ấn Độ, các diễn biến khác về tiền tệ trong những năm qua không kịch tính bằng, tuy nhiên vẫn nhấn mạnh mối quan tâm chính sách ngày càng tăng cao đối với tiền mặt. Thông báo chính thức ngày 04/5/2016 của Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB) về việc ngừng sản xuất tờ 500 euro “vào khoảng cuối năm 2018” được trình bày ngắn gọn trong ấn bản đầu tiên của cuốn sách này và cũng được in vào đúng thời điểm đó<sup>1</sup>. Tháng 02/2016, Chủ tịch ECB Mario Draghi phát biểu trước Nghị viện châu Âu về việc tờ 500 euro là một công cụ cho các hoạt động phi pháp và viễn dãnh “quan điểm ngày càng vững chắc của dư luận thế giới” về việc tờ 500 euro hầu như chỉ được sử dụng cho mục đích của tội phạm<sup>2</sup>. Lo ngại về hoạt động tài trợ cho khủng bố xuất

---

1. Xem thông báo chính thức của Ngân hàng Trung ương châu Âu về tờ 500 euro (như đã lưu ý trong Chương 5) trong “ECB Ends Production and Issuance of €500 Banknote”, Ngân hàng Trung ương châu Âu, ngày 04/5/2016.

2. Jim Brunsden và James Shotter, “Criminals’ ‘Currency of Choice’ for Chop,” *Financial Times*, ngày 15/02/2016.

hiện từ sau ngày 13/11/2015, khi các cuộc tấn công khủng bố ở Paris cũng được cho là có vai trò tác động. Tuy nhiên, ECB ban đầu chỉ triển khai với tốc độ rất chậm và khẳng định tờ 500 euro sẽ “luôn giữ nguyên giá trị” và “có thể trao đổi tại các ngân hàng trung ương quốc gia thuộc hệ thống Euro trong khoảng thời gian không giới hạn”. Vẫn chưa rõ khi nào ECB sẽ bắt đầu yêu cầu các ngân hàng tiêu hủy tờ 500 euro khi họ quay trở lại hệ thống ngân hàng, theo cách của Nixon. Nếu không có biện pháp bắt buộc như vậy, các ngân hàng hầu như không có động lực loại bỏ các tờ tiền bị hạn chế lưu hành vì cuối cùng chúng hoàn toàn có thể trao đổi được với mức giá cao hơn. Có lẽ đến một thời điểm nào đó, ECB phải sát sao hơn nữa. Bằng không, tờ 500 euro, hiện đang chiếm hơn 30% nguồn cung euro, sẽ còn tiếp tục gây ra nhiều vấn đề trong các thập kỷ tiếp theo.

Tháng 12/2016, Chính phủ Ôxtrâylia khuấy động rất nhiều tranh cãi bằng việc tuyên bố thành lập một nhóm công tác nghiên cứu vai trò của tiền mặt trong nền kinh tế ngầm<sup>1</sup>. Cùng với nhiều ý tưởng khác, nhóm công tác sẽ xem xét việc loại bỏ tờ 100 đôla Ôxtrâylia (và cuối cùng có thể là cả tờ 50 đôla Ôxtrâylia), cũng như các hạn chế và quy định khác nhằm giảm thiểu sử dụng tiền mặt cho hoạt động trốn thuế và tội phạm.

Như chúng ta đã thấy trong Chương 3, tiền giấy mệnh giá lớn chi phối nguồn cung tiền tệ của Ôxtrâylia; tờ 50

---

1. Joanna Mather, “Crackdown on Cash Economy Targets \$100 bills and Billions for Budget”, *The Australian Financial Review*, ngày 13/12/2016.

đôla Ôxtrâylia và 100 đôla Ôxtrâylia chiếm 93% tổng giá trị tiền tệ, tương đương khoảng 4% GDP. Trung bình mỗi người nắm giữ (xấp xỉ) 14 tờ 100 đôla và 27 tờ 50 đôla. Như hầu hết các nền kinh tế phát triển khác, tiền mặt vẫn quan trọng đối với các giao dịch nhỏ ở Ôxtrâylia, chiếm 70% lượng giao dịch dưới 20 đôla Ôxtrâylia, theo báo cáo tháng 4/2016 của Văn phòng Kiểm toán quốc gia Ôxtrâylia<sup>1</sup>. Nhưng tầm quan trọng của tiền mặt giảm mạnh đối với các giao dịch lớn hơn và hầu như đều không sử dụng tiền giấy mệnh giá lớn. Ngoài hoạt động tội phạm và trốn thuế, một số nhà chức trách Ôxtrâylia còn chỉ ra tình trạng người về hưu tích trữ tiền mệnh giá lớn để tận dụng hệ thống hưu trí dựa theo thu nhập của Ôxtrâylia<sup>2</sup>. Ủy ban nghiên cứu sẽ công bố báo cáo vào cuối năm 2017.

Các quốc gia Bắc Âu tiếp tục đi đầu trong lộ trình xóa bỏ tiền mặt bằng cách tiếp cận đa chiều (theo Hộp 7.1). Mặc dù Thụy Điển hiện đã thay đổi thiết kế mới cho tờ 1.000 krona, nhưng nó vẫn chỉ chiếm một phần tương đối nhỏ trong nguồn cung tiền tệ, một phần vì nhiều ngân hàng không dự trữ nó, và một phần vì Riksbank không khuyến khích sử dụng nó. Các quy định chống rửa tiền cũng khiến những kẻ tích trữ khó có thể nhanh chóng bơ sung lượng tiền. Nhìn chung, kinh nghiệm của các nước Bắc Âu quan

---

1. Các chiến lược và hoạt động giải quyết vấn đề tiền mặt và kinh tế ngầm, Văn phòng Kiểm toán quốc gia Ôxtrâylia, ngày 26/4/2016, (Canberra, Bộ Ngân khố Ôxtrâylia).

2. Peter Martin, “Hoarding \$100s to Ensure a Pension”, *The Sunday Morning Herald*, ngày 25/9/2012.

trọng ở chỗ chúng cho thấy cách tiếp cận đa chiều là phù hợp nhất cho kế hoạch chuyển sang xã hội giảm tiền mặt.

Ngân hàng Trung ương Thụy Điển là một trong số các ngân hàng trung ương công khai xem xét phát hành loại tiền kỹ thuật số riêng. Những quốc gia khác có Trung Quốc, Nam Phi và Anh. Thật vậy, nhiều ngân hàng trung ương khác cũng đang cân nhắc các ý tưởng tương tự, mặc dù không muốn tiết lộ công khai những nỗ lực của họ. Diễn biến dài hạn của tiền kỹ thuật số của ngân hàng trung ương cũng được dự báo trong Chương 14 khi các vấn đề chính được thảo luận. Một điểm cần nhắc lại là ngay cả sau khi ngân hàng trung ương phát hành tiền kỹ thuật số bán lẻ (có thể còn nhiều thập kỷ nữa), xã hội vẫn sẽ muốn giữ lại một đồng tiền vật lý được điều chỉnh phù hợp cho mục đích riêng tư và sử dụng trong trường hợp mất điện.

Các chính trị gia cấp tiến trên khắp thế giới luôn hướng đến Đan Mạch, Thụy Điển và các quốc gia Bắc Âu như những hình mẫu quản lý hiệu quả. Trái lại là trường hợp của Vénézuela, mới đây cũng bắt đầu hành động. Giữa tháng 12/2016, Tổng thống Vénézuela Nicolás Maduro xóa bỏ tờ 100 bolívar, tờ tiền mệnh giá lớn nhất và chiếm 75% nguồn cung tiền tệ của quốc gia này. Mục đích của Tổng thống là chống lại nạn đầu cơ trực lợi của các băng nhóm tội phạm ở biên giới Côn Minh<sup>1</sup>. Một sắc lệnh tương đối khôi hài

---

1. Matthew Weaver và các cơ quan, “Venezuela Pulls 100 Bolivar Note from Circulation to ‘Beat Mafia’”, *The Guardian*, ngày 12/12/2016.

ở một quốc gia vốn đang trên bờ vực siêu lạm phát, người dân đang tìm mọi cách tránh nắm giữ tiền mặt và tờ 100 bolívar chỉ có giá trị tương đương hai xu bên ngoài các cửa hàng của Chính phủ. Cũng như Ấn Độ, Vénéxuêla không có đủ nguồn cung tiền giấy mới, mặc dù khó có thể gọi chính sách này là thảm họa ở một quốc gia vốn đã sa lầy trong khủng hoảng chính trị và kinh tế vĩ mô.

Mỹ không phải là Vénéxuêla, nhưng cuộc bầu cử tổng thống với chiến thắng của Donald Trump rõ ràng đã mở cửa cho các chính sách bất thường, và tiếp theo chúng ta sẽ chuyển sang phân tích về Mỹ.

### **ĐỀ XUẤT BỨC TƯỜNG CỦA TRUMP VÀ NHẬP CỨ TRÁI PHÉP**

Trong vài tháng đầu tiên sau khi nhậm chức, chính quyền Trump không có chút dấu hiệu quan tâm đối với chính sách quản lý tiền giấy hay chính sách tiền tệ ở giới hạn gần 0. Về nguyên tắc, chính quyền Trump cần quan tâm đến một ý tưởng có thể giảm thiểu hoạt động tội phạm và trốn thuế, từ đó cung cấp một môi trường an toàn hơn cũng như tạo ra không gian tài khóa cho chính sách cắt giảm thuế. Sẽ luôn có sự phản đối từ nhóm vận động tiền mặt, trong đó chắc chắn bao gồm những người hưởng lợi từ việc dễ dàng trốn thuế hơn khi tình hình được giữ nguyên trạng, và như đã đề cập, dường như có điểm tương đồng với nhóm vận động vũ khí. Nhưng tờ 100 USD được nắm giữ ít hơn nhiều so với vũ khí. Hơn một phần ba người Mỹ sở hữu

ít nhất một khẩu súng<sup>1</sup>. Nhưng chỉ có một vài phần trăm người Mỹ thừa nhận thi thoảng có giữ một tờ 100 USD, chứ không có chuyện đến tận 35 tờ<sup>2</sup>. Vì vậy, quan niệm cho rằng việc ủng hộ tiền mệnh giá lớn hoàn toàn xuất phát từ lập trường dân túy có lẽ là tương đối sai lầm.

Tuy nhiên, chính quyền Trump khẳng định Mỹ sẽ xây dựng một bức tường trên biên giới Mỹ - Mêhicô nhằm ngăn chặn tình trạng nhập cư trái phép. Nếu được xây dựng, bức tường như vậy có thể ảnh hưởng đáng kể đến một số nhóm người nhập cư trái phép. Nhập cư trái phép là một vấn đề phức tạp, đa chiều và thách thức mọi giải pháp đơn giản hóa. Vào thời điểm tôi viết Lời bạt này, một cuộc đấu tranh khốc liệt đang diễn ra giữa chính quyền Trump và “các thành phố trú ẩn” như San Francisco, Los Angeles, Chicago, New York và Washington, những nơi phản kháng việc thi hành luật nhập cư liên bang mà các nhà lãnh đạo thành phố cảm thấy bất công. Nhưng điều quan trọng là phải nhận ra động lực chính cho tình trạng nhập cư trái phép là cơ hội việc làm từ các chủ lao động tư nhân thường trả lương bằng tiền mặt để tránh bị phát hiện và lách luật lao động. Không giải quyết được điều này đồng nghĩa với việc bỏ qua gốc rễ của vấn đề.

---

1. Christopher Ingraham, “American Gun Ownership Drops to its Lowest Level in Nearly 40 years”, *Washington Post Wonkblog*, ngày 29/6/2016.

2. Henry (1976) nhận xét rằng việc nắm giữ tiền giấy mệnh giá cao là cực kỳ cục bộ và do đó tiềm ẩn rủi ro chính trị hơn cả vũ khí cầm tay.

Thật không may, xóa bỏ tiền mệnh giá lớn sẽ chỉ tạo ra tác động vừa phải, ngay cả khi đã có bằng chứng về những người nhập cư trái phép được trả lương bằng tờ 100 USD trong một số trường hợp, đặc biệt trong ngành xây dựng. Một biện pháp trực tiếp hơn là thắt chặt và thực thi các quy định chống rửa tiền hiện hành. Những quy định này yêu cầu ngân hàng báo cáo danh tính của cá nhân hoặc doanh nghiệp thực hiện rút tiền và gửi tiền với giá trị lớn (ngưỡng hiện tại cho cả hai là 10.000 USD/ngày). Về nguyên tắc, nhà chức trách cũng có thể sử dụng dữ liệu này để điều tra các báo cáo về việc thuê lao động bất hợp pháp trên quy mô lớn. Đúng vậy, chủ lao động có những cách khác để trả lương ngoài sổ sách (ví dụ như thẻ ngân hàng trả trước hay thẻ quà tặng Amazon). Nhưng như đã lập luận trong phần nội dung, không cách thức nào có thể thay thế hoàn toàn tiền mặt, đặc biệt khi sử dụng trên quy mô lớn trong thời gian dài.

Có rất nhiều cách khác tương đối đơn giản có thể đối phó với tình trạng nhập cư trái phép bên cạnh biện pháp quản lý bằng tiền mặt, ví dụ như thắt chặt chính sách bắt buộc chủ lao động phải xác thực số an sinh xã hội. Mỗi cách thức tạo ra một mối lo ngại về cân bằng giữa quyền riêng tư và lợi ích công cộng. Như đã đề cập trong phần nội dung, Ấn Độ đến nay đã thu thập dữ liệu sinh trắc học của hơn một tỷ người. Tất nhiên, điểm quan trọng là vấn đề đối xử nhân đạo với số người nhập cư trái phép hiện tại, nhưng các chính sách an xá tương đối hào phóng có lẽ sẽ mang tính thuyết phục hơn nhiều nếu cử tri biết trước chính phủ có

một kế hoạch chặt chẽ ngăn chặn tình trạng nhập cư trái phép trong tương lai. Bất kỳ kế hoạch nào như vậy đều phải tính đến việc giải quyết vấn đề chủ lao động trả lương bằng tiền mặt.

## LÃI SUẤT ÂM

Chủ đề lãi suất âm cũng kéo theo rất nhiều bài viết cảm tính vô nghĩa. Phân lớn những nhầm lẫn bắt nguồn từ việc không nhận thức được nếu như chính sách lãi suất âm *hiệu quả* có thể áp dụng trong giai đoạn khủng hoảng tài chính hoặc suy thoái sâu (với tiền mặt là trở ngại chính), thì giai đoạn đó cũng không nhất thiết kéo dài. Trái ngược với các kinh nghiệm hậu khủng hoảng tài chính gần đây khi lãi suất qua đêm bám sát giới hạn gần 0 trong giai đoạn 6 năm trở lên, chính sách lãi suất âm sẽ cho phép ngân hàng trung ương phục hồi nền kinh tế và đưa lãi suất trở lại trên mức 0 nhanh hơn nhiều. Trên thực tế, lãi suất dài hạn thậm chí có thể còn tăng khi ngân hàng trung ương điều chỉnh lãi suất cực ngắn hạn vào sâu trong vùng lãi suất âm, vì kỳ vọng khi đó là tăng trưởng và lạm phát sẽ được khôi phục về mức bình thường nhanh hơn<sup>1</sup>.

Tương tự, những lầm tưởng về thời điểm và cách thức mà chính sách lãi suất âm có thể được áp dụng cũng chính

---

1. Chính sách tiền tệ không thể là “thuốc chữa bách bệnh”, và ngay cả với chính sách lãi suất âm hiệu quả, nền kinh tế sẽ phục hồi nhanh hơn nhiều với hỗ trợ từ chính sách tài khóa, tái cơ cấu nợ và tái cấu trúc vốn của hệ thống ngân hàng.

là cơ sở cho tuyên bố thẳng thừng rằng lãi suất âm rõ ràng gây bất lợi cho người gửi tiết kiệm. Về vấn đề những người bán lẻ quy mô nhỏ gửi tiết kiệm, kế hoạch của Chương 7 cung cấp một trường hợp loại trừ; mục đích của chính sách lãi suất âm là hỗ trợ mục tiêu ổn định lạm phát và kinh tế vĩ mô trong một nền kinh tế đang khủng hoảng trầm trọng. Mục đích ở đây không phải tăng nguồn thu cho ngân sách. Thật vậy, nếu mục tiêu chủ yếu của chính phủ là tăng nguồn thu ngân sách thì áp chế tài chính là một công cụ “bóc lột” người gửi tiết kiệm hiệu quả hơn nhiều chứ không cần thiết đến lãi suất âm. Trên thực tế, giải quyết khủng hoảng tài chính bằng chính sách lãi suất âm hiệu quả sẽ không chỉ đẩy cao lãi suất cực dài hạn mà còn dẫn đến giá nhà đất và cổ phiếu cũng cao hơn. Và mặc dù chính sách tiền tệ không phải “liều thuốc chữa bách bệnh”, nhưng phá vỡ giới hạn gần 0 chắc chắn có thể giúp cho thị trường việc làm phục hồi nhanh hơn. Vì vậy, ý kiến cho rằng lãi suất âm chỉ là một công cụ “cướp” tiền từ tay những người tiết kiệm là một lập luận vô căn cứ. Như phần thảo luận trong Chương 8 và Chương 9, hiện tại các công cụ đối phó với giới hạn gần 0 trong cuộc khủng hoảng tài chính tiếp theo hoàn toàn chưa thể đáp ứng, trong khi các đề xuất khác hoặc còn thiếu tin cậy (ví dụ như tăng cường bảo hộ thương mại, từ bỏ cải cách cơ cấu, thả tiền trực thăng, tiến hành chính sách tài khóa nghịch chu kỳ thái quá) hoặc chỉ là một giải pháp thay thế không rõ ràng cho chính sách lãi suất âm hiệu quả (ví dụ như nâng mục tiêu lạm phát của ngân hàng trung ương lên 4%).

Tất nhiên, các ngân hàng trung ương không muốn thừa nhận sự bất lực của họ với giới hạn gần 0. Trong bài phát biểu tháng 8/2016 với các ngân hàng trung ương hàng đầu thế giới tại Jackson Hole, Wyoming, Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Janet Yellen đã trình bày cách thức hoạt động của chính sách tiền tệ (trên lý thuyết) trong một thế giới mà (ngầm định) tất cả trở ngại về pháp lý, thuế và thuế khóa đối với chính sách lãi suất âm hiệu quả được loại bỏ, bao gồm cả vấn đề tích trữ tiền mặt (có thể bằng cách loại bỏ tiền mệnh giá lớn - nếu cần thiết có thể kết hợp với một khoản phí đối với lượng tiền mặt lớn được gửi lại vào ngân hàng - hoặc bằng cách triển khai hệ thống tiền tệ kép được thảo luận trong Chương 10). Tình huống mô phỏng của bà giả định Mỹ đang phải đổi mặt với một cú sốc suy thoái nghiêm trọng, mặc dù không nghiêm trọng như Cục Dự trữ Liên bang từng phải đổi mặt trong cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008. Trong tình huống mô phỏng, được xây dựng dựa trên mô hình định lượng của Cục Dự trữ Liên bang, chính sách tiền tệ tối ưu (không chịu ràng buộc của giới hạn gần 0) sẽ dần đưa lãi suất qua đêm xuống mức -6%, nhưng lãi suất chính sách sẽ vượt trên mức 0 nhanh hơn nếu Cục Dự trữ Liên bang không vi phạm giới hạn gần 0, và lãi suất mười năm sẽ vượt trên đường cơ sở nhanh hơn đáng kể. Yellen cũng trình bày các tình huống mô phỏng phân tích định lượng một chính sách khác trong đó Cục Dự trữ Liên bang cố định lãi suất chính sách ở mức 0, nhưng nói lỏng chính sách tiền tệ bằng công cụ nói lỏng định lượng (QE) và định hướng chính sách, thay

vì sử dụng lãi suất âm. Khẳng định của bà về công cụ QE và định hướng chính sách có thể phát huy hiệu quả không kém gì chính sách lãi suất âm triệt để là không hoàn toàn thuyết phục, và người ta hy vọng đến khi một cuộc khủng hoảng tài chính hệ thống sâu sắc khác xuất hiện để chính sách lãi suất âm triệt được mở đường triển khai.

Các nhóm vận động hành lang ngành tài chính quyết liệt phản đối toàn bộ ý tưởng về lãi suất âm. Các tờ báo tài chính hàng đầu thường xuyên xuất bản bài viết của những người ủng hộ ngành ngân hàng với lập luận lãi suất âm sẽ cản trở các chính phủ theo đuổi kế hoạch cải cách cơ cấu như thế nào. Trong dài hạn, các ngân hàng sẽ không phải chịu tổn thất do lãi suất âm. Xét cho cùng, họ kiếm lợi nhuận từ chênh lệch giữa lãi suất họ phải trả và lãi suất họ cho vay, và sau khi các công việc chuẩn bị được thực hiện, họ sẽ không còn lý do nào để phàn nàn. Trên thực tế, hệ thống ngân hàng còn hưởng lợi nhờ được bảo vệ hiệu quả hơn khi khủng hoảng hệ thống xảy ra. Tất nhiên, các nhà vận động hành lang ngân hàng không tập trung vào chính sách dài hạn như cuốn sách này, mà tập trung vào chính sách cực ngắn hạn và thử nghiệm ban đầu với lãi suất âm rất nhỏ ở châu Âu và Nhật Bản. Thật không may, các chính sách tiền tệ này thường vượt quá giới hạn của các điều chỉnh cần thiết cho chính sách lãi suất âm phát huy hiệu quả. Thật vậy, do không thể thực hiện các thay đổi toàn diện về luật pháp, thể chế và chính sách thuế, chưa kể đến tiến triển chậm chạp của tiền giấy, người ta không thể thấy nhiều ý nghĩa từ các thử nghiệm ban đầu

với lãi suất âm; chúng không minh họa được mức độ hiệu quả của chính sách lãi suất âm hiệu quả không ràng buộc. Phần nào đó, lãi suất âm quá nhỏ cũng giống như uống thuốc liều thấp, có thể chỉ đủ gây ra tác dụng phụ nhưng không đủ chữa bệnh.

Còn một nhóm khác cũng phản đối kịch liệt lãi suất âm là những người mong muốn trở về thời kỳ bình dị với đồng đôla được cố định theo giá trị của vàng. Chương 12 đã giải quyết triệt để quan điểm quá đỗi ngây thơ và thiếu hiểu biết này. Trái ngược với hình ảnh được lý tưởng hóa, điểm nhấn của kỷ nguyên bǎn vị vàng là những cuộc khủng hoảng tài chính nghiêm trọng, và mức tăng trưởng mạnh mẽ ổn định của Mỹ chẳng thể chứng minh cho hiệu quả của tiêu chuẩn bǎn vị vàng trong bối cảnh ngày nay cũng như tốc độ tăng trưởng nhanh của Trung Quốc không thể bào chữa cho hệ thống áp chế tài chính nghiêm ngặt triệt để của họ.

Cuối cùng, độc giả của cuốn sách sẽ hiểu rằng ý tưởng loại bỏ tiền giấy mệnh giá lớn và áp dụng lãi suất âm mặc dù là hai chủ đề liên quan, nhưng lại không hề giống nhau. Hệ thống tiền tệ kép Hốt Tất Liệt - Eisler - Buiter - Kimball cho phép áp dụng mức lãi suất âm rất cao trong khi vẫn duy trì hệ thống tiền mặt hiện tại hoàn toàn nguyên vẹn (hoặc thậm chí còn phát hành tiền giấy mệnh giá lớn hơn). Loại bỏ tiền giấy mệnh giá lớn sẽ cho phép ngân hàng trung ương sử dụng mức lãi suất âm cao hơn đáng kể (bằng cách tăng thêm chi phí lưu trữ) và hoàn toàn đạt được mức lãi suất âm đủ sâu cần thiết cho cuộc khủng hoảng tài chính tiếp theo, đồng thời ngầm hiểu giai đoạn lãi suất âm có thể

sẽ chỉ trong thời gian tương đối ngắn. Nếu cần thiết, các ngân hàng trung ương cũng có thể thu phí đối với lượng tiền mặt lớn được gửi lại vào ngân hàng, hoặc kết hợp với kế hoạch Eisler, từ đó mở đường cho mức lãi suất âm cao hơn nữa trong gian đoạn dài hơn nữa (với giả định tất cả trở ngại khác đều đã được giải quyết).

Cuối cùng, nếu lãi suất thực tế toàn cầu duy trì ở mức thấp trong thập kỷ tới, nhiều khả năng sẽ có những giai đoạn lãi suất âm tạm thời trong thời kỳ suy thoái ở hầu hết các nền kinh tế phát triển, dù chúng ta có muốn hay không. Phần II của cuốn sách trình bày về cách thức cải thiện đáng kể hiệu quả của chính sách lãi suất âm. Tôi tự tin dự đoán trong thập kỷ tới, một số chính phủ trên thế giới sẽ tìm ra cách thức thực hiện chính sách lãi suất âm thực tế như một biện pháp khẩn cấp cho cuộc khủng hoảng tài chính hệ thống nghiêm trọng tiếp theo. Hiện nay các nhà kinh tế học cũng đã biết cách giải quyết vấn đề nan giải của Keynes. Giới hạn gần 0 sẽ không còn là trở ngại không thể khắc phục, với điều kiện các chính phủ bắt đầu lập kế hoạch ngay từ bây giờ cho cuộc khủng hoảng tài chính không thể tránh khỏi tiếp theo. Bạn đọc có thể tự quyết định cho mình, nhưng rõ ràng tốt hơn hết nên cố gắng tìm hiểu và chuẩn bị cho một thế giới mới thay vì theo dõi các nhà luận chiến trên báo chí và Internet, những người phản bác ngân hàng trung ương hiện đại và vẫn nuôi dưỡng những sản phẩm tưởng tượng hết sức thiếu hiểu biết về cơ hội trở lại kỷ nguyên bản vị vàng đầy tươi đẹp.

## CẬP NHẬT DỮ LIỆU

Các dữ liệu, bao gồm tất cả hình vẽ và bảng biểu trong cuốn sách, được đăng trên trang web của Đại học Harvard và của tác giả. Bạn đọc có thể tra cứu trên đó các hình vẽ và bảng biểu được cập nhật so với ấn bản đầu tiên. Một vài điểm nổi bật:

Cuối năm 2016, lượng tiền mặt lưu hành ở Mỹ tăng lên xấp xỉ 4.400 USD trên đầu người từ mức 4.200 USD cuối năm 2015. Tỷ lệ tiền mặt trên GDP là 7,9% so với 7,4% cuối năm 2015.

Cuối năm 2016, 81% giá trị đôla lưu hành là tờ 100 USD (từ mức 80%), 87% giá trị đôla là tờ 100 USD và 50 USD (từ mức 84%)<sup>1</sup>, số lượng tờ 100 USD lưu hành ở Mỹ (1,15 nghìn tỷ tờ) gần xấp xỉ số lượng tờ 1 USD (1,17 nghìn tỷ tờ). Số lượng tờ 100 USD tính trên đầu người là hơn 35 tờ.

Có khoảng 3.300 euro tính trên đầu người, từ mức 3.200 euro cuối năm 2015. Tỷ lệ của tờ 500 euro mà ECB công bố kế hoạch ngừng in vào tháng 5/2016 cũng giảm nhẹ. Tỷ lệ tiền giấy euro trên GDP của khu vực sử dụng đồng euro là 10,6%.

Tại Nhật Bản, tỷ lệ tiền mặt trên GDP tăng lên 21,2% từ mức 19,2%. Tính theo tỷ giá hối đoái cuối năm 2016, lượng phát hành tiền yên đạt giá trị lên đến 7.300 USD trên đầu người.

---

1. “Money Stock Measures”, ấn phẩm H.6, và “Currency in Circulation: Volume”, Hội đồng thống đốc Cục Dự trữ Liên bang, tháng 02/2017.

Năm 2016, lượng tiền mặt lưu thông trung bình hàng năm của Thụy Điển là 65 tỷ krona, giảm so với mức 77 tỷ năm 2015, và tương đương 1,5% GDP. Đến năm 2017, nhu cầu về krona tiếp tục giảm nhanh chóng. Tỷ lệ của tờ 1.000 krona mới (được phát hành thay thế cho tờ tiền cũ) vẫn ở mức dưới 6% nguồn cung tiền tệ, một phần vì nhiều ngân hàng từ chối dự trữ tờ tiền này. Phần lớn lượng sụt giảm trong nhu cầu tiền tệ đến từ lượng sụt giảm trong lượng nắm giữ tờ 500 krona; tờ tiền mới được phát hành vào tháng 10/2016, tờ 500 krona cũ sẽ không còn hiệu lực sau ngày 30/6/2017. Một lần nữa, kinh nghiệm của Bắc Âu cho thấy cách tiếp cận đa chiều hướng đến hạn chế sử dụng tiền mặt, bao gồm những rào cản đối với khoản thanh toán tiền mặt ẩn danh có giá trị lớn và những đổi mới trong cơ chế thanh toán thay thế, là cách tiếp cận hiệu quả nhất.

Mặc dù các quốc gia Bắc Âu dẫn đầu, nhưng tình hình sử dụng tiền mặt trong các giao dịch hợp pháp tiếp tục giảm nhanh ở hầu hết các nền kinh tế phát triển cũng như nhiều nền kinh tế đang phát triển. Kết quả sơ bộ ở Mỹ từ cuộc khảo sát *Nhật ký lựa chọn thanh toán tiêu dùng 2015* mới được công bố cho thấy tỷ lệ tiền mặt trong các giao dịch giảm từ 14% trong cuộc khảo sát năm 2012 xuống còn 9% năm 2015; tỷ lệ giao dịch sử dụng tiền mặt (không tính theo giá trị) giảm từ 40% xuống 32%. Nếu xu hướng này tiếp tục, trong vòng năm năm tới, tỷ lệ thanh toán tiền mặt trong các giao dịch hợp pháp tuân thủ thuế sẽ giảm xuống mức của Bắc Âu hiện nay.

Tình hình sử dụng tiền mặt chắc chắn sẽ tiếp tục phát triển theo cả chiều hướng như mong đợi và không như mong đợi trong thập kỷ tới. Bất kể thế nào, tôi vẫn hy vọng những phần phân tích trong cuốn sách có thể thuyết phục bạn đọc nhận ra đã đến lúc bắt đầu suy nghĩ cụ thể hơn về những rắc rối của tiền mặt đối với chính sách kinh tế vĩ mô hiện đại, và chủ đề tiền giấy không còn được coi là “vùng nước lặng” của kinh tế học, một vấn đề thứ yếu phiền phức trong thế giới kinh tế học tiền tệ. Quan điểm đó chưa bao giờ đúng, nhất là trong bối cảnh ngày nay.

## CẢM NGHĨ CUỐI CÙNG

L oại bỏ tiền mặt không phải “bữa trưa miễn phí”. Thế độc quyền của chính phủ về tiền giấy là một ngành kinh doanh sinh lợi rất khó từ bỏ. Ví dụ, Mỹ thu lợi nhuận trung bình 0,4% GDP mỗi năm trong những năm gần đây. Nếu Chính phủ Mỹ phải phát hành trái phiếu để mua lại toàn bộ nguồn cung tiền giấy đôla Mỹ, nợ quốc gia có thể sẽ tăng thêm hơn 7% GDP. Đối với khu vực sử dụng đồng euro, các con số tương ứng là 0,55% GDP cho lợi nhuận hằng năm từ in tiền và 10,1% GDP để mua lại tất cả tiền giấy. Bên cạnh đó, tiền giấy có một số tính chất đặc biệt mà hiện tại không có phương tiện giao dịch nào khác là bản sao hoàn chỉnh: gần như hoàn toàn riêng tư, gần như hoàn tất giao dịch tức thời, đối phó với tình huống mất điện, cũng như ăn sâu vào ý thức và văn hóa xã hội.

Nhưng nếu nhìn sâu hơn, rõ ràng các đặc tính của tiền giấy lại mở ra cơ hội cho nhiều tệ nạn. Mặc dù chiếm 80-90% nguồn cung tiền mặt toàn cầu, nhưng tiền mệnh giá lớn phần lớn lưu thông trong nền kinh tế ngầm, góp phần tạo điều kiện cho hoạt động trốn thuế, tội phạm, tham nhũng, và trên quy mô lớn. Hoạt động trốn thuế chiếm hơn 3% GDP ở Mỹ, và nhiều khả năng còn cao hơn nhiều ở hầu hết các nước châu Âu. Không ai thích nộp thuế cả, nhưng nếu

chính phủ có thêm doanh thu từ những kẻ trốn thuế, họ cũng sẽ có điều kiện giảm thuế cho những người còn lại.

Mặc dù khó định lượng hơn nhiều, nhưng chi phí xã hội trực tiếp và gián tiếp của hoạt động tội phạm có khả năng cao hơn nhiều so với hoạt động trốn thuế. Nếu lượng tiền giấy thu hẹp, thậm chí chỉ dẫn đến các hoạt động bất hợp pháp giảm rất nhẹ, thì đó vẫn sẽ là một lợi ích rất lớn. Chắc chắn sẽ có những phương án thay thế tiền mặt cho tất cả các giao dịch của nền kinh tế ngầm. Nhưng tiền mặt vẫn là ông vua vì nhiều lý do, và sẽ không có phương tiện nào thay thế được trong tương lai gần. Nếu như có phương tiện thay thế xuất hiện, các chính phủ vẫn có cách cô lập chúng, điều được nhấn mạnh xuyên suốt cuốn sách. Hạn chế tiền mặt sẽ không chấm dứt tội phạm và khủng bố, nhưng sẽ giáng cho chúng một đòn đáng kể. Hơn nữa, thu hẹp lượng tiền mặt có lẽ là biện pháp hiệu quả nhất mà một quốc gia như Mỹ có thể thực hiện nếu họ muốn ngăn các chủ lao động lách các quy định về lương tối thiểu và báo cáo tiền lương cho Sở An sinh xã hội, chưa kể đến việc thuê người nhập cư trái phép. Ngoài những cân nhắc thực tiễn, việc giảm mạnh vai trò của tiền mặt còn nảy sinh một loạt các vấn đề về lý thuyết và thực tiễn mà tôi cũng đã giải quyết.

Lập luận ủng hộ việc loại bỏ tiền giấy của tôi về cơ bản là độc lập với cuộc tranh luận về tiền mã hóa. Đây không phải cuốn sách tìm cách giải thích về - càng không phải truyền bá - tiền kỹ thuật số. Loại bỏ tiền giấy là đề xuất hết sức hợp lý từ cách đây 20 năm, khi tôi mới bắt đầu viết bài nghiên cứu về chủ đề này. Đúng vậy, tiền kỹ thuật số nêu lên những

câu hỏi quan trọng cho tương lai, nhưng trong vai trò một đối thủ cạnh tranh với các công cụ và tổ chức tài chính khác chứ không phải triệt tiêu hoàn toàn tiền giấy. Trên thực tế, mọi bằng chứng đều cho thấy hàng núi tiền mặt của thế giới sẽ không biến mất trong thời gian ngắn, trừ khi các chính phủ chủ động triển khai việc loại bỏ tiền giấy. Cách bắt đầu đơn giản nhất là các chính phủ ngừng in mới tiền mệnh giá lớn, một hành động mà hầu hết các kho bạc và ngân hàng trung ương có thể thực hiện tương đối đơn giản. Đây chỉ là bước đầu trong lộ trình chủ động loại bỏ hầu hết tiền giấy, một đích đến phù hợp theo những gì tôi đã lập luận.

Có nhiều ý kiến phản đối thiếu suy nghĩ đối với đề xuất giảm thiểu vai trò của tiền mặt, nhưng chủ yếu đó là những ý kiến còn thiếu suy nghĩ. Kế hoạch chi tiết được mô tả trong cuốn sách, trong đó giữ lại vô thời hạn tiền mệnh giá nhỏ (cuối cùng thay thế bằng tiền xu) và cung cấp thẻ ghi nợ miễn phí hoặc được trợ cấp đáng kể cho các hộ gia đình thu nhập thấp, có thể giải đáp hầu hết các ý kiến phản đối phát sinh trong giai đoạn chuyển tiếp dài.

Lập luận thứ hai ủng hộ việc loại bỏ (hầu hết) tiền giấy là các ngân hàng trung ương sẽ dễ dàng sử dụng lãi suất âm hơn khi lạm phát “kết” ở mức rất thấp hoặc, quan trọng hơn, khi nền kinh tế suy thoái sâu và đòi hỏi mức lãi suất thực tế âm đáng kể để có thể giúp kích cầu. Mở đường cho chính sách lãi suất âm tự do và hiệu quả nên được coi là một lợi ích gián tiếp quan trọng từ việc loại bỏ tiền giấy. Các quốc gia chắc chắn sẽ có thể đối phó hiệu quả hơn nhiều với cuộc khủng hoảng tài chính tiếp theo, trong khi chính sách tiền

tệ cũng được hỗ trợ giải phóng trong các cuộc suy thoái thông thường của một thế giới lãi suất thấp. Tôi đã chứng minh rằng không nhất thiết phải loại bỏ hoàn toàn tiền mặt thì mới có thể áp đặt bất kỳ mức lãi suất âm nào cần thiết trong thực tế. Nếu như thực sự có vấn đề phát sinh, tôi cũng đã minh họa các cách thức loại bỏ hầu hết mọi lo ngại về lãi suất âm sẽ kích động một cuộc đổ xô chuyển sang tiền giấy mệnh giá nhỏ, ví dụ, bằng cách áp đặt một mức phí cho các ngân hàng để nghị dự trữ tiền mặt tại ngân hàng trung ương.

Giống như một số người tin rằng việc loại bỏ tiền mặt sẽ mang lại vô số điều xấu xa cho thế giới, thì cũng có những người tin rằng chính sách lãi suất âm sẽ hủy hoại nền văn minh. Phần nào đó, tôi đã cố gắng giải quyết tất cả các lập luận hợp lý ủng hộ giữ lại tiền mặt nguyên trạng như hiện tại. Ví dụ, ổn định tài chính là một mối quan tâm chính đáng, nhưng công bằng mà nói thì hầu hết các ngân hàng trung ương và nhà hoạch định chính sách tài chính thà chấp nhận một giai đoạn lãi suất âm ngắn hạn hơn là một thập kỷ ở giới hạn gần 0. Tất nhiên, cần khắc phục nhiều trở ngại về thể chế và pháp lý thì chính sách lãi suất âm mới phát huy đầy đủ hiệu quả, và chúng ta cũng đã thảo luận về cách thức giải quyết.

Về khía cạnh quốc tế của vấn đề, một kế hoạch phối hợp loại bỏ tiền mặt giữa các quốc gia phát triển sẽ là chính sách hiệu quả nhất. Tuy nhiên, chỉ riêng lợi ích trong nước cũng quá đủ thuyết phục cho kế hoạch loại bỏ hầu hết tiền giấy, ngay cả với Mỹ và châu Âu. Đối với các nền kinh tế phát triển nhỏ hơn, hay như Nhật Bản với đồng tiền không

được sử dụng trên phạm vi quốc tế, lý lẽ ủng hộ giảm thiểu tiền giấy là đặc biệt thuyết phục.

Chủ đề tiền giấy có thể mang lại cảm giác nhảm chán, và từ lâu cũng chỉ được tranh luận ở những góc khuất của kinh tế học tiền tệ. Tuy nhiên, trên thực tế, đây lại là chủ đề vô cùng quan trọng. Hầu hết các nhà kinh tế học và nhà hoạch định chính sách dường như hài lòng với việc cho phép chủ đề tiền giấy lặng lẽ chìm vào quên lãng trong vòng 100 năm tiếp theo, cho rằng hệ thống vẫn hoạt động hiệu quả và vấn đề này thực sự không quá nghiêm trọng. Họ không thể sai lầm hơn được nữa. Lượng tiền mặt khổng lồ đang lưu thông ngày nay, đặc biệt là tiền giấy mệnh giá lớn, là một vấn đề chính sách công quan trọng cần được thảo luận khẩn cấp chứ không thể được coi là một thực tế bất biến của đời sống.

Tái bút: Vào thời điểm cuốn sách này được in (năm 2016), Ngân hàng Trung ương châu Âu tuyên bố kế hoạch ngừng in tờ 500 euro (tương đương 570 USD), mặc dù các tờ tiền hiện hành vẫn sẽ được giữ lại làm tiền pháp định vô thời hạn. Tuy chỉ là một động thái nhỏ ban đầu, nhưng đây là một động thái đáng khích lệ cho những người từ lâu đã cho rằng việc in tiền giấy mệnh giá lớn là “tham bát bở mâm”.

## LỜI CẢM ƠN

Cuốn sách là kết quả của dự án được thực hiện trong nhiều năm, vì vậy có rất nhiều sự giúp đỡ cần được ghi nhận. Thật vậy, hành trình của tôi bắt đầu từ hai thập kỷ trước, tại một hội nghị của Trung tâm Nghiên cứu chính sách kinh tế ở Tây Ban Nha. Ở đó, lấy cảm hứng từ thông báo của khu vực sử dụng đồng euro về kế hoạch phát hành tờ 500 euro, tôi đã trình bày bài nghiên cứu đầu tiên về vai trò gây tranh cãi của tiền giấy mệnh giá lớn. Bài viết của tôi, với tiêu đề “Phúc lành hay lời nguyền? Nhu cầu đối với tiền giấy euro từ nước ngoài và nền kinh tế ngầm”, sau đó được công bố trên tạp chí *Economic Policy*. Tôi may mắn nhận được một số góp ý xuất sắc từ những người tham gia hội nghị cho nghiên cứu ban đầu đó, bao gồm cả phân tóm tắt một loạt vấn đề mà tôi trở lại phân tích trong cuốn sách này. Tôi lại tiếp tục nghiên cứu về chủ đề này trong thời gian đảm nhiệm vai trò kinh tế trưởng tại Quỹ Tiền tệ quốc tế vào đầu thập niên 2000, nơi các đồng nghiệp của tôi sở hữu một số kiến thức hữu ích, đặc biệt về tình hình sử dụng ngoại tệ ở các quốc gia đang phát triển.

Trải qua nhiều biến cố, bước tiến quan trọng tiếp theo là năm 2013, khi Giáo sư Đại học Columbia Mike Woodford và Giáo sư Đại học Princeton Jonathan Parker mời tôi đến

thuyết trình tại Hội nghị thường niên của Cục Nghiên cứu Kinh tế quốc gia (NBER), nơi tập hợp nhiều nhà nghiên cứu kinh tế vĩ mô trẻ tuổi hàng đầu, chưa kể đến một vài chuyên gia thâm niên vẫn còn hoạt động rất tích cực. Vào thời điểm đó, vấn đề về giới hạn gần 0 đối với lãi suất của ngân hàng trung ương đang được quan tâm, và nhân dịp này tôi đã tổng hợp các nghiên cứu trước đây với ý tưởng về việc loại bỏ tiền giấy có thể mở ra cơ hội cho chính sách tiền tệ quyết liệt hơn trong tình huống suy thoái sâu. Một lần nữa, các cuộc thảo luận tại hội nghị là cực kỳ hữu ích. Bài thuyết trình của tôi tại NBER được xuất bản vào năm 2014, tiền đề cho nhiều ý tưởng trong cuốn sách này. Từ đó, tôi cũng nhận ra cần phải viết một cuốn sách mới có thể giải quyết các vấn đề một cách toàn diện và mạch lạc. Tôi cũng nhận được những ý kiến hữu ích sau một bài giảng dựa trên các công trình liên quan có tính chất chuyên ngành hơn tại Đại học Munich vào năm 2014, đặc biệt là về giới hạn gần 0. Tôi cũng trình bày ý tưởng trong cuốn sách tại các hội nghị khác như Hội thảo của các nhà kinh tế trưởng tại Ngân hàng Anh vào tháng 5/2015, trong đó Andy Haldane của Ngân hàng Anh chủ trì phiên thảo luận của tôi. Cũng trong tháng đó, tôi trình bày tại một hội nghị ở London do Trung tâm Nghiên cứu chính sách kinh tế, Trung tâm Phân tích tài chính Brevan Howard của Đại học Imperial và Ngân hàng quốc gia Thụy Sĩ đồng tài trợ. Và cuối cùng, tôi nhận được phản hồi từ các đồng nghiệp tại cuộc họp Nhóm 30 vào tháng 6/2015 tại Rio de Janeiro, trong phần thảo luận chuyên sâu sau bài trình bày của tôi.

Bên cạnh những ý kiến hết sức hữu ích từ các bài giảng và hội thảo, tôi còn nhận được nhiều hỗ trợ và góp ý khác trong quá trình viết cuốn sách. Diana Zhu (cùng nghiên cứu bài trình bày tại NBER 2014) và Scarlet Hu hỗ trợ quá trình nghiên cứu, và cả hai cũng đóng góp những nhận xét hữu ích cho bản thảo đầu tiên. Leandro Gomes, Beatriz Zahran Rache de Almeida và Le Kang cũng hỗ trợ đắc lực. Tôi cũng may mắn nhận được ý kiến phản biện từ các học viên cao học của tôi tại Đại học Harvard, Stephanie Lo, Chenzi Xu và Max Harris sau khi đọc các bản thảo đầu tiên (Max đọc rất chi tiết hai bản thảo). Tôi không thể đếm hết số người trong những năm qua đã cung cấp cho tôi bằng chứng, giai thoại từ kinh nghiệm cá nhân về hành vi tích trữ tiền mặt để trốn thuế. Tôi cảm ơn Mehreen Malik vì những hiểu biết về các thách thức mà Trung Quốc đang phải đối mặt với đồng tiền của họ. Nicole Tateosian biên tập bản thảo đầu tiên và trợ lý của tôi Jane Trahan đã có những sự hỗ trợ cực kỳ quan trọng trong suốt quá trình viết cuốn sách.

Bên cạnh những góp ý và đề xuất tại Hội thảo của các nhà kinh tế trưởng vào tháng 5/2015 tại London, các nhà nghiên cứu tại các ngân hàng trung ương cũng cung cấp những dữ liệu và lời khuyên hữu ích, trong đó có David Zhang và Scott Schuh (Ngân hàng Dự trữ Liên bang Boston), Ksenia Yudaeva (Phó Thống đốc Ngân hàng Trung ương Nga), Edward Robinson (Cơ quan tiền tệ Xingapo), Susanna Grufman, Jesper Lindé và Björn Segendorff (Riksbank của Thụy Điển), Ilan Steiner (Ngân hàng Ixraen), Pablo García

Silva (Ngân hàng Trung ương Chilê) và José de Gregorio (cựu Thống đốc Ngân hàng Trung ương Chilê), và Ruth Judson (Hội đồng Thống đốc thuộc Cục Dự trữ Liên bang); Ruth cũng là một trong những người đóng góp xuất sắc cho nội dung cuốn sách.

Tôi cũng cảm ơn Giáo sư Đại học New York Mark Gertler vì các cuộc thảo luận hữu ích, cũng như đồng nghiệp Emmanuel Farhi tại Đại học Harvard vì những phản hồi quan trọng. Ba người đọc duyệt giấu tên tại Đại học Princeton đều có những nhận xét xây dựng, cùng những nhận xét đặc biệt hữu ích của Giáo sư Đại học Michigan Miles Kimball, người quyết định tiết lộ danh tính. Giáo sư văn học so sánh người Nga Edyta Bojanowska tại Đại học Rutgers giúp hướng dẫn tôi diễn giải về những trích dẫn phổ biến của Dostoyevsky về vấn đề tiền mặt. Nhà vật lý học Lisa Randall, đồng nghiệp của tôi tại Đại học Harvard, đóng góp vào phép so sánh (chủ yếu là hài hước) giữa giới hạn gần 0 và lỗ đen (nhưng mọi lỗi sai vẫn đều là do tôi!).

Tôi cảm thấy rất may mắn khi lại được làm việc với đội ngũ của Nhà xuất bản Đại học Princeton, trong đó có biên tập viên Seth Ditchik với những chỉ dẫn cực kỳ hữu ích ngay từ những giai đoạn đầu và Giám đốc Nhà xuất bản Đại học Princeton Peter Dougherty liên tục ủng hộ và động viên nhiệt tình. Thật vậy, Peter thậm chí còn đảm nhận vai trò biên tập viên ở giai đoạn cuối khi Seth bị thuyết phục chuyển đến một vị trí quan trọng tại một nhà xuất bản khác. Cyd Westmoreland, biên tập viên kỹ thuật cho cuốn sách, cũng hoàn thành công việc xuất sắc. Tôi rất vinh dự

được làm việc với người đại diện cho cuốn sách, Andrew Wylie, và tôi cũng cảm ơn Niall Ferguson vì đã giới thiệu chúng tôi.

Tôi cũng không thể tham gia một dự án viết sách như thế này nếu không có sự ủng hộ mạnh mẽ từ gia đình, trong đó có vợ tôi, Natasha L. Rogoff, và các con Gabriel và Juliana. Cuối cùng, tôi phải cảm ơn tất cả những người tôi đã gặp suốt những năm qua, kể từ thời còn là một người chơi cờ vua chuyên nghiệp, những người đã chỉ dạy cho tôi một vài điều về tiền mặt trong đời thực.

## **PHỤ LỤC**

Phần phụ lục này bao gồm những thông tin quan trọng và có tính chuyên ngành, bổ sung cho các phần thảo luận trong một số chương.

### **NHỮNG ĐIỂM YẾU TRONG HỆ THỐNG TIỀN TỆ CÓ THỂ BỘC LỘ TRONG MỘT CUỘC CHUYỂN ĐỔI SANG TIỀN ĐIỆN TỬ**

Trong một thế giới không tiền mặt, liệu tiền định danh của chính phủ có thể mất đi quá nhiều đặc tính riêng biệt đến mức những phương án thay thế gần như hoàn hảo sẽ làm suy yếu khả năng ổn định thị trường của ngân hàng trung ương? Đây là một câu hỏi khá trừu tượng, nhưng sẽ là sai lầm nếu không lường trước và giải quyết nó.

#### ***Nghịch lý tiền định danh của Wallace***

Ở đây chúng ta xem xét mỗi lo ngại rằng nếu tiền giấy biến mất hoàn toàn, các ngân hàng trung ương có thể sẽ gặp khó khăn trong việc duy trì ổn định giá cả, như đã thảo luận ở cuối Chương 7. Trở lại đầu thập niên 1980, nhà lý thuyết tiền tệ Neil Wallace lập luận rằng lý do duy nhất giúp chính phủ không gặp rắc rối từ việc phát hành tiền định danh không chịu lãi suất là vì họ gây khó khăn cho việc sử dụng nợ chính phủ chịu lãi suất vào mục đích

giao dịch. Thứ nhất, chính phủ chỉ phát hành trái phiếu mệnh giá lớn chịu lãi suất. Nếu trái phiếu kho bạc kỳ hạn ba tháng cũng chịu lãi suất thị trường và giả sử có mệnh giá 100 USD, chúng có thể còn được ưa thích sử dụng hơn tiền mặt cho một số giao dịch. (Một trường hợp tương tự từng xảy ra ở Mỹ trong cuộc chiến tranh năm 1812 (chiến tranh Mỹ - Anh), khi các trái phiếu kho bạc mệnh giá nhỏ chịu lãi suất có lúc vẫn được sử dụng như tiền mặt<sup>1</sup>). Thứ hai, ngay cả khi chính phủ chỉ phát hành trái phiếu mệnh giá lớn, họ phải chắc chắn không để các công ty tài chính tư nhân phát hành các công cụ chịu lãi suất thay thế tương tự tiền giấy với bản vị 100% trái phiếu chính phủ. Nếu không có biện pháp hạn chế này mà chính phủ thực hiện thông qua khả năng độc quyền tiền tệ, các tổ chức trung gian có thể vào cuộc và chia nhỏ trái phiếu mệnh giá lớn để có thể sử dụng như tiền giấy, sau đó bán lại để thu lợi nhuận. Như chúng ta đều biết, hệ thống tài chính rất nhạy bén với kiểu trò chơi này.

Wallace lập luận: nếu không có những biện pháp hạn chế nhằm ngăn chặn trái phiếu cạnh tranh với tiền mặt như một phương tiện giao dịch, thì mọi nỗ lực phát hành tiền định danh của chính phủ sẽ trở nên vô nghĩa. Nếu không có biện pháp hạn chế và quy định pháp lý thì hệ thống ổn định duy nhất sẽ là đồng tiền với bản vị 100% hàng hóa, ví dụ như vàng hay bạc.

---

1. Xem Kagin (1984).

Vào thời điểm Wallace đưa ra các lập luận này, những thực tế về thể chế đường như càng khiến mối lo ngại của ông về sự mất ổn định trong tiền tệ trở nên khá xa vời và bất khả thi. Thứ nhất, tiền giấy hoàn toàn khác biệt với các phương tiện giao dịch khác, vì tiền giấy có chức năng ẩn danh. Ngày nay, trái phiếu kho bạc chịu lãi suất được đăng ký một chủ sở hữu và cần phải đăng ký một chủ sở hữu mới nếu muốn chuyển nhượng và bán lại. Và một số lượng lớn trái phiếu hiện nay là trái phiếu điện tử. Tuy nhiên, nếu tiền mặt hoàn toàn chuyển đổi thành tiền điện tử, tiền mặt sẽ mất đi đặc tính ẩn danh, khiến việc phân biệt tiền mặt với trái phiếu điện tử chịu lãi suất trở nên khó khăn hơn. Trong chừng mực nào đó, trái phiếu có thể làm suy yếu tiền mặt và khiến chính phủ khó kiểm soát mức giá, chủ yếu là vì sẽ có quá nhiều công cụ tương tự tiền mặt trôi nổi trên thị trường.

Cho đến nay, điều đó dường như vẫn chưa phải là vấn đề thực sự. Các ngân hàng trung ương vẫn sở hữu năng lực ổn định giá cả đáng kể nhờ vào thế độc quyền tiền tệ, và họ vẫn duy trì được năng lực này ngay cả khi hàng loạt phương tiện giao dịch thay thế xuất hiện, bao gồm thẻ tín dụng, thẻ ghi nợ và Apple Pay.

Liệu có câu trả lời nào cho mối lo ngại này không? Theo lý thuyết tiền tệ tiêu chuẩn, miễn là ngân hàng trung ương có thể kiểm soát lãi suất qua đêm giữa các ngân hàng, sẽ không có vấn đề gì nếu “tiền mặt” cũng dần trở thành một khoản nợ khác. Nhưng lý thuyết này cũng đưa ra một số giả định khéo léo về giá cả cứng nhắc cho phép chính phủ kiểm

soát lạm phát, ngay cả khi họ không sở hữu một đồng tiền nào để kiểm soát<sup>1</sup>. Một kế hoạch hoàn chỉnh loại bỏ toàn bộ tiền mặt (tiền giấy và tiền xu) sẽ là phép thử cho giả định này, nhưng vì Chương 7 đề xuất giữ lại tiền giấy mệnh giá nhỏ hoặc tiền xu (hoặc cả hai) trong lưu hành vô thời hạn nên vấn đề này hoàn toàn có thể tránh được, trong trường hợp vấn đề đó thực sự xảy ra.

Một ý tưởng khác gần tương tự với phỏng đoán của Wallace là “lý thuyết tài chính về mức giá” của Leeper, Sims và Woodford<sup>2</sup>, xuất hiện sau đó một thập kỷ. Lý thuyết này cũng giả định mức giá phụ thuộc vào mọi tài sản danh nghĩa mà chính phủ phát hành (trái phiếu và tiền mặt). Lý thuyết tài chính về mức giá tiến thêm một bước xa hơn và lập luận rằng mức giá ngày nay cũng phụ thuộc vào nhu cầu tài chính kỳ vọng trong tương lai của chính phủ. Nói một cách đơn giản, mức giá phải điều chỉnh sao cho giới hạn ngân sách chính phủ trở nên hợp lý, dựa trên mọi kế hoạch hiện tại về chi tiêu và thuế khóa của chính phủ trong tương lai (trái ngược với lý thuyết tiền tệ cổ điển, trong đó mức giá sẽ cân bằng lượng cung và lượng cầu thực tế về tiền mặt).

Có một số ý kiến phản đối lý thuyết tài chính về mức giá. Thứ nhất, lý thuyết này không tính đến khả năng vỡ nợ chính phủ. Và nó dường như cũng đối lập với rất nhiều bằng chứng thực nghiệm cho thấy giá cả và tỷ giá hối đoái đặc biệt nhạy cảm với cung tiền, trái ngược với tổng nợ của

---

1. Woodford (2003).

2. Xem Leeper (1991), Sims (1994) và Woodford (1996).

chính phủ. Tuy nhiên, nó cũng có thể trở nên phù hợp hơn trong một thế giới hoàn toàn sử dụng tiền điện tử, khi mà những khác biệt về tính lỏng và giao dịch giữa tiền điện tử và nợ chính phủ điện tử với kỳ hạn dài hơn bắt đầu mất dần.

Theo trực giác, chúng ta hiểu rằng chuyển đổi sang tiền điện tử sẽ là một quá trình tương đối suôn sẻ, mặc dù cũng không thể hoàn toàn loại trừ khả năng kế hoạch này sẽ đảo lộn các thói quen và kỳ vọng của xã hội, dẫn đến một kết quả khác hẳn so với dự kiến. Đây là một kiểu đại loại như “điều chưa biết có thể lường trước” mà chính phủ phải dự tính cho kế hoạch chuyển đổi, và chúng ta cũng sẽ thật cẩn thận nếu lờ đi thực tế đó trong cuốn sách này.

### **QUY TẮC TAYLOR, ĐỘ TIN CẬY VÀ GIỚI HẠN GẦN 0**

Phần này dành cho những độc giả quan tâm đến các chi tiết cụ thể hơn của lý thuyết về cuộc tranh luận học thuật xung quanh vấn đề giới hạn gần 0 trên thực tế là một trở ngại nghiêm trọng đến mức nào đối với chính sách tiền tệ thông thường. Như đã nhấn mạnh trong phần nội dung chính, đến nay vấn đề quan trọng nhất là liệu các cơ quan tiền tệ có thể đưa ra các cam kết hay không. Ngay cả khi các cơ quan tiền tệ không thể điều chỉnh tỷ giá danh nghĩa hiện tại, họ vẫn có thể tác động hiệu quả đến các chỉ số kinh tế thực tế nếu lãi suất thực tế có thể được điều khiển thông qua kỳ vọng lạm phát.

Chúng ta nên bắt đầu từ các quy định chính sách dựa trên các quy tắc đơn giản, thay vì các mô hình kinh tế vĩ mô

định lượng toàn diện. Mặc dù còn thiếu nhiều thành phần quan trọng, nhưng chúng vẫn minh họa một số thách thức nảy sinh trong các mô hình phức tạp hơn nhiều.

Chúng ta sẽ bắt đầu với công thức của Giáo sư Đại học Stanford John Taylor với “quy tắc Taylor” đơn giản: việc áp đặt lãi suất chính sách có thể mô tả chính xác đến bất ngờ hành vi của ngân hàng trung ương ở nhiều quốc gia trong thời kỳ Đại ôn hòa (từ giữa thập niên 1980 đến trước cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008). Công thức năm 1993 của Taylor đã giả định trọng số tương đương về mục tiêu ổn định lạm phát và sản lượng, với độ lệch lạm phát được điều chỉnh xung quanh mức mục tiêu giả định là 2% và độ lệch sản lượng được điều chỉnh xung quanh mức sản lượng tiềm năng (tạm coi như mức sản lượng tương ứng với tỷ lệ toàn dụng lao động)<sup>1</sup>. Khi Taylor xây dựng công thức vào đầu thập niên 1990, một giả định tương đối hợp lý cho phương pháp của ông đó là lãi suất chính sách qua đêm thông thường của Cục Dự trữ Liên bang sẽ ở mức 4%. Điều này cũng giả định lãi suất thực tế thông thường ở mức 2% và mục tiêu lạm phát giả định ở mức 2%. Công thức gốc của quy tắc Taylor quy định lãi suất (i) phải được điều chỉnh như sau:

$$i = 4 + 0,5(\pi - 2) + 0,5y \text{ (công thức Taylor gốc)}$$

trong đó  $y$  là độ lệch sản lượng so với mức toàn dụng lao động, và  $\pi$  là tỷ lệ lạm phát kỳ vọng. Ngay cả công thức đơn giản này cũng vẫn còn nhiều vấn đề cần giải thích, ví dụ,

---

1. Taylor (1993). Dale Henderson và Warwick McKibbin (1993) cũng gần như đồng thời đưa ra ý tưởng tương tự như của Taylor.

ngân hàng trung ương cần xác định chính xác mục tiêu lạm phát mà họ muốn hướng tới, cách xác định liệu nền kinh tế có đang ở mức toàn dụng lao động hay không, cách đo lường lạm phát kỳ vọng, v.v.<sup>1</sup>. Ngoài ra còn có các biến thể của công thức cho phép độ trễ của khoảng cách sản lượng (output gap).

Công thức Taylor cơ bản cũng không nhất thiết tạo ra lãi suất âm trong cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 (có thể ngoại trừ giai đoạn đỉnh điểm ban đầu), một phần vì lãi suất cơ bản cao (4%), và một phần vì khoảng cách sản lượng phải thực sự lớn thì mới có thể kéo lãi suất xuống dưới mức 0; khoảng cách sản lượng 8% ( $\times 0,5$ ) chỉ khiến lãi suất chính sách giảm 4%. Nếu tỷ lệ lạm phát đang ở mức mục tiêu (thực tế lạm phát chưa từng xuống đến mức thấp như vậy), lãi suất khó có thể đạt được con số âm. Nhưng ta có thể dễ dàng đạt được mức lãi suất âm cao hơn nhiều nếu chấp nhận quan điểm: (1) lãi suất thực tế cân bằng thấp

---

1. Ngoài các lựa chọn được thảo luận trong phần nội dung (chỉ số lạm phát, thước đo sản lượng tiềm năng và trọng số tương đối của cả hai), có nhiều biến thể khác của quy tắc Taylor, ví dụ như cho phép lãi suất chính sách điều chỉnh chậm hơn về mức mục tiêu. Trong giai đoạn yên tĩnh, chẳng hạn như thời kỳ Đại ôn hòa cuối thập niên 1980 đến giữa thập niên 2000, những biến thể khác nhau của quy tắc Taylor cho ra những thông điệp gần như nhau. Nhưng khi lạm phát và/hoặc sản lượng đi chênh mục tiêu quá xa, đặc biệt là như sản lượng trong cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008, nhưng khác biệt trước đó dường như là thứ yếu bỗng nhiên lại trở nên rất quan trọng, và việc lựa chọn chính xác quy tắc cũng bắt đầu trở nên quan trọng hơn rất nhiều. Trong một cuộc suy thoái sản lượng sâu sắc, với sản lượng thấp hơn nhiều so với mức toàn dụng lao động, cách giải thích quy tắc của Yellen sẽ đòi hỏi cắt giảm lãi suất sâu hơn nhiều.

hơn nhiều mức 2% và (2) mục tiêu ổn định sản lượng phải có trọng số gấp đôi mục tiêu ổn định lạm phát, như lập luận của Chủ tịch Fed Janet Yellen vào năm 2012. Công thức của Yellen như sau:

$$i = x + 0,5(\pi - 2) + y \text{ (công thức của Yellen)}$$

trong đó  $x$  là lãi suất thực tế cân bằng<sup>1</sup>. Với việc sản lượng giảm mạnh trong cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008, công thức của Yellen có thể dễ dàng tạo ra mức lãi suất âm đáng kể, đặc biệt nếu bổ sung yếu tố lãi suất thực tế cân bằng giảm mạnh trong cuộc khủng hoảng tài chính, cùng với các nhà đầu tư đặc biệt ưu tiên tài sản an toàn.

Các quy tắc Taylor chỉ là điểm khởi đầu cho hành trình khám phá cuộc tranh luận học thuật và chính sách về giới hạn gần 0, trong đó số lượng các lựa chọn về tham số và các quyết định về mô hình tiếp tục mở rộng nhanh chóng khi độ phức tạp của mô hình tăng lên. Và sự lựa chọn giữa các mô hình thực sự gây choáng váng. Kinh tế học vĩ mô hiện đại cung cấp rất nhiều cách tiếp cận phức tạp, từ các mô hình kinh tế vĩ mô quy mô lớn (như mô hình FRB/US lâu đời của Hội đồng Dự trữ Liên bang) đến mô hình cân bằng tổng thể ngẫu nhiên quy mô nhỏ, và mô hình Keynes mới từ bỏ chủ nghĩa duy thực để cải thiện mức độ chặt chẽ và thống nhất của mô hình<sup>2</sup>. Nếu không có một mô hình cấu trúc xác định

---

1. Yellen (2012).

2. Nhiều lý thuyết đặt ra câu hỏi liệu các quy tắc Taylor đơn giản có thể là phép tính gần đúng cho các quy tắc tối ưu tinh vi (và phức tạp) hơn nhiều hay không. Nhìn chung, ít nhất trong thời kỳ Đại ôn hòa, kết luận cơ bản là các quy tắc đơn giản cũng có thể tính toán tương đối chính xác.

cách thức hoạt động của nền kinh tế và không xác định thận trọng các mục tiêu cuối cùng của chính sách tiền tệ (lý tưởng nhất là một thước đo phúc lợi), chúng ta không thể trả lời dũng dạc cho câu hỏi về tình hình sẽ trở nên khả quan hơn đến mức độ nào nếu lãi suất đã có thể giảm xuống mức âm đáng kể trong năm 2008. Và tất nhiên, vẫn còn một loạt các vấn đề về kỹ thuật và lựa chọn mô hình.

Một phát hiện tiêu biểu của Roberto Billi là ông so sánh tổn thất phúc lợi của ngân hàng trung ương (sử dụng độ lệch lạm phát và sản lượng như trong quy tắc Taylor) khi có sự hiện diện của giới hạn gần 0, và nhận thấy con số tổn thất lớn gấp ba lần trong trường hợp ngân hàng trung ương không thể cam kết so với trường hợp ngân hàng trung ương có thể cam kết. Người đọc sẽ không thấy ngạc nhiên với kết quả này, vì như chúng ta đã thảo luận: nếu các ngân hàng trung ương có thể cam kết tương đối tin cậy về mức lạm phát cao hơn mục tiêu sau khi nền kinh tế đạt được toàn dụng lao động (ví dụ như cam kết tiếp tục đẩy mạnh lạm phát ngay cả sau khi không còn cần thiết), thì khi đó họ có thể kích cầu bằng cách hạ thấp lãi suất thực tế<sup>1</sup>. Câu hỏi ở đây là chúng ta có thể đạt được mục tiêu này bằng cách nào.

Gauti Eggertsson và Michael Woodford đề xuất một cách tiếp cận hấp dẫn có thể giải quyết cam kết này. Sử

---

1. Billi (2011). Một vài nghiên cứu khác cũng đề cập chi phí của giới hạn gần 0 bao gồm Reifschneider và Williams (2000); Adam và Billi (2007); Williams (2009); Chung và các tác giả khác (2012); Schmidt (2013); và Christiano, Eichenbaum và Trabandt (2014).

dụng mô hình kinh tế vĩ mô tiêu chuẩn của trường phái Keynes mới, họ chỉ ra rằng ngân hàng trung ương có thể đạt được chính sách tiền tệ gần như tối ưu thông qua phương pháp mục tiêu giá cả, trong đó ngân hàng trung ương xác định mục tiêu lạm phát trung bình bằng 0 trong dài hạn. Ý tưởng rất đơn giản: nếu mọi người thực sự tin rằng ngân hàng trung ương cam kết quay trở lại mục tiêu giá cả sau khi mức giá giảm xuống, các giai đoạn lạm phát dưới mức bình thường sẽ tự động đẩy cao kỳ vọng về lạm phát trong tương lai. Vì vậy, trong một cuộc khủng hoảng tài chính, khi giảm phát bắt đầu, nó sẽ tự động tạo ra kỳ vọng lạm phát cao hơn, giảm lãi suất thực tế và kích thích tổng cầu. Ít nhất thì đó là về mặt lý thuyết. Ý tưởng ở đây như sau: vì mục tiêu giá cả là một quy tắc tương đối đơn giản và dễ hiểu, nên mục tiêu này có thể trở nên tương đối tin cậy mà không cần những thay đổi đáng kể về mặt thể chế. Mục tiêu giá cả không thể loại bỏ vấn đề giới hạn gần 0, nhưng có thể giảm nhẹ vấn đề này trên lý thuyết<sup>1</sup>.

Một điểm quan trọng khác là chúng ta cần nhận thức được xung đột cơ bản trong nền kinh tế mà chính sách tiền tệ phải giải quyết. Chính sách tiền tệ sẽ phát huy hiệu quả tốt nhất khi được sử dụng cho mục tiêu giảm thiểu tác động

---

1. Xem Eggertsson và Woodford (2003). Cam kết nếu chỉ từ một phía sẽ tạo ra độ lệch lạm phát tương tự như trong phân tích của Rogoff (1985) về sự đánh đổi giữa tín nhiệm và cam kết. Wolman (1998) cho rằng một vấn đề quan trọng là liệu kỳ vọng lạm phát hay kỳ vọng giá cả có cứng nhắc hay không. Trong trường hợp thứ hai, chi phí của giới hạn gần 0 thấp hơn đáng kể.

của tình trạng tiền lương danh nghĩa và giá cả cứng nhắc. Nhưng nếu tình trạng cứng nhắc về tài chính là vấn đề chủ yếu - và đặc biệt trong tính huống hàng loạt khoản nợ xấu cản trở hệ thống ngân hàng - thì chính sách tiền tệ thông thường (thông qua lãi suất thay vì bảng cân đối) có thể sẽ kém hiệu quả hơn, và có thể cần đến các chính sách khác như điều chỉnh cơ cấu nguồn vốn của ngân hàng<sup>1</sup>.

Lý thuyết về chi phí của giới hạn gần 0 đang phát triển nhanh chóng, và trong quá trình nghiên cứu thông thường, cuộc tranh luận nhiều khả năng còn kéo dài trong nhiều thập kỷ nữa, với nhiều bước ngoặt, đặc biệt khi kinh nghiệm tích lũy ngày càng nhiều.

## **NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG ĐỘC LẬP VÀ MỤC TIÊU LẠM PHÁT: VƯỢT QUÁ MỤC TIÊU?**

Một trong những cải cách thể chế quan trọng của kỷ nguyên hậu Bretton Woods là ngân hàng trung ương độc lập thời hiện đại, được thiết kế với mục đích tạo dựng cho chính sách tiền tệ một nền tảng thiên về kỹ trị hơn và bảo vệ chính sách tránh khỏi sức ép chính trị ngắn hạn

---

1. Christiano, Eichenbaum và Trabandt (2014) kết luận xung đột tài chính là lý do quan trọng nhất cho mức độ nghiêm trọng và khoảng thời gian kéo dài của cuộc suy thoái năm 2008 ở Mỹ, từ đó nhận ra một tác động tương đối khiêm tốn của giới hạn gần 0 trong bối cảnh chung. Điều này phù hợp với kết quả của Reinhart và Rogoff (2009) cho rằng hậu quả của các cuộc khủng hoảng tài chính là khá đau đớn dù có hay không có giới hạn gần 0, có thể là do khu vực tài chính bị tê liệt cục bộ.

đòi hỏi đẩy cao lạm phát. Nhưng thật không may, nhiều ngân hàng trung ương lại triển khai các cơ chế chính sách thiếu linh hoạt. Bài viết năm 1985 của tôi đưa ra ý tưởng về ngân hàng trung ương độc lập như một giải pháp cho độ tin cậy của mục tiêu lạm phát, vấn đề được Kydland và Prescott phân tích đầu tiên<sup>1</sup>. Một chủ đề quan trọng trong bài viết năm 1985 của tôi là cách thức cân bằng giữa tính linh hoạt và khả năng cam kết. Một hệ thống linh hoạt hơn sẽ có lợi trong việc phản ứng hiệu quả hơn trước những cú sốc. Nhưng ngân hàng trung ương cũng sẽ có thêm nhiều cơ hội gian lận trong các giai đoạn bình thường, khi đứng trước cám dỗ áp đặt lãi suất ở mức quá thấp, từ đó giúp giảm thiểu chi phí tài chính của chính phủ và gia tăng việc làm. Nhưng công chúng sẽ nhận ra cám dỗ này và theo đó điều chỉnh kỳ vọng của họ, gây ra độ lệch lạm phát được gắn vào toàn bộ lãi suất, giá cả và hợp đồng tiền lương. Ở thái cực còn lại, một cam kết mạnh mẽ sẽ duy trì kỳ vọng lạm phát nhưng có thể thu hẹp khả năng phản ứng của ngân hàng trung ương trước những cú sốc. Theo các giả định dựa trên thực tế, không thái cực nào - trọng số bằng 0 đối với lạm phát hoặc trọng số bằng 0 đối với mục tiêu ổn định sản lượng - là phương án tối ưu. (Một ý tưởng nằm giữa hai thái cực này, do Susanne Lohmann đề xuất (năm 1992), là tuân theo một quy tắc cứng nhắc trong giai đoạn bình thường, nhưng vẫn duy trì một điều khoản giải thoát trong các tình huống cực đoan).

---

1. Rogoff (1985); Kydland và Prescott (1977).

Nghiên cứu sau đó của Carl Walsh cho rằng có thể loại bỏ tình huống đánh đổi này thông qua các hợp đồng khuyến khích được thiết kế phù hợp cho các ngân hàng trung ương, nhờ đó loại bỏ hoàn toàn độ lệch lạm phát mà không gây ảnh hưởng đến khả năng phản ứng của ngân hàng trung ương trước những cú sốc<sup>1</sup>. Mặc dù giải pháp ban đầu này thực ra hết sức mong manh<sup>2</sup>, nhưng nghiên cứu sau đó của John Taylor, Lars Svensson và một số người khác cho rằng có thể loại bỏ hoàn toàn độ lệch lạm phát nếu ngân hàng trung ương xây dựng chính sách rõ ràng và minh bạch, giải thích mọi trường hợp sai lệch theo quy tắc hướng tới mục tiêu lạm phát trung bình. Tuy nhiên, phần lớn lý thuyết đều dựa trên các mô hình không có những khiếm khuyết của thị trường tài chính và “tình huống bấp bênh của Knight” hay “điều chưa biết không thể lường trước”, mà chúng có thể tạo ra vấn đề cho bất kỳ quy tắc cố định nào.

Trong thập niên 1990 và 2000, có hàng chục ngân hàng trung ương áp dụng một số hình thức mục tiêu lạm phát<sup>3</sup>. Ngày nay, mục tiêu lạm phát trở thành chuẩn mực đối với các ngân hàng trung ương trên toàn thế giới, đặc biệt ở các nền kinh tế phát triển và ở chừng mực nào đó là ở các thị trường mới nổi và thậm chí là cả các quốc gia đang phát triển<sup>4</sup>.

---

1. Walsh (1995).

2. Xem phân thảo luận trong Obstfeld và Rogoff (1996, Chương 9).  
3. Xem chi tiết trong Walsh (2011).

4. Mục tiêu lạm phát dường như hoạt động hiệu quả trong những năm đầu tiên, mặc dù như lưu ý của Rogoff (2004, 2007), nhưng mục tiêu lạm phát chưa từng được kiểm định sức chịu đựng trong thời kỳ Đại ôn hòa ít biến động, năng suất cao.

Ngay cả Cục Dự trữ Liên bang Mỹ, vốn phản đối xu hướng này từ lâu, cuối cùng vẫn áp dụng mục tiêu lạm phát dưới thời kỳ lãnh đạo của Ben Bernanke, người từng viết một cuốn sách quan trọng về chủ đề này vào năm 2001, với tư cách một học giả, cùng Thomas Laubach, Frederic Mishkin và Adam Posen<sup>1</sup>. Một câu hỏi trọng tâm mà tôi cũng đã nêu ra trong phần nội dung, đó là liệu các “nhà truyền giáo” về mục tiêu lạm phát có đi quá xa hay không, và lúc này chúng ta cần cân nhắc lại cách tiếp cận này để có thể nhận ra sự đánh đổi giữa tính linh hoạt và khả năng cam kết, vấn đề từng được cho là đã giải quyết xong. Cho phép chính sách lãi suất âm toàn diện sẽ khôi phục đáng kể sự cân bằng, nhưng ngay cả như vậy, nhiều khả năng chúng ta vẫn cần có tính linh hoạt nhiều hơn nữa.

---

1. Xem Bernanke và các tác giả khác (2001).

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Abrams, Burton A. 2006. "How Richard Nixon Pressured Arthur Burns: Evidence from the Nixon Tapes." *Journal of Economic Perspectives* 20 (Fall): 177-88.
2. Acemoglu, Daron, and James Robinson. 2013. *Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity and Poverty*. New York: Crown Business.
3. Adam, Klaus, and Roberto M. Billi. 2007. "Discretionary Monetary Policy and the Zero Lower Bound on Nominal Interest Rates." *Journal of Monetary Economics* 54 (3): 728-52.
4. Admati, Anat, and Martin Hellwig. 2013. *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do About It?* Princeton, NJ: Princeton University Press.
5. Agarwal, Ruchir, and Miles Kimball. 2015. "Breaking Through the Zero Lower Bound." International Monetary Fund Working Paper WP 15/224, October.
6. Ahamed, Liaquat. 2009. *Lords of Finance: The Bankers Who Broke the World*. New York: Penguin.
7. Akerlof, George A., William T. Dickens, and George L. Perry. 1996. "The Macroeconomics of Low Inflation." *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 1-59.
8. Alsterlind, Jan, Hanna Armelius, David Forsman, Bjorn Jonsson, and Anna-Lena Wretman. 2015. "How Far Can the Repo Rate Be Cut?" *Sveriges Riksbank Economic Commentaries* 11. Stockholm: Sveriges Riksbank.
9. Amromin, Gene, and Sujit Chakravorti. 2009. "Whither Loose Change? The Diminishing Demand for Small-Denomination Currency." *Journal of Money, Credit and Banking* 41 (2-3): 315-35.

10. Andolfatto, David. 2014. "Bitcoin and Beyond: The Possibilities and Pitfalls of Virtual Currencies." Federal Reserve Bank of St Louis, *Central Banker* (Fall). Slides available at <http://www.stlouisfed.org/dialogue-with-the-fed/the-possibilities-and-the-pitfalls-of-virtual-currencies>.
11. Antras, Pol, and C. Fritz Foley. 2015. "Poultry in Motion: A Study of International Trade Finance Practices." *Journal of Political Economy* 123 (4): 809-52.
12. Ascaria, Guido, and Argia M. Sbordone. 2014. "The Macroeconomics of Trend Inflation." *Journal of Economic Literature* 52 (3): 679-739.
13. Ashworth, Jonathan, and Charles Goodhart. 2015. "Measuring Public Panic in the Great Financial Crisis." VoxEU.org, April.
14. Australian National Audit Office. 2016. Strategies and Activities to Address the Cash and Hidden Economy (April 26) (Canberra, The Australian Treasury).
15. Bagehot, Walter. 1873. *Lombard Street: A Description of the Money Market*. Reprint by Wiley in 1999. New York: Wiley.
16. Bagnall, John, David Bounie, Kim Huynh, Anneke Kosse, Tobias Schmidt, Scott Schuh, and Helmut Stix. 2014. "Consumer Cash Usage: A Cross-Country Comparison with Payment Diary Survey Data." European Central Bank Working Paper Series 1685. Frankfurt: European Central Bank.
17. Ball, Lawrence. 2014. "The Case for a Long-Run Inflation Target of Four Percent." International Monetary Fund Working Paper WP 14/92 (June). Washington, DC: International Monetary Fund.
18. Ball, Lawrence. 2013. "The Case for 4% Inflation." VoxEU.org, May.
19. Barro, Robert J. 1974. "Are Bonds Net Wealth?" *Journal of Political Economy* 82 (6): 1095-1177.
20. Bartzsch, Nikolaus, Gerhard Rosl, and Franz Seitz. 2011. "Foreign Demand for Euro Banknotes Issued in Germany."

- Deutsche Bundesbank Monthly Report (January). Frankfurt: Deutsche Bundesbank.
21. Benes, Jaromir, and Michael Kumhoff. 2012. "The Chicago Plan Revisited." International Monetary Fund Working Paper WP 12/202. Washington, DC: International Monetary Fund.
  22. Bennett, Barbara, Douglas Conover, Shaun O'Brien, and Ross Advincula. 2014. "Cash Continues to Play a Key Role in Consumer Spending: Evidence from the Diary on Consumer Payment Choice" (April). FEDS Notes, Federal Reserve Bank of San Francisco.
  23. Bennett, Paul, and Stavros Peristiani. 2002. "Are US Reserve Requirements Still Binding?" Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review* 8: (1).
  24. Beretta, Edouardo. 2014. "The Irreplaceability of Cash and Recent Limitations on Its Use: Why Europe Is Off the Track." In *The Usage, Costs and Benefits of Cash - Revisited*. Proceedings of the International Cash Conference, September. Frankfurt: Deutsche Bundesbank.
  25. Berkes, Enrico, and Samuel H. Williamson. 2015. "Vintage Does Matter: The Impact and Interpretation in the Official Estimates of Post War GDP for the United Kingdom." Northwestern University (February), Evanston, IL.
  26. Bernanke, Ben S. 2005. "The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit." Paper presented at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, March 10.
  27. Bernanke, Ben S., and Mark Gertler. 1999. "Monetary Policy and Asset Price Volatility." In *Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on New Challenges for Monetary Policy*, Jackson Hole, WY, August 26-28. Federal Reserve Bank of Kansas City.
  28. Bernanke, Ben S., and Mark Gertler. 2001. "Should Central Banks Respond to Asset Prices?" *American Economic Review* 91: 253-57.

29. Bernanke, Ben S., Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, and Adam S. Posen. 2001. *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
30. Bernanke, Ben S., Vincent Reinhart, and Brian Sack. 2004. “Monetary Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment.” *Brookings Papers on Economic Activity* 2:1-100.
31. Billi, R. 2011. “Optimal Inflation for the US Economy.” *American Economic Journal: Macroeconomics* 3 (3): 29-52.
32. Birch, David. 2014. *Identity Is the New Money*. London: London Publishing Partnership.
33. Black, Fischer. 1995. “Interest Rates as Options.” *Journal of Finance* 50 (December): 1371-76.
34. Blanchard, Olivier, Giovanni Dell’Ariccia, and Paolo Mauro. 2010. “Rethinking Macroeconomic Policy.” International Monetary Fund Position Note SPN/10/03. Washington, DC (February).
35. Bodenstein, Martin, Luca Guerrieri, and Christopher J. Gust. 2013. “Oil Shocks and the Zero Bound on Nominal Interest Rates.” *Journal of International Money and Finance* 32(1): 941-967.
36. Boeschoten, W. C., and G. E. Hebbink. 1996. “Electronic Money, Currency Demand and Seigniorage Loss in the G10 Countries.” De Nederlandsche Bank Staff Reports 1. Amsterdam.
37. Bordo, Michael D. 2008. “The History of Monetary Policy.” In *New Palgrave Dictionary of Economics*, 2nd ed. London: Palgrave Macmillan.
38. Brown, Robert E., and Mark J. Mazur. 2003. “IRS’s Comprehensive Approach to Compliance Measurement.” Expansion of a paper presented at the May 2003 National Tax Symposium. Available at <https://www.irs.gov/pub/irs-soi/mazur.pdf>. See also *National Tax Journal* 56 (3): 689-700.
39. Buiter, Willem H. 2003. “Helicopter Money, Irredeemable Fiat Money and the Liquidity Trap.” NBER Working Paper 10163

- (December). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
40. Buiter, Willem H. 2005. "Overcoming the Zero Bound: Gesell vs. Eisler." Mimeo, European Bank for Reconstruction and Development, London.
  41. Buiter, Willem H. 2007. "Is Numeraiology the Future of Monetary Economics: Unbundling the Numeraire and Medium of Exchange through a Virtual Currency and a Shadow Exchange Rate." NBER Working Paper 12839 (January). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
  42. Buiter, Willem H. 2009. "Negative Nominal Interest Rates: Three Ways to Overcome the Zero Lower Bound." NBER Working Paper 15118 (June). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
  43. Buiter, Willem H. 2014. "Gold: A Six Thousand Year Bubble Revisited." Citi Economics Research Paper (November). Available at <http://willembuiter.com/gold2.pdf>.
  44. Buiter, Willem H., and Nikolaos Panigirtzoglou. 2003. "Overcoming the Zero Bound on Nominal Interest Rates with Negative Interest on Currency: Gesell's Solution." *Economic Journal* 113 (490): 723-46.
  45. Caballero, Ricardo J., and Emmanuel Farhi. 2016 "The Safety Trap" (March). Mimeo, Harvard University, Cambridge MA. Forthcoming in *Review of Economic Studies*.
  46. Caballero, Ricardo J., Emmanuel Farhi, and Pierre-Olivier Gourinchas. 2015. "Global Imbalances and Currency Wars at the ZLB." NBER Working Paper 21670 (October). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
  47. Cameron, Samuel. 2014. "Killing for Money and the Economic Theory of Crime." *Review of Social Economy* 72 (1): 28-41.
  48. Canzoneri, Matthew, Dale Henderson, and Kenneth Rogoff. 1983. "The Information Content of the Interest Rate and Optimal Monetary Policy." *Quarterly Journal of Economics* 98 (November): 545-66.

49. Capie, Forest H., ed. 1991. *Major Inflations in History*. Aldershot, England: Elgar Publishing.
50. Cebula, Richard J., and Edgar L. Feige 2012. “America’s Unreported Economy: Measuring the Size, Growth and Determinants of Income Tax Evasion in the U.S.” *Crime, Law and Social Change* 57 (3): 265-85.
51. Champ, Bruce. 2008. “Stamp Scrip: Money People Paid to Use.” Federal Reserve Bank of Cleveland, *Economic Commentary* (April).
52. Christiano, Lawrence J., Martin S. Eichenbaum, and Sergio Rebelo. 2011. “When Is the Government Spending Multiplier Large?” *Journal of Political Economy* 119 (1): 78-121.
53. Christiano, Lawrence J., Martin S. Eichenbaum, and Mathias Trabandt. 2014. “Understanding the Great Recession.” NBER Working Paper 20040 (April). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
54. Chung, Hess, Jean-Philippe Laforte, David Reifschneider, and John C. Williams. 2012. “Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events?” *Journal of Money, Credit and Banking* 44 (1): 47-82.
55. Clapham, John Harold. 1966. *The Bank of England: A History*. Cambridge: Cambridge University Press.
56. Coibion, Olivier, Yuriy Gorodnichenko, and Johannes Wieland. 2012. “The Optimal Inflation Rate in New Keynesian Models: Should Central Banks Raise Their Inflation Targets in Light of the Zero Lower Bound?” *Review of Economic Studies* 79 (4): 1371-1406.
57. Colacelli, Mariana, and David Blackburn. 2009. “Secondary Currency: An Empirical Analysis.” *Journal of Monetary Economics* 56: 295-306.
58. Correia, Isabelle, Emmanuel Farhi, Juan Pablo Nicolini, and Pedro Teles. 2013. “Unconventional Fiscal Policy at the Zero Bound.” *American Economic Review* 103 (4): 1172-1211.

59. Davies, Glyn. 2002. *A History of Money from Ancient Times to the Present Day*, 3rd ed. Cardiff: University of Wales Press.
60. Davies, Stephen. 2004. "Comment on Buiter and Panigirtzoglou." Mimeo, Research Institute for Economics and Business Administration, Kobe, Japan.
61. Deaton, Angus. 2013. *The Great Escape: Health, Wealth and the Origins of Inequality*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
62. Delong, Bradford, and Lawrence Summers. 2012. "Fiscal Policy in a Repressed Economy." *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 233-97.
63. Dostoyevsky, Fyodor. 1862. *The House of the Dead*. Unabridged replication of English translation originally published in 1851. Mineola, NY: Dover.
64. Doyle, Brian M. 2001. "'Here, Dollars, Dollars...'-Estimating Currency Demand and Worldwide Currency Substitution." Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, No. 657. Washington, DC.
65. Dunbar, Geoffrey R., and Chunling Fu. 2015. "Sheltered Income: Estimating Income Under-Reporting in Canada, 1998 and 2004." Bank of Canada Working Paper 2015-22. Toronto.
66. Dustman, Christian, and Tommaso Frattini. 2012. "Immigration: The European Experience." Norface Migration Discussion Paper 2012-01. London.
67. Eggertsson, Gauti. 2010. "The Paradox of Toil." New York Federal Reserve Staff Report 433 (February).
68. Eggertsson, Gauti, and Paul Krugman. 2012. "Debt, Deleveraging and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach." *Quarterly Journal of Economics* 127 (3): 1469-1513.
69. Eggertsson, Gauti, and Michael Woodford. 2003. "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy." *Brookings Papers on Economic Activity* (1): 139-233.

70. Eggertsson, Gauti, Andrea Ferraro, and Andrea Raffo. 2014. “Can Structural Reforms Help Europe?” *Journal of Monetary Economics* 61 (C): 2-22.
71. Eichengreen, Barry. 1996. *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*. London: Oxford University Press.
72. Einzig, Paul. 1966. *Primitive Money in Its Ethnological, Historical and Economic Aspects*, 2nd ed. Oxford: Pergamon Press.
73. Eisler, Robert. 1933. *Stable Money: The Remedy for the Economic World Crisis. A Programme of Financial Reconstruction for the International Conference 1933: With a Preface by Vincent C. Vickers*. London: Search Publishing.
74. European Central Bank (ECB). 2011. “The Use of Euro Banknotes—Results of Two Surveys among Households and Firms.” *European Central Bank Monthly Bulletin* (April): 79-90.
75. Evans, Charles. 2010. “Monetary Policy in a Low-Inflation Environment: Developing a State-Contingent Price-Level Target.” Remarks before the Federal Reserve Bank of Boston’s 55th Economic Conference, Boston, October 16.
76. Farhi, Emmanuel, Gita Gopinath, and Oleg Itskhoki. 2013. “Fiscal Devaluations.” *Review of Economic Studies* 81 (2): 725-60.
77. Farhi, Emmanuel, and Ivan Werning. 2016. “A Theory of Macroprudential Policies in the Presence of Nominal Rigidities” (May). Mimeo, Harvard University, Cambridge, MA. Forthcoming in *Econometrica*.
78. Federal Deposit Insurance Corporation. 2014. “2013 FDIC National Survey of Unbanked and Underbanked Households.” Washington, DC. Available at <https://www.fdic.gov/householdsurvey/>.
79. Federal Reserve Bank of Boston. 2012. “Diary of Consumer Payment Choice.” Boston.
80. Federal Reserve Bank of Boston. 2013. “Survey of Consumer Payment Choice.” Boston.

81. Federal Reserve Bank of San Francisco. 2004. “How Much Currency Is Circulating in the Economy, and How Much of It Is Counterfeit?” (April). Available at <http://www.frbsf.org/education/publications/doctor-econ/2004/april/money-supply-currency-counterfeit>.
82. Federal Reserve Board. 2014. Annual Report. Washington, DC.
83. Federal Reserve System of the United States. 2015. *Strategies for Improving the U.S. Payments System* (January). Washington, DC.
84. Feige, Edgar L. 1989. “Currency Velocity and Cash Payments in the U.S. Economy: The Currency Enigma.” Munich Personal RePEc Archive (MPRA) Paper 13807, University Library of Munich.
85. Feige, Edgar L. 2012a. “The Myth of the ‘Cashless Society’: How Much of America’s Currency Is Overseas?” Munich Personal RePEc Archive (MPRA) Paper 42169, University Library of Munich.
86. Feige, Edgar L. 2012b. “New Estimates of U.S. Currency Abroad, the Domestic Money Supply and the Unreported Economy.” *Crime, Law and Social Change* 57 (3): 239–63.
87. Feldstein, Martin. 1999. “The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability.” In *The Costs and Benefits of Price Stability*, ed. Martin Feldstein. Chicago: National Bureau of Economic Research and the University of Chicago Press.
88. Feldstein, Martin. 2002. “The Role for Discretionary Fiscal Policy in a Low Interest Rate Environment.” NBER Working Paper Series 9203 (September). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
89. Ferguson, Niall. 2008. *The Ascent of Money*. New York: Penguin.
90. Feroli, Michael, David Greenlaw, Peter Hooper, Frederic S. Mishkin, and Amir Sufi. 2016. “Language after Liftoff: Fed Communication away from the Zero Lower Bound.” Paper presented at the US Monetary Policy Forum, Chicago (February 26).

91. Fertik, Michael, and David C. Thompson. 2015. *The Reputation Economy: How to Optimize Your Digital Footprint in a World Where Your Reputation Is Your Most Valuable Asset*. New York: Crown Business.
92. Filardo, Andrew, and Boris Hofmann. 2014. “Forward Guidance at the Zero Lower Bound.” Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review* (March).
93. Financial Action Task Force. 2015. *Financing of the Terrorist Organisation Islamic State in Iraq and the Levant (ISIL)*. FATF Report, Paris (February). Available at <http://www.fatf-gafi.org>.
94. Financial Action Tax Force and Groupe d'action Financiere. 2011. *Money Laundering Risks Arising from Trafficking in Human Beings and Smuggling of Migrants*. FATF Report (July), Paris. Available at <http://www.fatf-gafi.org>.
95. Fischer, Bjorn, Petra Kohler, and Franz Seitz. 2004. “The Demand for Euro Currencies, Past, Present and Future.” European Central Bank Working Paper Series 330 (April). Frankfurt.
96. Fischer, Stanley. 1996. “Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?” In *Achieving Price Stability: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*, pp. 7-34. Jackson Hole, WY, August 29-31. Federal Reserve Bank of Kansas City.
97. Fischer, Stanley, Ratna Sahay, and Carlos A. Vegh. 2002. “Modern Hyper - and High Inflations.” *Journal of Economic Literature* 40 (3): 837-80.
98. Fisher, Irving. 1933. *Stamp Scrip*. New York: Adelphi. Available at <http://userpage.fu-berlin.de/roehrigw/fisher/>.
99. Franklin, Benjamin. 1729. “A Modest Enquiry into the Nature and Necessity of a Paper Currency.” Printed and Sold by Benjamin Franklin. Philadelphia.
100. Franklin, Benjamin. 1786. “The Morals of Chess.” Reprinted in *The Columbian Magazine* I (December 1786), 159-61.
101. Friedman, Milton. 1965. “A Program for Monetary Stability.” In *Readings in Financial Institutions*, ed. Marshall D. Ketchum and Leon T. Kendall. Boston: Houghton Mifflin.

102. Friedman, Milton. 1968. *Dollars and Deficits*. Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall.
103. Friedman, Milton, and Anna Jacobson Schwartz. 1963. *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
104. Fuhrer, Jeffrey, and Brian Madigan. 1997. "Monetary Policy When Interest Rates Are Bounded at Zero." *Review of Economics and Statistics* 79 (December): 573-85. Earlier version published as Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper in Applied Economic Theory 94-06 (1994).
105. GaK, Jordi. 2014. "The Effects of a Money-Financed Fiscal Stimulus," CEPR Discussion Paper 10165, September.
106. Gatch, Loren. 2009. "The Professor and a Paper Panacea: Irving Fisher and the Stamp Scrip Movement of 1932-34." *Paper Money* 260 (March-April): 125-42.
107. Gavin, William T., Benjamin Keen, Alexander W. Richter, and Nathaniel A. Throckmorton. 2015. "The Zero Lower Bound, the Dual Mandate, and Unconventional Dynamics." Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper 2013-007F (revised May 2015).
108. Gesell, Silvio. 1916. *Die Natuerliche Wirtschaftsordnung*. Rudolf Zitzmann Verlag. Available in English as *The Natural Economic Order* (1958). London: Peter Owen.
109. Gleick, James. 1996. "The End of Cash," *New York Times Magazine*, June 16. Goldfeld, Stephen. 1976. "The Case of the Missing Money." *Brookings Papers on Economic Activity* 3: 683-739.
110. Goodfriend, Marvin. 2000. "Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy." *Journal of Money, Credit and Banking* 32 (4): 1007-35.
111. Gopinath, Gita. 2015. "The International Price System." In *Proceedings of the Kansas City Federal Reserve Bank Symposium on Inflation Dynamics and Monetary Policy*, Jackson Hole, WY, August 27-29. Federal Reserve Bank of Kansas City.

112. Gordon, Robert J. 2016. *The Rise and Fall of American Growth*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
113. Greene, Claire, and Scott Schuh. 2014. “US Consumers’ Holdings and Use of \$100 Bills.” Federal Reserve Bank of Boston Research Data Report 14-3 (November 25).
114. Grubb, Farley. 2006. “Benjamin Franklin: And the Birth of a Paper Money Economy.” Paper based on a lecture presented to the Federal Reserve Bank of Philadelphia, March 30. Available at <https://www.philadelphiahed.org/publications/economic-education/ben-franklin-and-paper-money-economy.pdf>.
115. Hall, Robert E. 2013. “The Routes into and out of the Zero Lower Bound.” In *Proceedings of the Kansas City Federal Reserve Bank Symposium on Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy*, Jackson Hole, WY, August 22-24. Federal Reserve Bank of Kansas City.
116. Hamilton, James, and Jing Cynthia Wu. 2011. “The Effectiveness of Alternative Zero Bound Tools in a Zero Lower Bound Environment.” *Journal of Money, Credit and Banking* 44, suppl. (1): 3-46.
117. Hellerstein, Rebecca, and William Ryan. 2011. “Cash Dollars Abroad.” Federal Reserve Bank of New York, Staff Report 400.
118. Henderson, Dale, and Warwick McKibbin. 1993. “A Comparison of Some Basic Monetary Policy Regimes for Open Economies: Implications of Different Degrees of Instrument Adjustment and Wage Persistence.” *Carnegie- Rochester Conference Series on Public Policy* 39: 221-318.
119. Henry, James. 1976. “Calling in the Big Bills.” *The Washington Monthly* (May): 26-33.
120. Henry, James. 1980. “How to Make the Mob Miserable: The Cash Connection.” *Washington Monthly* 12(4): 54-61.
121. Hicks, John R. 1969. *A Theory of Economic History*. Oxford: Clarendon Press.

122. HM Revenue and Customs. 2015. *Measuring Tax Gaps, 2015 Edition: Tax Gap Estimates for 2013-14*. London: Her Majesty's Revenue and Customs.
123. Huang, Miantang. 2008. *Summary of Historical Price in China* (in Chinese). Jinan, Shandong Province: QiLu Press.
124. Ilgmann, Cordelius, and Martin Menner. 2011. "Negative Nominal Interest Rates: History and Proposals." *International Economics and Economic Policy* 8 (4): 383-405.
125. Internal Revenue Service. 2012a. "IRS Releases 2006 Tax Gap Estimates." FS- 2012-6: January. Available at <http://www.irs.gov/uac/IRS-Releases-2006-Tax-Gap-Estimates>.
126. Internal Revenue Service. 2012b. "IRS Releases New Tax Gap Estimates; Compliance Rates Remain Statistically Unchanged from Previous Study." IR-2012-4: January 6. Available at <http://www.irs.gov/uac/IRS-Releases-New-Tax-Gap-Estimates;-Compliance-Rates-Remain-Statistically-Unchanged-From-Previous-Study>.
127. International Labor Organization. 2012. *ILO Global Estimate of Forced Labor Results and Methodology*. Geneva.
128. International Labor Organization. 2014. *Profits and Poverty: The Economics of Forced Labor*. Geneva.
129. International Monetary Fund. 2013. *World Economic Outlook*. April. Washington, DC.
130. International Monetary Fund. 2015. *Fiscal Monitor*. October. Washington, DC.
131. International Monetary Fund. 2016. *Global Financial Stability Report*. April. Washington, DC.
132. International Monetary Fund. n.d. *International Financial Statistics*, various issues.
133. Irwin, Neil. 2013. *Three Central Bankers and a World on Fire*. New York: Penguin.

134. James, Harold. 2012. "Germany Should Re-read Goethe's Faust Part II." *Financial News*, October 15.
135. Jevons, William S. 1875. *Money and the Mechanism of Exchange*. New York: D. Appleton and Co.
136. Jochnick, Kerstin. 2015. "Does the Riksbank Have to Make a Profit? Challenges for the Funding of the Riksbank." Speech presented to the Swedish House of Finance, January 23. Available at [http://www.riksbank.se/Documents/Tal/Jochnick/2015/tal\\_af\\_jochnick\\_150123\\_eng.pdf](http://www.riksbank.se/Documents/Tal/Jochnick/2015/tal_af_jochnick_150123_eng.pdf).
137. Johnson, Boris. 2013. *2020 Vision: The Greatest City on Earth: Ambitions for London* (June). City Hall, London: London Greater Authority.
138. Johnson, Patrick B. 2014. "Countering ISIL's Financing." The RAND Corporation Testimony Series. Testimony presented before the House Financial Services Committee on November 13. Santa Monica, CA: RAND Corporation.
139. Jost, Patrick M., and Harjit Singh Sandbu. 2000. "Hawala: The Hawala Alternative Remittance System and Its Role in Money Laundering." Prepared by the Financial Crimes Enforcement Network of the United States Department of Treasury in cooperation with INTERPOL/FOPAC.
140. Judson, Ruth. 2012. "Crisis and Calm: Demand for U.S. Currency at Home and Abroad from the Fall of the Berlin Wall to 2011." Board of Governors of the Federal Reserve, International Finance Discussion Paper 2012-1058 (November). Washington, DC.
141. Judson, Ruth, and Richard Porter. 2012. "Estimating the Volume of Counterfeit U.S. Currency in Circulation Worldwide: Data and Extrapolation." *Journal of Art Crime* 2012 (8): 13-29.
142. Kagin, Donald H. 1984. "Monetary Aspects of the Treasury Notes of the War of 1812." *Journal of Economic History* 44 (1): 69-88.

- 
143. Kahn, Charles M., James J. McAndrews, and William Roberds. 2005. "Money Is Privacy." *International Economic Review* 46: 377-99.
  144. Keynes, John Maynard. 1936. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan and Co.
  145. Kilmer, Beau, Susan S. Everingham, Jonathan P. Caulkins, Gregory Midgette, Rosalie Liccardo Pacula, Peter H. Reuter, Rachel M. Burns, Bing Han, and Russell Lundberg. 2014. "How Big Is the U.S. Market for Illegal Drugs?" Santa Monica, CA: RAND Corporation. Available at [http://www.rand.org/pubs/research\\_briefs/RB9770](http://www.rand.org/pubs/research_briefs/RB9770).
  146. Kiyotaki, Nobuhiro, and Randall Wright. 1989. "On Money as a Medium of Exchange." *Journal of Political Economy* 87 (4): 927-54.
  147. Klee, Elizabeth. 2008. "How People Pay: Evidence from Grocery Store Data." *Journal of Monetary Economics* 55 (3): 526-41.
  148. Kocherlakota, Narayana R. 1998. "Money Is Memory." *Journal of Economic Theory* 81 (2): 232-51.
  149. Kotlikoff, Lawrence. 2011. *Jimmy Stewart Is Dead: Ending the World's Ongoing Financial Plague with Limited Purpose Banking*. New York: John Wiley.
  150. Krishnamurthy, Arvind, and Annette Vissing-Jorgensen. 2011. "The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy." *Brookings Papers on Economic Activity Fall*: 215-265.
  151. Krishnamurthy, Arvind, and Annette Vissing-Jorgensen. 2013. "The Ins and Outs of LSAPs." In *Proceedings of the Kansas City Federal Reserve Bank Symposium on Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy*, Jackson Hole, WY, August 22-24. Federal Reserve Bank of Kansas City.
  152. Krugman, Paul R. 1998. "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap." *Brookings Papers on Economic Activity* 2: 137-205.

153. Krugman, Paul R. 2014. "Inflation Targets Reconsidered." In *ECB Forum on Central Banking Conference Proceedings 2014: Monetary Policy in a Changing Financial Landscape*. Frankfurt: European Central Bank.
154. Kuroda, Haruhiko. 2005. *Zaisei-Kinyu Seisaku no Seiko* [Success and Failure in Fiscal and Monetary Policies] (in Japanese). Tokyo: Nippon-Hyoron-Sha.
155. Kydland, Finn, and Edward C. Prescott. 1977. "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans." *Journal of Political Economy* 85 (3): 473-92.
156. Landefeld, Steven J., Eugene F. Seskin, and Barbara M. Fraumeni. 2008. "Taking the Pulse of the Economy: Measuring GDP." *Journal of Political Economy* 22 (2): 193-216.
157. Landes, David. 1999. *The Wealth and Poverty of Nations: Why Some Are So Rich and Some Are So Poor*. New York: W. W. Norton and Co.
158. La Porta, Rafael, and Andrei Shleifer. 2014. "Informality and Development." *Journal of Economic Perspectives* 28 (3): 109-26.
159. Lebow, David E. 1993. "Monetary Policy at Near Zero Interest Rates." Federal Reserve Board, Division of Research and Statistics Working Paper 136 (July). Washington, DC.
160. Leeper, Eric. 1991. "Equilibria under Active and Passive Monetary and Fiscal Policies." *Journal of Monetary Economics* 27: 129-47.
161. Levenson, Thomas. 2011. *Newton and the Counterfeiter*. London: Faber and Faber.
162. Littlefield, Henry M. 1964. "The Wizard of Oz: Parable on Populism." *American Quarterly* 16 (Spring 1964): 47-58. Reprinted in *The American Culture: Approaches to the Study of the United States*, edited by Hennig Cohen. Boston: Houghton Mifflin, 1968.
163. Lo, Stephanie, and J. Christina Wang. 2014. "Bitcoin as Money." Federal Reserve Bank of Boston Current Policy Perspectives 14-4 (September). Available at <http://www.bostonfed.org/economic/current-policy-perspectives/2014/> cpp1404.pdf.

164. Lohmann, Susanne. 1992. "Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility versus Flexibility." *American Economic Review* 82: 273-86.
165. Mankiw, N. Gregory. 2009. "It May Be Time for the Fed to Go Negative." *New York Times*, April 18.
166. Marimon, Ramon, Juan Nicollini, and Pedro Teles. 1997. "Electronic Money: The End of Inflation?" Federal Reserve Bank of Minneapolis Discussion Paper 122 (August).
167. Maron, Dina Fine. 2017. "Dirty Money: The Public Health Case for a Cashless Society," *Scientific American* (January 3).
168. Mauro, Paolo. 1995. "Corruption and Growth." *Quarterly Journal of Economics* 110 (3): 681-712.
169. McAndrews, Jamie. 2015. "Negative Interest Rates: Where Is the Lower Bound?" Remarks by New York Federal Reserve executive vice president and director of research at the University of Wisconsin, Madison (May 8).
170. Meade, James. 1978. "The Meaning of Internal Balance." *Economic Journal* 88: 423-35.
171. Melitz, Jacques. 2015. "A Formal Analysis of the Beginnings of Coinage in Antiquity." Centre for Economic Policy Research (CEPR) Discussion Paper 10795 (August). London.
172. Meltzer, Allan H. 2010. *A History of the Federal Reserve*, vol. 2, book 2, 1970-1986. Chicago: University of Chicago Press.
173. Mishkin, Frederic S. 2007. "Housing and the Monetary Transmission Mechanism." In *Proceedings of Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on Housing, Housing Finance, and Monetary Policy*, pp. 359-413. Jackson Hole, WY, August 20-September 1.
174. Missale, Alessandro, and Olivier Jean Blanchard. 1994. "The Debt Burden and Debt Maturity." *American Economic Review* 84 (1): 309-19.

175. Morse, H. B. 1906. *Currency in China*. Shanghai: Kelley and Walsh.
176. Morse, Susan Cleary, Steven Karlinksy, and Joseph Bankman. 2009. “Cash Businesses and Tax Evasion.” *Stanford Policy and Law Review* 20 (1): 37-68.
177. Nakamura, Emi, Jon Steinsson, Patrick Sun, and Daniel Villar. 2015. “The Elusive Costs of Inflation: Price Dispersion during the U.S. Great Inflation” (December). Columbia University, New York.
178. Naritomi, Joana. 2015. “Consumers as Tax Auditors” (April). Mimeo, London School of Economics.
179. Neumann, Manfred J. M. 1992. “Seigniorage in the United States: How Much Does the U.S. Government Make from Money Production?” *Federal Reserve Bank of St Louis Review* 74 (2): 29-42.
180. Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff. 1996. *Foundations of International Macroeconomics*. Cambridge, MA: MIT Press.
181. Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff. 2002. “Global Implications of Self-Oriented National Monetary Rules.” *Quarterly Journal of Economics* 117: 503-36.
182. Okamura, Tadoa. 1993. “The Japanese Tax System-Due Process and the Taxpayer.” *Berkeley Journal of International Law* 11: 125-58.
183. Orji, N., E. Esiaka, L. Anyaegbunam, R. Obi, and D. Ezeagwuna. 2012. “Parasite Contamination of Nigerian Currency (Paper and Polymer Notes) in the Ihiala Local Government Area of Anamber State, Nigeria.” *Internet Journal of Infectious Diseases* 10 (1).
184. Otani, Akira, and Takashi Suzuki. 2008. “Background to the High Level of Banknotes in Circulation and Demand Deposits.” *Bank of Japan Review* (September).
185. Peng, Wensheng, and Joanna Y. L. Shi. 2003. “Offshore Use of Currency: Hong Kong’s Experience.” In *China’s Capital Account Liberalisation: International Perspectives*, BIS Papers 15, part 20. Basle: Bank for International Settlements.

186. Peng, Xinwei. 1994. *A Monetary History of China* (in two volumes). Translated by Edward H. Kaplan. Bellingham, Washington: Western Washington University.
187. Pew Research Center. 2014. “As Growth Stalls, Unauthorized Immigrant Population Becomes More Settled” (September). Washington, DC: Pew Foundation.
188. Philippon, Thomas. 2015. “Has the US Finance Industry Become Less Efficient? On the Theory and Measurement of Financial Intermediation.” *American Economic Review* 105 (4): 1408-38.
189. Pissarides, Christopher A., and Guglielmo Weber. 1989. “An Expenditure-Based Estimate of Britain’s Black Economy.” *Journal of Public Economics* 39 (1): 17-32.
190. Porter, Richard D. 1993. “Estimates of Foreign Holdings of U.S. Currency-An Approach Based on Relative Cross-Country Seasonal Variations.” In *Nominal Income Targeting with the Monetary Base as Instrument: An Evaluation of McCallum’s Rule*. Finance and Economics Discussion Series Working Study 1 (March). Board of Governors of the Federal Reserve, Washington, DC.
191. Porter, Richard D., and Ruth A. Judson. 1996. “The Location of US Currency: How Much Is Abroad?” *Federal Reserve Bulletin*, October. Washington, DC.
192. Reifschneider, David L., and John C. Williams. 2000. “Three Lessons for Monetary Policy in a Low-Inflation Era.” *Journal of Money, Credit and Banking* 32 (4): 936-66.
193. Reinhart, Carmen M., Vincent Reinhart, and Kenneth S. Rogoff. 2015. “Dealing with Debt.” *Journal of International Economics* 96, suppl. 1 (July): S43-S55.
194. Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2002. “The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation.” NBER Working Paper 8963 (June). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

195. Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2004. "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation." *Quarterly Journal of Economics* 119 (1): 1-48.
196. Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2009. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
197. Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2010. "Debt and Growth Revisited," VoxEU.org, August 11, 2010.
198. Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2013. "Shifting Mandates: The Federal Reserve's First Centennial." *American Economic Review* 103 (3): 48-54.
199. Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2014. "Recovery from Financial Crises: Evidence from 100 Episodes." *American Economic Review* 104 (5): 50-55.
200. Reinhart, Carmen M., and M. Belen Sbrancia. 2015. "The Liquidation of Government Debt." *Economic Policy* 30 (82): 291-333.
201. Rey, Helene. 2013. "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence." In *Proceedings of the Kansas City Federal Reserve Bank Symposium on Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy*, Jackson Hole, WY, August 21-23. Kansas City Federal Reserve Bank.
202. Rognlie, Matthew. 2016. "What Lower Bound? Monetary Policy with Negative Interest Rates." Cambridge, MA: Massachusetts Institute of Technology.
203. Rogoff, Kenneth S. 1985. "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target." *Quarterly Journal of Economics* 100 (4): 1169-89.
204. Rogoff, Kenneth S. 1998a. "Foreign and Underground Demand for Euro Notes: Blessing or Curse?" *Economic Policy* 26 (April): 263-303.
205. Rogoff, Kenneth S. 1998b. "Comment on Paul Krugman, 'It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap.'" *Brookings Papers on Economic Activity* 2: 194-99.

206. Rogoff, Kenneth S. 2002. "The Surprising Popularity of Paper Currency." *Finance & Development* 39 (1).
207. Rogoff, Kenneth S. 2003. "The Case for Inflation Transparency." *Financial Times*, April 23.
208. Rogoff, Kenneth S. 2004. "Globalization and Global Disinflation." In *Proceedings of the Kansas City Federal Reserve Bank Symposium on Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, Jackson Hole, WY, August 28-30, 2003. Kansas City Federal Reserve Bank.
209. Rogoff, Kenneth S. 2007. "Impact of Globalization on Monetary Policy." In *Proceedings of the Kansas City Federal Reserve Bank Symposium on the New Economic Geography: Effects and Policy Implications*, Jackson Hole, WY, August 2006. Kansas City Federal Reserve Bank.
210. Rogoff, Kenneth S. 2008. "Inflation Is Now the Lesser Evil." Project Syndicate, December. Available at <http://www.project-syndicate.org/commentary/inflation-is-now-the-lesser-evil>.
211. Rogoff, Kenneth S. 2014. "Costs and Benefits to Phasing Out Paper Currency." In *NBER Macroeconomics Annual*, ed. Jonathan Parker and Michael Woodford. Chicago: University of Chicago Press.
212. Rogoff, Kenneth S. 2016. "Debt Supercycle, Not Secular Stagnation." In *Progress and Confusion: The State of Macroeconomic Policy*, edited by Olivier Blanchard, Raghuram Rajan, Kenneth Rogoff, and Lawrence H. Summers. Cambridge: MIT Press, pp. 19-28.
213. Rosnick, Arthur J. 2004. "Interview with Ben S. Bernanke." Minneapolis Federal Reserve, *Region Magazine* (June).
214. Rosnick, Arthur J., Francois R. Velde, and Warren E. Weber. 1996. "The Debasement Puzzle: An Essay on Medieval Monetary History." *Journal of Economic History* 56 (4): 789-808.
215. Rothbard, Murray N. 2002. *A History of Money and Banking in the United States*. Washington, DC: Ludwig von Mises Institute.

216. Runyon, Damon. 1930. "Blood Pressure." *Saturday Evening Post* 202 (April 5). 217. Runyon, Damon. 2008. *Guys and Dolls and Other Writings*. New York: Penguin Classics. Sands, Peter. 2015. "Making It Harder for the Bad Guys: The Case for Eliminating High Denomination Notes." Mossavar-Rahmani Center for Business and Government Working Paper 52 (February). Cambridge, MA.
217. Sargent, Thomas J., and Francois R. Velde, 2003. *The Big Problem of Small Change*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
218. Schmidt, Sebastian. 2013. "Optimal Monetary and Fiscal Policy with a Zero Bound on Nominal Interest Rates." *Journal of Money, Credit and Banking* 45 (7): 1135-1350.
219. Schmitt-Grohe, Stephanie, and Martin Uribe. 1999. "Dollarization and Seigniorage: How Much Is at Stake?" Working Paper, University of Pennsylvania, Philadelphia (July).
220. Schneider, Friedrich. 2013. "The Financial Flows of Transnational Crime and Tax Fraud in OECD Countries: What Do We (Not) Know?" *Public Finance Review* 41 (3): 677-707.
221. Schneider, Friedrich. 2015. "The Financial Flows of Transnational Crime and Tax Fraud: How Much Cash Is Used and What We Do (Not) Know." Talk presented at Johannes Kepler Universität Linz, November. Slides available at [www.libinst.ch/presentationen/LI-FSchneider-Bargeldtrial.pdf](http://www.libinst.ch/presentationen/LI-FSchneider-Bargeldtrial.pdf).
222. Schneider, Friedrich. 2016. "Size and Development of the Shadow Economy of 31 European and 5 Other OECD Countries" (January). Mimeo, Department of Economics, Johannes Kepler University Linz, Austria.
223. Schneider, Friedrich, and Andreas Buehn. 2012. "Size and Development of Tax Evasion in 38 OECD Countries: What Do We (Not) Know?" CESifo Working Paper 4004 (November). University of Munich, Germany.
224. Schneider, Friedrich, Andreas Buehn, and Claudio E. Montenegro. 2010. "New Estimates for the Shadow Economies

- All Over the World.” *International Economic Journal* 24 (December): 443-61.
225. Schneider, Friedrich, and Alexandra Rudolph. 2013. “International Human Trafficking: Measuring Clandestinity by the Structural Equation Approach.” Working Paper 1325 (December). Department of Economics, Johannes Kepler University Linz, Austria.
226. Schneider, Friedrich, and Colin Williams. 2013. *The Shadow Economy*. London: Profile Books and Institute for International Affairs.
227. Schuh, Scott, and Joanna Stavins. 2015. “The 2013 Survey of Consumer Payment Choice: Summary Results.” Federal Reserve Bank of Boston Research Data Report 15-4 (July 27).
228. Seitz, Franz. 1995. “The Circulation of the Deutschmark Abroad.” Deutsche Bank Discussion Paper 1/95. Deutsche Bundesbank, Frankfurt.
229. Serious Organised Crime Agency. 2011. Annual Report and Accounts, 2010/2011. London: Controller of Her Majesty’s Stationery Office.
230. Sims, Christopher. 1994. “A Simple Model for the Determination of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy.” *Economic Theory* 4: 381-99.
231. Slemrod, Joel. 2007. “Cheating Ourselves: The Economics of Tax Evasion.” *Journal of Economic Perspectives* 21 (1): 25-48.
232. Slemrod, Joel. 2016. “Tax Compliance and Enforcement: New Research and Its Policy Implications.” University of Michigan, Ross School of Business Working Paper No. 1302 (January), Ann Arbor.
233. Speiser, Stuart M. 1975. “Abolish Paper Money and Eliminate Most Crime.” *American Bar Association Journal* 61 (1): 47-49.
234. Sprenkle, Case M. 1993. “The Case of the Missing Currency.” *Journal of Economic Perspectives* 7 (3): 175-84.

235. Summers, Lawrence. 1991. "How Should Long-Term Monetary Policy Be Determined?" *Journal of Money, Credit and Banking* 23 (part 2/August): 625-31.
236. Sumner, Scott. 1990. "The Transactions and Hoarding Demand for Currency." *Quarterly Review of Economics and Business* 30 (1): 75-89.
237. Svensson, Lars E. O. 2010. "Inflation Targeting." In *The Handbook of Monetary Economics*, vol 3b. Edited by Benjamin Friedman and Michael Woodford. Amsterdam: Elsevier.
238. Svensson, Roger, and Andreas Westermark. 2015. "Renovatio Monetae: Gesell Taxes in Practice" (September). Research Institute of Industrial Economics Working Paper 1083, Stockholm.
239. Tax Policy Center. 2012. "The Numbers: What Is the Breakdown of Revenues among Federal, State, and Local Governments?" Available at <http://www.taxpolicycenter.org/briefing-book/background/numbers/revenue-breakdown.cfm>.
240. Taylor, John B. 1993. "Discretion versus Policy Rules in Practice." *Carnegie- Rochester Conference Series on Public Policy* 39: 195-214.
241. Transparency International. 2004. *Global Corruption Report*. London and Sterling, VA: Pluto Press. Available at [http://www.transparency.org/whatwedo/publication/global\\_corruption\\_report\\_2004\\_political\\_corruption](http://www.transparency.org/whatwedo/publication/global_corruption_report_2004_political_corruption).
242. Treasury Inspector General for Tax Administration. 2013. "The Internal Revenue Service Needs to Improve the Comprehensiveness, Accuracy, Reliability, and Timeliness of the Tax Gap Estimate." Reference Number: 2013-IE-R008, August 21. Washington, DC: Department of the Treasury.
243. Tullock, Gordon. 1957. "Paper Money-A Cycle in Cathay." *Economic History Review* 9 (3): 393-407.
244. Turner, Adair. 2015. *Between Debt and the Devil*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

- 
245. United Nations Office on Drugs and Crime. 2005. *World Drug Report 2005*. Geneva. United Nations Office on Drugs and Crime. 2011. *World Drug Report 2011*. Geneva.
246. United Nations Office on Drugs and Crime. 2014. *Global Report on Trafficking in Persons*. Geneva: United Nations. United States Department of State. 2015. *Trafficking in Persons Report, 2015*. Washington, DC: Government Printing Office.
247. United States Mint. 2014. *Biennial Report to Congress*. Washington, DC: U.S. Department of the Treasury.
248. United States Treasury. 2006. "The Use and Counterfeiting of United States Currency Abroad, Part 3." Final Report to Congress by the Secretary of the Treasury (written in cooperation with the Board of Governors of the Federal Reserve System and the United States Secret Service). Available at <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/counterfeit/default.htm>.
249. Vigna, Paul, and Michael Casey. 2015. *The Age of Cryptocurrency: How Bitcoin and Digital Money Are Challenging the Global Economy*. New York: St. Martin's Press.
250. Von Glahn, Richard. 1996. *Fountain of Fortune: Money and Monetary Policy in China, 1000- 1700*. Berkeley: University of California Press.
251. Wallace, Neil. 1981. "A Modigliani Miller Theorem for Open Market Operations." *American Economic Review* 71 (3): 267-75.
252. Walsh, Carl. 1995. "Optimal Contracts for Central Bankers." *American Economic Review* 85 (1): 150-67.
253. Walsh, Carl. 2011. "The Future of Inflation Targeting." *Economic Record* 87: 23-36.
254. Wang, Zhu, and Alexander L. Wolman. 2014. "Payment Choice and the Future of Currency: Insights from Two Billion Retail Transactions." Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper 14-09 (April), Richmond, VA.
255. Warwick, David. 2015. *The Abolition of Cash: America's \$660 Billion Problem*. Santa Rosa, CA: David Warwick.

256. Werning, Ivan. 2011. "Managing a Liquidity Trap: Monetary and Fiscal Policy." NBER Working Paper 17344 (August). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
257. Williams, John C. 2009. "Heeding Daedalus: Optimal Inflation and the Zero Lower Bound." *Brookings Papers on Economic Activity* Fall: 1-37.
258. Williams, John C. 2013. "Lessons from the Financial Crisis for Unconventional Monetary Policy." Panel Discussion at NBER conference, October 18. Available at <http://www.frbsf.org/our-district/press/presidents-speeches/williams-speeches/2013/october/research-unconventional-monetary-policy-financial-crisis/>.
259. Wolman, Alexander. 1998. "Staggered Price Setting and the Zero Bound on Nominal Rates." Federal Reserve Bank of Richmond. *Economic Quarterly* 84 (4): 1-24.
260. Wolman, David. 2012. *The End of Money: Counterfeitors, Preachers, Techies, Dreamers- and the Coming Cashless Society*. Philadelphia: Da Capo Press.
261. Woodford, Michael. 1996. "Control of the Public Debt: A Requirement for Price Level Stability?" NBER Working Paper 5684 (July). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
262. Woodford, Michael. 2003. *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
263. Woodford, Michael. 2012. "Methods of Monetary Accommodation at the Zero Bound." In *Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on Economic Policy*, Jackson Hole, WY, August 30-September 1. Federal Reserve Bank of Kansas City.
264. World Bank. 2016. "Six Questions on the Cost of Corruption with World Bank Institute Global Governance Director Daniel Kaufmann." Available online at <http://web.worldbank.org/>.

- 
265. World Gold Council. 2015. "Gold Demand Trends: Second Quarter 2015." London: World Gold Council. Available online at <http://www.gold.org/supply-and-demand/gold-demand-trends>.
  266. Wright, Richard, Erdal Tekin, Volkan Topalli, Chandler McClellan, Timothy Dickinson, and Richard Rosenfeld. 2014. "Less Cash, Less Crime: Evidence from the Electronic Benefit Transfer Program." NBER Working Paper 19996 (March). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
  267. Wu, Jing Cynthia, and Fan Dora Xia. 2016. "Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound." *Journal of Money, Credit, and Banking* 48 (2-3): 253-91.
  268. Yehoue, Etienne B. 2012. "On Price Stability and Welfare." International Monetary Fund Working Paper 12/189. Washington, DC.
  269. Yellen, Janet. 2012. "Perspectives on Monetary Policy." Remarks at the Boston Economic Club Dinner, Federal Reserve Bank of Boston, June 6. Available at <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20120606a.htm>.
  270. Zucman, Gabriel. 2015. *The Hidden Wealth of Nations: The Scourge of Tax Havens*. Chicago: University of Chicago Press.
  271. Zuo, Yuegang, Kai Zhang, Jingpin Wu, Christopher Rego, and John Fritz. 2008. "An Accurate and Nondestructive GC Method for Determination of Cocaine on US Paper Currency." *Journal of Separation Science* 31 (13): 2444-50.

## MỤC LỤC

	<i>Trang</i>
<i>Lời Nhà xuất bản</i>	5
<i>Lời mở đầu</i>	7
<i>Chương 1. Giới thiệu và tổng quan</i>	11
 PHẦN I: MẶT TRÁI CỦA TIỀN GIẤY: TRỐN THUẾ, GIAN LẬN THUẾ, TỘI PHẠM VÀ CÁC VẤN ĐỀ AN NINH	29
<i>Chương 2. Bước phát triển ban đầu của tiền xu và tiền giấy</i>	31
<i>Chương 3. Quy mô và thành phần của nguồn cung tiền tệ toàn cầu và phần nắm giữ ở nước ngoài</i>	59
<i>Chương 4. Việc nắm giữ tiền mặt trong nền kinh tế nội địa, hợp pháp, nộp thuế</i>	87
<i>Chương 5. Nhu cầu tiền mặt trong nền kinh tế ngầm</i>	105
<i>Chương 6. Thuế in tiền</i>	143
<i>Chương 7. Một kế hoạch loại bỏ hầu hết tiền giấy</i>	162
Kết luận phần I	199
 PHẦN II. LÃI SUẤT ÂM	203
<i>Chương 8. Chi phí của giới hạn gần 0</i>	205

<i>Chương 9. Mục tiêu lạm phát cao hơn, GDP danh nghĩa, điều khoản giải thoát và chính sách tài khóa</i>	255
<i>Chương 10. Những con đường khác đến với lãi suất âm</i>	277
<i>Chương 11. Những hạn chế khác của lãi suất chính sách danh nghĩa âm</i>	305
<i>Chương 12. Lãi suất âm - một hình thức lợi dụng lòng tin và một bước đi xa rời các hệ thống dựa trên quy tắc</i>	317
Kết luận phần II	340
 PHẦN III. PHƯƠNG DIỆN QUỐC TẾ VÀ TIỀN KỸ THUẬT SỐ	
	343
<i>Chương 13. Phương diện quốc tế đối với việc loại bỏ tiền giấy</i>	345
<i>Chương 14. Tiền kỹ thuật số và vàng</i>	359
Kết luận phần III	373
Lời bạt	374
Cảm nghĩ cuối cùng	407
Lời cảm ơn	412
Phụ lục	417
<i>Tài liệu tham khảo</i>	431



NHÀ XUẤT BẢN CHÍNH TRỊ QUỐC GIA SỰ THẬT, Số 8/88 Duy Tân, Cầu Giấy, Hà Nội  
ĐT: 080.48221, Fax: 080.49222, Email: suthat@nxbcqg.vn, Website: www.nxbcqg.vn

## TÌM ĐỌC SÁCH CỦA NHÀ XUẤT BẢN CHÍNH TRỊ QUỐC GIA SỰ THẬT

### TS. Phạm Thuyên

- \* CÔNG NGHIỆP HÓA, HIỆN ĐẠI HÓA NỀN KINH TẾ VIỆT NAM TRONG BỐI CẢNH CÁCH MẠNG CÔNG NGHIỆP LẦN THỨ TƯ

### PGS.TS. Trần Thị Vân Hoa (Chủ biên)

- \* CÁCH MẠNG CÔNG NGHIỆP 4.0 - VẤN ĐỀ ĐẶT RA CHO PHÁT TRIỂN KINH TẾ - XÃ HỘI VÀ HỘI NHẬP QUỐC TẾ CỦA VIỆT NAM

### TS. Phan Chí Hiếu, TS. Nguyễn Thanh Tú (Chủ biên)

- \* MỘT SỐ VẤN ĐỀ PHÁP LÝ VỀ TÀI SẢN MÃ HÓA, TIỀN MÃ HÓA

ISBN 978-604-57-6679-8



9786045766798



8935279131716

Giá: 162.000đ