

*Lược sử*  
**LÃI**  
**SUẤT**

## **THE PRICE OF TIME**

The Real Story of Interest

Copyright © 2022 by Edward Chancellor

This edition arranged with David Godwin Associates Ltd.

through Andrew Nurnberg Associates International Limited

All rights reserved.

## **LƯỢC SỬ LÃI SUẤT**

Câu chuyện về dòng vốn và cách tiền bạc định hình thế giới hiện đại

Bản quyền tiếng Việt © Công ty Cổ phần Sách Alpha, 2024

## **Alpha Books - Better Knowledge, Better Success**

Thương hiệu sách Quản trị kinh doanh số 1 thị trường

**Alpha Books không chỉ xuất bản sách – chúng tôi đồng hành kiến tạo tri thức quản trị và kinh doanh, khơi dậy nội lực Việt từ tinh hoa thế giới**

Không phần nào trong xuất bản phẩm này được phép sao chép hay phát hành dưới bất kỳ hình thức hoặc phương tiện nào mà không có sự cho phép trước bằng văn bản của Công ty Cổ phần Sách Alpha. Chúng tôi luôn mong muốn nhận được những ý kiến đóng góp của quý vị độc giả để sách ngày càng hoàn thiện hơn.

---

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

Chancellor, Edward

Lược sử lãi suất = The price of time : Câu chuyện về dòng vốn và cách tiền bạc định hình thế giới hiện đại / Edward Chancellor ; Kim Luyến dịch. – H. : Tri thức ; Công ty Sách Alpha, 2026. – 464 tr. ; 24 cm  
ISBN 978-632-636-295-4

1. Lãi suất 2. Lịch sử thế giới

332.809 – dc23

TCM0154p-CIP

---

Liên hệ mua sách: [cskh@alphabooks.vn](mailto:cskh@alphabooks.vn)

Liên hệ hợp tác về nội dung số: [chuyendoiso@alphabooks.vn](mailto:chuyendoiso@alphabooks.vn)

Liên hệ hợp tác xuất bản: [htxb@alphabooks.vn](mailto:htxb@alphabooks.vn)

Góp ý về sách, liên hệ về bản thảo & bản dịch: [publication@alphabooks.vn](mailto:publication@alphabooks.vn)

Liên hệ dịch vụ tư vấn, đại diện & giao dịch bản quyền: [copyright@alphabooks.vn](mailto:copyright@alphabooks.vn)

EDWARD CHANCELLOR



*Lược sử*  
**LÃI**  
**SUẤT**

Kim Luyến dịch

*Câu chuyện  
về dòng vốn  
và cách tiền bạc  
định hình  
thế giới hiện đại*

THE PRICE OF TIME



NHÀ XUẤT BẢN  
TRI THỨC

## HỘI ĐỒNG CỐ VẤN XUẤT BẢN

**Đoàn Đức Thuận** – Phó Viện trưởng  
Viện Nghiên cứu Chiến lược Thương hiệu  
và Cạnh tranh (BCSI)

**Trần Hồng Quang**  
CEO HQBC Consulting & Investment

**Nông Vương Phi**  
CEO Công ty Phi&P

**Nguyễn T. Quỳnh Trang**  
Phó Chủ tịch CSMO

**TS. Ngô Công Trường**  
Nhà sáng lập Công ty Tư vấn và Giáo dục  
J&P Global

**Lê Quốc Vinh**  
Chủ tịch LeBros

**Nguyễn Đình Thành**  
Đồng sáng lập Elite PR School

**Lê Hồng Phúc** – Phó Chủ tịch Hội  
các Nhà QTDN Việt Nam  
Chủ tịch CLB Nhân sự Việt Nam

**Phan Minh Thu**  
Chuyên gia Phát triển Thương hiệu  
Trưởng ban Nội dung CSMO miền Bắc

**Nguyễn Cảnh Bình**  
Chủ tịch HĐQT Alpha Books

## ĐỘI NGŨ TRIỂN KHAI ALPHA BOOKS

Phụ trách sản xuất: Bùi Hà – Đặng Ly  
Điều phối viên: Thủy Nguyễn  
Thiết kế bìa: ducchien\_  
Trình bày: Mỹ Mây

Thư ký xuất bản: Thủy Nguyễn  
Bản quyền: Xuân Hồng  
Phụ trách marketing: Chu Đức Tấn

*Tặng Henry Maxey*  
*Phần thưởng cho sự đợi chờ.*

Không gì khôi hài hơn việc vô số đạo luật và giáo luật trong mọi thời đại được đặt ra bởi những nhà thông thái hầu như không am hiểu gì về Thương mại và cũng không mang lại tác động nào.

- Richard Cantillon, 1730

Vấn đề tiền lãi lâu nay vẫn là đối tượng bị phớt lờ.

- Eugen von Bohm-Bawerk, 1884

Đừng trả tôi một mức lãi thấp. Hãy trả tôi một mức lãi đúng, rồi tôi sẽ biết sắp xếp mọi việc ổn thỏa.

- Hjalmar Schacht, Chủ tịch Reichsbank, 1927

Thế giới của chúng ta trong thời đại sau này sẽ suy đồi; hối lộ và tham nhũng sẽ phổ biến, con cái không còn vâng lời cha mẹ nữa; ai ai cũng muốn viết sách, và ngày tận thế đang ngày một hiển lộ.

- Bia khắc Assyrian, khoảng năm 2.800 trước Công nguyên

# MỤC LỤC

|                        |           |
|------------------------|-----------|
| <b>Giới thiệu.....</b> | <b>10</b> |
|------------------------|-----------|

## **PHẦN 1: TIỀN LÃI THEO DÒNG LỊCH SỬ**

|                                                       |     |
|-------------------------------------------------------|-----|
| 1. Khởi nguồn từ Babylon .....                        | 25  |
| 2. Bán thời gian.....                                 | 44  |
| 3. Hạ lãi suất.....                                   | 68  |
| 4. Ảo tưởng .....                                     |     |
| 5. Người dân không chịu nổi lãi suất 2 phần trăm..... | 10  |
| 6. Một chút Whisky .....                              | 137 |

## **PHẦN HAI: LÃI SUẤT THẤP SINH RA LÃI SUẤT THẤP HƠN**

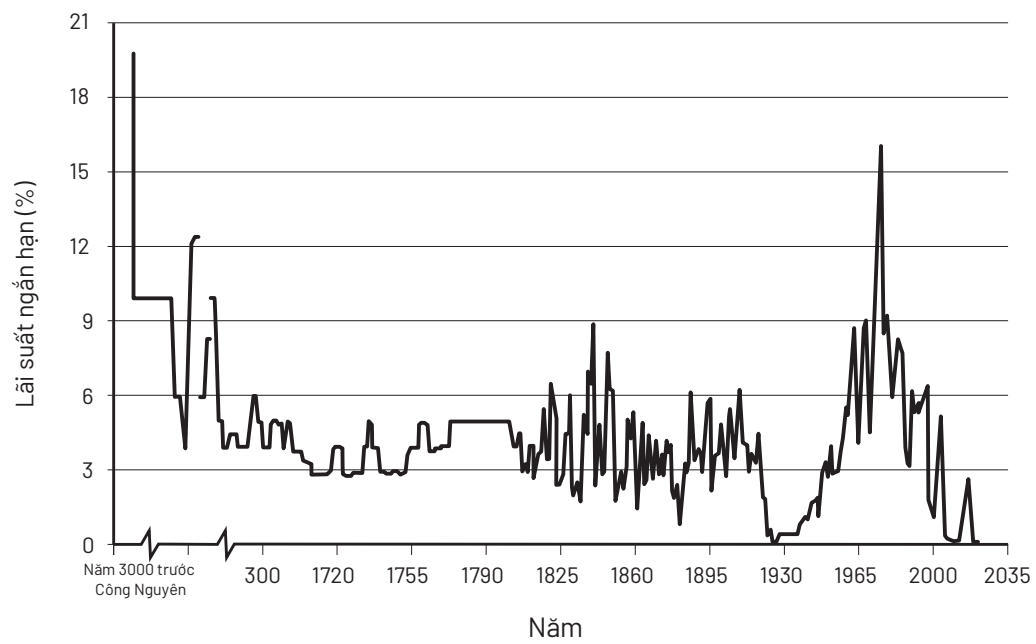
|                                          |     |
|------------------------------------------|-----|
| 7. Định luật Goodhart .....              | 168 |
| 8. Đình trệ kéo dài .....                | 199 |
| 9. Con quạ ở Basel .....                 | 208 |
| 10. Chọn lọc phi tự nhiên .....          | 223 |
| 11. Lợi nhuận của người khởi xướng ..... | 248 |
| 12. Một bong bóng khổng lồ xấu xí.....   | 274 |
| 13. Mẹ cô phải chết .....                | 298 |

|                                        |     |
|----------------------------------------|-----|
| 14. Hãy để họ sống bằng tín dụng ..... |     |
| 15. Giá của âu lo .....                | 34  |
| 16. Tiền rỉ sét.....                   | 376 |

## PHẦN BA: TRÒ CHƠI BI VỆ

|                                                     |            |
|-----------------------------------------------------|------------|
| 17. Cội nguồn của mọi điều ác .....                 | 398        |
| 18. Kim hãm tài chính mang màu sắc Trung Quốc ..... | 4          |
| <b>Lời cảm ơn .....</b>                             | <b>458</b> |

## Lãi suất qua năm thiên niên kỷ



# GIỚI THIỆU

*Nhà vô trị và nhà tư bản*

Năm 1849, trên các trang *La Voix du peuple*, một ấn phẩm mang tính xã hội chủ nghĩa, đã diễn ra cuộc tranh luận giữa hai nghị sĩ Quốc hội Pháp. Một bên là Pierre-Joseph Proudhon, người tự xưng là một nhà vô trị, ngày nay được biết đến nhiều nhất với tuyên bố “sở hữu là trộm cắp”, và là cây bút thường xuyên của *La Voix*. Bên kia là Frederic Bastiat, một người cổ xúy thương mại tự do và là tác giả của nhiều tập luận chiến chính trị. Bastiat nổi tiếng với những câu chuyện ngụ ngôn kinh tế châm biếm. Ông lên tiếng phản đối những can thiệp kém hiệu quả của nhà nước, chẳng hạn trong “Bản kiến nghị của những người làm nển”, những người làm nển yêu cầu ban hành một đạo luật buộc mọi người phải kéo rèm và cửa chớp để ngăn ánh sáng mặt trời lọt vào nhà, nhờ đó có thể bán được nhiều nển hơn.

Chủ đề được tranh luận là tính chính đáng của tiền lãi. Proudhon nhìn nhận vấn đề này theo góc nhìn truyền thống. Nhà vô trị này cho rằng lãi là biểu hiện của “cho vay lấy lãi và cướp bóc”. Cho vay lấy lãi là một sự trao đổi bất bình đẳng, trong đó người cho vay vì không mất đi phần vốn đã cho vay nên không có quyền đòi nhận lại khoản tiền lớn hơn phần vốn ấy. Tiền lãi là “phần thưởng cho sự lười biếng, [và là] căn nguyên của cả bất bình đẳng lẫn nghèo đói”<sup>1</sup>. Tóm lại, Proudhon tiếp

---

1. Bức thư số 3, Proudhon gửi Bastiat. Mọi dẫn chiếu đến các thư từ trao đổi giữa BastiatProudhon trong *La Voix du peuple* từ bản dịch được Roderick Long biên tập, <https://praxeology.net/FB-PJP- DOI-Intro.htm>

tục khẳng định câu tuyên ngôn nổi tiếng của mình, với một chút điều chỉnh, “Tôi gọi tiền lãi là TRỘM CẤP!”

Đó vẫn chưa phải là hết. Proudhon còn phàn nàn rằng tiền lãi còn khiến nợ nần phình to theo thời gian, đến mức cuối cùng khoản vay có thể lớn hơn một khối vàng có kích thước bằng Trái đất. Theo ông, việc tính lãi cho các khoản vay làm chậm lưu thông tiền tệ, gây “trì trệ trong kinh doanh và dẫn đến nạn thất nghiệp trong công nghiệp, cảnh khốn đốn trong nông nghiệp và gia tăng nguy cơ phá sản cận kề”. Tiền lãi thúc đẩy đối kháng giai cấp và kìm hãm tiêu dùng bằng cách đẩy giá hàng hóa lên cao. Proudhon cho rằng trong một xã hội tư bản, người lao động không đủ khả năng mua những đồ vật do chính tay mình làm ra. “Tiền lãi giống như con dao hai lưỡi,” Proudhon kết luận, “nó giết chết bạn, bất kể nó chạm vào bạn bằng lưỡi nào.”

Lời chỉ trích của Proudhon không mới mẻ. Nó có nguồn gốc từ xa xưa. Ông trích một từ trong tiếng Do Thái, *neschek*, có nghĩa là *lãi*, nghĩa gốc chỉ vết cắn của loài rắn. Luận điệu của Proudhon rất khoa trương và lặp đi lặp lại, và những phân tích về kinh tế của ông thì không được sâu sắc. Trong cuốn *History of Economic Analysis* (Lịch sử của những phân tích kinh tế), Joseph Schumpeter than phiền rằng Proudhon hoàn toàn không có năng lực phân tích. Dù vậy, Proudhon vẫn có một số đề xuất nguyên bản. Ông muốn quốc hữu hóa Ngân hàng Pháp, mở rộng nguồn cung tiền và giảm lãi suất xuống gần bằng 0. Ngân hàng Nhân dân của ông sẽ chỉ thu nửa phần trăm để trang trải chi phí. Vàng sẽ được thay thế bằng tiền giấy. Ngoài ra, Proudhon cũng đề xuất đánh thuế đối với tiền vốn (tương đương với lãi suất âm). Ông cho rằng việc giảm lãi “sẽ ngay lập tức tạo ra những kết quả không thể đo đếm trên khắp Cộng hòa Pháp và cả châu Âu”. Sẽ không còn nợ nần, tình trạng mất khả năng thanh toán và phá sản sẽ giảm, tiêu dùng tăng lên và người lao động sẽ được bảo đảm việc làm. Một khi tầng lớp cho vay không còn thu tiền lãi nữa, thu nhập của người lao động sẽ tăng lên.

Bastiat không chấp nhận những lập luận ấy. Ông cho rằng tiền lãi không phải là trộm cắp mà là phần thưởng công bằng cho sự trao đổi dịch vụ đôi bên. Người cho vay trao cho người vay quyền sử dụng vốn trong một khoảng thời gian, mà bản thân thời gian cũng có giá trị. Bastiat trích dẫn những câu nổi tiếng trong cuốn *Advice to a Young Tradesman* (Lời khuyên cho một thương nhân trẻ) của Benjamin Franklin (1748): “Thời gian rất quý giá. Thời gian là tiền bạc. Thời gian là chất liệu làm nên cuộc sống.” Do đó, tiền lãi là điều hết sức “tự nhiên, công bằng và chính đáng, nhưng cũng hữu ích và sinh lời, ngay cả với những người phải trả nó”. Thay vì làm giảm sản lượng, tiền vốn đã khiến lao động trở nên năng suất hơn. Khác hẳn với quan điểm cho rằng nó khơi dậy sự đối kháng giai cấp, Bastiat tin rằng vốn mang lại lợi ích cho mọi người, “đặc biệt là những tầng lớp từ lâu phải chịu nhiều cơ cực”.

Bastiat thấy trước thảm họa nếu các kế hoạch của Proudhon được thực hiện trên thực tế. Nếu việc cho vay không được đền đáp thì sẽ chẳng còn ai cho vay. Việc hạn chế trả lãi sẽ đồng nghĩa với việc xóa bỏ vốn. Tiết kiệm sẽ biến mất. Ngân hàng quốc doanh của Proudhon sẽ cho vay, nhưng nếu ngân hàng yêu cầu phải có tài sản bảo đảm, thì tình cảnh của những người lao động không có tài sản bảo đảm sẽ chẳng khá hơn. Việc xóa bỏ tiền lãi rốt cuộc chỉ có lợi cho người giàu. “Trong hệ thống của ông,” Bastiat viết cho Proudhon,

“người giàu sẽ thực sự được vay tiền miễn phí, trong khi người nghèo sẽ không thể vay với bất kỳ giá nào.

Khi một người giàu đến ngân hàng, anh ta sẽ được bảo: Anh có khả năng trả nợ, đây là khoản tiền vốn anh cần, chúng tôi cho anh miễn phí.

Nhưng nếu một người lao động dám bén mảng đến đó, anh ta sẽ được hỏi: “Tài sản bảo đảm của anh đâu, đất đai, nhà cửa, hàng hóa của anh đâu?”

“Tôi chỉ có đôi bàn tay này và sự liêm chính của mình.” [Người lao động trả lời]

Mấy thứ đó không làm chúng tôi yên tâm, chúng tôi phải hành động thận trọng và nghiêm ngặt, chúng tôi không thể cứ thế cho anh vay được.”

Bastiat kết luận “việc cố xúi cho tín dụng miễn phí là tai họa đối với các tầng lớp lao động”. Sẽ có ít doanh nghiệp hơn, trong khi số lượng công nhân vẫn giữ nguyên. Tiền lương sẽ giảm. Tiền vốn sẽ chạy ra nước ngoài. Nếu ngân hàng cho vay miễn phí, nền kinh tế sẽ bị nhấn chìm trong cơn lũ tiền giấy. Trật tự sẽ bị phá vỡ, và đất nước sẽ vĩnh viễn đứng bên bờ vực thẳm. “Tín dụng miễn phí là điều phi lý về mặt khoa học, tất yếu dẫn đến xung đột với các lợi ích đã được xác lập, thù hận giai cấp và sự man rợ.” Với những lời ấy, Bastiat kết thúc cuộc trao đổi thư từ.

Ít nhất thì Proudhon và Bastiat cũng đồng ý với nhau về một điểm. Proudhon tin rằng mục tiêu của Cách mạng 1848 có thể được thực hiện thông qua cải cách tiền tệ. Ông nói với lãi suất ở mức ba phần tư phần trăm, thì ba phần tư cuộc cách mạng sẽ hoàn thành. “Tín dụng miễn phí là lời cuối cùng của chủ nghĩa xã hội, khẩu hiệu cuối cùng và nỗ lực cuối cùng của nó,” Bastiat đáp lại. “Một nhà máy sản xuất giấy bạc vô tận: đó là giải pháp của ông.” Việc xóa bỏ lãi áp dụng trên tiền vốn sẽ dẫn đến “sự hủy diệt tín dụng” và cái chết của vốn.

Cũng như nhiều cuộc tranh luận về tiền lãi, cả trước đó và sau này, cuộc chiến Proudhon-Bastiat là cuộc tranh luận của những người điếc. Không bên nào chịu lắng nghe bên kia. Giọng điệu trong những bức thư trao đổi ngày càng chua chát hơn. Trong bức thư cuối cùng, Proudhon tuyên bố rằng trí tuệ của Bastiat đang ngủ quên, rồi kết lại bằng nhận định: “Thưa ông Bastiat, ông là một người đã chết.” Lời nói ấy không hẳn xa rời sự thật. Bastiat mắc bệnh lao và qua đời một năm sau đó tại Rome. Ông hưởng dương bốn mươi chín tuổi.

## **NHỮNG GÌ ĐƯỢC THẤY VÀ NHỮNG GÌ KHÔNG ĐƯỢC THẤY**

Vào năm Bastiat qua đời, tập tiểu luận cuối cùng của ông được xuất bản. Trong bài viết “What is Seen and What is Not Seen” (Những gì được thấy và những gì không được thấy), Bastiat kể câu chuyện ngụ ngôn về một chủ tiệm tên là Jacques Bonhomme, bị đứa con trai bắt

cần làm vỡ ô cửa kính của cửa hàng. Những người hàng xóm cho rằng đó không hẳn là tin xấu. Ít nhất thì việc sửa nó cũng tạo công ăn việc làm cho thợ kính, và người này có thể dùng số tiền đó để mua thực phẩm và những thứ khác. Nhưng theo Bastiat, Jacques Bonhomme giờ sẽ có ít tiền chi tiêu hơn. Qua câu chuyện này, Bastiat muốn độc giả suy nghĩ về những hệ quả rộng lớn hơn của mọi hành động kinh tế, chứ không chỉ tác động của chúng đối với một người hưởng lợi cụ thể:

Trong lĩnh vực kinh tế, một tập quán, một thể chế hoặc một đạo luật không chỉ tạo ra một tác động mà kéo theo hàng loạt tác động. Trong số đó, chỉ tác động đầu tiên là được thấy ngay; nó được biểu lộ đồng thời với nguyên nhân của nó; đó là tác động *được thấy*. Những tác động còn lại chỉ xuất hiện sau đó; *chúng không được thấy*; chúng ta thật may mắn nếu có thể *lường trước* được chúng.

Đây là sự khác biệt rõ ràng giữa một nhà kinh tế học yếu kém và một nhà kinh tế học giỏi. Nhà kinh tế học yếu kém chỉ chú ý đến tác động *có thể thấy được*, trong khi nhà kinh tế học giỏi sẽ xem xét cả những tác động có thể nhìn thấy và những tác động phải được *lường trước*.

Bastiat cho rằng nhà kinh tế học yếu kém theo đuổi một lợi ích nhỏ ở hiện tại để rồi sau đó phải gánh chịu một tổn thất lớn ở tương lai, trong khi nhà kinh tế học giỏi theo đuổi một lợi ích lớn trong tương lai dù phải chịu tổn thất nhỏ ở hiện tại. Nhà báo người Mỹ Henry Hazlitt đã phát triển thêm câu chuyện Ô cửa vỡ của Bastiat trong cuốn *Economics in One Lesson* (Kinh tế học trong một bài học) (1946), một trong những cuốn sách bán chạy nhất của ông. Cũng như Bastiat, Hazlitt than phiền về

khuyňh hướng cố hữu của con người là chỉ nhìn thấy những tác động tức thời của một chính sách nhất định, hoặc chỉ nhìn thấy những tác động của nó đối với một nhóm người đặc biệt, và bỏ qua việc tìm hiểu những tác động lâu dài của chính sách đó đối với không chỉ nhóm người đó mà còn đối với tất cả các nhóm người khác. Bỏ qua những hậu quả thứ cấp quả là sai lầm.

Hazlitt chỉ trích kinh tế học “mới” của thời đại mình, mà ông tin là chỉ xem xét những tác động ngắn hạn của các chính sách đối với những nhóm người cụ thể và bỏ qua những tác động dài hạn đối với toàn bộ cộng đồng. Ông công kích cái mà ông gọi là “sự sùng bái” tình trạng đủ việc làm. Ý tưởng “hủy diệt sáng tạo” của Schumpeter phải được phép thực hiện mà không bị cản trở, Hazlitt viết, vì cho phép các ngành công nghiệp đang suy tàn biến mất cũng quan trọng đối với sức khỏe của nền kinh tế như việc để các ngành công nghiệp đang phát triển phải được lớn mạnh. Hazlitt ví hệ thống giá cả trong một nền kinh tế cạnh tranh với bộ điều chỉnh tự động của một động cơ hơi nước. Bất kỳ nỗ lực nào nhằm ngăn giá giảm đều chỉ khiến những nhà sản xuất kém hiệu quả tiếp tục hoạt động.

Hazlitt cho rằng lãi suất giúp cân bằng cung và cầu về vốn. Tuy nhiên, nỗi sợ “ám ảnh” đối với những mức lãi suất ‘quá cao’ đã khiến các chính phủ theo đuổi những chính sách tiền tệ nới lỏng. Hazlitt viết rằng chính sách tiền tệ nới lỏng

tạo ra những méo mó về kinh tế... nó có xu hướng khuyến khích các đề án rủi ro cao vốn không thể tiếp tục nếu không được duy trì trong các điều kiện nhân tạo đã sản sinh ra chúng. Về phía cung, việc giảm lãi suất một cách nhân tạo không khích lệ sự tằn tiện, tiết kiệm, và đầu tư bình thường. Nó làm giảm sự tích lũy vốn. Nó làm chậm sự gia tăng năng suất, tức là “sự tăng trưởng kinh tế” mà “những người cấp tiến” luôn sốt sắng thúc đẩy.

Hazlitt kết luận bằng cách trích dẫn một bài luận nổi tiếng của William Graham Sumner năm 1883. Trong bài luận này, Sumner mô tả việc A và B lập kế hoạch giúp X, nhưng lại bỏ qua tác động đối với C. C là “Người bị lãng quên”, một người “không bao giờ được nghĩ đến. Nạn nhân của nhà cải cách, nhà cải tạo xã hội và nhà từ thiện”.

## HIỆN THỰC HÓA GIẤC MƠ CỦA PROUDHON

Sau vụ phá sản của Lehman Brothers vào tháng 9 năm 2008, các nhà kinh tế học mới đã thực hiện chương trình mang tính cách mạng của

nhà vô tri Proudhon. Các ngân hàng trung ương hạ lãi suất xuống mức thấp nhất trong vòng năm thiên niên kỷ. Ở châu Âu và Nhật Bản, lãi suất thậm chí còn chuyển sang mức âm – một diễn biến chưa từng có tiền lệ. Tuy nhiên, kết quả không như Proudhon dự đoán. Trái lại, những lời cảnh báo ảm đạm của Bastiat về tín dụng miễn phí có vẻ gần với sự thật hơn.

Các nhà quản lý ngân hàng trung ương tự chúc mừng mình vì khôi phục được sự bình ổn trên Phố Wall. Bóng ma giảm phát được xua tan. Tỷ lệ thất nghiệp giảm mạnh. Đây là những tác động “được thấy” của việc áp dụng lãi suất bằng 0. Những hậu quả thứ cấp của lãi suất bằng 0 phần lớn đều không được thấy. Tuy nhiên, chúng vẫn ở đó nếu bất kỳ ai muốn thấy.

Năm 2012, William White, một nhà kinh tế học người Canada, đã công bố bài nghiên cứu ngắn có tựa đề “Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences” (Chính sách tiền tệ quá dễ dãi và Quy luật về những hậu quả ngoài dự kiến). White cho rằng lãi suất sụt giảm mạnh đã khuyến khích các hộ gia đình chi tiêu nhiều hơn và tiết kiệm ít hơn. Theo White, mặt trái của việc kéo tiêu dùng từ tương lai về hiện tại là người ta thực ra phải tiết kiệm nhiều hơn để đạt được bất kỳ mục tiêu đã định nào; và, với lãi suất thấp hiện tại, sẽ cần nhiều thời gian hơn để có thể tích lũy được một khoản tiền đủ để dưỡng già.

Các nhà chức trách tin rằng lãi suất thấp sẽ thúc đẩy đầu tư của doanh nghiệp. Nhưng White cho rằng thực tế các công ty lại đang đầu tư ít hơn. Hơn nữa, chính sách tiền tệ quá nới lỏng cũng là nguyên nhân dẫn đến phân bổ sai vốn. Sự phá hủy sáng tạo đã bị cản trở. White kết luận: “Rất có thể chính sách tiền tệ siêu nới lỏng trên thực tế đang cản trở, thay vì khuyến khích, việc tái phân bổ vốn từ những lĩnh vực kém hiệu quả sang các lĩnh vực hiệu quả hơn.”

Bằng cách giảm chi phí vay vốn, chính sách tiền tệ siêu nới lỏng đã tạo động lực cho nhà đầu tư chấp nhận những rủi ro quá mức. Đồng thời, các công ty bảo hiểm và các quỹ hưu trí phải chật vật đối phó với

chính sách lãi suất thấp. Với chi phí vay thấp, các chính phủ không bị ràng buộc phải hạn chế nợ công. Xét cho cùng, chính sách tiền tệ nới lỏng chỉ có tác dụng trì hoãn ngày phán xét. White kết luận: “Việc nới lỏng tiền tệ táo bạo trong thời kỳ suy thoái kinh tế không phải là một ‘bữa trưa miễn phí’, trong trường hợp tốt nhất, nó chỉ giúp mua thêm chút thời gian để tái cân bằng nền kinh tế. Trên thực tế, cơ hội đó đã bị lãng phí.” Trên Phố Wall, họ gọi đó là “câu giờ”.

White cũng cho rằng các nhà hoạch định chính sách tiền tệ có thể khó mà thoát khỏi mức lãi suất siêu thấp của họ. Vài năm sau bài nghiên cứu năm 2012 của White, Cục Dự trữ Liên bang (Fed) bắt đầu một chu kỳ thắt chặt tiền tệ một cách thận trọng nhưng nhanh chóng từ bỏ nỗ lực đưa lãi suất trở lại mức bình thường. Thay vào đó, Fed quay lại với việc in tiền và cắt giảm lãi suất, sau khi đại dịch Covid-19 bùng phát, lãi suất chính sách lại giảm xuống bằng 0. White dự đoán rằng các ngân hàng trung ương cũng sẽ buộc phải đóng vai trò lớn hơn trong việc cung cấp tín dụng. Điều này cũng đã xảy ra. Trong năm đại dịch 2020, các ngân hàng trung ương tiến gần hơn đến việc trực tiếp tài trợ cho chi tiêu chính phủ, như White đã dự báo.

Nhận định của Bastiat rằng tín dụng miễn phí sẽ là thảm họa đối với người lao động không hề xa vời. Sau cuộc khủng hoảng cho vay thế chấp dưới chuẩn, các ngân hàng đã tăng lãi suất cho vay đối với những cá nhân và doanh nghiệp nhỏ có mức uy tín tín dụng thấp hơn. Trong khi đó, các ông trùm quỹ đầu tư tư nhân và những nhân vật có nhiều quan hệ trên Phố Wall lại có thể vay vốn với chi phí rẻ mạt. Trong thập niên sau khủng hoảng, thu nhập hầu như không tăng và các công việc lương thấp thì ngày càng nhiều. Những người thu nhập thấp hơn buộc phải vay với lãi suất cao và nhận mức lợi suất thực âm từ các khoản tiền gửi của mình, trong khi các nhà đầu cơ và tập đoàn giàu có được vay vốn với chi phí thấp và thu lợi lớn.

Cuốn sách này bàn về vai trò của tiền lãi trong nền kinh tế hiện đại. Bắt nguồn từ một niềm tin mang màu sắc Bastiat rằng lãi suất siêu thấp góp phần gây ra nhiều vấn đề hiện nay của chúng ta, từ sự suy giảm tăng trưởng năng suất, giá nhà đất vượt quá khả năng chi trả, bất bình đẳng gia tăng, sự suy giảm cạnh tranh trên thị trường cho tới tình trạng mong manh về tài chính. Lãi suất siêu thấp dường như cũng góp phần vào sự trỗi dậy trở lại của chủ nghĩa dân túy khi Người bị lãng quên của Sumner bắt đầu mất kiên nhẫn.

Phần Hai của cuốn sách này (Lãi suất thấp sinh ra lãi suất thấp hơn như thế nào) xem xét những hậu quả ngoài dự kiến của lãi suất siêu thấp (từ Chương 7 đến Chương 16). Phần Một (Tiền lãi theo dòng lịch sử) là phần nền tảng. Chúng ta sẽ truy nguyên nguồn gốc của tiền lãi từ vùng Cận Đông cổ đại (Chương 1) và dõi theo lịch sử của nó qua thời Trung cổ cho đến khi chủ nghĩa tư bản ra đời ở châu Âu (Chương 2). Chúng ta sẽ thấy tiền lãi và chủ nghĩa tư bản luôn song hành với nhau. Nguyên lý này có thể đã được chấp nhận vào thời điểm cuốn *The Wealth of Nations* (Sự thịnh vượng của các quốc gia) của Adam Smith được xuất bản vào năm 1776, nhưng vẫn luôn tồn tại nỗi sợ “ám ảnh” đối với các mức lãi suất quá cao.

Ở nước Anh thế kỷ 17, người cổ xúy lãi suất thấp nổi bật nhất là Ngài Josiah Child, một thương nhân giàu có tại Khu tài chính London, người được hưởng lợi nhiều nhất từ việc giảm chi phí vay vốn. Lập luận của Child đã bị nhà triết học tự do vĩ đại John Locke bác bỏ (Chương 3). Đầu thế kỷ sau, John Law đưa tiền giấy vào nước Pháp và giảm lãi suất xuống còn 2 phần trăm. Thử nghiệm tiền tệ vĩ đại này đã kết thúc trong thảm họa (Chương 4). Tuy nhiên, Law đã dự đoán trước chính sách của các ngân hàng trung ương hiện đại với lãi suất siêu thấp và nói lỏng định lượng (mua tài sản).

Đến thế kỷ 19, một số nhà quan sát tài chính đã nhận ra rằng những cơn sốt đầu cơ có xu hướng xảy ra cùng lúc với những thời kỳ lãi suất thấp. Như Walter Bagehot, nhà báo tài chính nổi tiếng nhất thời

Nữ hoàng Victoria, hay nói: “John Bull<sup>1</sup> có thể chịu đựng nhiều thứ nhưng không thể chịu nổi mức lãi suất 2 phần trăm.” Chính Bagehot là người đã đưa ra nguyên tắc rằng trong những thời kỳ khủng hoảng tài chính, ngân hàng trung ương phải cho vay miễn phí (Chương 5), mặc dù điều kiện của ông là chỉ nên cung cấp các khoản vay cứu trợ khi có tài sản thế chấp chất lượng cao có áp dụng các mức lãi suất phạt đã bị các bên cho vay cuối cùng ngày nay bỏ qua.

Các ngân hàng trung ương hiện đại luôn lo ngại về hai tai họa song sinh là lạm phát và giảm phát. Mục tiêu của họ là đạt được một mặt bằng giá cả ổn định. Tuy nhiên, trong hơn một trăm năm qua, nhiều đợt bùng nổ tín dụng lớn – bao gồm cả đợt bùng nổ tín dụng những năm 1920 (Chương 6), nền kinh tế bong bóng của Nhật Bản trong những năm 1980 và bong bóng tín dụng toàn cầu trước cuộc khủng hoảng Lehman năm 2008 (Chương 7) – lại xảy ra vào thời điểm lạm phát lắng dịu. Trong mỗi trường hợp như vậy, việc thiếu vắng áp lực lạm phát đã khuyến khích các ngân hàng trung ương duy trì lãi suất thấp hơn tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế. Mỗi đợt bùng nổ tín dụng này đều kết thúc trong thảm họa.

Trong Phần Ba (Trò chơi bi ve), chúng ta sẽ xem xét tác động của lãi suất siêu thấp đối với các thị trường mới nổi. Tác động ban đầu của việc giảm lãi suất xuống 0 phần trăm đối với đồng tiền dự trữ của thế giới, tức đô la Mỹ, là thúc đẩy dòng vốn chảy vào các thị trường mới nổi. Giá hàng hóa tăng vọt. Giá lương thực tăng đã góp phần châm ngòi cho làn sóng nổi dậy Trung Đông năm 2011, được biết đến với tên gọi Mùa xuân Ả Rập. Sau khi Cục Dự trữ Liên bang thắt chặt chính sách vài năm sau đó, giá hàng hóa sụt giảm và các thị trường mới nổi rơi vào tình trạng trì trệ. Hai trong số những nền kinh tế lớn nhất trong nhóm này, Brazil và Thổ Nhĩ Kỳ, đã phải hứng chịu những đợt suy thoái nghiêm trọng. Tại Trung Quốc, lãi suất thấp đã thổi bùng một đợt

---

1. Cách nói ẩn dụ chỉ người dân nước Anh. (Chú thích của BBT tiếng Việt – BBT)

bùng nổ tín dụng bất thường, cùng với nó là cơn sốt đầu tư lớn nhất trong lịch sử và một bong bóng bất động sản khổng lồ.

### SỰ PHỨC TẠP CỦA LÃI

Cần cảnh báo các độc giả rằng lãi là một chủ đề vô cùng phức tạp. Trong nhiều thế kỷ, vô số học thuyết đã được đưa ra để giải thích sự tồn tại của nó. Nhà kinh tế học người Áo thế kỷ 19 (đồng thời ba lần giữ chức Bộ trưởng Tài chính của nước này) Eugen von Bohm-Bawerk đã liệt kê khoảng hai chục trường phái tư tưởng khác nhau trong công trình nghiên cứu đồ sộ của mình, *Capital and Interest* (Vốn và lãi), từ “thuyết kết trái” đến cái mà ông gọi là “các học thuyết vô sắc” không đáng để xem xét nghiêm túc.<sup>1</sup>

Đối với Bohm-Bawerk, tiền lãi quyết định việc phân bổ vốn, ảnh hưởng đến điều mà ông gọi là độ dài của “thời gian sản xuất”. Các tác giả khác nhấn mạnh tầm quan trọng của tiền lãi đối với việc tiết kiệm (“phần thưởng cho sự trì hoãn tiêu dùng”), vai trò của nó trong tài chính (“chi phí đòn bẩy”) và định giá các khoản đầu tư (“tỷ lệ vốn hóa”). Quan điểm bao quát nhất về tiền lãi được thể hiện trong khái niệm rằng tiền lãi là “giá trị thời gian của tiền” hoặc đơn giản là cái giá của thời gian. Hầu hết các học thuyết về tiền lãi đều chứa đựng một phần sự thật, nếu không muốn nói là toàn bộ sự thật. Irving Fisher, nhà kinh tế học của Đại học Yale và là tác giả của cuốn *The Theory of Interest* (Lý thuyết về lãi), đã có nhận xét sâu sắc rằng “các học thuyết

---

1. Bên cạnh “học thuyết kết trái” (học thuyết cho rằng tiền lãi “phát sinh” từ tiền thuê đất), còn có học thuyết giá trị thặng dư (hoặc lợi nhuận), học thuyết năng suất, “học thuyết công dụng”, “học thuyết dành dụm” (kích thích tiết kiệm), “các học thuyết thù lao”, học thuyết khai thác, học thuyết sản sinh và một số “học thuyết vô sắc” của Bohm-Bawerk. Chúng ta nên thêm vào danh sách này khái niệm của Keynes, được trình bày chi tiết trong Học thuyết chung của ông, rằng cần có tiền lãi để ngăn chặn việc tích trữ vốn. Bohm-Bawerk đã bác bỏ những lời giải thích về tiền lãi này, thay vào đó ông cho rằng tiền lãi phát sinh do thị hiếu bẩm sinh của con người là tận hưởng tiêu dùng hiện tại hơn là tiêu dùng trong tương lai. Không phải nói, một số nhà kinh tế phủ nhận học thuyết “ưu tiên thời gian” liên quan đến tiền lãi.

[về tiền lãi] được trình bày như thể đối kháng và phủ định lẫn nhau trên thực tế lại hài hòa và bổ sung cho nhau”.

Tiếp đó là câu hỏi liệu tiền lãi có phải là một hiện tượng “thực”, gắn với tiền vốn hữu hình dưới dạng nhà cửa và đất đai hay là một hiện tượng “tiền tệ”. Câu hỏi này lại dẫn đến một vấn đề khác. Lãi suất được xác định bởi các yếu tố kinh tế “thực” hay có thể bị thao túng? Những vấn đề này có thể được nhìn nhận và đánh giá theo cách dung hòa. Các yếu tố thực là quan trọng. Nhưng trong một hệ thống mà ở đó tiền không còn được neo vào bất kỳ hàng hóa hữu hình nào mà được tạo ra bởi các ngân hàng trung ương (phát hành “tiền pháp định”) và các ngân hàng thương mại thông qua hoạt động cho vay, thì rõ ràng chính sách tiền tệ có ảnh hưởng rất lớn đến lãi suất thị trường. Trong những năm gần đây, lợi suất trái phiếu chỉ chuyển sang mức âm ở những nơi các ngân hàng trung ương áp dụng lãi suất ngắn hạn dưới 0.

Liệu lãi suất có liên quan đến tăng trưởng kinh tế hay không cũng là vấn đề còn bỏ ngỏ. Lịch sử cho thấy chỉ tồn tại một mối quan hệ thống kê yếu giữa tốc độ phát triển kinh tế và chi phí vay vốn. Mối quan hệ giữa nhân khẩu học và lãi suất cũng gây tranh cãi. Quan điểm phổ biến ngày nay cho rằng sự suy giảm tốc độ tăng dân số là nguyên nhân khiến lãi suất giảm. Kinh nghiệm của Nhật Bản trong những thập niên gần đây thường được viện dẫn để ủng hộ lập luận này. Nhưng một số nhà kinh tế học cho rằng Nhật Bản là trường hợp đặc biệt và lãi suất có thể tăng khi dân số thế giới già đi.<sup>1</sup>

---

1. Trong cuốn sách gần đây của họ, *The Great Demographic Reversal* (Sự đảo ngược nhân khẩu vĩ đại, Cham, Thụy Sĩ, 2020), Charles Goodhart và Manoj Pradhan cho rằng tình trạng giảm phát nhẹ mà Nhật Bản trải qua trong những thập kỷ gần đây không phải do dân số già hóa của quốc gia này, như nhiều người vẫn lập luận, mà do tác động của hàng xuất khẩu giá rẻ từ Trung Quốc khiến khả năng sinh lời của ngành sản xuất trong nước của Nhật Bản suy giảm. Goodhart và Pradhan tin rằng khi lực lượng lao động của chính Trung Quốc suy giảm, lực giảm phát này sẽ yếu đi, giá tiêu dùng và lãi suất có khả năng sẽ tăng trên khắp thế giới phát triển.

Các nhà kinh tế học chính thống, những người tin rằng lãi suất được xác định bởi cung và cầu đối với các khoản tiền tiết kiệm, gọi đó là “mức lãi suất tự nhiên”. Ý tưởng này được John Locke ủng hộ từ thế kỷ 17. Tuy nhiên, vào những năm 1930, John Maynard Keynes và những người ủng hộ ông đã bác bỏ khái niệm về một mức lãi suất tự nhiên có khả năng duy trì nền kinh tế mà ở đó tất cả lực lượng lao động đều có việc làm. Vì lãi suất tự nhiên không thể được quan sát trực tiếp, nên lập luận này khó đi đến hồi kết. Tuy nhiên, nếu lãi suất có gắn với khả năng sinh lời, như hầu hết các nhà kinh tế vẫn tin kể từ thời Adam Smith, thì lãi suất và tốc độ tăng trưởng kinh tế (cụ thể là tỷ suất sinh lợi của toàn bộ nền kinh tế) cũng phải có mối liên hệ với nhau. Do đó, mức tăng trưởng kinh tế có thể được coi là một đại diện hợp lý cho mức lãi suất tự nhiên.

Liệu có hợp lý khi nói về lãi suất ở dạng số ít khi trên thực tế có gần như vô số các mức lãi suất khác nhau? Có mức lãi suất ngắn hạn và lãi suất dài hạn, lãi suất chính sách và lãi suất thị trường, lãi suất phi rủi ro và lãi suất áp dụng đối với nợ tư nhân. Các công ty lớn phát hành rất nhiều loại chứng khoán khác nhau, mỗi loại lại có mức lợi suất riêng. Mỗi quốc gia có mặt bằng lãi suất riêng, phần lớn phản ánh lịch sử lạm phát và vỡ nợ của họ. Những khác biệt giữa các mức lãi suất chủ yếu liên quan đến rủi ro và mối liên hệ giữa chúng cũng thay đổi theo thời gian. Tuy nhiên, nếu có thể được nói đến “mặt bằng giá cả”, được cấu thành từ giá của vô số hàng hóa và dịch vụ, thì lãi suất cũng là cách gọi tắt chấp nhận được khi bàn về toàn bộ phổ lãi suất.

Vấn đề quan trọng nhất được đặt ra trong cuốn sách này là liệu một nền kinh tế tư bản chủ nghĩa có thể vận hành bình thường mà không có lãi suất do thị trường quyết định hay không. Những người như Proudhon, cho rằng tiền lãi về cơ bản là bất công không tin rằng nó là cần thiết. Đối với các nhà hoạch định chính sách tiền tệ hiện đại, lãi suất chủ yếu được xem như đòn bẩy để kiểm soát mức giá tiêu dùng. Theo quan điểm này, việc hạ lãi suất xuống dưới 0 để ngăn ngừa tác hại

của giảm phát không phải là vấn đề gì to tát. Nhưng việc tác động đến mức lạm phát chỉ là một trong nhiều chức năng của lãi suất và có lẽ là chức năng ít quan trọng nhất.

Luận điểm trong cuốn sách này cho rằng tiền lãi là cần thiết để định hướng việc phân bổ vốn, và nếu không có tiền lãi thì không thể định giá được các khoản đầu tư. Là một “Phần thưởng cho sự trì hoãn tiêu dùng”, tiền lãi tạo động lực tiết kiệm. Tiền lãi cũng là chi phí đòn bẩy tài chính và là cái giá của rủi ro. Liên quan đến việc điều tiết thị trường tài chính, sự tồn tại của tiền lãi ngăn các ngân hàng và nhà đầu tư chấp nhận rủi ro quá mức. Trên thị trường ngoại hối, lãi suất giúp cân bằng dòng vốn giữa các quốc gia. Tiền lãi cũng tác động đến sự phân phối thu nhập và của cải. Theo Bastiat, một mức lãi suất rất thấp có thể có lợi cho người giàu, cũng là nhóm người có khả năng tiếp cận các nguồn tín dụng, nhiều hơn là cho người nghèo.

Trong cuộc tranh luận với Proudhon, Bastiat chỉ ra rằng thời gian có giá trị. Các tác giả hàng đầu về lĩnh vực này, Bohm-Bawerk và Fisher, đều tin rằng tiền lãi thể hiện bản chất con người: vốn dĩ là những sinh vật thiếu kiên nhẫn và lãi suất thể hiện ưu tiên thời gian của họ.<sup>1</sup> Gustav Cassel, một nhà kinh tế học người Thụy Điển cùng thời với Fisher, và là tác giả của một công trình xuất sắc giới thiệu về chủ đề này, cũng nhấn mạnh đến “sự cần thiết tuyệt đối và vô điều kiện của tiền lãi”. Trước khi sự kiên nhẫn của độc giả cạn kiệt, đã đến lúc bắt đầu câu chuyện của chúng ta.

---

1. Về điểm này, Bohm-Bawerk rất kiên định. Tuy nhiên, Fisher cho rằng có thể tồn tại những tình huống khi ưu tiên thời gian của một người có thể trở thành mức âm. Ví dụ, vào những thời điểm thu nhập sụt giảm, Fisher hình dung rằng, nếu nguồn dự trữ thực phẩm bao gồm những củ hành dễ bị hỏng, thay vì lương khô, thì lãi suất sẽ âm.