

# LÝ THUYẾT KÍCH CẦU CỦA KEYNES HỒI SINH

Châu Văn Thành

Kho tàng lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm Kinh tế Vĩ mô cho thấy chúng ta đang có rất nhiều loại hình chính sách trong tay để có thể cải thiện tăng trưởng sản lượng, việc làm, bình ổn giá cả, ổn định tài chính và phân phối thu nhập. *Nhưng tại sao thế giới vẫn cứ đang trì trệ kể từ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu xảy ra vào ngày 09/08/2007? Tại sao có quá ít chính sách hữu hiệu giúp cải thiện những điều kiện kinh tế và giảm nhẹ khó khăn của người dân kể từ sau cuộc khủng hoảng này?*

## Sai lầm của ý thức hệ theo chủ nghĩa thị trường

Sẽ không thể có một câu trả lời toàn diện và đầy đủ vì vấn đề có liên quan đến rất nhiều khía cạnh và lĩnh vực khác nhau. Hãy đơn giản hóa ở góc độ kinh tế học. Sau Thế chiến II cho đến thập niên 1970, lý thuyết Keynes đã góp phần tạo ra thời kỳ vàng son của nền kinh tế toàn cầu. Từ đầu thập niên 1980, các nhà chính trị bị chi phối bởi tư tưởng cho rằng thị trường luôn luôn đúng và sự can thiệp kinh tế của chính phủ hầu như luôn bị sai. Thành quả kinh tế hơn hai thập niên tiếp theo rất đáng ghi nhận. Tuy nhiên, đã xuất hiện vô số các cuộc khủng hoảng liên tiếp xảy ra thời kỳ này cho đến hiện nay. *Trở ngại trước tiên có lẽ đó là sự trở lại của ý thức hệ của chủ nghĩa theo nền tảng thị trường một cách quá mức.*

Những người theo ý tưởng ý thức hệ thị trường đưa ra nhiều bằng chứng khoa học rằng can thiệp chính sách chính phủ là cản trở tăng trưởng và phát triển. Học thuyết này nổi lên vào thời kỳ khủng hoảng lạm phát thập niên 1970 gắn với những nhà kinh tế tiền tệ đi ngược lại với kinh tế học của Keynes. Nó truyền cảm hứng cho cuộc cách mạng chính trị mang tên Thatcher-Reagan và đã giúp tạo ra sự bùng nổ kinh tế kéo dài 25 năm kể từ năm 1982.

Những nhà kinh tế dựa trên nền tảng thị trường cho rằng các chính sách giúp tăng thu nhập quốc gia, như tự do hóa thương mại hay giảm các quy định thì luôn mang lại lợi ích cho xã hội, bất kể thu nhập cao hơn này được phân phối như thế nào. Điều này có nghĩa là tối ưu Pareto luôn được cho là tự thân diễn ra - bất kỳ chính sách làm tăng tổng thu nhập thì cũng sẽ tốt cho xã hội vì nó làm cho một số người giàu lên mà không làm cho ắt kỳ ai bị nghèo đi.

Thực tế chứng minh rằng chủ nghĩa theo nền tảng thị trường này đã truyền cảm hứng thông minh, nhưng lại hàm chứa *sai lầm* đáng trách: rằng các thị trường tài chính luôn luôn mang tính hợp lý và hiệu quả; từ đó các ngân hàng trung ương chỉ đơn giản theo đuổi lạm phát mục tiêu mà không cần quan tâm đến sự ổn định tài chính và tình trạng thất nghiệp; rằng vai trò quan trọng của chính sách tài khóa chỉ là nên cân bằng ngân sách, mà không cần phải có vai trò bình ổn kinh tế vĩ mô và tăng trưởng kinh tế.

Kinh tế học theo chủ nghĩa nền tảng thị trường đã và đang có vấn đề. Có lẽ những sai lầm này đã góp phần thổi bay thành quả kinh tế thế giới và nhiều quốc gia sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2008. Một thập niên bị đánh mất kéo dài sau đó, đâu đó vẫn còn những tư tưởng ngăn cản việc thực hiện *các chính sách cần thiết* để đáp lại cuộc khủng hoảng - một trong những ý tưởng chính sách cần thiết này thuộc về tư tưởng của Keynes.

### **Câu chuyện Keynes hồi sinh**

Hãy nhìn vào một câu chuyện ngắn và bài học từ Nhật để thấy dường như Lý thuyết Keynes đang hồi sinh trở lại:

Chuyện kể rằng vào thế kỷ thứ IV, vị Hoàng Đế nước Nhật tên là *Nintoku* một hôm đứng nhìn ra ngọn núi nhỏ gần cung điện của mình và nghĩ rằng đang có điều đó không ổn. Ông thấy khói đang bay lên từ những bếp nấu ăn của dân chúng, nhưng trông những ngọn khói này có vẻ uể oải và thừa thớt. Hoàng Đế nghĩ rằng người dân của mình, phần lớn là nông dân, đang phải đối mặt với những điều kiện kinh tế khó khăn nên không thể mua đủ lương thực. Ngay lập tức, Hoàng Đế *Nintoku* đã quyết định giảm thuế cho dân chúng.

Ba năm sau đó, những cánh cổng của cung điện bị hư hỏng và mái vòm thì dột nát. Nhưng khi nhìn lướt qua chính ngọn núi năm xưa, có rất nhiều ngọn khói đều đặn bay lên từ những ngôi nhà nhỏ của những người nông dân. Ông cảm thấy vui và nghĩ rằng sắc lệnh thuế của mình đã phát huy tác dụng. Thực vậy, không lâu sau đó, dân chúng nghe tin và xung phong gom góp của cải và sức lực sửa lại cung điện cho Ngài – *tác động của một chính sách giảm thuế (thâm hụt ngân sách) trong bối cảnh kinh tế khó khăn*.

Câu chuyện của Hoàng Đế Nintoku hàm ý rằng *của cải của người dân - chứ không phải của cải của chính phủ mới có thể ra lệnh cho tiêu dùng*. Tất nhiên, của cải của chính phủ đóng một vai trò cũng quan trọng đối với thành quả kinh tế. Nhưng những quan ngại về tình trạng nợ nần và khả năng trả nợ của chính phủ có thể cản trở quyết định chi tiêu của dân chúng. Điều này đang thực sự xảy ra ở Nhật, châu Âu, thậm chí là Hoa Kỳ, cũng như nhiều nơi trên thế giới hiện nay.

*Nợ chính phủ quá mức có thể trở thành điều tai hại*. Trong những thời kỳ lạm phát cao, những khoản nợ quá lớn của chính phủ làm suy yếu chính sách tài khóa, bởi vì cần phải có một chính sách thuế cao hơn để tài trợ cho khoản chi tiêu thực như cũ của chính phủ. Hay trong những bối cảnh tệ hại hơn, chính phủ lạm dụng quyền in tiền vô hình dung tạo ra một loại thuế lạm phát đánh vào tài sản của dân chúng và những người giữ tiền.

*Nhưng nợ công lớn không phải lúc nào cũng xấu đối với nền kinh tế*. Trong nhiều trường hợp, những nỗ lực duy trì cân bằng ngân sách, hay giới hạn thâm hụt ngân sách có thể gây cản trở chức năng của chính phủ trong việc giúp nền kinh tế suy thoái có thể hồi phục trở lại.

### **Chính sách tiền tệ nói lỏng định lượng QE liệu đã thực sự hoàn thành nhiệm vụ hay chỉ là ảo giác bình thường hóa?**

Trước những thông tin cải thiện tình hình tăng trưởng sản lượng và việc làm, nhiều nhà kinh tế giờ đây kiến nghị cần “thoát ra” khỏi chính sách tiền tệ nói lỏng định lượng sau gần một thập niên để quay trở về chính sách tiền tệ thông thường. Thực vậy, các ngân hàng trung ương đang cố gắng giảm bớt cân đối tài sản xuống mức bình thường và bắt đầu nghĩ đến tăng lãi suất. Nhưng dường như các nền kinh tế vẫn còn cách xa cái gọi là “bình thường” thời kỳ tiền khủng hoảng 2007-2008.

Năm 2017, thế giới chứng kiến sự hồi phục khá khả quan của nhiều nền kinh tế lớn và các nước thị trường mới nổi. Lẽ ra, theo phương cách điều hành chính sách vĩ mô, lúc này là thời điểm thuận lợi và cần thiết để tăng dần lãi suất nhằm tránh cho các nền kinh tế rơi trở lại trực trặc do hệ quả của các giải pháp kích cầu và chính sách tiền tệ mở rộng trước đây. Tuy nhiên, nhiều quốc gia tiên tiến vẫn đang đối mặt với tình trạng lạm phát thấp và tăng trưởng chỉ mức vừa phải. Kể từ năm 2007, GDP bình quân đầu người ở khu vực euro, Nhật và Hoa Kỳ chỉ tăng lần lượt 0,3%, 4,4% và 5%. Lạm phát thì không thể đạt mục tiêu 2% như kỳ vọng. Lạm phát Hoa Kỳ

năm năm qua không đạt mức mục tiêu của Fed (mức # 2%) và có xu hướng giảm trong sáu tháng đầu năm 2017.

Một phần của sự tăng trưởng chậm chạp này được cho là có nguyên nhân từ các *yếu tố phía cung*. Tuy nhiên, *câu danh nghĩa yếu có thể là nguyên nhân chính yếu hơn*. Những lập luận và bằng chứng sau đây giúp chúng ta hiểu hơn về nhận định này:

Ở nhiều nước tiên tiến, tăng trưởng tiền lương thấp ngay cả khi thất nghiệp giảm xuống mức “thông thường” tiền khủng hoảng. Nhật là một trường hợp cực kỳ cực đoan: với sự thu hẹp của lực lượng lao động, nhập cư rất hạn chế, và tỷ lệ thất nghiệp 2,8%, tất cả các mô hình tiêu chuẩn đều dự báo là tăng trưởng tiền lương sẽ tăng tốc. Tăng trưởng tiền lương vẫn giậm chân tại chỗ, mặc cho thủ tướng Shinzo Abe kêu gọi các công ty tăng lương cho nhân viên của mình. Hoa Kỳ cũng tương tự, tăng trưởng việc làm đạt nhiều mức kỷ lục nhưng tăng trưởng tiền lương vẫn chậm chạp. Nguyên nhân từ đâu?

*Những nhân tố phía cung* như thị trường lao động linh hoạt hơn, sức mạnh công đoàn giảm dần, cạnh tranh khu vực hàng ngoại thương và robot hóa được cho là nguyên nhân kiềm nén tiền lương. Ba mươi năm qua, các thị trường lao động đã trở nên linh hoạt hơn, với sức mạnh công đoàn yếu đi đáng kể. Cùng thời gian này, toàn cầu hóa đã làm cho người lao động trong khu vực hàng có thể ngoại thương đứng trước tình thế cạnh tranh tiền lương mang tính toàn cầu nhiều hơn. Nhưng quan trọng nhất đó là công nghệ thông tin phân phối các cơ hội mở rộng chưa từng để tự động hóa tất cả các hoạt động kinh tế. trong một thị trường lao động linh hoạt hoàn toàn thì những cánh tay robot - tiềm năng khổng lồ tự động hóa năng suất cao có thể kiềm nén tăng trưởng tiền lương thực ngay cả với trạng thái toàn dụng lao động.

Trên bình diện rộng hơn, tình hình lạm phát thấp những năm qua và năm 2017 nên được kết hợp với *xu hướng của cuộc cách mạng công nghiệp lần thứ 4* và xu hướng thay đổi nhanh của *chuỗi cung ứng toàn cầu*. Ba lập luận quan trọng sau đây có thể giúp giải thích hiện tượng thiếu vắng lạm phát này.

Thứ nhất, *mối quan hệ giữa lạm phát và sự trì trệ của nền kinh tế (thất nghiệp chẳng hạn)* - còn được gọi là *đường Phillips* – dường như đã không còn đúng. Tác động của toàn cầu hóa làm cho thế giới đang tràn ngập dư cung từ sự phân khúc của các *chuỗi cung ứng toàn cầu*. Gia công bên

ngoài (outsourcing) thông qua các chuỗi cung ứng này mở rộng đáng kể độ co giãn của *đường cung toàn cầu*, làm bóp méo khái niệm về sự trì trệ của các thị trường lao động và thị trường hàng hóa, cũng như tạo sức ép lên sự thay đổi của lạm phát. Từ đó, *việc làm, tiền lương, chi phí sản xuất và giá cả không còn là một mối quan hệ đơn thuần trong phạm vi một nền kinh tế*.

Thứ hai, *toàn cầu hóa ngày nay có tính bất cân xứng giữa cung và cầu theo chiều hướng dẫn đến giảm phát*. Vì một số lý do xuất phát từ hệ quả khủng hoảng 2008 – như hiện tượng suy thoái băng cân đối tài sản<sup>1</sup> ở Nhật và Hoa Kỳ, tình trạng tiết kiệm mang tính phòng ngừa<sup>2</sup> kéo theo ở Trung Quốc, và tiêu dùng yếu do năng suất thấp ở châu Âu – *phía cầu của hầu hết các nền kinh tế chủ yếu vẫn còn rất thấp*. Nếu đem thực tế phía cầu yếu này đặt cạnh phía cung đang gia tăng mạnh mẽ và dường như chưa dừng lại – rõ ràng kết cục sẽ là lạm phát thấp, thậm chí là giảm phát. Một lần nữa vấn đề vĩ mô không còn ở tầm vóc một quốc gia riêng lẻ.

Thứ ba, *tất cả các ngân hàng trung ương dường như không còn sức mạnh đầy đủ trong việc điều trị trực tiếp của cái gọi là “bẫy thanh khoản” như trước*. Hiện tượng “bẫy thanh khoản” đầu tiên được quan sát bởi John Maynard Keynes suốt cuộc Đại Suy thoái những năm 1929-1933, là tình huống mà lãi suất mục tiêu tiệm cận zero, chính sách tiền tệ với các mức lãi suất mục tiêu tiệm cận zero này sẽ không thể kích thích tổng cầu suy yếu có tính mãn tính được nữa. Lập luận này nghe rất quen thuộc trong các giáo trình kinh tế học. Sự thay đổi khác thường hiện nay so với thập niên 1930 chính là *đang xuất hiện đường cung toàn cầu đang mở rộng* không ngừng nghỉ. Điều này làm cho các ngân hàng trung ương trở nên khó khăn hơn trong việc điều hành chính sách tiền tệ nếu như không nhận ra sự thay đổi có tính bước ngoặt này - một dạng *bẫy thanh khoản có tính di động*.

Trong khi đó, *cầu danh nghĩa vẫn đang bị cột chân vào các khoản nợ chưa giải quyết*. Giữa năm 1950 và 2007, nợ tư nhân của các nền kinh tế tiên tiến tăng từ 50% lên đến 170% GDP. Từ năm 2008, nợ đã dịch chuyển từ khu vực tư sang khu vực công, thâm hụt ngân sách lớn như hệ quả không thể tránh khỏi của thời kỳ suy thoái hậu khủng hoảng. Ngoài ra, kinh tế toàn cầu gắn với nhịp gia tăng đòn bẩy khổng lồ của Trung Quốc, với tỷ lệ nợ/GDP tăng lên từ 140% năm 2008

---

<sup>1</sup> Doanh nghiệp chuyển từ hành vi tối đa hóa lợi nhuận sang tối thiểu hóa thua lỗ bằng cách thay vì đầu tư sản xuất thì chuyển sang chỉ trả nợ và giảm nắm giữ tài sản.

<sup>2</sup> Dân số già hóa và hệ thống an sinh xã hội kém phát triển.

thành 250% hiện nay. Phạm vi toàn cầu, tổng nợ tư và công đã đạt mức cao kỷ lục, lên đến 180% GDP toàn cầu năm 2007 thành 220% vào tháng 3/2017. Kết quả là, nếu lãi suất quay lại mức tiền khủng hoảng thì nguy cơ kéo theo rủi ro của một cuộc suy thoái mới là khó tránh khỏi.

Đối mặt với mức nợ cao đang treo lơ lửng này, chính sách tiền tệ nói chung bị rơi vào tình thế không hữu hiệu, thậm chí là phản tác dụng. Sẽ khó có hoạt động đầu tư và tiêu dùng nào của khu vực tư nhân đáp lại mạnh mẽ đối với các mức lãi suất thấp hơn khi mà gánh nặng nợ cao. Trong khi đó, các mức lãi suất rất thấp có thể làm tăng giá tài sản, mang lại lợi ích cho những người vốn dĩ đã giàu lại càng giàu thêm; và làm giảm thu nhập của những người gửi tiền ngân hàng; và hệ quả giảm chi tiêu tiêu dùng toàn xã hội nhiều hơn (xét từ khuynh hướng tiêu dùng và tiết kiệm biên của người giàu và người nghèo).

Chính vì những lý do này, sự phục hồi nền kinh tế dường như phải còn dựa vào chính sách kích thích tài khóa dưới trướng của giải pháp tiền tệ hóa nợ khi cần thiết.

### **Lý thuyết Tài khóa của mức Giá**

Để hiểu được mối quan hệ giữa nợ công và thành quả kinh tế, chúng ta nên nhìn vào *Lý thuyết Tài khóa của mức Giá* (*the fiscal theory of the price level - FTPL*<sup>3</sup>), một học thuyết kinh tế vĩ mô đang nhận được nhiều quan tâm gần đây được trình bày bởi Giáo sư Christopher Sims của Đại học Princeton trong một hội thảo của các quan chức ngân hàng trung ương vào tháng 8/2016.

Theo giáo sư Sims, trái ngược với niềm tin phổ biến, *tổng cầu và mức giá (lạm phát) không phải chỉ được ra lệnh – hay ngay cả bắt nguồn chủ yếu - bởi chính sách tiền tệ. Thay vào đó, tổng cầu và mức giá (lạm phát) được xác định bởi của cải ròng của quốc gia và những nghĩa vụ nợ (liabilities) của ngân hàng trung ương và chính phủ.*

Khi thâm hụt chính phủ ở mức thấp hơn, việc đầu tư vào các khoản nợ chính phủ trở nên hấp dẫn hơn. Do vậy, khu vực tư nhân sẽ mua nhiều các khoản nợ này, cầu hàng hóa và dịch vụ giảm, kéo theo áp lực giảm phát. Nếu ngân hàng trung ương nỗ lực thúc đẩy lạm phát trở lại bằng cách

---

<sup>3</sup> FTPL là gì? Về cơ bản, đây là một lý thuyết kinh tế vĩ mô giải thích hành vi của tổng cầu và lạm phát thông qua việc kết hợp với các bảng cân đối của chính phủ và ngân hàng trung ương, làm rõ mối liên kết giữa chúng. Chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ không thể được xem là độc lập hoàn toàn với nhau.

mở rộng bảng cân đối tài sản của chính mình thông qua mở rộng tiền tệ và giảm lãi suất, sẽ làm cho thâm hụt ngân sách giảm nhiều hơn, cứ thế tạo ra chu kỳ tiếp diễn. Trong bối cảnh như vậy, một mình chính sách tiền tệ sẽ không đủ để kéo lạm phát trở lại; chính sách tài khóa (làm tăng thâm hụt ngân sách – hàm ý mở rộng) cũng sẽ cần thiết.

Giáo sư Sims giải thích rằng chính sách tiền tệ nói lỏng không thể vận hành thông qua các kênh truyền dẫn thông thường, và nó hữu hiệu nếu và chỉ nếu nó làm dễ dàng hóa việc mở rộng tài khóa bằng cách giữ chi phí vay của chính phủ thấp. Bằng chứng cho thấy GDP danh nghĩa của Hoa Kỳ tăng trưởng nhanh hơn khu vực euro từ năm 2007 vì Hoa Kỳ cho phép thâm hụt trung bình 7,2% GDP so với euro là 3,5%. Tăng trưởng toàn cầu ngày nay có phần được dẫn dắt bởi thâm hụt ngân sách 3,7% GDP của Trung Quốc từ mức 0,9% năm 2014.

Cụ thể hơn, lý thuyết FTPL cung cấp một sự chuẩn đoán rõ ràng về vấn đề của nền kinh tế Nhật Bản – và góp phần chỉ ra các giải pháp. Khi giải pháp Abenomics được giới thiệu vào năm 2012, ngân hàng trung ương Nhật BOJ đã bơm một lượng thanh khoản khổng lồ vào nền kinh tế để bù trừ giảm phát. Nhưng như cả những nhà kinh tế theo Keynes truyền thống và lý thuyết FTPL đều cho rằng nói lỏng định lượng (QE) - rốt cuộc là đổi tiền để lấy những sản phẩm thay thế rất gần với nó (những trái phiếu lãi suất zero) – trở nên ít hữu hiệu hơn trong việc kích cầu theo thời gian. Cộng thêm với nó lại là một chính sách thắt chặt tài khóa – và nhất là tăng thuế tiêu dùng – nên không có gì ngạc nhiên tại sao sức cầu vẫn bị đè nén.

Gần đây hơn, chính sách lãi suất âm của Nhật phát huy khá tốt để làm giảm lãi suất thị trường. Nhưng chính sách này cũng làm suy yếu bảng cân đối tài sản của khu vực tư nhân, bởi vì nó có chức năng như một loại thuế đánh vào các định chế tài chính. Kết quả là nó đã thất bại trong việc cung cấp chức năng thúc đẩy nền kinh tế một cách có chủ đích của chính phủ. Tăng trưởng tiếp diễn của Nhật được cho là chỉ diễn ra bởi việc duy trì thâm hụt ngân sách lớn cho đến thập niên 2020; theo đó ngân hàng trung ương Nhật (BOJ) hiện nắm trái phiếu chính phủ tương đương khoảng 75% GDP, và sẽ nắm giữ chúng mãi mãi, bên bỉ với các khoản nợ tài khóa được tích lũy đang được tiền tệ hóa.

Trong suốt những thời kỳ suy thoái hay đình trệ, trả lãi thêm cho các ngân hàng thương mại sẽ tạo gánh nặng lên nền kinh tế, trong khi nợ công có thể đẩy nền kinh tế đạt đến mức toàn dụng

(những người theo trường phái Tân Ricardo (Neo-Ricardians) sẽ lập luận rằng nợ công trong tay dân chúng thì vô dụng, bởi vì những người tiêu dùng nội hóa những khoản thanh toán thuế tương lai của con cái họ bằng cách nắm giữ các chứng chỉ nợ. Nhưng, như chính David Ricardo đã nhận thức rằng, dân chúng thì hiếm khi thông minh đến vậy.

Do vậy sự hồi phục một phần năm 2017 không phải do sự trở lại thông thường giai đoạn tiền khủng hoảng của chính sách tiền tệ hay chỉ một mình chính sách tiền tệ; mà còn phải nghĩ đến chính sách tài khóa. Nhưng ngay cả nếu lạm phát duy trì ở mức thấp hơn mục tiêu, vẫn có cơ hội tốt để tăng lãi suất bởi vì chính sách tiền tệ nới lỏng hơn (trước đây và hiện nay) đang có xu hướng giảm hiệu quả, thậm chí có thể kéo theo trượt trặc như đã phân tích ở trên, tăng nhẹ lãi suất có thể dung hòa tác động này.

Tác phẩm *The General Theory of Employment, Interest, and Money* của John Maynard Keynes xuất bản năm 1936 đã lập luận ủng hộ cho những chính sách tài khóa chủ động. Bốn mươi năm tiếp sau đó, giải pháp Keynes đã đúng. Giáo sư Koichi Hamada của đại học Yale có viết “ *Giờ đây, ý tưởng của Keynes trở lại dưới mô hình lý thuyết FTPL – có lẽ là một loại rượu cũ trong một chiếc bình mới, nhưng rượu cũ thì thường ngon hơn cho những ai sẵn lòng và biết cách thưởng thức nó*”.