

Kinh tế vĩ mô

Ghi chú Bài giảng 14

Chủ nghĩa tiền tệ, kỳ vọng hợp lý và chủ nghĩa cơ cấu

Chúng ta đang sống trong sự trải nghiệm vĩ đại về kinh tế vĩ mô. Trước khủng hoảng 2008, đa số các nhà kinh tế vĩ mô tin rằng những câu hỏi lý thuyết lớn đã được giải quyết. Thị trường đã được xem như tự điều tiết, có nghĩa là sự chuyển dịch đến thương mại tự do toàn cầu và sự chuyển dịch vốn tự do sẽ cải thiện phúc lợi của tất cả mọi người với chi phí thấp hoặc bằng zero xét về rủi ro kinh tế vĩ mô. Vai trò của chính phủ là bám sát chính sách ngân sách cân bằng, đảm bảo rằng thị trường cung tiền ổn định và chậm, và tiếp tục nỗ lực để tự do hóa thị trường nhằm hạ thấp hơn tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên.

Thực tế ủng hộ cho quan điểm này được tìm thấy trong giai đoạn Đại Ôn hòa, kéo dài từ 1997 đến 2007. Giai đoạn Đại Ôn hòa tương đối dài trong đó tỉ lệ lạm phát giá thấp và tỉ lệ thất nghiệp thấp kết hợp với tốc độ tăng trưởng kinh tế cao lịch sử ở Mỹ. Nhiều nhà kinh tế gồm Ben Bernanke mà sau này là Chủ tịch Cơ quan Dự trữ Liên bang (hay ngân hàng trung ương Mỹ), đã tin rằng chính sách ngân sách và tiền tệ bảo thủ, kết hợp với tác động tích cực của toàn cầu hóa, đã thuần hóa được chu kỳ kinh tế.

Chúng ta ít nghe về thời Đại ôn hòa ngày nay do đang trải qua thời Đại suy thoái, là giai đoạn kéo dài trong đó tốc độ tăng trưởng chậm và tỉ lệ thất nghiệp cao ở các nền kinh tế công nghiệp hóa. Chu kỳ kinh tế đã không được thuần hóa. Các chính phủ trên thế giới buộc phải chấp nhận thâm hụt ngân sách lớn nhằm đối phó với các tác động do chi tiêu tiêu dùng và đầu tư giảm mạnh. Nếu chính phủ không chấp nhận thâm hụt ngân sách lớn, thì Đại suy thoái sẽ trở thành một vụ Đại khủng hoảng khác, thậm chí còn lớn hơn đợt suy thoái những năm 1930.

Sự chấm dứt thời kỳ Đại ôn hòa đã mang theo nó một sự quan tâm mới đối với công trình của John Maynard Keynes. Keynes là học giả người Anh năm 1936 đã xuất bản cuốn *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Nhiều người, ngay cả những người không đồng ý với các thông điệp chính của cuốn sách, xem đây như là cuốn sách quan trọng nhất trong lĩnh vực kinh tế học kể từ cuốn *Wealth of Nations* của Adam Smith, vào năm 1776. Tuy nhiên, các nhà kinh tế vĩ mô đã quay lưng với Keynes trong nhiều thập niên, tin rằng Keynes đã đánh giá thấp năng lực tự điều tiết của hệ thống thị trường. Hiện nay thì hệ thống này một lần nữa chứng minh không thể tự điều tiết, và chúng ta lại khám phá Keynes. Ngay cả Robert Lucas, nhà kinh tế của Đại học Chicago

từng giành cả sự nghiệp để bác bỏ công trình của Keynes, cũng phải thừa nhận rằng “tất cả chúng ta đang ở trong hố tránh bom của Keynes”. Nói cách khác, khi suy thoái đến, chính phủ không thể đứng ngoài án binh bất động chờ thị trường điều chỉnh.

Keynes viết cuốn Lý thuyết chung vào giữa thời kỳ Đại suy thoái, khi các nền kinh tế của Mỹ và châu Âu đã gánh chịu thảm họa sụp đổ sản lượng lan rộng. Hàng triệu người bị thất nghiệp, các nhà máy ngưng hoạt động, giá nông sản xuống thấp và các ngân hàng thay phiên nhau đóng cửa vì doanh nghiệp và hộ gia đình không thể trả nợ. Lý thuyết kinh tế học chuẩn lúc đó, mà hiện chúng ta xem là lý thuyết cổ điển, cho rằng giá cả và tiền lương cần giảm để tái lập cân bằng trên các thị trường hàng hóa và lao động. Khi điều này xảy ra, các doanh nghiệp mới sẽ hình thành và toàn bộ hệ thống sẽ khôi phục. Cách tiếp cận này được Andrew Mellon, Bộ trưởng Tài chính Mỹ tóm tắt, ngay khi bắt đầu Đại suy thoái 1929, ông ta nói rằng Mỹ nên “thanh lý lao động, thanh lý cổ phiếu, thanh lý nông dân và thanh lý bất động sản”. Khác với quan điểm cho rằng phá sản đại trà là điều xấu, ông này giống hầu hết nhà kinh tế lúc đó, cho rằng suy thoái là do văn hóa “làm giàu nhanh” gây ra, và đợt suy thoái sẽ nhắc người ta rằng lao động chăm chỉ và tiết kiệm tiền là tốt hơn đi đầu cơ vào đất đai và thị trường cổ phiếu. “Nó sẽ bùng sự mục rữa ra khỏi hệ thống. Chi phí sinh hoạt cao và lối sống xa hoa sẽ hạ xuống. Người dân sẽ làm việc chăm chỉ hơn, sống có đạo đức hơn. Các giá trị sẽ được điều chỉnh, và những người có đầu óc kinh doanh sẽ lấy đi những gì còn lại từ những kẻ kém năng lực.”

Một trong những giả định đằng sau quan điểm này là Quy luật Say, thường được tóm tắt như là “cung tạo ra cầu của chính nó”. Ý tưởng đằng sau quy luật Say cho rằng qui mô của nền kinh tế có thể không bao giờ bị hạn chế bởi sự thiếu hụt trong tiêu dùng. Vì mọi thứ sản xuất ra đều được tiêu thụ, điều duy nhất có thể hạn chế sản xuất là chính nó. Người ta phải làm việc để có tiền tiêu dùng, nên không có thất nghiệp. Vì ai cũng làm việc, nên chỉ có năng suất lao động của họ là ấn định mức sản lượng mà thôi. Do đó, lý thuyết kinh tế cổ điển chú trọng vào sự phân bổ hiệu quả nguồn lực giữa các mục tiêu sử dụng khác nhau. Kết quả kinh tế kém là do những quyết định kinh tế kém. Nguyên nhân gây ra khủng hoảng kinh tế có thể được truy nguyên từ việc vay mượn quá nhiều và đầu cơ nhưng không tiết kiệm và đầu tư đủ vào những doanh nghiệp giúp nâng cao năng suất.

Keynes không đồng ý. Ông không tin rằng luôn có đủ cầu trong nền kinh tế, hoặc nền kinh tế có thể được mô tả như là một hệ thống tự điều tiết. Tại sao người ta sản xuất những thứ mà không được tiêu dùng? Với Keynes, vấn đề là thời gian. Các quyết định kinh tế mà chúng ta đưa ra hôm nay sẽ mang lại những kết quả mà chúng ta chỉ có thể đánh giá trong một, hai hoặc nhiều năm tới. Các nhà ra quyết định đối mặt với *sự bất trắc không thể thuyên giảm* về những hàm ý tương lai từ các quyết định của họ. Các nhà đầu tư không biết liệu dự án của mình có lợi trong tương lai hay không. Họ không biết liệu giá hàng hóa và tài sản như đất đai sẽ tăng hay giảm hoặc liệu sản phẩm của mình

có hấp dẫn khách hàng hay không. Còn người tiêu dùng thì không biết liệu sang năm vẫn còn việc làm, hoặc lương bổng sẽ tăng hay giảm.

Keynes lập luận rằng chúng ta không thể biết về các sự kiện kinh tế tương lai vì con người có động cơ và ý định không biết trước được. Hoạt động con người không giống các chuyển động của hành tinh hay thậm chí là thời tiết. Chúng ta thường phỏng đoán về tương lai dựa vào hiện tại, hoặc vào thông lệ hay thói quen. Nhưng ở thời điểm biến động lớn thì những phỏng đoán này không có giá trị gì. Đây chính xác là những gì xảy ra trong khủng hoảng 2008.

Đứng trước sự bất trắc không thể giảm về tương lai, các nhà đầu tư và người tiêu dùng có thể quyết định giữ tiền thay vì đầu tư và tiêu dùng trong giai đoạn khủng hoảng. Cầu có thể chảy ra khỏi nền kinh tế thực và đi vào đồng tiền. Đây là lý thuyết “nghịch lý của sự tằn tiện” của Keynes. Trong lý thuyết kinh tế cổ điển, tiết kiệm luôn tốt: tiết kiệm tài trợ cho đầu tư, làm tăng năng lực sản xuất của nền kinh tế. Nhưng Keynes lập luận rằng tiết kiệm không phải lúc nào cũng bằng đầu tư. Tiền không chỉ là phương tiện trao đổi; nó cũng là nơi tích trữ giá trị. Với Keynes, tiền “hơn hết vẫn là một công cụ mơ hồ kết nối hiện tại với tương lai”. Khi mọi người tiết kiệm tiền mặt, tổng cầu giảm. Hộ gia đình giữ tiền mặt và không muốn chi tiêu vì họ đang cố trả bớt nợ hay lo ngại thu nhập của mình sẽ giảm trong tương lai. Các doanh nghiệp giữ tiền vì họ sợ sẽ không có đủ cầu trên thị trường để tiêu thụ hàng, cho nên không cần phải đầu tư sản xuất nhiều hàng hóa hơn. Các doanh nghiệp trì hoãn đầu tư vì hộ gia đình trì hoãn tiêu dùng. Nền kinh tế không phải là tập hợp các cán cân luôn trở về trạng thái cân bằng: nó giống như một cái bong bóng bị thủng hơn và sẽ tiếp tục mất đi sức cầu cho đến khi điều gì đó xảy ra, và lỗ thủng đó và đảo ngược tiến trình. Cầu sẽ tiếp tục chảy ra khỏi hệ thống cho đến khi chính phủ chi tiêu để thúc đẩy cầu hiệu dụng và khôi phục lòng tin của doanh nghiệp và hộ gia đình về tương lai. Nói cách khác, điều hợp lý với các cá nhân (trả bớt nợ) lại ngăn cản hệ thống đạt sự toàn dụng. Các quyết định hợp lý của cá nhân không cộng lại thành một nền kinh tế toàn dụng. Chúng ta gọi đây là *fallacy of composition*, hay *quan điểm sai lầm về sự tổng gộp*. Chỉ vì mọi người đang hành động hợp lý không có nghĩa là cả hệ thống hành xử hợp lý.

Các nhà kinh tế trường phái cổ điển tin rằng nền kinh tế sẽ tự điều chỉnh. Khi giá cả và tiền lương giảm, doanh nghiệp sẽ tận dụng chi phí thấp để đầu tư, và người tiêu dùng sẽ tận dụng giá thấp để mua xài. Tiêu dùng thấp hơn sẽ đồng nghĩa với tiết kiệm cao hơn, và tăng tiết kiệm sẽ dẫn đến lãi suất thấp hơn. Lãi suất thấp kích thích đầu tư. Miễn là giá cả hoàn toàn linh hoạt, nền kinh tế sẽ trở lại trạng thái cân bằng toàn dụng.

Theo quan điểm lãi suất thiên về thanh khoản của Keynes, lãi suất thực tế có thể tăng trong khủng hoảng ngay cả khi tiết kiệm tăng và đầu tư giảm. lý do là người dân và ngân hàng sẽ đòi hỏi mức bù đắp lớn (lãi suất cao) cho tiền mặt của mình. điều này thật sự xảy ra năm 2007-08. Hệ thống tài chính đóng băng khi các ngân hàng trữ tiền mặt và từ chối cho vay. Lãi suất không phải do cân đối cung cầu tiết kiệm quyết định, mà là

mong muốn giữ tiền mặt của ngân hàng và cá nhân để bảo vệ giá tài sản đang suy giảm, giá cả có thể sẽ điều chỉnh trong dài hạn, nhưng Keynes ví von rằng “trong dài hạn tất cả chúng ta đều chết cả”. Nói cách khác sẽ mất một thời gian rất lâu để nền kinh tế tự khôi phục mức toàn dụng.

Sau này, các nhà kinh tế “tân cổ điển” theo truyền thống trọng tiền lập luận rằng lý do chính của cuộc Đại khủng hoảng là do Cơ quan dự trữ liên bang không ngăn chặn được sự thu hẹp cung tiền trong năm 1930.¹ Những người theo phe tiền tệ xem cung tiền là ngoại sinh, nói cách khác là do ngân hàng trung ương ấn định và không phải là kết quả của mức cầu vốn vay. Keynes cũng đồng ý rằng ngân hàng trung ương nên bơm tiền vào hệ thống, nhưng không xem đây là yếu tố đầy đủ để thay đổi kỳ vọng của nhà đầu tư về tương lai nếu không bơm cầu vào nền kinh tế thông qua chi tiêu của chính phủ.

Những lập luận này được lập lại năm 2008. Các nhà lý thuyết tiền tệ đồng ý rằng Fed phải thêm thanh khoản cho hệ thống để ngăn ngừa giá cả rơi xuống khi doanh nghiệp và cá nhân giảm đi vay. Nhưng họ không đồng ý với gói kích thích ngân sách của chính phủ, cho rằng mỗi đồng chính phủ chi tiêu đều làm giảm chi tiêu công một đồng tương ứng. Đây cũng là phát biểu lại qui luật Say. Nếu nền kinh tế luôn toàn dụng, thì đương nhiên thêm một đồng chi tiêu của chính phủ có nghĩa là bớt một đồng trong chi tiêu của tư nhân. Nhưng nếu nền kinh tế không ở mức toàn dụng (có thể tự hỏi rằng nền kinh tế đạt toàn dụng thế nào khi *thất nghiệp* là 9%) thì hệ số nhân ngân sách sẽ đảm bảo rằng một đồng chi tiêu thêm của chính phủ sẽ làm tăng GDP hơn một đồng.

Các nhà lý thuyết tiền tệ không tin rằng bất kỳ ai cũng sẽ giữ tiền mặt thay vì đầu tư. Nhưng đó chính xác là điều xảy ra trong cuộc khủng hoảng gần đây. doanh nghiệp và cá nhân giữ tiền mặt thay vì đầu tư vì nó an toàn hơn để trả bớt nợ và tích lũy dự trữ trước tình hình bất trắc lan rộng về hệ thống tài chính và nền kinh tế. Tiếc thay, quan điểm sai lầm về sự tổng gộp có nghĩa là điều hợp lý cho từng doanh nghiệp lại không hợp lý cho toàn bộ nền kinh tế. dự trữ tiền mặt khối lượng lớn sẽ làm giảm tổng cầu và ngăn chặn nền kinh tế không thể hồi phục từ Đại suy thoái.

Khi các hộ gia đình và doanh nghiệp háng hái giữ tiền mặt, nền kinh tế sẽ bị vướng vào bẫy thanh khoản. Giảm lãi suất sẽ không làm tăng đầu tư vì không có cầu vốn vay. Chỉ chính sách ngân sách mới có thể làm tăng cầu hiệu dụng khi người dân đổ xô ôm tiền mặt để tự bảo vệ mình khỏi giá tài sản đang giảm và suy nghĩ cho rằng nền kinh tế sẽ tiếp tục thu hẹp. Bẫy thanh khoản giải thích sự gia tăng trong thị trường chính cổ phiếu Mỹ bất kể tốc độ tăng trưởng kinh tế chậm. là tài sản thanh khoản, vốn chủ sở hữu cung cấp đầu ra cho vốn rẻ mà Fed cung cấp. Số tiền này đã không được đầu tư vào phần năng lực mở rộng trong nền kinh tế thực, nhưng lại đi vào tiền mặt và những đầu tư có tính thanh khoản như chứng khoán.

¹ See Milton Friedman and Anna Schwartz (1971) *A Monetary History of the United States*, Princeton University Press.

Sau Chiến tranh thế giới thứ II, các nhà kinh tế cố gắng khớp nối quan điểm cấp tiến của Keynes với những học thuyết chính của lý thuyết kinh tế cổ điển. Kết quả là “hỗn hợp lý thuyết tân cổ điển”, ghi nhận rằng cầu có thể điều chỉnh chậm trong ngắn hạn, đòi hỏi chính phủ phải chấp nhận thâm hụt và chi tiêu để duy trì sự toàn dụng. Hỗn hợp lý thuyết này thừa nhận quan điểm của Keynes cho rằng nền kinh tế không tự điều tiết trong ngắn hạn, nhưng bác bỏ trọng tâm của ông về sự bất trắc không suy giảm. Thay vào đó, hỗn hợp tân cổ điển cáo buộc nền kinh tế không có khả năng đạt cân bằng trong ngắn hạn đối với nhiều rào cản để đạt được sự linh hoạt giá cả. Quan trọng nhất trong số này là người lao động sẽ không chấp nhận cắt giảm “lương tiền của họ” hay tiền lương danh nghĩa ngay cả khi giá cả đang giảm đi. Các lý thuyết gần đây hơn trong truyền thống này – thường gọi là kinh tế học vĩ mô “trường phái Keynes mới” – chú trọng vào chi phí cao để đạt được thông tin chính xác. Sự điều chỉnh diễn ra chậm hay không hoàn hảo vì thông tin là tốn kém. Hàm ý chính sách của quan điểm này tương tự như của Keynes trong thời kỳ khủng hoảng. Chính phủ cần can thiệp để khôi phục sự toàn dụng. Nhưng cơ sở lý thuyết của quan điểm này lại rất khác với cuốn Lý thuyết tổng quát. Với Keynes, sự tiếp cận hoặc chi phí của thông tin không phải là vấn đề. Chúng ta có thể có tất cả thông tin trên thế giới nhưng vẫn không biết đủ về tương lai để vượt qua được sự bất trắc không thể giảm.

Hỗn hợp lý thuyết tân cổ điển là quan điểm nổi trội về kinh tế vĩ mô cho đến thập niên 1970, khi các nền kinh tế công nghiệp lớn trải qua giai đoạn “trì trệ và lạm phát” kéo dài (stagflation), là khi lạm phát kết hợp với mức thất nghiệp cao. Biện pháp quản lý cầu do nhà nước chủ đạo không giải quyết được vấn đề, mà gốc rễ là do sự tăng mạnh chi phí năng lượng và thực phẩm. Một lý thuyết mới gọi là “những kỳ vọng hợp lý” đã nổi lên để giải thích sự thất bại của biện pháp quản lý sức cầu.² Lý thuyết kỳ vọng hợp lý, học thuyết trọng tâm của kinh tế học tân cổ điển, được dựa trên ý tưởng rằng mọi người, người tiêu dùng, doanh nghiệp, chủ lao động và người lao động, đều sử dụng hiệu quả thông tin có được về quá khứ, hiện tại và tương lai. Họ học bài học của những sự kiện quá khứ để dự báo tương lai. Điều này không có nghĩa là mọi người đều đoán đúng về tương lai, nhưng nó cho rằng những sai lầm của chúng ta không liên quan nhau. Nói cách khác, không có lý do gì để cho rằng bình quân những tiên đoán của mọi người về tương lai, gom lại, sẽ không chính xác. Hoàn toàn ngược với lý thuyết bất trắc không suy giảm của Keynes, người theo lý thuyết kỳ vọng hợp lý lập luận rằng chúng ta có đủ thông tin để hình thành cái nhìn chính xác về tương lai. Hơn nữa, chúng ta điều chỉnh những kỳ vọng này liên tục và tức thời theo những thay đổi trong điều kiện kinh tế.

Hàm ý chính sách quan trọng của lý thuyết kỳ vọng hợp lý là sự can thiệp của chính phủ là không hiệu quả.³ Giả sử chính phủ tăng chi tiêu trong giai đoạn thất nghiệp cao.

² Robert E. Lucas (1972) “Expectations and the Neutrality of Money,” *Journal of Economic Theory*, 4:103-124.

³ Thomas Sargent and Neil Wallace (1975) “Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument and the Optimal Money Supply Rule,” *Journal of Political Economy*, 83:2, 241-254.

Theo Keynes, điều này sẽ tăng cầu hiệu dụng và thuyết phục được hộ gia đình và doanh nghiệp về tình hình an toàn để đầu tư và tiêu dùng. Ngược lại, thuyết kỳ vọng hợp lý tin rằng chi tiêu thêm của chính phủ sẽ không có tác dụng lên mức thu nhập vì người dân sẽ ngay lập tức bắt đầu tiết kiệm tiền nhiều hơn để trả các khoản tăng thuế cần có trong tương lai để bù cho việc tăng chi tiêu của chính phủ. Tác động ròng lên tổng cầu sẽ là zero.

Nếu người dân hình thành những kỳ vọng hợp lý về tương lai, thì chính sách tốt nhất là *không có chính sách*: nói cách khác, chính phủ nên cân bằng ngân sách và cung tiền phải luôn tăng trưởng cùng tốc độ với GDP danh nghĩa. Sự ổn định chính sách sẽ làm giảm lạm phát vì người dân sẽ bắt đầu kỳ vọng tỉ lệ lạm phát giá ở mức thấp.

Lý thuyết kỳ vọng hợp lý được kiểm chứng giữa 1979 và 1982, khi Paul Volker, chủ tịch mới của Cơ quan dự trữ liên bang Mỹ tuyên bố rằng ông sẽ ấn định mục tiêu tăng trưởng cung tiền để loại bỏ những kỳ vọng lạm phát. Theo các nhà kinh tế trọng tiền, doanh nghiệp và người lao động sẽ điều chỉnh kỳ vọng của mình về lạm phát tương lai và thôi không đòi hỏi giá cả và tiền lương cao hơn. Lạm phát giá sẽ giảm nhưng tác động lên nền kinh tế thực sẽ ôn hòa. Milton Friedman cho rằng chỉ cần giảm vừa phải việc làm để giảm lạm phát vào 1982. Dưới thời Volcker, lãi suất vốn liên bang hay lãi suất chuẩn của Cơ quan dự trữ liên bang đạt 20% vào tháng 6/1981. Lạm phát thật sự giảm từ 10% đầu 1981 xuống 3,6% hai năm sau. Tuy nhiên trong thời gian đó, nền kinh tế lại gánh chịu đợt suy thoái tệ hại nhất trong 50 năm. Thất nghiệp đạt đỉnh điểm hơn 10% và không giảm thấp hơn 7% cho đến 1986. Đây không phải là những gì mà các nhà kinh tế tân cổ điển dự báo. Hiển nhiên, người dân không hẳn là có suy xét nhiều như họ nghĩ!

Các nhà kinh tế tân cổ điển cũng không có sẵn lời giải thích cho cuộc khủng hoảng 2008. Nếu các tác nhân kinh tế có khả năng dự báo chính xác những sự kiện trong tương lai thì khó có thể hiểu tại sao nhiều người mua nhà với giá quá cao ở Mỹ, và tại sao có nhiều nhà đầu tư mua các chứng khoán bất động sản để sau này trở thành mớ giấy lộn. Giải thích duy nhất hợp với lý thuyết là chính phủ chắc hẳn đã phạm một số sai lầm chính sách nghiêm trọng. Đối với nhiều nhà kinh tế tân cổ điển, ứng viên hàng đầu cho những sai lầm rõ ràng của chính phủ là các công ty tài trợ bất động sản được nhà nước hậu thuẫn là Fannie Mae (the Federal National Mortgage Association) và Freddie Mac (the Federal Home Loan Mortgage Corporation).

Chúng ta sẽ xem xét những nguyên nhân của cuộc khủng hoảng 2008 trong bài giảng khác. Lúc này chúng ta kết luận một điểm đã được nói đến nhiều trong các bài giảng trước. Những gì chúng ta tin về nền kinh tế vĩ mô phụ thuộc vào những giả định quan trọng mà chúng ta đưa ra về cách thức con người đưa ra các quyết định kinh tế.