



# BÀN VỀ CHÍNH SÁCH LÃI SUẤT THỰC DƯƠNG TRONG ĐIỀU KIỆN HIỆN NAY

✍ PGS., TS. Nguyễn Văn Hiệu \*

**K**ể từ khi nền kinh tế rơi vào tình trạng suy giảm trong một vài năm qua, đã có nhiều cuộc tranh luận về vấn đề nên hay không nên theo đuổi chính sách lãi suất thực dương trong điều hành chính sách tiền tệ. Trên thực tế, chính sách lãi suất thực dương đã tuân thủ trong suốt một thời gian dài và dường như chính sách này sẽ còn tiếp tục được áp dụng. Những người ủng hộ chính sách lãi suất thực dương dựa trên lập luận rằng: nếu lãi suất không thực dương sẽ không khuyến khích người có tiền gửi vào ngân hàng. Quan điểm này đã nhiều lần được trình bày trên các diễn đàn thông tin đại chúng và các kỳ họp Quốc hội. Đây là nguyên lý có vẻ như là bất di bất dịch, được các nhà thiết lập chính sách và các nhà quản trị ngân hàng thương mại tán thưởng. Vì thế, dù đã ban hành trần lãi suất

huy động không vượt quá 14%/năm nhưng thực tế hầu như không ngân hàng nào tuân thủ mức trần lãi suất huy động này vì cả người gửi tiền và người huy động tiền đều quan niệm, mức lãi suất 14% không đảm bảo “thực dương” và cùng thoả thuận xé rào trần lãi suất huy động lên đến 17 - 18% và thậm chí trên 20%. Mặc dù biết rõ nhưng Ngân hàng Nhà nước cũng gần như bất lực (có lẽ cũng vì bị chi phối bởi quan điểm trên) trong suốt một thời gian dài. Đến nay, mặc dù mặt bằng lãi suất huy động đã được kéo về sát mức 14% nhờ những động thái quyết liệt từ Ngân hàng Nhà nước và cũng một phần nhờ vào sự giảm nhiệt của chỉ số CPI những tháng cuối năm. Tuy nhiên, nhiều chuyên gia cho rằng, cần phải kéo trần lãi suất huy động thấp hơn nữa (10 - 12%, thậm chí dưới 10%) mới có cơ hạ lãi suất cho vay xuống 13 - 14%, để tránh cho nền kinh tế lâm vào tình trạng đình đốn. Một lần nữa, câu chuyện lãi suất “thực dương” lại được hâm nóng trên diễn đàn

học thuật, bởi chính quan điểm “thực dương” hay “không thực dương” sẽ định hướng cho việc có tiếp tục hạ trần lãi suất huy động nữa hay không. Với quan điểm cá nhân, tác giả bài viết xin được góp một vài ý kiến về vấn đề này.

## 1. Hiểu thế nào là lãi suất thực dương?

Một cách đơn giản nhất, có thể hiểu lãi suất thực dương là mức lãi suất đủ bù đắp sự mất giá của đồng tiền và có lãi thực ở một mức độ nào đó. Nói khác đi, lãi suất tiền gửi ngân hàng phải lớn hơn tỷ lệ lạm phát. Tương tự như vậy, lãi suất thực âm là mức lãi suất nhỏ hơn tỷ lệ lạm phát. Tuy đơn giản như vậy nhưng sự so sánh giữa tỷ lệ lạm phát và lãi suất ngân hàng không phải lúc nào cũng có ý nghĩa bởi một số lý do sau:

Thứ nhất, theo nghĩa nguyên gốc, “lạm phát” là việc lạm dụng phát hành tiền tệ (in nhiều giấy bạc hơn mức cần thiết) làm cho khối lượng tiền tệ trong lưu thông

\* Trưởng ĐT&PTNNL Vietinbank





thừa tương đối, dẫn đến giá cả một đơn vị hàng hoá tăng lên tương ứng và do đó, làm suy giảm sức mua của đồng tiền. Đây có thể coi là khái niệm nguyên bản về lạm phát (inflation). Tuy nhiên, việc xác định khối lượng “đúng” của tiền tệ cần thiết cho lưu thông là bất khả thi vì tổng lượng hàng hoá, dịch vụ luân chuyển luôn biến động, vòng quay của đồng tiền không ổn định, mục đích sử dụng tiền cũng luôn luôn thay đổi. Do đó, người ta chỉ có thể nhận diện được lạm phát khi có dấu hiệu giá cả hàng hoá dịch vụ gia tăng một cách có hệ thống, mà song song với nó là sự suy giảm sức mua của đồng tiền. CPI vì thế mà được dùng làm chỉ tiêu biểu đạt cho tỷ lệ lạm phát trong một thời kỳ nhất định (tháng, quý, năm). Mặc dù vậy, CPI lại chứa đựng khá nhiều các nhân tố không cơ bản làm sai lệch ý nghĩa biểu đạt của khái niệm lạm phát<sup>1</sup>.

Thứ hai, tỷ lệ lạm phát được sử dụng thường ngày mang bản chất “hồi chiếu” (tức là đề cập đến tỷ lệ lạm phát của một thời kỳ đã xảy ra). Chẳng hạn, khi nói đến tỷ lệ lạm phát của năm 2011 là nói đến tỷ lệ tăng CPI từ đầu năm 2011 đến cuối năm 2011 (năm đã qua). Trong khi đó, lãi suất tại một thời điểm nào đó lại luôn mang tính “vọng chiếu”, bởi nó phản ánh kỳ vọng của người gửi tiền và người nhận tiền về mức lợi suất của các hoạt động kinh tế và tỷ lệ lạm phát kỳ vọng. Vì thế, so sánh mức lãi suất ngân hàng hiện hành với tỷ lệ lạm phát hiện hành thực chất là một sự so sánh khập khiễng. Khắc phục điểm này, nhiều nhà phân tích lấy chỉ số

lạm phát mục tiêu (Quốc hội đặt ra) để so sánh, nhưng đáng tiếc là chỉ tiêu này thường có ý nghĩa chính trị hơn là ý nghĩa kinh tế. Bằng chứng là trong năm 2011, Quốc hội đã phải nhiều lần điều chỉnh mục tiêu lạm phát, từ chỗ một chữ số đến hai chữ số và thậm chí điều chỉnh nhiều lần mới đạt được mức tương đối sát với diễn biến thực tế. Vì vậy, ngay cả việc lấy lạm phát mục tiêu để so sánh với mức lãi suất ngân hàng cũng khó đạt được độ tin cậy cần thiết để có thể kết luận chính xác lãi suất có thực dương hay không.

Thứ ba, việc so sánh để tìm ra lãi suất thực dương chỉ thực sự có ý nghĩa khi những chỉ tiêu so sánh mang tính chất dài hạn. Sự phát triển có tính chu kỳ theo đồ thị hình Sin dường như là quy luật của mọi hiện tượng, sự vật. Lãi suất và lạm phát cũng không phải là một ngoại lệ. Chỉ khi sự việc được xem xét trong cả một thời kỳ dài thì những dao động ngoại biên mới có thể được trung hoà và xu hướng hồi quy mới rõ nét. Vì vậy, phải tham chiếu lãi suất dài hạn (5 - 10 năm hoặc hơn nữa) mới có thể đạt độ tin cậy cần thiết. Đáng tiếc là trong một vài năm qua, đường cong lãi suất ở nước ta bị méo mó nghiêm trọng. Hầu hết không còn tồn tại sự khác biệt giữa lãi suất ngắn hạn và lãi suất dài hạn (thậm chí, có những thời điểm lãi suất ngắn hạn còn cao hơn lãi suất dài hạn). Trong bối cảnh như vậy, lãi suất dài hạn cũng không thể là căn cứ tin cậy để ước định có thực dương hay không.

Với những lý do như trên, “thực dương” cần được hiểu theo một nghĩa tương đối và không thực sự

dễ dàng nắm bắt trên thực tế.

## 2. Có nhất thiết phải tuân thủ nghiêm ngặt nguyên tắc lãi suất thực dương?

Theo Mác, bản chất của lãi suất ngân hàng là một bộ phận của giá trị thặng dư, được nhà tư bản kinh doanh “chia cho” nhà tư bản tài chính theo quy luật tỷ suất lợi nhuận bình quân. Như vậy, nguồn gốc của lãi suất ngân hàng là lợi nhuận được tạo ra từ hoạt động sản xuất kinh doanh của xã hội. Theo đó, nếu hoạt động sản xuất kinh doanh có lãi cao thì lãi suất ngân hàng cũng cao, nếu hoạt động sản xuất kinh doanh có lãi ít thì lãi suất ngân hàng cũng thấp và nếu kinh doanh bị thua lỗ thì lãi suất ngân hàng cũng phải gánh một phần hậu quả (lãi suất thực âm)<sup>2</sup>. Sự đa dạng và phức tạp của các mối liên hệ trên thị trường, và đặc biệt sự phát triển có tính chu kỳ của các hoạt động kinh tế làm cho mối quan hệ có tính lô-gíc giữa kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh và lãi suất ngân hàng bị nối lỏng và có độ trễ nhất định. Do vậy, sẽ có những thời điểm lãi suất “bội dương” (cao hơn mức hợp lý), đồng thời cũng sẽ có những thời điểm lãi suất ở trạng thái “thực âm” và thậm chí “bội âm”. Tuy nhiên, nếu xét cả một thời kỳ dài thì những trạng thái “âm” hoặc “bội âm” sẽ bị trung hoà bởi trạng thái “bội dương” và mức lãi suất bình quân sẽ đảm bảo nguyên tắc “thực dương”. Thông thường, ở thời kỳ hưng thịnh, nhu cầu vốn cao thì hay xảy ra tình trạng lãi suất bội dương, nhưng ở thời kỳ kinh tế khó khăn sẽ xảy ra tình trạng lãi suất “thực âm”. Phân tích này cho thấy trong điều kiện kinh tế đình





trệ, nếu cứ cố duy trì mức lãi suất thực dương sẽ là không hợp quy luật và sẽ làm cho kinh tế càng ngày càng lún sâu vào vòng luẩn quẩn. Chính sách lãi suất thực dương trong điều kiện này thực chất chỉ nghiêng về việc đảm bảo quyền lợi cho người có vốn mà bỏ quên quyền lợi của người sử dụng vốn, do đó, vô tình khuyến khích người có tiền “không làm gì cả” ngoài việc gửi ngân hàng lấy lãi. Nếu hiện tượng này kéo dài, tất sẽ dẫn đến tình trạng kinh tế tiêu điều và sẽ là nguyên nhân dẫn đến “lạm phát đình đốn”. Thực tế diễn ra ở nhiều nước đã cho thấy, trong rất nhiều trường hợp, ngân hàng trung ương đã dùng lãi suất âm hoặc lãi suất bằng không làm công cụ để kích thích kinh tế. Ngay tại Mỹ ở giai đoạn hiện tại, lãi suất tiền gửi bình quân chỉ ở mức trên dưới 1% nhưng chỉ số lạm phát ở vào khoảng trên dưới 3,5%. Tình trạng này cũng đang diễn ra ở một số nước khác ở Châu Á như Thái Lan, Singapore... Nhật Bản cũng đã từng áp dụng mức lãi suất bằng không trong suốt thời kỳ suy thoái kinh tế vào những năm cuối thập kỷ 80, đầu thập kỷ 90 của thế kỷ trước.

Khi kinh tế đã rơi vào tình trạng khó khăn kèm theo lạm phát cao, thì việc tăng lãi suất để chống lạm phát là biện pháp thường được sử dụng theo đúng lý thuyết kinh tế học vĩ mô IS-LM. Tuy nhiên, đây chỉ là biện pháp tình thế cấp bách “cắt sốt” trong cơn nguy kịch. Khi đã “cắt sốt”, cần nghĩ ngay đến những biện pháp bồi bổ bởi nếu cứ tiếp tục duy trì biện pháp “cắt sốt” trong thời gian dài tất yếu sẽ dẫn đến hiện tượng suy nhược, thậm chí tử vong.



Theo nhiều chuyên gia kinh tế, việc thắt chặt tiền tệ bằng lãi suất cao chỉ che giấu lạm phát trước mắt nhưng không giải quyết được gốc rễ của vấn đề và nếu kéo dài sẽ dẫn đến vòng luẩn quẩn: lạm phát cao thắt chặt tiền tệ > hạn chế tín dụng > doanh nghiệp khó khăn > sản xuất đình đốn > cung khan hiếm > lạm phát cao. Khi nền kinh tế đã đi đến mức đình đốn tất sẽ xảy ra tình trạng dư thừa tiền mặt và lãi suất sẽ xuống đến mức rất thấp trước khi nền kinh tế dần hồi phục bởi sự hỗ trợ của chính mức lãi suất đó. Tuy nhiên, quá trình hồi phục sẽ rất khó khăn và chi phí cần có để tái lập lại trạng thái cân bằng sẽ rất lớn. Bên cạnh đó, kinh tế khó khăn tất yếu sẽ dẫn đến sự sụt giảm của thị trường chứng khoán, bất động sản và các khoản đầu tư tài chính khác gây ra vòng luẩn quẩn chu chuyển vốn. Thực tế là không ít các ngân hàng ở

Mỹ trong thời điểm hiện tại đang gặp phải vấn đề dư thừa tiền mặt. Hiện tượng này xảy ra khi nền kinh tế thiếu những dự án khả thi để có thể hấp thụ hết vốn đầu tư của xã hội. Trong khi đó, rất nhiều nhà đầu tư đã rút vốn từ các kênh đầu tư khác để gửi vào ngân hàng do họ cảm thấy bất an bởi tình hình kinh tế khó khăn<sup>3</sup>. Kịch bản này thực chất đã diễn ra ở Việt Nam trong thời gian vừa qua, vì gửi tiền vào ngân hàng đang tỏ ra là kênh đầu tư khôn ngoan nhất.

Những phân tích trên đây đã cho thấy cần phải cân nhắc lại chính sách lãi suất thực dương mà các nhà thiết lập chính sách đã theo đuổi trong thời gian vừa qua bởi một số lý do sau:

*Thứ nhất*, chỉ số CPI ở nước ta trong thời gian qua và thậm chí trong một số năm tới tiếp tục bị ảnh hưởng bởi những nhân tố có tính kỹ thuật bất khả kháng





Ngày khi nền kinh tế có biểu hiện nguy cơ đình đốn, chính sách lãi suất phải được vận dụng linh hoạt để nắn dòng đầu tư xã hội tránh khỏi những lệch lạc tiêu cực

không mang “bản chất lạm phát” theo đúng nghĩa. Đó là những nhân tố làm tăng giá một số chi phí cơ bản như giá than, điện, xăng, dầu... là những mặt hàng đã được bao cấp trong suốt cả một thời gian dài, nay tùy từng mặt hàng và điều kiện cụ thể sẽ được điều chỉnh dần theo lộ trình để trả về đúng giá cả thật của chúng. Đây là các khoản chi phí không thể phủ nhận mà tất cả mọi thành viên, không cứ là người có tiền gửi hay người không có tiền gửi đều phải gánh chịu. Khi dùng CPI để tham chiếu mức lãi suất cần loại bỏ những nhân tố này để đảm bảo sự so sánh đồng chất.

*Thứ hai*, khi hội nhập ngày càng sâu vào cộng đồng kinh tế thế giới, dù muốn hay không người tiêu dùng Việt Nam phải chấp nhận sự tăng giá tự nhiên phát sinh từ việc thu hẹp chênh lệch sức mua giữa đồng nội tệ và đồng ngoại tệ. Hiện nay mức thu nhập bình

quân đầu người ở Việt Nam tính theo ngoại tệ quy đổi vào khoảng trên 1.000 USD/đầu người/năm. Tuy nhiên, nếu tính theo sức mua tương đương thì khoảng trên 3.000 USD/người/năm. Điều đó có nghĩa là đồng tiền Việt Nam đang có sức mua tương đương khá cao so với ngoại tệ (chênh lệch nhau khoảng 3 lần). Tuy nhiên, sự chênh lệch này sẽ có xu hướng ngày càng thu hẹp, và mặt bằng giá cả trong nước sẽ ngày càng được nâng dần lên tiệm cận với mặt bằng giá quốc tế. Hội nhập kinh tế càng sâu rộng thì sự tiệm cận giá quốc tế càng gia tăng. Vì thế, việc gia tăng chỉ số CPI trong trung hạn ở một tỷ lệ nhất định là một thực tại không thể chối bỏ. Các nhà khoa học có thể lượng hoá được sự gia tăng CPI cơ học này để loại bỏ chúng khi tham chiếu cho việc hoạch định chính sách lãi suất phù hợp.

*Thứ ba*, lãi suất tiền gửi nên

được xem xét trong mối quan hệ biện chứng với hiệu quả sản xuất kinh doanh từ các khu vực kinh tế (lãi trên vốn chủ sở hữu), theo số liệu không đầy đủ, mức lãi trên vốn chủ sở hữu bình quân của các doanh nghiệp trong lĩnh vực sản xuất kinh doanh năm 2011 chỉ ở mức 12 - 15%. Ngay cả các tập đoàn kinh tế nhà nước và một số tổng công ty 90, 91 là những đầu tàu kinh tế mạnh và được ưu đãi nhiều đặc quyền, đặc lợi, mức lãi sau thuế trên vốn chủ sở hữu cũng chỉ đạt bình quân khoảng trên dưới 12%. Đó là chưa kể mức vốn chủ sở hữu nói trên mới được tính trên giá hạch toán. Nếu tính theo giá trị thực thì mức lãi suất này còn thấp hơn nữa. Như vậy, có thể thấy hiệu quả sản xuất kinh doanh nhìn chung rất thấp (theo thống kê chưa đầy đủ, khoảng gần 50.000 doanh nghiệp đang rơi vào tình trạng thua lỗ, ngừng kinh doanh hoặc có nguy cơ phá





sản). Với mức lãi tiền gửi 14%/năm và mức lãi suất cho vay 17-20%, phân phối thu nhập đang lệch nhiều về phía người gửi tiền và hệ thống các ngân hàng thương mại.

*Thứ tư*, tuy chưa thật rõ ràng nhưng đã bắt đầu có những dấu hiệu chứng tỏ sự ứ đọng vốn một cách tương đối. Chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng do Ngân hàng Nhà nước đặt ra trong năm 2011 cho các ngân hàng thương mại là dưới 20%. Tuy nhiên, chỉ tiêu tăng trưởng thực tế chỉ vào khoảng 12%. Ngoài thành tích của các ngân hàng và cơ quan quản lý trong việc kiểm soát hạn chế tăng trưởng tín dụng thì nguyên nhân chủ yếu có lẽ là do sức hấp thụ vốn của nền kinh tế đã giảm đi rõ rệt. Nhiều ngân hàng lớn muốn tăng trưởng tín dụng cao hơn nữa nhưng thực tế đã không thể, một mặt do doanh nghiệp không dám vay vì lãi cao, một mặt không có nhiều dự án khả thi, dự án tốt để ngân hàng lựa chọn cho vay. Theo nhận định của người viết, đây mới chỉ là sự khởi đầu của một chu kỳ suy giảm nếu chính sách vĩ mô không có những điều chỉnh phù hợp. Với xu hướng này, tăng trưởng tín dụng từ 15 - 17% trong năm 2012 chắc sẽ khó khả thi vì kinh tế tiếp tục khó khăn, cộng với hiệu ứng cắt giảm đầu tư của nhà nước và cộng đồng các doanh nghiệp khi thực hiện tái cơ cấu. Vì vậy, nếu tiếp tục duy trì mức lãi suất cao, không nói gì đến các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh, ngay các ngân hàng thương mại cũng có thể rơi vào hoàn cảnh khó khăn nếu phải trả lãi suất đầu vào cao.

*Thứ năm*, lâu nay cả khu vực

ngân hàng và các cơ quan quản lý nhà nước đều cho rằng nếu hạ lãi suất tiền gửi, người gửi tiền sẽ không gửi nữa và họ sẽ tìm kênh đầu tư khác. Sự thay đổi hành vi này có lẽ đúng một phần đối với những người có khả năng tìm kiếm lợi nhuận từ các kênh đầu tư khác như vàng, bất động sản, chứng khoán. Tuy nhiên, những gì đã xảy ra trong năm qua lại không ủng hộ cho lập luận này. Đa số các khoản tiền gửi tiết kiệm đều là những khoản để dành có tính chất dài hạn và đối với họ, lãi suất không phải là nhân tố quyết định đến việc có gửi tiền vào ngân hàng hay không. Đối với giới doanh nghiệp thì việc chọn kênh đầu tư khác cũng không phải dễ dàng trong điều kiện hiện tại. Thực tế, kể từ khi Ngân hàng Nhà nước siết chặt kỷ luật trần lãi suất huy động 14% đến nay, nguồn tiền gửi vào ngân hàng tính chung không biến động là bao, thậm chí nhiều ngân hàng còn nhận ra rằng, chính khách hàng cá nhân mới là những khách hàng trung thành nhất. Trong thời gian tới, nếu chính sách tăng cường thanh toán không dùng tiền mặt thành công thì nguồn vốn khả dụng còn có khả năng tăng cao hơn nữa (do vòng quay đồng tiền được rút ngắn). Do vậy, khả năng không cân đối được nguồn cho các khoản tín dụng của các ngân hàng sẽ không còn là vấn đề đáng lưu tâm, đặc biệt trong điều kiện không dễ dàng tăng trưởng tín dụng như đã phân tích ở trên.

Tóm lại, gốc gác của lãi suất vẫn là hiệu quả sản xuất kinh doanh. Đây là mối quan hệ nhân quả mang bản chất kinh tế cơ

bản. Nếu chỉ dựa vào chỉ số CPI để định hình lãi suất mà không phân tích rõ các nhân tố đằng sau CPI, sẽ không tìm ra được căn cứ vững chắc cho việc xây dựng chính sách điều hành tiền tệ nói chung và chính sách lãi suất nói riêng. Việc theo đuổi chính sách lãi suất thực dương lại càng cần phải cân nhắc trong từng điều kiện hoàn cảnh cụ thể. Hơn lúc nào hết, ngay khi nền kinh tế có biểu hiện nguy cơ đình đốn, chính sách lãi suất phải được vận dụng linh hoạt để nắn dòng đầu tư xã hội tránh khỏi những lệch lạc tiêu cực. Để làm được điều đó, nếu phải vận dụng chính sách lãi suất "thực âm" cũng không có gì là bất bình thường. Nếu người dân và cộng đồng doanh nghiệp thông hiểu, họ sẽ chung tay góp sức để đỡ nền kinh tế cùng vượt qua giai đoạn khó khăn. ■

<sup>1</sup>Xem bài "Một góc nhìn về lạm phát và chỉ số CPI" - Tạp chí Ngân hàng số tháng 1/2011.

<sup>2</sup>Trên thực tế, nguyên tắc này không phải lúc nào cũng nhất nhất như vậy vì có sự tách biệt tương đối, thậm chí lệch pha giữa thị trường vốn và thị trường sản xuất kinh doanh. Tuy nhiên, xét về dài hạn và trên quy mô toàn bộ nền kinh tế thì nguyên lý này hoàn toàn đúng.

<sup>3</sup>Chẳng hạn: Trong 41,8 tỷ USD tiền gửi trong quý III của ngân hàng Wells Fargo chỉ có 8,2 tỷ USD được cho là cấp vốn cho các khoản vay mới. Như vậy, còn đến 33,6 tỷ USD tồn đọng (xem bài: *Thận trọng, Ngân hàng ứ vốn - Thời báo Ngân hàng số 178, ngày 7/11/2011*).