

Chương 3

Kỳ vọng

Chủ đề sau cùng của những gì quan trọng nhất trong kinh tế học vĩ mô là kỳ vọng. Kỳ vọng về tương lai đóng vai trò then chốt trong mọi nền kinh tế thị trường, ảnh hưởng theo cách này hay cách khác gần như đến mọi quyết định và giao dịch kinh tế. Như chúng ta đã thấy, kỳ vọng có thể dẫn dắt hướng đi của toàn bộ nền kinh tế và có thể trở thành hiện tượng tự đáp ứng (self-fulfilling). Nếu những người gửi tiền kỳ vọng một ngân hàng thất bại, ngân hàng này rất có thể thất bại thật nếu những người gửi tiền hoảng loạn bắt đầu đồng loạt rút ồ ạt số tiền gửi của họ. Tương tự, đối với một nền kinh tế như một tổng thể, kỳ vọng lạm phát có thể tạo ra thực tế, và nền kinh tế có thể rơi vào tình trạng suy thoái nếu số người nghĩ về điều đó đủ lớn và trở nên dao động. Những dạng kỳ vọng này là mối quan tâm đặc biệt đối với các nhà kinh tế học vĩ mô.

Tin tốt là kỳ vọng có thể đẩy thực tế kinh tế không chỉ đi vào xu hướng tiêu cực mà còn có thể đi vào xu hướng tích cực. Đôi lúc những kỳ vọng thuận lợi này tự chúng nổi lên. Những lúc khác, nhiều nhà kinh tế học vĩ mô tin rằng chính phủ phải giúp tạo ra chúng. Thực tế, quản lý kỳ vọng có thể là chức năng quan trọng nhất của chính sách kinh tế vĩ mô, cả chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ.

Kỳ vọng và Lạm phát

Một cách tự nhiên, không hãng nào cũng như không cá nhân nào muốn đứng về phía thiệt hại của lạm phát. Nếu những người công nhân kỳ vọng giá tiêu dùng tăng trong những tháng và những năm sắp tới, họ sẽ rất có thể yêu cầu có được tiền lương cao hơn để bảo đảm tiền lương thực của họ không giảm - đó là thu nhập sau khi điều chỉnh lạm phát. Cùng một hiện tượng, nếu các hãng kỳ vọng tiền lương và giá các nhập lượng khác tăng, rất có thể họ sẽ cố gắng tăng giá để bảo đảm thu nhập của họ không giảm. Do vậy, giá và lương trong thực tế sẽ tăng khi các cá nhân và các hãng cố gắng bảo vệ chính mình chống lại sự gia tăng giá kỳ vọng. Theo cách này, kỳ vọng lạm phát có thể dẫn dắt thực tế một cách hết sức mạnh mẽ.

Một trong những nhiệm vụ chủ yếu của bất kỳ ngân hàng trung ương nào là thuyết phục công chúng rằng giá cả rất có thể không tăng lên nhiều trong tương lai – hay, nói theo cách khác là lạm phát sẽ thấp. Theo cách này, kỳ vọng có thể trở nên là một người bạn đồng minh hơn là một kẻ thù. Nếu muốn điều này xảy ra thì các ngân hàng trung ương phải thực sự *đáng tin cậy*. Để cho kỳ vọng lạm phát thấp, công chúng phải tin rằng ngân hàng trung ương sẽ chống lạm phát một cách hữu hiệu và kiên quyết (thông qua tăng mạnh lãi suất) vào thời điểm mà giá cả bắt đầu tăng quá mạnh. Ngược lại, một ngân hàng trung ương gánh chịu sự tin cậy thấp sẽ tìm thấy chính mình trong một mớ hỗn loạn, với áp lực lạm phát nổ ra ngấm ngấm mọi nơi mọi lúc.

Lý do mà sự tin cậy dạng này khó đạt được là do việc chống lạm phát có thể rất đau đớn. Để chống lạm phát, một ngân hàng trung ương thường phải tăng lãi suất (mà rất có thể liên quan đến việc cắt

giảm, hay ít nhất là làm chậm tăng trưởng cung tiền). Khi lãi suất tăng với chính sách tiền tệ thắt chặt hơn, tiêu dùng và đầu tư có thể chậm lại, vì cả các khoản vay cho tiêu dùng và kinh doanh trở nên đắt đỏ hơn. Sản lượng tự nó có thể tăng với nhịp độ chậm hơn, hay ngay cả thu hẹp, và thất nghiệp rất có thể tăng lên.

Để tiêu diệt lạm phát cao vào những năm 1970, Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Paul Volcker đã đẩy mức lãi suất quỹ liên bang lên đến mức chưa từng có (20% ở mức cao điểm), gây nên tình trạng suy giảm kinh tế tồi tệ nhất kể từ những năm 1930. GDP thực đã giảm khoảng 2% năm 1982, và thất nghiệp leo lên đến gần 10% năm đó. Các nhà chính trị ở cả hai đảng chính trị đã phản ứng rất mạnh mẽ. Một ứng viên Thượng viện Hoa Kỳ thuộc đảng Cộng hòa vào tháng Giêng năm 1982 đã lên tiếng buộc tội rằng “chính sách lãi suất cao của Volcker đang bóp nghẹt nền kinh tế Mỹ và đã quăng hàng triệu người Mỹ ra khỏi việc làm”.¹ Mặc dù ngày nay Volcker được tin cậy rộng rãi với thành tích tiêu diệt lạm phát hai con số, ông ta đã bị chỉ trích rất nhiều (ngay cả bị chửi rủa) vào lúc thực hiện chính sách của mình.

Nếu vị trí Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang là đối tượng của một cuộc bầu cử trực tiếp, Chủ tịch Volcker có lẽ cảm thấy bị ép buộc phải cúi đầu trước sức ép của công chúng và giảm bớt căng thẳng trong cuộc tấn công của ông ấy vào lạm phát. Cuối cùng, trước kết cục như vậy, ít nhất ông ta sẽ phải chịu trách nhiệm phần lớn – và có lẽ là chủ yếu – về việc làm cho thất nghiệp lên đến mức cao nhất so với trong gần nửa thế kỷ, khả năng chiến thắng tái đắc cử của ông ấy quả thật sẽ khó xảy ra. Nhưng Volcker, giống như những vị chủ tịch Fed trước đây, là người được bổ nhiệm của tổng thống và là người không thể bị gián chức mãi cho đến cuối nhiệm kỳ mười bốn năm của mình với tư cách là thống đốc Fed.

Lý do này rõ ràng là vì hầu như mọi nhà kinh tế học tiền tệ thích các ngân hàng trung ương có “tính độc lập” hơn – độc lập về tiến trình dân chủ ngắn hạn và, đối với một phạm vi có ý nghĩa, độc lập trước các nhà chính trị và những vấn đề chính trị nói chung. Bởi vì chống lạm phát có thể gây rất nhiều đau đớn cho công chúng trong ngắn hạn, các nhà chính trị được bầu chọn thường không phải là những người chống lạm phát rất đáng tin cậy. Dù luôn khó khăn cho những người đang nắm quyền nhường lại việc kiểm soát chính sách tiền tệ cho một ngân hàng trung ương *độc lập*, mà ngân hàng này có thể tạo ra cú đâm vào các quan chức chính trị bởi việc tăng lãi suất ở thời điểm bầu cử. Hầu hết các nước phát triển đã thực hiện việc trao quyền độc lập cho ngân hàng trung ương sau khi phải mất khoản thời gian dài cho quyết định khó khăn này – và con số ngày càng tăng lên của các nước đang phát triển đã thực hiện việc tương tự. Ở Hoa Kỳ, Cục Dự trữ Liên bang đã không thực sự độc lập khi nó được thành lập vào năm 1913, nhưng nó đạt được quyền tự trị (autonomy) thêm nhờ kết quả sự ban hành luật pháp vào năm 1935 và đạt được sự độc lập hoàn toàn trên thực tế năm 1951. Ngân hàng trung ương Anh, một trong những ngân hàng trung ương lâu đời nhất trên thế giới, thành lập từ thế kỷ thứ 17, đã không được vận hành độc lập mãi đến năm 1997.²

Dù kiểm soát lạm phát thường được xem như là trách nhiệm của các ngân hàng trung ương, đôi lúc lạm phát trở nên quá độc địa đến nỗi các nhà làm chính sách bên ngoài ngân hàng trung ương cảm

¹ Joseph F. Sullivan, “Bell Joins G.O.P. Primary for the Senate in Jersey,” New York Times, 28 tháng 01 năm 1982, sec. B.

² Dù ngân hàng trung ương Anh đã bắt đầu “độc lập hoạt động” từ năm 1997 sau khi được giao cho trách nhiệm định ra mức lãi suất ngắn hạn, nó vẫn bị thiếu tính độc lập hoàn toàn. Chính phủ Anh Quốc đã giữ quyền định mục tiêu lạm phát tổng quát, mà ngân hàng trung ương Anh được kỳ vọng đáp ứng.

thấy bị buộc phải nhận lãnh trách nhiệm của họ. Một cách tiếp cận có tính cực đoan, mà rõ ràng nó nằm bên ngoài lãnh địa của hoạt động ngân hàng trung ương, liên quan đến việc đòi hỏi quá đáng về kiểm soát tiền lương và giá cả. Nếu các nhà làm chính sách kết luận rằng lạm phát cao đang bị dẫn dắt bởi kỳ vọng lạm phát, thì việc kiểm soát tiền lương và giá cả có lẽ được xem như một cách hấp dẫn để thay đổi kỳ vọng và vì vậy mà phá vỡ vòng xoắn lạm phát. Nếu chính phủ tuyên bố mọi sự gia tăng giá cả là bất hợp pháp thì tại sao mọi người sẽ kỳ vọng giá cả tăng vào những tháng và những năm tiếp theo sau đó?

Tuy nhiên, có ít nhất hai trục trặc tiềm tàng với cách tiếp cận này. Đầu tiên, cách tiếp cận này rất có thể không vận hành trừ phi chính phủ đáng tin cậy một cách tuyệt đối với cam kết duy trì kiểm soát lâu dài cần thiết có thể và trừng phạt những người vi phạm. Thứ hai, và quan trọng hơn, kiểm soát giá và lương có tính kết dính tạo ra những bóp méo trong nền kinh tế không thể tránh khỏi, vì vậy làm giảm hiệu quả tổng thể. Khi cung một loại hàng hóa giảm, ví dụ như dầu, giá của sản phẩm này thường tăng lên, phát tín hiệu đến những nhà sản xuất sản xuất nhiều hơn và người tiêu dùng hoặc là duy trì tối thiểu việc sử dụng dầu, đồng thời tìm sản phẩm thay thế, hay đơn giản là phải chuẩn bị trả tiền nhiều hơn. Tuy nhiên, nếu chính phủ cấm tăng giá, người mua sẽ tiếp tục tiêu dùng dầu chính xác như họ đã tiêu dùng trước đây cho đến khi nào nó cạn kiệt, để lại những người khác không thể tiếp cận được với dầu gì cả. Nói cách khác, kiểm soát giá có thể trở nên hữu hiệu một cách tiềm tàng trong việc định hình kỳ vọng, nhưng thường được điều hành rất kém cỏi, và ngay cả khi được điều hành tốt đi nữa, thì cũng có thể tạo ra tất cả các dạng thiệt hại kinh tế đi kèm.

Bất kể những cam bẫy này, một lý do tại sao chính phủ đôi lúc chuyển sang các giải pháp triệt để như là kiểm soát giá là do chính các ngân hàng trung ương thường tìm thấy kỳ vọng lạm phát bủa vây cực kỳ khó xoay chuyển. Một giải pháp rõ ràng sẽ đơn giản là cắt giảm tăng trưởng tiền, làm cho guồng máy lạm phát thiếu năng lượng cần thiết để vận hành. Thật không may, khi lạm phát cao kéo theo cầu tiền cao, một nỗ lực giảm mạnh cung tiền có thể tiềm tàng đẩy lãi suất cao vút và do vậy kích hoạt một sự thu hẹp kinh tế khốc liệt. Hãy tưởng tượng bạn đang chạy trên một chiếc xe đua với vận tốc 100 dặm một giờ và bất thành linh chuyển cần số sang số lùi. Mặc dù chiếc xe sẽ thực sự đi chậm lại, nhưng cách giảm tốc độ như vậy sẽ rất có thể gây thiệt hại nặng nề.³

Trong những năm qua, nhiều ngân hàng trung ương trên khắp thế giới đã áp dụng chiến lược định mục tiêu lạm phát. Họ chọn (và thường công bố) một mục tiêu lạm phát cụ thể - như 2% - và rồi tăng và giảm lãi suất ở mức cần thiết để giữ lạm phát theo (hay gần với) mức mục tiêu đó. Một trong nhiều sự hấp dẫn của việc định mục tiêu lạm phát là nó có thể ngăn chặn nền kinh tế tránh khỏi việc rơi vào vòng xoắn lạm phát. Nếu một ngân hàng trung ương có thể đáng tin cậy một cách tuyệt đối với những cam kết chống lại bất kỳ sự thay đổi nhỏ nào của lạm phát vượt ra khỏi mục tiêu đặt ra, thì nó có thể không bao giờ phải lo lắng về việc chống lại tình trạng lạm phát gia tăng bởi vì nó sẽ không bao giờ tăng. Vì vậy, bao lâu mà một chính sách định mục tiêu lạm phát còn duy trì một cách đáng tin cậy, kỳ vọng lạm phát – và do vậy bản thân của lạm phát – sẽ luôn luôn được duy trì trong kiểm soát. Ít nhất, điều này cũng đúng về mặt lý thuyết.

Ngày nay, nhiều chương trình định mục tiêu lạm phát đã chứng minh được tính hiệu quả đáng ghi nhận. Tuy nhiên, một câu hỏi vẫn còn kéo dài là các ngân hàng trung ương sẽ phản ứng thế nào

³ Dù Paul Volcker về cơ bản đã thực hiện điều này tại Hoa Kỳ vào đầu những năm 1980, ông ta đã đối mặt với tỷ lệ lạm phát thấp hơn 20%. Ở nhiều quốc gia, tỷ lệ lạm phát đã đạt những mức cao hơn nhiều – đôi lúc cao đến mức 1000% hay cao hơn nữa. Ví dụ, ở Brazil lạm phát năm 1990 đã vượt 2500%.

trước một cú sốc kinh tế lớn – như là một cú sốc dầu khác, gọi lại cú sốc xảy ra vào những năm 1970. Nếu kỳ vọng lạm phát bắt đầu tăng, liệu các ngân hàng trung ương sẽ sẵn lòng chấp nhận thất nghiệp cao để cắt bỏ xu hướng này? Họ sẽ giữ phòng tuyến chống lạm phát hay sẽ dao động? Bất kể câu trả lời là gì, không nghi ngờ gì về việc công việc của các nhà quản lý ngân hàng trung ương sẽ thực sự dễ dàng hơn nhiều nếu dân chúng *tin tưởng* một cách tuyệt đối rằng họ sẽ giữ phòng tuyến. Nói theo cách khác, kỳ vọng duy trì đỉnh cao trong việc xác định tính hữu hiệu của chính sách tiền tệ và sau cùng là quỹ đạo của giá cả.

Kỳ vọng và Sản lượng

Dĩ nhiên, kỳ vọng cũng có thể ảnh hưởng đến sản lượng thực. Nhà kinh tế học người Pháp J. B. Say đã thừa nhận vào đầu thế kỷ thứ 19 rằng cung tạo ra cầu của chính nó – một tuyên bố chính thức được biết đến với tên gọi định luật Say.⁴ Vì sản xuất tạo ra thu nhập bằng với giá trị đầy đủ của sản phẩm được bán ra, tổng thu nhập sẽ luôn luôn đủ để mua tất cả sản lượng được sản xuất. Không may là kỳ vọng tiêu cực đôi lúc xâm nhập vào vòng chu chuyển hạnh phúc của sản xuất và tiêu dùng này. Nếu các cá nhân dự kiến thời kỳ khó khăn sắp xảy ra ngay ở phía trước, họ có thể kìm lại các khoản chi tiêu của họ, bao gồm cả tiêu dùng và đầu tư, do vậy tạo ra một hố cách giữa GDP tiềm năng (cung khả thi – feasible supply) và GDP thực tế (cầu hữu hiệu - effective demand).

Kết quả là một vòng xoắn tròn ốc hướng xuống hiện rõ: vì lo lắng, người tiêu dùng quyết định tiết kiệm nhiều hơn và tiêu dùng ít đi, các hãng sa thải công nhân và giảm đầu tư mới vì họ không thể sản xuất ra những hàng hóa và dịch vụ mà họ không thể bán được; gia tăng thất nghiệp là giảm thu nhập, từ đó làm cắt giảm cầu nhiều hơn và do vậy tiếp tục làm nhấn sâu hơn vòng xoắn hướng xuống. Dù năng lực sản xuất vẫn tồn tại, sản lượng giảm vì các nguồn lực sản xuất – cả con người và máy móc thiết bị - bị rơi vào tình trạng hoạt động cầm chừng để đối phó với sự suy sụp của phía cầu. Keynes thích gọi hiện tượng này là “nghịch lý của sự nghèo đói trong sự dư thừa” (paradox of poverty in the midst of plenty).⁵

Chính sách tiền tệ

Một chiến lược tiềm năng cho việc ngăn cản sự sụt giảm sức cầu như vậy liên quan đến chính sách tiền tệ mở rộng. Để làm sống lại tiêu dùng và đặc biệt là đầu tư, ngân hàng trung ương có thể quyết định hạ thấp lãi suất (có thể bằng cách mở rộng cung tiền). Một mức lãi suất thấp hơn có thể khuyến khích tiêu dùng thông qua làm cho tiết kiệm trở nên ít hấp dẫn hơn (vì tiết kiệm được lợi ít đi) và – điều quan trọng tương đương - thông qua giảm chi phí vay tiêu dùng. Một cách tương tự, từ quan điểm kinh doanh, một mức lãi suất thấp hơn có thể khuyến khích đầu tư thông qua nguồn tài chính rẻ hơn cho việc tạo ra nhà máy và thiết bị mới. Theo hiện giá rỗng, một suất (lãi) chiết khấu

⁴ Say tự mình đã diễn tả ý tưởng theo cách như thế này: “[A] product is no sooner created, than it, from that instant, affords a market for other products to the full extent of its own value” [Jean – Baptiste Say, A Treatise on Political Economy, trans. C. R. Prinsep, ed. Clement C. Biddle (Philadelphia: Lippincott, Grambo&Co., 1855 {1803}): bk. I, chap. XV, para. 8]. Mặc dù ý tưởng này đã được phát triển bởi các nhà kinh tế học cổ điển khác (bao gồm James Mill, David Ricardo, và John Stuart Mill), thành ngữ thực tế “cung tạo ra cầu của chính nó” (supply creates its own demand), bây giờ được biết đến như Định luật Say, đã được đúc kết sau đó – có lẽ cho đến năm 1936 bởi John Maynard Keynes, người đã tấn công ý tưởng này. Xem Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money* (New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1964 [1936]), 18, 25.

⁵ Keynes, *General Theory* (Lý thuyết Tổng quát), 30.

thấp hơn sẽ tăng NPV cho bất kỳ dòng thu nhập cho trước nào, do vậy lôi kéo các nhà quản lý kinh doanh xem xét các kế hoạch đầu tư mà đã từng được xem là không nên khởi động ở các mức lãi suất cao hơn.

Tuy nhiên, một số các nhà kinh tế đã lo lắng rằng trong một số trường hợp có tính cực đoan, ngay cả chính sách tiền tệ có tính tăng cường có thể cũng không cung cấp đủ sự kích thích để đưa một nền kinh tế đang suy giảm ra khỏi tình trạng khó khăn. Keynes đã suy đoán rằng đầu tư mới có thể không bị hấp dẫn tại bất kỳ mức lãi suất thực tế khi mà kỳ vọng về sức cầu trong tương lai bị giảm sút nghiêm trọng.

Keynes cũng đã đề nghị rằng các nhà quản lý ngân hàng trung ương có thể không có khả năng đẩy mức lãi suất xuống thấp như họ muốn – đó là, mức thấp đủ để kích thích đầu tư – bởi vì tồn tại “bẫy thanh khoản” (liquidity trap). Tại một điểm nào đó, ở mức lãi suất rất thấp nhưng vẫn còn cao hơn zero, các cá nhân có thể quyết định rằng việc giữ tiền được mong muốn nhiều hơn so với việc giữ bất kỳ loại tài sản nào khác (vì các loại tài sản khác bây giờ có lẽ được nhận thức là không còn được trả lãi đủ để có thể bù đắp cho rủi ro tăng thêm của họ). Càng nhiều tiền mà ngân hàng trung ương đẩy vào nền kinh tế, thì người ta lại muốn giữ tiền lại càng lớn. *Cầu* tiền bây giờ đang tăng lên nổi đuôi cùng với *cung* tiền, lãi suất sẽ ngừng giảm, ngay cả khi ngân hàng trung ương bơm khoản tiền lớn hơn vào hệ thống kinh tế. Như một số nhà kinh tế đã mô tả về hiện tượng này, đẩy nhiều tiền vào lúc này thì cũng giống như “đẩy tiền vào thùng không đáy”. Dù khái niệm một cái bẫy thanh khoản vẫn còn tranh cãi, nó đã đưa ra được một ý nghĩa theo đó chính sách tiền tệ có thể bị thối lui nhiệm vụ của mình trong tình trạng đình đốn.

Một ràng buộc tiềm tàng khác đối với chính sách mở rộng tiền tệ là viễn cảnh giảm phát. Trong một bối cảnh suy thoái hay đình đốn, giá cả có thể giảm do sức cầu đang sụt giảm. Giảm giá đến lượt nó có thể kéo theo những ảnh hưởng có tính cố hữu đối với chi phí vay. Ngay cả nếu lãi suất *danh nghĩa* theo cách này hay cách khác bị đẩy đến mức zero, lãi suất *thực* sẽ duy trì dương và ngay cả có thể rất cao nếu tình trạng giảm phát nghiêm trọng. Điều này xảy ra là vì khi giá cả giảm, một đôla năm tới sẽ mua được *nhiều* hàng hóa và dịch vụ hơn là cùng một đôla mua được ở năm nay. Đối với người đi vay, điều này có nghĩa là trả cho một khoản vay – ngay cả khoản vay với lãi suất danh nghĩa là zero – sẽ rất đắt đỏ xét theo nghĩa hàng hóa và dịch vụ thực (xem bảng 3-1).

Bảng 3-1

Lãi suất thực trong điều kiện giảm phát

Lãi suất thực = Lãi suất danh nghĩa – Lạm phát kỳ vọng

Vì giảm phát đơn giản là lạm phát âm

Lãi suất thực = Lãi suất danh nghĩa + Giảm phát kỳ vọng

Do vậy, nếu người ta kỳ vọng giảm phát (giảm giá), lãi suất thực sẽ dương ngay cả nếu lãi suất danh nghĩa là zero.

Ví dụ: nếu lãi suất danh nghĩa là 0,5% và giảm phát kỳ vọng là 10%, thì lãi suất thực sẽ xấp xỉ bằng (0,5% + 10%), hay 10,5%.

Đây là những gì rất rõ ràng mà người đi vay đã trải qua ở Hoa Kỳ vào đầu những năm 1930. Đến năm 1932, nhiều mức lãi suất danh nghĩa đã giảm đến những mức lệ thường. Ví dụ, lãi suất trung bình của trái phiếu chính phủ 3 tháng tiệm cận 0,88%. Lãi suất thực vẫn duy trì cực kỳ cao vì giảm phát được ước tính khoảng 10% năm đó. Trong khi Cục Dự trữ Liên bang đã giữ lãi suất chiết khấu cao hơn mức mọi người kỳ vọng (giữa 2,5 và 3,5% năm 1932), trong hạn độ hào phóng để duy trì cơ chế bản vị vàng của quốc gia. Lãi suất danh nghĩa dành cho những người đi vay kinh doanh cũng được giữ tương đối cao trong suốt đầu những năm 1930, có thể phần lớn là vì lãi suất chiết khấu nhưng cũng có lẽ để bù đắp cho rủi ro vỡ nợ tăng thêm bắt nguồn từ cuộc Đại Khủng hoảng. Thực tế, các mức lãi mà các ngân hàng tính cho các khoản cho vay kinh doanh ở các thành phố Hoa Kỳ trung bình gần 5% vào năm 1932. Điều này ngụ ý rằng lãi suất thực của các khoản cho vay kinh doanh vào khoảng 15%, mà có thể giúp giải thích lý do tại sao việc vay kinh doanh (và đầu tư tư nhân) đã giảm đáng kể lúc bấy giờ.⁶

Một cách lý tưởng, chính sách tiền tệ sẽ được quản lý theo một cách nhằm ngăn chặn giảm phát trầm trọng và cần được kiểm soát ngay từ ban đầu. Nhưng nhiều nhà kinh tế vĩ mô tin rằng một khi giảm phát ở độ lớn như vậy trở thành sự thật, chính sách tiền tệ bị xem là hầu như vô ích trong việc xoay chuyển tình hình.

Chính sách tài khóa

Một công cụ kinh tế vĩ mô khác mà các quan chức chính phủ có trong các đệ trình của họ là chính sách tài khóa, dựa vào chi tiêu của chính phủ, thuế, và thâm hụt ngân sách. Keynes đã lập luận rằng nếu một nền kinh tế đang choáng váng bởi vì kỳ vọng về sức cầu trong tương lai ảm đạm, chính phủ có thể phát tín hiệu về thời kỳ tốt đẹp hơn ở phía trước và vì vậy bắt đầu đưa mọi thứ tiến lên trở lại thông qua chi tiêu nhiều hơn những gì mà chính phủ nhận được từ thuế và do vậy vận hành một thâm hụt ngân sách lớn. Khi các cá nhân và các hãng nhìn thấy chính phủ đang tạo ra sức cầu mới một cách mạnh mẽ (thông qua chi mua hàng hóa và dịch vụ), kỳ vọng của họ về tương lai sẽ chuyển theo hướng sáng sủa hơn và chính họ có thể bắt đầu chi tiêu trở lại. Theo cách này, vòng xoắn tiêu cực đang đưa nền kinh tế đi xuống có thể được đảo chiều để mang nền kinh tế trở lại mức toàn dụng. Theo Keynes và những môn đồ của ông, vai trò then chốt của chính phủ là phối hợp với kỳ vọng theo hướng có thiện chí thông qua *chính sách tài khóa mở rộng*.⁷

Keynes chính mình đã mô tả cơ chế này dưới dạng của một “*số nhân*” thu nhập. Bởi vì ông ta tin tưởng rằng một nỗ lực chi tiêu thâm hụt của chính phủ sẽ kéo theo tiêu dùng và đầu tư gia tăng, Keynes đã kết luận rằng thu nhập quốc gia (hay GDP) sẽ tăng *nhiều hơn* số tăng chi tiêu chính phủ bắt nguồn ban đầu.

Để hiểu điều này, chúng ta cần trở lại với đồng nhất thức *GDP - Chi tiêu* mà chúng ta đã thấy ở gần đoạn bắt đầu của chương 1. Gọi lại:

⁶ Phòng Điều tra Dân số, Bộ Thương mại Hoa Kỳ, *Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970*, no. 1 (Washington, DC: GPO, 1975): 1001, 1002, 1021.

⁷ Tôi mang ơn sâu sắc đến một đồng nghiệp cũ của tôi, Huw Pill (người mà bây giờ là một quan chức của Ngân hàng Trung ương châu Âu), trong việc giúp tôi tìm thấy rằng Keynes đã xem chính sách tài khóa mở rộng về cơ bản như là một phương sách phối hợp.

$$GDP = C + I + G + EX - IM$$

Với C là tiêu dùng, I là đầu tư, G là chi tiêu của chính phủ, EX là xuất khẩu và IM là nhập khẩu. Rõ ràng, nếu G tăng mà không gây cho bất kỳ biến nào khác giảm (Keynes gọi đó là một sự gia tăng chi tiêu chính phủ “tự định”), thì GDP phải tăng. Đó là lý do tại sao Keynes đã tập trung vào *chi tiêu* thâm hụt. Để chính phủ có được tài trợ cho phần chi tiêu gia tăng của mình thông qua thuế tăng thêm, thì tiêu dùng và đầu tư có thể bị giảm trong bối cảnh suất thuế cao hơn. Nhưng nếu chính phủ tài trợ cho phần chi tiêu tăng thêm của mình thông qua khoản thâm hụt – đó là, nếu chính phủ vay từ các nguồn khác bằng cách phát hành trái phiếu – thì sẽ không có biến số chi tiêu nào khác bị giảm.

Một cách tự nhiên, nếu tác động ban đầu này chỉ có ảnh hưởng như thế thôi, thì GDP sẽ tăng gần như bằng với số gia tăng chi tiêu chính phủ tự định, và số nhân thu nhập của Keynes sẽ bằng 1 (thay đổi GDP sẽ bằng 1 nhân với thay đổi chi tiêu chính phủ). Nhưng Keynes tin rằng khi GDP tăng, các cá nhân và các doanh nghiệp sẽ tăng mức tiêu dùng và đầu tư của họ, do vậy đẩy GDP cao hơn. Thực tế, sự năng động này tự nó sẽ lặp đi lặp lại, khi tiêu dùng và đầu tư mới làm cho GDP tăng, đến lượt nó lại khuyến khích tiêu dùng và đầu tư nhiều hơn, v.v...

Để thuận lợi hơn, hãy tưởng tượng rằng ảnh hưởng đó chỉ tác động đến tiêu dùng. Giả sử thêm rằng các hộ gia đình tiêu dùng 80% của mỗi đôla thu nhập mới và tiết kiệm phần còn lại. Trong trường hợp này, nếu chính phủ khởi đầu một khoản chi tiêu thâm hụt thêm là 100 đôla, ảnh hưởng vòng thứ nhất sẽ là GDP (thu nhập quốc gia) tăng 100 đôla. Có được 100 đôla tăng thêm, các hộ gia đình sẽ chi tiêu 80% của số này, hay 80 đôla, mà sẽ làm tăng GDP 80 đôla nữa. Bây giờ, 80 đôla thu nhập thêm khác, các hộ gia đình sẽ chi tiêu 80% của con số đó, hay 64 đôla, mà một lần nữa sẽ làm tăng GDP với cùng con số này. Đến lúc này, GDP đã tăng một khoản bằng 244 đôla ($100 + 80 + 64$) dựa vào khoản chi tiêu thâm hụt ban đầu của chính phủ 100 đôla. Nhưng tiến trình sẽ không dừng lại ở đó. Vòng xoắn này sẽ tiếp tục từ vòng này sang vòng khác rồi vòng này sang vòng khác, và GDP sẽ tiếp tục tăng, với mỗi một lần gia tăng của tăng trưởng bằng với 80% của sự gia tăng trước đó ($100 + 80 + 64 + 51,20 + 40,96 + 32,77 + 26,21 + \dots$). Cuối cùng, các khoản tăng thêm sẽ trở nên rất nhỏ. Tuy nhiên, trong khi đó GDP sẽ tăng khoảng 500 đôla (xem hình 3-1). Keynes chú giải rằng toàn bộ tiến trình có thể được tóm tắt thành công thức như sau:

$$\text{Thay đổi GDP} = (\text{Thay đổi khoản chi tiêu thâm hụt của chính phủ}) \times \text{số nhân thu nhập}$$

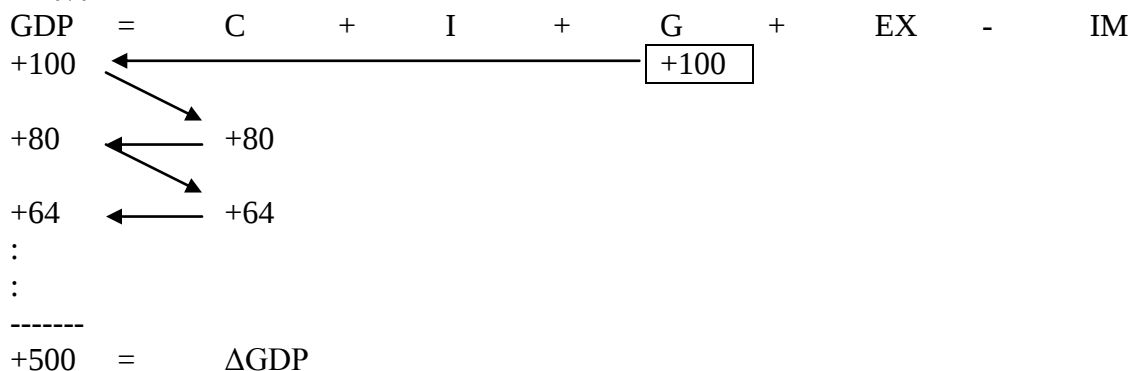
Với số nhân thu nhập = (1/tỷ lệ rò rỉ từ *vòng thu nhập-chi tiêu*). Trong trường hợp này, vì tỷ lệ rò rỉ (số thu nhập mới không được chi tiêu) bằng 20% (hay 0,2), số nhân thu nhập bằng $1/0,2$ hay 5. Do vậy:

$$\text{Thay đổi GDP} = 100 \text{ đôla} \times 5 = 500 \text{ đôla}$$

Hình 3-1

Biểu diễn số nhân thu nhập của Keynes

Sơ đồ biểu diễn sau dựa vào khoản gia tăng 100 đôla chi tiêu thâm hụt của chính phủ và khoản rò rỉ 20%



Phân tích này cho thấy rằng một sự gia tăng chi tiêu thâm hụt sẽ làm tăng GDP danh nghĩa. Trong ví dụ được cho trước, sự gia tăng GDP là 5 lần nhiều hơn so với khoản gia tăng gốc ban đầu của chi tiêu thâm hụt, vì khoản rò rỉ chỉ là 20% và do vậy số nhân chi tiêu bằng 5. Tuy nhiên, điều không rõ là liệu rằng sự gia tăng GDP *danh nghĩa* sẽ đến chủ yếu từ sự gia tăng của mức giá (P) hay từ sự gia tăng của số lượng sản lượng (Q). Nhớ lại GDP danh nghĩa phụ thuộc vào cả hai biến số này, vì GDP danh nghĩa = $P \times Q$.

Keynes đã tin rằng ở thời kỳ thất nghiệp cao, sự gia tăng này sẽ đến chủ yếu từ số lượng sản lượng (từ sự gia tăng GDP *thực*). Trong thời kỳ suy thoái sâu hay đình đốn, với nhiều nguồn lực sản xuất bị bỏ nằm không, việc đầu tiên các nhà quản lý kinh doanh sẽ làm để đáp lại sức cầu gia tăng sẽ là đưa các nguồn lực nằm không này trở lại hoạt động. Họ sẽ thuê lại lao động, đưa máy móc thiết bị vận hành trở lại, và mang sức sống trở lại cho các phân xưởng của họ. Với tất cả các hoạt động này, sản xuất (GDP thực) sẽ tăng hướng về mức tiềm năng của nền kinh tế.

Tuy nhiên, cuối cùng nếu chính phủ duy trì tình trạng thâm hụt ngân sách lớn ngay cả sau khi hầu hết các nguồn lực nằm không trước đó đã được đưa vào hoạt động, các nhà quản lý kinh doanh sẽ đáp lại sức cầu gia tăng đơn giản bằng cách tăng giá. Điều này là bởi vì sẽ khó khăn cho họ khi phải dốc hết lực sản xuất vượt xa so với năng lực của mình. GDP danh nghĩa sẽ vẫn tăng, nhưng bây giờ sự gia tăng chủ yếu sẽ đến từ tăng mức giá (P), không phải từ gia tăng số lượng sản lượng (Q). Các nhà kinh tế sẽ nói rằng trong kịch bản sau, GDP thực tế (actual GDP) (cầu) đã vượt mức tiềm năng (cung) và rằng nền kinh tế đang *nóng lên* (overheating).⁸ (xem hình 3-2)

⁸ Khi các quan chức ngân hàng trung ương tin rằng nền kinh tế đang nóng lên (hay gần với tình trạng nóng lên) bởi vì GDP thực tế vượt (hay sắp sửa vượt) ước tính GDP tiềm năng của họ, họ sẽ thường là tăng lãi suất ngắn hạn dưới sự kiểm soát của họ (như là chính sách tiền tệ thắt chặt) nhằm chống lại hay tấn công phủ đầu lạm phát. Do đó, điều trọng yếu có thể xem xét nằm ở việc ước tính sản lượng tiềm năng và quỹ đạo của nó đi về phía trước của ngân hàng trung ương. Ví dụ, nếu sản lượng thực tế đang tăng trưởng ở mức 4% mỗi năm và ngân hàng trung ương ước tính sản lượng tiềm năng tăng trưởng ở mức 3% mỗi năm, ngân hàng trung ương rất có thể hướng đến chính sách thắt chặt tiền tệ (như là tăng lãi suất ngắn hạn) hơn là nếu ngân hàng trung ương tin rằng sản lượng tiềm năng đang tăng trưởng ở mức 4,5% mỗi năm (mà sẽ cho thấy nền kinh tế vẫn còn khoảng trống để tăng trưởng mà không bị nóng lên).

Hình 3-2

Kích thích tài khóa của Keynes trong thời kỳ thuận lợi và khó khăn

↑Thâm hụt ngân sách chính phủ	→	↑Cầu	→	GDP danh nghĩa ($P \times Q$) thông qua số nhân thu nhập	
Trong thời kỳ thất nghiệp cao :					
↑Thâm hụt ngân sách chính phủ	→	↑Cầu	→	↑Q (tăng GDP thực)	[Phục hồi]
Trong thời kỳ toàn dụng :					
↑Thâm hụt ngân sách chính phủ	→	↑Cầu	→	↑P (lạm phát)	[Nóng lên]
Trong thời kỳ bình thường (thất nghiệp vừa phải):					
↑Thâm hụt ngân sách chính phủ	→	↑Cầu	→	↑Q & ↑P	[Cả GDP thực và lạm phát tăng lên]

Đệ trình của Keynes để kích thích GDP thông qua chi tiêu thâm hụt do vậy được dự kiến cho các thời kỳ thu hẹp kinh tế, khi mà GDP thực bị đình đốn một cách nghiêm trọng. Trong suốt những thời kỳ bình thường hơn, chi tiêu thâm hụt sẽ bị kỳ vọng hình thành lạm phát.

Dù cho có rất nhiều người hoài nghi vào những ngày đầu tiên này, các ý tưởng của Keynes đã nhận được sự ủng hộ lớn từ kinh nghiệm của nước Mỹ trong suốt chiến tranh thế giới lần thứ II. Từ khi Hoa Kỳ cuối cùng được kéo ra khỏi tình trạng đình đốn kéo dài suốt thời kỳ chiến tranh, và từ khi nỗ lực tham chiến đã liên quan đến những mức chi tiêu thâm hụt cực kỳ lớn, dự đoán của Keynes cho rằng chi tiêu thâm hụt sẽ phục hồi nền kinh tế trở lại đã được xác nhận. Chủ nghĩa Keynes lan rộng nhanh chóng trong số các nhà kinh tế học hàn lâm và cuối cùng cũng đã có tầm ảnh hưởng mạnh mẽ đối với các vòng chu chuyển chính sách. Thực tế, Tổng thống Richard Nixon đã nói lời tuyên bố vào đầu năm 1972, : “Bây giờ tất cả chúng ta là những người theo Keynes”.

Niềm tin vào chi tiêu thâm hụt của Keynes xuất hiện yếu ớt dần kể từ thời kỳ cực thịnh của nó vào thập niên 1960 và đầu thập niên 1970. Thực tế, có nhiều lý do chính đáng để tin rằng chi tiêu thâm hụt có thể không luôn luôn mang lại nhiều tiếng vang như nhiều người đã từng học trong các lớp kinh tế học của họ ở trường đại học. Một lý do, như chúng ta đã thấy, đó là chi tiêu thâm hụt có thể kéo theo lạm phát, làm tăng giá hơn là tăng sản lượng. Nhưng cũng có những lý do khác nữa.

Trong phần biểu diễn về số nhân thu nhập cho trước bên trên, chỉ có khoản rò rỉ là tiết kiệm của hộ gia đình. Bởi vì khoản rò rỉ này chỉ là 20%, số nhân thu nhập là 5. Tuy nhiên, ở hầu hết mọi lúc và mọi nơi, số nhân thu nhập thực sự có lẽ gần như không lớn như vậy. Phần lớn là bởi vì có những khoản rò rỉ khác bên cạnh tiết kiệm. Thuế thể hiện một khoản rò rỉ nữa, cũng như nhập khẩu cũng là một khoản rò rỉ khác, vì chi tiêu vào hàng hóa nước ngoài không đóng góp vào GDP nội địa.

Hơn nữa, một số các nhà kinh tế, chỉ ra một dạng khác của rò rỉ, dưới tựa đề “kỳ vọng hợp lý” (rational expectations). Lập luận ở đây là nếu các cá nhân là hoàn toàn hợp lý, họ sẽ biết trước rằng các khoản thâm hụt ngân sách cuối cùng thì sẽ yêu cầu thuế cao hơn để thanh toán cho các khoản nợ tích lũy. Nếu các cá nhân muốn chuẩn bị cho các khoản thuế lơ mơ này, thì họ có thể tiết kiệm *mỗi* đôla của thu nhập mới bắt nguồn từ chi tiêu thâm hụt, do vậy tạo nên một khoản rò rỉ 100% và kéo số nhân đến 1. Vì ý tưởng cơ sở của cơ chế này xuất phát từ nhà kinh tế học thế kỷ thứ 19 David Ricardo, nên nó được gọi là “tương đương Ricardo” (Ricardian equivalence).

Một trục trặc khác đó là chi tiêu thâm hụt có thể đẩy lãi suất lên cao và cắt giảm đầu tư và tiêu dùng tư nhân – một hiện tượng được biết đến như “sự lấn át” (crowding out). Khi chính phủ vận hành thâm hụt ngân sách, chi tiêu nhiều hơn khoản thuế nhận được, chính phủ bù khoản chênh lệch này bằng cách vay trên thị trường mở. Chính phủ phát hành trái phiếu và đấu giá trái phiếu đến những người đầu giá cao nhất. Thực hiện điều này, chính phủ đang cạnh tranh vay các nguồn quỹ với những người đi vay khu vực tư nhân. Một cách tự nhiên, cạnh tranh để được các nguồn quỹ đầu tư sẽ làm tăng giá của các dòng vốn này, nghĩa là lãi suất sẽ tăng. Khi điều này xảy ra, một số những người đi vay trong khu vực tư nhân – bao gồm cả các hãng và các cá nhân – có thể quyết định không vay ở những mức lãi suất cao hơn và đơn giản là họ sẽ chạy trốn các dự án mà họ đang lên kế hoạch để theo đuổi. Hãy nhớ lại rằng Keynes đã muốn tăng chi tiêu chính phủ là khoản tự định – đó là khoản chi tiêu mà không gắn với sự cắt giảm của bất kỳ hình thức chi tiêu nào khác (như là tiêu dùng hay đầu tư). Không may, lãi suất cao hơn có thể gây cho cả tiêu dùng và đầu tư giảm xuống, mà nó có nghĩa là sự lấn át có thể làm giảm – hay trong một thái cực, ngay cả nó ngăn chặn – tính hữu hiệu của chi tiêu thâm hụt của Keynes.

Một vấn đề có liên quan là ngân hàng trung ương có thể tự mình phản ứng trước một sự gia tăng chi tiêu thâm hụt bằng cách tăng lãi suất. Đặc biệt là nếu các nhà quản lý ngân hàng trung ương kỳ vọng một khoản thâm hụt ngân sách gia tăng tạo ra lạm phát, họ có thể cố gắng trung hòa nó (và do vậy tấn công trước lạm phát kỳ vọng) thông qua chính sách tiền tệ thắt chặt hơn. Một lần nữa, phản ứng như vậy từ phía ngân hàng trung ương sẽ làm giảm hay làm vô hiệu tác động kích thích của chi tiêu thâm hụt.

Tuy nhiên, bất chấp tất cả những hạn chế và chỉ trích này, hầu hết các nhà kinh tế vĩ mô vẫn tin rằng một số nhân chi tiêu nhỏ có tồn tại. Hơn nữa, khi các nền kinh tế quốc gia rơi vào tình trạng suy thoái, hầu hết các nhà làm chính sách nhanh chóng vận hành thâm hụt ngân sách với hy vọng đưa được mọi thứ trở lại với quỹ đạo. Đôi lúc những khoản thâm hụt dựa vào chi tiêu gia tăng, đôi lúc dựa vào giảm thuế, và đôi lúc – thực vậy, rất thường xảy ra – dựa vào sự kết hợp cả hai. Dù theo cách nào, mục tiêu chủ yếu là để kích thích tổng cầu thông qua việc phát tín hiệu về những ngày tươi sáng hơn ở phía trước. Nếu công chúng diễn giải sự thâm hụt này như là một tín hiệu yếu kém hơn là tín hiệu tăng cường sức mạnh, nền kinh tế có thể tiếp tục suy giảm. Nhưng nếu – cũng như Keynes đã hy vọng – công chúng diễn giải cú hích chi tiêu thêm vào này như là một tín hiệu tốt, nền kinh tế có thể sẽ phục hồi rất tốt dựa trên cơ sở kỳ vọng được cải thiện. Trong một nền kinh tế thị trường, kỳ vọng có thể thật sự lèo lái thực tế, và chính sách của Keynes tất cả là về vấn đề kỳ vọng.

Kỳ vọng và các Biến số Vĩ mô khác

Không ngạc nhiên gì, kỳ vọng cũng ảnh hưởng mạnh đến các biến số kinh tế vĩ mô khác, bao gồm lãi suất và tỷ giá hối đoái. Ví dụ, nếu một nhà đầu tư trái phiếu kỳ vọng lãi suất tăng, cô ta có thể quyết định bán trái phiếu nhằm hạn chế thua lỗ (vì các trái phiếu hiện tại nói chung giảm giá giá trị khi lãi suất tăng). Nếu một số lượng lớn các nhà đầu tư trái phiếu theo cách phản ứng giống như vậy, lãi suất dài hạn thực tế sẽ tăng. Việc bán ra sẽ kéo giá trái phiếu giảm xuống và sinh lợi trái

phiếu (lãi suất hữu hiệu của trái phiếu) tăng lên.⁹ Vì lý do này, thị trường trái phiếu thường dự kiến trước hành động của ngân hàng trung ương, đẩy sinh lợi trái phiếu (và do vậy lãi suất) lên khi họ kỳ vọng ngân hàng trung ương thắt chặt chính sách tiền tệ và đẩy sinh lợi trái phiếu giảm xuống khi họ kỳ vọng ngân hàng trung ương nới lỏng chính sách tiền tệ.

Tương tự, các nhà đầu tư tiền tệ hướng tỷ giá hối đoái lên hay xuống trên cơ sở kỳ vọng. Ví dụ, nếu họ kỳ vọng đồng euro lên giá, họ mua euro (hay bán đôla). Nếu họ kỳ vọng euro giảm giá, họ bán euro (hay mua đôla). Dù theo cách nào, kỳ vọng của họ thực tế dẫn dắt kết quả. Trong một số trường hợp, họ đặt cơ sở kỳ vọng của mình vào các tin tức về dữ liệu kinh tế vĩ mô. Ví dụ, một sự gia tăng kịch tính của cán cân thương mại Hoa Kỳ có thể dẫn các nhà đầu tư tiền tệ đến hành động bán đôla, nếu họ nghĩ đỉnh cao thâm hụt thương mại rất có thể làm cho đồng đôla sẽ mất giá. Vào những lúc khác, các nhà đầu tư tiền tệ có thể bị ảnh hưởng bởi các hành động chính sách. Nếu các nhà đầu tư tiền tệ kỳ vọng Cục Dự trữ Liên bang thắt chặt chính sách tiền tệ, họ rất có thể mua đôla, vì tin rằng một mức lãi suất cao hơn sẽ làm đồng đôla trở nên hấp dẫn hơn và do vậy làm cho nó lên giá.

Cuối cùng, một lời cảnh báo: mặc dù kỳ vọng rõ ràng rất có sức mạnh, chúng ta không nên rút ra kết luận từ thảo luận này rằng kỳ vọng là tất cả. Nếu kỳ vọng về cơ bản tách rời lẫn ranh thực tế, sau cùng chúng sẽ gây thất vọng. Vào những năm 1990, khi các nhà đầu tư người Mỹ kỳ vọng vào thành quả chưa từng có từ các công ty Internet, họ đã đổ xô mua cổ phiếu Internet và đẩy giá của chúng lên cao một cách khủng khiếp. Tuy nhiên, cuối cùng, khi tình hình trở nên rõ ràng rằng các kỳ vọng ban đầu đã bị thổi phồng quá mức, giá của các cổ phiếu Internet đã rơi tự do (bong bóng vỡ) và nhiều nhà đầu tư Internet đã trải nghiệm một liều thuốc hắc búa của thực tế.

Điều tương tự cũng đúng với nền kinh tế vĩ mô như một tổng thể. Kỳ vọng tích cực có thể giúp mang một nền kinh tế bị đình đốn trở lại tiềm năng của nó. Nhưng một khi mà tiềm năng đã đạt được và các ngành công nghiệp của quốc gia đã quay lại mức năng lực toàn dụng, tiếp tục đẩy xa hơn sẽ chỉ mang đến tình trạng lạm phát, chứ không tạo ra sự thúc đẩy về tăng trưởng thực. Kỳ vọng là một vấn đề quan trọng nhưng không phải là tất cả. Sau cùng, các kỳ vọng kinh tế không thể tồn tại xa rời với những giới hạn của thực tế kinh tế, như đã được chỉ ra bởi các giới hạn kỹ thuật của sản xuất theo thời gian.

⁹ Như đã được biết rất rõ, giá trái phiếu và sinh lợi trái phiếu di chuyển nghịch chiều nhau. Khi nhiều người muốn mua trái phiếu, điều này rõ ràng sẽ đẩy giá của nó lên cao. Nhưng điều này cũng sẽ kéo sinh lợi của trái phiếu xuống. Nếu giá của một trái phiếu 100 đôla mà được trả 110 đôla vào cuối năm (10 là lãi) được đầu giá đến 105 đôla, thì sinh lợi hữu hiệu bị kéo xuống chỉ còn 4,8% $([110-105]/105)$. Một cách khác để xem xét vấn đề này là khi nhiều người muốn mua trái phiếu, một nguồn cung các quỹ đầu tư trở nên sẵn có, mà đến lượt nó có nghĩa là giá của các quỹ đầu tư (lãi suất) này sẽ giảm.