

Roger E. A. Farmer

# CÁCH NỀN KINH TẾ VẬN HÀNH

Niềm tin, sự sụp đổ và  
những lời tiên tri tự đúng

Trần Mai Sơn - Dương Thu Thủy *dịch*



NHÀ XUẤT BẢN TRI THỨC

**Cách nền kinh tế vận hành:**  
**Niềm tin, sự sục đồ và những lời tiên tri tự đúng**



Roger E. A. Farmer

# **CÁCH NỀN KINH TẾ VẬN HÀNH:**

**Niềm tin, sự sục đồ  
và những lời tiên tri tự đúng**

Trần Mai Sơn - Dương Thu Thủy *dịch*

NHÀ XUẤT BẢN TRI THỨC

## **CÁCH NỀN KINH TẾ VẬN HÀNH || Roger E. A. Farmer**

Bản tiếng Việt © Nhà xuất bản Tri thức.

Cuốn sách được xuất bản theo hợp đồng chuyển nhượng bản quyền giữa Nhà xuất bản Tri thức và Oxford University Press thông qua đại diện là Oxford Publishing Limited.

Bản quyền tác phẩm đã được bảo hộ. Mọi hình thức xuất bản, sao chụp, phân phối dưới dạng in ấn hoặc văn bản điện tử mà không có sự cho phép của NXB Tri thức là vi phạm luật.

## **How The Economy Works: Confidence, Crashes, And Self-Fulfilling Prophecies, First Edition || Roger E. A. Farmer**

Copyright © 2010 by Oxford University Press, Inc.

All rights reserved.

### **Acknowledgement**

*How The Economy Works: Confidence, Crashes, And Self-Fulfilling Prophecies, First Edition* was originally published in English in 2010. This translation is published by arrangement with Oxford University Press.

# Mục lục

|                                                              |    |
|--------------------------------------------------------------|----|
| Lời nhà xuất bản                                             | 11 |
| Lời nói đầu                                                  | 13 |
| <b>Chương 1: Giới thiệu</b>                                  | 25 |
| Sự sụp đổ của ngân hàng Northern Rock                        | 25 |
| Kinh tế học cổ điển và kinh tế học của Keynes                | 29 |
| Quy mô của chính phủ                                         | 32 |
| Lí thuyết thị trường hiệu quả                                | 34 |
| Những năm 1920 đầy lạc quan                                  | 39 |
| Đại suy thoái                                                | 41 |
| Sự suy phát                                                  | 44 |
| Tại sao chính sách tài khóa là<br>một cách tiếp cận sai lầm? | 49 |
| Thay vào đó, chính phủ nên làm gì?                           | 53 |
| Mô hình mới, chính sách mới                                  | 55 |
| <b>Chương 2: Kinh tế học cổ điển</b>                         | 57 |
| Khớp nối các miếng ghép kinh tế                              | 63 |

|                                                        |    |
|--------------------------------------------------------|----|
| Thị trường vận hành có tốt không?                      | 68 |
| Đồng Mác, đồng Yên, đồng Đô la<br>hay đồng Bảng Anh... | 74 |
| ... Đó là thứ cả thế giới phải xoay quanh              | 76 |
| Trục thăng rỗi tiền                                    | 78 |
| Ma sát kinh tế                                         | 80 |

### **Chương 3: Ảnh hưởng của Keynes**

|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| <b>đối với nền kinh tế thế giới</b>                | 83 |
| Cái nhìn mới của Maynard Keynes                    | 85 |
| Thất nghiệp trong thời đại suy thoái               | 86 |
| Cuộc trốn chạy khỏi kinh tế học cổ điển của Keynes | 90 |
| Học thuyết kinh tế của Keynes                      | 92 |
| Chính sách của Keynes                              | 94 |

### **Chương 4: Những người theo học thuyết Keynes**

|                                                        |     |
|--------------------------------------------------------|-----|
| <b>đã sai lầm ở đâu</b>                                | 99  |
| Lí thuyết của Keynes về giá cả                         | 102 |
| Bill Phillips và chiếc máy tính                        | 104 |
| Đường cong Phillips                                    | 105 |
| Hai nhà kinh tế học người Mỹ<br>theo thuyết của Keynes | 107 |
| Giả định về tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên                 | 111 |
| Tiếng chuông báo tử của đường cong Phillips            | 116 |

|                                                                                   |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Lí thuyết về tỉ lệ lạm phát tự nhiên:                                             |     |
| Sự thật hay điều tưởng tượng?...                                                  | 118 |
| ... Là khoa học hay niềm tin tôn giáo?                                            | 120 |
| <b>Chương 5: Giả thuyết Kỳ vọng Hợp lí</b>                                        | 123 |
| Bob Lucas và chính sách kinh tế                                                   | 125 |
| Ảnh hưởng của một người Pháp                                                      | 128 |
| Lucas đã thay đổi kinh tế học vĩ mô như thế nào                                   | 131 |
| Lí thuyết chu kì kinh tế thực                                                     | 134 |
| Kinh tế học hậu Keynes                                                            | 140 |
| Thuyết số lượng tiền tệ                                                           |     |
| trong vỏ bọc kinh tế của Keynes                                                   | 144 |
| <b>Chương 6: Các ngân hàng trung ương ảnh hưởng đến cuộc sống của bạn thế nào</b> | 147 |
| Ai sở hữu Fed?                                                                    | 150 |
| Đồng tiền khiến cả thế giới phải xoay quanh                                       | 152 |
| Fed của thời hiện đại                                                             | 153 |
| Chống chọi với lạm phát                                                           | 155 |
| Chiến đấu với nạn thất nghiệp                                                     | 157 |
| Vai trò của lạm phát                                                              | 160 |
| Thời kì ôn hòa vĩ đại                                                             | 161 |
| Vai trò của may rủi                                                               | 163 |
| Khoảnh khắc Minsky                                                                | 166 |
| Công cuộc bảo vệ ngân hàng trung ương                                             | 168 |
| Tương lai của các ngân hàng trung ương                                            | 170 |

|                                                                                |     |
|--------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Chương 7: Tại sao tỉ lệ thất nghiệp cao lại tồn tại</b>                     | 173 |
| Đặt thất nghiệp vào lại mô hình cổ điển                                        | 175 |
| Tại sao họ thất bại: miếng ghép của Shimer                                     | 177 |
| Tỉ lệ thất nghiệp luôn luôn ở mức tối ưu?                                      | 178 |
| Hạt sạn trong các mô dầu                                                       | 180 |
| Tại sao thị trường tìm kiếm hoạt động không hiệu quả                           | 183 |
| Tại sao tỉ lệ thất nghiệp cao lại tồn tại                                      | 184 |
| Tại sao tiền lương không giảm                                                  | 186 |
| Kinh tế cổ điển và kinh tế của Keynes nhìn nhận thế nào về lí thuyết tìm kiếm? | 189 |
| <br><b>Chương 8: Tại sao bạn nên quan tâm tới thị trường chứng khoán</b>       | 193 |
| Quy luật thị trường có điều khiển thị trường?                                  | 195 |
| Hay niềm tin dẫn dắt thị trường?                                               | 197 |
| Ai mới đúng?                                                                   | 199 |
| Dao động tâm lí là duy lí                                                      | 201 |
| Kinh tế học hành vi hay lựa chọn duy lí?                                       | 204 |
| Vai trò của sự thịnh vượng                                                     | 208 |
| Các nhà kinh tế theo trường phái Keynes đã sai ở đâu                           | 211 |

|                                                                           |     |
|---------------------------------------------------------------------------|-----|
| Các nhà kinh tế theo trường phái cổ điển<br>đã sai ở đâu                  | 212 |
| Dừng chạy tán loạn!                                                       | 214 |
| <b>Chương 9: Một cuộc đại suy thoái<br/>liệu có xảy ra lần nữa?</b>       | 217 |
| Hai Ngày thứ Hai đen tối                                                  | 218 |
| Thầy phù thủy Greenspan                                                   | 222 |
| Sự sụp đổ năm 2008                                                        | 224 |
| Nhà đất và cổ phiếu: Hai đỉnh sinh đôi                                    | 225 |
| Bãi bỏ luật và quy tắc kế toán                                            | 227 |
| Sự kết thúc của đạo luật Glass-Steagall                                   | 229 |
| Kế toán theo giá hợp lí                                                   | 231 |
| Lỗi có phải đến từ việc bãi bỏ các quy định?                              | 232 |
| Chỉ thiếu tính thanh khoản hay thực sự đã vỡ nợ?                          | 234 |
| Điều gì sẽ xảy ra tiếp theo?                                              | 235 |
| <b>Chương 10: Chính sách tiền tệ và tài khóa<br/>có thực sự hiệu quả?</b> | 239 |
| Chính sách tiền tệ truyền thống                                           | 241 |
| Nói lỏng định lượng                                                       | 243 |
| Kế hoạch của Bernanke                                                     | 245 |
| Các ngân hàng trung ương nghĩ gì                                          | 247 |
| Khi bong bóng vỡ                                                          | 249 |
| Obama, Brown và Sarkozy                                                   | 251 |



|                                                |     |
|------------------------------------------------|-----|
| Hệ số nhân thần kì của Christina Romer...      |     |
| nó có thực sự lớn đến vậy?                     | 252 |
| Bài học từ đại suy thoái                       | 256 |
| Giai đoạn đầu của sự phục hồi                  | 257 |
| Giai đoạn thứ hai của sự phục hồi              | 259 |
| Hai lí do cho chính sách thâm hụt ngân sách    | 260 |
| Chúng ta có cần một chính phủ lớn hơn?         | 261 |
| Các gói kích cầu có làm niềm tin phục hồi?     | 264 |
| Hãy chỉ cho tôi một nhà kinh tế học quyết đoán | 264 |
| <b>Chương 11: Làm thế nào để giải quyết</b>    |     |
| <b>khủng hoảng tài chính</b>                   | 267 |
| Điều gì đã xảy ra vào năm 2008                 | 269 |
| Một đòn bẩy chính sách mới                     | 271 |
| Chỉ số chứng khoán và quỹ đầu tư chỉ số        | 273 |
| Kế hoạch ngăn ngừa sự sụp đổ                   |     |
| và tình trạng bong bóng                        | 276 |
| Thiết lập một chứng chỉ quỹ                    | 278 |
| Kéo đòn bẩy                                    | 279 |
| Các ngân hàng cần được điều chỉnh              |     |
| theo cách thế nào                              | 282 |
| Tóm tắt về các lập luận của tôi                | 285 |
| Giữa Keynes và Hayek                           | 288 |
| <b>Index</b>                                   | 291 |

## LỜI NHÀ XUẤT BẢN

Xin bạn đọc lưu ý, Nhà xuất bản Tri thức trân trọng giới thiệu cuốn sách *Cách nền kinh tế vận hành* (How economy works - Confidence, Crashes and Self-Fulfilling Prophecies, Oxford University Press, 2010) của Roger E. A. Farmer, do dịch giả Trần Mai Sơn và Dương Thu Thủy dịch một cách đầy đủ và mạch lạc.

Chúng tôi tôn trọng, nhưng không nhất thiết đồng tình với quan điểm, cách tiếp cận và lí giải riêng của tác giả về các vấn đề được đề cập đến trong cuốn sách.

Chúng tôi mong độc giả đọc cuốn sách này như một tài liệu tham khảo với tinh thần phê phán và khai phóng.

**Xin chân thành cảm ơn!**



## LỜI NÓI ĐẦU

Cuốn sách *Cách nền kinh tế vận hành* được xuất bản lần đầu tiên vào năm 2010. Thời điểm này cũng là lúc thế giới đang phải vật lộn với cuộc suy thoái tồi tệ nhất kể từ những năm 1930. Đã ba mươi bảy tháng trôi qua kể từ thời điểm Cục nghiên cứu Kinh tế Quốc gia Hoa Kỳ (NBER) tuyên bố cuộc khủng hoảng kinh tế lần này đã chấm dứt, nhưng vào tháng 6 năm 2009, Chính phủ Hoa Kỳ vẫn còn rất nhiều việc phải làm để có thể phục hồi số việc làm cho người lao động về mức trước khủng hoảng. Tôi viết cuốn sách này nhằm giúp các bạn hiểu rõ hơn tại sao những điều tồi tệ này lại xảy ra, và đưa ra một số ý tưởng nhằm ngăn chặn các cuộc khủng hoảng tài chính tương tự có thể xảy ra trong tương lai.

Rất nhiều người đã hỏi tôi rằng liệu kinh tế học có phải là một môn khoa học. Câu trả lời của tôi phần lớn là có. Kinh tế học là một môn khoa học: nhưng không phải là một môn khoa học thực nghiệm. Nhiệm vụ của

## Cách nền kinh tế vận hành

một nhà kinh tế có nhiều nét tương đồng với nhiệm vụ của một nhóm các nhà hóa học. Hãy tưởng tượng rằng các nhà hóa học được yêu cầu xác định một hợp chất chưa được biết đến với một số điều kiện ràng buộc bất thường. Thứ nhất, họ chỉ được tiến hành không quá ba thí nghiệm trong vòng một thế kỉ; thứ hai, khi nhân sự trong nhóm có sự thay đổi thì các thành viên mới sẽ không được phép đọc các ghi chú về quá trình nghiên cứu của những người tiền nhiệm.

Đó là cách các nghiên cứu được tiến hành trong kinh tế học. Những thí nghiệm này thường được tiến hành khi những sự kiện kinh tế mang tính bước ngoặt xảy ra: ví dụ như cuộc Đại suy thoái những năm 1930, hiện tượng suy phát những năm 1970 hay cuộc Đại khủng hoảng diễn ra vào năm 2008. Chúng đã được xem xét và đánh giá cẩn thận trong các công trình nghiên cứu vĩ đại của các nhà kinh tế học thời kì trước. Tuy nhiên, các công trình này thường không được sinh viên chuyên ngành kinh tế tìm hiểu nữa, do họ được dạy rằng nghiên cứu về lịch sử ngành kinh tế hay lịch sử của tư duy nói chung là sự sao nhãng không cần thiết khi họ cần phải chuyên tâm vào việc xây dựng các mô hình toán học được dựa trên các lí thuyết chặt chẽ.

Tất cả những điều này cần phải được thay đổi. Tôi hi vọng rằng, bằng cách giới thiệu lịch sử phát triển của các học thuyết kinh tế, cuốn sách này sẽ cổ vũ

được một số bộ óc mới dành thêm thời gian đào sâu tìm hiểu về những tư tưởng đã hình thành nên chuyên ngành của chúng ta hiện nay.

Tuy vậy, cuốn sách này không dừng lại ở việc giới thiệu về lịch sử của các học thuyết kinh tế. Nó còn đưa ra một số ý tưởng mới và thúc giục cho sự ra đời của các chính sách kinh tế mới dựa trên nền tảng của các ý tưởng nói trên. Đề xuất chính của tôi là việc các kho bạc quốc gia và ngân hàng trung ương cần phải can thiệp vào thị trường tài chính để có thể giúp thị trường chứng khoán trở nên ổn định. Trong quá trình viết cuốn sách này, tôi đã liên tục phát triển thêm lí thuyết của mình để có thể đưa ra các ý tưởng nói trên.

Năm 2012, tôi đã công bố một bài báo trên Tập san kinh tế (*Economic Journal*) (Farmer 2012a) trong đó lí giải tại sao tỉ lệ thất nghiệp có thể tồn tại dai dẳng ở mức cao. Và vào năm 2011, trong bài tham luận trình bày tại Hiệp hội tính toán kinh tế (Society for Computational Economics), tôi đã đưa ra các bằng chứng thực nghiệm cho thấy khi thị trường chứng khoán sụp đổ thì tỉ lệ thất nghiệp cũng tăng theo. Bài tham luận sau đó được công bố trên một tạp chí chuyên ngành (Farmer 2012b) và đưa ra những bằng chứng thuyết phục rằng chúng ta nên dành sự quan tâm rõ rệt hơn tới những sự dao động bất thường trên thị trường tài chính.

Thất nghiệp thường tồn tại rất dai dẳng nhưng chúng ta hoàn toàn có khả năng đưa ra những dự đoán tương đối chính xác về tỉ lệ này trong tương lai thông qua hình chiếu về sự biến thiên của tỉ lệ này trong thời điểm hiện tại. Thêm vào đó, thị trường chứng khoán cũng cung cấp thêm nhiều thông tin có giá trị nhằm cải thiện khả năng dự đoán về thời điểm xuất hiện và kết thúc của các cuộc khủng hoảng. Một vài nhà kinh tế cho rằng các thông tin từ thị trường chứng khoán có thể giúp chúng ta dự đoán được thời điểm xảy ra các cuộc khủng hoảng do thị trường này ẩn chứa các dấu hiệu về các sự kiện có thể xảy ra trong tương lai. Tôi thì có một cách nhìn khác có vẻ hợp lý hơn. Thực tế, sự sụp đổ nghiêm trọng của giá trị thị trường chứng khoán thường là nguyên nhân tạo ra các cuộc khủng hoảng kinh tế. Khi các hộ dân và các doanh nghiệp mất niềm tin vào giá trị của những tài sản họ đang sở hữu thì sự mất niềm tin đó sẽ trở thành một lời tiên tri tự đúng. Chính tư tưởng này khiến tôi đã đặt tiêu đề cho bài báo 2012b của mình là: "Sự sụp đổ của thị trường chứng khoán năm 2008 là nguyên nhân dẫn tới Đại khủng hoảng".

Thực tế, ngay sau khi Đại suy thoái năm 1930 xảy ra, đã xuất hiện rất nhiều lời kêu gọi chính phủ cần phải quản lý thị trường tài chính, và các chính trị gia đã đưa ra một loạt các biện pháp cải tổ. Nổi bật nhất trong



số đó có thể kể đến Đạo luật Glass-Steagall, với mục đích phân tách rõ ràng cách hoạt động của các ngân hàng đầu tư và ngân hàng thương mại. Đạo luật này được xây dựng nhằm ngăn chặn không cho các ngân hàng lặp lại các sai lầm khiến cho cuộc Đại suy thoái tại Hoa Kỳ trở nên trầm trọng hơn.

Trong suốt những năm 1970, các nhà kinh tế tại trường Đại học Chicago đã phát triển lên Giả định thị trường hiệu quả (EMH), nhấn mạnh vào vai trò quan trọng của một thị trường tài chính không bị chi phối tới tính hiệu quả của việc phân bổ nguồn vốn. Lí thuyết EMH đã nhận được sự chấp nhận rộng rãi từ các nhà kinh tế, chính trị gia cũng như các nhà hoạch định chính sách. Chính điều này đã mở đường cho xu hướng tự do hóa thị trường tài chính toàn cầu và đặt dấu chấm hết cho tư duy cần phải quản lí thị trường tài chính của thời kì sau Đại suy thoái, trong đó bao gồm cả Đạo luật Glass-Steagall.

Trong lí thuyết EMH có hai quan điểm thường hay bị hiểu nhầm. Quan điểm thứ nhất, “không có bữa trưa nào là miễn phí” lập luận rằng nếu không sở hữu các thông tin nội bộ, một nhà đầu tư sẽ không thể kiếm được bất kì lợi nhuận nào từ việc mua và bán các loại cổ phiếu, trái phiếu hay chứng khoán phái sinh. Được hậu thuẫn bởi rất nhiều các nghiên cứu kĩ lưỡng, quan điểm này mô tả khá tốt về cách thế giới hiện tại đang vận hành.



## Cách nền kinh tế vận hành

Quan điểm thứ hai, “mức giá này là phù hợp”, khẳng định rằng thị trường tự do phân bổ nguồn vốn theo cách hiệu quả nhất, rằng các sự can thiệp của chính phủ vào thị trường chỉ có thể mang lại hệ quả rằng khi một người được nhận thêm các lợi ích thì đồng thời một người khác đã bị tước đi các lợi ích tương tự. Quan điểm này hiển nhiên là không chính xác và tôi đã lí giải việc này trong một bài báo đồng tác giả đạt giải gần đây (Farmer 2012c).

Thực tế, để thị trường tài chính có thể hoạt động được tốt, những ai đang phải chịu tác động bởi các cuộc khủng hoảng tài chính đều cần phải tham gia vào thị trường này. Tuy vậy, hệ quả của một cuộc khủng hoảng tài chính có thể kéo dài tới 20 năm hoặc hơn, và có rất nhiều người đang gánh chịu ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng này còn chưa được sinh ra vào thời điểm nó bắt đầu. Quy luật về việc con người sẽ sinh ra và chết đi sẽ ảnh hưởng thế nào tới tính hiệu quả của thị trường tài chính?

Thử tưởng tượng, ở một vũ trụ song song nào đó, bạn có thể chọn được thế giới mà mình sẽ sinh ra. Nếu muốn thử, bạn có thể tung một đồng xu để xác định nơi mình sẽ được sinh ra. Nếu là mặt ngửa, bạn sẽ được sinh ra tại một thế giới khá giống với những năm 1920, khi nền kinh tế đang bùng nổ với nhiều công ăn việc làm và thị trường chứng khoán lên xuống giống

như đang chơi trò tàu lượn vậy. Và nếu là mặt sắp, bạn sẽ sinh ra trong một thế giới tương tự những năm 1930, khi tỉ lệ thất nghiệp lên tới mức 20% và người lao động di chuyển từ bang này sang bang khác để cố tìm lấy một việc làm được trả lương. Thế giới bạn được sinh ra sẽ phụ thuộc hoàn toàn vào sự may rủi.

Thay vào đó, hãy tưởng tượng bạn sẽ có thêm một lựa chọn nữa thay vì chỉ hai có lựa chọn trái ngược nói trên. Theo đó, thay vì nguy cơ sinh ra vào giữa thời cuộc Đại suy thoái đang diễn ra, bạn có thể chọn để được sinh ra vào những năm 1950. Nền kinh tế thời kỳ này không bùng nổ, nhưng cũng không rơi vào trạng thái khủng hoảng. Chất lượng cuộc sống tăng lên một cách ổn định và vào thời điểm bạn tốt nghiệp trung học hay đại học, cơ hội để bạn kiếm được một công việc với mức lương tốt là tương đối cao.

Lí thuyết EMH, món đồ trang sức đẹp nhất trên chiếc vương miện của trường phái kinh tế ủng hộ thị trường tự do, sẽ đưa ra cho bạn một lựa chọn đầy hoang đường. Nếu thị trường tài chính vận hành đúng theo cách mà các nhà kinh tế theo trường phái thị trường tự do tại Chicago dự đoán, bạn sẽ được sống trong một thế giới thần tiên giống như Alice, nơi mà khủng hoảng kinh tế không hề xảy ra. Sự biến động của thị trường tài chính sẽ không tồn tại, bởi một yếu tố tôi gọi là “thị trường tài chính tiền sinh” (*prenatal financial market*).

Vậy “thị trường tài chính tiền sinh” vận hành như thế nào? Trong thị trường này, nếu thấy một mã chứng khoán có vẻ đang ở mức giá thấp, bạn sẽ được phép vay mượn để mua chúng. Tương tự, nếu thấy một mã chứng khoán có vẻ đang bị làm giá, bạn cũng được phép vay mượn các cổ phiếu mà bạn chưa sở hữu để đầu tư. Hành động trên được gọi là bán khống (*short selling*), và bạn sẽ có được lợi nhuận nếu thị trường sụt giảm do bạn chỉ phải mua lại các cổ phiếu ở mức giá thấp hơn mức giá mà bạn được mượn trước đó.

Khía cạnh bất thường duy nhất của các loại giao dịch nói trên là chúng chỉ có thể diễn ra trong môi trường giả định hoặc trong một thị trường tài chính tiền sinh không thực sự tồn tại mà thôi. Bởi vì nếu thị trường đó mà tồn tại thật, thì sẽ xảy ra trường hợp ngay khi bạn được sinh ra, bạn đã có một số tài sản nhất định thông qua các thương vụ đầu tư khi bạn còn chưa ra đời. Trong một số trường hợp, bạn sinh ra đã là triệu phú nhờ vào các thương vụ đầu tư đúng đắn trước đó. Ở trường hợp khác, ngay khi được sinh ra, bạn đã phải gánh một khoản nợ. Bạn sẽ phải trả khoản nợ này trước cả lúc bạn có thể tiết kiệm tiền để học đại học hay nghỉ hưu.

Điều này nghe thật hoang đường phải không? Nhưng nó chính xác là điều các nhà kinh tế ám chỉ khi họ lập luận rằng thị trường tài chính hoạt động rất

hiệu quả. Theo đó, mong muốn tránh xa rủi ro của những đứa trẻ chưa được sinh ra sẽ là yếu tố chính khiến cho giá cổ phiếu trên thị trường này không biến động nhiều.

Vậy nếu thị trường không hoạt động thực sự hiệu quả thì chúng ta có thể làm được gì? Tôi tin rằng các chính phủ, hành động đại diện cho những công dân chưa chào đời, có thể khiến phúc lợi xã hội trở nên tốt hơn.

Vào tháng 4 năm 2013, trong phiên điều trần trước Ủy ban kho bạc thuộc Nghị viện Anh, tôi đã ủng hộ cho việc thành lập Quỹ đầu tư chính phủ Anh (*sovereign wealth fund*) với chức năng mua bán cổ phiếu trên thị trường chứng khoán để đổi lấy nợ chính phủ. Mục đích của quỹ này là nhằm ổn định giá trị thị trường chứng khoán thông qua việc thực hiện các giao dịch nhân danh các thế hệ công dân tương lai. Các bạn có thể tìm thấy câu trả lời cho một số câu hỏi đẩy lên từ việc thực thi chính sách này trong văn bản tôi đã gửi tới Nghị viện (Farmer 2013b).

Và từ khi ấn bản đầu tiên của cuốn *Cách nền kinh tế vận hành* được in, tôi đã có thêm trên 30 bài viết được đăng trên *Financial Times*, *Project Syndicate*, *VoxEU* cùng với một blog và trang tin khác. Các bài viết đó đều được dẫn nguồn đầy đủ trên website của tôi [www.rogerfarmer.com](http://www.rogerfarmer.com). Rất nhiều bài viết trong số đó

đã lọt vào danh sách 5 hay 10 bài viết nổi bật nhất trên diễn đàn các nhà kinh tế của *Financial Times* trong nhiều tháng liền, và vào thời điểm tôi đang viết những dòng này một số bài vẫn nằm trong danh sách đó. Tựu trung lại, các bài phân tích đó đều là những mô tả mạch lạc về cuộc Đại khủng hoảng khi nó bắt đầu năm 2009. Khi đó, tôi là một trong số những người đầu tiên, nếu không phải là đầu tiên, cho rằng cuộc Đại khủng hoảng là hệ quả có thể xảy ra theo sau sự kiện sụp đổ của Lehman Brothers vào tháng 9 năm 2008.

Sự sụp đổ của thị trường chứng khoán năm 2008 có thể dễ dàng dẫn đến sự xuất hiện của một cuộc Đại suy thoái thứ hai, không chỉ ở Hi Lạp, Tây Ban Nha, Bồ Đào Nha, Ai Len, khi mà tỉ lệ thất nghiệp ở một vài nơi đã lên tới mức 27%, mà còn có thể xảy ra ở Hoa Kỳ, Anh và các quốc gia Bắc Âu. Tuy vậy những tai họa đó đã được ngăn chặn nhờ vào những chính sách can thiệp kịp thời của các ngân hàng trung ương và kho bạc nhà nước. Tại Hoa Kỳ, Anh và Nhật Bản, chúng ta có thể chứng kiến nguồn cung tiền đã được gia tăng nhanh chóng và các ngân hàng trung ương đã bắt đầu mua lại những tài sản rủi ro hơn như các chứng chỉ được bảo đảm bằng thế chấp hay trái phiếu chính phủ dài hạn. Những hành động đó đã giúp giá trị thị trường chứng khoán các quốc gia nói trên không bị giảm thêm mà chúng đã bắt đầu phục hồi trở lại, mặc dù với tốc độ chậm chạp.



Theo tôi, đối với người dân, hiểu biết về kinh tế học có vai trò quan trọng không thua kém gì so với hiểu biết về toán học hay vật lí. Và việc nắm được cách các học thuyết kinh tế tác động lên những chính sách kinh tế thế nào và tiếp đó các chính sách này đang hằng ngày ảnh hưởng to lớn đến cuộc sống của chúng ta ra sao càng trở nên quan trọng hơn bao giờ hết. Tôi hi vọng ấn bản mới của cuốn sách *Cách nền kinh tế vận hành* này có thể đóng góp một phần vào công cuộc lớn lao đó. Tôi cũng mong những ý tưởng mới mà tôi cung cấp thêm sẽ được các độc giả đón nhận.

Cuối cùng, không thể kết thúc Lời nói đầu mà không gửi lời cảm ơn đến những người đã hỗ trợ tôi trong quá trình hoàn thành cuốn sách này. Tôi xin gửi lời cảm ơn chân thành tới những người đã khuyến khích tôi đi xa hơn trong dự án này cũng như những người đã bình luận và góp ý cho tôi trong ấn bản đầu tiên. Xin gửi lời cảm ơn tới Scott Parris tại Nhà xuất bản Đại học Oxford vì gợi ý việc ra mắt ấn bản bìa mềm. Tôi cũng xin gửi lời cảm ơn tới rất nhiều độc giả đã email góp ý cho tôi: George Blackford, Leigh Caldwell, Chang-Yiu Peter Chiu, Matthew Frost, John Hartwick, Kurt Groat, Yaroslav Pavlenko, Salim Rashid, Lawrence Stelter và Ben Sykes. Cảm ơn những sinh viên và đồng nghiệp của tôi, Fernando Giuliano, Jang-Ting Guo, Vadim Khramov, Ming-ming Jiang, Dmitry Plotnikov

Cách nền kinh tế vận hành

và con trai tôi Leland E. Farmer vì những phản hồi và đóng góp về chuyên môn. Hơn hết, tôi nợ một lời cảm ơn sâu sắc tới vợ tôi, C. Roxanne Farmer, người đã hỗ trợ trong việc biên tập và soát lỗi chính tả của mọi thứ tôi viết trong nhiều năm liền.

**Roger E. A. Farmer**

Luân Đôn, Anh Quốc, tháng 8 năm 2013

## CHƯƠNG I

# Giới thiệu

*Nếu các nhà kinh tế có thể khiêm tốn, giới giang ở mức độ của các nhà sĩ thời thì đó cũng đã là một điều tuyệt vời rồi.*

**John Maynard Keynes**

(1931, trang 373, ấn bản của Norton 1963)

## **SỰ SỤP ĐỔ CỦA NGÂN HÀNG NORTHERN ROCK**

Tháng 9 năm 2007, tôi tham dự một hội thảo tại Ngân hàng Anh với chủ đề “Thời kì ôn hòa vĩ đại” (The Great Moderation). Tên của chủ đề này dựa trên một thực tế là kể từ sau Thế chiến thứ II, hệ thống tài chính toàn cầu đã trở nên ổn định rõ rệt, đặc biệt là trong giai đoạn sau năm 1980. Thật vậy, từ năm 1951 đến năm 1979, những chỉ số như lạm phát, lãi suất và tỉ lệ thất nghiệp luôn ở mức cao và biến đổi khó lường. Nhưng



## Cách nền kinh tế vận hành

kể từ năm 1980, các chỉ số nói trên đều giảm xuống và chỉ dao động nhẹ qua các tháng. Mọi thứ đã thay đổi. Nhưng tại sao?

Các nhà kinh tế từ khắp nơi trên thế giới gặp nhau tại Luân Đôn lúc đó đều có chung tâm trạng phấn khích. Chúng tôi tham dự hội thảo với mục tiêu xác định rằng sự tăng trưởng vượt bậc của nền kinh tế thế giới là do sự xuất hiện của các công nghệ mới, do hiểu biết tốt hơn về chính sách tiền tệ của các nhà kinh tế và ngân hàng trung ương, hay đơn thuần là do may mắn. Rất nhiều tham luận được trình bày tại hội thảo cho thấy các ngân hàng trung ương đã làm rất tốt nhiệm vụ của mình thông qua việc tạo ra một loạt các chính sách mới, áp dụng trần lạm phát hay đưa ra một mô hình tài chính mới dựa trên lý thuyết của Keynes. Chúng tôi nghĩ rằng những điều đó đã tạo nên sự ổn định cho hệ thống tài chính toàn cầu. Nhưng thực tế chúng tôi đã nhầm to.

Vào buổi tối ngày 13 tháng 9, ngày cuối cùng của hội thảo, chúng tôi tụ hội tại phòng tiệc (Court Room) của Ngân hàng Anh để tham gia tiệc tối. Đáng lẽ bữa tiệc này sẽ được chủ trì bởi Mervyn King, Thống đốc Ngân hàng Anh, nhưng sau đó lại bị trì hoãn vì những lý do không rõ ràng. Cuối cùng, Charlie Bean, Giám đốc nghiên cứu của ngân hàng trở thành người phát biểu mở màn bữa tiệc. Bàn của tôi gồm có năm nhà nghiên

cứu và Rachel Lomax, một trong hai Phó Thống đốc ngân hàng. Đó là một bữa tiệc tuyệt vời. Các nhân viên ngân hàng đều mặc đồng phục với ghi-le đỏ và áo khoác hồng. Phòng diễn ra bữa tiệc thì có thể coi là một kì quan kiến trúc, là một trong số ít căn phòng được thiết kế bởi John Soane từ năm 1814 còn nguyên vẹn trong khi phần lớn các khu vực khác của tòa nhà đã phải tu sửa vào năm 1925. Tôi đã có một cuộc nói chuyện thú vị với Rachel Lomax, dù cuộc trao đổi thường xuyên bị ngắt quãng vì cô liên tục phải tạm thời đi xử lí các vấn đề kinh doanh khẩn cấp. Mervyn King không hề xuất hiện trong suốt bữa tiệc. Ngày hôm sau tôi mới được biết rằng, khi tôi có mặt ở bữa tiệc thì đồng thời cuộc đàm phán về gói cứu trợ ngân hàng đầu tiên cũng đang diễn ra. Nó chính là điểm khởi đầu cho cuộc khủng hoảng tài chính lớn nhất kể từ thời kì Đại suy thoái tới nay.

Năm 2007, Ngân hàng Northern Rock lúc đó là một trong năm ngân hàng cho vay thế chấp lớn nhất tại Vương quốc Anh. Xuất phát điểm của ngân hàng này là một tổ chức tín dụng dành cho nhà ở, với cách hoạt động tương đối lạ lùng khi tổ chức này trả lại toàn bộ lợi nhuận kinh doanh của mình cho các thành viên. Theo truyền thống, các ngân hàng và các tổ chức tín dụng như thế này tại Anh đều lấy tiền từ những người gửi tiết kiệm tại địa phương, sau đó, cho phép những

người dân trong khu vực đó có thể mượn tiền dưới dạng thế chấp được đảm bảo bởi bất động sản. Điều đó khiến cho các quản lí ngân hàng đều biết rõ và có quan hệ cá nhân với mọi khách hàng của mình. Các tổ chức dạng này thuộc sở hữu của những người gửi tiền và bất kì khoản lợi nhuận nào thu được cũng được trả lại cho người gửi dưới dạng cổ tức.

Những năm 1990, với sự cho phép của chính phủ, Northern Rock đã trở thành một tổ chức vì lợi nhuận và bắt đầu bán cổ phần trên thị trường chứng khoán. Trong vòng vài năm đầu của những năm 2000, Northern Rock và một số các ngân hàng thương mại khác bắt đầu cho khách hàng vay các khoản vay rủi ro hơn và thường xuyên vay vốn liên ngân hàng trong ngắn hạn để đảm bảo cho việc thực hiện các khoản thế chấp. Ngân hàng này thậm chí còn cho phép người vay thế chấp lên tới 125% giá trị căn nhà. Tuy nhiên, lượng tiền từ người gửi tương đối ít, Northern Rock đã buộc phải dựa vào các khoản vay ưu đãi từ Hệ thống Liên Ngân hàng Luân Đôn (London Interbank Market) để đảm bảo việc cho vay của mình.

Tỉ lệ giữa vốn vay và vốn cho vay của mỗi ngân hàng này được gọi là LIBOR, hay tỉ lệ lãi suất liên ngân hàng Luân Đôn (the London Interbank Offered Rate). Tháng 8 năm 2007, tỉ lệ LIBOR bắt đầu tăng nhanh chóng và mô hình kinh doanh của ngân hàng

Northern Rock bỗng chốc trở nên không bền vững. Ngân hàng này bắt buộc phải xin Ngân hàng Anh cấp vốn hỗ trợ thanh khoản khẩn cấp. Đến tháng Hai năm 2008, Northern Rock phá sản, và trở thành định chế tài chính đầu tiên trên thế giới được Chính phủ mua lại. Sau đó, rất nhiều các tổ chức tài chính khác cũng rơi vào tình cảnh tương tự và cũng được chính phủ mua lại một phần hay toàn bộ. Không lâu sau sự sụp đổ này của Northern Rock, hệ thống tài chính toàn cầu đã trải qua một cuộc khủng hoảng tồi tệ chưa từng thấy kể từ những năm 1930. Cuốn sách này sẽ giải thích tại sao chúng ta lại lâm vào tình cảnh ấy và chúng ta có thể làm gì trong tương lai để ngăn chặn không cho những tình huống như vậy xảy ra.

## **KINH TẾ HỌC CỔ ĐIỂN VÀ KINH TẾ HỌC CỦA KEYNES**

Từ trước đến nay trong kinh tế học luôn tồn tại hai trường phái đối lập và có sự bất đồng chính kiến dai dẳng về việc nền kinh tế nên được vận hành thế nào. Một bên là các nhà kinh tế theo trường phái cổ điển, ví dụ như Eugene Fama của Đại học Chicago. Trường phái này cho rằng bản thân thị trường có khả năng tự điều tiết để trở nên cân bằng, do đó mọi sự can thiệp của nhà nước thường chỉ khiến mọi việc trở nên tồi tệ

hơn. Bên còn lại là các nhà kinh tế theo trường phái của Keynes, ví dụ như Paul Krugman, nhà kinh tế được giải Nobel đồng thời cũng là một nhà bình luận nổi tiếng trên tờ *New York Times*. Những nhà kinh tế này lại cho rằng thị trường đôi lúc sẽ cần đến một số sự trợ giúp nhỏ từ nhà nước để có thể cân bằng tốt hơn.

Trong những năm 1980, chính phủ Hoa Kỳ dưới thời Tổng thống Ronald Reagan và chính phủ Anh dưới thời Thủ tướng Margaret Thatcher đều chịu ảnh hưởng mạnh mẽ tư tưởng của trường phái kinh tế cổ điển. Một nhân vật tiêu biểu của trường phái này, và cũng có ảnh hưởng trực tiếp đến các chính sách kinh tế của hai nước nói trên là Friedrich Hayek. Ông là một nhà trí thức người Áo, nhưng để chạy trốn sự truy quét của Phát xít Đức đã sang Anh và dạy học tại Đại học Kinh tế Luân Đôn (London School of Economics). Vào năm 1944, ông đã cho ra đời tác phẩm nổi tiếng có tên *Đường về nô lệ*, bàn về việc xu hướng cộng sản đang manh nha khắp châu Âu thời bấy giờ sẽ không thể dung hòa được với các thể chế dân chủ hiện thời như thế nào<sup>1</sup>. Bản thân Hayek là một người chống đối mạnh mẽ mọi hình thức tồn tại của chủ nghĩa xã hội, và tư tưởng này của Hayek đã có những ảnh hưởng quan trọng tới những quyết định của Margaret

---

<sup>1</sup> Hayek (1944).



Thatcher<sup>2</sup>. Triết lí cơ bản của Hayek về kinh tế học cũng có thể được tóm tắt một cách hoàn hảo bằng câu nói nổi tiếng sau của Ronald Reagan: “Mười ba từ đáng sợ nhất trong tiếng Anh chính là (ở đây trích lại nguyên văn 13 từ đó): “Tôi làm việc cho chính phủ và tôi đến đây để giúp bạn””.

Trái ngược với các chính sách kinh tế của Reagan và Thatcher, sự điều hành của chính phủ Obama vào năm 2009 lại chịu ảnh hưởng mạnh từ tư tưởng của John Maynard Keynes, người đã viết ra cuốn sách nổi tiếng *Lí thuyết tổng quát về việc làm, lãi suất và tiền tệ* (The General Theory of Employment, Interest and Money) năm 1936. Trong cuốn sách này, Keynes đã xây dựng nên một lí thuyết kinh tế hoàn toàn mới so với các lí thuyết trước đó để giải thích về cách nền kinh tế vận hành. Keynes cho rằng cuộc khủng hoảng Đại suy thoái xảy ra là do các doanh nghiệp đã không đầu tư đúng mức vào việc xây dựng công xưởng và mua sắm máy móc. Đáng lẽ, chính phủ phải tăng đầu tư nhằm khóa lấp khoảng trống trong việc đầu tư của các khối tư nhân, thông qua việc vay vốn. Lập luận này của Keynes đã để lại hệ quả trong thực tế khi mức đầu tư

---

<sup>2</sup> “Tiếng nói phê phán mạnh mẽ nhất về cơ chế kinh tế xã hội chủ nghĩa và chính quyền xã hội chủ nghĩa tôi đã đọc gần đây (vào cuối những năm 1940), và khiến tôi đọc đi đọc lại nhiều lần chính là *Đường về nô lệ* của F.A. Hayek”. Thatcher (1995, trang 50).

## Cách nền kinh tế vận hành

của chính phủ Hoa Kỳ vào nền kinh tế nước này tại thời điểm hiện tại đã chiếm tới gần một phần ba tổng mức đầu tư.

Tóm lại, Hayek là một người theo đuổi chủ nghĩa cá nhân nên ông luôn phản đối mạnh mẽ tư tưởng về chủ nghĩa xã hội. Hayek tin rằng sự can thiệp vào thị trường của chính phủ là lợi bất cập hại. Trong khi đó thì Keynes lại cho rằng thị trường cần thêm sự điều phối của chính phủ để có thể vận hành tốt hơn, tựa như việc người ta cần tra thêm dầu vào những bánh xe gỉ sét. Sự bất đồng chính kiến giữa trường phái kinh tế cổ điển và kinh tế của Keynes một lần nữa đã tạo thành một cuộc bút chiến trên những tờ báo nổi tiếng như *Wall Street Journal* và *New York Times* vào năm 2007. Cuộc chiến lần này tiếp tục xoay quanh vấn đề vai trò của chính phủ đối với nền kinh tế. Vậy cuộc chiến đó như thế nào? Ai là những người khởi xướng? Ai mới là người có lý?

## QUY MÔ CỦA CHÍNH PHỦ

Chính phủ nên có quy mô lớn hay nhỏ? Chính phủ có nên thi thoảng can thiệp vào thị trường hay để thị trường tự vận hành? Mặc dù hai câu hỏi khác nhau về bản chất, nhưng trên thực tế, có rất nhiều người lại hay nhầm chúng là một. Cụ thể, câu hỏi đầu tiên liên quan

đến vấn đề hàng hóa và dịch vụ nên do thị trường hay chính phủ sản xuất và cung ứng. Còn câu hỏi thứ hai liên quan đến việc thị trường tự do sẽ vận hành dưới sự giám sát của những chế tài nào.

Thực tế, sống trong một nền dân chủ, chúng ta cần phải đưa ra quyết định về các vấn đề lớn, như việc có nên dùng ngân sách nhà nước để chi trả cho hệ thống hưu trí hay không, hệ thống giáo dục nên được vận hành bởi chính phủ hay tư nhân, hoặc chúng ta nên cung cấp miễn phí hay chỉ hỗ trợ một phần dịch vụ y tế cho tất cả mọi người. Những câu hỏi này, tương tự câu hỏi thứ nhất ở trên, sẽ quyết định đến quy mô và phạm vi hoạt động của chính phủ.

Ngoài ra, nếu thị trường là nơi cung cấp một số loại dịch vụ, thì chế tài nào sẽ được sử dụng để quản lý hoạt động của các công dân trong thị trường đó? Nếu một doanh nghiệp bị phá sản, tài sản của doanh nghiệp đó sẽ được phân chia thế nào giữa các cổ đông? Chính phủ có nên hạn chế việc sáp nhập của những tập đoàn siêu lớn, có thể ảnh hưởng đến khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp khác trong thị trường đó hay không? Liệu giá cả có nên thả nổi và biến động theo cung cầu thị trường hay cần có một sự điều chỉnh từ chính phủ? Tất cả những câu hỏi này, tương tự câu hỏi thứ hai ở trên, sẽ quyết định đến cơ chế vận hành của thị trường tự do.



Mặc dù trên thực tế, không có câu trả lời nào là hoàn toàn đúng hay hoàn toàn sai cho những câu hỏi nói trên, nhưng có một số nguyên tắc cơ bản có thể được áp dụng để trả lời chúng. Ví dụ như lịch sử đã chứng minh rằng nền kinh tế thị trường có thể mang đến tốc độ tăng trưởng và mức sống cho người dân tốt hơn là nền kinh tế tập trung. Không phải tự nhiên mà bức tường Berlin được phá bỏ vào năm 1989 hay Trung Quốc đang theo Chủ nghĩa Cộng sản của những năm 1972 lại áp dụng mô hình kinh tế thị trường sau chuyến thăm của tổng thống Hoa Kỳ Nixon. Chủ nghĩa tư bản là cỗ máy tạo ra tăng trưởng tốt nhất trong lịch sử loài người. Nó đã giúp nhiều người thoát khỏi tình trạng nghèo đói và khổ cực hơn bất kỳ mô hình nào khác. Tuy nhiên, tư tưởng của chủ nghĩa tư bản không phải là nguyên nhất và không thể tách rời. Chủ nghĩa tư bản có thể tồn tại dưới nhiều hình thái khác nhau, được quyết định bởi luật pháp. Do đó, câu hỏi quan trọng ở đây không phải là có nên theo chủ nghĩa tư bản hay không, mà là nên điều chỉnh nó như thế nào.

## **LÍ THUYẾT THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ**

Có thể nói, những người cổ xúy mạnh mẽ nhất cho trường phái kinh tế cổ điển tại Hoa Kỳ ngày nay là các

nhà kinh tế tại Đại học Chicago, nhất là năm nhà kinh tế đoạt giải Nobel đang sống tại đây. Đại diện tiêu biểu nhất cho các nhà kinh tế tại Đại học Chicago phải kể đến Eugene Fama, với Giả thuyết thị trường hiệu quả (efficient market hypothesis) nổi tiếng. Giả thuyết này chính là cơ sở hình thành ý tưởng về một thị trường tài chính tập hợp đầy đủ mọi thông tin cần thiết để các nhà đầu tư có thể đưa ra quyết định nhanh và chính xác nhất. Tới những năm 1990, các ngân hàng đầu tư đã tạo ra một loại công cụ tài chính mới có tên tài chính phái sinh. Công cụ này cho phép nhà đầu tư có thể chia nhỏ khoản tiền cần giao dịch của mình thành nhiều phần, và các bên tham gia khác trên thị trường có thể chia sẻ một phần rủi ro có thể có khi thực hiện giao dịch đó. Nguyên lý hoạt động của thị trường phái sinh đã được phát triển và kiểm định kĩ càng bởi rất nhiều nhà kinh tế tài chính.

Nhờ vào việc tạo ra công cụ tài chính này, các ngân hàng đã kiếm được những khoản hoa hồng lớn thông qua việc trao đổi hay chuyển quyền sở hữu công cụ đó. Các nhà quản lí và giao dịch viên hỗ trợ khách hàng sử dụng các công cụ này cũng được nhận thêm những khoản tiền thưởng khổng lồ. Số tiền này với các giao dịch viên thông thường sẽ là khoảng vài triệu đô la, còn với các nhà quản lí, con số đó có thể lên tới hàng chục triệu đô la. Kỉ lục về số tiền thưởng được ghi

nhận đã là 53,4 triệu đô la dành cho CEO Lloyd Blankfein<sup>3</sup> của ngân hàng Goldman Sachs vào năm 2006.

Tại sao những nhân vật máu mặt trong giới tài chính lại được trả nhiều tiền đến vậy? Tất cả là nhờ thị trường tài chính phái sinh. Giả thuyết thị trường hiệu quả của Eugene Fama tin rằng chính các công cụ phái sinh này là nguyên nhân thúc đẩy nền kinh tế tăng trưởng. Các công cụ này giúp các nhà đầu tư quản lý và chia sẻ rủi ro, đồng thời cũng khiến các doanh nghiệp mạnh dạn hơn trong các lĩnh vực kinh doanh mà trước đây họ còn e ngại. Điều này giúp các doanh nghiệp tăng lợi nhuận, tạo ra nhiều công ăn việc làm và tất cả mọi người trong nền kinh tế đều được hưởng lợi. Giả định trên đã được kiểm định ngoài thực tế. Phần lớn các nhà đầu tư tài chính ngày nay đều thực sự tin rằng việc tạo ra các công cụ tài chính phái sinh đã giúp rủi ro được chia đều cho nhiều người tham gia, và do đó người ta đã trở nên mạnh dạn đầu tư vào những thương vụ rủi ro hơn.

Cũng trong những năm 1990 này, chính phủ Hoa Kỳ bắt đầu bãi bỏ một số điều luật hạn chế hoạt động của thị trường tài chính. Đáng chú nhất là việc bãi bỏ Đạo luật Glass-Steagall vào năm 1999. Ra đời năm 1933,

---

<sup>3</sup> Tường thuật trên kênh MSNBC vào ngày 20/12/2006 (<http://www.msnbc.msn.com/id/16299324>).

đạo luật này vốn để phân biệt và giới hạn chức năng hoạt động của các ngân hàng đầu tư và ngân hàng thương mại. Chính việc bãi bỏ này đã khiến thị trường tài chính phái sinh phát triển nở rộ, mà nhiều người sau này tin rằng đây là nguyên nhân dẫn đến khủng hoảng tài chính 2007-2008<sup>4</sup>. Cá nhân tôi cho rằng nhận định này không thuyết phục, bởi vì hiện tượng bong bóng và đổ vỡ tài chính đã xuất hiện ngay từ khi thị trường tài chính mới được thiết lập.

Những điều luật như Glass-Steagall có thể đã góp phần tạo nên một thời kỳ ổn định lâu dài từ sau Thế chiến II, nhưng những chính sách tài chính tích cực từ Ngân hàng Anh và Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ cũng đóng góp một phần không nhỏ tạo nên điều đó. Khủng hoảng tài chính năm 2008 xảy ra không phải do sự bãi bỏ các điều luật. Bản chất là do lãi suất cho vay thời điểm đó đã xấp xỉ bằng không, và ngân hàng trung ương không thể tiếp tục hạ lãi suất để kích cầu nền kinh tế thêm được nữa. Điều này đã từng xảy ra tại Hoa Kỳ vào những năm 1930, và gần đây, tình hình tương tự một lần nữa lặp lại tại Anh và hầu hết các quốc gia Trung Âu.

Cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2008 được báo hiệu bởi một đợt bong bóng trước đó, khi giá cả của mọi

---

<sup>4</sup> Xem thêm trong bài bình luận số tháng 1/2009 của *Tạp chí Reason* (<http://www.reason.com/news/prINTER/130348.html>).

mặt hàng gia tăng một cách chóng mặt, không theo bất kì quy luật nào của thị trường, và cuối cùng nhanh chóng rơi tự do. Hiện tượng bong bóng vẫn thường diễn ra trong thị trường tài chính, nhất là những giai đoạn hậu khủng hoảng. Những đợt bong bóng trước đây có thể kể đến là bong bóng hoa Tulip năm 1637, bong bóng Nam Hải 1720, và một loạt các đợt bong bóng tài chính tại Hoa Kỳ những năm 1819, 1837, 1857, 1873, 1893. Tất cả những đợt bong bóng trên xảy ra theo cách tương tự đã tạo nên Đại suy thoái 1930.

Trong đó, bong bóng hoa Tulip là một ví dụ rất điển hình và thú vị về cách thức một đợt bong bóng diễn ra. Thời đó, hoa tulip mới được mang tới Hà Lan và được người dân nước này rất ưa chuộng. Chúng nhanh chóng được trồng ở khắp mọi nơi. Đỉnh điểm là vào tháng Hai năm 1637, một hợp đồng cung ứng hoa tulip có thể có giá gấp mười lần số tiền lương một thợ thủ công lành nghề nhận được trong một năm. Có một câu chuyện thú vị mà tôi vẫn nhớ về thời kì này kể về một lái buôn giàu có người Hà Lan. Một buổi tối, ông lái buôn trở về nhà mình tại Amsterdam và phát hiện ra cô hầu gái đang thưởng thức những bầu hoa tulip đất đỏ một cách ngon lành trong khi nghĩ rằng mình đang ăn hành tây<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Mackay (1841).



## **NHỮNG NĂM 1920 ĐẦY LẠC QUAN**

Năm 1920, bong bóng tài chính đầu tiên của thế kỉ 20 đã xuất hiện. Vào thời điểm này, hầu hết các nhà kinh tế đều tin rằng thị trường tự do hoạt động hiệu quả và chủ nghĩa tư bản sẽ mang đến sự thịnh vượng cho mọi người. Do đó, mặc dù nhận thấy thị trường tự do thường gây ra những xáo trộn nhất định cho các hoạt động kinh tế, họ đều nghĩ rằng sự xáo trộn đó là không đáng kể và thị trường có thể tự điều chỉnh được. Tư duy này của các nhà kinh tế phản ánh rõ rệt thực tế về một nền kinh tế năng động và náo nhiệt đầu thế kỉ 20.

Tổng thống Hoa Kỳ lúc đó, Calvin Coolidge, giữ nhiệm kì từ năm 1923 đến năm 1929, là một người ủng hộ nhiệt thành cho thị trường tự do. Những chính sách ít can thiệp vào việc vận hành của thị trường của ông đã tạo nên một thời kì thịnh vượng với tăng trưởng kinh tế ở mức phi thường, giống như nước Hoa Kỳ của thời kì cuối thập kỉ 1990 và đầu những năm 2000. Ai cũng lạc quan vào nền kinh tế, và mọi người đều tin rằng giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán chỉ có thể tăng mà thôi. Niềm tin của mọi người càng được củng cố nhờ vào nhận định của các chuyên gia kinh tế như nhà kinh tế Irving Fisher. Fisher là người đã kiếm được một khoản tiền lớn nhờ vào việc phát minh ra hệ thống lập chỉ mục tài liệu dành cho các doanh nghiệp

## Cách nền kinh tế vận hành

được cấp bằng sáng chế năm 1913. Tuy nhiên thành công của ông ngăn chằng tày gang và

... sau đó, may mắn rời bỏ ông... khi ông vay mượn tiền để mua cổ phần của công ti khai mỏ Rand trên thị trường giá lên (bull market) vào cuối những năm 1920. Ông tiếp tục đánh cược toàn bộ danh tiếng trong sự nghiệp của mình khi đưa ra những dự đoán lạc quan về nền kinh tế và giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán ngay cả khi chứng kiến sự sụp đổ của thị trường này vào năm 1929. Danh tiếng của ông, theo đó, cũng sụp đổ, nhất là trong mắt những người không thuộc giới học thuật tại bang New Haven - nơi ông sinh sống. Trường đại học nơi ông công tác đã phải bỏ tiền ra mua căn nhà của ông và cho ông thuê lại để giúp ông không bị đuổi khỏi nơi ở của mình. Đến năm 1950, tên của Irving Fisher thậm chí còn bị xóa bỏ khỏi hồ sơ của trường đại học nơi ông từng giảng dạy<sup>6</sup>.

Sau này, câu chuyện của Fisher vẫn thường được nhắc đến như một trong những ví dụ nổi tiếng nhất về sai lầm trong dự đoán kinh tế. Niềm tin lạc quan của Fisher vào thị trường tự do đã khiến ông mất tất cả, khi thực tế từ năm 1929 đến năm 1933, tỉ lệ thất nghiệp tại Hoa Kỳ đã tăng từ 6% lên tới 24% và sản lượng của nền kinh tế sụt giảm tới 25%.

---

<sup>6</sup> Tobin (2008).



Từ đó đến nay, các nhà kinh tế và chính trị gia luôn chia làm hai phe khi phải đưa ra các quyết định về thị trường tự do. Tổng thống Coolidge vào năm 1929 đã không dám tiếp tục tranh cử nhiệm kỳ hai, và người kế nhiệm ông, Tổng thống Herbert Hoover, cũng chỉ đảm nhiệm vị trí tổng thống trong bốn năm. Dưới sự lãnh đạo của ông, Hoa Kỳ trải qua thời kỳ kinh tế tồi tệ nhất trong lịch sử. Đây là điểm khởi đầu của Đại suy thoái, thời kỳ mà sản lượng của nền kinh tế khắp nơi trên thế giới sụt giảm nghiêm trọng, để lại những vết hằn khó quên trong tâm thức cả một thế hệ, và góp phần đẩy nước Đức đi theo chủ nghĩa Phát xít, châm ngòi cho Thế chiến II.

## **ĐẠI SUY THOÁI**

Đại suy thoái đã tạo ra một sự thay đổi lớn lao trong hệ thống chính trị, mà hệ quả của nó vẫn còn kéo dài cho đến tận ngày nay. Kể từ sự kiện này, vai trò của chính phủ liên bang trong việc điều phối các hoạt động kinh tế đã được tăng lên một cách rõ rệt tại các quốc gia dân chủ phương Tây. Và Đạo luật việc làm (Employment Act) ra đời năm 1946 đã khiến cho các chính trị gia tại Hoa Kỳ phải gánh thêm rất nhiều trọng trách về điều hành nền kinh tế so với những thời kỳ trước đó.

Tại sao người dân lại chấp thuận việc chính phủ đóng vai trò quan trọng hơn trong việc điều phối nền kinh tế? Lí do chính đến từ một lí thuyết kinh tế giải thích về thời kì Đại suy thoái của John Maynard Keynes. Trong cuốn sách xuất bản năm 1936 của mình, ông không chỉ giải thích nguyên nhân của cuộc Đại suy thoái mà còn đưa ra các phương thức để ngăn ngừa những cuộc khủng hoảng như vậy có thể xảy ra. Khác biệt lớn nhất trong tư tưởng của Keynes so với những bậc tiền bối đi trước chính là việc ông không tin rằng nền kinh tế có khả năng tự điều chỉnh. Trong khi các nhà kinh tế cổ điển tin rằng nếu để thị trường tự do tự vận hành thì nạn thất nghiệp sẽ không tồn tại, thì Keynes lại phản bác điều này.

Các nhà kinh tế theo trường phái cổ điển, như nhà kinh tế người Na Uy Ragnar Frisch, thường mô tả nền kinh tế giống như một con ngựa bập bênh của trẻ con. Chú ngựa này thường xuyên bị tác động bởi những lực đột ngột từ bên ngoài, ví dụ như bị một đứa trẻ cưỡi ngựa cầm gậy đánh. Theo mô tả của Frisch, những tác động đó chính là ẩn dụ của những cú sốc kinh tế lớn: chiến tranh tại Trung Đông, một trận bão quét qua các bang vùng Trung Tây, một cuộc đình công của các phi công... Sau mỗi cú sốc đó, tỉ lệ thất nghiệp tạm thời sẽ tăng lên, nhưng sẽ nhanh chóng trở về trạng thái cân bằng, giống như chú ngựa bập bênh sẽ trở về trạng

thái bình thường nếu không có ai tác động thêm nữa. Minh họa mang tính vật lí này thường được các nhà kinh tế đưa ra để giải thích cho ý tưởng về hệ thống kinh tế có khả năng tự điều chỉnh của mình.



Hình 1.1. John Maynard Keynes (1883-1946). Keynes được coi là nhà kinh tế có tầm ảnh hưởng lớn nhất trong thế kỉ 20. Ông là một nhà trí thức, một nhà hoạt động xã hội, một chính khách đồng thời là một nhà báo. Cuốn sách nổi tiếng của ông có nhan đề *Lí thuyết tổng quát về việc làm, lãi suất và tiền tệ* (The General Theory of Employment Interest and Money), xuất bản năm 1936 đã tạo ra một sự thay đổi nhận thức to lớn về vai trò của chính phủ trong xã hội tư bản và là yếu tố chính định hình cách suy nghĩ của chúng ta về vai trò của chính phủ trong nền kinh tế (Time & Life Pictures/Getty Images)

Keynes dành rất ít niềm tin cho thị trường tự do. Theo Keynes, tình trạng của nền kinh tế giống như một chiếc thuyền giữa đại dương mà chiếc bánh lái bị hỏng. Từng đợt gió mạnh đánh vào con tàu chính là các cú sốc kinh tế lớn: chiến tranh tại Trung Đông, một trận bão quét qua các bang vùng Trung Tây, một cuộc đình công của các phi công... Sau mỗi cú sốc đó, tỉ lệ thất nghiệp sẽ bị điều chỉnh vĩnh viễn và không có cơ chế nào để nó trở lại trạng thái cân bằng lúc đầu. Giống như một chiếc thuyền buồm sẽ yên vị tại chỗ nếu không có cơn gió nào xuất hiện, tỉ lệ thất nghiệp có thể dừng lại ở bất kì vị trí nào nếu không có những sự tác động từ bên ngoài. Tóm lại, các nhà kinh tế cổ điển cho rằng nền kinh tế là một hệ thống có khả năng tự điều chỉnh, còn Keynes thì không.

## SỰ SUY PHÁT

Sau Thế chiến II, mô tả của Keynes về cách thức nền kinh tế vận hành nhận được sự chấp nhận rộng rãi từ khắp nơi trên thế giới. Hơn thế, từ học thuyết này, các chính trị gia đã tìm ra được quy tắc để vận hành các chính sách kinh tế, và việc áp dụng quy tắc này đã dẫn đến thành công của nền kinh tế thế giới trong ba thập kỉ tiếp theo, từ năm 1940 đến năm 1970. Quy tắc này có thể được tóm tắt như sau: Trong thời kì suy

thoái, ngân hàng trung ương nên giảm lãi suất để kích cầu tiêu dùng và từ đó làm tăng tổng cầu. Việc này được gọi là áp dụng chính sách tiền tệ. Cũng như vậy, trong thời kì suy thoái, chính phủ nên chi tiêu nhiều hơn thông qua việc vay nợ thêm. Cách này được gọi là sử dụng chính sách tài khóa.

Di sản của học thuyết kinh tế Keynes đã trở thành kim chỉ nam cho mọi hành động để vượt qua các cuộc khủng hoảng kinh tế cho tới tận ngày nay. Tuy nhiên, rất nhiều nhà kinh tế lại không đặt nhiều niềm tin vào cơ sở lí thuyết mà Keynes đã đưa ra trước đó nhằm giải thích về cách thức vận hành của chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ và tại sao chúng lại đạt được hiệu quả đến vậy.

Sự mất niềm tin này là hệ quả của một loạt các sự kiện không mong đợi xuất hiện vào năm 1970, trái ngược với các nguyên lí cơ bản được Keynes đưa ra trong Lí thuyết Tổng quát. Ví dụ như vào năm 1975, tỉ lệ thất nghiệp lần đầu tiên tăng trên 9% kể từ sau thời kì Đại suy thoái. Đi kèm với đó là tỉ lệ lạm phát cũng lên mức 13%. Sự xuất hiện đồng thời của lạm phát và thất nghiệp này được các học giả đương thời gọi là hiện tượng suy phát (Stagflation). Bởi vì học thuyết của Keynes cho rằng tỉ lệ thất nghiệp cao không thể đi kèm với lạm phát cao, do đó các nhà kinh tế thời đó đã đồng loạt từ bỏ học thuyết của

Keynes. Mặc dù giới học thuật đã từ bỏ lí thuyết của Keynes nhưng các nhà hoạch định chính sách kinh tế thì không.

Gần đây, một số chính trị gia và nhà bình luận có xu hướng áp dụng trở lại lí thuyết kinh tế của Keynes. Chính phủ khắp nơi trên thế giới bắt đầu chi tiêu một cách vô tội vạ, mặc dù ngân sách hằng năm của các quốc gia này vẫn liên tục bị thâm hụt. Vào mùa thu năm 2008, chính quyền Obama đã thông qua một gói kích thích kinh tế trị giá lên tới 800 tỉ đô la, áp dụng trên quy mô cả nước trong vòng hai năm rưỡi. Còn tại Anh, Thống đốc Ngân hàng Anh, Mervyn King, đã lên tiếng chỉ trích Alistair Darling, Bộ trưởng Bộ tài chính Anh, vì đã thi hành một chính sách gây ra sự “thâm hụt tuyệt đối” tới ngân sách, đẩy nợ công của nước này lên con số 80% GDP vào năm 2014. Thủ tướng Pháp, Nicolas Sarkozy, thì lại tham gia vào một cuộc tranh cãi kịch liệt và công khai với Thủ tướng Đức, Angela Merkel. Cụ thể, vào tháng Sáu năm 2009, trong khi Đức thông qua một đạo luật cân bằng ngân sách tạo điều kiện cho nước này không còn nợ công thì Sarkozy lại ghi tên mình vào sử sách khi cho rằng chừng nào nền kinh tế còn gặp khó khăn thì thâm hụt ngân sách là điều vẫn chấp nhận được. Sự đối lập giữa các chính sách nói trên chắc chắn không đem lại hệ quả tốt đẹp cho tương lai của đồng Euro!



Những động thái chi tiêu ngân sách thái quá như vậy khiến một số nhà kinh tế cảm thấy không hài lòng. Đây là những nhà kinh tế cho rằng việc tư duy giống Keynes khi nhận định tích cực chi tiêu ngân sách là một phương thức tốt để vượt qua khủng hoảng đã không còn giá trị. Điều này càng được củng cố sau khi hiện tượng suy phát xảy ra những năm 1970. Những người phản đối mạnh mẽ lí thuyết của Keynes nhất phải kể đến Robert Barro của Đại học Harvard và John Taylor của Đại học Stanford<sup>7</sup>. Barro và Taylor là những nhà kinh tế theo thuyết kinh tế cổ điển, và họ tin rằng sự can thiệp của chính phủ vào thị trường tự do thường gây ra nhiều tác hại hơn là lợi ích.

Trong khi đó, nhiều nhà kinh tế khác, mặc dù chưa hiểu rõ về nguyên nhân của khủng hoảng kinh tế, vẫn ủng hộ việc thi hành chính sách tài khóa. Có thể họ tin vào lập luận của Keynes, nhưng cũng có thể vào thời điểm đó không có lí thuyết kinh tế nào tốt hơn có thể đưa nền kinh tế thế giới thoát ra khỏi khủng hoảng. Trong một bài báo viết cho tạp chí *New York Times*, Paul Krugman đã từng phản bác lại luận điểm phản đối gói kích cầu của John Taylor và Eugene Fama. Krugman cho rằng lập luận của hai tác giả này không dựa trên những bằng chứng cụ thể và có động cơ chính trị. Trên thực tế, Krugman là người

---

<sup>7</sup> Barro (2009), Taylor (2009).



bị thuyết phục bởi lí thuyết của Keynes, và ông vẫn tích cực tìm kiếm một mô hình kinh tế có khả năng giải thích được lí thuyết đó:

Tôi vẫn không ngừng tìm kiếm một mô hình để áp dụng hơn... Tại sao phải thế? Có thể bạn sẽ hỏi tôi như vậy. Tại sao không đi theo tiếng nói của trực giác? Thực tế là tôi đã chịu đựng quá đủ cách các nhà kinh tế truyền thống nghĩ rằng một mô hình đầy đủ và hoàn thiện “đến từng dấu chấm của chữ i và dấu gạch của chữ t” là không thể thay thế hay cải thiện được. Mô hình đó không phải là chân lí, mặc dù nó thực sự giúp tư duy của chúng ta mạch lạc hơn (Krugman, 2009).

Krugman đã đúng. Để cuộc tranh luận không đi vào ngõ cụt, các nhà kinh tế cần có một khuôn mẫu chung để hiểu được vấn đề phát sinh là gì và làm cách nào để cải thiện được nó. Và chắc chắn là Barro, Fama hay Taylor chỉ trích kế hoạch kích cầu của Obama không chỉ thuần túy vì lí do chính trị, mặc dù thực tế kế hoạch này đã hỗ trợ đối thủ chính trị của họ rất nhiều. Nguyên nhân còn lại là do những nhà kinh tế theo trường phái Keynes đang làm việc trong chính quyền Obama, và những người ủng hộ họ cả trong giới học thuật và truyền thông không thể đưa ra một lí thuyết nhất quán lí giải tại sao thị trường tự do không thể làm tiêu biến nạn thất nghiệp.

Cuốn sách nổi tiếng *Lí thuyết tổng quát* của Keynes cũng không hề đưa ra một lí thuyết như vậy. Đó là một cuốn sách khó đọc, không thống nhất giữa các phần và không tương thích với các lí thuyết kinh tế khác vốn đã được chấp nhận rộng rãi trong 200 năm. Nhưng điều quan trọng nhất là những diễn giải trong sách hoàn toàn trái ngược với hiện tượng suy phát đã xảy ra trong thực tế những năm 1970. Trong sách, Keynes nhận định rằng chúng ta có thể chứng kiến tình trạng lạm phát cao hoặc tình trạng thất nghiệp cao, nhưng không thể thấy được hai tình trạng này xảy ra cùng lúc. Và trong bối cảnh thiếu vắng một lí thuyết phù hợp để giải thích tại sao thị trường tự do đôi khi sụp đổ, những người bảo thủ đang chỉ trích gói kích cầu kinh tế của Obama đã quay về với kinh tế học cổ điển, nơi họ có thể tìm thấy nhiều câu trả lời khác nhau về chuyện gì đã xảy ra. Họ luôn tin rằng, sự can thiệp của chính phủ mới là nguồn cơn của vấn đề.

## **TẠI SAO CHÍNH SÁCH TÀI KHÓA LÀ MỘT CÁCH TIẾP CẬN SAI LẦM?**

Trong cuốn sách này, tôi sẽ giải thích về tiến trình phát triển của các học thuyết kinh tế từ kinh tế học cổ điển cho đến kinh tế học của Keynes. Nhưng không chỉ dừng lại ở đó, tôi còn trình bày thêm một số ý tưởng

mới của mình. Trên thực tế, các nhà kinh tế thường sử dụng mô hình để kiểm định các giả thuyết của họ về cách nền kinh tế vận hành. Có thể nói, mô hình chính là một công cụ toán học dùng để mô tả tốt hơn các lý thuyết kinh tế, do đó một mô hình tốt sẽ tương đồng với một lý thuyết tốt. Krugman đã đúng khi nhấn mạnh rằng, chúng ta phải xây dựng các mô hình một cách rất kỹ lưỡng, quan tâm đến mọi tiểu tiết kể cả tới “dấu chấm của chữ i và dấu gạch ngang của chữ t” vì chúng ta đều dựa vào các mô hình đó để kiểm định lý thuyết của mình.

Khi bắt đầu đi tìm giải pháp của riêng mình cho các vấn đề kinh tế hiện nay, đích đến cuối cùng của tôi cũng là tìm ra một mô hình như vậy. Tôi tin rằng nó sẽ lấp đầy được phần còn thiếu trong học thuyết kinh tế của Keynes. Tôi muốn cải tiến Lý thuyết Tổng quát và chỉ ra bằng cách nào nó sẽ tương thích với những lý thuyết kinh tế còn lại. Thông qua mô hình này, tôi sẽ hiểu sâu hơn về hiện tượng suy phát và có thể giải thích được tại sao gói kích cầu kinh tế của chính phủ Obama là cách thức đúng đắn để hạn chế nạn thất nghiệp.

Thế nhưng, càng đi sâu tìm hiểu, tôi càng nhận ra cách duy nhất để khắc phục lý thuyết kinh tế của Keynes là thay đổi chính nó. Trên thực tế, tư tưởng cơ bản của Keynes là thị trường tự do không có khả năng tự điều tiết và tôi hoàn toàn đồng ý với Keynes ở điểm

này, Paul Krugman cũng vậy. Nhưng trong quá trình đi tìm lời giải đáp cho việc tại sao tư tưởng trên lại đúng, tôi càng thêm tin rằng chính sách tài khóa không phải là phương thức tốt nhất. Do đó, mặc dù tư tưởng cơ bản của Lí thuyết Tổng quát là chính xác nhưng nó lại bao hàm một số chi tiết chưa thật sự chính xác. Chúng chính là những chi tiết tạo nên tư duy ủng hộ việc gia tăng chi tiêu chính phủ.

Cụ thể hơn, Keynes đề xuất giải pháp chính sách tài khóa bởi vì ông cho rằng các doanh nghiệp tư nhân đã không đầu tư đúng mức trong thời kì Đại khủng hoảng. Ông cũng cho rằng mức chi cho tiêu dùng sẽ tự động tăng lên khi thu nhập tăng bởi vì mọi người thường chi tiêu trong một số tiền xác định và sẽ tiết kiệm phần thu nhập còn lại. Nhưng những nghiên cứu trong vòng hai thập kỉ 1950 và 1960 đã chỉ ra rằng, tiêu dùng lại không phụ thuộc vào thu nhập mà phụ thuộc vào số tài sản mà người dân đang sở hữu. Trên thực tế, mỗi khi chính phủ gia tăng chi tiêu công, mọi người lại tiết kiệm nhiều hơn. Họ nghĩ rằng nếu chính phủ cứ chi tiêu như vậy thì các khoản lương hưu của họ trong tương lai sẽ không được đảm bảo vì ngân sách còn phải được dùng vào việc trả các khoản nợ lớn. Đây chính xác là điều đã diễn ra tại Hoa Kỳ, Anh và châu Âu vào năm 2009. Khi các gói kích cầu kinh tế được đưa ra, người dân của các quốc gia nói trên lại tăng cường tiết kiệm. Điều này đã phần nào hạn

chế những mặt tích cực của các gói kích cầu. Nhờ sự kiện này, chúng ta có thể thấy các chính sách tài khóa có thể là một giải pháp tốt giúp nền kinh tế vượt qua khủng hoảng nhưng nó không hiệu quả như những nhà kinh tế theo trường phái của Keynes vẫn nghĩ. Còn cái giá cho việc chi tiêu này là sự phình to vĩnh viễn của khối chính phủ và người phải trả những khoản nợ này chính là con cháu chúng ta.

Giám đốc của Ủy ban Kinh tế Quốc gia trong chính quyền Obama là Larry Summers. Ông này trước đây đã giữ cương vị là Chủ tịch Harvard, Tổng thư kí Kho bạc nhà nước, trưởng nhóm kinh tế của Ngân hàng thế giới, và là một nhà kinh tế có chỗ đứng vững chắc trong giới học thuật. Summers là cháu trai của hai nhà kinh tế nổi tiếng giành giải Nobel, Ken Arrow của Đại học Stanford và Paul Samuelson của MIT. Đáng ngạc nhiên là, trong khi Arrow nổi tiếng với công trình về Lí thuyết cân bằng tổng quát, một lí thuyết đóng vai trò trung tâm của kinh tế học cổ điển; thì Samuelson, qua đời vào năm 2009, lại là một nhân vật theo trường phái kinh tế của Keynes nổi bật nhất. Chính những diễn giải của Samuelson đã định hình nên cách tư duy về học thuyết của Keynes của hầu hết các nhà kinh tế và các nhà làm chính sách hiện nay.

Vấn đề chính được tôi trình bày trong cuốn sách này sẽ là Samuelson đã tìm cách dung hòa Lí thuyết cân



bằng tổng quát và lí thuyết kinh tế của Keynes ra sao, và tại sao Samuelson mắc sai lầm. Khi soi chiếu những lập luận của Samuelson dưới góc nhìn hiện đại về cách mọi người kì vọng về tương lai, chúng ta thấy ông đã diễn giải thiếu một thông điệp quan trọng của Keynes: Tỷ lệ thất nghiệp cao có thể được giữ nguyên mãi mãi.

## **THAY VÀO ĐÓ, CHÍNH PHỦ NÊN LÀM GÌ?**

Mặc dù luôn tin rằng lí thuyết của Keynes có rất nhiều lập luận quan trọng, nhưng bản thân tôi không phải là một người theo trường phái của Keynes<sup>8</sup>. Thay vào đó, tôi sẽ mô tả một lí thuyết kinh tế vĩ mô mới nằm ngoài phạm vi của cả kinh tế học cổ điển và kinh tế học của Keynes. Lí thuyết này kết hợp những tư tưởng chủ đạo của cả hai học thuyết nói trên. Phần trung tâm trong lí thuyết của tôi đề cập đến việc niềm tin của những nhà đầu tư vào giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán đóng một vai trò quan trọng. Niềm tin của họ có thể tạo ra những ảnh hưởng trực tiếp đến các hoạt động kinh tế. Cụ thể, khi niềm tin giảm sút, việc đó sẽ tạo ra một lời tiên tri tự đúng khiến các hoạt động kinh tế bị

---

<sup>8</sup> Xem thêm bài xã luận của tôi đăng trên *Thời báo tài chính*, “Tại sao Keynes lại đúng, tại sao Keynes sai và tại sao điều này là quan trọng”, Diễn đàn các nhà kinh tế học của *Thời báo tài chính*, 27/5/2009.



ảnh hưởng nghiêm trọng, và cuối cùng khủng hoảng kinh tế xảy ra<sup>9</sup>.

Thực tế, các chính sách tài khóa và tiền tệ chỉ có thể có hiệu quả như dự đoán nếu người dân và doanh nghiệp có niềm tin vào nền kinh tế và dùng tiền mua tài sản hữu hình như nhà đất hay đầu tư vào thị trường chứng khoán, giúp các doanh nghiệp có vốn để tái đầu tư vào sản xuất. Rõ ràng viễn cảnh tốt đẹp trên không thể xảy ra chỉ từ việc các chính phủ vay nợ và tiêu chúng vào việc mua các hàng hóa và dịch vụ.

Ở chiều ngược lại, nếu người dân luôn tin rằng nhà đất, công xưởng và máy móc đều bị mất giá trị so với trước khi cuộc khủng hoảng bắt đầu thì họ sẽ dần dần biến niềm tin đó trở thành thực tế. Trong trường hợp này, niềm tin vào thị trường sẽ trở nên mù quáng. Tôi tin rằng niềm tin đóng vai trò rất quan trọng và yếu tố này có vai trò mang tính quyết định tới tỉ lệ thất nghiệp. Nếu niềm tin vào thị trường không được phục hồi thì dù nền kinh tế có tăng trưởng trở lại nhưng khối doanh nghiệp tư nhân vẫn không thể tạo ra đủ công ăn việc làm và nạn thất nghiệp vẫn sẽ tồn tại.

---

<sup>9</sup> “Lời tiên tri tự đúng” là một dự đoán mà sau đó sự việc diễn ra y như vậy. Thuật ngữ này được đưa ra bởi nhà xã hội học Robert K. Merton vào năm 1968. Kể từ đó, thuật ngữ này được áp dụng rộng rãi trong mọi ngành khoa học xã hội để miêu tả hiện tượng niềm tin của những người tham gia thị trường ảnh hưởng đến sự kiện thực.

Thế nhưng, bên cạnh sự thiếu lòng tin cũng tồn tại cả sự tự tin thái quá. Nếu niềm tin được tạo dựng quá nhanh, bong bóng sẽ xuất hiện trên các thị trường và nền kinh tế lúc đó sẽ có quá nhiều việc làm. Khi nền kinh tế tăng trưởng quá nóng như vậy, ngân hàng trung ương sẽ khó lòng có thể kìm hãm được lạm phát. Tình trạng bong bóng hay khủng hoảng kinh tế đều có hại cho nền kinh tế. Để ngăn ngừa tác dụng phụ của niềm tin vào thị trường nói trên, tôi đã đề xuất một chính sách mới không gây ra tình trạng bội chi ngân sách. Đề xuất này có thể được xem là phần mở rộng của chính sách kiểm soát lãi suất hiện hành của các ngân hàng trung ương. Tôi cho rằng các ngân hàng trung ương trên khắp thế giới nên can thiệp vào thị trường để ngăn chặn những sự biến động đột ngột của giá chứng khoán, và tôi sẽ giải thích tại sao chúng ta nên làm như vậy ở phần tiếp theo.

## **MÔ HÌNH MỚI, CHÍNH SÁCH MỚI**

Một số nhà kinh tế cho rằng ngân hàng trung ương nên áp dụng chính sách tăng lãi suất nội địa để hạn chế bong bóng chứng khoán, và ngược lại, hạ lãi suất để ngăn chặn thị trường sụp đổ. Đề xuất của tôi không giống như vậy. Tôi cho rằng Ngân hàng Anh, Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ, Ngân hàng Trung ương Châu

Âu nên phối hợp chặt chẽ với ngân hàng trung ương của các quốc gia khác để cùng điều chỉnh chỉ số các thị trường chứng khoán nội địa, song song với vai trò điều phối tỉ lệ lãi suất như truyền thống. Đề xuất này cho phép các ngân hàng trung ương tận dụng sự biến thiên của tỉ lệ lãi suất nội địa để chống lại lạm phát và sự biến thiên của chỉ số chứng khoán quốc gia để thay đổi niềm tin của nhà đầu tư và tạo ra một nền kinh tế có tỉ lệ việc làm cao và ổn định.

Đề xuất này của tôi dựa trên một lí thuyết mới vay mượn nhiều ý tưởng quan trọng của cả kinh tế học cổ điển và kinh tế học của Keynes. Cụ thể, trong kinh tế học cổ điển, tôi đã sử dụng lí thuyết giải thích về hành vi của các cá nhân, và khi gộp lại quyết định chung của họ sẽ tạo ra kết quả nào. Về phần kinh tế học của Keynes, tôi đã lấy tư tưởng về việc đôi khi thị trường tự do vận hành không tốt và cần một vài chỉ dẫn. Những ý tưởng đó sẽ tạo nên một hình thái kinh tế vĩ mô mới dành cho thế kỉ 21. Tôi hi vọng rằng chúng ta có thể tìm ra những cách thức hạn chế được những hệ quả tiêu cực của thị trường tự do nhưng vẫn giữ lại được những đặc tính tốt nhất của chủ nghĩa tư bản. Chúng ta có thể làm được điều đó mà không cần phải hạn chế tinh thần khởi nghiệp của các doanh nhân hay phải sử dụng mô hình kinh tế tập trung của chủ nghĩa xã hội. Những trang tiếp theo của cuốn sách sẽ nói kĩ hơn về điều đó.

## CHƯƠNG 2

# Kinh tế học cổ điển

*Tính vị kỉ, chứ không phải lòng nhân từ của những người bán thịt, chủ cửa hàng rượu, hay người bán bánh mì, là điều đã mang lại cho chúng ta những bữa tối.*

**Adam Smith** (1776)

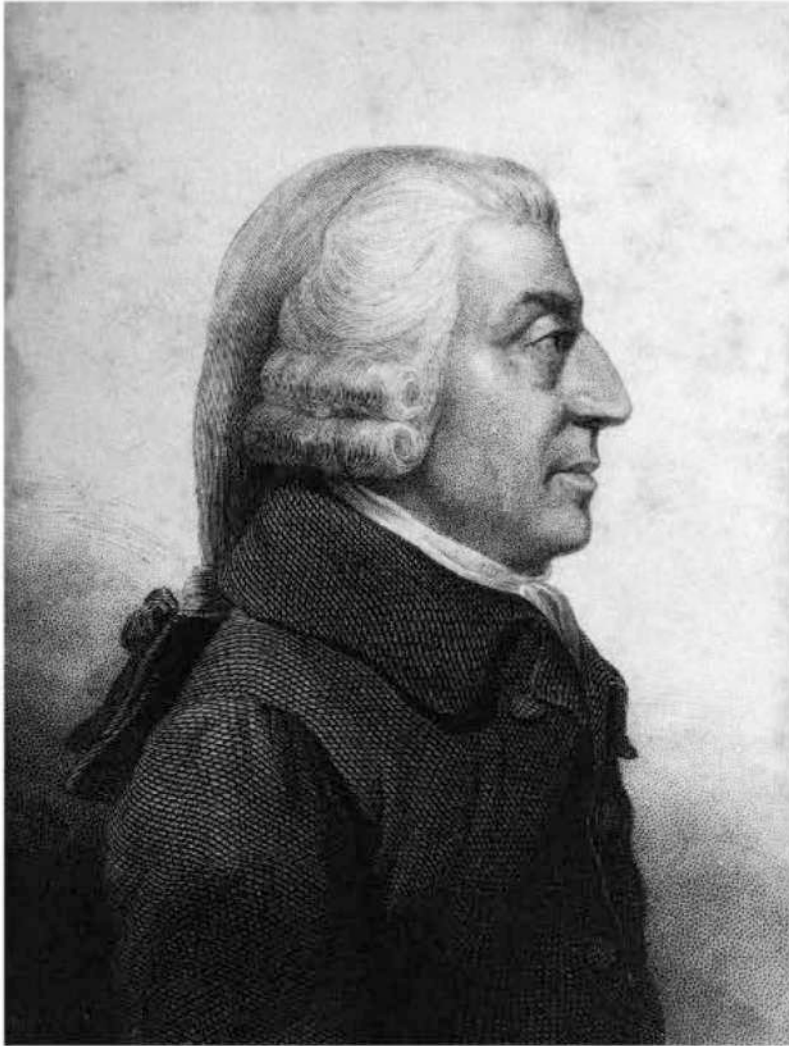
Câu nói trên của Adam Smith, cha đẻ của lý thuyết kinh tế hiện đại, đã tóm lược đầy đủ những tư tưởng cơ bản nhất của kinh tế học cổ điển. Theo ông, tính vị kỉ của mỗi cá nhân là yếu tố then chốt mang lại lợi ích của mọi người trong cộng đồng. Cuốn sách quan trọng nhất của Smith, *Bàn về bản chất và nguồn gốc của cải của các dân tộc* (An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations) được ông viết vào năm 1776, cùng thời điểm với sự ra đời của bản Tuyên ngôn Độc lập Hoa Kỳ. Sau khi cuốn sách được xuất bản, các nhà

kinh tế tiếp tục mở rộng thêm các ý tưởng trong cuốn sách này và phát triển nó trở thành xương sống của học thuyết kinh tế học cổ điển. Vậy kinh tế học cổ điển là gì và tại sao bạn phải quan tâm đến nó?

Trên thực tế, có thể coi kinh tế học cổ điển bao gồm hai lý thuyết chính: Thuyết cân bằng tổng quát (general equilibrium theory) và Thuyết số lượng tiền tệ (quantity theory of money). Thuyết cân bằng tổng quát được đưa ra vào năm 1874 bởi nhà kinh tế người Pháp, Leon Walras, giảng viên Đại học Lausanne, Thụy Sĩ<sup>1</sup>. Lý thuyết này giải thích tại sao hàng hóa được sản xuất ra với số lượng xác định ở mức giá ngoài thực tế. Lý thuyết này cho chúng ta hiểu điều gì quyết định số giờ làm việc cần thiết của mỗi người trên thế giới, số lượng xe hơi được sản xuất ở Nhật Bản và số giờ bạn cần làm việc để có thể chi trả cho một chuyến chơi golf tại Scotland.

---

<sup>1</sup> Leon Walras, *Các thành tố của kinh tế học* (1899). Cuốn sách được xuất bản bằng tiếng Pháp vào năm 1874 và mãi đến năm 1954 mới được dịch sang tiếng Anh.



Hình 2.1. Adam Smith (1723-1790). Ông là triết gia và nhà kinh tế người Scotland, được xem là cha đẻ của kinh tế học hiện đại. *Bàn về bản chất và nguồn gốc của cải của các dân tộc* xuất bản đầu tiên vào năm 1776, là cuốn sách hiện đại đầu tiên về kinh tế. Smith chịu ảnh hưởng lớn của tư tưởng thời Khai sáng, vốn được xem là một thời kì của sự phục hưng tư duy, bùng nổ khắp Scotland thế kỉ 18 (Time & Life Pictures/Getty Images).

Thuyết số lượng tiền tệ được đưa ra bởi David Hume, triết gia, nhà kinh tế người Scotland, cùng với



## Cách nền kinh tế vận hành

Adam Smith là nhân vật tiêu biểu trong thời kì Khai sáng của Scotland. Thời kì Khai sáng thế kỉ 18 tại Scotland là giai đoạn xuất hiện rất nhiều các thành tựu lớn về mặt học thuật, đến từ những nhà kinh tế như Adam Smith và James Mill, những kiến trúc sư như Robert Adam, nhà phát minh ra động cơ hơi nước James Watt và nhà thơ, tiểu thuyết gia nổi tiếng Sir Walter Scott<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Ý tưởng sớm nhất về lí thuyết số lượng tiền tệ có thể tìm thấy là của nhà triết học người Anh John Locke, thế kỉ 17 “Một số suy nghĩ về việc giảm lãi suất và nâng giá trị đồng tiền”. Ý tưởng này được viết trong một lá thư gửi đến một thành viên Nghị viện vào ngày 7/11/1691. Phiên bản trực tuyến của lá thư này tại địa chỉ <http://www.marxists.org/reference/subject/economics/locke/part1.htm>.



Hình 2.2. David Hume (1711-1776). Hume là triết gia, nhà kinh tế và nhà sử học, cùng với Adam Smith, được xem là nhân vật tiêu biểu nhất cho thời kì Khai sáng của Scotland. Ông là một trong những nhà kinh tế đầu tiên nhận ra mối tương quan giữa tiền tệ và lạm phát. Điều này được ông giải thích trong một nghiên cứu có tên *Về tiền tệ* (Getty Images).

Nội dung chính của thuyết số lượng tiền tệ bàn về giá trị của tiền như một yếu tố tỉ lệ nghịch với số lượng hàng hóa và giá tiền. Lí thuyết này giúp chúng ta hiểu điều gì quyết định việc một người có thể kiếm được trung bình bao nhiêu đô la, bảng hoặc yên trong một giờ làm việc, hay số tiền bạn cần phải trả để mua một chiếc xe hơi, hay số tiền cần thanh toán khi tới ở khách sạn St. Andrew. Nó cũng hữu dụng trong việc giải thích những yếu tố ảnh hưởng đến tỉ lệ lạm phát.

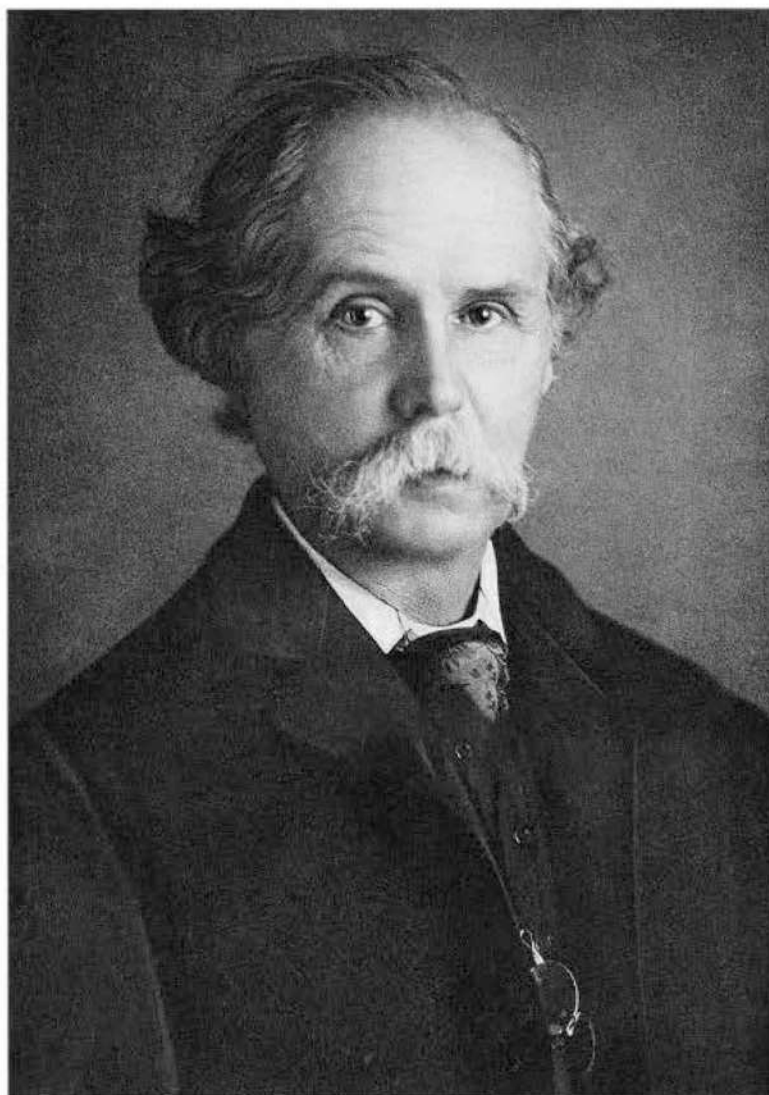
Kinh tế học cổ điển, điển hình là Thuyết cân bằng tổng quát và Thuyết số lượng tiền tệ, rất đáng để chúng ta tìm hiểu vì nó đang ảnh hưởng và chi phối rất nhiều đến cách tư duy của các nhà kinh tế thời hiện đại, bao gồm cả giới học thuật, nhà báo, các nhà làm chính sách kinh tế trong các công ti, ngân hàng và chính phủ. Ngay cả những người hoài nghi về giá trị của nó trong việc giải thích những yếu tố kinh tế trong thực tế thì vẫn sử dụng kinh tế học cổ điển như một thước đo để xem xét hiệu quả vận hành nền kinh tế. Làm cách nào chúng ta có thể biết được hình thái kinh tế nào tốt hơn? Việc lãng phí tài nguyên của các tổ chức sẽ mang đến hệ quả gì? Những câu hỏi này đã phần nào được làm sáng tỏ nhờ lí thuyết kinh tế cổ điển. Và cũng như các nhà kinh tế cổ điển đã chỉ ra, trong một số trường hợp, phân phối hàng hóa thông qua thị trường là cách thức tốt nhất xã hội có thể nghĩ tới.

## **KHỚP NỐI CÁC MIẾNG GHÉP KINH TẾ**

Thuyết cân bằng tổng quát, được đưa ra bởi Walras, là một ví dụ tuyệt vời cho thấy các miếng ghép quan trọng của nền kinh tế được khớp nối với nhau như thế nào. Vào thời điểm đó, các nhà kinh tế người Anh đã xây dựng hoàn chỉnh lí thuyết cung cầu của một thị trường duy nhất trong một thời điểm xác định. Dựa trên nền tảng đó, Walras tìm cách ghép nối các thị trường riêng lẻ đó lại với nhau để giải thích việc giá cả được xác định thế nào, và nó sẽ điều hướng hành động của hàng trăm triệu cá nhân dường như chẳng có mối liên quan nào với nhau ra sao.

Con người luôn đặt ra các kế hoạch và cố gắng thực hiện nó. Những hành động đó đều gây ảnh hưởng đến hệ thống, không ít thì nhiều. Thực tế, mỗi quyết định của bạn và tôi đều bị ràng buộc bởi một điều gì đó, theo một cách nào đó. Sự ràng buộc này có thể được ghi một cách rõ ràng trong luật pháp, hoặc đơn giản là ngầm ẩn đằng sau các tục lệ xã hội. Điều đó dẫn đến một trong những vấn đề cơ bản của khoa học xã hội, đó là con người có ý chí tự do sẽ phải hành xử ra sao khi bị ràng buộc bởi những hành động của chính mình trước đó. Lí thuyết cân bằng tổng quát kể trên là lời giải cho một trường hợp đặc biệt của vấn đề này: tương tác của các cá thể trong khía cạnh kinh tế và thị trường.

## Cách nền kinh tế vận hành



Hình 2.3. Alfred Marshall (1842-1924). Marshall là một trong những nhà kinh tế tiêu biểu của thế kỉ 19. Ông giảng dạy tại Đại học Cambridge, Anh. Tại đây, ông đã phát triển mô hình cung cầu để giải thích cách số lượng hàng hóa và giá cả được quyết định trong một thị trường đơn lẻ. Cuốn sách của ông, *Các nguyên lí về kinh tế* (Principles of Economics - xuất bản lần đầu tiên năm 1920 - tái bản 8 lần), đã ảnh hưởng đến việc dạy kinh tế tại các trường Đại học trong suốt 50 năm liền (Trích dẫn từ Đại học Bristol).

Thuyết cân bằng tổng quát được xây dựng dựa trên lý thuyết về cung cầu và được mô tả dưới một phiên bản hiện đại hơn bởi Alfred Marshall trong cuốn sách *Các nguyên lý kinh tế*. Marshall dạy kinh tế tại trường St. Johns College Cambridge trong những năm 1860, nơi ông “chuyển từ dạy toán học sang luân lý học, và sau đó là kinh tế, do thấy việc dạy luân lý học là một việc lãng phí thời gian”<sup>3</sup>. Ông được sinh ra trong một gia đình mộ đạo. Cha của ông, một nhân viên thu ngân của ngân hàng Anh, đã định hướng cho con trai mình sẽ trở thành một linh mục.

Cuối thế kỷ 19, các triết gia tại Cambridge đang trong giai đoạn cải tổ hệ thống tôn giáo sang một hệ thống mới gần gũi với đời sống, hướng đến luân lý và đạo đức nhiều hơn. Chịu ảnh hưởng của trào lưu này, Marshall tự xem mình là một người hoài nghi tôn giáo. Thay vì bước chân vào nhà thờ, ông cống hiến cuộc đời mình cho việc xây dựng nền móng của kinh tế học. Ông là thầy dạy học không chỉ của John Maynard Keynes mà còn của Neville Keynes, cha đẻ của John Maynard<sup>4</sup>.

Lý thuyết về cung cầu của Marshall giải thích số lượng hàng hóa sẽ được sản xuất và giá cả của chúng tại thời điểm được mua và bán là bao nhiêu. Walras sau

---

<sup>3</sup> Skidelsky (1983, trang 11).

<sup>4</sup> Skidelsky (1983, trang 40).



này áp dụng lí thuyết của Marshall vào việc giải thích tất cả các hàng hóa trong nền kinh tế trong cùng một thời điểm. Ông đặt ra câu hỏi: Có hệ thống giá cả nào, áp dụng được cho tất cả các loại hàng hóa, mà tại đó số lượng cầu và cung luôn bằng nhau? Kể từ khi Walras đặt ra câu hỏi ấy, nó đã được nghiên cứu một cách rất kĩ lưỡng, và ngày nay, chúng ta biết câu trả lời là “có”.

Thoạt nghe, đây có vẻ không phải là một điều gì to lớn, nhưng thực tế nó đã được xem là một thành tựu quan trọng của kinh tế học. Để trả lời câu hỏi của Walras, bạn cần nghiên cứu mọi mối tương quan có thể có trên thị trường. Ví dụ, giá dầu tăng sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu sử dụng phương tiện giao thông công cộng, và do đó nhu cầu đi taxi tại London cũng tăng lên. Tiếp đến, liệu có đủ công nhân cần thiết để sản xuất lượng taxi cần thêm đó không? Ở mức lương nào? Trong những điều kiện chung nhất, các nhà kinh tế chỉ ra rằng có ít nhất một hệ thống mà trong đó số lượng hàng hóa và giá cả của mọi loại hàng hóa, bao gồm tiền lương và số lượng nhân công trong từng ngành công nghiệp, sẽ cân bằng tại một thời điểm. Trên lí thuyết, Walras đã cho thấy cách chủ nghĩa tư bản vận hành. Nhưng liệu điều này có áp dụng được vào thực tế?



Hình 2.4. Léon Walras (1834-1910). Walras là nhà kinh tế người Pháp, giảng dạy tại Đại học Lausanne, Thụy Sĩ. Song song với Stanley Jevons và Carl Menger, ông đã tạo nên một cuộc cách mạng trong kinh tế học với lý thuyết cận biên: nhân công cuối cùng được thuê sẽ quyết định tiền lương được trả của toàn bộ công nhân trước đó. Walras phát triển lý thuyết này xa hơn so với Jevons và Menger bằng học thuyết cân bằng tổng quát của mình (UNIL/Archives).

## **THỊ TRƯỜNG VẬN HÀNH CÓ TỐT KHÔNG?**

Người kế tục sự nghiệp của Walras tại Đại học Lausanne là Vilfredo Pareto. Pareto không chỉ quan tâm đến sự tồn tại của sự cân bằng trong kinh tế học mà ông còn muốn biết thị trường tự do có thể phân phối nguồn lực cho các cá nhân trong xã hội theo cách nào là hiệu quả nhất. Pareto là cha đẻ của lý thuyết kinh tế theo hướng phúc lợi xã hội hiện đại (modern welfare economics), một hướng chuyên nghiên cứu về cách phân phối hàng hóa ảnh hưởng thế nào đến chất lượng cuộc sống của mọi người.

Pareto sinh năm 1848 tại Paris, trong một gia đình gốc Ý tha hương. Sau này, ông quay trở lại Ý để hoàn tất việc học tại Turin, nơi ông được học về toán học và văn học. Sau khi tốt nghiệp trường Bách Khoa, ông bắt đầu sự nghiệp là một kỹ sư xe lửa, và tới hơn bốn mươi tuổi ông mới chuyển sang nghiên cứu kinh tế học. Mặc dù theo đuổi ngành kinh tế rất muộn, nhưng trước đó Pareto đã là một người tích cực chỉ trích chính sách kinh tế của chính phủ Ý trong nhiều năm liền. Trong suốt thời gian đó, ông đã xuất bản một cuốn sách ngăn lên án chính sách bảo hộ kinh tế và phản đối chế độ quân phiệt<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Bách khoa toàn thư về kinh tế học (<http://www.econlib.org/library/CEE.html>).

Pareto nổi tiếng trong các nhà kinh tế với câu hỏi: “Liệu có nhà lập kế hoạch Toàn trí nào có cách thức phân phối hàng hóa tới mọi người trên thế giới tốt hơn thị trường tự do?”. Theo cách định nghĩa về “tốt hơn” của Pareto thì câu trả lời luôn là không. Nói cách khác, thị trường tự do phân phối hàng hóa tốt hơn bất kì điều gì mọi người có thể hình dung.

“Nhà lập kế hoạch” ở đây là một nhân vật hư cấu sở hữu một nhận thức hoàn hảo như Chúa toàn năng. Nhà lập kế hoạch ấy cần phải biết mọi điều về mong muốn, sở thích của từng người trên thế giới, và ông ta phải có kiến thức đầy đủ về các công nghệ cần thiết để sản xuất từng loại hàng hóa đáp ứng nhu cầu đó. Do nhận thức dường ấy là không tưởng cho bất kì cá nhân đơn lẻ nào có thể đạt tới, nên công trình của Pareto sau đó còn được sử dụng để ám chỉ tư tưởng thị trường tự do sẽ có khả năng điều chỉnh tốt hơn nhiều so với kinh tế kế hoạch tập trung mà Liên bang Xô-viết thực hiện trong thế kỉ 20. Nhà lập kế hoạch sở hữu nhận thức hoàn hảo đơn giản là không tồn tại trên thực tế. Thị trường tự do là cỗ máy tích lũy thông tin và lan truyền thông tin từ người này sang người khác theo phương thức gần như lí tưởng.



Hình 2.5. Vilfredo Pareto (1848-1923). Pareto là nhà xã hội học, nhà kinh tế và triết gia người Italia. Ông sinh ra ở Pháp trong một gia đình người Genoa tha hương. Ông là người tiếp nối sự nghiệp giảng dạy của Walras tại Đại học Lausanne với bộ môn kinh tế học và nổi tiếng với lí thuyết Hiệu quả Pareto. Ông cũng nghiên cứu việc phân phối thu nhập trong xã hội. Quy tắc phân phối Pareto trong thống kê được đặt theo tên của ông (The Granger Collection, New York).

Mặc dù nghiên cứu của Pareto cho rằng thị trường tự do hoạt động hiệu quả, kết quả này thực chất vẫn

dựa trên một loạt các giả định về các đặc tính của công nghệ và cách thức con người sẽ hành xử. Dựa trên các giả định đó, Pareto đã đặt nền móng cho các nhà kinh tế sau này đặt ra câu hỏi: Trong trường hợp nào thị trường tự do không còn hoạt động tốt? Đó là câu hỏi chúng ta đang phải đối mặt ngày nay.

Tư tưởng của Pareto về cách thức phân phối hàng hóa tốt hơn quan trọng đến mức nó được công thức hóa thành một nguyên lý trong kinh tế học mang tên Nguyên lý thứ nhất của kinh tế học phúc lợi. Nguyên lý này chỉ ra mối tương quan giữa quan điểm của Pareto về phân phối hàng hóa và cách thức hàng hóa thực tế được phân phối trên thị trường. Quan điểm của Pareto về phân phối hàng hóa không nhắc gì đến việc ai là người giàu ai là người nghèo, ông coi mọi người là như nhau. Thị trường sẽ tự điều tiết tài nguyên hiệu quả dựa trên việc phân phối của cải hiện tại. Các nhà kinh tế gọi quan điểm về việc phân phối hiệu quả, được thể hiện một cách rõ rệt nhất trong các nghiên cứu của Pareto, là Hiệu quả Pareto. Nguyên lý đầu tiên về kinh tế học phúc lợi cho biết, mọi điểm cân bằng cạnh tranh đều tuân theo nguyên tắc Hiệu quả Pareto.

Quan điểm thị trường tuân theo nguyên tắc Hiệu quả Pareto là sự thể hiện rõ rệt tư tưởng đề cao thị trường tự do của các nhà kinh tế. Nó là biểu hiện rõ ràng cho lý thuyết về “bàn tay vô hình” mà Adam



## Cách nền kinh tế vận hành

Smith đã viết vào năm 1776. Nói theo cách của Adam Smith thì:

Bằng việc chú ý đến ngành của mình thay vì các ngành khác, [mỗi cá nhân] cuối cùng cũng chỉ nhắm tới quyền lợi của mình. Ngay cả việc tìm cách chi phối ngành đó theo hướng làm ra nhiều của cải nhất, anh ta cũng chỉ nghĩ đến bản thân. Trong trường hợp này, cũng như trong nhiều trường hợp khác nữa, anh ta bị điều khiển bởi một “bàn tay vô hình”, dẫn anh ta đến một kết quả mà chính anh ta cũng không chủ định trước. Vì tính vị kỉ, anh ta không bao giờ quan tâm tới các hệ quả từ hành động của mình, và may là điều này không phải lúc nào cũng gây hại tới xã hội. Tuy vậy, nghịch lí là, bằng cách theo đuổi lợi ích riêng, anh ta vô tình đã tạo ra những điều tốt cho xã hội, thậm chí còn hiệu quả hơn khi anh ta chủ định làm việc đó. Tôi chưa bao giờ nhìn thấy những thứ tốt đẹp được tạo ra từ những người có suy nghĩ đi buôn bán, trao đổi để phụng sự cho lợi ích cộng đồng cả (Smith, 1776, chương 2, quyển 4, trang 477).

Có một số tư tưởng quan trọng trong đoạn trích này vẫn còn nguyên giá trị đến ngày nay. Thứ nhất, hành vi vị kỉ của con người sẽ kích thích lợi ích chung, vì lợi nhuận sẽ thúc đẩy các công ti sản xuất những mặt hàng mọi người muốn mua. Tư tưởng này đã trở

thành nền tảng cho lập luận của những người theo cánh hữu ủng hộ sự tồn tại của các doanh nghiệp tư nhân. Thứ hai, trong thực tế hãy cẩn trọng với những người hay tuyên bố rằng họ hành động vì lợi ích của bạn. Tư tưởng thứ hai này là gốc rễ của sự thiếu niềm tin đối với các chính sách về thị trường của chính phủ.

Nguyên lý đầu tiên về phúc lợi xã hội đóng một vai trò quan trọng trong kinh tế học bởi vì khi hàng hóa được bán ra trên thị trường cũng là lúc người sử dụng lao động phải trả tiền lương cho nhân công. Nếu thị trường vận hành đúng theo cách Thuyết cân bằng tổng quát đề ra thì thực chất thất nghiệp chỉ là lựa chọn riêng của các cá nhân khi họ đang trong giai đoạn đi tìm công việc được trả lương tốt hơn. Lập luận này khó có thể đứng vững trong thời kì khủng hoảng kinh tế năm 2008-2009, khi số lượng công nhân trong ngành ô tô tại Detroit, công nhân nhà máy hóa dầu tại Anh và công nhân xây dựng tại Pháp bị sa thải lên đến hàng nghìn. Chỉ tính riêng tại Hoa Kỳ, hàng tháng có tới nửa triệu công nhân bị mất việc trong những tháng đầu năm 2009. Rõ ràng những người lao động này không hề lựa chọn việc nghỉ ngơi dài hạn như vậy, chúng ta buộc phải đi đến kết luận rằng Nguyên lý đầu tiên về phúc lợi không áp dụng được trong nền kinh tế ngoài thực tế.

Kết luận này là hệ quả của việc suy luận logic dựa trên những giả định ban đầu, do đó chắc hẳn một trong

số những giả định nói trên sẽ không còn chính xác. Tôi sẽ quay lại vấn đề này trong Chương 7 bằng cách giải thích kĩ hơn về việc Nguyên lí phúc lợi yêu cầu những người tham gia vào thị trường cần sở hữu thông tin hơn là chỉ suy đoán: Vì một số người có thông tin nội bộ, nên một số thị trường sẽ không thể tồn tại.

## **ĐỒNG MÁC, ĐỒNG YÊN, ĐỒNG ĐÔ LA HAY ĐỒNG BẢNG ANH...**

Thuyết cân bằng tổng quát là một công cụ hữu hiệu để giải thích nguyên nhân tại sao mọi người trao đổi với nhau và số lượng hàng hóa bao nhiêu cần được sản xuất. Nó không giải thích được lí do mọi người tiêu tiền, hoặc tương quan của sức mua của đồng đô la với giá cả các mặt hàng. Thay vào đó, kinh tế học cổ điển giải thích những khía cạnh kể trên của nền kinh tế hiện đại bằng Lí thuyết về số lượng tiền tệ.

Tiền đã được sử dụng để mua bán hàng hóa ngay từ thời con người bắt đầu biết cách tạo dựng cộng đồng để chung sống với nhau. Từ những năm 3000 trước Công nguyên, một số kim loại quý đã được người Babylon dùng làm vật trao đổi ngang giá. Tại Trung Quốc, vào đầu những năm 2000 trước Công nguyên, vỏ của những con sò tiên cũng được sử dụng như một loại tiền. Đến năm 500 trước Công nguyên,

người Trung Quốc đã biết sử dụng tiền xu làm từ kim loại quý. Người Ấn Độ cũng sử dụng phương thức tương tự trong cùng khoảng thời gian này. Sự tiến hóa về hình thức của các đồng tiền, đi từ vật dụng đơn giản như vỏ sò đến kim loại quý và cuối cùng là tiền giấy là một nguyên mẫu phát triển chung trong lịch sử các nền văn minh, cho dù tốc độ của sự phát triển đó có thể khác nhau giữa các châu lục và các nền văn hóa.

Trong lịch sử, tiền thường được đúc từ hợp kim của một hoặc nhiều kim loại quý. Vào thời Trung cổ tại châu Âu, tiền làm từ vàng được sử dụng trong các giao dịch quốc tế, trong khi tiền làm từ bạc và đồng được sử dụng trong các giao dịch trong nước<sup>6</sup>. Khi châu Mỹ được tìm thấy, đã có những cuộc chở vàng ồ ạt từ các mỏ tại vùng Tân thế giới về châu Âu. Từ sự kiện này, những nhà quan sát đương thời nhận thấy giá cả của mọi hàng hóa nói chung đã đồng loạt tăng lên.

Một trong số những người nghiên cứu về tiền sớm nhất là triết gia người Anh David Hume. Ông đã viết một tiểu luận có nhan đề "Về tiền tệ" năm 1752, và cho đến tận ngày nay, nó vẫn còn có giá trị<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Cách thức sử dụng tiền thời Trung cổ châu Âu được mô tả bởi Carlo Cipolla trong cuốn sách *Tiền tệ, Giá cả và nền văn minh trong thế giới cổ đại* (1936).

<sup>7</sup> "Về tiền tệ" được in trong cuốn *Luận về chính trị*, xuất bản năm 1752, và được in lại trong tập *Những bài luận, đạo đức, chính trị, văn học* (1754).

David Hume và các học giả cùng thời đã đưa ra Lý thuyết về số lượng tiền tệ, trong đó khẳng định rằng giá thị trường của mọi hàng hóa và dịch vụ sản xuất trong một năm (giá thị trường của tổng sản phẩm quốc nội, viết tắt là GDP), tỉ lệ thuận với lượng tiền dự trữ. Song song với đó, các nhà kinh tế cổ điển cũng sử dụng Thuyết cân bằng tổng quát để xác định số lượng hàng hóa và dịch vụ cần được sản xuất và mức giá của chúng trong so sánh tương quan với nhau. Mức giá đó còn được gọi là giá tương đối hay tỉ giá (relative prices). Họ còn sử dụng Thuyết số lượng tiền tệ để xác định mức giá trung bình của các mặt hàng tính theo các đơn vị tiền, hay còn được gọi là giá tiền hay giá danh nghĩa (money price hay nominal price).

### **... ĐÓ LÀ THỨ CẢ THẾ GIỚI PHẢI XOAY QUANH**

Sự khác nhau giữa giá tương đối, được xác định bằng Thuyết cân bằng tổng quát, và giá tiền, được xác định bằng Thuyết số lượng tiền tệ được giải thích như sau: Giả sử Denis là người công nhân cuối cùng được thuê vào một công ti sản xuất hộp nhôm. Denis có thể sản xuất 40 hộp một tuần, trong 40 giờ làm việc<sup>8</sup>. Thuyết

---

<sup>8</sup> Dĩ kiện Denis là người công nhân cuối cùng rất quan trọng bởi vì các nhà kinh tế học giả định rằng mỗi người công nhân tiếp theo đều tạo ra ít sản phẩm hơn người công nhân trước đó. Ý



cân bằng tổng quát cổ điển dự đoán rằng lương dành cho Denis là một sản phẩm một giờ. Nó không nhắc gì đến tiền lương hoặc giá thị trường của một hộp nhôm. Những giá trị này không được giải thích trong Thuyết cân bằng tổng quát. Tại điểm cân bằng, có thể Denis kiếm được 1 đô la một giờ, và một hộp nhôm trị giá 1 đô la; hoặc, Denis kiếm được 10 đô la một giờ và một hộp nhôm cũng trị giá 10 đô la. Cả hai trường hợp này, dưới góc nhìn về giá tương đối của Thuyết cân bằng tổng quát, là tương tự nhau.

Đó là lúc Thuyết số lượng tiền tệ phát huy tác dụng. Theo thuyết này, giá tiền của một hàng hóa phụ thuộc vào lượng tiền đang lưu hành trong nền kinh tế bởi tiền là công cụ để thúc đẩy việc giao thương. Như Hume đã từng viết:

Tiền, nói một cách chính xác, không phải là chủ đề chính của việc giao thương. Nó chỉ là một phương tiện để giúp con người có thể trao đổi hàng hóa với nhau thuận tiện hơn. Nói một cách hình tượng, nó không phải là bánh xe của cỗ xe thương mại, mà chỉ là dầu nhớt giúp cho chuyển động của bánh xe trở nên dễ dàng và thuận tiện hơn (Hume, 1754, trang 281).

---

tưởng này ra đời vào thế kỉ 19 bởi William Stanley Jevons, Carl Menger, và Leon Walras.



Tư tưởng cho rằng tiền là dầu nhớt thúc đẩy bánh xe quay nhanh hơn có sức ảnh hưởng mạnh mẽ, tới mức nó xuất hiện trong tất cả các lời giải thích về kinh tế học cổ điển của thời nay. Bản chất của nó là, các hoạt động kinh tế sẽ xoay quanh các yếu tố chủ chốt như nhu cầu của con người, nguồn lực, công nghệ... Và theo đó, trong dài hạn, số lượng tiền lưu thông chỉ quyết định được mức giá hàng hóa ngoài thị trường mà thôi. Tư tưởng này có thể được diễn đạt trong một mệnh đề ngắn gọn: Trong dài hạn, tiền mang tính chất trung lập.

## TRỰC THĂNG RẢI TIỀN

Con người thường không hiểu rõ về tính trung lập của tiền. Vì thế, đôi khi, người ta dự đoán rằng theo Thuyết số lượng tiền tệ thì khi lượng tiền tăng gấp đôi thì giá cả cũng tăng gấp đôi, và điều này sẽ không gây tổn hại gì đến các hoạt động kinh tế. Ông Ben Bernanke, giám đốc của FED, đôi khi sử dụng cụm từ “máy bay trực thăng thả một núi tiền” (Helicopter Ben) để nhấn mạnh cho yếu tố không gây tổn hại này khi bơm tiền vào nền kinh tế. Trong một bài phát biểu, ông có nêu lại ví dụ dưới đây, vốn là một phần trong công trình nghiên cứu của Nhà kinh tế từng đoạt giải Nobel, Milton Friedman (1994, trang 29).

Friedman gợi ý rằng chúng ta thử suy ngẫm xem điều gì sẽ xảy ra nếu một chiếc máy bay trực thăng bay vòng quanh một quốc gia và liên tục thả tiền xuống. Một người, với cách hiểu đơn giản về thuyết số lượng tiền tệ, sẽ dự đoán rằng hệ quả ngay lập tức là giá của mọi mặt hàng trong quốc gia đó sẽ tăng gấp đôi, nhưng số lượng hàng hóa được trao đổi thì sẽ giữ nguyên. Theo đó, lúc mọi người thức dậy vào sáng thứ Tư, khi chiếc máy bay đã hoàn thành nhiệm vụ trong đêm thứ Ba, giá của một cốc cà phê là 1 đô la trong thứ Ba sẽ trở thành 2 đô la vào thứ Tư. Thực chất Thuyết số lượng tiền tệ phức tạp hơn như vậy rất nhiều. Mặc dù thuyết này nói rằng, trong dài hạn tiền sẽ không có tác động gì nhiều đến tỉ lệ thất nghiệp hay sản lượng hàng hóa, nhưng trong ngắn hạn, thuyết này không dám khẳng định điều đó, do những kết quả ngoài thực tế đã chứng minh ngược lại. Trên thực tế, việc bơm thêm tiền vào nền kinh tế cần thời gian để nhìn ra được những hệ quả đầu tiên.

Trên thực tế luôn tồn tại một cuộc tranh cãi dai dẳng giữa Thuyết về cân bằng tổng quát và Thuyết số lượng tiền tệ trong các nhà kinh tế cho đến tận ngày nay. Trong khi Thuyết cân bằng tổng quát dự đoán rằng giá tương đối sẽ được điều chỉnh ngay lập tức để cung và cầu của mọi hàng hóa có thể tiến đến điểm cân bằng thì Thuyết số lượng tiền tệ lại dự đoán rằng mức

## Cách nền kinh tế vận hành

giá chung trên thị trường sẽ tỉ lệ thuận với số lượng tiền dự trữ, nhưng khi tiền được bơm thêm vào nền kinh tế, giá cả sẽ không thay đổi ngay lập tức. Vì thế, trong khoảng thời gian chuyển từ ngắn hạn sang dài hạn, dự đoán của Thuyết cân bằng tổng quát và Thuyết số lượng tiền tệ sẽ không thể cùng đúng. Các nhà kinh tế thống nhất rằng sự khác biệt giữa hai lý thuyết này là do hệ quả của việc tồn tại ma sát kinh tế.

## MA SÁT KINH TẾ

Các nhà kinh tế thường cho rằng Lý thuyết cân bằng tổng quát là cách mô tả hoàn hảo về cách vận hành của các thị trường có mối liên kết chặt chẽ với nhau. Tuy vậy, tại bất kỳ thời điểm nào cũng sẽ xuất hiện những lực ma sát cản trở việc xác lập sự cân bằng giữa cung và cầu.

Kinh tế học sử dụng từ “ma sát” (friction) để ám chỉ rào cản trong việc trao đổi hàng hóa hay chi phí cần thiết chi cho việc cập nhật giá tiền các mặt hàng. Chính chi phí này là điều khiến cho các công ti không muốn liên tục điều chỉnh tiền lương và giá cả một cách nhanh chóng đến mức mà Lý thuyết cân bằng tổng quát có thể áp dụng hoàn hảo. Minh họa này tương tự như trong vật lý, khi lực ma sát là yếu tố chính ảnh hưởng đến sự chuyển động của các vật theo định luật của Newton.

Trên thực tế, hai lí thuyết nói trên sẽ không thể đạt được các kết quả tương tự khi tiến hành trong phòng thí nghiệm, do khó khăn và chi phí trong việc tạo dựng ra các điều kiện lí tưởng. Các nhà vật lí đã dùng lực ma sát để giải thích về chuyển động đi xuống của một vật trên mặt phẳng nghiêng, hay sự mất năng lượng trong các động cơ. Còn các nhà kinh tế thì sử dụng cụm từ “ma sát kinh tế” (economic friction) để giải thích tại sao trong trường hợp lượng tiền tăng, giá cả vẫn không tăng ngay lập tức theo để thích ứng.

Khi mô hình nói trên được áp dụng vào thị trường lao động, người ta kì vọng rằng cầu lao động luôn phải cân bằng với cung lao động. Nhưng trong thực tế chúng ta luôn thấy tồn tại một tỉ lệ thất nghiệp nhất định, do đó theo quan điểm của các nhà kinh tế, đây là hệ quả của ma sát kinh tế, khiến việc điều chỉnh tiền lương không diễn ra kịp thời. Nếu lực ma sát này đủ lớn, giá cả các mặt hàng cũng như tiền lương sẽ được điều chỉnh rất chậm chạp, và nhiều khả năng là tỉ lệ thất nghiệp sẽ liên tục ở mức cao.

Vào những năm 1930, Hoa Kỳ đã trải qua giai đoạn 6 năm liên tiếp có tỉ lệ thất nghiệp trên 15%. Dùng kinh tế học cổ điển, chúng ta khó lòng giải thích được hiện tượng này. Cuối cùng, Keynes đã phát triển một hướng tiếp cận mới thay thế cho mô hình cung cầu trên thị trường lao động nói trên. Trong suốt 30 năm, lí

## Cách nền kinh tế vận hành

thuyết của ông về cách nền kinh tế vận hành đã chiếm ưu thế chủ đạo trong giới học thuật. Bằng lí thuyết của mình, Keynes có thể giải thích được những điều đã xảy ra trong thời kì Đại suy thoái, và làm cách nào để có thể ngăn ngừa nó. Điều đó đã dẫn đến một cuộc cải tổ mang tính căn bản trong hệ thống chính trị và có ảnh hưởng đến tận ngày nay.

## CHƯƠNG 3

# Ảnh hưởng của Keynes đối với nền kinh tế thế giới

*Tôi tin rằng chủ nghĩa tư bản, nếu được quản lý tốt, sẽ là phương thức giúp chúng ta đạt tới các mục tiêu kinh tế hiệu quả hơn bất kì phương thức nào khác. Tuy nhiên, trong nội tại của nó cũng tồn tại nhiều điều rất đáng chê trách.*

**John Maynard Keynes** (1931, trang 321)

Keynes có ảnh hưởng rất lớn đối với tới kinh tế học và chính trị. Trước khi lí thuyết kinh tế của Keynes ra đời, vai trò của chính phủ đối với các vấn đề kinh tế chỉ giới hạn trong một vài lĩnh vực, ví dụ như bảo vệ quốc phòng và duy trì hệ thống tư pháp. Sau khi cuốn *Lí thuyết Tổng quát* (The General Theory) của ông ra đời, các chính phủ phương Tây đã gánh vác thêm một vai



## Cách nền kinh tế vận hành

trò mới: tạo ra nhiều công ăn việc làm và giữ cho tỉ lệ này ở mức cao. Để hiểu thêm về cuộc tranh luận giữa các nhà kinh tế theo thuyết kinh tế cổ điển như Eugene Fama, và các nhà kinh tế theo thuyết kinh tế của Keynes như Paul Krugman, chúng ta cần phải nắm được nguyên nhân và cách thức của sự chuyển dịch trên.

Tư tưởng của Keynes về kinh tế thực ra là một cuộc hành trình thoát ra khỏi lối tư duy cũ. Keynes được đào tạo bài bản về kinh tế học cổ điển nên ông có thể nhận thức được đầy đủ về điểm mạnh cũng như điểm yếu của nó. Thế nhưng đúng vào thời điểm đó, cuộc Đại suy thoái diễn ra và đã gây ra những ảnh hưởng lớn lao đến mọi nhà kinh tế đương thời, tương tự như ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng năm 2008 tới tư duy của các nhà kinh tế hiện nay. Keynes nhận ra rằng Lí thuyết bàn tay vô hình của Adam Smith cần được sửa đổi để phù hợp với sự khổ sở mà con người đã phải trải qua trong giai đoạn này. Trong thực tế, hiện tượng tỉ lệ thất nghiệp có thể giữ nguyên ở mức cao trong một thời gian dài hoàn toàn không phù hợp so với những kết luận của lí thuyết kinh tế cổ điển. Đã đến lúc những thứ mới cần được ra đời.

## **CÁI NHÌN MỚI CỦA MAYNARD KEYNES**

Lí thuyết kinh tế của Keynes hoàn toàn khác so với những lí thuyết kinh tế ra đời trước đó. Vào thời điểm những năm 1920, các nhà kinh tế cổ điển khi đó đang nhìn nhận nền kinh tế như một cỗ máy ổn định có khả năng tự sửa lỗi. Một số sự kiện ngẫu nhiên ngoài dự đoán xảy ra có thể tạo nên một vài xáo động đối với nền kinh tế, và một số người có thể sẽ tạm thời bị mất việc. Tuy nhiên sau đó, theo cách diễn đạt của Adam Smith thì “bàn tay vô hình” sẽ lại dẫn dắt hàng trăm triệu cá nhân vị kỉ theo hướng giúp nền kinh tế có thể nhanh chóng quay lại tình trạng ai cũng có công ăn việc làm.

Keynes tỏ ra rất hoài nghi về bản chất tự sửa lỗi của nền kinh tế, bởi vì ông không chứng kiến bất kì bằng chứng nào của điều đó trong thời kì những năm 1920 tại Anh. Vào thời điểm đó, tỉ lệ thất nghiệp tại Anh đã duy trì ở mức cao trong gần một thập kỉ. Theo quan điểm của ông, một trong những cú sốc lớn nhất đối với nền kinh tế là cú sốc về niềm tin của nhà đầu tư về giá trị thị trường chứng khoán trong tương lai. Ông gọi hiện tượng này với cái tên “tâm lí đám đông của các nhà đầu tư” (animal spirits of investors). Khi kết hợp điều này với lí thuyết của Keynes về thị trường lao động, chính quan điểm rằng “niềm tin của các nhà đầu tư có thể dẫn dắt thị trường” có thể dẫn đến việc tỉ lệ

thất nghiệp tồn tại dai dẳng ở một mức cao trong một thời gian rất dài mà không có nguyên nhân rõ ràng.

Các nhà kinh tế cổ điển tin rằng tỉ lệ thất nghiệp cao chỉ có thể tồn tại trong một thời gian ngắn. Đó là thời gian cần thiết để giá cả có thể tự điều chỉnh về điểm cân bằng trong dài hạn. Vào năm 1924, khi trình bày quan điểm của mình về kinh tế trong ngắn hạn và dài hạn, Keynes đã đưa ra một câu khẳng định nổi tiếng “Trong dài hạn, tất cả chúng ta đều sẽ chết!”<sup>1</sup>.

## **THẤT NGHIỆP TRONG THỜI ĐẠI SUY THOÀI**

Chu kì kinh tế không phải là một khái niệm mới trong kinh tế học. Trong suốt thế kỉ 19, Hoa Kỳ đã trải qua 5 cuộc khủng hoảng tài chính lớn, và tất cả các cuộc khủng hoảng đó đều có vài điểm chung. Những quan điểm đương thời về lí thuyết chu kì kinh tế đã được nhà kinh tế người Anh Arthur Pigou trình bày tóm lược trong một cuốn sách nổi tiếng xuất bản năm 1929 có tên *Sự biến động của ngành công nghiệp* (Industrial Fluctuations)<sup>2</sup>. Trong cuốn sách này, ông liệt kê được ít nhất 6 nguyên nhân khác nhau có thể chi phối sự vận hành của chu kì kinh tế. Các nguyên nhân đó là: Sai

---

<sup>1</sup> *Tiểu luận về cải cách tiền tệ* (1924, chương 3).

<sup>2</sup> Pigou (1929).

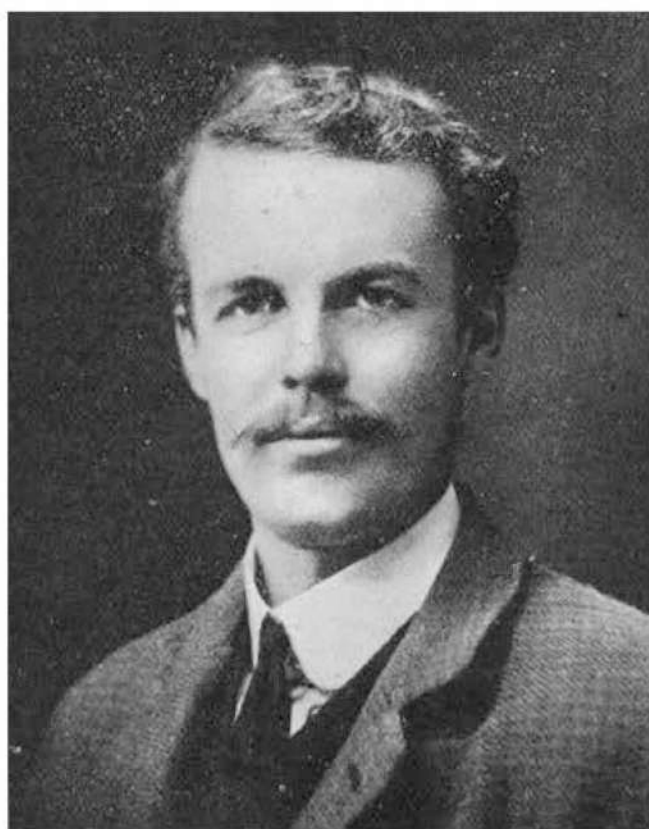
lầm gây ra bởi tâm lí lạc quan hay bi quan, biến động của ngành nông nghiệp gây ra bởi vấn đề thời tiết, năng suất thay đổi đột ngột do sự ra đời của những công nghệ mới, biến động tiền tệ, các cuộc tranh chấp trong ngành công nghiệp và sự thay đổi thị hiếu của người tiêu dùng. Tuy nhiên, không một ai trong giai đoạn này nghi ngờ rằng nền kinh tế sau khi trải qua những xáo trộn do 6 yếu tố trên gây ra liệu có thể tự phục hồi nhanh chóng về trạng thái mọi người đều có công ăn việc làm hay không. Thế nhưng, cuộc Đại suy thoái xảy ra vào những năm 1930 đã vĩnh viễn thay đổi quan điểm trên.

Biểu đồ 3.2 trang 89 thể hiện tỉ lệ thất nghiệp tại Hoa Kỳ từ năm 1890 đến năm 2007. Sự lên xuống trong những khoảng thời gian không đều trên biểu đồ biểu hiện cho sự tồn tại của chu kì kinh tế. Nguyên nhân của sự lên xuống đó đã được Pigou nhìn nhận tương đối đầy đủ qua danh sách 6 yếu tố nói trên, từ sự bi quan và lạc quan của các nhà đầu tư đến sự thay đổi về thị hiếu của người tiêu dùng.

Có hai điểm đáng lưu ý trong biểu đồ này. Thứ nhất, đỉnh về tỉ lệ thất nghiệp diễn ra trong khoảng thời gian từ năm 1929 đến năm 1941 lớn hơn nhiều so với bất kì đỉnh của tỉ lệ thất nghiệp nào trong các năm trước và sau đó. Tình trạng thất nghiệp cao xảy ra gần đây nhất là trong thời kì suy thoái kinh tế ở thập kỉ

## Cách nền kinh tế vận hành

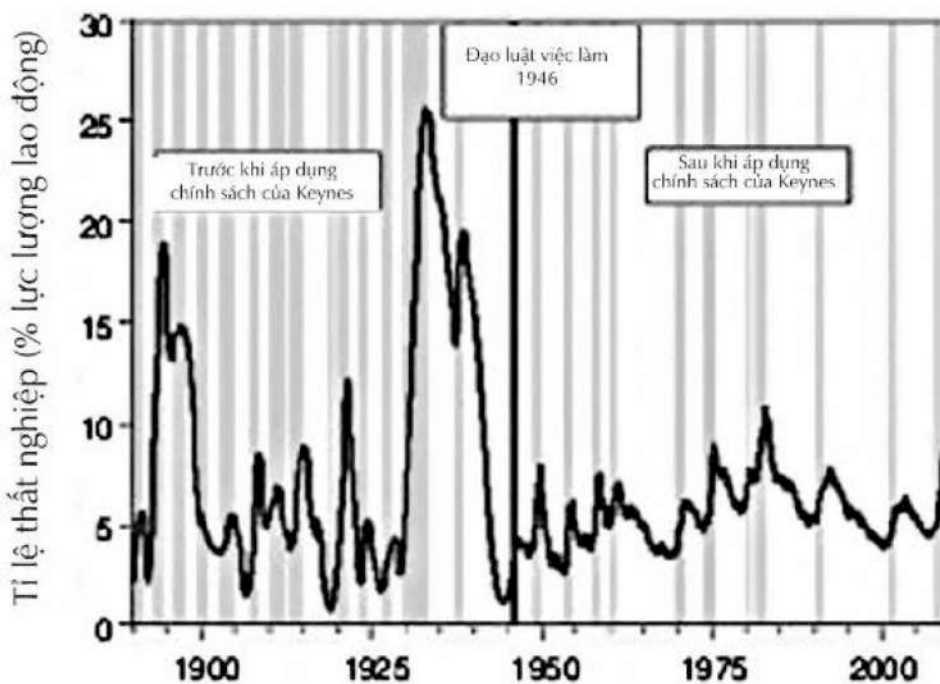
cuối cùng của thế kỉ 19, với đỉnh của tỉ lệ thất nghiệp là 18%, và có 6 năm liên tiếp tỉ lệ thất nghiệp duy trì ở trên mức 10%. Thứ hai, tỉ lệ thất nghiệp từ năm 1946 trở lại đây trở nên ít biến động hơn hẳn so với thời kì những năm trước Thế chiến II.



Hình 3.1. Arthur C. Pigou (1887-1959). Nhà kinh tế người Anh. Arthur C. Pigou là học trò của Alfred Marshall và là giáo sư tại Đại học Cambridge. Ông được biết đến nhiều nhất với cuốn *Kinh tế học phúc lợi* (The Economics of Welfare), xuất bản năm 1933. Ông cũng viết một cuốn sách nổi tiếng khác có nhan đề *Sự biến động của ngành công nghiệp* (Industrial Fluctuations), xuất bản năm 1929, nói về nguyên nhân tạo ra các chu kì kinh tế (Khoa kinh tế, Đại học Louisiana State).

## Ảnh hưởng của Keynes đối với nền kinh tế thế giới

Các nhà kinh tế theo học thuyết của Keynes cho rằng, và tôi nghĩ rằng họ đúng, sự sụt giảm đáng kể của sự biến động nói trên là hệ quả trực tiếp của việc tăng cường vai trò chính phủ trong việc điều tiết nền kinh tế thông qua Đạo luật việc làm được Quốc hội phê duyệt vào năm 1946. Đạo luật này khuyến khích chính phủ “thúc đẩy tối đa việc làm, sản xuất và sức mua”. Sự ổn định của chu kỳ kinh tế Hoa Kỳ thời kỳ hậu chiến chính là bằng chứng rõ ràng nhất về sự thành công của học thuyết kinh tế Keynes.



Hình 3.2. Tỷ lệ thất nghiệp từ năm 1890. Vùng xám là các cuộc khủng hoảng kinh tế theo định nghĩa của tổ chức NBER.



## **CUỘC TRỐN CHẠY KHỎI KINH TẾ HỌC CỔ ĐIỂN CỦA KEYNES**

Vào những năm 1920, Keynes là một nhà kinh tế theo trường phái kinh tế học cổ điển. Tuy nhiên, cuộc Đại suy thoái đã khiến ông thay đổi góc nhìn và tìm cách phát triển một lí thuyết mới để phù hợp với các chính sách do ông đề ra. Keynes tin rằng các chính sách đó là phương thuốc đúng đắn để chữa trị các “căn bệnh trầm kha” trong xã hội. Keynes tin chắc như vậy, và đây cũng là lí do ông phải giải thích cho những người khác tin rằng lí thuyết chính phủ có thể can thiệp vào kinh tế là sai lầm. Keynes đã viết trong chương mở đầu cuốn *Lí thuyết Tổng quát* như sau:

Các nhà kinh tế cổ điển hiện nay cũng giống như các nhà toán học theo thuyết hình học Euclid phải sống trong thế giới phi Euclid. Họ phát hiện ra rằng các đường thẳng song song vẫn cắt nhau, và họ quả trách các đường thẳng đó vì tội không thực sự thẳng - cách lí giải duy nhất cho việc cắt nhau đang thực sự xảy ra. Tuy nhiên, trên thực tế không có lí giải nào khác, ngoại trừ việc vứt bỏ tiên đề về các đường thẳng song song và tập sống trong thế giới phi Euclid.

Cuộc cách mạng tư tưởng này đã xoay chuyển cách tư duy hiện giờ về kinh tế, và để lại một dấu ấn

lớn trong quan niệm không nên kiểm soát kinh tế tư bản vì nó có khả năng tự sửa lỗi.

Các tư tưởng kinh tế học cổ điển đương thời đã được tóm lược lại trong cuốn sách của Pigou *Sự biến động của ngành công nghiệp* (Industrial Fluctuations). Theo đó, cuộc Khủng hoảng chỉ có thể diễn ra bởi một trong 6 nguyên nhân đã được liệt kê: sai lầm gây ra bởi tâm lí lạc quan hay bi quan, biến động của ngành nông nghiệp gây ra bởi vấn đề thời tiết, năng suất thay đổi đột ngột do sự ra đời của những công nghệ mới, biến động tiền tệ, các cuộc tranh chấp trong ngành công nghiệp và sự thay đổi thị hiếu của người tiêu dùng. Một số nhà kinh tế theo lí thuyết chu kì kinh tế hiện đại còn đi xa hơn thế. Họ cho rằng tất cả các biến động lớn đều xuất phát từ các thay đổi của quy luật thị trường, và phần lớn các thay đổi đó đều đến từ các tiến bộ công nghệ. Tuy nhiên, bất chấp nguyên nhân tạo ra các cú sốc kinh tế là gì, kinh tế cổ điển vẫn khẳng định rằng nền kinh tế sẽ nhanh chóng phục hồi về trạng thái mà tại đó tất cả mọi người đều có công ăn việc làm.

Có hai vấn đề lớn trong kết luận nói trên. Thứ nhất, rất khó khăn để xác định nguyên nhân chính xác của các cú sốc châm ngòi cho một cuộc khủng hoảng xảy ra với quy mô của Đại suy thoái năm 1930. Thứ hai, bất kể biến động có thể là gì, hàng triệu công nhân mất việc trong những năm đầu khủng hoảng sẽ nhanh

chóng tìm thấy công việc mới. Thực tế xảy ra hoàn toàn ngược lại và cái giá phải trả cho sự khốn khổ của những người công nhân nói trên là không thể đo đếm được.

## **HỌC THUYẾT KINH TẾ CỦA KEYNES**

Được tạo ra với mục đích trở thành một lí thuyết thay thế cho lí thuyết về cung cầu của kinh tế cổ điển, Keynes đã bỏ qua đường cung lao động, một trong những công thức các nhà kinh tế thường sử dụng để mô tả điểm cân bằng của hệ thống kinh tế cổ điển. Ông thay thế công thức này bằng giả định rằng niềm tin của các nhà đầu tư là một động lực độc lập chi phối cách vận hành của chu kì kinh tế. Chỉ với ý tưởng này, cả hai vấn đề lớn của kinh tế cổ điển đã được giải quyết. Theo đó Keynes cho rằng nguyên nhân dẫn đến cuộc Đại suy thoái là sự sụt giảm đột ngột niềm tin của các nhà đầu tư vào tương lai - một cơn cuồng loạn tập thể làm ảnh hưởng ngay lập tức đến mọi thành phần đang tham gia trên thị trường chứng khoán. Nói cách khác, chính sự sụp đổ của thị trường chứng khoán đã dẫn đến việc xuất hiện cuộc Đại suy thoái.

Điều này đã diễn ra như thế nào? Thị trường chứng khoán sụp đổ bởi vì mọi người tin rằng những

máy móc và nhà xưởng đang tạo ra lợi nhuận thì sẽ bị định giá thấp hơn trong tương lai. Do đó, các doanh nghiệp sẽ không mua thêm các thiết bị mới và những người công nhân đang sản xuất ra các loại hàng hóa sẽ thất nghiệp. Những người công nhân này không có khả năng mua các loại hàng hóa tiêu dùng, và các công nhân đang sản xuất ra các mặt hàng này cũng sẽ thất nghiệp.

Thực tế, nền kinh tế sẽ không thể phục hồi về trạng thái mọi người đều có việc làm, bởi vì cơ chế tự sửa lỗi của thị trường như Pigou và những người đương thời mô tả là không tồn tại. Theo quan điểm của Keynes, bất cứ tỉ lệ thất nghiệp nào cũng có thể tồn tại mãi mãi bởi yếu tố thúc đẩy nền kinh tế quay về trạng thái cân bằng đơn giản là không tồn tại hoặc tồn tại quá yếu để chúng ta có thể kì vọng vào việc chúng có thể giải quyết mọi việc trong thời gian ngắn.

Cách giải thích của Keynes về nguyên nhân xuất hiện của Đại suy thoái được dựa trên hai khái niệm có mối quan hệ khăng khít với nhau: tổng cung và tổng cầu. Tổng cung và tổng cầu khá giống so với lí thuyết về cung cầu áp dụng cho một thị trường đơn lẻ của Marshall nhưng vẫn có nhiều khác biệt. Chúng ta cũng không nên nhầm lẫn giữa hai khái niệm này. Tổng cung cho biết tổng giá tiền của hàng hóa và dịch vụ mà các hộ gia đình và các doanh nghiệp sẽ chi tiêu trong

một khoảng thời gian nhất định. Tổng cầu cho biết sẽ cần tới bao nhiêu công nhân để có thể sản xuất ra số lượng hàng hóa và dịch vụ đáp ứng được nhu cầu nói trên.

## CHÍNH SÁCH CỦA KEYNES

Trước Keynes, phần lớn mọi người tin rằng chính phủ nên “thực hiện đúng chức năng của nó”. Điều này được thể hiện trong một bài diễn văn của Herbert Hoover năm 1932 tại Quảng trường Madison trong một nỗ lực tái tranh cử thất bại của ông.

Trong tình thế cấp bách thế này, Chính phủ Liên bang buộc phải chi thêm cho các khoản chi bất thường, nhưng trong nỗ lực nhằm giảm bớt các khoản chi đó, chính quyền được dẫn dắt bởi *Đảng cộng hòa đã thành công trong việc cắt giảm chi phí hoạt động thường xuyên của chính phủ* (Hoover, 1932, trích dẫn có một vài sửa đổi).

Trái ngược với quan điểm cổ điển rằng chính phủ nên cố gắng cân bằng chi tiêu ngân sách trong thời kỳ suy thoái, Keynes cho rằng, thay vào đó chính phủ nên vay thêm tiền và sử dụng nó để kích cầu. Lí thuyết kinh tế mới của ông sẽ giải thích tại sao điều này là thích hợp.



Theo kinh tế học cổ điển, việc chính phủ chi ra 1 đô la sẽ tương đương với việc các hộ gia đình sẽ chi ít đi 1 đô la do kích thước của chiếc bánh là cố định. Tuy nhiên, trong thuyết kinh tế của Keynes, mỗi đô la được chính phủ chi thêm sẽ lại làm tăng quy mô của chiếc bánh, và từ đó làm tăng số tiền dự trữ của cả chính phủ và các hộ gia đình. Keynes lập luận rằng, để thoát khỏi khủng hoảng, chính phủ các quốc gia cần vay mượn thêm tiền và sử dụng chúng để mua bán thêm các loại hàng hóa và dịch vụ được cung cấp bởi các doanh nghiệp tư nhân. Lí thuyết này giải thích tại sao chính phủ các nước đã theo đuổi chính sách thâm hụt ngân sách giống như cách Tổng thống Pháp Nicolas Sarkozy, Bộ trưởng Bộ Tài chính Anh Alistair Darling và Thống đốc Ngân hàng Trung ương Hoa Kỳ Timothy Geithner đã làm. Điều này cũng lí giải cho sự tăng lên nhanh chóng của nợ công các nước kể trên trong những năm 2008-2009.

Thực tế, trong những năm 1930, Franklin Delano Roosevelt là người bắt đầu sử dụng sáng kiến tăng cường dịch vụ công trong nỗ lực giúp nền kinh tế Hoa Kỳ thoát khỏi cuộc Đại suy thoái. Nhưng những nỗ lực của ông quá nhỏ bé và không tạo ra nhiều tác dụng. Theo đó, thâm hụt ngân sách liên bang trong khoảng thời gian này đã tăng lên rất cao, trái ngược với tình trạng sụt giảm ngân sách của từng bang, tình trạng này



tương tự như những gì đã xảy ra vào năm 2009<sup>3</sup>. Cuối cùng, chính sách theo đuổi thâm hụt ngân sách trên quy mô lớn cũng được khởi phát khi Hoa Kỳ tham gia vào Thế chiến II, và lúc đó các chính sách theo học thuyết của Keynes đã đạt được những thành công vang dội.

Việc áp dụng rộng rãi chính sách tài khóa trong những năm đầu của Thế chiến II xảy ra đồng thời với sự lên ngôi của kinh tế Hoa Kỳ sau thời Đại suy thoái. Nền kinh tế đã được phục hồi từ đống tro tàn. Đến đầu những năm 1940, tỉ lệ thất nghiệp đã giảm xuống mức thấp kỉ lục, tốc độ tăng trưởng GDP gia tăng và sản lượng bình quân đầu người cuối cùng cũng tương đương với mức dự kiến nếu Đại suy thoái không xảy ra. Đây chính là kết quả mà Keynes đã dự đoán. Ông cho rằng nếu tiền đầu tư dành cho khối doanh nghiệp tư nhân quá thấp thì chi tiêu chính phủ phải tăng lên để bù lại. Việc Keynes lí giải thành công những sự kiện nói trên đã khiến Milton Friedman, một nhà kinh tế từng đoạt giải Nobel, phải khẳng định vào năm 1965, trong một cuộc phỏng vấn với tạp chí *Time*, rằng: “Bây giờ, tất cả mọi người đều theo học thuyết của Keynes”<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> Robert Skidelsky (1992, chương 14).

<sup>4</sup> Vẫn còn nhiều tranh cãi quanh việc câu nói trên của ai. Trong một lần trao đổi riêng với tôi, Riccardo DiCecio đã tiết lộ rằng: câu “Bây giờ, tất cả mọi người đều theo học thuyết của Keynes”,

---

thường được cho là phát ngôn của Tổng thống Nixon, thực ra là một câu nói được trích dẫn không đầy đủ của Milton Friedman. Theo lời của nhà báo Howard K. Smith của đài ABC, Nixon đã nói rằng “Tôi bây giờ theo học thuyết của Keynes”. Còn Friedman trong một cuộc phỏng vấn với tạp chí *Time* đã nói “Ở một mặt nào đó, bây giờ tất cả mọi người đều theo học thuyết của Keynes, nhưng mặt khác, trong tương lai không xa sẽ không còn ai theo học thuyết của Keynes nữa”. Tuy nhiên, tạp chí *Time* chỉ trích dẫn nửa đầu “Bây giờ, tất cả mọi người đều theo học thuyết của Keynes”.



## CHƯƠNG 4

# Những người theo học thuyết Keynes đã sai lầm ở đâu

*Lí luận cơ bản của học thuyết Keynes về vấn đề này (kích cầu bằng chính sách tài khóa) đơn giản là một sai lầm. Những nhà kinh tế đã từ bỏ học thuyết Keynes từ 30 năm trước khi Bob Lucas, Tom Sargent và Ed Prescott chỉ ra điểm không hợp lí của nó. Kể từ đó, học thuyết trên đã không được đề cập trong bất kì giáo trình hoặc các báo cáo khoa học nào.*

**John Cochrane**

(Ngày 18 tháng 3 năm 2009, trong một cuộc tranh luận trực tuyến trên tạp chí *The Economist*)

Có một thực tế là không phải mọi nhà kinh tế đều theo học thuyết của Keynes. John Cochrane, người viết

những dòng trên, là một nhà kinh tế nổi bật tại Đại học Chicago và là tác giả của một giáo trình về tài chính nổi tiếng dành cho sinh viên<sup>1</sup>. Những nhà kinh tế ông nêu ra trong đoạn trích dẫn trên đều là những người đồng tình với quan điểm của ông, bao gồm hai nhà kinh tế đoạt giải Nobel Robert Lucas và Edward Prescott, và Tom Sargent - một trong số những nhà kinh tế vĩ mô có ảnh hưởng nhất hiện nay. Nhưng liệu Cochrane có đúng? Và ông đã nghi ngờ những điểm mâu thuẫn nào trong logic của Keynes?

Tôi từng học kinh tế bậc đại học tại Anh. Khi tôi tốt nghiệp cuối những năm 1970, lý thuyết kinh tế của Keynes vẫn được giảng dạy rộng rãi cho sinh viên đại học và cao học như một trong các lý thuyết chính về chu kỳ kinh tế. Thế nhưng, vào thời điểm tôi nhận bằng tiến sĩ tại Canada đầu những năm 1980, kinh tế học của Keynes đột nhiên biến mất khỏi giáo trình của phần lớn các trường đại học tại Anh, Canada, và Hoa Kỳ. Thế giới đã thay đổi và các lý thuyết cũng phải thay đổi theo để phản ánh thực tế đó. Sự mất niềm tin vào học thuyết kinh tế của Keynes đã dẫn đến sự hồi sinh của tư tưởng kinh tế học truyền thống. Nó cũng là thời điểm mà việc áp dụng các công cụ toán học để giải thích các hiện tượng trong kinh tế vĩ mô rất được ưa chuộng. Có thể nói sự đi xuống của lý thuyết kinh tế

---

<sup>1</sup> Cochrane (2001).

Những người theo học thuyết Keynes đã sai lầm ở đâu

Keynes đã châm ngòi cho một cách tiếp cận lí thuyết kinh tế mới.

Sự đi xuống của lí thuyết kinh tế Keynes gắn liền với sự thăng trầm của một khái niệm có tên là đường cong Phillips. Khái niệm này được đưa ra vào năm 1958 bởi một người New Zealand có tên Alban W Phillips, hay là Bill Phillips như cách gọi của bạn bè và người thân dành cho ông. Bill Phillips là một kĩ sư được đào tạo bài bản. Đóng góp nổi trội của ông trong lĩnh vực kinh tế là đã chỉ ra rằng tỉ lệ thất nghiệp và tốc độ tăng tiền lương có mối quan hệ tỉ lệ nghịch với nhau khi ông xem xét dữ liệu tại Anh trong vòng một thế kỉ. Lịch sử đã chứng minh rằng, khi tỉ lệ thất nghiệp giảm, tiền lương sẽ tăng. Khi tỉ lệ thất nghiệp tăng, tiền lương sẽ giảm<sup>2</sup>.

Các nhà kinh tế theo lí thuyết của Keynes rất tán đồng với đường cong Phillips và cho rằng đây là các bằng chứng thực nghiệm chứng minh tính đúng đắn của học thuyết kinh tế Keynes. Họ cho rằng chính phủ buộc phải lựa chọn giữa tỉ lệ lạm phát cao và tỉ lệ thất nghiệp cao, bằng cách lựa chọn một điểm xác định trên đường cong Phillips. Tuy nhiên, khi kiểm nghiệm lí thuyết này trong thực tế, dự đoán của những người theo học thuyết của Keynes đã hoàn toàn sai lầm. Để thay thế cho đường cong Phillips, các nhà kinh tế đã

---

<sup>2</sup> Phillips (1958).



đưa ra một ý tưởng mới. Theo đó, nền kinh tế sẽ có xu hướng tìm đến một trạng thái mà tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên sẽ không thể bị ảnh hưởng bởi bất kì chính sách tài khóa hay chính sách tiền tệ nào. Tôi sẽ giới thiệu lí thuyết có tên Tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên (*natural rate hypothesis*) đó trong chương này và lí giải cách thức lí thuyết này trở thành lí thuyết thống trị tư tưởng của các nhà kinh tế hiện đại như thế nào.

## LÍ THUYẾT CỦA KEYNES VỀ GIÁ CẢ

Mặc dù các chính sách tài khóa sử dụng lí thuyết của Keynes đã giúp kinh tế Hoa Kỳ phục hồi thành công trong những năm Thế chiến II nhưng việc áp dụng các biện pháp chi tiêu ngân sách ồ ạt đã không còn đem lại hiệu quả trong thời kì hậu chiến. Thực tế là trong những năm 1960, Hoa Kỳ đã sa lầy trong cuộc chiến tranh Việt Nam - một cuộc chiến không được lòng dân chúng và do đó chính phủ không thể tăng cường ngân sách cho chiến tranh bằng cách tăng thuế. Hoa Kỳ lúc đó đã phải đi vay tiền ở mức cao kỉ lục để có thể chi trả cho các chi phí quân sự.

Trong hoàn cảnh đó, lí thuyết của Keynes cho rằng các khoản thâm hụt ngân sách trước hết sẽ khiến mọi người trong nền kinh tế đều có công ăn việc làm, và hệ quả không tránh khỏi là lạm phát sẽ tăng cao. Thực tế,

Những người theo học thuyết Keynes đã sai lầm ở đâu

lạm phát xảy ra ngay lập tức nhưng tỉ lệ thất nghiệp thì không lúc nào giảm xuống. Vào năm 1975, tỉ lệ thất nghiệp đạt mốc 9% và lạm phát đạt đỉnh ở mức 13%. Báo chí gọi hiện tượng này là “suy phát”. Việc lạm phát cao và tỉ lệ thất nghiệp cao xảy ra đồng thời đã dẫn tới một cuộc khủng hoảng lớn về mặt lí luận trong kinh tế học, bởi vì lí thuyết kinh tế của Keynes cho rằng tình trạng suy phát không thể xảy ra.

Cũng theo lí thuyết của Keynes về tổng cầu, khi FED giảm lãi suất ngân hàng, cầu sẽ tăng vì các nhà đầu tư sẽ sẵn sàng đầu tư vào máy móc và nhà xưởng hơn. Nếu chính phủ tăng thuế, tổng cầu sẽ giảm vì các hộ gia đình và người làm kinh doanh sẽ ít mua sắm các loại hàng hóa nói chung hơn. Khi Mervyn King, Ben Bernanke hay Larry Summers nói đến cụm từ “Quản lí tổng cầu” tức là họ đang nhắc đến lí thuyết này.

Để hiểu hơn về việc thay đổi tổng cầu sẽ làm thay đổi số lượng việc làm như thế nào, Keynes đã thêm vào một khái niệm có tên là tổng cung. Lí thuyết về tổng cung còn gây ra nhiều tranh cãi hơn vì nó ám chỉ rằng nạn thất nghiệp và lạm phát cao không thể xảy ra đồng thời. Chính lí thuyết này đã gây hoang mang cho các nhà kinh tế theo học thuyết của Keynes trong thời kì nội chiến, bởi vì nó hoàn toàn sai so với thực tế. Hãy thử mang lí thuyết này ra thử nghiệm và xem điều gì xảy ra.

## **BILL PHILLIPS VÀ CHIẾC MÁY TÍNH**

Bill Phillips đã nghiên cứu dữ liệu được lưu trữ trong một thể kỉ tại Anh và tìm ra một mối quan hệ giữa tỉ lệ lạm phát và tỉ lệ thất nghiệp.

Phillips là một kĩ sư được đào tạo bài bản và thực tế ông không chỉ được biết đến nhờ vào nghiên cứu về tỉ lệ lạm phát mà còn bởi việc chế tạo ra loại máy móc tương tự một chiếc máy tính chạy bằng thủy lực, dùng các ống dẫn chứa cho phép các dòng nước có màu sắc khác nhau chảy qua. Chiếc máy tính này đã được sử dụng để thực hiện các phép tính nhằm giải thích cho lí thuyết kinh tế của Keynes. Phillips giới thiệu loại máy tính thủy lực này (hydraulic computer) trong một hội thảo tại trường Đại học Kinh tế Luân Đôn (London School of Economics - LSE) năm 1949. Tại đây, ông đã sử dụng chính chiếc máy tính để trình bày và minh họa cho quan điểm của mình về các yếu tố chính trong lí thuyết kinh tế của Keynes. Hình 4.1 mô tả bản mẫu chiếc máy tính của Phillips. Một chiếc máy như thế hiện đang được lưu trữ tại Bảo tàng khoa học Luân Đôn (Science Museum in London)<sup>3</sup>. Theo nhận xét của Chris Bissell, nhà báo của một tạp chí kĩ thuật, thì "...những người sử dụng [và những người quan sát chiếc máy] đều thích thú với cách thức một thiết bị có thể thể

---

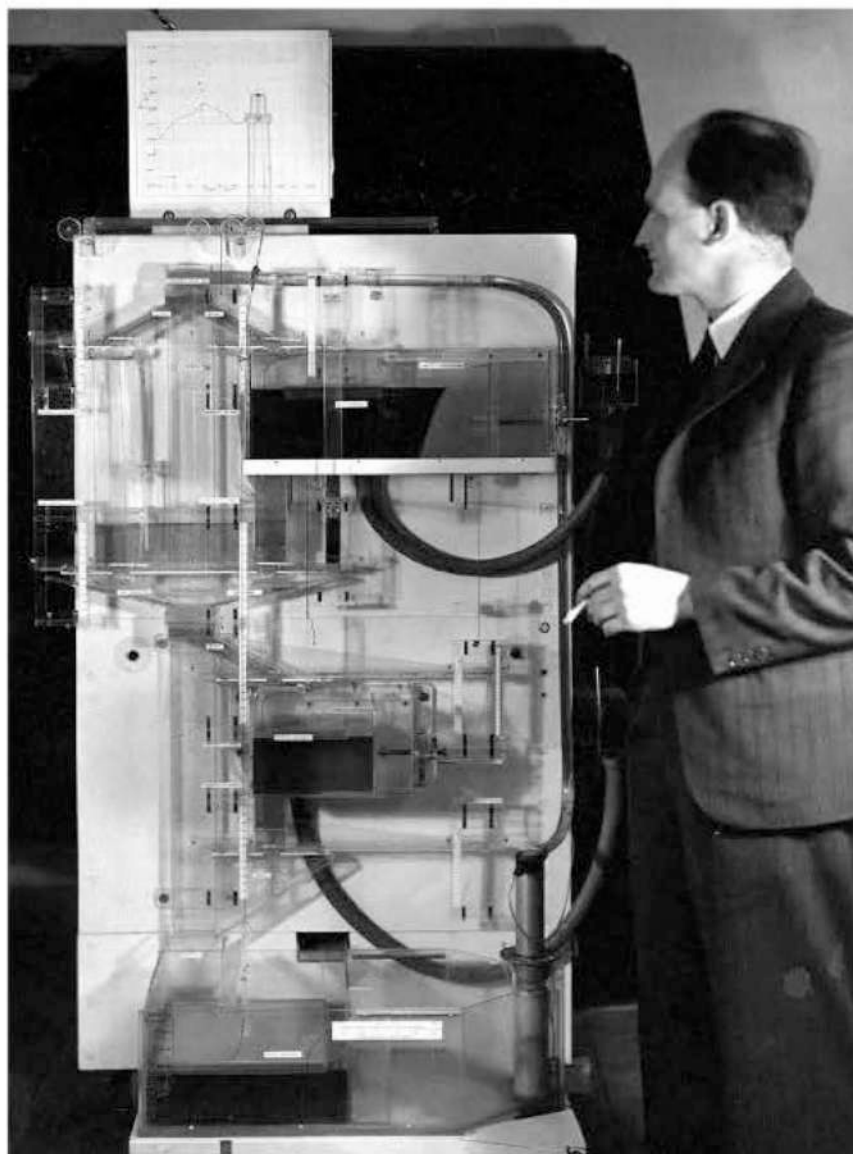
<sup>3</sup> Bức hình này được in lại từ Bissell (2007).

Những người theo học thuyết Keynes đã sai lầm ở đâu

hiện các hành vi kinh tế một cách gần gũi, các kết quả được trình bày một cách trực quan (thay vì các con số đơn thuần), và chiếc máy có thể được vận hành bởi những người không có kiến thức về toán cao cấp”.

## **ĐƯỜNG CONG PHILLIPS**

Tuy nhiên, Bill Phillips được biết đến nhiều nhất bởi công trình nghiên cứu về lạm phát. Với các số liệu tại Anh thu thập được, ông phát hiện ra rằng, tiền lương giảm khi tỉ lệ thất nghiệp tăng và tiền lương tăng khi tỉ lệ thất nghiệp giảm. Mỗi tương quan giữa tỉ lệ thất nghiệp và tốc độ tăng tiền lương được ông mô tả dưới dạng một mô hình mang tên ông - đường cong Phillips. Khám phá của ông có giá trị quan trọng bởi vì nó cho thấy mối tương quan giữa hai tỉ lệ này được giữ nguyên qua thời gian. Tỉ lệ tương quan giữa chỉ số thất nghiệp và lạm phát của những năm 1860 cũng tương đồng với tỉ lệ của hai yếu tố trên vào những năm 1950. Điều này giúp cho cấu trúc của đường cong của Phillips giữ nguyên sự ổn định trong suốt hơn một thế kỉ.



Hình 4.1. Alban W. ("Bill") Phillips (1914-1975). Bill Phillips là một nhà kinh tế người New Zealand, giảng dạy tại Đại học Kinh tế London và được biết đến nhiều nhất bởi khái niệm "Đường cong Phillips". Khi còn là một sinh viên theo học tại LSE, ông đã chế tạo ra một chiếc máy nhằm mô phỏng nền kinh tế Anh bằng việc sử dụng các ống dẫn nước. Một trong những chiếc máy của Phillips hiện vẫn được trưng bày tại Bảo tàng khoa học London (Theo tài liệu lưu trữ của trường LSE).

Những người theo học thuyết Keynes đã sai lầm ở đâu

Đây là một khám phá gây nhiều ngạc nhiên. Nếu trong quá khứ, tỉ lệ lạm phát thấp và tỉ lệ thất nghiệp cao thì tình trạng tương tự cũng sẽ tiếp diễn trong tương lai. Nếu chính phủ có thể tác động đến một trong các yếu tố này thì các yếu tố còn lại cũng sẽ thay đổi theo. Nhiều người cho rằng sự ổn định trong cấu trúc của đường cong Phillips đã biểu thị một đặc điểm quan trọng của nền kinh tế tư nhân đồng thời cũng cho thấy những hạn chế trong chính sách kinh tế của chính phủ. Đường cong này sau đó được giải thích bằng lí thuyết tổng cầu của Keynes. Và nếu lí thuyết này là chính xác, sự gia tăng thâm hụt ngân sách dưới thời của Tổng thống Kennedy, Johnson và Nixon sẽ khiến nạn thất nghiệp biến mất mà không khiến lạm phát tăng cao.

## **HAI NHÀ KINH TẾ HỌC NGƯỜI MỸ THEO THUYẾT CỦA KEYNES**

Theo lí thuyết của Keynes thì ban đầu số lượng việc làm sẽ tăng. Lạm phát cũng sẽ tăng sau đó, nhưng nó chỉ diễn ra khi mọi người đều đã có việc làm. Lúc này, tổng cầu đã chạm mốc giới hạn và nếu tổng cầu tiếp tục tăng thì giá cả bắt đầu tăng theo. Những người theo lí thuyết kinh tế của Keynes cho rằng tính chất



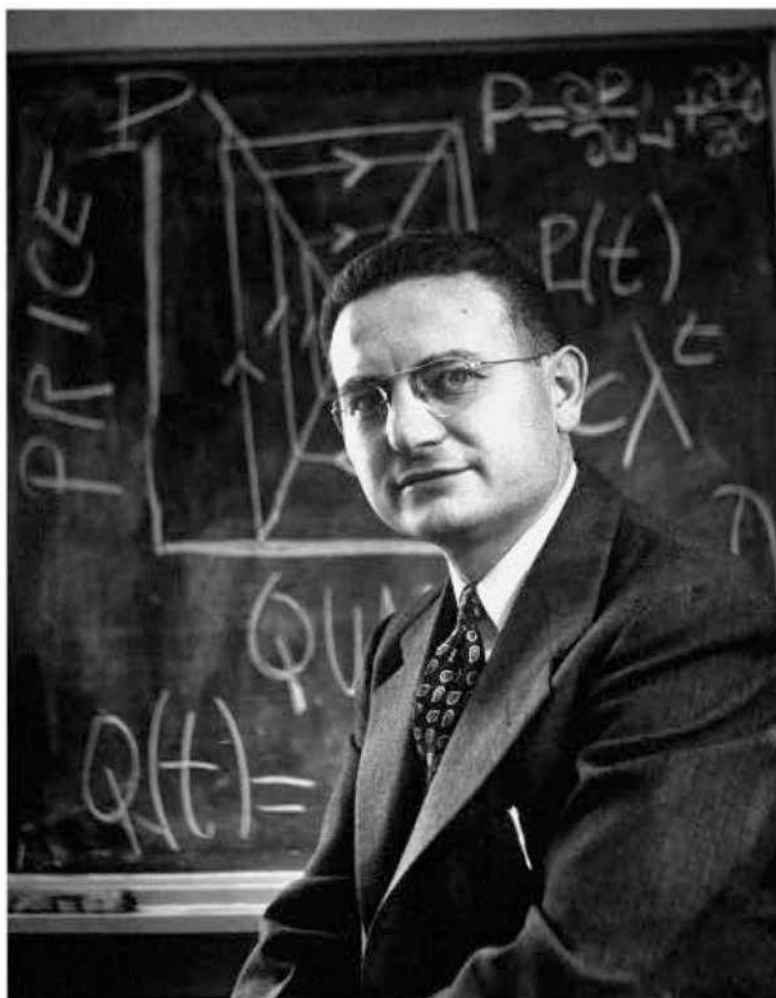
của tiền lương là linh động, nhưng chỉ linh động theo hướng tăng lên chứ không theo hướng giảm đi. Nếu tiếp đó, tổng chi tiêu của chính phủ và khối tư nhân vào hàng hóa và dịch vụ đều giảm thì tiền lương cũng không thể giảm. Lúc này, các doanh nghiệp sẽ phải sa thải nhân công và sự giảm chi sẽ là nguyên nhân dẫn tới khủng hoảng kinh tế.

Paul Samuelson và Robert Solow, hai nhà kinh tế đoạt giải Nobel, người Mỹ, đã tóm lược lại những quan điểm phổ biến nhất được phát triển từ đường cong Phillips của các nhà kinh tế theo học thuyết của Keynes<sup>4</sup>. Nói đơn giản, các chính sách của chính phủ lúc này sẽ rơi vào trạng thái tiến thoái lưỡng nan. Nếu chính phủ cố gắng kìm hãm lạm phát bằng cách quản lý tổng cầu thì nền kinh tế sẽ phải đánh đổi nhiều thứ. Theo đó, tỉ lệ lạm phát giảm sẽ dẫn tới tỉ lệ thất nghiệp cao và nếu giảm tỉ lệ thất nghiệp thì cái giá phải trả là tỉ lệ lạm phát sẽ tăng lên. Chính phủ cần ưu tiên lựa chọn một trong hai yếu tố trên khi thực hiện mọi chính sách.

---

<sup>4</sup> Theo bài báo “Phân tích chính sách chống lạm phát”, tạp chí *Bình luận Kinh tế Hoa Kỳ* (American Economic Review) (1960). Cùng với Franco Modigliani của Đại học MIT và James Tobin của Đại học Yale (cả hai đều đã qua đời), Paul Samuelson (qua đời vào tháng 12/2009) và Robert Solow (giáo sư danh dự của Đại học MIT) là hai người theo học thuyết Keynes có sức ảnh hưởng nhất.

Những người theo học thuyết Keynes đã sai lầm ở đâu



Hình 4.2. Paul A. Samuelson (1915-2009). Samuelson là giáo sư danh dự người Mỹ tại Đại học Công nghệ Massachusetts. Ông giành giải Nobel năm 1970 cho “các công trình nghiên cứu khoa học về các lí thuyết kinh tế tĩnh và động và những cống hiến không ngừng nghỉ cho việc nâng cao tiêu chuẩn phân tích sử dụng trong kinh tế học”. Samuelson có ảnh hưởng vô cùng lớn đến tất cả các nhánh của kinh tế học nửa cuối thế kỉ 20 (Time & Life Pictures/Getty Images).

Nếu chính phủ muốn kích cầu bằng cách giảm lãi suất hoặc giảm thuế thì tỉ lệ thất nghiệp sẽ giảm.

## Cách nền kinh tế vận hành

Nhưng cái giá của chính sách này là tình trạng lạm phát cao. Thay vào đó, nếu chính phủ giảm tổng cầu bằng cách tăng thuế hoặc tăng lãi suất thì lạm phát sẽ giảm nhưng cái giá phải trả là tình trạng thất nghiệp tăng cao.



Hình 4.3. Robert Solow (1924- ). Solow là một giáo sư danh dự tại Đại học Công nghệ Massachusetts. Ông giành giải Nobel năm 1970 vì “những đóng góp vào sự phát triển của các lí thuyết kinh tế”. Các công trình của Solow đã góp phần hình thành nền tảng cho phương pháp phân tích theo trường phái tân cổ điển về các vấn đề tăng trưởng và phát triển kinh tế hiện đại. Cùng với Paul Samuelson, ông là một trong số những nhà kinh tế theo thuyết của Keynes có ảnh hưởng lớn nhất (Donna Coveney/MIT).

Những người theo học thuyết Keynes đã sai lầm ở đâu

Các công trình nghiên cứu độc lập của Samuelson và Solow về thất nghiệp và lạm phát tại Hoa Kỳ đã một lần nữa cho thấy sự tương đồng trong mối quan hệ của hai yếu tố này với các nghiên cứu trước đó của Bill Phillips tại Anh. Từ đó, họ cho rằng đường cong Phillips biểu thị cho sự hạn chế về ảnh hưởng của các chính sách kinh tế. Với họ, nhiệm vụ của các nhà kinh tế là tìm ra một phương trình quyết định được lạm phát sẽ tăng đến mức bao nhiêu để đảm bảo tỉ lệ thất nghiệp ở một mức độ xác định. Và nhiệm vụ của các nhà làm chính sách là xem xã hội có thể chịu đựng được tỉ lệ thất nghiệp và lạm phát ở mức độ nào. Cái này tăng chắc chắn sẽ dẫn tới cái khác giảm.

## **GIẢI ĐỊNH VỀ TỈ LỆ THẤT NGHIỆP TỰ NHIÊN**

Cách diễn giải của Samuelson-Solow về đường cong Phillips không phải là không gặp phải bất kỳ nghi vấn nào. Vào năm 1968, hai nhà kinh tế đoạt giải Nobel khác, Edmund Phelps của Đại học Columbia và Milton Friedman đến từ Đại học Chicago trình bày quan điểm của họ trên hai bài báo độc lập lập luận rằng mối tương quan giữa lạm phát và thất nghiệp sẽ không tồn tại mãi mãi. Lí do được họ đưa ra là tỉ lệ thất nghiệp còn phụ thuộc vào một số yếu tố mang tính quy luật của thị trường như năng suất lao động của nhân công, sở

thích của các hộ tiêu dùng và chi phí thời gian để những người lao động có thể tìm được việc làm<sup>5</sup>.

Trong một báo cáo gửi cho Hiệp hội Kinh tế Hoa Kỳ (*American Economics Association*) năm 1968, Friedman đưa ra một khái niệm mới: tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên (*natural rate of unemployment*).

Tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên... là một cái mốc có thể bị san bằng sử dụng lí thuyết của Walras về cân bằng tổng quát. Bản thân nó đã ẩn chứa những cấu trúc và đặc tính quan trọng của thị trường lao động và hàng hóa, bao gồm sự khuyết tật của thị trường, biến động bất thường của cung cầu, chi phí thời gian cho việc liên kết những thông tin về người lao động và nhà tuyển dụng, chi phí cho sự linh động và nhiều thứ khác nữa (Friedman, 1968, trang 8).

Friedman cho rằng chúng ta có thể cải tiến lí thuyết cân bằng tổng quát bằng cách thêm vào một số yếu tố như chi phí thời gian cho quá trình tìm việc và các yếu tố này có thể được sử dụng nhằm giải thích cho sự tồn tại của vấn đề thất nghiệp. Một mô hình được cải tiến kiểu này sẽ không tuân thủ quy tắc tỉ lệ nghịch giữa hai yếu tố thất nghiệp và lạm phát nữa bởi

---

<sup>5</sup> “Vai trò của chính sách tiền tệ”, Friedman (1968), “Sự biến động của tiền lương và điểm cân bằng của thị trường lao động”, Phelps (1968).

Những người theo học thuyết Keynes đã sai lầm ở đâu

các yếu tố quyết định tới tỉ lệ thất nghiệp mới được thêm vào không liên quan gì tới lượng tiền lưu thông trên thị trường hay tỉ lệ lạm phát. Friedman còn khẳng định rằng Samuelson và Solow đã mắc sai lầm khi cho rằng đường cong Phillips là một trò chơi đánh đổi mà các nhà làm chính sách chỉ có thể lựa chọn giữa hai khả năng: lạm phát cao - thất nghiệp thấp và lạm phát thấp - thất nghiệp cao. Thay vào đó, ông nhận định rằng, sẽ luôn tồn tại một tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên và tỉ lệ này không phụ thuộc vào các chính sách tài khóa hay chính sách tiền tệ và trong dài hạn cũng không phụ thuộc vào bất kì tỉ lệ lạm phát nào.





Hình 4.4. Edmund S. Phelps Jr. (1937- ). Phelps là một nhà kinh tế người Mĩ, giảng dạy tại Đại học Columbia. Ông đã viết nhiều bài báo về vấn đề phát triển kinh tế có sức ảnh hưởng trong ngành. Tuy nhiên, ông được biết tới nhiều nhất với tư cách là một trong hai người xây dựng Giả định về tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên (người còn lại là Milton Friedman). Phelps giành giải Nobel năm 2006 “vì những phân tích của ông về sự đánh đổi trong các chính sách kinh tế vĩ mô qua các thời kì” (AFP/Getty Images).

Những người theo học thuyết Keynes đã sai lầm ở đâu



Hình 4.5. Milton Friedman (1912-2006). Friedman là nhà kinh tế người Mỹ, giảng dạy tại Đại học Chicago. Ông nổi tiếng là một người theo trường phái duy tiền tệ, cương quyết cho rằng nguồn cung tiền phải được quản lý chặt chẽ để ngăn chặn lạm phát và kích thích kinh tế. Ông giành giải Nobel năm 1976 vì “những đóng góp trong các lĩnh vực phân tích hành vi tiêu dùng, lịch sử tiền tệ, lý thuyết tiền tệ và những lý giải về tính phức hợp của các chính sách ổn định kinh tế” (Getty Images).

## **TIẾNG CHUÔNG BÁO TỬ CỦA ĐƯỜNG CONG PHILLIPS**

Phelps và Friedman không phải chờ đợi lâu để chứng kiến một sự kiện khẳng định sự đúng đắn cho lý thuyết của họ. Vào những năm 1970, kinh tế Hoa Kỳ chứng kiến tình trạng lạm phát cao và thất nghiệp cao xảy ra đồng thời - một tình trạng mà đường cong Phillips không thể thể hiện được.

Trên thực tế, vào tháng 1 năm 1975, tỉ lệ thất nghiệp tại Hoa Kỳ là hơn 9% và tỉ lệ lạm phát là 13%. Nếu một nhà kinh tế sử dụng đường cong Phillips để tính toán hẳn sẽ kì vọng giá cả các loại hàng hóa sẽ phải giảm xuống 1%, chứ không phải tăng đến mức 13% như thực tế. Tính đúng đắn của đường cong Phillips, vốn được chứng minh trong suốt cả thế kỉ trước, nay không còn nữa. Chuyện này tương tự như việc một nhà vật lí sử dụng định luật Newton để phóng một quả tên lửa lên Mặt Trăng và trượt với một sai số rất lớn do hằng số hấp dẫn đột nhiên tăng lên gấp đôi. Sự kiện này khiến lý thuyết về tổng cung của Keynes bị vỡ vụn và để lại một vết nứt khó phai về lý thuyết kinh tế này cho đến tận ngày nay.

Có thể dự đoán rằng, đường cong Phillips không áp dụng được trong trường hợp này bởi vì tiền lương và giá cả đều bị các doanh nghiệp và các công nhân

Những người theo học thuyết Keynes đã sai lầm ở đâu

đẩy lên theo một vòng lặp. Tiền lương tăng vì công nhân tin rằng giá cả sẽ tăng. Giá cả tăng bởi vì người lao động được trả lương cao hơn. Điệp khúc nói trên đẩy tâm lí của những người tham gia thị trường cũng như tỉ lệ lạm phát tăng lên theo kịch bản đúng như kì vọng của tất cả mọi người.

Khi tỉ lệ lạm phát bắt đầu bùng nổ, tỉ lệ thất nghiệp lúc đó đã ở mức cao và lại tiếp tục có xu hướng tăng thêm. Giả sử đường cong Phillips đúng với trường hợp này thì lạm phát sẽ không thể tăng cao trừ phi tỉ lệ thất nghiệp đã giảm về tới mức bằng không.

Khi Tổng thống Nixon đắc cử vào năm 1969, lạm phát giá tiêu dùng tại Hoa Kỳ những năm đầu thời kì 1970 đã ở mức 6%. Nixon phản ứng với tình trạng này bằng cách áp đặt mức lương và kiểm soát giá cả, nhưng những chính sách của ông lúc đó cũng vô nghĩa không khác gì nỗ lực của Đức vua Canute trong việc thuyết phục thần biển Neptune rút lại các cơn thủy triều. Các tập đoàn của Hoa Kỳ khi đó đã rất quen với điệp khúc giá cả thì tăng cao, và các công nhân Hoa Kỳ cũng đòi hỏi một mức lương cao hơn mới chịu kí vào các hợp đồng lao động. Vào thời điểm này, có tới 30% các hợp đồng lao động được quản lí bởi công đoàn và rất nhiều các thỏa thuận lao động nằm ngoài phạm vi quản lí của các công đoàn phải điều chỉnh theo tỉ lệ lạm phát.

## **LÍ THUYẾT VỀ TỈ LỆ LẠM PHÁT TỰ NHIÊN: SỰ THẬT HAY ĐIỀU TƯỢNG TƯỢNG?...**

Lí thuyết cho rằng tồn tại một tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên độc lập với chính sách tiền tệ và tài khóa trong dài hạn là một khám phá nền tảng của kinh tế hiện đại. Gần như tất cả giới học thuật và các nhà làm chính sách kinh tế hiện tại đều tin tưởng vào điều đó. Lí thuyết này cũng được sử dụng trong Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ, với bằng chứng là những nhận xét sau đây của chủ tịch FED Bernanke. Ông cho rằng nguyên nhân dẫn đến lạm phát đình trệ là do FED đã tính toán sai tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên:

... những người thi hành chính sách tiền tệ hay cảm thấy chưa xót vì tình trạng tỉ lệ lạm phát cao của những năm 1970 nhưng họ không hoàn toàn nhận thức được vai trò của mình trong việc tạo ra điều đó. Mía mai là, họ vừa mắc sai lầm trong việc dự đoán tỉ lệ [thất nghiệp] tự nhiên lại vừa đổ trách nhiệm cho những người không phụ trách chính sách tiền tệ về việc làm tăng tỉ lệ lạm phát. Cả hai điều này củng cố cho nhau (Bernanke, 2004).

Theo Bernanke, FED phải chịu trách nhiệm về việc lạm phát leo thang trong những năm 1970 do sai lầm của họ trong việc “dự đoán tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên”.

Những người theo học thuyết Keynes đã sai lầm ở đâu

Nếu lí thuyết tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên được chấp nhận rộng rãi như vậy trong giới học thuật, người ta sẽ cho rằng có những bằng chứng xác đáng cho lí thuyết đó. Nhưng thực tế lại không như vậy. Cũng như bất kì ngành khoa học nào, trong kinh tế học cũng tồn tại một số mệnh đề rất khó kiểm nghiệm tính đúng sai. Tuy nhiên, so với các ngành khoa học thực nghiệm khác, vấn đề này còn trở nên khó khăn hơn trong kinh tế học, bởi vì chúng ta không thể tiến hành các thí nghiệm trên nền kinh tế thực. Để “giải phẫu” nền kinh tế, chúng ta buộc phải dựa vào các dữ liệu có sẵn. Nếu có một dữ liệu mâu thuẫn với lí thuyết về tỉ lệ tự nhiên, các nhà kinh tế bảo vệ cho lí thuyết này sẽ phải chỉnh sửa lí thuyết để đảm bảo nó tiếp tục phù hợp với các dữ kiện thực tế. Đó chính xác là những gì đang diễn ra.

Theo đó, ở phiên bản đơn giản nhất của lí thuyết này, tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên là một hằng số. Dựa vào đó, FED, Ngân hàng Trung ương châu Âu và Ngân hàng Anh đã dành rất nhiều thời gian và công sức để ước tính ra giá trị của hằng số đó. Họ tin rằng đây là một công việc quan trọng vì lí thuyết trên đã dự đoán rằng: nếu để tỉ lệ thất nghiệp trong thực tế nhỏ hơn hằng số của tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên thì sẽ dẫn đến tình trạng lạm phát cao đến mức rất khó để thay đổi.

Nếu tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên là hằng số, hẳn chúng ta phải tìm ra giá trị của nó một cách dễ dàng.



Một người có thể tìm ra giá trị của tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên bằng cách lấy trung bình cộng của tỉ lệ thất nghiệp trung bình trong nhiều năm. Nhưng những nỗ lực tìm ra đáp số theo hướng này đều thất bại bởi vì các nhà nghiên cứu đã nhanh chóng tìm ra rằng, tỉ lệ thất nghiệp thường không đồng nhất, không chỉ giữa các thời kì bùng nổ và suy thoái kinh tế mà còn giữa hai lần khủng hoảng khác nhau.

### **... LÀ KHOA HỌC HAY NIỀM TIN TÔN GIÁO?**

Thực tế là trung bình cộng của tỉ lệ thất nghiệp trong dài hạn của hai thập kỉ liên nhau có thể khác nhau rất nhiều. Các nhà kinh tế theo thuyết tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên lí giải việc này là do tỉ lệ thất nghiệp thay đổi theo thời gian. Tuy nhiên, trừ phi họ sẵn sàng đào sâu nghiên cứu để tìm ra tại sao và bằng cách nào nó đã thay đổi, nếu không sẽ vẫn không có bất kì bằng chứng thực nghiệm nào có thể bác bỏ được tư duy này<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Thực ra vẫn có những bằng chứng gián tiếp chứng minh giả thuyết về tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên là không chính xác. Xem thêm nghiên cứu của tôi cùng với Andreas Beyer của Ngân hàng Trung ương châu Âu, công bố năm 2007, về chủ đề này. Hoặc tham khảo thêm các công trình nghiên cứu của Olivier Blanchard và Lawrence Summers (1987), và báo cáo của Brad De Long và Lawrence Summers (1988).

Những người theo học thuyết Keynes đã sai lầm ở đâu

Vào năm 1979, khi FED tăng tỉ lệ lãi suất và gây ra tình trạng thất nghiệp tăng cao, các nhà kinh tế theo thuyết tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên cho rằng nền kinh tế lúc đó đang tạm thời sai khác so với tỉ lệ tự nhiên của nó. Nhưng khi tỉ lệ thất nghiệp vẫn giữ nguyên ở mức cao sau khi cuộc khủng hoảng đã kết thúc, họ lại nói rằng tỉ lệ tự nhiên đã thay đổi. Có thể đó là một kết luận đúng, nhưng nó không phải là khoa học. Theo cách nói của triết gia khoa học Karl Popper thì một lí thuyết khoa học phải có khả năng tự sửa lỗi bằng các dữ kiện mới mà chúng ta có thể quan sát và thu thập thêm<sup>7</sup>. Một lí thuyết không thể tự sửa lỗi dù cho được cung cấp thêm bao nhiêu dữ kiện thực tế chẳng nữa thì không còn tính khoa học. Nó trở thành một niềm tin tôn giáo.

Rõ ràng là lí thuyết về tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên không thể giải thích tại sao tỉ lệ thất nghiệp lại tồn tại dai dẳng trong một vài thập kỉ và càng không giải thích được tại sao tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên của thập kỉ này là 10% nhưng ở thập kỉ khác lại là 2%.

Trong cuốn *Kì vọng, việc làm và giá cả*, tôi đã cung cấp một lí thuyết về tỉ lệ thất nghiệp có thể phù hợp với các nguyên lí chính yếu của kinh tế vĩ mô. Trong nghiên cứu của tôi, cũng như trong Lí thuyết Tổng

---

<sup>7</sup> Popper đưa lập luận này vào cuốn sách nổi tiếng của ông *Những phỏng đoán và những lời bác bỏ*.

quát của Keynes, tôi không cho rằng trong dài hạn tỉ lệ thất nghiệp lại có thể hội tụ về một điểm được gọi là tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên. Thay vào đó, tỉ lệ thất nghiệp trong dài hạn có thể biến thiên ở bất kì con số nào. Nó phụ thuộc vào niềm tin của những người tham gia thị trường chứng khoán. Trong chương 7, tôi sẽ giải thích rõ hơn về ý tưởng này và tôi sẽ giải thích tại sao tỉ lệ thất nghiệp không thể giảm bằng giả định về việc cân bằng giữa số nhu cầu về lao động và số lượng lao động đang có.

## CHƯƠNG 5

# Giả thuyết Kỳ vọng Hợp lý

*[Lí thuyết kinh tế vĩ mô] ... được dựa trên hai định đề cơ bản nhất. Thứ nhất, mọi cá nhân đều hành động một cách duy lý và có mục đích nhằm đạt được kết quả họ mong muốn... Thứ hai, bởi vì kết quả cuối cùng trên thực tế phụ thuộc vào các hành động của mọi người khác trong xã hội, do đó người đại diện cần đặt ra các kỳ vọng về hành động của mọi người khác, thậm chí là kỳ vọng về kỳ vọng của những người khác và cứ tiếp tục như vậy. Đặc tính này có thể được mô tả bằng khái niệm về sự cân bằng.*

V. V. Chari (1998, trang. 172)

V. V. Chari là một trong những nhà kinh tế vĩ mô hàng đầu tại Đại học Minnesota. Trong đoạn trích trên, ông đang mô tả những đóng góp đối với kinh tế vĩ mô của Robert E. Lucas Jr, một trong năm nhà kinh tế giành

giải Nobel đang làm việc tại Đại học Chicago. Ông kết thúc mô tả của mình bằng một câu nói đơn giản: “Robert Lucas là nhà kinh tế vĩ mô xuất sắc bậc nhất trong suốt 25 năm qua”. Vậy những đóng góp của Robert Lucas là gì, và tại sao nó quan trọng đến thế?

Lucas là người đi đầu dẫn dắt một cuộc cách mạng mang tên *Kì vọng Hợp lí*, một hướng đi đột phá thay đổi kinh tế vĩ mô những năm 1970, thay thế trường phái kinh tế của Keynes bằng một phiên bản nâng cấp và hoàn chỉnh hơn của tư tưởng kinh tế cổ điển. Giả thuyết Kì vọng Hợp lí sử dụng các công thức toán học phức tạp để chứng minh và củng cố nền tảng cơ bản của kinh tế cổ điển. Nó có ảnh hưởng rất lớn đến hướng đi của ngành kinh tế và đã thống trị giáo trình của tất cả các trường đại học lớn trên thế giới đến tận ngày nay.

Cũng như kinh tế cổ điển, Giả thuyết Kì vọng Hợp lí cũng được chia thành hai phần. Một phiên bản được phát triển từ Lí thuyết Cân bằng Tổng quát với mục tiêu là hiểu rõ số lượng hàng hóa và giá tương đối được xác định thế nào. Lí thuyết này được gọi là Lí thuyết về chu kì kinh tế thực (*real business cycle theory*). Một hướng khác phát triển dựa trên thuyết số lượng tiền tệ, được dùng để hiểu giá tiền và tỉ lệ lạm phát được xác định thế nào. Lí thuyết này còn được gọi là kinh tế học hậu Keynes (*new-Keynesian economics*). Thực ra, cái tên

kinh tế học hậu Keynes không hoàn toàn chính xác, bởi vì tư tưởng kinh tế này không liên quan nhiều đến Keynes. Ngược lại, nó có nhiều điểm chung với lý thuyết số lượng tiền tệ của David Hume hơn. Tôi sẽ giải thích điều đó rõ hơn trong chương sách này.

## **BOB LUCAS VÀ CHÍNH SÁCH KINH TẾ**

Khi Phelps và Friedman công bố công trình nghiên cứu của mình về giả định tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên năm 1968, phần lớn các nhà kinh tế tin rằng đây là câu trả lời cho câu hỏi: tỉ lệ thất nghiệp trong dài hạn sẽ ra sao. Họ lập luận rằng nếu FED giảm lãi suất, tỉ lệ thất nghiệp vẫn có thể giảm trong ngắn hạn, ví dụ trong một đến hai năm, nhưng trong dài hạn, tỉ lệ thất nghiệp được xác định bởi ba quy luật cơ bản của thị trường: sở thích của các hộ gia đình, số lượng lao động có tay nghề và lao động phổ thông trên thị trường và tình trạng công nghệ tại thời điểm đó.

Năm 1972, Lucas công bố một bài báo quan trọng trên Tạp chí *Lý thuyết kinh tế* (Journal of Economic Theory)<sup>1</sup>. Ông đi xa hơn luận điểm của Phelps và

---

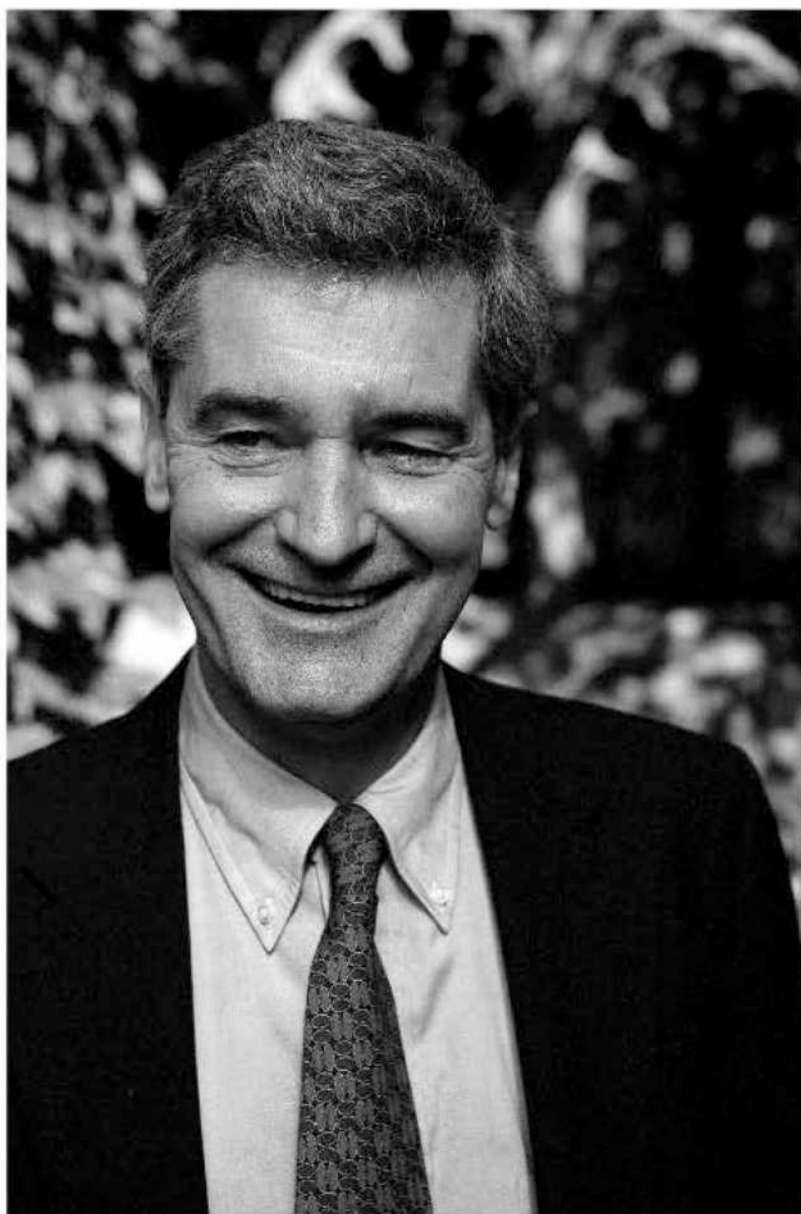
<sup>1</sup> Những kỳ vọng và tính trung tính của đồng tiền (1972). Vào thời điểm nghiên cứu này được công bố, quan điểm chủ đạo của các nhà kinh tế học vĩ mô về vai trò của kinh tế học vĩ mô là nhằm mô tả những gì sẽ xảy ra nếu giá giảm để hướng tới một



Friedman bằng cách công thức hóa tư tưởng của Phelps và Friedman và thêm vào một lý thuyết về việc mọi người hình thành nên kì vọng như thế nào. Giả thuyết Kì vọng Hợp lý thực tế là cách nói khác của tư tưởng không thể đánh lừa tất cả mọi người ở tất cả mọi thời điểm. Niềm tin của mọi người tham gia thị trường, về trung bình sẽ tương đối giống với thực tế sẽ xảy ra. Suy nghĩ của Lucas đã dẫn đến sự phát triển của lý thuyết chu kì kinh tế thực, một hướng đi đã thay thế kinh tế của Keynes và trở thành cách tiếp cận chủ đạo được các nhà kinh tế vĩ mô sử dụng nhằm thực sự hiểu về nền kinh tế. Nó cũng dẫn đến sự ra đời của kinh tế học hậu Keynes, thực chất là một bản mở rộng của lý thuyết chu kì kinh tế thực khi ta thêm vào yếu tố ma sát kinh tế nhằm hiểu hơn về tác động ngắn hạn và dài hạn của tiền tệ đối với giá cả và số lượng việc làm. Kinh tế học hậu Keynes đã giải thích thành công vì sao chính sách của FED đầu tiên sẽ có tác động đến tỉ lệ thất nghiệp, sau đó mới tác động đến tỉ lệ lạm phát.

---

thị trường minh bạch. Một số nghiên cứu nổi bật theo hướng này là của Malinvaud (1977), Leijonhufvud (1966), và Barro Grossman (1971). Tuy nhiên, sau khi Giả thuyết Kì vọng Hợp lý ra đời, những tư tưởng này biến mất khỏi phần lớn các viện nghiên cứu trên toàn thế giới.



Hình 5.1. Robert E. Lucas Jr. (1937- ). Lucas là nhà kinh tế người Mĩ, giảng dạy tại Đại học Chicago. Ông chính là người xây dựng nên nền tảng mới cho kinh tế vĩ mô. Lucas giành giải Nobel năm 1995, với việc “đã phát triển và ứng dụng Giả thuyết Kỳ vọng Hợp lí, từ đó, làm thay đổi cách phân tích kinh tế vĩ mô và giúp chúng ta hiểu sâu hơn về các chính sách kinh tế”.

Mặc dù Phelps và Friedman tin rằng FED không thể thay đổi tỉ lệ thất nghiệp trong dài hạn nhưng họ vẫn cho rằng FED có thể tăng cường phúc lợi trong ngắn hạn bằng cách giảm tỉ lệ lãi suất trong các kì suy thoái kinh tế. Tuy nhiên, Lucas lại cho rằng các nhà làm chính sách không thể cải thiện phúc lợi của phần đông người dân thông qua chính sách tiền tệ hay chính sách tài khóa, ngay cả trong ngắn hạn. Lí thuyết của ông ngụ ý rằng tỉ lệ thất nghiệp chỉ sai khác so với tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên khi và chỉ khi các hộ gia đình và các doanh nghiệp mắc sai lầm trong việc dự đoán tình trạng kinh tế trong tương lai.

Giả thuyết Kỳ vọng Hợp lí là một cuộc cách mạng trong kinh tế học, là một cách tư duy hoàn toàn mới đã thay thế kinh tế của Keynes trong phần lớn giới học thuật. Sự thành công của nó có thể xuất phát từ việc giả thuyết này xuất hiện đúng vào thời điểm công chúng mất niềm tin vào tư tưởng của Keynes sau phán đoán sai lầm của các nhà kinh tế về tình trạng suy phát diễn ra những năm 1970.

## **ẢNH HƯỞNG CỦA MỘT NGƯỜI PHÁP**

Công trình của Lucas được phát triển dựa trên nền tảng của Lí thuyết cân bằng tổng quát, được đưa ra bởi nhà kinh tế người Pháp đoạt giải Nobel, Gérard Debreu.

Gérard Debreu sau này đã nhập quốc tịch Hoa Kỳ và dành phần lớn sự nghiệp cho sự phát triển của khoa kinh tế học thuộc Đại học Berkeley. Ông được đào tạo để trở thành nhà toán học tại Đại học Ecole Normale Supérieure tại Paris. Chính điều này đã giúp ông mang đến sự chặt chẽ của toán học cho lý thuyết cân bằng tổng quát, và cho phần lớn các khám phá sau này.

Trong một cuốn sách mỏng *Lý thuyết về giá trị* (Theory of Value), Debreu đã sử dụng tư tưởng của Walras trong lý thuyết cân bằng tổng quát kết hợp với các công cụ toán học hiện đại để hình thành những điều kiện lý tưởng, nơi mà các định lý đầu tiên về kinh tế học phúc lợi là chính xác<sup>2</sup>. Tuy nhiên sau khi suy xét kĩ càng, ông đã thêm vào một chương sách bàn về việc lý thuyết cân bằng tổng quát thậm chí còn tổng quát hơn so với những gì mọi người thường hình dung. Bằng cách cho rằng mỗi loại hàng hóa đều có thể được nêu thông tin về ngày vận chuyển và thông tin về vị trí địa lý, ông đã chỉ ra lý thuyết này có thể được sử dụng để giải thích mọi giao dịch tại mọi điểm trong một thời gian.

---

<sup>2</sup> Khảo luận của Debreu *Lý thuyết về giá trị* đã công thức hóa lý thuyết cân bằng tổng quát bằng các công thức toán học chính xác. Debreu là một trong ba nhà kinh tế học có đóng góp nổi bật trong việc phát triển lý thuyết cân bằng tổng quát vào cuối thế kỷ 20. Hai người còn lại là Kenneth Arrow của Đại học Stanford và Lionel McKenzie của Đại học Rochester.



Hình 5.2. Gérard Debreu (1921-2004). Debreu là nhà kinh tế người Pháp giảng dạy tại Đại học Berkeley. Mặc dù là một nhà kinh tế vi mô nhưng công trình của ông về lý thuyết cân bằng tổng quát đã góp phần hình thành nền tảng của kinh tế vĩ mô hiện đại. Ông giành giải Nobel năm 1983 vì “đã cống hiến những phương pháp phân tích không thể thiếu cho lý thuyết kinh tế và cung cấp nền tảng toán học vững chắc cho lý thuyết cân bằng tổng quát” (Từ tài liệu lưu trữ của Mathematisches Forschungsinstitut Oberwolfach).

Suy nghĩ trên đã làm thay đổi mọi thứ. Một ví dụ cụ thể là, nếu như theo cái nhìn của Walras về lý thuyết cân bằng tổng quát thì một ổ bánh mì luôn luôn là một ổ bánh mì. Thế nhưng, theo góc nhìn của Debreu, ổ bánh mì nói trên sẽ trở nên khác biệt tùy vào vị trí địa lý

hoặc thời điểm nó được mua bán. Một ổ bánh mì mua vào lúc 3:45 chiều ngày 17 tháng 3 năm 2008 tại Paris sẽ là một loại hàng hóa hoàn toàn khác với một ổ bánh mì mua vào lúc 12 giờ trưa tại Nice vào ngày 18 tháng 3 năm 2008.

Với những nhận định đột phá dành cho lý thuyết tài chính hiện đại này, ông còn tiến thêm một bước xa hơn nữa. Các loại hàng hóa khác nhau không chỉ bởi yếu tố thời gian và địa điểm, mà còn bởi các yếu tố ngẫu nhiên có thể xảy ra hoặc không. Giả sử thời tiết của London có thể sẽ mưa hoặc nắng. Vậy thì một chiếc ô mua tại London vào ngày 28 tháng 9 năm 2009 vào lúc trời nắng sẽ là một loại hàng hóa hoàn toàn khác so với một chiếc ô được mua vào cùng ngày, cùng địa điểm nhưng trong điều kiện trời mưa. Phố Wall đã sử dụng ý tưởng này để định giá các yếu tố kỹ thuật dựa trên các rủi ro tiềm ẩn có thể ảnh hưởng đến việc thanh toán cho các tài sản này trong tương lai.

## **LUCAS ĐÃ THAY ĐỔI KINH TẾ HỌC VĨ MÔ NHƯ THẾ NÀO**

Lucas sử dụng phát hiện nói trên của Debreu và đã vĩnh viễn thay đổi cách tư duy của các nhà kinh tế vĩ



mô về thất nghiệp. Một cách ngoạn mục, ông đã bỏ qua kinh tế của Keynes và thay thế nó bằng lí thuyết cân bằng tổng quát phiên bản Debreu.

Các nhà kinh tế trước Lucas cho rằng khi họ thấy vấn đề thất nghiệp trên thị trường lao động nghĩa là họ đang quan sát thị trường tại một điều kiện không cân bằng. Một số loại giá cả đã không có cơ hội để điều chỉnh về mức cân bằng giữa cung và cầu. Trong cái nhìn này, thị trường đã không thể thiết lập nên một hệ thống giá cả cân bằng, và hệ quả của việc này là các hộ gia đình và các doanh nghiệp mua và bán phải các loại hàng hóa không có khả năng ổn định giá. Tương tự, thất nghiệp xảy ra bởi vì mức tiền lương quá cao và thị trường không có thời gian để điều chỉnh nó về trạng thái cân bằng.

Bằng cách áp dụng định nghĩa của Debreu về hàng hóa, Lucas cho rằng chúng ta không thể quan sát được một thị trường không cân bằng. Theo lí thuyết mới của Lucas, tỉ lệ thất nghiệp tăng hoặc giảm bởi vì những quy luật chính của thị trường đang thay đổi. Giá cả mà chúng ta thấy và số lượng hàng hóa được trao đổi luôn luôn ở mức giá mà tại đó lượng cầu bằng lượng cung. Theo đó, sở dĩ số lượng lao động được tuyển dụng bởi các doanh nghiệp thay đổi theo thời gian là vì những sở thích của các hộ gia đình thay đổi, hay một công nghệ mới đã tạo ra một sự đột phá về năng suất, hay

một số lượng lớn nhân công vừa tham gia hay rời bỏ lực lượng lao động.

Cách lí giải trên của Lucas đã thuyết phục được rất nhiều nhà kinh tế dừng nghiên cứu về lí thuyết kinh tế của Keynes và chuyển sang nghiên cứu về vấn đề phát triển kinh tế<sup>4</sup>. Ông đã thành công nhờ vào hai nguyên nhân chính: một mang tính lí thuyết và một mang tính thực nghiệm. Về mặt thực nghiệm, kinh tế của Keynes đã không còn được tín nhiệm sau khi lí thuyết này không thể giải thích được tình trạng suy phát. Về mặt lí thuyết, kinh tế của Keynes bị nghi vấn về nền tảng logic khi Nguyên lí Tổng quát của Keynes cho thấy sự không đồng nhất với phần còn lại của kinh tế vi mô. Thực ra nếu chỉ một trong hai nguyên nhân nói trên xảy ra thì có thể kinh tế của Keynes vẫn còn chỗ đứng, nhưng khi cả hai nguyên nhân đó cùng xảy ra đồng thời thì lí thuyết về kinh tế của Keynes đã không còn có thể cứu vãn được nữa.

Những lời nhận xét về tầm ảnh hưởng của Lucas trong giới học thuật hoàn toàn không phải những lời khen ngợi quá mức. Ý kiến của ông trong các cuộc tranh luận cá nhân thậm chí còn mềm dẻo hơn trong

---

<sup>4</sup> Một bài báo quan trọng đóng góp vào việc thay đổi nói trên là “Về cơ chế phát triển kinh tế” (1988), trong đó, chỉ ra rằng, các nhà kinh tế học nên dành sức lực cho việc nghiên cứu sự phát triển kinh tế thay vì chu kì kinh tế.

các bài luận, mặc dù chính những bài luận này đã được đánh giá là một trong những lập luận thuyết phục nhất về kinh tế học trong vòng 200 năm qua. Tôi có cơ hội gặp ông lần đầu vào năm 1982, khi mới hoàn thành luận án tiến sĩ và giảng dạy tại Đại học Pennsylvania. Trong ấn tượng của tôi, ông là một người đặc biệt tâm huyết với tất cả các vấn đề của kinh tế học và luôn sẵn sàng thảo luận bất cứ điều gì trong lĩnh vực này với các sinh viên và giáo sư bằng sự tôn trọng, ít nhất cho đến khi mọi sự ngã ngũ.

## LÍ THUYẾT CHU KÌ KINH TẾ THỰC

Bên cạnh việc thúc đẩy các nghiên cứu mới về vấn đề phát triển kinh tế, Lucas cũng đã xây dựng nên một quan điểm mới về chu kì kinh tế. Ông cho thấy Lí thuyết cân bằng tổng quát có thể được sử dụng như một cách tiếp cận chính để giải thích các vấn đề về thất nghiệp, sản lượng và giá tương đối ra sao. Ông cũng mô hình hóa cách thức các hộ gia đình ra quyết định qua thời gian. Trong khi lí thuyết tổng quát của Walras chỉ áp dụng được cho nền kinh tế tại một thời điểm nhất định thì lí thuyết cân bằng tổng quát của Lucas có thể dự đoán nền kinh tế tại mọi thời điểm trong tương lai và cho phép các bên trung gian có thể ra quyết định trong những tình thế chưa chắc chắn, bằng cách dự

đoán về các sự kiện diễn ra tiếp theo sẽ là gì. Phiên bản mới này của Lí thuyết tổng quát của Lucas được gọi là Lí thuyết chu kì kinh tế thực<sup>5</sup>.

Một cái tên nổi bật nhất trong công cuộc phát triển lí thuyết chu kì kinh tế thực là nhà kinh tế đoạt giải Nobel Edward Prescott. Prescott làm việc tại Đại học Minnesota vào cuối những năm 1970 và những năm 1980. Hiện nay, ông đang là giáo sư tại viện nghiên cứu W. P. Carey, Đại học bang Arizona (Arizona State University); đồng thời là tư vấn viên của Cục Dự trữ Liên bang thuộc bang Minneapolis. Cùng với một nhà kinh tế đoạt giải Nobel khác có tên Finn Kydland, Prescott đã tiếp tục phát triển lí thuyết về kinh tế học vĩ mô của Lucas. Kydland và Prescott lần đầu tiên làm việc cùng nhau vào năm 1971 tại Đại học Carnegie Mellon (Carnegie Mellon University). Lúc đó, Kyland

---

<sup>5</sup> Đối với các độc giả muốn tìm hiểu sâu hơn, tôi xin giới thiệu nghiên cứu “hiểu về chu kì kinh tế” của Lucas Jr. (1977). Nghiên cứu này diễn giải lí thuyết chu kì kinh tế một cách đơn giản, không có nhiều phép toán phức tạp. Tuy nhiên, để hiểu lí thuyết này cũng cần kiến thức nền tảng về kinh tế, do đó nó có thể khó đọc đối với các độc giả không chuyên. Thuật ngữ “chu kì kinh tế thực” ra đời vào năm 1983 trong một nghiên cứu của hai nhà kinh tế học, John Long và Charles Plosser (1983). Thuật ngữ này cũng xuất hiện đồng thời trong một nghiên cứu của Finn Kydland và Edward Prescott (1982) với tiêu đề kém hấp dẫn hơn: “Thời khắc để xây dựng và tổng hợp các biến động (kinh tế)”.

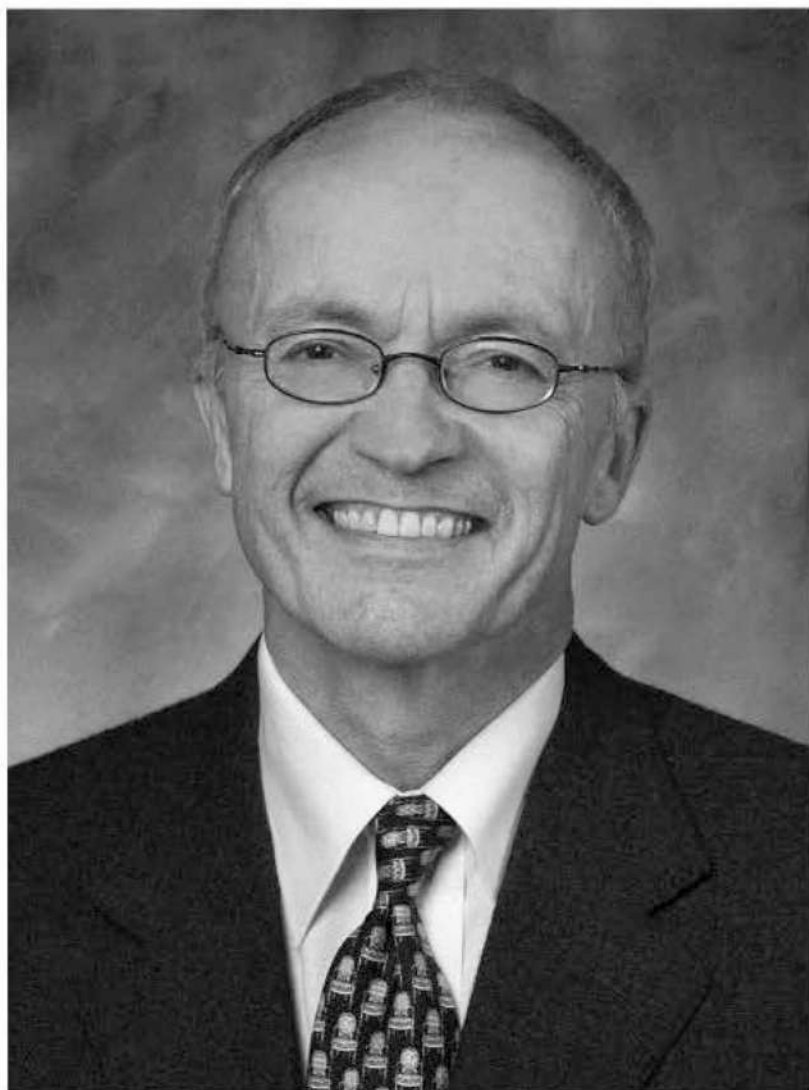
đang là sinh viên sau đại học còn Prescott là giáo sư. Hiện nay, Kyland đã trở thành giảng viên của Đại học California tại Santa Barbara.

Prescott là một nhân vật tiêu biểu trong lịch sử kinh tế học hiện đại. Ông có sức ảnh hưởng lớn, không chỉ thông qua các bài viết, mà còn thông qua các học trò của mình. Lần đầu tiên gặp Ed Prescott, tôi thấy cuộc đối thoại của chúng tôi thật sự khó hiểu. Đâu đó giữa các câu nói, ông sẽ dừng lại và bắt đầu một chủ đề mới có vẻ như hoàn toàn không liên quan gì đến những gì chúng tôi đang thảo luận - hay những gì tôi nghĩ là chúng tôi đang thảo luận. Tuy nhiên, trong lần trò chuyện tiếp theo, tôi lại cho rằng cuộc đối thoại với Ed không hề giống với bất cứ cuộc đối thoại nào trước đây của tôi. Nó giống như việc bạn thực hiện ba hoặc bốn cuộc đối thoại một lúc, và một khi bạn theo kịp được mạch của cuộc nói chuyện, đó sẽ là cơ hội có một không hai để trưởng thành. Rất nhiều sinh viên của Ed đã học được điều này, và rất nhiều trong số họ hiện nay cũng trở thành nhân tố đầu ngành trong lĩnh vực nghiên cứu của mình.



Hình 5.3. Edward C. Prescott (1940- ). Prescott là nhà kinh tế người Mỹ hiện đang dạy tại Đại học bang Arizona. Cùng với Finn Kydland, ông đã phát triển lí thuyết về chu kì kinh tế thực. Lí thuyết này đã giải thích những thay đổi về mặt công nghệ có thể dẫn đến suy thoái kinh tế như thế nào. Kydland và Prescott giành giải Nobel năm 2004 “vì những đóng góp cho lĩnh vực động học của kinh tế học vĩ mô: tính nhất quán theo thời gian của các chính sách kinh tế và các động lực chính của chu kì kinh tế”.





Hình 5.4. Finn Kydland (1943- ). Kydland là một nhà kinh tế người Na Uy, hiện đang giảng dạy tại Đại học California tại Santa Barbara. Cùng với Edward C. Prescott, Kydland nhận giải thưởng Nobel về kinh tế vì những đóng góp cho lĩnh vực động học của kinh tế học vĩ mô: tính nhất quán theo thời gian của các chính sách kinh tế và các động lực chính của chu kỳ kinh tế.

Mặc dù lí thuyết về chu kỳ kinh tế thực được mô tả bằng các công thức toán học phức tạp nhưng nó vẫn

đơn giản hơn lý thuyết chu kỳ kinh tế cổ điển được mô tả bằng từ ngữ của Pigou. Trong lý thuyết về chu kỳ kinh tế thực, không tồn tại tỉ lệ thất nghiệp và mọi biến động của số lượng công ăn việc làm phụ thuộc vào thời gian mọi người tự nguyện tham gia làm việc. Sự đơn giản hóa này cho phép các nhà nghiên cứu tập trung vào khía cạnh quan trọng hơn: tính linh động của tỉ lệ thất nghiệp, đầu tư, tiêu dùng và GDP, những yếu tố được kích hoạt bởi sự thay đổi của năng suất lao động xuất phát từ các ý tưởng kinh doanh mới.

Có thể lấy sự ra đời của máy tính cá nhân là một ví dụ mô tả cho cú sốc về hiệu năng được nhắc đến trong lý thuyết chu kỳ kinh tế thực. Nó khởi đầu cho sự chuyển dịch nhân công từ các lĩnh vực cũ như sắt thép và ô tô sang các ngành công nghiệp công nghệ cao đòi hỏi các kỹ năng hoàn toàn khác. Trong quá trình này, số lượng công ăn việc làm tạm thời sẽ giảm, nhưng cuối cùng khi việc đào tạo nhân công mới được hoàn tất, nền kinh tế trở nên hiệu quả hơn và tạo ra nhiều công việc mới hơn. Sự ra đời của máy tính cá nhân chính là ví dụ thực tiễn cho thấy những sự đột biến đã ảnh hưởng như thế nào đến tỉ lệ thất nghiệp, mức tiêu dùng và dòng vốn đầu tư trong một khoảng thời gian tương đối dài. Và việc nghiên cứu về quá trình này đã trở thành chuẩn mực trong cách nghiên cứu về sự bùng nổ và suy thoái trong chu kỳ kinh tế.

## **KINH TẾ HỌC HẬU KEYNES**

Trong chương 2 của cuốn sách, tôi đã trình bày về việc kinh tế cổ điển có thể được chia thành hai phần. Theo đó, lí thuyết cân bằng tổng quát được sử dụng để giải thích các vấn đề liên quan đến giá tương đối. Tiếp đến, lí thuyết số lượng tiền tệ được dùng để giải thích giá tiền và lạm phát. Sự hồi sinh của kinh tế cổ điển trong những năm 1970 cũng làm nảy sinh hai nhánh nghiên cứu tương tự trong kinh tế học. Mô hình chu kì kinh tế thực được Lucas phát triển từ lí thuyết cân bằng tổng quát được sử dụng để xác định giá tương đối, giải thích tỉ lệ thất nghiệp và sản lượng. Cùng lúc đó, một nhóm các nhà kinh tế, những người tự gọi mình là các nhà kinh tế theo lí thuyết Kinh tế hậu Keynes, cũng cải tiến lí thuyết số lượng tiền tệ và dùng nó để giải thích các hành vi của FED ảnh hưởng đến tỉ lệ lạm phát như thế nào.

Các nhà kinh tế học hậu Keynes phần lớn đang làm việc trong các ngân hàng trung ương trên toàn thế giới và họ cũng có sức ảnh hưởng đến rất nhiều trường đại học lớn. Ví dụ như Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia - cái nôi của các nghiên cứu về tiền tệ của chính phủ Hoa Kỳ cũng chịu ảnh hưởng lớn bởi các nhà kinh tế hậu Keynes. Đến rất gần đây, tổ chức này vẫn được điều hành bởi David và Christina Rome của trường Đại học California tại Berkeley: Christina đã từ chức vào

năm 2008 để trở thành giám đốc hội đồng tư vấn kinh tế (*Council of Economic Advisors*) trong chính quyền Obama. Một số nhân vật có sức ảnh hưởng khác cũng theo thuyết kinh tế học hậu Keynes là Jordi Galí của trường Đại học Pompeu Fabra tại Barcelona, Mark Gertler của Đại học New York, Richard Clarida và Michael Woodford của Đại học Columbia<sup>6</sup>.

Các nhà kinh tế học hậu Keynes lựa chọn cái tên này để phân biệt mình với những người theo thuyết kinh tế cổ điển mới của Lucas và Prescott. Theo đó, Lucas đã cho thấy chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa không thể cải thiện được tình trạng phúc lợi xã hội, ngay cả trong ngắn hạn. Lí thuyết về chu kì kinh tế thực còn cho thấy các công ti có thể thay đổi giá cả và tiền lương mà không gặp phải chút rủi ro nào. Tuy nhiên, các nhà kinh tế học hậu Keynes lại cho rằng việc thay đổi giá cả nói trên sẽ phải trả bằng một cái giá rất

---

<sup>6</sup> Cuốn sách của Woodford *Lãi suất và giá cả*, và tác phẩm của Galí *Chính sách tiền tệ, lạm phát và chu kì kinh tế* đã đóng góp quan trọng trong việc củng cố kinh tế học hậu Keynes. Cả hai cuốn sách đều không hướng tới độc giả đại chúng, mặc dù, sách của Galí dễ tiếp cận hơn đối với độc giả không chuyên. Kinh tế học hậu Keynes đã trở thành mô hình lí thuyết cho sự khác biệt về tác động của chính sách tiền tệ trong ngắn hạn và dài hạn mà David Hume đã chỉ ra. Một số nghiên cứu nổi bật trong vấn đề này là của Mankiw (1985), Akerlof và Yellen (1985), và Calvo (1983). Nghiên cứu của các tác giả trên đã sử dụng ma sát kinh tế để giải thích việc giá cả không tự điều chỉnh như trong mô hình kinh tế học cổ điển.

rõ ràng. Bằng cách thêm quan điểm về ma sát kinh tế này vào lý thuyết của mình, họ kì vọng có thể thay đổi được các kết quả của lý thuyết kinh tế cổ điển mới. Nghĩa là, thay vì theo quan điểm cho rằng các chính sách của chính phủ không thể giúp cải thiện phúc lợi cho người dân, họ chứng minh rằng lý thuyết về tiền tệ và tài khóa của chính phủ có thể cải thiện cuộc sống của người dân như thế nào.

Kể từ nghiên cứu của Hume, các nhà kinh tế đều đã nhận định rằng khi tiền tệ xuất hiện trong nền kinh tế, đầu tiên nó sẽ gây ảnh hưởng đến số lượng hàng hóa lưu thông và sau đó mới ảnh hưởng đến giá cả các mặt hàng đó. Các ngân hàng trung ương hiện nay vẫn chịu ảnh hưởng mạnh mẽ của quan điểm này. Vào năm 2009, FED đã đối phó với tình trạng suy thoái bằng cách bơm thêm tiền vào nền kinh tế. Chính sách này rõ ràng được dựa trên quan điểm của lý thuyết kinh tế hậu Keynes. Ban đầu, có vẻ như động thái của FED đã ngăn ngừa được tình trạng suy thoái kinh tế không leo thang lên thành một cuộc đại khủng hoảng. Tuy nhiên, nhiều nhà kinh tế lo ngại rằng số lượng tiền được bơm thêm vào không sớm thì muộn cũng sẽ khiến lạm phát tăng cao. Theo cách nói của Chủ tịch FED, Alan Greenspan, vào năm 2009 thì:

... Chúng ta cần phải đối mặt và loại trừ mối nguy hiểm của giảm phát trong ngắn hạn và lạm phát



trong dài hạn. Số lượng hàng hóa dư thừa chỉ gây áp lực lên giá cả toàn cầu trong ngắn hạn (tháng 6 năm 2009). Tôi cho rằng lạm phát mới là thách thức lớn hơn trong tương lai... Tỷ lệ lạm phát hằng năm của Hoa Kỳ có liên quan chặt chẽ (với độ trễ từ 2-3 năm) với sự thay đổi về lượng tiền được cung cấp tính trên đầu mỗi sản phẩm.

Greenspan lo lắng về tỷ lệ lạm phát bởi vì trong khoảng tháng 9 năm 2008 đến tháng 3 năm 2009, FED đã tăng gấp đôi bảng cân đối tài chính bằng cách bơm thêm 800 tỉ đô la vào nền kinh tế Hoa Kỳ. Trong khi đó, lịch sử đã chứng minh rằng, bơm tiền theo cách này có thể dẫn đến lạm phát với độ trễ khoảng hơn 3 năm. Vì thế, đến mùa hè năm 2009, việc lạm phát có quay trở lại không vẫn là vấn đề chưa có câu trả lời rõ ràng.

Cách thức tiền tệ ảnh hưởng đến nền kinh tế, đầu tiên bằng cách thay đổi số lượng hàng hóa và sau đó bằng cách thay đổi giá cả các mặt hàng, còn được gọi là cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ (monetary transmission mechanism). Công thức của cơ chế này sử dụng ý tưởng của giả thuyết kỳ vọng hợp lý, và được coi là một thành tựu lớn trong giới học thuật. Tuy nhiên, nó cũng không giúp chúng ta hiểu về cuộc Đại suy thoái hay cuộc khủng hoảng kinh tế năm 2008.



## **THUYẾT SỐ LƯỢNG TIỀN TỆ TRONG VỎ BỌC KINH TẾ CỦA KEYNES**

Mặc dù lí thuyết kinh tế học hậu Keynes có nhiều điểm rất đáng khen ngợi, nhưng các nhà kinh tế theo lí thuyết này thường không đả động chút nào tới Lí thuyết Tổng quát của Keynes. Thị trường lao động trong mô hình của kinh tế học hậu Keynes vẫn rất “cổ điển” với nghĩa là tỉ lệ thất nghiệp không tồn tại và mỗi người lao động đều có thể tự chọn ra số giờ làm phù hợp cho mình với mức lương được xác định dựa trên cơ chế thị trường. Đó là lí do tại sao cái tên “kinh tế học hậu Keynes” lại gây ra nhiều nhầm lẫn và khó hiểu cho nhiều người. Những người theo thuyết kinh tế học hậu Keynes thực chất là các nhà kinh tế theo lí thuyết số lượng tiền tệ núp dưới vỏ bọc của trường phái Keynes. Chính xác là họ đã tạo ra một công thức toán học phức tạp cho một quá trình, mà ở đó, sự gia tăng dự trữ tiền tệ sẽ ảnh hưởng trước tiên tới số lượng hàng hóa, rồi sau đó mới tới giá cả hàng hóa. Đây thực ra chỉ là một quá trình cải tiến lại các ý tưởng đã được mô tả bởi David Hume.

Trong mô hình kinh tế học hậu Keynes, mọi thay đổi của tỉ lệ thất nghiệp chỉ đơn giản là một sự sai lệch nhỏ so với tỉ lệ hoàn hảo được chọn ra bởi một nhà hoạch định xã hội toàn năng. Ngược lại, Keynes tin rằng tỉ lệ thất nghiệp có thể sai khác vĩnh viễn so với tỉ

lệ thất nghiệp tự nhiên. Sự khác nhau trong hai quan điểm này là rất quan trọng, bởi vì, như tôi sẽ chỉ ra trong chương 7, các chính sách có hiệu quả trong việc giảm tỉ lệ thất nghiệp trong trường hợp giả thuyết về tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên là sai không hề giống với những gì các nhà kinh tế hậu Keynes mô tả.

Mối nghi vấn của tôi dành cho mô hình kinh tế học hậu Keynes một phần đến từ việc mô hình này rất khó để có thể giải thích tại sao thất nghiệp lại là một vấn đề trầm trọng khó giải quyết đến vậy. Trong một bài báo rất có ảnh hưởng của mình, Robert Lucas đã chỉ ra rằng bởi vì các chu kỳ bùng nổ và suy thoái kinh tế tỏ ra rất hữu hiệu trong mô hình kinh tế học cổ điển, do đó một người Mỹ bình thường sẽ sẵn sàng giảm 10% mức độ tiêu thụ của mình để có thể sống trong một thế giới mà tỉ lệ thất nghiệp không còn thay đổi nữa. Theo suy luận này, nếu mô hình kinh tế học hậu Keynes là chính xác thì chúng ta nên giải thể FED vì các chính sách tiền tệ cũng như tài khóa sẽ không có giá trị gì trong việc ngăn ngừa các cuộc khủng hoảng kinh tế xảy ra. Các biện pháp trên, khi đó, chỉ là các hành động tiêu tiền vô ích nếu so sánh với các động thái khác nhằm ổn định tỉ lệ thất nghiệp và GDP<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Lucas Jr. (1987), Jordi Calis, Mark Gertler, và Daid Lopez Salido (2007, trang 56) cũng đã đưa ra một tính toán tương tự cho mô hình kinh tế học hậu Keynes.

Mặc dù kinh tế học hậu Keynes vẫn tiếp tục tập trung vào nghiên cứu chu kì kinh tế, nhưng họ lại nghiên cứu dựa trên các quy tắc được đặt ra bởi Lucas chứ không phải lí thuyết tổng quát của Keynes. Mô hình kinh tế học hậu Keynes giải thích tại sao các ma sát kinh tế nhỏ lại có thể khiến tỉ lệ thất nghiệp tạm thời sai lệch so với tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên. Tuy nhiên, họ không giải thích được tình trạng kéo dài dai dẳng tỉ lệ thất nghiệp ở mức cao như những gì chúng ta nhìn thấy trong thời kì Đại suy thoái và do đó cũng không thể giúp chúng ta thoát khỏi cuộc khủng hoảng tài chính bắt đầu từ mùa thu năm 2007.

## CHƯƠNG 6

# Các ngân hàng trung ương ảnh hưởng đến cuộc sống của bạn thế nào

*Tất cả những sự phức tạp, rắc rối và khổ đau của Hoa Kỳ bắt nguồn từ những sai sót trong Hiến pháp hay mô hình Liên bang, chứ không phải xuất phát từ các ham muốn về danh dự hay đức hạnh. Việc thiếu hiểu biết về bản chất của tiền bạc, tín dụng và việc phát hành tiền tệ cũng gây ra các vấn đề nghiêm trọng tương đương.*

**John Adams** (Tổng thống thứ hai của Hoa Kỳ, trong một lá thư gửi Thomas Jefferson)

Thời nay, việc quản lí lượng tiền tệ lưu thông trong một nền kinh tế là công việc của ngân hàng trung ương. Tại nước Anh, đó là Ngân hàng Anh, tại châu

Âu, đó là Ngân hàng Trung ương châu Âu; và tại Hoa Kỳ, đó là Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ - một hệ thống gồm 12 ngân hàng nằm rải rác khắp Hoa Kỳ với trụ sở chính tại Washington, DC.

Mùa xuân năm 2009, hoạt động của các ngân hàng trung ương đột nhiên trở thành tâm điểm chú ý của người dân. Mervyn King, Thống đốc Ngân hàng Anh đã tham gia một cuộc tranh luận công khai với Alistair Darling, Bộ trưởng Bộ Tài chính Anh. Thực ra, Jean-Claude Trichet, Chủ tịch Ngân hàng Trung ương châu Âu, Ben Bernanke, Chủ tịch của FED, và Mervyn King, Thống đốc Ngân hàng Anh đã là những nhân vật chính trong công cuộc đối phó với một cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu bắt đầu từ năm 2007. Mặc dù trong chương sách này tôi sẽ sử dụng Ngân hàng Trung ương Hoa Kỳ để làm ví dụ nhưng những gì áp dụng với FED cũng đúng với mọi ngân hàng trung ương khác trên thế giới. Thực sự thì các quyết định của các ngân hàng trung ương có thể ảnh hưởng đến cuộc sống hàng ngày của chúng ta như thế nào?

Khi người ta nói rằng Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang là nhân vật quyền lực thứ hai trên thế giới sau Tổng thống Hoa Kỳ, họ không phải là không có ý đúng. Chủ tịch của FED có khả năng ảnh hưởng đến chính sách tiền tệ và xác định lãi suất ngân hàng. Nếu FED

mắc một sai lầm nào đó, hàng triệu người có thể bị mất việc làm, tỉ lệ lạm phát sẽ tăng ngoài tầm kiểm soát, hoặc giá trị của thị trường chứng khoán có thể sụt giảm nghiêm trọng. Tất cả những điều đó có thể xảy ra, và thực tế là đã xảy ra với Hoa Kỳ kể từ khi FED được thành lập vào năm 1913. Chính những điều tồi tệ đó đã khiến nhiều người không ưa FED.

Từ năm 1987 đến năm 2006, FED được điều hành bởi Alan Greenspan. Vốn là một người ủng hộ lí thuyết về thị trường tự do của Ayn Rand, trong những năm 1990 Greenspan đã được mệnh danh là một phù thủy kinh tế và được coi là một trong những chủ tịch thành công bậc nhất của FED. Khi các tổ chức tài chính lớn tại Hoa Kỳ bắt đầu sụp đổ vào mùa thu năm 2008, một số người đã rút lại nhận định trên. Vào thời điểm một cuộc khủng hoảng kinh tế đang cận kề xảy ra, người ta thường có xu hướng tìm một ai đó để đổ lỗi. Có lẽ Greenspan không xứng đáng với tất cả những lời khen ngợi dành cho ông khi kinh tế Hoa Kỳ trong thập kỉ 1990 đã có những bước phát triển thần kì, nhưng ông cũng không đáng phải chịu tất cả sự chỉ trích cho sự sụp đổ của nền kinh tế bắt đầu vào năm 2007. Sự thật nằm ở đâu đó giữa hai thái cực này.



## AI SỞ HỮU FED?

FED được thành lập vào năm 1913, và là một tổ chức phi lợi nhuận, chịu trách nhiệm giải trình trước Quốc hội, và thực tế là một cơ quan độc lập với chính phủ Hoa Kỳ. Hoạt động của FED được duy trì nhờ vào tiền lãi sinh ra từ các tài sản họ nắm giữ, mà đến gần đây các tài sản đó chủ yếu là trái phiếu Kho bạc được phát hành bởi chính phủ Hoa Kỳ. Sau khi trừ hết chi phí vận hành, khoản tiền thừa còn lại đều phải nộp lại cho Kho bạc Hoa Kỳ<sup>1</sup>.

FED có 7 thành viên trong hội đồng quản trị, được chỉ định bởi Tổng thống và được thông qua bởi Thượng viện Hoa Kỳ. Và mặc dù các thành viên trong hội đồng quản trị đều là các chính trị gia, họ sẽ thay phiên nhau nắm giữ quyền lực trong một nhiệm kỳ 14 năm. Thêm nữa, khi một ai đó được chỉ định vào hội đồng, không ai có thể loại bỏ họ khỏi FED. Cơ chế này cho phép FED hoạt động tương đối độc lập dưới bất kỳ nhiệm kỳ chính trị nào, do mỗi người trong hội đồng

---

<sup>1</sup> Mô hình này bắt đầu thay đổi đáng kể vào mùa thu năm 2008. Kể từ đó, FED bắt đầu mở rộng tài sản mà FED nắm giữ bằng cách cho các định chế tài chính đang gặp khó khăn vay tín dụng và nắm giữ hàng loạt cổ phiếu có giá trị thấp như tài sản thế chấp. Trong khoảng tháng 8/2008-12/2008, số lượng tài sản của FED tăng lên gấp đôi, từ khoảng 850 tỉ đô la lên đến 1,6 nghìn tỉ đô la.

thường phải làm việc dưới nhiều đời tổng thống khác nhau.

Nhiệm vụ chính của FED là quản lí nguồn cung tiền quốc gia. Trước năm 1933, việc này được diễn ra tự động, bởi vì số lượng tiền tệ trên thị trường được quyết định dựa trên dòng chảy ra vào của các kim loại quý trên lãnh thổ Hoa Kỳ, yếu tố này phụ thuộc vào sự thay đổi của mức độ xuất nhập khẩu. Trong giai đoạn này, nền kinh tế Hoa Kỳ dựa trên bản vị vàng và người dân cả trong nước và nước ngoài đều có thể đổi đô la sang vàng ở một tỉ giá cố định. Một đồng đô la lúc này tượng trưng cho một trọng lượng vàng khối nhất định được Hoa Kỳ dự trữ. Tuy nhiên, sau năm 1933 người dân Hoa Kỳ không được phép tự do đổi đô la lấy vàng nữa và đồng đô la trở thành một loại tiền được đảm bảo thuần túy bởi niềm tin vào chính quyền liên bang<sup>2</sup>. Thời trước, một đồng đô la có thể đổi lấy một lượng vàng nhất định. Bây giờ, nó chỉ có thể đổi ra một loại giấy có chức năng tương tự.

---

<sup>2</sup> Nền kinh tế dựa trên bản vị vàng chỉ hoàn toàn được xóa bỏ vào năm 1971, và, trong khoảng thời gian từ 1933 đến 1971, các chính phủ nước ngoài có thể đổi đô la lấy vàng theo một tỉ lệ cố định. Giai đoạn từ 1933 đến 1971 được xem là giai đoạn nền kinh tế bản vị vàng.

## **ĐỒNG TIỀN KHIẾN CẢ THẾ GIỚI PHẢI XOAY QUANH**

Ngân hàng trung ương lâu đời nhất trên thế giới là Ngân hàng Anh, hay còn được gọi dưới cái tên Quý bà của khu phố Threadneedle (Old Lady of Threadneedle Street). Nó được thành lập vào năm 1694 với chức năng trở thành ngân hàng của chính phủ và quản lý nợ quốc gia. Còn ngân hàng trung ương có tuổi đời non trẻ nhất là Ngân hàng Trung ương châu Âu, được thành lập vào năm 1998, vào thời điểm đồng tiền chung Euro ra đời. Vào năm 2009, đồng Euro đã là đồng tiền chính thức của 16 trên 27 quốc gia thành viên của Liên minh châu Âu và được sử dụng hằng ngày bởi khoảng 327 triệu người dân châu Âu.

Thực ra, khái niệm tiền tệ đã từ lâu không còn chỉ là số lượng đồng bảng Anh, đô la Mỹ hoặc đồng Euro đang được lưu hành mà còn bao gồm các khoản tiền được gửi tại các ngân hàng. Các ngân hàng trung ương thay đổi số lượng tiền tệ đang được lưu thông bằng cách mở rộng hoặc thu nhỏ số lượng tín dụng trong nước và bởi vì mỗi khoản cho vay sẽ tạo ra một tài khoản mới trong ngân hàng, sự mở rộng tín dụng sẽ dẫn đến các khoản tiền gửi tại ngân hàng tăng lên. Những khoản tiền gửi này là một sự thay thế tốt cho việc phát hành các tờ giấy bạc.

Về cơ bản, cách thức vận hành chính sách tiền tệ có thể khác nhau giữa các nước nhưng ảnh hưởng của nó thì không có nhiều sai biệt. Tại Hoa Kỳ, sự mở rộng hay thu hẹp của các hợp đồng tín dụng được thực hiện thông qua các chính sách thị trường mở. Các chính sách này được chỉ đạo trực tiếp từ Ủy ban thị trường mở trực thuộc FED. Ủy ban này họp định kì 8 lần một năm và nhiệm vụ chính của nó là điều hành lãi suất liên bang - thực chất là lãi suất cho vay qua đêm giữa các ngân hàng. FED có thể tác động đến lãi suất này bằng cách mua hoặc bán Trái phiếu kho bạc trên thị trường tự do.

## **FED CỦA THỜI HIỆN ĐẠI**

Kỉ nguyên của chính sách tiền tệ hiện đại bắt đầu vào năm 1951 khi Kho bạc và FED kí một thỏa thuận chung có tên "The Accord". Thỏa thuận này cho phép FED có được sự chủ động đáng kể trong việc thiết lập lãi suất ngân hàng. Trong cuộc Đại suy thoái, lãi suất ngắn hạn của trái phiếu Kho bạc ở mức vài phần nghìn và trong suốt Thế chiến II, con số này phần lớn nằm dưới mức 0,5%. Đây là kết quả trực tiếp của các chính sách buộc FED giảm giá trị các khoản vay nợ từ Kho bạc để chi trả cho chiến tranh. Thỏa thuận Accord sau đó đã cho phép FED từ chối các yêu cầu như vậy từ phía Kho bạc

và giúp FED có thêm nhiều tự do hơn, ví dụ như quyền được định đoạt các chính sách tiền tệ mà không phải chịu bất cứ sức ép chính trị nào<sup>3</sup>.

Tất nhiên, ban đầu Kho bạc không đồng ý cho phép FED có được quyền tự do như vậy. Các khoản nợ của chính phủ đã tăng từ mức chiếm 40% GDP vào năm 1938 lên đến mức 120% GDP vào năm 1946 và Kho bạc muốn giữ lãi suất ngân hàng ở mức thấp để giảm tình trạng thâm hụt ngân sách của chính quyền liên bang. Tuy nhiên, FED lập luận một cách thuyết phục rằng những hoạt động của họ chịu áp lực từ quy luật thị trường nhiều hơn. Mặc dù họ có thể giữ lãi suất của trái phiếu ngắn hạn của Kho bạc ở mức thấp, nhưng tỉ lệ lãi suất của các trái phiếu chính phủ dài hạn đã bắt đầu tăng lên. Lãi suất cho chứng khoán dài hạn cũng phải gánh cho chi số lạm phát, và vào năm 1951, thị trường khi đó còn muốn khoản đảm bảo dành cho lạm phát cần phải được tăng thêm để bảo vệ những người cho vay khỏi những tác động của việc giá dự báo trong tương lai có thể tăng. Đến năm 1951, Kho bạc khi đó muốn FED có thể đảm bảo cho các khoản chi của chính phủ bằng cách in thêm tiền. FED lo ngại

---

<sup>3</sup> Robert L. Hetzel và Ralph F. Leach (2001) đã có một bài báo mô tả chính sách của FED trong giai đoạn ngay sau khi thỏa thuận Accord được thi hành. Bài báo của họ đã nhấn mạnh vai trò của thỏa thuận Accord trong việc hình thành nên mô hình FED hiện đại.

rằng điều này sẽ dẫn đến lạm phát, và cuối cùng, những lo ngại này đã trở thành sự thực.

Vào năm 2009, một số nhà kinh tế cũng lo ngại rằng việc FED mua lại các khoản nợ dài hạn của chính phủ sẽ để lại những hậu quả tương tự những gì đã xảy ra trên thị trường trái phiếu vào những năm 1950 và 1960. Cụ thể, vào giữa tháng 12 năm 2008, lợi tức của trái phiếu kho bạc mua trong dài hạn đang ở mức 2%. Tuy nhiên đến tháng 6, con số này đã tăng gần đến mốc 4%. Liệu tình trạng tích tụ lạm phát của các năm trước đang được lặp lại? Một số nhà kinh tế nổi tiếng, bao gồm cả cựu Chủ tịch FED Alan Greenspan, cho rằng khả năng này rất dễ xảy ra. Trong một bài báo viết cho tạp chí *Financial Times*, Greenspan lập luận rằng “Nếu áp lực từ phía chính phủ không cho phép các ngân hàng trung ương thực thi các biện pháp kìm hãm lạm phát đúng lúc, các thống kê cho thấy lạm phát sẽ quay trở lại vào năm 2012<sup>4</sup>.”

## **CHỐNG CHỊ VỚI LẠM PHÁT**

Vai trò của Chủ tịch FED vào những thời điểm cần thiết cũng tương tự vai trò của một người lính cứu hỏa trong một tòa nhà đang bốc cháy. Tại căn phòng này

---

<sup>4</sup> Greenspan (2009).



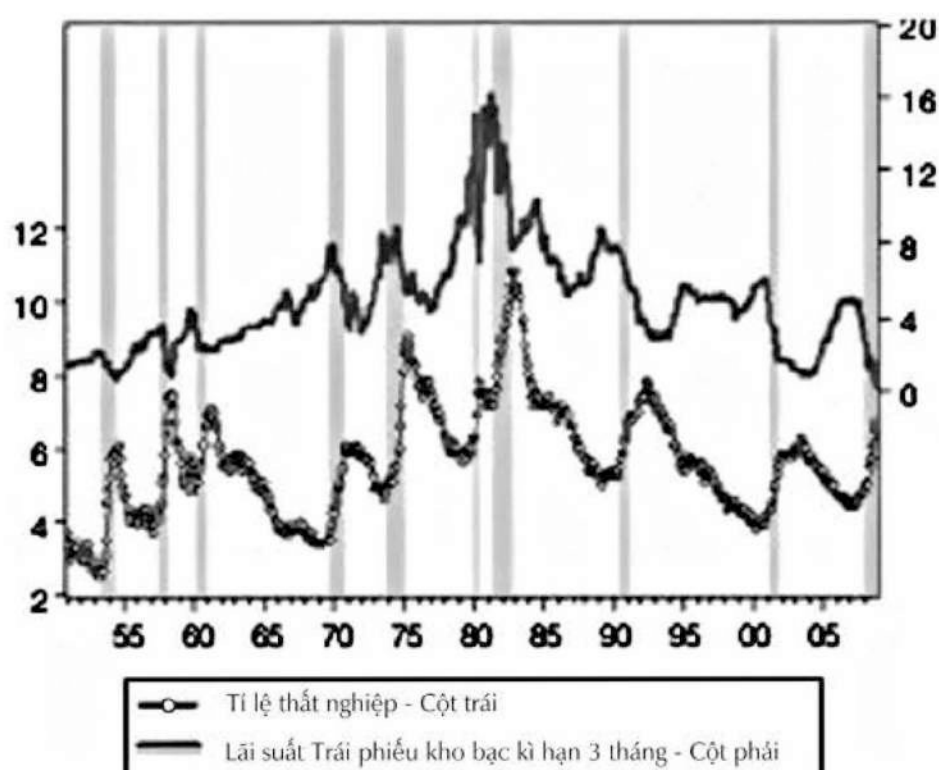
## Cách nền kinh tế vận hành

có một đứa trẻ đang nằm trong nôi, tại căn phòng kia có một người mẹ đang nằm bất tỉnh. Người lính cứu hỏa chỉ có thể cứu một trong hai, và bất kì quyết định nào được đưa ra cũng sẽ gặp phải sự chỉ trích của một số người, rằng anh ta đã sai lầm khi đưa ra quyết định như vậy.

Với trường hợp của FED thì cơ quan này có thể chọn việc ngăn chặn suy thoái kinh tế bằng cách giảm lãi suất, nhưng bởi vì sự suy thoái này chỉ là nhất thời do đó chính sách này chỉ có lợi trong ngắn hạn. Việc giảm lãi suất để kích cầu kinh tế trong giai đoạn suy thoái cũng có thể gây ra kì vọng về việc lạm phát tăng cao. Khi kinh tế bắt đầu phục hồi, tỉ lệ lạm phát tăng lên rất cao và giữ nguyên ở tỉ lệ đó trong một thời gian dài. Đây chính xác là điều đã diễn ra trong giai đoạn 1951 đến 1982, khi sau mỗi cuộc suy thoái, tỉ lệ lạm phát lại tăng lên một chút. Lạm phát cao luôn song hành cùng lãi suất cao, và cho tới năm 1981, lãi suất cho tài sản thế chấp với lãi suất cố định trong vòng 30 năm đã lên tới mức 18% một năm.

Tác động của việc trên tới những người mua nhà lần đầu là hết sức nghiêm trọng. Một người lính trở về sau Thế chiến II sẽ chỉ phải trả 59 đô la một tháng cả gốc lẫn lãi cho khoản tiền 10 nghìn đô la anh ta đi vay. Trong khi đó, vào năm 1981, con cháu của ông ta phải trả 150 đô la một tháng cho một khoản vay tương đương.

Các ngân hàng trung ương ảnh hưởng đến...



Hình 6.1. Biểu đồ mô tả tỉ lệ thất nghiệp và tỉ lệ lãi suất. Vùng màu xám thể hiện thời kì xảy ra khủng hoảng theo định nghĩa của tổ chức NBER.

## CHIẾN ĐẤU VỚI NẠN THẤT NGHIỆP

Hình 6.1 mô tả số liệu về tỉ lệ thất nghiệp và tỉ lệ lãi suất tại Hoa Kỳ từ năm 1951 đến năm 2008. Tỉ lệ thất nghiệp được biểu diễn qua một đường có các chấm tròn và dữ liệu được thể hiện ở cột bên trái. Tương tự, lãi suất ngân hàng được biểu diễn dưới dạng một đường liền nét và dữ liệu được thể hiện ở cột bên phải. Các vùng xám là thời điểm xảy ra suy thoái kinh tế

theo định nghĩa của Ủy ban xác định chu kỳ kinh tế (Business Cycle Dating Committee) thuộc Cục Nghiên cứu kinh tế quốc gia Hoa Kỳ.

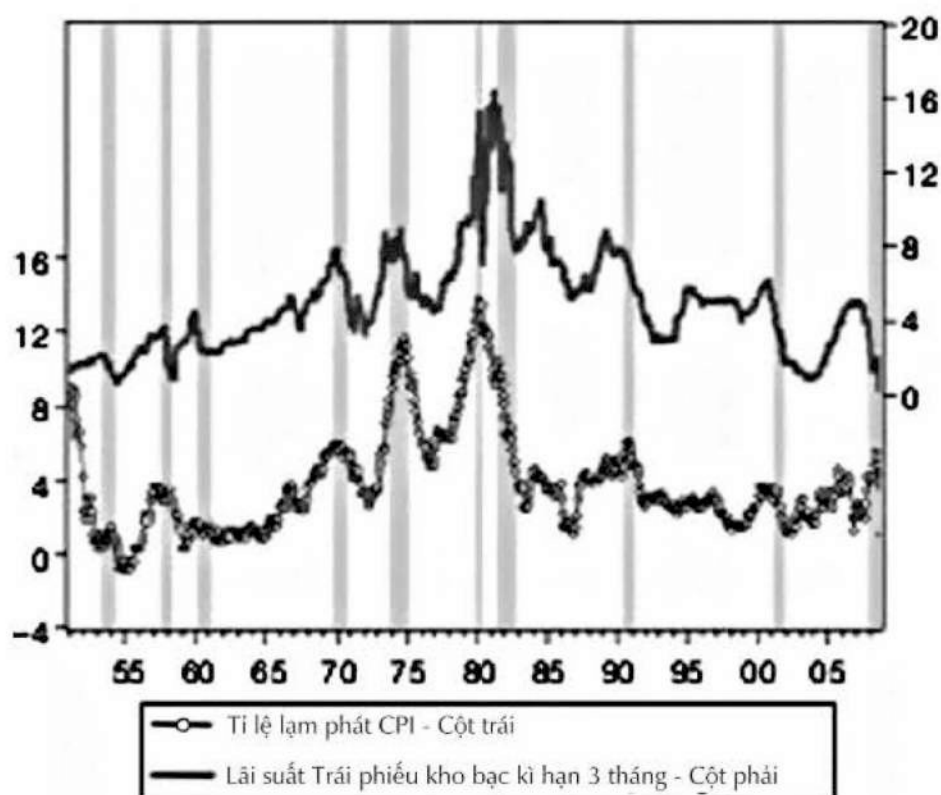
Tính cả cuộc khủng hoảng kinh tế năm 2007 thì từ năm 1951 đến nay, Hoa Kỳ đã trải qua tổng cộng 10 cuộc khủng hoảng kinh tế. Biểu đồ trên cho thấy rõ ràng rằng mỗi cuộc suy thoái đều gắn liền với tình trạng thất nghiệp tăng nhanh đồng thời với lãi suất dành cho các trái phiếu kho bạc lại giảm mạnh. Thực ra, lãi suất giảm là do nỗ lực của FED trong việc giảm thiểu các tác dụng phụ của những cuộc suy thoái đó đến cuộc sống của người dân.

Tất nhiên, FED không thể chỉ dùng mỗi lãi suất để kiểm soát tình trạng suy thoái kinh tế, họ còn phải để mắt đến chỉ số lạm phát. Trong giai đoạn trước năm 1979, FED đã không dành sự quan tâm đúng mực tới điều đó trong những chính sách của mình. Hình 6.2 mô tả số liệu về tỉ lệ lạm phát và lãi suất. Tỉ lệ lạm phát được biểu diễn qua một đường có các chấm tròn và dữ liệu được thể hiện ở cột bên trái. Tương tự, lãi suất ngân hàng được biểu diễn dưới dạng một đường liền nét và dữ liệu được thể hiện ở cột bên phải<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Tỉ lệ lạm phát là tỉ lệ gia tăng chỉ số giá tiêu dùng của Cục Thống kê của tháng này so với cùng kỳ năm trước. Tỉ lệ thất nghiệp có mã seri là LNS 14000000 theo quy ước của Cục Thống kê.

### Các ngân hàng trung ương ảnh hưởng đến...



Hình 6.2. Biểu đồ mô tả tỉ lệ lạm phát và lãi suất ngân hàng. Vùng màu xám thể hiện thời kì xảy ra khủng hoảng theo định nghĩa của tổ chức NBER.

Mặc dù FED liên tục giảm lãi suất ngân hàng khi các cuộc suy thoái diễn ra, nhưng họ lại cho phép nó tăng trở lại trong các thời kì tăng trưởng kinh tế. Hình năm 6.2 đã cho thấy, từ thời điểm chiến tranh Triều Tiên kết thúc 1953, tỉ lệ lạm phát tăng nhanh chóng, từ mức xấp xỉ 0% ở thời điểm tháng 8 năm 1955 lên mức đỉnh 13,7% vào thời điểm tháng 3 năm 1980. Sau năm 1980, tỉ lệ lạm phát đi xuống nhanh chóng và luôn ở mức thấp đến hiện nay.

## **VAI TRÒ CỦA LẠM PHÁT**

Thực tế, lạm phát không phải lúc nào cũng tệ. Nó chính là phương tiện phân phối lại nguồn lực từ những người tiết kiệm sang cho những người có nhu cầu vay tiền. Hãy lấy ví dụ về một gia đình điển hình vào những năm 1960 tại Hoa Kỳ với hai thành viên: Bob và Barbara. Tiền lương của Bob là 5.300 đô la và Barbara thì ở nhà nội trợ, một sự phân công lao động phổ biến vào thời điểm 1960. Bob và Barbara phải trả 12.700 đô la để mua trả góp một căn nhà trong 30 năm với lãi suất thế chấp không đổi là 5%. Họ mất 15% tiền lương hàng tháng của Bob để chi trả cho khoản thế chấp này. Vào năm 1975, tức 15 năm sau, lạm phát tăng cao khiến tiền lương của Bob tăng lên gấp ba và giá trị căn nhà của họ cũng tăng lên gấp ba lần so với thời điểm họ mua nó. Lúc này, số tiền thế chấp hàng tháng của Bob và Barbara chỉ còn chiếm 6% thu nhập của cả gia đình. Chi phí dành cho nhà cửa giảm xuống góp phần giúp mức sống của họ tăng lên.

Trái ngược với tình huống trên là trường hợp của Dora, một người phụ nữ hưu trí đã 60 tuổi vào thời điểm năm 1960. Dora chủ yếu sống nhờ vào số tiền lãi được hưởng từ lãi suất 4% một năm của khoản tiền 10.000 đô la bà đã dành dụm cả đời. Bà đã cố gắng chỉ chi tiêu trong khoản tiền lãi dôi ra vì muốn để lại số tiền tiết kiệm trên cho cháu trai của mình. Theo tiêu

chuẩn của những năm 1960, bà Dora không hề giàu, nhưng bà hoàn toàn có thể sống được nhờ vào lương hưu chính phủ chi trả cộng với 33 đô la tiền lãi mỗi tháng. Vào năm 1960, một gallon xăng có giá 25 xu và số tiền lãi Dora thu được hàng tháng tương đương với 8% mức thu nhập trung bình của một người lao động. Tuy vậy đến năm 1975, lạm phát đã làm giảm giá trị khoản tiền tiết kiệm của bà. Bà vẫn nhận được 33 đô la mỗi tháng tiền lãi vào năm 1975, nhưng mỗi gallon xăng lúc này đã có giá 44 xu và số tiền lãi bà thu được chỉ còn chưa tới 3% mức thu nhập trung bình của một người lao động. Điều đó cho thấy lạm phát có lợi cho những người đi vay tiền như Bob và Barbara nhưng lại gây bất lợi cho những người sống nhờ vào một khoản thu nhập cố định như Dora.

## **THỜI KÌ ÔN HÒA VĨ ĐẠI**

Một số nhà kinh tế tin rằng sự chênh lệch rõ rệt của tỉ lệ lạm phát trước và sau năm 1979 đến từ những chính sách mới được FED thi hành khi Paul Volcker trở thành chủ tịch mới của tổ chức này năm 1979. Trước thời điểm năm 1979, FED không quyết liệt trong việc tăng lãi suất nhằm đối phó với tình trạng lạm phát như thời điểm sau năm 1979. Nhờ sự quyết liệt này, tăng trưởng kinh tế, lãi suất ngân hàng và lạm phát đều thấp và ít biến



động trong thời kì sau năm 1979 so với thời kì trước đó. Các nhà kinh tế gọi sự thay đổi này bằng cái tên “Thời kì ôn hòa vĩ đại” (The Great Moderation).

Một số nhà kinh tế cho rằng Thời kì ôn hòa vĩ đại chính là kết quả của những cải cách trong chính sách tiền tệ. Một số người khác lại cho rằng FED chỉ là gặp may khi những cú sốc của nền kinh tế trong giai đoạn sau đơn giản là bớt trầm trọng hơn giai đoạn trước. Để phân xử cuộc tranh luận này, các nhà kinh tế đã viện dẫn tới kết quả từ công trình thực nghiệm của John Taylor, giáo sư trường Đại học Stanford.

Taylor chỉ ra rằng trong giai đoạn hậu chiến, các động thái của FED có thể được mô phỏng lại bằng một nguyên tắc cơ học đơn giản. Thực tế, FED luôn luôn nâng lãi suất ngân hàng để đối phó với lạm phát và giảm tỉ lệ này để đối phó với tình trạng thất nghiệp. Tuy nhiên, đặc tính cơ bản của nguyên tắc này đã thay đổi vào năm 1979. Sau năm 1979, khi Paul Volcker trở thành Chủ tịch của FED, các chính sách tiền tệ trở nên quyết liệt hơn trong việc tăng lãi suất ngân hàng trong thời kì tăng trưởng kinh tế so với các giai đoạn trước đó<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Giai đoạn từ 1951 đến tháng 8/1978 có ba người đảm nhận vị trí Chủ tịch FED. Từ 4/1951 đến 1/1970, Chủ tịch FED là William McChesney. Arthur Burns là người cầm lái FED từ 2/1970 đến 1/1978, và trong một giai đoạn ngắn từ 2/1978 đến 8/1979, William Miller giữ vị trí này. Lạm phát bùng nổ xảy ra trong nhiệm kì của Martin và Burns.

Trong khi đó, ba nhà kinh tế Richard Clarida của Đại học Columbia, Jordi Galí của Đại học Pompeu Fabra tại Barcelona và Mark Gertler của Đại học New York đã sử dụng lý thuyết kinh tế hậu Keynes để chứng minh những sự thay đổi trong chính sách của FED đã đem lại những hệ quả tốt đẹp cho nền kinh tế<sup>7</sup>. Christopher Sims của Đại học Princeton và Tao Zha của Cục Dự trữ liên bang tại Atlanta lại sử dụng kinh tế lượng để phản bác lại rằng FED đơn giản là gặp may vì những cú sốc kinh tế thời kì sau năm 1979 là ít biến động hơn thời kì trước đó<sup>8</sup>. Cuộc tranh luận này đến nay vẫn còn tiếp diễn. Cũng không có gì ngạc nhiên khi hình tượng anh hùng của FED được Clarida-Galí-Gertler vẽ ra lại trở nên phổ biến trong các ngân hàng trung ương. Tuy vậy, vào năm 2008, khi nền kinh tế đứng trên bờ vực của khủng hoảng, những câu chuyện ca ngợi sự thành công của các chính sách tiền tệ lại trở nên vô cùng lạc lõng.

## **VAI TRÒ CỦA MAY RỦI**

Thực ra, lập luận cho rằng Thời kì ôn hòa vĩ đại có được là nhờ công của FED phần lớn là chính xác.

---

<sup>7</sup> Clarida, Galí và Gertler (2000).

<sup>8</sup> Sims và Zha (2006).

Nhưng lập luận này bỏ qua một mảnh ghép quan trọng. Đúng là FED đã học được cách thay đổi lãi suất để ngăn ngừa lạm phát một cách hiệu quả hơn, nhưng điều đó cũng xảy ra nhờ may mắn.

Khoảng thời gian từ năm 1979 đến năm 2006 là giai đoạn có rất ít cú sốc xảy ra với nền kinh tế. Mặc dù các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán đã trải qua một cú sốc lớn từ sự sụp đổ của thị trường này vào năm 1987 nhưng nền kinh tế đã nhanh chóng phục hồi nhờ vào hành động kịp thời của Alan Greenspan: ông đã gửi đi một thông điệp tới những người đứng đầu các ngân hàng đầu tư lớn tại phố Wall rằng FED đảm bảo cung cấp mọi khoản tiền mà các ngân hàng này cần cho đến khi khủng hoảng được chặn đứng và nền kinh tế được phục hồi<sup>9</sup>.

Tôi tin rằng những động thái của FED có thể giúp phục hồi niềm tin của các nhà đầu tư vào thị trường chứng khoán năm 1987 một nửa là do các quyết định đúng, nhưng một nửa cũng là do may mắn. Nếu niềm tin của các nhà đầu tư không được phục hồi, hậu quả gây ra với nền kinh tế năm 1987 có lẽ sẽ không khác mấy so với các cuộc đại khủng hoảng năm 1929 và 2008. FED đã gặp may vào năm 1987, bởi vì chính sách của FED đã giúp các nhà đầu tư tin tưởng trở lại và tiếp

---

<sup>9</sup> Woodward (2000, chương 1).

tục đầu tư vào thị trường chứng khoán. Nhưng họ có thể sẽ không gặp may như vậy nữa trong các cuộc khủng hoảng chắc chắn sẽ xảy ra trong tương lai.

Các nhà kinh tế theo trường phái cổ điển hiện đại cho rằng chỉ với niềm tin của nhà đầu tư thì không thể ảnh hưởng được tới nền kinh tế. Nền kinh tế đáng lẽ chỉ có thể bị tác động bởi các quy luật thị trường, theo quy tắc mà Robert Lucas gọi là trạng thái cân bằng của kì vọng hợp lí (rational expectations equilibrium)<sup>10</sup>. Điều này nghĩa là, khi chúng ta dự đoán xem giá trị của thị trường chứng khoán trong tương lai là bao nhiêu, những yếu tố chúng ta cần quan tâm chính là các quy luật thị trường như công nghệ, thị hiếu của người dân hoặc các loại thuế có thể được chính phủ áp dụng trong tương lai. Những yếu tố cảm tính tác động đến tâm lí của nhà sản xuất và người tiêu dùng chắc chắn sẽ bị loại bỏ. Với suy nghĩ rằng chỉ có những yếu tố quy luật thị trường là quan trọng, chúng ta sẽ rất khó có thể giải thích được sự dao động khôn lường của giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán như chúng ta đã chứng kiến. Thực tế, các thay đổi trong tương lai của các yếu tố quy luật thị trường không thể gây nên tình trạng thay đổi khủng khiếp như vậy của các cổ phiếu được.

---

<sup>10</sup> Lucas (1972).

## KHOẢNH KHẮC MINSKY

Vào thời điểm đó, nhà kinh tế Hyman Minsky đã đưa ra một cách nhìn mới so với góc nhìn của kinh tế cổ điển<sup>11</sup>. Theo Minsky, trạng thái tự nhiên của bất kì hệ thống kinh tế nào cũng là sự lặp đi lặp lại của các chu kì bùng nổ và suy thoái kinh tế, được xác định bởi các cuộc khủng hoảng tài chính. Theo đó, khoảnh khắc Minsky là thời điểm mà tất cả mọi thứ sụp đổ và nền kinh tế chuyển từ trạng thái tăng trưởng sang trạng thái suy thoái. Theo quan điểm của tôi, góc nhìn của Minsky về cách vận hành của nền kinh tế gần với sự thực hơn là cách nhìn của kinh tế học cổ điển. Tuy vậy, do là một người theo trường phái kinh tế của Keynes, Minsky đã không bao giờ tìm cách dung hòa ý tưởng của ông với tư tưởng của kinh tế học cổ điển, mặc dù sự dung hòa này là rất quan trọng.

Tôi tin rằng, chúng ta có thể tìm ra nguyên nhân vì sao thị trường chứng khoán lại biến động thất thường như vậy. Bởi vì, giống như Keynes đã nhận định, tồn tại rất nhiều trạng thái cân bằng cho tỉ lệ thất nghiệp trong dài hạn và tất cả các trạng thái này đều phù hợp với tư tưởng về cách vận hành của thị trường tự do và xu hướng hành động duy lí của mỗi cá nhân. Các nhà đầu tư không phải là những người phi lí trí, họ chưa

---

<sup>11</sup> Minsky (1975).



quyết định được các nhà đầu tư trong tương lai sẽ lựa chọn con đường nào. Và tôi sẽ tìm cách kết hợp các tư tưởng này bằng những phương pháp hợp lý và chặt chẽ nhất.

Trái ngược với những kết luận của trường phái cổ điển, tôi tin rằng tỉ lệ thất nghiệp sẽ không dao động quanh một tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên - thay vào đó, nó dao động quanh một mục tiêu di động và mục tiêu này có thể bị tác động bằng những chính sách của FED. Sự biến động của tỉ lệ thất nghiệp bắt nguồn từ những biến động từ thị trường chứng khoán. Những biến động trên thị trường chứng khoán này được gây ra bởi sự dao động trong niềm tin về thị trường của các nhà đầu tư tham gia vào thị trường. Để hoàn toàn nắm được bản chất của những biến động trên, chúng ta cần phải hiểu rằng mọi sự biến thiên trên thị trường dù lớn đến đâu cũng đều được tạo thành bởi hành động lí trí từ mỗi cá nhân, mặc dù với xã hội những hành động đó chắc chắn là phi lí trí. Đó là mục tiêu được tôi giới thiệu vắn tắt trong cuốn sách xuất bản năm 1993 của mình. Trong cuốn sách đó, tôi đã cố gắng dung hòa giữa ý tưởng về kì vọng duy lí với ý tưởng về việc niềm tin vào thị trường - vốn là một động lực độc lập dẫn dắt sự vận động của các chu kì kinh tế<sup>12</sup>. Đó cũng là lời

---

<sup>12</sup> Trong phiên họp toàn thể của Hiệp hội tính toán kinh tế năm 2012, tôi đã chỉ ra rằng, sự sụt giảm trên thị trường chứng



giải thích cho những gì còn thiếu sót trong công trình của Minsky. Và theo đó, rõ ràng việc sử dụng những quan điểm của Minsky để phân tích cuộc khủng hoảng hiện nay sẽ dẫn chúng ta đến những chính sách sai lầm.

## **CÔNG CUỘC BẢO VỆ NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG**

Câu nói của John Adams về sự thiếu hiểu biết về vai trò của tiền bạc và tín dụng được tôi trích dẫn tại đầu chương sách này đến nay vẫn còn nguyên giá trị. Vào năm 2008, tôi có tham dự một bữa tiệc tại nhà một người bạn. Thành phần khách mời rất đa dạng: giới học thuật, kí giả, các nhà sản xuất phim. Đột nhiên, chủ đề của cuộc nói chuyện chuyển sang vai trò của FED, và tôi đã rất ngạc nhiên khi nhận ra rằng nhiều hơn một vị khách khẳng khẳng cho rằng FED thực ra là một âm mưu của ngân hàng East Coast, được thành lập với mục đích cướp trắng công sức lao động của những người dân Hoa Kỳ trung thực. Tôi hay xếp các quan điểm kiểu này ngang hàng với các suy nghĩ như

---

khoán có liên quan mật thiết đến hiện tượng tỉ lệ thất nghiệp tăng 3 tháng sau đó. Tôi cho rằng sự sụp đổ của thị trường chứng khoán năm 2008 chính là nguyên nhân dẫn đến Đại suy thoái.

vợ chồng ai đó bỗng nhiên bị người ngoài hành tinh bắt cóc hay một vị khách tham gia bữa tiệc đột nhiên bốc cháy. Do đó tôi thực sự khó chịu khi thấy những thuyết âm mưu về FED lại được tin tưởng bởi những người lớn có tư duy hoàn toàn lí trí. Tuy vậy trong bối cảnh hệ thống tài chính sụp đổ và mọi người đều đang tìm người để đổ lỗi thì thật khó để có thể xóa bỏ những suy nghĩ kiểu như vậy.

Sự thật là, nếu như FED không tồn tại để kiểm soát lãi suất ngân hàng, lịch sử kinh tế Hoa Kỳ thế kỉ 20 có thể sẽ ghi nhận nhiều cuộc khủng hoảng tồi tệ hơn so với bây giờ. Trong thế kỉ 19, Hoa Kỳ đã trải qua 5 cuộc khủng hoảng tài chính khác nhau. Ở thế kỉ 20, con số này là một. Và kể từ khi được thành lập vào năm 1913, FED đã học được cách kiểm soát nền kinh tế bằng cách tăng và giảm lãi suất ngân hàng nhằm kìm hãm lạm phát và ngăn chặn suy thoái kinh tế có thể xảy ra. Những dẫn chứng thực tế về việc chu kì kinh tế thời kì hậu chiến trở nên ít biến động hơn so với những thời kì trước đó cho thấy FED đã hoàn thành tốt nhiệm vụ của mình.

Suốt nửa đầu thế kỉ 20, FED vẫn đang trong quá trình học hỏi để tìm ra phương thức hoạt động hiệu quả. Sau Thế chiến II, FED đã tìm ra cách để kìm hãm suy thoái, và kể từ sau năm 1980, tổ chức này đã có thể làm việc đó mà không làm tỉ lệ lạm phát gia tăng. Tuy

nhiên, bất chấp những thành công của mình, FED vẫn gặp phải hai thất bại lớn: một xảy ra vào năm 1929 và một xảy ra vào năm 2008. Trong cả hai trường hợp này, lãi suất ngân hàng vốn đã ở mức bằng không, và FED không thể hạ tỉ lệ này xuống mức thấp hơn được nữa. Có thể nói, FED không tạo ra cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008, và nếu lãi suất lúc đó không phải ở mức bằng không, chính sách giảm lãi suất nói trên có thể đã có tác dụng. Đây chính là sự bất lực của chính sách tiền tệ truyền thống khi tỉ lệ lãi suất đã ở mức cận dưới và là nguyên nhân gây ra cả cuộc Đại suy thoái năm 1929 và cuộc khủng hoảng năm 2008 gần đây. Tóm lại, FED không tạo nên cuộc khủng hoảng này, nhưng đã bất lực trong việc ngăn chặn nó.

## **TƯƠNG LAI CỦA CÁC NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG**

Milton Friedman từng nhấn mạnh rằng các chính sách trong dài hạn của FED chỉ nên tập trung vào việc ổn định giá cả và việc đó chỉ có thể giảm tỉ lệ thất nghiệp trong ngắn hạn nhưng sẽ gây ra tình trạng lạm phát trong dài hạn. Nếu FED chỉ giới hạn hoạt động của mình trong việc định ra lãi suất ngân hàng, nhận định của Friedman sẽ trở nên chính xác. Tuy nhiên nếu tồn tại một công cụ quản lí nhu cầu tiêu dùng mới cho

phép FED tác động tới tỉ lệ thất nghiệp trong dài hạn thì sao?

Tôi tin rằng công cụ này tồn tại. Các ngân hàng trung ương có thể can thiệp trực tiếp vào thị trường chứng khoán để ngăn chặn tình trạng bong bóng và đổ vỡ có thể xảy ra, bằng cách thay đổi một số thành tố trong bảng cân đối tài chính của họ. Công cụ nói trên có thể cung cấp một cách thức hữu hiệu để quản lí tỉ lệ thất nghiệp trong dài hạn. Công cụ này hoàn toàn độc lập với công cụ quản lí lãi suất ngân hàng mà các ngân hàng trung ương trên toàn thế giới đã sử dụng từ lâu để kìm hãm lạm phát. Tôi sẽ mô tả về các khía cạnh thực tiễn của việc áp dụng ý tưởng này để quản lí tổng tài sản trên thị trường chứng khoán hiệu quả hơn trong chương 11.

Từ trước đến nay, các lí thuyết kinh tế đều cho rằng tỉ lệ thất nghiệp trong dài hạn không chịu ảnh hưởng gì từ yếu tố tổng cầu. Tuy nhiên, tôi cho rằng điều này không chính xác và học thuyết về tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên vẫn còn tồn tại dai dẳng vì việc tiến hành một thí nghiệm được kiểm soát chặt chẽ trong kinh tế học là một nhiệm vụ khó khăn. Chỉ khi một thí nghiệm quy mô lớn được tạo ra một cách tự nhiên cho chúng ta, như sự đổ vỡ của thị trường chứng khoán năm 1929 và cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008, những thiếu sót của học thuyết kinh tế cổ điển mới thể hiện rõ ràng.

Việc lặp đi lặp lại lí thuyết cổ điển trong hàng thế kỉ qua đã làm thui chột khả năng nhìn nhận của chúng ta về việc tỉ lệ thất nghiệp trong dài hạn không hề độc lập với tổng cầu. Tỉ lệ thất nghiệp cao dẫn tới một tình trạng lãng phí nguồn lực ghê gớm, và điều đó là một minh chứng rõ ràng phơi bày những khiếm khuyết của thị trường. Để có thể xóa bỏ vấn nạn này đòi hỏi hành động của tất cả mọi người, đặc biệt đến từ các chính sách hiệu quả của chính phủ. Tôi sẽ đi sâu giải thích tại sao và khi nào thị trường tự do đôi lúc không hoạt động và làm cách nào để có thể hoàn thiện nó trong những chương kế tiếp.

## CHƯƠNG 7

# Tại sao tỉ lệ thất nghiệp cao lại tồn tại

*Khi nào xảy ra những thay đổi lớn trong lối tư duy thâm căn cố đế của con người, những cải tiến vĩ đại mới có thể diễn ra.*

**John Stuart Mill** (1824, chương 7)

Theo mô tả của các nhà kinh tế cổ điển, cách nền kinh tế vận hành khá giống với hình ảnh một cỗ máy được bôi trơn thường xuyên. Keynes bác bỏ phép ẩn dụ này, do nó không thể giải thích được những bất hạnh to lớn mà người dân đã phải trải qua trong suốt thời kì Đại suy thoái. Tuy vậy, vào những năm 1970, chính bản thân học thuyết kinh tế của Keynes cũng bị bác bỏ do nó không thể vượt qua được bài kiểm tra thực tế khi lí thuyết kinh tế của Keynes không thể giải thích được hiện tượng suy phát. Thực tế cho thấy, lịch sử ra đời



của các học thuyết kinh tế luôn gắn liền với thời điểm xảy ra các sự kiện kinh tế mang tính bước ngoặt, và tôi tin rằng cuộc khủng hoảng tài chính diễn ra vào mùa thu năm 2007 chính là một sự kiện như vậy.

Vào những năm 1970, tư tưởng của trường phái kinh tế cổ điển đã quay trở lại nhờ lí thuyết Kỳ vọng duy lí, mà dẫn đầu là hai nhà kinh tế Robert Lucas và Edward Prescott. Mặc dù phương pháp được hai nhà kinh tế này đưa ra được xem là một đột phá lớn, nhưng mô hình đầu tiên được họ áp dụng đơn giản và dễ hiểu hơn các lí thuyết kinh tế nặng về mô tả bằng lời như của Pigou đưa ra vào những năm 1920 rất nhiều. Nhưng sau cuộc khủng hoảng kinh tế năm 2008, nhiều người đã lập tức chỉ trích gay gắt lí thuyết Kỳ vọng duy lí nói trên. Sự chỉ trích này mang màu sắc triệt hạ, thiếu chín chắn và cũng không thực sự cần thiết.

Thực tế, cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 xảy ra có tính chất bước ngoặt với trường phái kinh tế Kỳ vọng duy lí, tương tự sự kiện Đại suy thoái đã ảnh hưởng tới trường phái kinh tế cổ điển. Vậy các nhà kinh tế nên phản ứng thế nào với sự kiện năm 2008? Cá nhân tôi cho rằng chúng ta không nên vứt bỏ hoàn toàn kết quả đạt được suốt 35 năm qua. Phương pháp của Lucas và Prescott chỉ thuần túy là một công cụ toán học và hoàn toàn có thể được sử dụng theo nhiều cách khác nhau. Đã đến thời điểm chúng ta kết hợp những

công cụ đó với những tư tưởng của Keynes. Và cũng không thể vì mô hình chu kì kinh tế thực do Kydland và Prescott phát triển không giải thích được cuộc khủng hoảng tài chính mà chúng ta lại từ bỏ một phương pháp tuyệt vời sinh ra từ cuộc cách mạng kì vọng duy lí. Thay vào đó, hãy sử dụng nó để công thức hóa các tư tưởng của Keynes. Chương này của cuốn này sẽ trình bày về vấn đề đó.

## **ĐẶT THẤT NGHIỆP VÀO LẠI MÔ HÌNH CỔ ĐIỂN**

Dưới đây tôi sẽ mô tả về Lí thuyết tìm kiếm (hay còn được gọi là lí thuyết tìm và khớp - search theory) được phát triển bởi các nhà kinh tế cổ điển nhằm lí giải tại sao một số công nhân lại không tìm được việc làm trên thị trường. Bạn có thể tìm hiểu chi tiết hơn về lí thuyết này trong một cuốn sách nổi tiếng xuất bản năm 1990 của Giáo sư Christopher Pissarides của Đại học Kinh tế London. Một số nhà nghiên cứu khác có những đóng góp ban đầu quan trọng cho lĩnh vực này có thể kể đến là Armen Alchian và John McCall của Đại học California, Dale Mortensen của Đại học Northwestern và Peter Diamond của Học viện công nghệ Massachusetts<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Alchian (1970), McCall (1970), Mortensen (1970), Diamond (1982).

Lí thuyết tìm kiếm được bắt đầu phát triển vào những năm 1970, như là một cách để hiểu hơn về tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên. Rất nhiều các nhà nghiên cứu theo đuổi chủ đề này với mục tiêu có thể khái quát hóa được phát biểu nổi tiếng của Friedman về tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên: “là một cái mốc có thể bị san bằng sử dụng lí thuyết của Walras về cân bằng tổng quát” với tính khuyết tật của thị trường được bổ sung vào phương trình.

Đơn giản hơn, họ muốn đặt vấn đề thất nghiệp vào lí thuyết cân bằng tổng quát theo cách mà định luật Pareto về khả năng tự cân bằng của thị trường tự do được bảo toàn. Theo đó, nguyên lí thứ nhất về phúc lợi có thể sẽ không còn hoàn toàn chính xác do sự tồn tại của ma sát kinh tế, nhưng nền kinh tế sở hữu một tỉ lệ thất nghiệp nhất định sẽ vận hành gần giống với mô hình kinh tế được Walras mô tả.

Mặc dù chương trình nghiên cứu nhằm phát triển lí thuyết tìm kiếm được phát triển độc lập với lí thuyết chu kì kinh tế thực nhưng đã có rất nhiều người muốn kết hợp hai lí thuyết này lại với nhau. Hầu hết các nỗ lực trên đều được xem là thất bại.

## **TẠI SAO HỌ THẤT BẠI: MIẾNG GHÉP CỦA SHIMER**

Khi đó, Robert Shimer của Đại học Chicago đã tìm ra những thách thức mà các nhà kinh tế sẽ phải đối mặt khi tìm cách kết hợp hai lí thuyết trên với nhau. Thứ nhất, tỉ lệ thất nghiệp trong mô hình lai tạo trong thời kì khủng hoảng không có mức độ dao động đủ lớn như với tỉ lệ này trong thực tế. Cụ thể, tỉ lệ thất nghiệp ngoài thực tế được ghi nhận có mức độ dao động cao hơn tới 10 lần so với dự đoán mà lí thuyết đưa ra<sup>2</sup>.

Trên thực tế lí thuyết chu kì kinh tế thực có thể được dùng để hiểu một cách chính xác về chu kì bùng nổ và suy thoái của nền kinh tế. Ví dụ như nó có giải thích tại sao các khoản đầu tư lại giảm sút với tốc độ nhanh hơn chỉ số GDP trong thời kì khủng hoảng, hay tại sao cả hai chỉ số trên đều giảm với tốc độ nhanh hơn mức tiêu dùng của người dân. Lí thuyết cũng dự đoán được mức độ của những sự giảm sút nói trên. Tuy nhiên khi thêm tỉ lệ thất nghiệp vào mô hình, nó không còn đúng đắn nữa.

Việc này tương tự việc một phi hành gia sở hữu một mô hình có thể giải thích một cách hoàn hảo về

---

<sup>2</sup> Shimer (2005). Để tìm hiểu thêm về nghiên cứu này, với tương đối nhiều khái niệm chuyên ngành, xem thêm Rogerson, Shimer và Wright (2005).

quỹ đạo quay của sao Hỏa, sao Thổ hay sao Mộc, nhưng khi mang mô hình đó áp dụng cho quỹ đạo Trái Đất, anh ta sẽ nhận được sai số cao gấp 10 lần thông thường. Điều này gợi mở cho chúng ta rằng các nhà kinh tế theo lí thuyết tìm kiếm đang đi sai hướng. Tôi tin rằng vấn đề trong cách tiếp cận của họ nằm ở việc họ quá trung thành với cách học thuyết kinh tế cổ điển được xây dựng, rằng mặc dù những người lao động sẽ luôn đi tìm kiếm việc làm, nhưng nền kinh tế vẫn có thể đạt đến trạng thái gần như không còn nạn thất nghiệp do sự sắp xếp của một nhà hoạch định xã hội toàn năng. Do đó, tôi nghĩ thay vì tìm cách xây dựng một lí thuyết tuân theo cách vận hành của bàn tay vô hình, họ chỉ nên dùng nền tảng của lí thuyết tìm kiếm để giải thích tại sao nạn thất nghiệp có thể tồn tại dai dẳng. Hãy cùng xem việc đó sẽ dẫn đến đâu.

## **TỈ LỆ THẤT NGHIỆP LUÔN LUÔN Ở MỨC TỐI ƯU?**

Phần lớn các nhà kinh tế cổ điển đều dùng lí thuyết tìm kiếm để hiểu về nạn thất nghiệp tương tự như cách họ dùng lí thuyết cung cầu để hiểu về việc sẽ có bao nhiêu trái cam được sản xuất tại bang Florida. Cụ thể là, cung và cầu của thị trường cam sẽ gặp nhau chỉ tại một điểm duy nhất, và theo đó cũng chỉ tồn tại

một cách duy nhất để thị trường lao động có thể điều tiết giữa số lượng nhân công và số lượng việc làm. Đại đa số, có khi là tất cả các mô hình được phát triển bởi các nhà kinh tế cổ điển sẽ đều cho rằng tỉ lệ thất nghiệp sẽ rất gần hoặc tiệm cận tới tỉ lệ lí tưởng được tạo ra bởi một nhà hoạch định kinh tế với kiến thức hoàn hảo, hành động với mục đích tối đa hóa phúc lợi cho mọi người<sup>3</sup>.

Thật khó mà hình dung được tỉ lệ thất nghiệp của những năm 2008-2009 lại được tạo ra bởi một nhà hoạch định hoàn hảo. Tháng Sáu năm 2009, tỉ lệ thất nghiệp chạm mức 9,5% và tiếp tục tăng. Trong khi đó, tại thời kì Đại suy thoái, tỉ lệ này lên tới mức 24%. Nếu nguyên lí thứ nhất về phúc lợi là chính xác, nguyên nhân mà nhà hoạch định chọn tỉ lệ thất nghiệp ở mức 24% là do những sự thay đổi của máy móc và công nghệ khiến đó là lựa chọn tốt nhất để đáp ứng nhu cầu của con người. Ngay cả những nhà kinh tế cổ điển ủng hộ thị trường tự do mạnh mẽ nhất như Milton Friedman cũng thấy luận điểm này không thể đúng đắn.

Thay vào đó, Friedman cho rằng chính phủ đã thất bại trong việc cung cấp đủ tính thanh khoản trong suốt

---

<sup>3</sup> Một số ít nghiên cứu ảnh hưởng đến tư duy của tôi bao gồm Diamond (1982), Howitt (1986), và Howitt và McAfee (1987). Tất cả những người này đều tin vào thuyết nhiều điểm cân bằng.



thời kì cuối những năm 1920 và chính sách tiền tệ kém cỏi đó đã làm hỏng tính hiệu quả của thị trường tự do. Theo cách nhìn nhận này, chính phủ chỉ làm cho vấn đề trở nên tồi tệ hơn mà thôi<sup>4</sup>. Tuy nhiên, nói đi thì cũng phải nói lại. Nếu có bao nhiêu luận điểm để ủng hộ cho ý tưởng chính phủ chỉ làm cho vấn đề tệ hơn mà thôi thì cũng sẽ có ngần ấy luận điểm phản bác lại rằng thị trường tự do không phải lúc nào cũng dẫn đến những kết quả tốt.

## HẠT SẠN TRONG CÁC MỎ DẦU

Người lao động tìm kiếm việc làm như thế nào? Câu trả lời cho câu hỏi này không tương minh như chúng ta tưởng. Chúng ta hãy thử nghĩ đến tất cả thời gian và công sức mà những người lao động và các doanh nghiệp cần phải bỏ ra để có thể tìm được những lựa chọn ưng ý.

Có thể coi một công việc cũng giống như một món hàng hóa, được sản xuất ra từ những nguyên liệu đầu

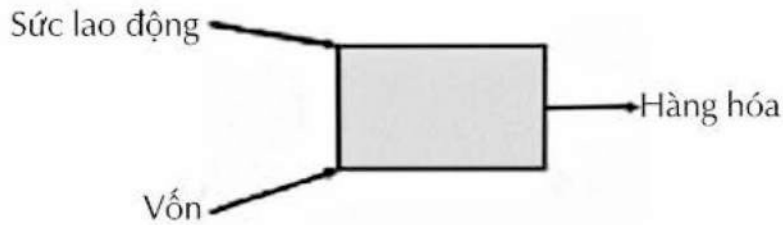
---

<sup>4</sup> Trong cuốn *Lịch sử chính sách tiền tệ nước Mỹ* (1963), Milton Friedmand và Anna Schwartz đã lập luận rằng cuộc Đại suy thoái đã diễn ra theo chiều hướng tồi tệ hơn vì chính sách tiền tệ. Một lập luận tương tự về vấn đề này gần đây là của Harold Cole và Lee Ohanian trên tạp chí *Kinh tế chính trị*. Một ý kiến chỉ trích khác từ một nhà kinh tế học theo kinh tế học cổ điển là của Peter Temins trong tạp chí *Kinh tế* (2008).

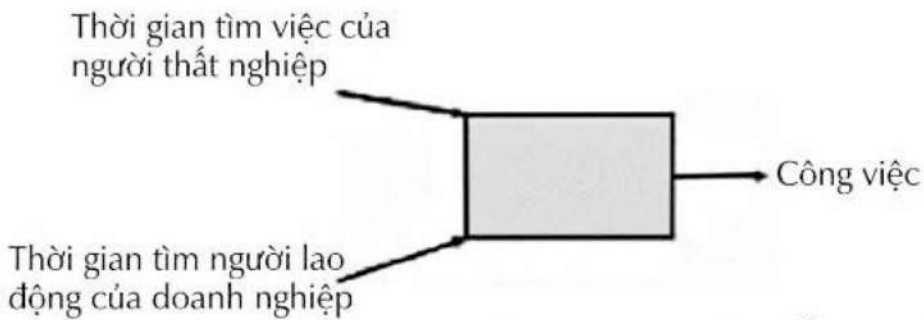
vào. Giống như một chiếc ô tô được sản xuất từ vốn và sức lao động, một công việc được tạo ra từ thời gian mà người lao động và doanh nghiệp tìm thấy nhau. Quá trình tìm kiếm vật lí này có thể được gọi là công nghệ tìm kiếm. Và mặc dù công nghệ sản xuất hàng hóa và công nghệ tìm kiếm có thể giống nhau, nhưng đầu vào của công nghệ tìm kiếm không phải là tiền vốn và sức lao động. Còn hai công nghệ này khác nhau ở chỗ, trên thị trường lao động, một bên sẽ có nhiều thông tin hơn bên còn lại.

Nguyên lí cân bằng tổng quát cho rằng công nghệ tìm kiếm nên được vận hành bởi các đơn vị sản đầu người. Hãy thử xem xét ví dụ về một đơn vị tuyển dụng ABC tìm cách kết nối giúp người lao động và nhà tuyển dụng có thể tìm thấy nhau. Đơn vị tuyển dụng ABC cần phải trả tiền để có thể sở hữu các thông tin của cả người ứng tuyển và của nhà tuyển dụng. Sau đó, họ sẽ cố gắng chấp mỗi hai bên lại với nhau theo cách tương tự mà các dịch vụ hẹn hò trực tuyến đã làm. Khi đơn vị tuyển dụng ABC cho rằng Maynard Jagger, một thợ hàn chưa có việc làm sẽ phù hợp với vị trí còn thiếu tại Tập đoàn ô tô Detroit, tập đoàn này nên mời Maynard tới làm việc và trả cho công ti ABC vì thông tin về ứng viên phù hợp nhất do họ cung cấp.

## Cách nền kinh tế vận hành



Hình 7.1. Mô tả quá trình sản xuất hàng hóa. Đầu vào của quá trình này là vốn và sức lao động. Công nhân vận hành máy móc và gia tăng giá trị cho các nguyên liệu thô. Sản phẩm đầu ra là hàng hóa như ô tô, máy tính, đồ hộp.



Hình 7.2. Mô tả quá trình tạo ra công việc. Đầu vào của quá trình này là thời gian tìm kiếm của người lao động và của ban nhân sự thuộc doanh nghiệp. Nhà tuyển dụng lướt qua đơn ứng tuyển của người lao động và lọc ra những người phù hợp với vị trí còn thiếu. Người lao động thì nộp đơn ứng tuyển và tham gia buổi phỏng vấn. Đầu ra của quá trình này là sự chấp mối giữa người lao động và vị trí còn thiếu.

## **TẠI SAO THỊ TRƯỜNG TÌM KIẾM HOẠT ĐỘNG KHÔNG HIỆU QUẢ**

Tại sao trên thực tế các dịch vụ tuyển dụng nói trên không nở rộ? Mặc dù chúng ta có thể biết đến tên của một vài đơn vị tuyển dụng nổi tiếng trên thị trường nhưng rõ ràng họ chỉ sở hữu một thị phần rất nhỏ trên thị trường lao động. Họ không hề phát triển mạnh mẽ theo cách mà lí thuyết kinh tế cổ điển tiên đoán. Họ giống như là đang làm thay công việc của bộ phận tuyển dụng cho các doanh nghiệp quá bé hay quá chuyên biệt và không có khả năng tự làm công việc đó mà thôi. Họ cũng không thể trả tiền để sở hữu thông tin về cả người lao động và doanh nghiệp được vì thực tế một thị trường cho những thông tin tuyển dụng đầu vào như vậy không tồn tại. Không khó để có thể lí giải cho điều này.

Lí do rất đơn giản, nếu một thị trường như vậy tồn tại trên thực tế, những người lao động thiếu trung thực sẽ tìm cách gian lận bằng cách từ chối mọi lời mời làm việc, tiếp tục ở trong tình trạng thất nghiệp và liên tục nhận thu nhập từ các đơn vị tuyển dụng. Do họ có một lí do tuyệt vời để tiếp tục ở trong tình trạng thất nghiệp, các nhà tuyển dụng sẽ không thể tìm được người lao động cho mình, và thị trường tuyển dụng sẽ sụp đổ.

Hiện nay ở một số quốc gia trên thế giới vẫn tồn tại một vài tổ chức trao đổi nhân sự, được vận hành bởi các chính phủ, liên tục cung cấp các khoản trợ cấp dành cho người thất nghiệp. Nước Anh là một ví dụ điển hình. Người lao động liên tục tìm cách đánh lừa các tổ chức nói trên bằng cách đăng kí nhận trợ cấp dưới rất nhiều cái tên giả khác nhau và từ chối mọi cơ hội việc làm họ nhận được. Những hành vi này làm cho thị trường tuyển dụng không thể vận hành được. Sự bất đối xứng về việc sở hữu thông tin của những người tham gia vào thị trường trên chính là yếu tố khiến cho viễn cảnh sự nở rộ của các dịch vụ tuyển dụng được dự đoán bởi lí thuyết cân bằng tổng quát không thể trở thành hiện thực<sup>5</sup>.

## **TẠI SAO TỈ LỆ THẤT NGHIỆP CAO LẠI TỒN TẠI**

Một số lượng xác định công ăn việc làm trên thị trường có thể được lấp đầy theo hai cách: một vài doanh nghiệp tuyển dụng và rất nhiều người ứng tuyển hay ngược lại, rất nhiều doanh nghiệp tuyển dụng và rất ít người lao động ứng tuyển. Nhưng chúng ta nên chấp

---

<sup>5</sup> Năm 2001, các nhà kinh tế học người Mỹ George A. Akerlof, Michael A. Spence và Joseph E. Stiglitz đã giành giải Nobel vì những đóng góp của họ trong lí thuyết thị trường với thông tin bất đối xứng.

mỗi để người lao động tìm được việc làm theo cách đề nghị là một số ít người đang thất nghiệp thử tìm kiếm trong rất nhiều công việc tiềm năng hay đề nghị phần lớn số lao động thất nghiệp chỉ thử tìm một vài công việc khả dĩ mà thôi? Trong thực tế, hai kịch bản nói trên đều có thể xảy ra, vì thông tin để hỗ trợ các doanh nghiệp và người lao động nên hành xử thế nào trong các tình huống đó là không tồn tại.

Để hiểu rõ hơn về điều này, hãy thử xem xét một ví dụ dưới đây. Giả sử có một người nông dân đang muốn cày một cánh đồng. Anh ta có thể sử dụng một người lao động và một máy cày; hoặc 20 người lao động và mỗi người được trang bị một cái cuốc. Phương án đầu tiên cần rất ít sức lao động nhưng cần nhiều vốn, và ngược lại phương án hai cần ít vốn nhưng nhiều sức lao động. Ở ví dụ này, cơ chế thị trường sẽ tự điều chỉnh tiền lương và tiền lãi vay vốn theo hướng để cuối cùng người nông dân sẽ chọn được một phương án sử dụng vốn và sức lao động hiệu quả nhất; với giả định là cả hai yếu tố vốn và sức lao động đều tương đối khan hiếm.

Nhưng câu chuyện về thị trường lao động sẽ khác xa ví dụ về người nông dân nói trên. Ở ví dụ trên, thông tin về tiền lương và lãi phải trả để vay vốn là có sẵn, được thể hiện công khai và người nông dân có thể dễ dàng tiếp cận được. Trong khi đó, ở thị trường lao



động, thông tin về chi phí thời gian mà các doanh nghiệp cũng như người lao động cần phải bỏ ra là không rõ ràng và càng không được thể hiện rộng rãi. Do đó cả hai bên người lao động cũng như doanh nghiệp sẽ gặp khó khăn hơn trong việc cân đối nguồn lực của mình để tìm ra được phương án tối ưu. Cụ thể, các doanh nghiệp sẽ phải khoán nhiều nhân sự hơn cho việc tìm kiếm người lao động nếu tỉ lệ thất nghiệp ở mức thấp và sẽ phải cắt bớt số nhân sự phụ trách việc tìm kiếm nếu tỉ lệ thất nghiệp ở mức cao.

Do đó, các nhà kinh tế cho rằng, bất cứ tỉ lệ thất nghiệp nào cũng là một trạng thái cân bằng, thứ mà không lực tác động bên ngoài nào có thể thay đổi được. Hệ quả của việc đó là tỉ lệ thất nghiệp có thể giữ ở mức cao trong một thời gian dài.

## **TẠI SAO TIỀN LƯƠNG KHÔNG GIẢM**

Một lí do khiến lí thuyết kinh tế của Keynes thường xuyên bị chỉ trích đó là việc nó không thể giải thích được tại sao trong thời điểm tỉ lệ thất nghiệp tăng cao, tiền lương lại không hề giảm xuống nhằm cân bằng mức độ cung và cầu trên thị trường lao động. Lúc đó, chắc chắn sẽ có rất nhiều người lao động sẵn sàng làm việc với mức lương thấp hơn so với thời điểm trước đó, và các doanh nghiệp hẳn sẽ thích thú vì tìm được nguồn lao động giá

rẻ hơn. Tuy nhiên lập luận này chưa tính đến yếu tố quan trọng về chi phí thời gian cho quá trình kết nối giữa người lao động và doanh nghiệp cần tuyển dụng.

Ví dụ nếu một doanh nghiệp đăng tải một quảng cáo tuyển dụng trên báo với mức lương đưa ra thấp hơn so với các doanh nghiệp khác, những người tìm việc sẽ có xu hướng bỏ qua doanh nghiệp này và chuyển sang ứng tuyển vào các vị trí tương tự nhưng được trả lương cao hơn ở các doanh nghiệp đối thủ. Điều này sẽ khiến doanh nghiệp nói trên phải chuyển bớt nhân sự từ bộ phận sản xuất sang bộ phận tuyển dụng nhằm tuyển được đủ lao động cần thiết. Hệ quả của việc này là doanh nghiệp không thể sản xuất và bán đủ số lượng hàng hóa cần thiết để duy trì được sự tồn tại của mình tại mức lương trung bình trên thị trường. Lúc này, tỉ lệ thất nghiệp cao đã trở thành một trạng thái cân bằng, trạng thái mà cả doanh nghiệp và người lao động đều không có lợi, mặc cho những cố gắng thay đổi tình trạng họ thực hiện.

Việc có quá nhiều người lao động thất nghiệp tìm kiếm việc làm cũng tương tự việc có quá đông người đi câu cá trong một hồ câu chung. Càng có nhiều người đi câu, sẽ càng khó để cho bất kì ai có thể câu được con cá nào. Và vì hồ câu đó không thuộc sở hữu của ai, không ai trong số họ có thể cảm nhận được chi phí thời gian của mình phải bỏ ra để có thể bỏ đi đúng lúc. Quá trình tìm kiếm việc làm cũng như vậy. Không doanh

ng nghiệp nào có thể biết rõ được chi phí thời gian mình cần bỏ ra là bao nhiêu, sẽ cần thêm hay bớt nhân sự cho bộ phận tuyển dụng, và do đó đôi khi thị trường sẽ kết nối cho người lao động và nhà tuyển dụng theo những cách rất thiếu hợp lí. Thêm vào đó, hành vi của mọi doanh nghiệp tham gia trên thị trường sẽ có tác động không nhỏ đến hiệu quả hoạt động của từng doanh nghiệp riêng lẻ.

Vào mùa thu năm 2008, ba doanh nghiệp sản xuất xe hơi hàng đầu của Mỹ đã phải trải qua một thời kì tồi tệ. Nhu cầu xe hơi tại Mỹ đã giảm xuống một cách rất đáng kể và GM đã phải sa thải tới 15% tổng số nhân sự: khoảng 5 nghìn nhân viên văn phòng trong hai tháng cuối năm 2008. Rất nhiều người trong số đó trước đây từng làm việc tại bộ phận nhân sự. Họ trở nên thừa thãi với công ti do GM lúc đó đã quyết định cắt giảm sản lượng xe được sản xuất. Việc sa thải này đã tạo nên một ngành công nghiệp ô tô quy mô nhỏ hơn, tinh giản hơn nhưng lại có năng suất lao động cao hơn, và hệ quả là người lao động được hưởng mức lương cao hơn. Đây cũng chính xác là điều đã xảy ra với ngành công nghiệp chế tạo trong 3 năm đầu tiên của thời kì Đại suy thoái<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Trong 3 năm đầu tiên của cuộc Đại suy thoái, lương trong ngành công nghiệp chế tạo tăng nhẹ, và lương thực lĩnh cũng vậy. Cole và Ohanian (2004).

## **KINH TẾ CỔ ĐIỂN VÀ KINH TẾ CỦA KEYNES NHÌN NHẬN THẾ NÀO VỀ LÍ THUYẾT TÌM KIẾM?**

Có một ý tưởng rất lớn trong kinh tế học đã được phát triển trong suốt 35 năm qua dựa trên nền tảng một cuốn sách của Edmund Phelps được xuất bản năm 1970. Mục đích của nó là sử dụng lí thuyết tìm kiếm để giải thích bản chất của tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên. Vậy ý tưởng này có gì khác so với vấn đề tôi đang mô tả trong chương này?

Thực tế là khi một nhà kinh tế cổ điển viết ra một mô hình để tìm hiểu xem vấn đề của thị trường nằm ở đâu, suy nghĩ đầu tiên của anh ta luôn là mô hình này chưa hoàn thiện. Anh ta cần phải thêm vào các phương trình để cuối cùng cho thấy tỉ lệ thất nghiệp thực chất được xác định bởi các quy luật thị trường cơ bản: thị hiếu của các hộ gia đình, số lượng lao động có trình độ và số lượng lao động phổ thông, tình trạng của các công nghệ hiện tại. Một số nhà kinh tế theo lí thuyết tìm kiếm cổ điển sẽ tìm cách thêm vào các phương trình mà theo đó tiền lương được xác định thông qua quá trình thương lượng. Một số khác sẽ thêm vào một nhân vật tượng tượng có khả năng định hướng thị trường bằng cách giúp người lao động kết nối tới các nhà tuyển dụng. Cuối cùng, mục đích của lí thuyết tìm kiếm cổ điển vẫn là tìm ra một phương trình có thể thể chỗ cho yếu tố chi phí thời gian đang bị thiếu trên thị

trường lao động, vấn đề vốn được tạo ra bởi một số người lao động thiếu trung thực.

Dưới góc nhìn của tôi, hầu hết các nhà kinh tế theo lí thuyết tìm kiếm cổ điển đang đi sai hướng. Chúng ta không nên đi tìm cơ chế ẩn đằng sau việc vận hành của thị trường lao động. Thay vào đó, chúng ta cần phải nhận ra những cơ chế điều khiển đó không tồn tại và hệ quả là tỉ lệ thất nghiệp có thể tồn tại rất nhiều trạng thái cân bằng, và phần lớn các trạng thái này sẽ tạo ra nhiều hệ lụy xấu tới phúc lợi xã hội. Thực tế cho thấy, thị trường lao động hoạt động không hiệu quả có thể kéo theo việc Đại suy thoái tại Hoa Kỳ kéo dài tới 10 năm, kinh tế Nhật Bản không tăng trưởng trong suốt những năm 1990 hay nước Anh trải qua khoảng thời gian gần 20 năm kinh tế tăng trưởng trì trệ với tỉ lệ thất nghiệp ở mức cao trong suốt những năm 1920, 1930.

Keynes đã từng phát biểu rằng nạn thất nghiệp, dù ở bất kì tỉ lệ nào, đều có thể tồn tại dai dẳng ở mức cao trong một thời gian dài. Tuy nhiên ông đã không giải thích gì về việc tại sao tỉ lệ thất nghiệp trong dài hạn có thể tồn tại song hành được với mong muốn tối đa lợi ích của các cá nhân tham gia trên thị trường. Nhiều nhà kinh tế theo trường phái Keynes thời kì hậu chiến đã tìm cách phát triển các lí thuyết có thể giải thích cho nhiều ý tưởng của Keynes và sau đó đều từ bỏ nỗ lực đó. Còn đối với những nhà kinh tế theo trường phái



tân cổ điển thời kì hậu chiến như Paul Samuelson, tỉ lệ thất nghiệp là một hiện tượng mang tính nhất thời.

Trong chương này, tôi đã chỉ ra cho bạn đọc thấy các ý tưởng của Keynes và các ý tưởng trong lí thuyết cân bằng tổng quát có thể được kết hợp với nhau theo một cách thức mới như thế nào. Theo quan điểm của tôi, việc tỉ lệ thất nghiệp tồn tại dai dẳng ở mức cao là hoàn toàn phù hợp với tư tưởng cổ điển về các hành vi duy lí của các cá nhân trên thị trường. Điều này là quan trọng vì như các bạn sẽ thấy, nó có thể tạo ra những chính sách mới để giải quyết vấn đề tỉ lệ thất nghiệp cao và sẽ nhận được sự ủng hộ của những nhà kinh tế theo trường phái Keynes đang làm việc trong chính quyền của Tổng thống Obama tại Hoa Kỳ, Sarkozy tại Pháp hay Gordon Brown tại Anh.

Và nếu tỉ lệ thất nghiệp được giữ vững ở một mức cao trong một thời gian dài, thì yếu tố gì đang tạo ra hiện tượng đó? Tôi sẽ trả lời câu hỏi này trong chương sau bằng cách chỉ ra mối liên kết giữa thị trường lao động và thị trường chứng khoán. Tôi sẽ chứng minh rằng việc thiếu niềm tin của các nhà đầu tư có thể làm suy giảm giá trị các tài sản ra sao, và sự thiếu niềm tin ban đầu này có thể sẽ biến viễn cảnh ban đầu về một tương lai với tỉ lệ thất nghiệp ở mức cực cao tồn tại dai dẳng trở thành hiện thực như thế nào.





## CHƯƠNG 8

# Tại sao bạn nên quan tâm tới thị trường chứng khoán

*Những tư duy lệch lạc, phiến diện sẽ tồn tại mãi mãi [trên thị trường]. Tôi sẽ gọi nó, như bạn biết, là lạc quan và bi quan. Và đôi khi các trạng thái cảm xúc đó có thể tự tăng cường sức mạnh của mình. Do đó, ban đầu trên thị trường chỉ tồn tại những trạng thái tự củng cố đó, nhưng cuối cùng những chu kì bùng nổ/suy thoái thiếu tự hủy diệt và thiếu bền vững cùng với tình trạng bong bóng sẽ bắt đầu xuất hiện. Đó chính xác là điều đang xảy ra hiện nay.*

**George Soros** (10 tháng 10 năm 2008)

Theo kinh tế học cổ điển, giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán tương đương với tổng giá trị cổ tức sẽ được trả cho các cổ đông trong suốt những năm tồn tại của công ti đó. Theo lí thuyết có tên gọi giả thuyết thị

trường hiệu quả này, cổ tức được trả cho các cổ đông ngay trong tháng tới sẽ có giá trị lớn hơn so với cổ tức được trả trong các tháng sau đó. Và bởi vì giá trị cổ tức chỉ phụ thuộc vào quy luật thị trường, giả thuyết thị trường hiệu quả chắc chắn sẽ không có chỗ cho yếu tố tâm lý của nhà đầu tư.

Những người thực sự tham gia vào thị trường chứng khoán đương nhiên sẽ thấy điều ngược lại. Ví dụ như câu trích dẫn ở đầu chương này. Nó được phát biểu bởi George Soros, một doanh nhân và nhà quan sát thị trường rất nổi tiếng, đã từng kiếm được hơn 1 tỉ đô la nhờ việc đánh cược rằng chính phủ Anh sẽ không thể giữ một tỉ giá hối đoái cố định cho đồng bảng được. Soros không phải là một người tin vào khả năng tự điều chỉnh của thị trường tự do. Và ông ta không đơn độc. Trong một bài báo đăng trên *Thời báo tài chính*, nguyên Chủ tịch FED Alan Greenspan đã viết như sau:

“Một trong những yếu tố quan trọng ảnh hưởng tới giá cổ phiếu là thiên hướng dao động tâm lý bẩm sinh của con người. Họ dễ chịu ảnh hưởng của các sự kiện kinh tế, và dễ dao động giữa hai trạng thái tâm lý nhớn nhोर và sợ hãi. Theo kinh nghiệm của tôi, sự dao động tâm lý đó không đơn thuần là dấu hiệu dự đoán về các hoạt động kinh tế sẽ diễn ra trong tương lai, mà nó còn là nguyên nhân chính định hình nên các hoạt động đó (Greenspan, 2009)”.

Tại sao bạn nên quan tâm tới thị trường chứng khoán

Vậy nếu những người tham gia thị trường có thể nhận thấy rằng niềm tin của các nhà đầu tư có thể dẫn dắt thị trường thì tại sao giới học thuật lại không nhận ra được sự thật giản dị đó? Lí do bởi vì mặc dù lí thuyết kinh tế cổ điển có thể giải thích được cách vận hành của rất nhiều thành tố của thị trường thực tế, nó lại không quan tâm đến yếu tố tâm lí của con người. Lí thuyết kinh tế của Keynes thì quan tâm đến điều này, nhưng lí thuyết này đã bị phần lớn các nhà kinh tế vĩ mô bác bỏ khi nó không thể giải thích được hiện tượng suy phát diễn ra những năm 1970. Bất kì nỗ lực khôi phục lại các tư tưởng của Keynes nào nếu muốn thành công đều sẽ phải chỉ ra sự thật rằng tâm lí các nhà đầu tư có khả năng chi phối thị trường. Chương này sẽ chỉ ra cách thức để làm việc đó mà không hề tạo ra mâu thuẫn với giả thuyết của các nhà kinh tế tân cổ điển về việc con người là một sinh vật được điều khiển bởi lí trí.

## **QUY LUẬT THỊ TRƯỜNG CÓ ĐIỀU KHIỂN THỊ TRƯỜNG?**

Các nhà kinh tế cổ điển tin rằng giá trị của các cổ phiếu chắc chắn được điều khiển bởi những quy luật thị trường khách quan. Theo đó, nếu cổ phiếu Microsoft giảm giá trị, đó là vì những nhà đầu tư suy luận được rằng lợi nhuận của Microsoft sẽ giảm. Có thể là do sự

xuất hiện của một đối thủ mới trên thị trường. Cũng có thể là do một phát minh mới ra đời khiến máy tính cá nhân trở nên lỗi thời. Nói chung, mọi biến động trên thị trường đều sinh ra do các nhà đầu tư đầy lí trí này có thể dự đoán được những thay đổi của những quy luật thị trường trong tương lai. Và do đó, niềm tin của những người tham gia thị trường hẳn sẽ không thể tác động một cách độc lập tới các hoạt động kinh tế được.

Trong gần 70 năm liền, các nhà tư vấn đã luôn khuyến khích các nhà đầu tư hãy sử dụng chiến lược đầu tư dài hạn khi tham gia thị trường. Thực tế cổ phiếu luôn luôn mang lại lợi nhuận cao hơn so với trái phiếu ở mức trung bình 5% trong tất cả các chu kì 10 năm kể từ khi số liệu được ghi nhận. Nhưng vào năm 2008, thị trường cổ phiếu thế giới mất tới hơn 40% giá trị của mình mà chẳng phải do nguyên nhân khả dĩ nào từ quy luật thị trường. Đột nhiên ánh hào quang về việc đầu tư cổ phiếu sẽ mang lại nhiều lợi nhuận được tạo dựng qua hơn 30 năm tăng trưởng của thị trường đã sụp đổ chỉ sau một đêm. Nhiều nhà báo đã gọi sự sụp đổ của thị trường năm 2008 là dấu hiệu cho sự cáo chung của Giả thuyết thị trường hiệu quả<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Wighton (2009). Trong năm 2013, bài báo do tôi và cộng sự có nhan đề “Giả thuyết thị trường thiếu hiệu quả: Tại sao thị trường tài chính không vận hành hiệu quả trong thế giới thực” (Farmer 2013) đã được trao giải thưởng Maurice Allais trong

Tại sao bạn nên quan tâm tới thị trường chứng khoán

## **HAY NIỀM TIN DẪN DẮT THỊ TRƯỜNG?**

Keynes thì lại cho rằng phần lớn mọi người không đầu tư cổ phiếu dài hạn. Họ mua bán cổ phiếu vì họ nghĩ sẽ có người muốn những cổ phiếu đó tại mức giá cao hay thấp hơn trong tương lai. Tâm lí mua bán trên thị trường chứng khoán này của các nhà đầu tư tương tự với tâm lí khi mọi người đi mua bất động sản vậy.

Tâm lí làm giàu nhanh chóng, vốn rất phổ biến tại Hoa Kỳ cuối những năm 1990, đầu những năm 2000 được khắc họa sinh động qua một chương trình truyền hình có tên “Flip This House” (Hãy lật căn nhà này lên). Chương trình này khuyến khích mọi người đầu tư vào thị trường nhà đất bằng cách mua một căn hộ, trang trí chúng lại một chút và bán lại nhanh chóng để kiếm lời. Dưới đây là lời giới thiệu về chương trình của kênh A&E:

“Hãy cùng tham gia chinh phục những thử thách thú vị nhất của thị trường nhà đất đầy sôi động, biến những căn nhà xấu xí này trở thành công cụ kiếm tiền đầy đẹp đẽ. Hãy theo dõi chương trình truyền hình thực tế kéo dài một giờ trên kênh A&E để thấy quá trình làm việc vất vả của các nhà đầu tư

---

lĩnh vực Khoa học kinh tế. Trong bài báo đó, chúng tôi đã chỉ ra nguyên nhân tại sao thị trường tài chính không vận hành hiệu quả.



## Cách nền kinh tế vận hành

bất động sản tại New Haven, CT, Los Angeles, CA, San Antonio, TX, Atlanta, GA. Bạn sẽ được chứng kiến các nhóm nhà đầu tư mua một căn hộ, bài trí lại trong một thời gian ngắn kỉ lục và bán chúng kiếm lời ra sao. Nghe có vẻ đơn giản, nhưng họ sẽ phải vượt qua những sự lo lắng và cơn nóng giận lớn trước khi có thể biến những căn nhà xấu xí trở nên hấp dẫn trên thị trường” (Tài liệu quảng bá từ website của kênh A&E)<sup>2</sup>.

Người mua kẻ bán trên thị trường bất động sản tại Hoa Kỳ đã kiếm được rất nhiều tiền đầu những năm 2000. Nhưng cái gì lên mãi thì cũng sẽ phải có lúc đi xuống. Khi trở nên bi quan, các nhà đầu tư thường sẽ định giá các tài sản như cổ phiếu và bất động sản ở dưới mức giá trị vốn có của chúng. Nếu sự bi quan này giữ nguyên, nó làm giảm sự thịnh vượng và khiến tổng cầu suy giảm. Những người vừa nghỉ hưu sẽ mua những căn nhà nhỏ hơn, đi những chiếc xe rẻ hơn và ít đi ăn ở nhà hàng hơn. Những gia đình trẻ, thay vì dùng những khoản tiền họ đang có để đi học đại học, sẽ để dành tiền cho những việc khác. Điều này sẽ tạo ra một vòng lặp nguy hiểm, khiến cho nhiều doanh nghiệp phải sa thải nhân viên, và lợi nhuận sẽ sụt giảm. Khi cổ tức, lợi nhuận và tiền đầu tư giảm xuống,

---

<sup>2</sup> Xem thêm tại

[http://www.aetv.com/flipthishouse/flip2\\_aboutshow.jsp](http://www.aetv.com/flipthishouse/flip2_aboutshow.jsp)

Tại sao bạn nên quan tâm tới thị trường chứng khoán

quan điểm bi quan ban đầu của các nhà đầu tư sẽ trở thành sự thực.

## **AI MỚI ĐÚNG?**

Theo lí thuyết kinh tế cổ điển, giá thị trường của các loại tài sản được xác định dựa trên các kì vọng duy lí về các quy luật tương lai của thị trường. Giá trị một cổ phiếu của một công ti bất kì sẽ là tổng giá trị của mọi lần chia cổ tức trong tương lai, với một trọng số được tính theo giá của cổ phiếu vào thời điểm trả cổ tức.

Thế nhưng theo các nhà kinh tế theo trường phái Keynes thì thị trường chứng khoán lại được dẫn dắt bởi niềm tin của các nhà đầu tư. Họ chỉ ra một thực tế rằng giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán lên và xuống ở mức độ cao hơn rất nhiều so với dự đoán của lí thuyết kinh tế cổ điển. Trong khi đó, các khoản chia cổ tức lại vô cùng ổn định nếu đem so với sự lên xuống khổng lồ của giá cổ phiếu<sup>3</sup>. Vậy giữa các nhà kinh tế theo trường phái cổ điển và trường phái Keynes, ai mới đúng trong việc giải thích cách thị trường chứng khoán vận hành?

---

<sup>3</sup> Robert Shiller (1981) và Steven LeRoy cùng với Richard Porter (1981) đưa ra quan điểm này trong hai bài báo độc lập vào năm 1981.

Tôi tin rằng quan điểm của họ đều đúng và sẽ tồn tại một cách để kết hợp ý tưởng của cả hai nhóm các nhà kinh tế này với nhau. Trong khi trường phái cổ điển khẳng định quy luật thị trường là yếu tố điều khiển thị trường, thì trường phái của Keynes lại khẳng định niềm tin của các nhà đầu tư cũng quan trọng. Tuy vậy, khi nhận ra rằng niềm tin của các nhà đầu tư cũng là một quy luật độc lập tương tự như sở thích, trợ cấp và công nghệ; chúng ta có thể kết hợp ý tưởng của cả hai trường phái trên. Đây không phải là một mẹo về từ ngữ. Khi nhấn mạnh rằng niềm tin nên được xem là một quy luật khách quan, tôi cũng khẳng định rằng chúng ta nên giữ một kì vọng duy lí rằng những người tham gia vào thị trường không phải lúc nào cũng có thể bị đánh lừa.

Rõ ràng nếu sử dụng các định nghĩa truyền thống quy luật thị trường, chúng ta sẽ thấy lí thuyết kinh tế cổ điển chưa hề hoàn thiện. Bởi vì một trạng thái cân bằng cơ bản duy nhất dành cho thị trường lao động là không tồn tại, do đó giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán cũng sẽ không tồn tại một giá trị cơ bản độc nhất. Bằng cách coi niềm tin của nhà đầu tư như là một quy luật độc lập, chúng ta có thể tiếp tục duy trì lí thuyết về việc mọi thứ trong thị trường đều được xác định chỉ bởi các quy luật thị trường cơ bản, bao gồm cả giá trị của cổ phiếu. Niềm tin lúc đó sẽ trở thành một quy luật độc lập dẫn dắt sự vận hành của chu kì kinh tế.

## DAO ĐỘNG TÂM LÍ LÀ DUY LÍ

Làm thế nào chúng ta có thể hòa hợp được ý tưởng về việc niềm tin là một quy luật thị trường với ý tưởng cổ điển rằng con người hành động duy lý để hướng tới việc tối đa hóa lợi ích cho bản thân? Keynes sẽ trả lời rằng sẽ không có cách nào có thể dự đoán chính xác về tương lai. Không có cách đúng đắn nào để hình thành niềm tin về tương lai. Ông cũng không cố gắng tìm cách kết hợp ý tưởng này với quan điểm của trường phái kinh tế cổ điển. Mỗi quan tâm lớn nhất của ông khi đó là làm cách nào có thể tác động được tới các chính sách kinh tế hiện thời.

Trong công trình nghiên cứu chung với Jess Benhabib của Đại học New York và Jang-Ting Guo của Đại học California Riverside, được tóm tắt lại trong cuốn *Kinh tế vĩ mô và lời tiên tri tự đúng* được xuất bản vào năm 1993, chúng tôi đã chỉ ra rằng lý thuyết hiện đại về kì vọng duy lý hoàn toàn tương thích với ý tưởng niềm tin là yếu tố điều khiển sự vận hành của chu kì kinh tế<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Benhabib và Farmer (1994), Farmer và Guo (1994). Yếu tố chính được sử dụng để hiểu tại sao dao động tâm lí là duy lý đến từ một dự án nghiên cứu quan trọng được phát triển bởi trường Đại học Pennsylvania vào những năm 1980. Bài báo đầu tiên trong chủ đề này được viết bởi Karl Shell (1977). Một số nhà kinh tế học khác cũng nghiên cứu về chủ đề này tại Penn trong

Ý tưởng về việc niềm tin có thể hoạt động như một cú sốc kinh tế độc lập có thể được tìm thấy trong những công trình của các nhà kinh tế cổ điển như Pigou, nhưng lại không tồn tại trong mô hình chu kỳ kinh tế thực của Kydland và Prescott. Trong nghiên cứu chung của tôi, Benhabib và Guo, chúng tôi đã chỉ ra làm cách nào có thể công thức hóa yếu tố đã tồn tại trong kinh tế cổ điển và vốn bị bỏ qua trong các công trình của trường phái kì vọng duy lí này, sử dụng chính mô hình đã được dùng để tạo ra lí thuyết về chu kỳ kinh tế thực. Chúng tôi sử dụng lại công trình của Pigou, và thêm vào đó một yếu tố toán học có thể mô tả ý tưởng của ông tốt hơn. Yếu tố này không chỉ cho phép những cú sốc do sự thay đổi đột ngột về năng suất có thể tồn tại, giống như trong công trình của Kydland và Prescott, mà còn cho phép những cú sốc do sự thay đổi đột ngột của niềm tin của các nhà đầu tư cũng có thể tồn tại.

Trong cuốn sách mới xuất bản năm 2010 *Sự kì vọng, việc làm và giá cả*, tôi đã phát triển ý tưởng này đi xa hơn rất nhiều. Những nghiên cứu đó của tôi ảnh hưởng tới mô hình về chu kỳ kinh tế thực theo cách tương tự công trình về Lí thuyết tổng quan của Keynes ảnh hưởng lên lí thuyết cổ điển của Pigou ngày trước.

---

những năm 1980 bao gồm Costas Azariadis (1981), Favid Cass và Karl Shell (1983), Roger Farmer và Michael Woodford (1984).



Tại sao bạn nên quan tâm tới thị trường chứng khoán

Tôi đã sử dụng các công cụ hiện đại được phát triển bởi trường phái kì vọng duy lí để hiểu đầy đủ định nghĩa và quan điểm không chỉ của Pigou mà còn cả Keynes về yếu tố niềm tin nói trên. Tất cả các lí thuyết kì vọng duy lí hiện thời đều cho rằng giả định về tỉ lệ tự nhiên là chính xác. Riêng tôi thì cho rằng giả định này là sai. Từ lập luận đó, tôi đã có thể giải thích được tại sao tỉ lệ thất nghiệp trong dài hạn có thể tồn tại dai dẳng mãi mãi. Theo tôi, niềm tin là yếu tố chính đã chọn ra tỉ lệ thất nghiệp mà chúng ta được chứng kiến.

Công trình của tôi cũng cung cấp một cách lí giải hoàn toàn mới về việc tại sao hai cuộc Đại suy thoái và khủng hoảng tài chính năm 2008 lại xảy ra. Mô hình chu kì kinh tế thực, mô hình của những nhà kinh tế hậu Keynes và kể cả công trình nghiên cứu trước đó của tôi với Benhabib và Guo đều cho rằng nền kinh tế có thể tự điều chỉnh về mức cân bằng được, và tỉ lệ thất nghiệp sẽ bằng hoặc xấp xỉ tỉ lệ mà một nhà hoạch định xã hội toàn năng đặt ra. Tuy vậy không có lí thuyết nào kể trên có thể giải thích được những hệ lụy đau đớn mà người dân đã phải trải qua trong các sự kiện lịch sử đó.

Ngược lại, lí thuyết của tôi phát triển trong cuốn *Sự kì vọng, việc làm và giá cả* có thể giải thích được bằng cách nào tỉ lệ thất nghiệp có thể sẽ sai khác với tỉ lệ tối ưu trong một khoảng thời gian rất dài. Nó cũng có thể giải thích được tại sao các cuộc khủng hoảng luôn gây ra



những hệ lụy kinh tế to lớn. Lí thuyết của tôi được xây dựng dựa trên nền tảng của lí thuyết kinh tế cổ điển, và thay vì tìm cách thay thế nó, tôi chỉ tìm cách mô phỏng lại các ý tưởng thành công của lí thuyết cổ điển mà thôi. Lí thuyết kinh tế cổ điển lúc này trở thành một trường hợp đặc biệt khi niềm tin của người dân đủ lớn và từ đó có thể tạo ra trạng thái không còn nạn thất nghiệp.

## **KINH TẾ HỌC HÀNH VI HAY LỰA CHỌN DUY LÍ?**

Ý tưởng về việc sự dao động trong niềm tin thực tế là một điều duy lí chính là yếu tố khác biệt lớn nhất giữa công trình của tôi với các hướng tiếp cận khác của các nhà nghiên cứu theo chủ nghĩa hành vi. Họ luôn cho rằng tâm lí là yếu tố quyết định tác động tới hành vi của con người. Những ví dụ về ứng dụng của trường phái hành vi trong thời gian gần đây có thể kể tới các cuốn sách nổi tiếng như *Nudge* của Thaler và *Sunstein* và *Animal Spirits* của Akerlof và Shiller. Cả hai cuốn sách này đều được xuất bản trong năm 2009 và đều hướng tới kết luận rằng con người nói chung không hoàn toàn duy lí và đôi khi họ cần những sự trợ giúp nhỏ<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Để có thể so sánh chính xác cách tiếp cận của tôi so với Akerlof và Shiller, xem thêm tại tạp chí *Economic Record* (2009). Những phản biện của các nhà kinh tế học hành vi về ý tưởng con người

Không giống những nhà nghiên cứu theo chủ nghĩa hành vi, tôi tin rằng mọi cá nhân đều duy lý. Họ biết điều gì là tốt đẹp nhất dành cho họ. Họ cũng có thể đoán được nhiều điều về tương lai, và những dự đoán đó thường là đúng. Các nhà nghiên cứu theo chủ nghĩa hành vi thì cho rằng con người đôi khi chọn lựa những điều khác với điều sẽ khiến họ thực sự hạnh

---

duy lý không hề mới mẻ, và theo tôi, sẽ không mang lại thành tựu đột phá cho kinh tế học. Như David Levine (trang 1, 2009) đã chỉ ra trong bài giảng của ông về Max Weber:

Những phản biện về học thuyết con người kinh tế không phải là chủ đề mới. Vào năm 1898, Thorstein Veblen đã viết một cách rất mỉa mai về con người kinh tế: “là một chiếc máy vô cùng nhạy với sự khoái lạc và đau đớn, là những người có ham muốn hạnh phúc dao động y hệt nhau dưới ảnh hưởng của những đợt kích thích”. Mô tả này không có ảnh hưởng gì lớn đến ngành kinh tế học - cả trong thời điểm đó lẫn hiện nay. Thật vậy, trong suốt một thời kì dài giữa những năm 1960 và 1970, con người kinh tế phi lý trí là tư tưởng chủ đạo trong kinh tế học. Tuy nhiên, thực tế về việc lí thuyết kì vọng duy lý đã bị chỉ trích rất nhiều cho thấy rằng tư tưởng về con người kinh tế phi lý trí cũng không phải là một mô tả tốt hơn so với mô tả “một chiếc máy vô cùng nhạy với sự khoái lạc và đau đớn” nói trên. Theo nhiều cách khác, lí thuyết kì vọng duy lý được coi là một phản ứng với “các ngụ ý được diễn đạt trong các mô hình [của các năm 1960 và 1970] rằng mọi người có thể dễ dàng bị lừa gạt hết lần này đến lần khác”.

Levine còn đi xa hơn bằng việc chỉ ra rằng trong phần lớn các trường hợp, lí thuyết kinh tế truyền thống có thể giải thích được các bằng chứng thực nghiệm chống lại tư tưởng con người kinh tế tốt hơn rất nhiều so với những gì mọi người nghĩ.

phúc<sup>6</sup>. Đối với một người theo chủ nghĩa tự do truyền thống như tôi, quan điểm này thực sự đáng lo ngại. Suy nghĩ đó có thể dẫn đến việc tôi cho phép ai đó, với hiểu biết đầy đủ về sở thích thực sự của tôi, có thể hành động nhân danh cá nhân tôi. Đó có thể là chính phủ, cũng có thể là nhà thờ. Cả hai thể chế này trong quá khứ đã từng có những tuyên ngôn và hành xử đúng theo cách như vậy, và đều tạo ra những kết quả đáng tiếc.

Nguyên lí cơ bản về duy lí trong kinh tế rất thường xuyên bị hiểu nhầm. Nó không phải là thước đo dùng để đánh giá hành động nào là đúng hay là sai. Nó là một phép nói luôn đúng. Khi một nhà kinh tế nói rằng những con người kinh tế là duy lí, họ chỉ có ý nói rằng cá nhân đó sẽ theo đuổi những mục tiêu có thể phát huy tốt nhất những khả năng của họ. Khi Lucas mở rộng ý tưởng này để nói về lí thuyết kì vọng duy lí năm 1972, ông chỉ có ý nói rằng cá nhân ấy sẽ khó có khả năng liên tục bị đánh lừa. Lí thuyết kì vọng duy lí thực chất là sự công thức hóa cho ý tưởng rằng bạn không thể đánh lừa tất cả mọi người trong mọi thời điểm.

Keynes là người không ủng hộ trường phái kì vọng duy lí. Nhưng mục tiêu của tôi trong chương này

---

<sup>6</sup> Theo ngôn ngữ của Akerlof và Shiller (trang 26, 2009) thì “chủ nghĩa tư bản... không tự động sản xuất ra những gì con người cần; nó sản xuất ra những gì con người nghĩ rằng họ cần...”.

Tại sao bạn nên quan tâm tới thị trường chứng khoán

không nhằm mục đích nhắc lại những nhận định sai lầm của Keynes trong công trình Lí thuyết tổng quát của ông. Ngược lại, lí thuyết của tôi cũng được xây dựng dựa trên những ý tưởng cơ bản của Keynes. Trên thực tế, Keynes chưa từng gợi ý rằng lí thuyết của ông có thể phù hợp với lí thuyết kinh tế cổ điển thế nào. Những người theo trường phái của ông thì luôn khẳng định rằng tỉ lệ thất nghiệp luôn tồn tại do tiền lương và giá cả của các mặt hàng cần thời gian để có thể điều chỉnh theo thị trường. Thế nhưng tiền lương đã sụt giảm tới 30% trong khoảng thời gian từ năm 1929 đến 1932. Do đó, tỉ lệ thất nghiệp tồn tại không phải là do tiền lương không kịp điều chỉnh, mà là do việc kết nối giữa người lao động và nhà tuyển dụng là một quá trình tốn kém, trong khi không có cách nào để biết được chính xác chi phí thời gian cho quá trình đó.

Để không rơi vào tình trạng nợ nần thêm nữa, trước hết chúng ta cần hiểu tại sao các chính sách tài khóa lại thất bại khi áp dụng trong những năm 1970, trong khi chính các chính sách đó lại tỏ rõ hiệu quả trong thời kì Đại suy thoái. Sử dụng phương pháp của các nhà nghiên cứu theo chủ nghĩa hành vi sẽ không mang lại kết quả mà chúng ta đang tìm kiếm. Chúng ta cần một lí thuyết mới có thể kết hợp được ý tưởng của cả lí thuyết kinh tế cổ điển và lí thuyết kinh tế theo trường phái của Keynes.

Trong cuốn sách *Sự kì vọng, việc làm và giá cả*, tôi đã cung cấp một bức hình minh họa mô tả cơ chế vận hành để bảo vệ cho những lập luận của mình trong chương này và cả những chương khác nữa. Trong bức hình minh họa đó, tôi đã kết hợp cả lí thuyết kinh tế cổ điển và lí thuyết kinh tế của Keynes nhằm giải thích các hiện tượng đã diễn ra trong thời kì Đại suy thoái 1930, sự suy phát của thời kì những năm 1970 và cả cuộc khủng hoảng tài chính diễn ra năm 2008 theo một cách thống nhất. Bằng cách nhìn nhận các sự kiện đó dưới một góc nhìn mới, tôi đã đưa ra một gợi ý có thể giúp ngăn ngừa các cuộc khủng hoảng trong tương lai đồng thời giúp chúng ta thoát khỏi tình trạng sụt giảm của nền kinh tế hiện nay.

## **VAI TRÒ CỦA SỰ THỊNH VƯỢNG**

Cuộc Đại suy thoái đã xảy ra bởi vì các doanh nghiệp đã không thể bán ra đủ số lượng hàng hóa cần thiết để duy trì tình trạng ai cũng có công ăn việc làm. Vào thời điểm đó, những người lao động thất nghiệp không còn khả năng chi trả cho những hàng hóa cần thiết cho cuộc sống của họ và việc đó đã hình thành nên một vòng lặp luẩn quẩn kéo dài trong suốt một thập kỉ. Keynes thì cho rằng tổng cầu phụ thuộc chủ yếu vào mức độ thu nhập của mọi người, nhưng những nghiên



Tại sao bạn nên quan tâm tới thị trường chứng khoán

cứu về nhu cầu tiêu dùng được thực hiện trong những năm 1950 đã cho thấy giả định này của Keynes là không chính xác. Trên thực tế, mọi người chi tiêu nhiều hay ít cho các sản phẩm, dịch vụ lại phụ thuộc vào mức độ giàu có của họ. Friedman vào năm 1957 đã chỉ ra rằng sự biến động nhất thời của mức thu nhập không ảnh hưởng nhiều đến mức độ chi tiêu cho tiêu dùng. Điều quyết định thực tế là một khái niệm được ông gọi dưới cái tên “thu nhập vĩnh viễn”, yếu tố được cho là liên quan mật thiết tới sự giàu có, thịnh vượng. Theo đó, số lượng tài sản mà các hộ dân đang sở hữu là yếu tố quyết định tới tổng cầu, và kéo theo đó là tỉ lệ thất nghiệp<sup>7</sup>. Sự thực này mang lại một hệ quả quan trọng quyết định tính hiệu quả của các gói kích cầu kinh tế.

Vào năm 2008, khủng hoảng kinh tế khi đó ảnh hưởng đến tất cả mọi người. Thu nhập của những đồng nghiệp của tôi tại Đại học California đã bị cắt bớt khoảng 4-10%, tùy thuộc vào mức thu nhập trước đó của họ, để có thể trợ giúp một phần cho khoản thâm hụt ngân sách lên tới 26 tỉ đô la là của chính quyền

---

<sup>7</sup> Có thể xem thêm, ví dụ như cuốn sách của Friedman (1957) *Lý thuyết về Chức năng tiêu dùng*. Trong cuốn sách này, ông đã lần đầu đưa ra ý tưởng về thu nhập dài hạn. Những nhà kinh tế học nổi bật nhất cũng nghiên cứu về chủ đề này bao gồm James Duesenberry, Albert Ando và Franco Modigliani.



bang California. Nếu cuộc khủng hoảng này diễn ra vào năm 2004, mọi người đã có thể vay mượn tiền từ việc thế chấp bất động sản để trang trải cho tiền học phí, tiền sửa chữa các phương tiện giao thông mới, hoặc cho các chuyến du lịch tại châu Âu. Tuy nhiên vào năm 2008, bất động sản nhiều vùng trong khu vực đã mất đi tới hơn 40% giá trị, quỹ lương hưu cũng trở nên cạn kiệt, khiến cho ngay cả những gia đình giàu có cũng phải chi tiêu tiết kiệm.

Vào những năm 1930, rất nhiều gia đình thời đó sở hữu những khối tài sản lớn nằm dưới dạng các khoản tiết kiệm trong ngân hàng, nhưng các tài sản đó cũng nhanh chóng bốc hơi khi các ngân hàng liên tiếp sụp đổ. Ngày nay, các khoản tiết kiệm tại ngân hàng đã được đảm bảo bởi chính quyền liên bang, nhưng người dân hiện tại lại đang sở hữu ngày càng nhiều những tài sản có tính rủi ro cao như các khoản thế chấp dùng tiền trong tài khoản hưu trí hay cổ phiếu chứng khoán. Chúng ta đều biết mức độ giàu có vai trò quyết định tới mức độ chi tiêu. Và khi sự giàu có giảm xuống và giữ nguyên ở mức thấp trong một khoảng thời gian đủ dài, các hộ gia đình sẽ bắt đầu cắt giảm chi tiêu dẫn tới nhu cầu tiêu thụ hàng hóa cũng giảm theo.

## **CÁC NHÀ KINH TẾ THEO TRƯỜNG PHÁI KEYNES ĐÃ SAI Ở ĐÂU**

Các nhà kinh tế theo trường phái Keynes thường hay nhấn mạnh tới mức độ thu nhập như là yếu tố quyết định ảnh hưởng tới nhu cầu tiêu dùng. Thế nhưng chúng không phải là yếu tố quan trọng nhất. Rất nhiều người đã nhận ra rằng sự dao động về mức thu nhập chỉ mang tính nhất thời mà thôi. Hãy thử tưởng tượng về trường hợp một hộ gia đình, với mức thu nhập liên tục bị giảm trong 6 tháng liền do người có nguồn thu chính đang trong giai đoạn tìm việc làm mới. Họ sẽ có xu hướng vay mượn liên tục từ việc thế chấp các tài sản đang có để duy trì mức độ chi tiêu như cũ trong khoảng thời gian này. Nhưng nếu một thành viên trong gia đình không kiếm được việc làm trong vài năm liền, các tài sản họ sở hữu trước đó sẽ nhanh chóng biến mất.

Chính việc giảm sút dần dần của tổng lượng của cải như trên là yếu tố chính dẫn tới tỉ lệ thất nghiệp ở mức cao trong một khoảng thời gian dài trong suốt thời kì Đại suy thoái, và cũng chính sự giảm sút đó suýt chút nữa đã biến sự kiện năm 2008 trở thành một cuộc khủng hoảng hết sức trầm trọng. Và bởi vì các nhà kinh tế theo trường phái của Keynes luôn nhấn mạnh mức thu nhập là yếu tố quyết định ảnh hưởng tới nhu cầu tiêu dùng, họ cho rằng việc áp dụng các

chính sách tài khóa là phương thuốc hữu hiệu nhất để giảm thiểu tối đa vấn nạn thất nghiệp. Tôi tin rằng điều đó là không chính xác và cái giá của việc sai lầm này là hết sức đắt đỏ, do việc áp dụng các chính sách như vậy sẽ khiến các chính phủ tạo ra các khoản nợ khổng lồ và con cháu chúng ta chính là người sẽ phải trả nợ.

## **CÁC NHÀ KINH TẾ THEO TRƯỜNG PHÁI CỔ ĐIỂN ĐÃ SAI Ở ĐÂU**

Tương tự, các nhà kinh tế theo trường phái cổ điển cho rằng nền kinh tế hiện nay được dẫn dắt bởi các quy luật thị trường cơ bản: thị hiếu của người dân, các công nghệ hiện đang được sử dụng và các khoản trợ cấp. Cũng theo họ, bởi vì chính phủ có thể thông qua các quy định để can thiệp vào nền kinh tế, ảnh hưởng đến cách hoạt động của các doanh nghiệp, thay đổi mức thuế hay chỉnh sửa các quy định cũ cho nên chính phủ cũng có thể tác động đến các quy luật thị trường và từ đó ảnh hưởng tới số lượng công ăn việc làm. Tuy nhiên kinh tế cổ điển không thể giải thích được các cuộc khủng hoảng tài chính hay suy thoái kinh tế như chúng ta đã chứng kiến trong những năm 1930.

Mặc dù đã trải qua tổng cộng 10 cuộc suy thoái, nền kinh tế Hoa Kỳ nói chung đã vận hành ổn định

Tại sao bạn nên quan tâm tới thị trường chứng khoán

trong suốt 60 năm kể từ sau Thế chiến II. Những cuộc suy thoái kinh tế nói trên thường chỉ kéo dài trong khoảng 1 năm và không có cuộc suy thoái nào nghiêm trọng như Đại suy thoái năm 1930. Nền kinh tế thời kì hậu chiến được đánh giá là ít biến động hơn tới 4 lần so với thời kì trước Thế chiến II. Các nhà kinh tế đã bắt đầu nghĩ rằng cuộc Đại suy thoái những năm 1930 là một trường hợp đặc biệt và sẽ không bao giờ xảy ra lần nữa. Tuy vậy, vào tháng 12 năm 2007, nền kinh tế Hoa Kỳ đã bắt đầu bước vào một thời kì suy thoái mới để lại những hậu quả nghiêm trọng không kém với thời kì Đại suy thoái. Đến mùa thu năm 2008, cuộc khủng hoảng này đã gây ảnh hưởng trên toàn cầu.

Rất nhiều nhà kinh tế theo trường phái cổ điển cho đến thời điểm này vẫn nhìn nhận nền kinh tế là một thực thể khỏe mạnh có khả năng tự điều chỉnh, và vấn đề hiện nay đều là lỗi do chính phủ gây ra. Khi Chủ tịch FED Ben Bernanke và người đứng đầu Kho bạc nhà nước Henry Paulson kêu gọi chính phủ tung ra gói cứu trợ trị giá 800 tỉ đô la nhằm hỗ trợ các tổ chức tài chính, rất nhiều nhà kinh tế đã gọi đây là biện pháp vô lí và cho rằng cuộc khủng hoảng xảy ra là lỗi của chính phủ. Trong một cuộc nói chuyện riêng, một đồng nghiệp của tôi còn khẳng định rằng “Nếu Bernanke và Paulson để yên cho các ngân hàng yếu kém tự sụp đổ, hệ thống sẽ nhanh chóng trở lại trạng thái cân bằng và

nạn thất nghiệp sẽ không còn tồn tại nữa. Thay vào đó hành động của Bernanke chẳng khác nào ném một mối lửa vào đám đông trong rạp hát, và chẳng khó khăn gì để dự đoán được phản ứng của mọi người". Quan điểm này được nhiều nhà kinh tế nhắc lại liên tục trong vài ngày liền và nhận được ủng hộ từ một bộ phận không nhỏ các nhà nghiên cứu, trong đó có cả một vài nhà nghiên cứu từng đoạt giải Nobel.

Tôi tin rằng quan điểm của các nhà kinh tế cổ điển là không chính xác ở hai lí do. Thứ nhất, các nhà kinh tế theo trường phái cổ điển hiện đại đã bỏ qua yếu tố lòng tin của người dân và không cho rằng yếu tố này có thể dẫn dắt sự vận hành của chu kì kinh tế. Thứ hai, các nhà kinh tế theo trường phái cổ điển vẫn cho rằng nền kinh tế như một thực thể có khả năng tự sửa lỗi và thị trường có thể tự điều chỉnh về mức ai cũng có công ăn việc làm. Họ đã sai lầm trong cả hai phương diện này.

## **ĐỪNG CHẠY TÁN LOẠN!**

Mặc dù các hành động gỡ bỏ các quy định trong lĩnh vực dịch vụ tài chính của chính phủ chắc chắn đã góp phần tạo ra cuộc khủng hoảng tài chính hiện nay, nhưng sẽ là cực đoan khi cho rằng chính phủ là nguồn cơn của mọi vấn đề. Quan điểm này là hệ quả không tránh khỏi được suy ra từ một số phiên bản của lí



Tại sao bạn nên quan tâm tới thị trường chứng khoán

thuyết kinh tế cổ điển. Những người bảo vệ nhiệt thành cho quan điểm này cần phải được ghi nhận, ít nhất là cho tính kiên định của họ. Tuy nhiên rất nhiều đặc điểm của cuộc khủng hoảng năm 2008 đã được chỉ ra là khác xa so với thời kì Đại suy thoái lần trước. Thị trường chứng khoán thế giới đã giảm tới 20% giá trị trong tuần đầu tiên của tháng 10 năm 2008, còn thị trường chứng khoán Hoa Kỳ đã giảm hơn 40% so với đỉnh gần nhất trước đó. Theo cách lí giải của các nhà kinh tế cổ điển, những nhà đầu tư tham gia trên thị trường khi đó một cách duy lí hẳn đã thấy trước một sự sụt giảm lợi nhuận của các doanh nghiệp trên sàn trong tương lai. Và bởi vì lợi nhuận trong tương lai được xác định bởi các quy luật khách quan của thị trường, do đó hẳn mọi người đều đã thấy một sự kiện có khả năng gây ảnh hưởng nghiêm trọng tới các quy luật thị trường đã gần kề.

Riêng tôi thì cho rằng các dự đoán về một sự sụp đổ quy mô lớn của nền kinh tế luôn có khả năng trở thành sự thật. Tuy nhiên những biến động trên thị trường chứng khoán khó có thể được xem là những tín hiệu cho những sự kiện không thể tránh khỏi được kích hoạt bởi sự thay đổi của các quy luật thị trường. Trong cuộc chạy đua cho chiếc ghế Tổng thống năm 2008, John McCain đã bị Barack Obama chỉ trích vì phát biểu rằng “các quy luật cơ bản của thị trường hiện



nay đang rất ổn định". Sử dụng định nghĩa của kinh tế học cổ điển, quan điểm của McCain là chính xác ở khía cạnh số lượng các xí nghiệp và máy móc mà nền kinh tế năm 2009 đang sở hữu là tương đương so với năm 2008. Tuy nhiên ngay trong mùa thu năm 2008, nền kinh tế đã bắt đầu đảo thái nhân công lao động với một tốc độ đáng báo động. Các nhà đầu tư trên sàn đã nắm được thông tin gì về sự thay đổi của các quy luật thị trường để chiêm ngời cho hiện tượng này?

Kinh tế học cổ điển luôn cho rằng các quy luật thị trường sẽ quyết định tới số lượng công ăn việc làm, số lượng công ăn việc làm sẽ quyết định tới lợi nhuận, và lợi nhuận sẽ quyết định tới giá cổ phiếu. Trong thực tế, niềm tin sẽ quyết định tới sự giàu có, sự giàu có sẽ quyết định tới mức tiêu dùng và mức tiêu dùng sẽ quyết định tới số lượng công ăn việc làm. Điều duy nhất giữ cho nền kinh tế đi đúng hướng chính là sự cộng hưởng niềm tin của hàng triệu nhà đầu tư khi họ cho rằng nền kinh tế đang ổn định. Nhưng những quan sát trong thực tế đã cho thấy các nhà đầu tư đôi lúc cũng giống như những đàn trâu đang gặm cỏ trên một sườn núi gần miệng vực. Chỉ cần xảy ra một nguy cơ nhỏ, một số con trâu bắt đầu hoảng sợ và chạy tán loạn, và việc này có thể tạo nên một sự hỗn loạn trong cả đàn trâu khiến nguy cơ ban đầu trở thành hiện thực. Sẽ rất khó để có thể ngăn chặn được vòng lặp này.

## CHƯƠNG 9

# Một cuộc đại suy thoái liệu có xảy ra lần nữa?

*Những người tạo ra những loại trái cây mới không thể đồng thời tạo ra một hệ thống nơi họ có thể thoái mái tận hưởng thành quả lao động của mình. Và những thất bại đang treo lơ lửng trên đầu Nhà nước giống như những nỗi buồn vô hạn... Trong con mắt của mọi người, đó chỉ là những sự thất bại, nhưng trong con mắt của những người đói khổ, một sự giận dữ đang trào dâng. Sự giận dữ, như những chùm nho đang lớn dần lên trong tâm hồn của mỗi con người, lớn dần để chờ đến mùa thu hoạch.*

**John Steinbeck**

(“Chùm nho giận dữ”, 1939, chương 25)

Chúng ta thường nhắc tới Đại suy thoái như là một sự kiện độc nhất, nhưng trong thực tế những cuộc đại suy

thoái như vậy đã diễn ra tại châu Âu và Hoa Kỳ trong suốt thế kỉ 19, và gần đây một cuộc đại suy thoái tương tự đã diễn ra trên quy mô toàn cầu. Timothy Kehoe và Edward Prescott, hai nhà kinh tế nghiên cứu hiện tượng này, coi đại suy thoái là một thời kì mà hoạt động kinh tế giảm sút nghiêm trọng và tối thiểu có một năm mà sản lượng kinh tế giảm đến mức 20% so với thời kì trước đó<sup>1</sup>. Theo cách định nghĩa này, Argentina, Brazil, Chile và Mexico đều đã trải qua nhiều cuộc đại suy thoái kể từ năm 1980 đến nay. Vậy xác suất để một cuộc đại suy thoái có thể xảy ra ở Hoa Kỳ trong tương lai là bao nhiêu?

## HAI NGÀY THỨ HAI ĐEN TỐI

Thứ Hai, ngày 28 tháng 10 năm 1929, Hoa Kỳ bắt đầu bước vào một cuộc đại suy thoái tồi tệ, khi thị trường chứng khoán sụt giảm 13% tổng giá trị, mức sụt giảm trong một ngày đứng thứ hai trong lịch sử. Lần sụt giảm mạnh nhất diễn ra 58 năm sau đó, cũng vào một ngày thứ Hai, và cũng trong tháng 10. Cả hai đều được báo chí mô tả là Ngày thứ Hai đen tối.

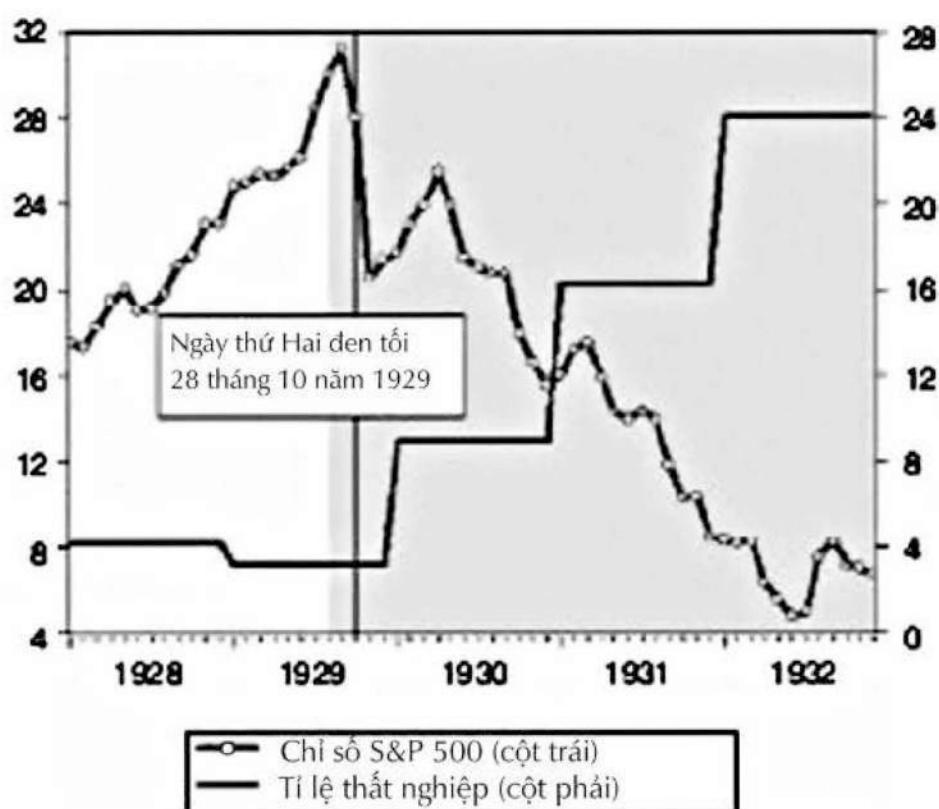
---

<sup>1</sup> Kehoe và Prescott (2007). Tim Kehoe là giáo sư kinh tế học tại trường Đại học Minnesota và là nhân vật nổi bật trong việc làm sống lại lí thuyết cân bằng tổng quát.

Một cuộc đại suy thoái liệu có xảy ra lần nữa?

Để có thể hiểu được tại sao nhiều nhà kinh tế lại lo ngại sự sụp đổ của thị trường chứng khoán tại Phố Wall sẽ tạo ra nhiều hệ lụy xấu cho Phố lớn đến vậy, hãy nhìn vào biểu đồ 9.1 dưới đây. Biểu đồ này cho ta thấy chỉ số S&P 500 và tỉ lệ thất nghiệp trong những năm đầu của thời Đại suy thoái. Chỉ số S&P 500 được biểu diễn qua một đường có các chấm tròn và dữ liệu được thể hiện ở cột bên trái. Tương tự, tỉ lệ thất nghiệp được biểu diễn dưới dạng một đường liền nét và dữ liệu được thể hiện ở cột bên phải. Thời đó, người ta chưa ghi nhận tỉ lệ thất nghiệp theo chu kì hàng tháng mà theo chu kì hàng năm. Điều này khiến đường biểu diễn tỉ lệ thất nghiệp có hình dạng bậc thang. Theo đó, tỉ lệ thất nghiệp đã tăng với tốc độ chóng mặt sau sự kiện thứ Hai đen tối năm 1929, từ 8% trong năm 1929 lên mức 24% trong năm 1932.

## Cách nền kinh tế vận hành

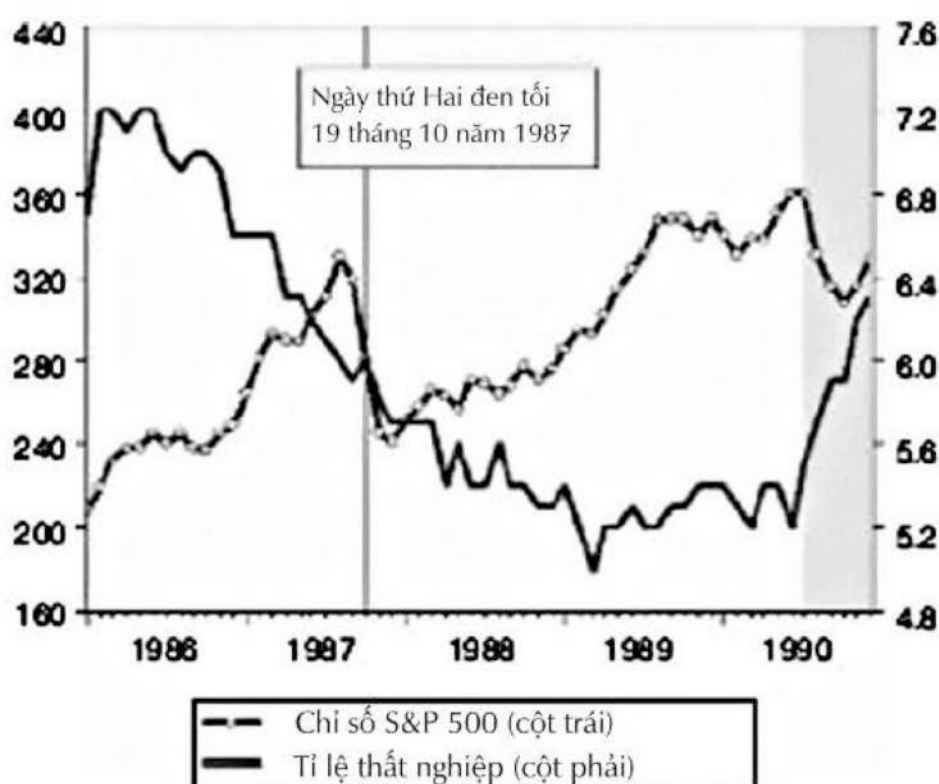


Hình 9.1. Biểu đồ mô tả thị trường tại Phố lớn và Phố Wall vào năm 1929. Vùng màu xám thể hiện thời kỳ xảy ra khủng hoảng theo định nghĩa của tổ chức NBER.

Sự sụt giảm khủng khiếp trong một ngày của thị trường chứng khoán năm 1929 khi ấy đã dẫn tới sự xuất hiện của một cuộc đại suy thoái. Tuy vậy, không phải lần nào sự sụt giảm mạnh mẽ của thị trường chứng khoán cũng đi kèm với một cuộc đại suy thoái như vậy. Vào thứ Hai, ngày 19 tháng 10 năm 1987, thị trường chứng khoán Hoa Kỳ chứng kiến một sự sụt giảm còn lớn hơn, khi chỉ số S&P 500 giảm tới 21% trong một ngày, từ mức 283 xuống 225. Tuy vậy sự sụt giảm lần này lại không ảnh hưởng nhiều đến tỉ lệ thất

Một cuộc đại suy thoái liệu có xảy ra lần nữa?

ngiệp. Tại sao sự kiện xảy ra vào năm 1987 lại khác so với năm 1929 như vậy?



Hình 9.2. Biểu đồ mô tả thị trường tại Phố lớn và Phố Wall vào năm 1987. Vùng màu xám thể hiện thời kỳ xảy ra khủng hoảng theo định nghĩa của tổ chức NBER.

Chúng ta có thể xem hình 9.2 để biết cụ thể hơn về chỉ số S&P 500 và tỉ lệ thất nghiệp trong khoảng thời gian từ 1986 đến 1990. Chỉ số S&P 500 được biểu diễn qua một đường có các chấm tròn và dữ liệu được thể hiện ở cột bên trái. Tương tự, tỉ lệ thất nghiệp được biểu diễn dưới dạng một đường liền nét và dữ liệu



được thể hiện ở cột bên phải. Biểu đồ cho thấy mặc dù thị trường mất tới 21% giá trị chỉ trong một ngày nhưng xu hướng giảm này không kéo dài lâu. Nó chỉ làm biến mất sự tăng trưởng mà thị trường đã tạo dựng được trong nhiều năm trước đó. Những gì diễn ra vào năm 1929 lại trái ngược với điều này. Chỉ số S&P khi đó mất tới một phần ba giá trị chỉ trong một tháng và tiếp tục giảm xuống chỉ còn 12% giá trị so với đỉnh mà nó đạt được trước khi sự sụt giảm xảy ra. Mức đáy này có giá trị tuyệt đối thấp chưa từng có kể từ năm 1898.

## THẦY PHÙ THỦY GREENSPAN

Thực tế, việc thị trường hồi phục tương đối nhanh vào năm 1987 là nhờ một phần vào các hành động kịp thời của FED. Chủ tịch FED khi đó, Alan Greenspan, nhận thức đầy đủ được mức độ nghiêm trọng của cuộc Đại suy thoái những năm 1930. Để đối phó với sự sụt giảm nghiêm trọng của thị trường, ông cho công bố rộng rãi chính sách về việc FED sẵn sàng đáp ứng mọi khoản vay tiền mặt của các ngân hàng đồng thời cũng mở một kênh tiếp cận mới dành cho các nhà môi giới chứng khoán và ngân hàng đầu tư đang bị thiệt hại. Khi đó, trên giấy tờ, các nhà đầu tư Hoa Kỳ đã mất tới 500 tỉ đô la chỉ trong một ngày và hầu hết các tổ chức

## Một cuộc đại suy thoái liệu có xảy ra lần nữa?

tài chính tại Hoa Kỳ đều rơi vào tình trạng không có khả năng thanh khoản vì nắm trong tay số lượng nợ lớn hơn số lượng tài sản nhiều lần. Các ngân hàng đầu tư cùng với các nhà đầu tư chứng khoán khi ấy đang rất cần một sự viện trợ tiền mặt quy mô từ chính phủ để có thể dẫn các khoản nợ ngắn hạn và tiếp tục hoạt động. FED nhanh chóng nhận ra mong muốn này và thông báo họ sẽ làm mọi thứ để đảm bảo tính thanh khoản của thị trường.

Sự viện trợ tài chính từ FED đã thành công. Tài sản bắt đầu hồi phục giá trị, và cuộc đại suy thoái lần hai đã không xảy ra. Tới tháng 7 năm 1989, chỉ số S&P 500 đã hồi phục lại mức đỉnh của năm 1987. Đồng thời với đà lên của thị trường, tài sản của các ngân hàng đầu tư và tổ chức môi giới chứng khoán hồi phục theo và họ đã có thể hoàn trả các khoản vay trước đó. Thực tế cũng có thể đã đi theo một kịch bản khác. Nếu các ngân hàng thương mại từ chối cho các tổ chức môi giới chứng khoán vay và nếu các ngân hàng đầu tư lớn nhất như Goldman Sachs, Morgan Stanley hoặc Merrill Lynch tuyên bố phá sản, sự sụt giảm ban đầu của thị trường sẽ hình thành nên một vòng lặp giảm điểm ổn định và khủng hoảng sẽ xuất hiện. Vào thời điểm đó, và cả bây giờ nữa, mọi thứ phụ thuộc rất lớn vào niềm tin của nhà đầu tư.

## **SỰ SỤP ĐỔ NĂM 2008**

Trường hợp tương tự đã xảy ra vào tháng 10 năm 2008, khi chỉ số S&P mất hơn 40% tổng giá trị của mình. Khi đó rất nhiều nhà bình luận đã bắt đầu so sánh tình trạng hiện thời với cuộc Đại suy thoái năm 1929. Nhưng những kinh nghiệm có được từ sự sụp đổ của thị trường năm 1987 đã cho thấy giá cổ phiếu sụt giảm một cách mạnh mẽ không luôn luôn đi kèm với khủng hoảng kinh tế xảy ra. Vậy năm 2008, kịch bản sẽ gần giống với năm 1930 hơn hay gần giống với năm 1987 hơn? Thực tế, sự sụp đổ năm 2008 mang trong nó những tính chất của cả hai sự sụp đổ trước đó. Giống như những năm 1930, giá trị của cổ phiếu cũng như bất động sản giảm xuống và tỉ lệ thất nghiệp tăng cao. Tuy vậy, khác với những năm 1930, FED rất quyết liệt trong việc viện trợ tài chính cho các tổ chức tài chính lớn.

Hãy cùng xem xét về vấn đề giá trị cổ phiếu và tỉ lệ thất nghiệp trước. Hình 9.3 thể hiện hai yếu tố này trong khoảng thời gian từ tháng 8 năm 1998 đến tháng 8 năm 2008. Các vùng xám thể hiện thời điểm diễn ra hai sự sụp đổ của thị trường gần nhất. Lần một diễn ra vào tháng 3 năm 2001 và kết thúc vào tháng 11 cùng năm. Lần sau bắt đầu từ tháng 12 năm 2007.

Có thể nhận thấy rõ ràng rằng giá trị của thị trường chứng khoán giảm một cách mãnh liệt tính từ đỉnh tháng 2 năm 2007; và cho đến tháng 1 năm 2008

Một cuộc đại suy thoái liệu có xảy ra lần nữa?

gần như không có dấu hiệu gì là thị trường sẽ có thể hồi phục. Thực tế về sự xuất hiện của một cuộc khủng hoảng xảy ra vào tháng 12 năm 2007 cho thấy sự sụp đổ của thị trường chứng khoán đã bước đầu có ảnh hưởng tới nền kinh tế. Chỉ riêng điều này thôi đã cho thấy tình trạng năm 2007 gần với tình trạng của những năm 1930 hơn là thời điểm của năm 1987. Đây là dữ kiện đáng lo ngại đầu tiên về sự sụp đổ năm 2007.

## **NHÀ ĐẤT VÀ CỔ PHIẾU: HAI ĐỈNH SINH ĐÔI**

Dữ kiện đáng lo ngại thứ hai là giá bất động sản giảm xuống gần như đồng thời với sự giảm sút của thị trường chứng khoán. Điều này khiến cho sự sụp đổ năm 2007 khác với sự sụp đổ năm 2001 trước đó. Và theo dữ liệu về giá bất động sản được Robert Shiller thu thập, giá danh nghĩa của bất động sản năm 2008 sụt giảm cao hơn rất nhiều so với mức 10,5% của năm 1932, vốn là mức giảm tệ nhất của bất động sản trong thời kỳ Đại suy thoái<sup>2</sup>.

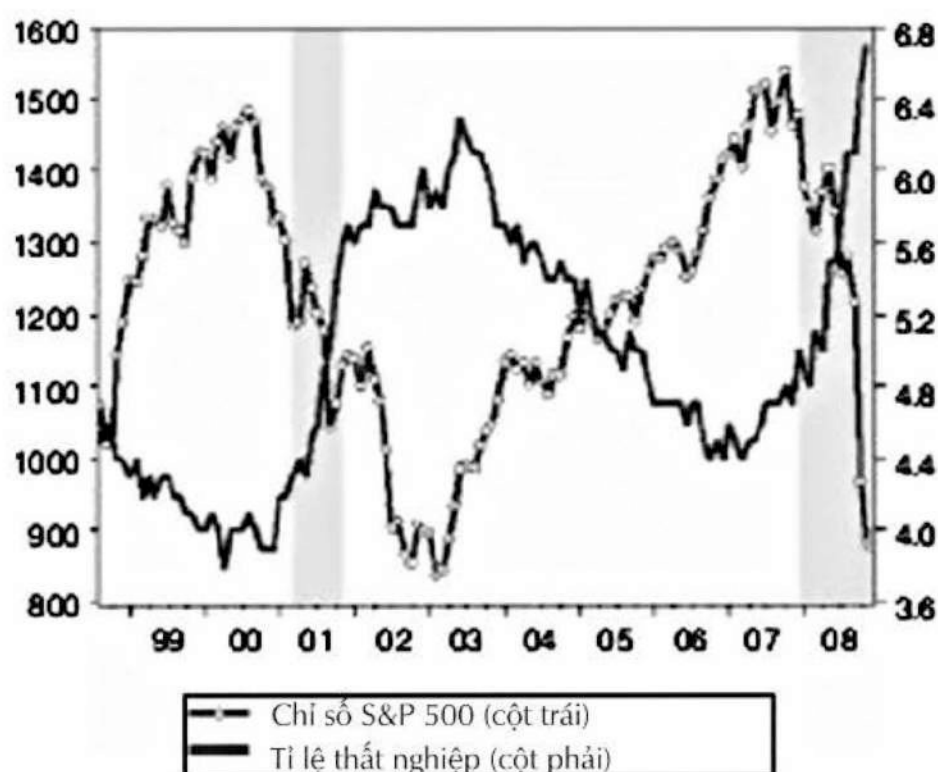
Hình 9.3 cũng cho chúng ta biết thêm cả về cuộc sụp đổ diễn ra từ tháng 3 tới tháng 11 năm 2001. Sự sụp đổ này xuất hiện rất ngắn sau sự kiện giá cổ phiếu

---

<sup>2</sup> Dữ liệu về giá bất động sản của Shiller từ năm 1980 có thể xem tại <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

## Cách nền kinh tế vận hành

tăng cao một cách kỉ lục năm 1999 vốn được biết đến dưới cái tên “bong bóng dot com”. Bong bóng này được tạo nên do sự xuất hiện của rất nhiều công ti, chủ yếu là hoạt động trong lĩnh vực công nghệ thông tin, vốn có rất ít hoặc không có chút doanh thu nào vào thời điểm đó nhưng lại được kì vọng sẽ kiếm được rất nhiều tiền trong tương lai. Vào năm 1999, bong bóng dot com vỡ và giá trị của cổ phiếu trên thị trường bắt đầu lao dốc.



Hình 9.3. Biểu đồ mô tả thị trường tại Phố lớn và Phố Wall trong thời kỳ từ 1998 đến 2008. Vùng màu xám thể hiện thời kì xảy ra khủng hoảng theo định nghĩa của tổ chức NBER.

Một cuộc đại suy thoái liệu có xảy ra lần nữa?

Mặc dù vậy, sự sụp đổ của thị trường chứng khoán năm 2000 có nhiều điểm khác biệt so với sự sụp đổ năm 2008, khi mà vào năm 2000 các nhà đầu tư đã chuyển hướng từ thị trường chứng khoán sang thị trường nhà đất. Vào thời đó, lúc thị trường chứng khoán đang giảm điểm nhanh chóng cũng là lúc thị trường nhà đất đang đi lên. Do đó, mặc dù các hộ gia đình tại Hoa Kỳ mất nhiều tiền trên thị trường chứng khoán, họ cũng kiếm được nhiều từ nhà đất. Có thể cho rằng chính sự đi lên của thị trường nhà đất đã giúp giữ vững mức độ tiêu dùng của người dân.

Vấn đề này được mô tả một cách sinh động qua hình 9.4. Hình này thể hiện chỉ số S&P 500 và giá nhà đất được thể hiện thông qua chỉ số Case-Shiller trong thời kì từ tháng 8 năm 1998 đến tháng 12 năm 2008. Chỉ số S&P 500 được biểu diễn qua một đường có các chấm tròn và dữ liệu được thể hiện ở cột bên trái. Tương tự, chỉ số Case-Shiller được biểu diễn dưới dạng một đường liền nét và dữ liệu được thể hiện ở cột bên phải. Khi thị trường chứng khoán bắt đầu sụt giảm mạnh vào năm 2000, giá trị của thị trường bất động sản cũng rơi tự do theo.

## **BÀI BỎ LUẬT VÀ QUY TẮC KẾ TOÁN**

Trên các phương tiện truyền thông đại chúng, có thể dễ dàng nhận thấy những lời tuyên bố rằng khủng



hoảng tài chính năm 2008 là do việc gỡ bỏ các quy định về tài chính của chính phủ trong suốt những năm 1990. Thêm vào đó, nhiều người cũng tin rằng việc thông qua các quy tắc kế toán ví dụ như “quy tắc định giá theo giá thị trường” nhằm giải quyết vấn nạn về tiền tiết kiệm và các khoản nợ trong những năm 1990 cũng là một phần nguyên nhân. Hãy cùng xem xét về các nhận định trên.

Trước khi Đạo luật Ngân hàng được thông qua vào năm 1933, các ngân hàng thương mại tại Hoa Kỳ hoạt động bằng cách mượn tiền từ các hộ dân thông qua hình thức kí gửi và đem số tiền đó cho những người đang cần tiền để sửa sang nhà cửa, mua sắm đồ dùng như ô tô, tủ lạnh hay các doanh nghiệp và kinh doanh nhỏ cần vốn làm ăn vay. Các khoản vay này không có tính thanh khoản, và mặc dù hầu hết các khoản vay này sẽ được trả lại nhưng các ngân hàng không thể yêu cầu người vay trả lại chúng ngay lập tức.

Bởi vì các ngân hàng đều có rất nhiều khoản vay không có tính thanh khoản, họ sẽ không có đủ tiền mặt cần thiết để đảm bảo cho các khoản tiền gửi của người dân. Nếu tất cả những người gửi tiền muốn rút khoản tiền họ đã kí gửi cùng một lúc, ngân hàng sẽ không thể có đủ tiền mặt để trả cho họ. Chính thực tế này đã dẫn đến việc ngân hàng thường là tâm điểm của mọi sự lo ngại nếu có vấn đề nào đó xảy ra. Nếu

Một cuộc đại suy thoát liệu có xảy ra lần nữa?

tồn tại một tin đồn về việc một ngân hàng vừa thực hiện một vụ đầu tư mạo hiểm và không thể thu hồi được vốn, rất có thể mọi người gửi tiền tại đó sẽ đến rút tiền cùng một lúc. Để ngăn chặn việc này, quốc hội đã thông qua Đạo luật Ngân hàng năm 1933, dưới sự tham mưu tích cực nhất đến từ Thượng nghị sĩ Carter Glass và Nghị sĩ Henry B. Steagall.

## **SỰ KẾT THÚC CỦA ĐẠO LUẬT GLASS-STEAGALL**

Đạo luật Glass-Steagall đã cho phép Tập đoàn bảo hiểm tiền gửi liên bang được thành lập. Tổ chức này có nhiệm vụ đảm bảo cho các khoản tiền gửi ở mức tối đa là 100 nghìn đô la (gần đây đã được nâng lên mức 250 nghìn đô la). Đạo luật trên cũng tìm cách hạn chế mức độ rủi ro của các khoản vay mà các ngân hàng có thể thực hiện, nhất là khi các ngân hàng này nhận tiền gửi trực tiếp từ người dân. Điều đó vô hình trung đã tạo ra một bức tường ngăn cách các ngân hàng thương mại và ngân hàng đầu tư. Cụ thể, trước khi Đạo luật Glass-Steagall được thông qua, khi đó không tồn tại bất kì quy định nào về việc các ngân hàng có thể cho vay các khoản vay nào, dù các khoản vay đó có mức độ rủi ro lớn thế nào chăng nữa. Tuy nhiên sau khi đạo luật được thông qua, các ngân hàng được phân chia ra làm hai loại: ngân hàng thương mại và ngân hàng đầu tư.

Các ngân hàng thương mại chỉ được phép đầu tư vào các tài sản an toàn ví dụ như trái phiếu chính phủ và mọi khoản tiền gửi tại các ngân hàng này sẽ được đảm bảo bởi chính quyền liên bang. Trong khi đó các ngân hàng đầu tư có thể cho vay các khoản vay rủi ro hơn, nhưng chủ sở hữu các tài sản nợ đó không được đảm bảo nếu ngân hàng không thể thu hồi được vốn.

Việc phân chia ra hai loại ngân hàng như trên được lí giải như sau: nếu các khoản tiền gửi đã được chính phủ đảm bảo, các ngân hàng sẽ có thêm động cơ để cho vay các khoản vay rủi ro với lãi suất cao hơn. Nếu khoản vay đó được hoàn trả, những người gửi tiền sẽ có thêm lợi nhuận. Còn trong trường hợp không thu hồi được khoản vay, những người gửi tiền sẽ được bảo vệ bởi chính phủ. Khi người dân biết rằng khoản tiền gửi của mình được bảo vệ, họ sẽ có xu hướng gửi tiền nhiều hơn vì không phải chịu bất cứ rủi ro nào. Trong khi đó, những người đóng thuế là người sẽ phải gánh chịu khi các khoản vay đó không được hoàn trả.

Tuy nhiên, vào năm 1999, rất nhiều điều khoản trong Đạo luật Glass-Steagall đã bị bãi bỏ khi Đạo luật Gramm-Leach-Bliley được thông qua. Đạo luật mới này cho phép các ngân hàng thương mại được tham gia nhiều hơn vào các khoản cho vay có tính rủi ro cao với lãi suất lớn. Đây là một trong những yếu tố chính

Một cuộc đại suy thoái liệu có xảy ra lần nữa?

dẫn đến cuộc khủng hoảng tài chính mà chúng ta đang phải đối mặt hiện nay. Citibank và Bank of America đã được cho phép hoãn mái đầu tư vào các thương vụ rủi ro, và họ đã làm như vậy.

Việc xóa bỏ Đạo luật Glass-Steagall đã tạo nên một sự thay đổi lớn lao trong lĩnh vực ngân hàng, khi giờ đây bất cứ ngân hàng nào cũng có thể huy động tiền gửi từ người dân và đầu tư vào mọi nơi họ muốn. Khắp nơi trên nước Mỹ, các ngân hàng trước đây thuần túy là ngân hàng thương mại đã chuyển đổi trở thành ngân hàng đầu tư ngày một nhiều hơn thông qua việc mua lại các tài sản nợ nhiều tính rủi ro, bao gồm cả các khoản chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp (mortgage-backed securities). Chính những khoản thế chấp nói trên là ngòi nổ đầu tiên châm ngòi cho cuộc khủng hoảng tài chính khiến Lehman Brothers sụp đổ tháng 9 năm 2008.

## **KẾ TOÁN THEO GIÁ HỢP LÍ**

Cuộc thay đổi chính sách tài chính lớn thứ hai diễn ra sau cuộc khủng hoảng tiền tiết kiệm và nợ những năm 1990 được đánh dấu bởi sự ra đời của quy tắc về kế toán theo giá hợp lí (fair value accounting). Trước đó, tài sản của các tổ chức tài chính thường được xác định dựa trên giá tiền các tổ chức đó phải trả để sở hữu

chúng. Quy tắc lâu đời này ngăn cản việc xoay vòng vốn nhanh trên thị trường và có thể dẫn đến tính thiếu thanh khoản. Với các quy tắc mới, các ngân hàng và tổ chức tài chính được yêu cầu phải định giá tài sản ở mức giá chúng có thể được bán trên thị trường ở thời điểm hiện tại. Quy tắc này được gọi là quy tắc định giá theo thị trường (mark to market) và nó được cho là yếu tố chính khiến cho cuộc khủng hoảng tài chính hiện nay trở nên tệ hơn<sup>3</sup>. Những người ủng hộ thì lại cho rằng quy tắc này giúp tăng cường tính minh bạch và do đó nên được duy trì để các cổ đông của các tổ chức tài chính có thể nhận thức được tài sản của họ thực chất có giá trị đến đâu<sup>4</sup>.

## **LỖI CÓ PHẢI ĐẾN TỪ VIỆC BÃI BỎ CÁC QUY ĐỊNH?**

Hiện nay, việc bãi bỏ các quy tắc trong giới tài chính thường xuyên luôn được xem là yếu tố quan trọng nhất dẫn tới cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008. Tôi tin rằng nó có thể đã góp phần thúc đẩy phần nào, nhưng chắc hẳn nó không phải là nguyên nhân chính

---

<sup>3</sup> Wall Street Journal, 2/10/2008.

<sup>4</sup> Nhà kinh tế học đoạt giải Nobel đã phát biểu như vậy tại Ủy ban dịch vụ tài chính nhà đất, 21/10/2008.



Một cuộc đại suy thoát liệu có xảy ra lần nữa?

dẫn tới khủng hoảng. Những người chỉ trích thường tập trung vào hai nội dung chính. Thứ nhất là việc bãi bỏ Đạo luật Glass-Steagall nhằm phân chia các ngân hàng thương mại và ngân hàng đầu tư, dẫn tới việc các khoản tiền gửi tại các ngân hàng thương mại của người dân phải nhận thêm nhiều rủi ro không cần thiết. Quan điểm như vậy thì hơi cực đoan quá. Việc bãi bỏ Đạo luật Glass-Steagall chỉ đơn giản nhằm luật hóa một sự bảo đảm ngầm vốn đã tồn tại trước đó rất lâu rồi.

Trong suốt cuộc khủng hoảng tài chính năm 1987, khi Đạo luật Glass-Steagall vẫn còn hiệu lực, chính các ngân hàng đầu tư, chứ không phải các ngân hàng thương mại mới là những người gặp khó khăn. Dù sao đi nữa, Alan Greenspan vào lúc đó, theo một cách tường minh hay ngầm ẩn, đã quyết định cấp tiền trợ giúp các ngân hàng đầu tư để ngăn chặn sự sụp đổ của các ngân hàng này. Vậy các ngân hàng khi đó đơn thuần là bị mất tính thanh khoản tạm thời hay thực sự không có khả năng trả nợ? Đây là một câu hỏi rất quan trọng, nhưng khó có thể có một câu trả lời rõ ràng, và trong trường hợp này những người theo trường phái kinh tế cổ điển và kinh tế của Keynes đã đưa ra những câu trả lời khác nhau.



## **CHỈ THIỂU TÍNH THANH KHOẢN HAY THỰC SỰ ĐÃ VỠ NỢ?**

Phải chăng lĩnh vực ngân hàng không có khả năng trả nợ? Nếu theo quan điểm của những nhà kinh tế theo trường phái cổ điển thì câu trả lời cho câu hỏi này chắc chắn không phụ thuộc chút nào vào các hành động của FED. Vào năm 1987, có thể coi các ngân hàng đầu tư đã rơi vào trạng thái vừa vỡ nợ và vừa không. Nếu thực sự các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán thấy trước được nguy cơ nào đó, và khiến cho thị trường này sụp đổ thì có thể xem các ngân hàng trên đã vỡ nợ và việc giải cứu của Greenspan được xem là sự lãng phí tiền thuế của người dân. Trên thực tế, việc giải cứu trên mang tới những kết quả tốt đẹp, và tiếp tục theo quan điểm trên, Greenspan hẳn phải tường tận mọi thứ hơn là thị trường. Ông ấy hẳn phải là một pháp sư, và ông có thể dự đoán chính xác khi nào nền kinh tế ổn định, khi nào thì không.

Ngược lại, theo quan điểm của những nhà kinh tế theo trường phái của Keynes, điều nguy hiểm thực sự của nền kinh tế trong năm 1987 là việc một nguy cơ nhỏ và chưa chắc chắn có thể trở thành sự thực và gây ra hậu quả vô cùng nghiêm trọng. Bằng cách bơm tiền vào hệ thống, Greenspan đã thuyết phục được các nhà đầu tư, khiến niềm tin của họ vào thị trường chứng

Một cuộc đại suy thoái liệu có xảy ra lần nữa?

khoán được phục hồi và giải cứu được nền kinh tế khỏi một cuộc đại suy thoái kinh tế lần thứ hai tưởng chừng như không thể tránh khỏi. Nhưng đây có thể xem là một trò đánh cược mạo hiểm, và không phải lần nào kết quả nhận được cũng giống nhau. Nếu các hành động của FED không thể giúp khôi phục niềm tin từ nhà đầu tư, thì việc bơm tiền là hoàn toàn lãng phí, và điều này sẽ dẫn tới một cuộc suy thoái kinh tế trầm trọng.

## **ĐIỀU GÌ SẼ XẢY RA TIẾP THEO?**

Vậy cuối cùng, cuộc khủng hoảng năm 2008 gần giống với năm 1929 hay là năm 1987 hơn? Thực tế là nó giống cả hai. Trong trường hợp năm 1987, FED đã hành động và mang lại tính thanh khoản cho thị trường. Nhưng vào tháng 7 năm 2009 thì thị trường không có khả năng bình tĩnh như vậy. Thường thì trong các thời kì hậu chiến, giá nhà sẽ tăng lên và nhà đất được xem là một kênh đầu tư an toàn. Sự đi lên mạnh mẽ của thị trường nhà đất đã dẫn tới chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp được ra đời. Về bản chất, đây là một loại tài sản có cả tiền gốc và tiền lãi được sinh ra từ việc thế chấp các tài sản khác. Thị trường này chưa hề tồn tại vào năm 1970 nhưng nhanh chóng phát triển lên tới quy mô 7.500 tỉ đô la vào cuối năm 2007. Trong số tiền

đó, có tới 6.000 tỉ đô la được nắm giữ và vận hành bán tự động bởi hai tổ chức Ginnie Mae và Freddie Mac và được đảm bảo hoàn toàn bởi chính phủ Hoa Kỳ<sup>5</sup>. Chính phần còn lại của thị trường không được đảm bảo bởi chính phủ Hoa Kỳ là nguyên nhân đã gây nên cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008.

Khi giá nhà tại Hoa Kỳ bắt đầu giảm xuống năm 2007, lãi suất của loại chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp này hóa ra cao hơn rất nhiều so với tỉ lệ mọi người dự đoán, và các tổ chức tài chính trên khắp thế giới đột nhiên khám phá ra họ đang nắm giữ các tài sản có giá trị thực có thể thấp hơn rất nhiều so với trên giấy tờ. Nhưng giá trị thực của chúng là bao nhiêu? Các nhà đầu tư tại Hoa Kỳ bắt đầu đặt ra câu hỏi này, và nó tiếp tục lan ra các nhà đầu tư khác trên toàn thế giới đầu năm 2009. Hóa ra, khắp nơi trên thế giới, công xưởng, máy móc, nhà đất đều được định giá dựa trên việc nhà đầu tư sẵn sàng trả bao nhiêu cho chúng. Nếu các tài sản đó được định giá thấp hơn giá trị thực, thì lãi suất thế chấp sẽ rất cao và việc các tài sản sụt giảm giá trị nghiêm trọng sẽ trở thành hiện thực. Khi sự thịnh vượng đi xuống, nhu cầu tiêu dùng sẽ giảm và công nhân khắp nơi trên thế giới sẽ bị mất việc làm. Sẽ

---

<sup>5</sup> Lời phát biểu của Thomas Hamilton, Hiệp hội thị trường tài chính và chứng khoán, tại Ủy ban dịch vụ tài chính nhà đất, 22/5/2008.

Một cuộc đại suy thoát liệu có xảy ra lần nữa?

là một sai lầm nghiêm trọng nếu tin rằng kiểu xảy ra khủng hoảng này sẽ không lặp lại lần nữa. Cũng sẽ là một sai lầm nghiêm trọng không kém nếu tin rằng cuộc khủng hoảng này xảy ra là do các quy luật thị trường, nằm ngoài khả năng kiểm soát của chúng ta và không thể tránh khỏi. Vậy các chính phủ có thể, và nên làm gì để ngăn chặn tình huống này? Câu trả lời có thể được tìm thấy ở trong những chương sau.



## CHƯƠNG 10

# Chính sách tiền tệ và tài khóa có thực sự hiệu quả?

*Có thể là sáng suốt nếu chúng ta ngồi lại và lắng nghe dư luận cái đầu. Nhưng trong lúc chúng ta ngồi đợi, những người công nhân không có việc làm sẽ không đi chất đồng tiền vào tài khoản ngân hàng để chúng ta sử dụng sau này đâu. Số tiền đó sẽ được vứt vào sọt rác, không thể lấy lại được và không ai trong chúng ta có thể ngăn chặn được điều đó. Chúng ta phải trả giá hàng ngàn bảng cho mỗi hơi thuốc của ông Baldwin.*

**John Maynard Keynes** (1931, trang 120,  
Ấn bản năm 1963 của Nhà xuất bản Norton)

Những năm 1920 là thời kì của sự thịnh vượng của Hoa Kỳ. Thế nhưng, Liên hiệp Vương quốc Anh lại trải qua



một cuộc khủng hoảng kinh tế bắt đầu từ những năm đầu 1920 và kéo dài trong suốt 20 năm. Năm 1930, số lao động thất nghiệp tại đây là 2 triệu người. Keynes đã viết những dòng trên vào năm 1929 để thúc giục chính phủ có nhiều chính sách tích cực hơn là cách Stanley Baldwin, vị thủ tướng theo khuynh hướng bảo thủ nhiệm kì 1924-1929 của nước Anh, đang theo đuổi. Thế nhưng Thủ tướng Baldwin không hề nghe theo lời khuyên của Keynes. Ngược lại, nhận thức được lợi ích trong lời khuyên của Keynes, Tổng thống Obama, Thủ tướng Gordon Brown, và Tổng thống Nicolas Sarkozy sau này đã lắng nghe và thực hiện theo những gì ông nói.

Kể từ khi Keynes công bố Lí thuyết Tổng quát năm 1936, những nhà làm chính sách đã thường xuyên sử dụng hai công cụ - chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa - để chống lại các cuộc khủng hoảng kinh tế. Chính sách tiền tệ hoạt động dựa trên nguyên tắc giảm lãi suất ngân hàng, từ đó thúc đẩy các công ti tư nhân đầu tư nhiều hơn vào tài sản thực như nhà xưởng, máy móc và bất động sản. Khi đó chi tiêu trong khu vực tư nhân tăng lên và sẽ gián tiếp làm tăng tổng cầu.

Chính sách tài khóa có tác động trực tiếp hơn nhưng lại diễn ra chậm hơn. Chính sách này hoạt động theo nguyên tắc kích cầu tiêu thụ hàng hóa. Việc này được thực hiện thông qua việc chính phủ vay tiền để

Chính sách tiền tệ và tài khóa có thực sự hiệu quả?

xây dựng cầu đường hoặc giảm thuế, và sức mua của các hộ gia đình sẽ tăng lên. Tóm lại, chính sách tiền tệ và tài khóa đều sẽ làm gia tăng tổng cầu và từ đó tạo thêm nhiều việc làm cho người dân. Trong chương sách này, tôi sẽ giải thích cụ thể hơn về hai chính sách nói trên và trình bày các phương án mà ngân hàng trung ương và kho bạc nhà nước có thể sử dụng để chống lại các cuộc khủng hoảng tài chính.

## **CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TRUYỀN THỐNG**

Mặc dù chính phủ có thể chống chọi với khủng hoảng thông qua hoặc chính sách tiền tệ hoặc chính sách tài khóa nhưng chính sách tiền tệ thường là lựa chọn ưa thích của họ. Chính sách này hoạt động bằng cách kích thích chi tiêu trong khu vực tư nhân và nhanh chóng đem lại hiệu quả hơn so với việc sử dụng chính sách tài khóa.

Khi nền kinh tế rơi vào giai đoạn suy thoái, ngân hàng trung ương sẽ giảm lợi tức trên tài sản phi rủi ro (yield on safe assets). Tại Hoa Kỳ, việc này được thực hiện thông qua chính sách mua bán trái phiếu kho bạc trên thị trường mở của FED. Tại Anh và châu Âu, cách thức hoạt động sẽ khác đi đôi chút nhưng hiệu quả đem lại thì tương tự. Các ngân hàng trung ương sẽ giảm lãi suất để kích cầu kinh tế trong giai đoạn

suy thoái bằng cách bơm thêm tính thanh khoản vào hệ thống tài chính. Khi các ngân hàng thương mại vay thêm tiền, lãi suất ngân hàng sẽ giảm và những dự án kinh doanh mạo hiểm sẽ kiếm được nhiều lợi nhuận hơn. Các doanh nghiệp và hộ gia đình sẽ mua sắm nhiều hơn, nhiều việc làm sẽ được tạo ra hơn và nền kinh tế sẽ thoát ra khỏi khủng hoảng. Chiến lược này đã tỏ ra hiệu quả trong việc chống chọi lại 10 cuộc suy thoái kinh tế kể từ thời kì hậu chiến, nhưng FED, Ngân hàng Trung ương Châu Âu và Ngân hàng Anh hiện tại không còn có thể áp dụng được chiến lược này nữa.

Thực tế nước Mỹ đã chứng kiến tới 10 cuộc suy thoái kinh tế kể từ khi Thế chiến II kết thúc, và với mỗi cuộc khủng hoảng đó FED đều giảm lãi suất vốn điều hòa của FED (Fed funds rate) để giúp nền kinh tế thoát khỏi khủng hoảng. Thế nhưng, cũng giống với những năm 1934, mức lãi suất của trái phiếu kho bạc đã gần ở mức bằng 0 và không thể giảm thêm được nữa. Khi đó, nếu FED mua trái phiếu kho bạc và thay thế các trái phiếu đó bằng tiền mặt thì điều đó không khác gì việc thay thế một tài sản nợ chính phủ có lãi suất bằng 0 bằng một thứ tương tự. Nó giống với việc đổi một đồng 10 đô la lấy hai đồng 5 đô la mà thôi. Khi lãi suất của trái phiếu kho bạc bằng 0, tiền và trái phiếu trở nên như nhau, và việc áp dụng những phương thức truyền

Chính sách tiền tệ và tài khóa có thực sự hiệu quả?

thống sử dụng thị trường mở cũng giống như việc đẩy gió vào nhà trống mà thôi<sup>1</sup>.

## NÓI LÒNG ĐỊNH LƯỢNG

Bởi vì khả năng ảnh hưởng của chính sách tiền tệ truyền thống đã bị giới hạn, FED và Ngân hàng Anh lúc này đã sử dụng một cách tiếp cận mới: nói lòng định lượng. Ngân hàng Trung ương Châu Âu sau đó cũng áp dụng chính sách tương tự và cả ba tổ chức này đều bơm tiền vào nền kinh tế với nỗ lực nhằm giảm lãi suất ngân hàng của các tài sản rủi ro cùng các khoản vay dài hạn của chính phủ. Thông thường, FED sẽ thực hiện các biện pháp sử dụng thị trường mở bằng

---

<sup>1</sup> Cụm từ này được dùng lần đầu vào năm 1935 bởi Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang khi đó - Marriner Eccles trong một bản tường trình trước Quốc hội về Đạo luật Ngân hàng 1935: Eccles: Dưới điều kiện hiện tại, chúng ta gần như không thể làm gì.

Nghị sĩ Goldsborrough: Ý ông là chúng ta chỉ có thể kéo “sợi dây” kinh tế về phía mình, phải không?

Eccles: Đó là một cách diễn đạt rất chính xác. Đơn giản là chúng ta chỉ có thể kéo chứ không thể đẩy bằng một sợi dây. Chúng ta đang chìm sâu trong khủng hoảng. Nó vượt ngoài khả năng ảnh hưởng của các việc giảm lãi suất, và các tổ chức dự trữ tiền tệ gần như không thể làm gì để giúp nền kinh tế phục hồi [Ủy ban tiền tệ ngân hàng Quốc hội - trang 317, 1935] trích dẫn bởi Wood (trang 231, 2006).

cách mua bán trái phiếu kho bạc kì hạn 3 tháng. Phương pháp nói lỏng định lượng thì lại sử dụng một cách áp dụng chính sách tiền tệ mới, theo đó nguồn cung tiền sẽ được tăng lên nhờ vào việc mua lại một loạt các tài sản thay thế, bao gồm nợ của các tập đoàn và trái phiếu dài hạn của chính phủ.

Tháng 8 năm 2008, FED sở hữu khối tài sản có giá trị xấp xỉ 800 tỉ đô la, và phần lớn trong số đó là tài sản nằm dưới dạng trái phiếu Kho bạc kì hạn 3 tháng. Đến tháng 1 năm 2009, tổng giá trị tài sản trên đã tăng lên gấp đôi khi FED cho thị trường tài chính vay các khoản ngắn hạn và can thiệp trực tiếp vào thị trường thương phiếu (commercial paper). Thực tế, thương phiếu là một khoản vay không có bảo đảm với thời hạn ít hơn 9 tháng. Thông thường các ngân hàng thương mại sẽ cho các tập đoàn phi tài chính vay các khoản vay dạng này để phục vụ việc trả lương hay đáp ứng một số nghĩa vụ ngắn hạn.

Kể từ tháng 11 năm 2008, FED đã bắt đầu mua một loạt các loại thương phiếu và thay thế các ngân hàng thương mại trở thành tổ chức cho vay lớn nhất trên thị trường này. Bằng cách trực tiếp cho vay trên thị trường thương phiếu, FED đã thực thi chính sách nói lỏng định lượng. Chủ tịch FED, ông Bernanke còn bày tỏ rằng các hoạt động này sẽ tiếp tục được đẩy mạnh trong tương lai và Ủy ban chính sách tiền tệ của



Chính sách tiền tệ và tài khóa có thực sự hiệu quả?

Ngân hàng Anh cũng sẽ cam kết theo đuổi cách thức tương tự.

## **KẾ HOẠCH CỦA BERNANKE**

Những suy nghĩ của Chủ tịch Bernanke phần nào đã được hé lộ trong một bài diễn văn của ông tại Diễn đàn kinh tế tiền tệ Nhật Bản (Japan Society of Monetary Economics) vào ngày 31 tháng 5 năm 2013. Trong bài diễn văn của mình, ông đã đưa ra một kế hoạch có thể giúp Nhật Bản phục hồi kinh tế phục hồi, mà hiện nay bản thân ông cũng đang theo đuổi để chống chọi lại khủng hoảng kinh tế tại Hoa Kỳ.

Bernanke đã chỉ ra rằng, mặc dù lãi suất chứng khoán trong ngắn hạn có thể gần như bằng 0, nhưng các ngân hàng trung ương vẫn còn có thể mua bán các loại tài sản khác. Trái phiếu dài hạn của chính phủ là một ví dụ. Chính sách này có thể hoạt động theo cách gần như tương tự với chính sách tiền tệ truyền thống, nhưng thay vì mua trái phiếu kho bạc kì hạn 3 tháng với lãi suất gần như bằng 0, FED sẽ mua các trái phiếu chính phủ có kì hạn dài hơn. Ví dụ như vào tháng 1 năm 2009, trái phiếu dài hạn của chính phủ đã mang lại tỉ suất hoàn vốn ở mức 1,5 đến 2%, tùy thuộc vào thời điểm mua. FED kì vọng rằng khi chính phủ khiến tỉ lệ hoàn vốn của trái phiếu dài hạn giảm xuống, các



hộ gia đình sẽ đầu tư trở lại vào thị trường chứng khoán và các tập đoàn có thể đầu tư xây dựng nhà máy và mua sắm các trang thiết bị mới.

Trong chuyến thăm Nhật Bản năm 2003, Bernanke đã trình bày một chương trình mà trong đó FED và kho bạc nhà nước sẽ cùng hợp tác với nhau để điều phối sự vận hành của các chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa. Tuy nhiên đề xuất trên của ông cần thực hiện được các bước sau để được áp dụng trong tình hình Hoa Kỳ hiện tại. Thứ nhất, Kho bạc nhà nước cần phải công bố về việc áp dụng chính sách in thêm tiền để cung cấp cho một gói kích cầu kinh tế lớn. Thứ hai, FED sẽ cần đưa ra một mức lạm phát rõ ràng. Việc này sẽ đưa ra một chỉ dẫn rõ ràng về ý định và cách hành động của FED khi lạm phát bắt đầu xuất hiện trở lại trong tương lai, và từ đó định hình nên mức kỳ vọng của công chúng. Thứ ba, FED cần tham gia tích cực hơn vào chương trình nới lỏng định tính bằng cách mua một loạt các loại tài sản khác, thay vì chỉ mua trái phiếu kho bạc kì hạn 3 tháng như thông thường.

Vào tháng 1 năm 2009, chính quyền Obama đã thông qua kế hoạch về gói cứu trợ 800 tỉ đô la, và việc đó đã làm gia tăng đáng kể thâm hụt ngân sách liên bang. Lúc này, nếu làm giống theo lời khuyên ông đã từng dành cho người Nhật, Bernanke cần thực hiện bước đầu tiên trong kế hoạch của mình bằng cách in

thêm tiền để tài trợ cho chương trình của Obama. Theo bước hai của kế hoạch, khi nền kinh tế bắt đầu tăng trưởng trở lại, FED cần phải bán đi các loại công trái chính phủ (government securities) trên thị trường mở để hấp thụ sự dư thừa tính thanh khoản được tạo ra từ bước đầu tiên trong kế hoạch. Việc này sẽ tránh cho nguồn cung tiền không bị tăng lên quá nhanh và gây ra lạm phát. Bước ba của kế hoạch của Bernanke, nói lỏng định lượng, sẽ được thực hiện thông qua việc mua bán một loạt các chứng khoán của tư nhân và công trái nhà nước, bao gồm cả thương phiếu doanh nghiệp và trái phiếu dài hạn được phát hành bởi chính phủ và các tổ chức tư nhân.

Kế hoạch của Bernanke có hiệu quả không? Những phần tiếp theo của chương sách này sẽ dẫn giải về việc FED, Ngân hàng Anh và Ngân hàng Trung ương châu Âu tin vào những gì và tại sao dưới con mắt của các ngân hàng trung ương này, kế hoạch trên là khả dĩ.

## **CÁC NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG NGHĨ GÌ**

Những nhà làm chính sách trong các ngân hàng trung ương trên toàn thế giới từ trước đến nay đều tin rằng có tồn tại một tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên, và trong dài hạn nền kinh tế luôn điều chỉnh để đạt được đến tỉ lệ

này. Họ cũng tin rằng chính sách tiền tệ và tài khóa không tác động gì được tới tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên. Tuy nhiên trong ngắn hạn, tỉ lệ thất nghiệp có thể dịch chuyển ra khỏi mức tự nhiên của mình do cú sốc về cung và cầu xuất hiện trên thị trường. Một ví dụ của cú sốc về cung là tốc độ tăng giá nhanh ngoài dự kiến của dầu thô xảy ra năm 1973 và sau đó là vào năm 1979. Tương tự, ví dụ về cú sốc về cầu có thể kể đến là việc giá nhà đột ngột giảm mạnh ngoài dự kiến theo cách mà chúng ta đã được chứng kiến vào năm 2007.

Những người làm chính sách tại FED mà tôi có dịp trò chuyện đều tin rằng, và tôi nghĩ rằng họ có lí, cuộc khủng hoảng tài chính năm 2007 bắt nguồn từ một cú sốc về cầu khi các hộ gia đình đồng loạt giảm kì vọng về khả năng sinh lời trong tương lai của các thương vụ đầu tư vào nhà đất. Những người tham gia thị trường đột nhiên cùng nhận ra rằng sự tăng giá nhà đất trong quá khứ là không bền vững. Và bởi vì nhà đất chiếm tới 2/5 giá trị tài sản của các hộ gia đình tại Hoa Kỳ, trong khi con số này tại Anh là gần 3/5, nên sự nhận thức này đã khiến tổng cầu trên thị trường nhà đất sụt giảm mạnh. Khi nhu cầu giảm, các doanh nghiệp buộc phải sa thải nhân viên, và sự sụt giảm giá trị trên thị trường nhà đất đã trực tiếp tạo nên sự sụt giảm công ăn việc làm trong nền kinh tế thực. Việc số lượng công ăn việc làm giảm sút tiếp tục khiến niềm tin của mọi

người càng suy giảm, và các nhà đầu tư sẽ bắt đầu bán cổ phiếu và đầu tư vào trái phiếu kho bạc. Cuối cùng, sự lo ngại về việc lợi nhuận các doanh nghiệp sẽ giảm sút đã dẫn tới việc thị trường chứng khoán mất đi tới hơn 40% giá trị của mình, và rất nhiều công ti đã rơi vào tình trạng phá sản.

## **KHI BONG BÓNG VỠ**

Các nhà kinh tế gọi hiện tượng giá của các tài sản tăng lên mà không dựa trên một quy luật thị trường nào là hiện tượng bong bóng thị trường. Một ví dụ cho hiện tượng này là một người đang muốn mua thêm một căn nhà nữa và kì vọng có thể bán nó ở mức giá cao hơn giá mua, mặc dù tiền kiếm được nếu cho thuê căn nhà này không lớn so với mức giá cần phải bỏ ra để sở hữu nó.

Khi tình trạng bong bóng xảy ra, giá của tài sản cứ tiếp tục tăng nhưng mọi người vẫn sẵn sàng mua chúng bởi vì họ kì vọng giá các tài sản này trong tương lai có thể tăng lên cao nữa. Sự tăng giá đó hiển nhiên là không bền vững, và cuối cùng bong bóng rồi cũng sẽ vỡ. Có thể nói rằng việc bong bóng nhà đất bị vỡ gần đây tại Hoa Kỳ đã châm ngòi cho sự sụp đổ của thị trường. Nhưng việc này đã dẫn đến tỉ lệ thất nghiệp tăng lên như thế nào?

Các ngân hàng trung ương đều nhất trí với việc các cú sốc về cầu, ví dụ như khi bong bóng vỡ, sẽ chỉ gây ảnh hưởng tới các hoạt động kinh tế ở mức độ mà theo đó giá cả trên thị trường sẽ điều chỉnh một cách chậm chạp. Theo đó, giá nhà sẽ cần một thời gian để có thể điều chỉnh về một mức giá thấp và bền vững hơn. Quá trình điều chỉnh này nhiều khả năng cũng làm tiền lương và giá cả của các loại hàng hóa khác giảm theo. Và bởi vì tiền lương cũng như giá cả không thể giảm với tốc độ đủ nhanh được, do đó tỉ lệ thất nghiệp sẽ tăng lên trong ngắn hạn.

Các ngân hàng trung ương thì nghĩ rằng hẳn sẽ tồn tại một kịch bản dễ chịu hơn cho tình trạng sụt giảm kéo dài của giá cả các mặt hàng. Việc này có thể thực hiện thông qua biện pháp bơm tiền vào nền kinh tế, theo đó tiền lương và giá cả sẽ không nhất thiết phải giảm theo. Trước đây, việc áp dụng chính sách tiền tệ có thể giúp kích cầu bằng cách giảm lãi suất ngân hàng, nhưng khi lãi suất ngân hàng đã gần ở mức bằng 0 như hiện nay thì chính sách không còn hiệu quả nữa. Chính sách nới lỏng định lượng được các ngân hàng trung ương áp dụng nhằm giảm mức độ phổ biến của các khoản đầu tư vào các loại tài sản rủi ro thông qua việc cho các doanh nghiệp trực tiếp vay tiền hay hạ mức bảo hiểm cho các loại trái phiếu dài hạn bằng cách trực tiếp mua lại các khoản nợ dài hạn



Chính sách tiền tệ và tài khóa có thực sự hiệu quả?

của chính phủ. Cách này có thể có hiệu quả, nhưng nó không đảm bảo được việc các doanh nghiệp sẽ sẵn sàng đầu tư thêm tiền vào các nhà xưởng và máy móc mới. Thay vào đó, việc này có thể dẫn đến việc lãi suất cho các loại thương phiếu doanh nghiệp và trái phiếu dài hạn có giảm xuống đến mức 0% và FED sẽ phải gánh chịu mọi rủi ro.

## **OBAMA, BROWN VÀ SARKOZY**

Tháng 1 năm 2009, chính quyền Obama đã đề xuất về một gói kích cầu trị giá 800 tỉ đô la và được giải ngân trong vòng 2 năm. 2/3 số tiền đó nằm dưới hình thức tăng tổng chi tiêu ngân sách chính phủ và 1/3 nằm dưới hình thức giảm thuế. Tại Anh, mức thâm hụt ngân sách của chính quyền Gordon Brown được dự báo còn lớn hơn tổng GDP của Anh vài phần trăm. Trong khi đó tại châu Âu, mỗi quốc gia lại có những chính sách khác nhau để đối phó với tình trạng khủng hoảng kinh tế này.

Gói kích cầu của chính quyền Hoa Kỳ chiếm khoảng 5% GDP nước này và nhiều khả năng nó sẽ khiến thâm hụt ngân sách liên bang tăng lên trên mức 10% GDP. Điều này đồng nghĩa với việc mỗi người Hoa Kỳ, gồm cả đàn ông, đàn bà và trẻ em, sẽ phải gánh một khoản nợ khoảng 2.700 đô la. Cuộc tranh



luận về việc khoản tiền trên sẽ được chi tiêu thế nào ngày càng trở nên căng thẳng.

Nếu việc giúp nền kinh tế quay trở lại quỹ đạo là yếu tố duy nhất được quan tâm thì cách nhanh nhất để làm điều này gửi cho mỗi người dân Hoa Kỳ một khoản tiền trị giá 2.700 đô la. Khoản tiền này có thể được tính là một khoản thu nhập cần phải đóng thuế, và do đó những người có thu nhập cao sẽ phải đóng một khoản thuế cao hơn. Một gia đình 4 người sẽ nhận được 10.800 đô la, và nhiều khả năng hầu hết số tiền đó sẽ ngay lập tức được chi trả cho loại hàng hóa và dịch vụ. Việc này sẽ làm tổng cầu tăng lên ngay lập tức và có thể nó chạm tới được mức độ mà nền kinh tế đang cần. Một ưu điểm nữa của cách thức này là việc số tiền sẽ nằm trực tiếp trong tay các hộ dân, và chính phủ không cần phải tạo thêm một chương trình chi tiêu mới nữa. Điều này có khả thi không? Các nhà quản lý kinh tế nghĩ là có.

## **HỆ SỐ NHÂN THẦN KÌ CỦA CHRISTINA ROMER... NÓ CÓ THỰC SỰ LỚN ĐẾN VẬY?**

Christina Romer, Chủ tịch Hội đồng cố vấn kinh tế (Council of Economic Advisors) là một học giả hàng đầu với rất nhiều nghiên cứu củng cố cho quan điểm của bà, rằng hiệu quả của việc giảm thuế là rất đáng kể.

## Chính sách tiền tệ và tài khóa có thực sự hiệu quả?

Chúng tôi [David Romer và tôi] đã phát hiện ra rằng hiệu quả ước tính của những thay đổi này là rất lớn. Nếu thuế được giảm ở mức 1% GDP thì có thể làm chỉ số GDP tăng thêm từ 2 đến 3% trong vòng 3 năm tới<sup>2</sup>.

Mặc dù Christina Romer cho thấy hệ số nhân nói trên có thể ở mức 3 lần, nhưng những nhà kinh tế khác tỏ ra thận trọng hơn. Nhìn chung họ đều cho rằng mỗi đô la tăng thêm trong chi tiêu ngân sách chính phủ sẽ chỉ khiến chỉ số GDP tăng thêm 1,5 đô la. Tỷ lệ giữa sự gia tăng của chỉ số GDP so với sự gia tăng của chi tiêu ngân sách chính phủ được gọi là hệ số nhân (multiplier), và lý thuyết đằng sau chỉ số này được xây dựng dựa trên cơ sở lý thuyết kinh tế của Keynes<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> Christina D. Romer (27/2/2009). Trường hợp về gói kích thích tài chính: Khả năng phục hồi của nền kinh tế Hoa Kỳ và Đạo luật tái đầu tư. Xem trực tuyến tại [http://news.uchicago.edu/files/newsrelease\\_20090227.pdf](http://news.uchicago.edu/files/newsrelease_20090227.pdf)

<sup>3</sup> Hệ số nhân đáng lý sẽ vận hành theo cách như sau: Mỗi đô la được chính phủ chi ra sẽ làm tăng công ăn việc làm trong các ngành sản xuất ra loại hàng hóa mà chính phủ yêu cầu. Những công nhân có việc làm nói trên sẽ chi tiêu một phần từ khoản thu nhập tăng thêm vào hàng hóa và dịch vụ, điều này sẽ tạo ra thêm công ăn việc làm. Các công ăn việc làm mới được tạo ra này sẽ tiếp tục làm tăng khoản chi tiêu của người dân, và sự tổng hợp của những lần tăng chi tiêu này sẽ làm tăng tổng cầu. Theo lý thuyết, sự gia tăng tổng cầu này sẽ lớn hơn khoản chi ngân sách ban đầu của chính phủ theo một hệ số phụ thuộc vào tỉ lệ tiết kiệm/thu nhập của người dân. Việc các chính trị gia sử

Do không tồn tại những bằng chứng thực nghiệm đáng tin cậy, do đó sinh ra sự khác biệt rất lớn giữa các con số được dự đoán bởi các nhà kinh tế. Trong thế giới thực, mọi thứ thay đổi đồng thời và do đó khi chỉ số GDP tăng, sẽ là rất khó để biết được nguyên nhân của hiện tượng này đến từ sự tăng chi tiêu chính phủ hay từ một nguyên nhân nào khác. Các nhà kinh tế không thể thực hiện những thí nghiệm có thể kiểm soát trên nền kinh tế thực. Thật vậy, nếu việc chi tiêu ngân sách tăng trong khi giữ nguyên mọi yếu tố khác, chúng ta mới có thể cô lập được hệ quả gây ra của việc gia tăng chi tiêu chính phủ lên chỉ số GDP. Đây chính xác là những gì các nhà khoa học thường dùng trong phòng thí nghiệm để thử nghiệm một lí thuyết. Thế nhưng, trong kinh tế học, chúng ta chỉ có thể dựa vào các biến cố tự nhiên hoặc quyết định của các chính trị gia để kiểm nghiệm các lí thuyết mà thôi.

Vào tháng 7 năm 2009, gói kích cầu kinh tế thứ ba được đề xuất chi ra dưới dạng một khoản giảm thuế. Và bởi vì số tiền này nhắm trực tiếp tới các hộ gia đình có thu nhập thấp, những người không phải đóng thuế, nên việc “giảm thuế” ở đây thực ra là việc chuyển tiền từ chính phủ tới các hộ gia đình. Song song với việc giảm thuế, kế hoạch này của Hoa Kỳ cũng có thêm một

---

dụng lí thuyết này là lí do chính khiến cho vai trò của chính phủ trong nền kinh tế hậu chiến tăng lên một cách rõ rệt.

## Chính sách tiền tệ và tài khóa có thực sự hiệu quả?

số quy định nhằm giúp đỡ các tiểu bang: Một quỹ bình ổn liên bang trị giá 79 tỉ đô la, và tăng thêm 87 tỉ đô la cho chương trình trợ cấp y tế Medicaid. Và theo hiến pháp, một số tiểu bang không được phép vay tiền để bù vào khoản thâm hụt ngân sách, do đó cả hai khoản tiền nói trên sẽ giúp hạn chế tình trạng nhân công mất việc làm đang diễn ra tại nhiều bang trên khắp Hoa Kỳ. Phần còn lại của gói trợ giúp trên hướng đến việc đầu tư vào cơ sở hạ tầng, y tế, giáo dục và năng lượng, và nhiều người đã chỉ ra rằng mặc dù những khoản chi này sẽ giúp kinh tế tăng trưởng trong dài hạn nhưng hiệu quả của những biện pháp này là quá chậm và nó không thể tạo ra ảnh hưởng tức thời nào đến cuộc khủng hoảng kinh tế năm 2008-2009.

Anh và Pháp cũng đã thông qua những gói kích cầu tương tự, và rất nhiều quốc gia khác trên thế giới cũng đã thi hành các biện pháp đó. Thực tế, động lực đằng sau việc gia tăng chi tiêu chính phủ này xuất phát từ những nhà kinh tế theo học thuyết của Keynes. Thật vậy, các nhà kinh tế đang làm việc trong chính quyền Hoa Kỳ đã lập luận rằng tăng chi tiêu chính phủ sẽ khiến mức độ tiêu dùng tăng theo và hệ quả tích lũy từ việc tăng chi ngân sách và tăng chi của khối tư nhân sẽ trở nên đủ lớn để đưa nền kinh tế về trạng thái mọi người đều có công ăn việc làm. Vậy chúng ta có thể học được gì lịch sử áp dụng các biện pháp kích cầu tương tự?

## **BÀI HỌC TỪ ĐẠI SUY THOÁI**

Điều thú vị kế sau của việc giữ nguyên mọi thứ là việc thử nghiệm một loạt mốc lãi suất ngân hàng với sự thay đổi lớn giữa các mốc và xem điều gì sẽ xảy ra. Ví dụ, nếu quan sát được chỉ tiêu chính phủ đột nhiên tăng cao, chúng ta có thể suy luận rằng chính sự gia tăng bất ngờ đó đã tạo nên các thay đổi đột ngột ở số lượng việc làm, mức độ tiêu dùng hoặc chỉ số GDP.

Trên thực tế, việc quy mô chính phủ được gia tăng nhanh chóng là điều không thường xuyên diễn ra. Ngay cả trong thời kì Đại suy thoái, quy mô chính phủ Hoa Kỳ cũng chỉ tăng một cách dần dần, và những sự thay đổi lớn chỉ đến khi Thế chiến II mới xảy ra. Lúc đó, nền kinh tế Hoa Kỳ đã chứng kiến nhiều sự thay đổi lớn và đột ngột, ví dụ như việc chỉ tiêu của chính phủ cho các hàng hóa và dịch vụ đã tăng từ mức 12% chỉ số GDP vào năm 1940 lên mức 50% vào năm 1944. Có thể nói chính chiến tranh đã kéo Hoa Kỳ thoát khỏi thời kì Đại suy thoái, chứ không phải chính sách kinh tế mới của Roosevelt (Roosevelt's New Deal), như nhận định của một số nhà phân tích gần đây.



## **GIAI ĐOẠN ĐẦU CỦA SỰ PHỤC HỒI**

Vào năm Hoa Kỳ chìm sâu nhất trong thời kì suy thoái, chỉ số GDP của nước này đã rơi xuống ở mức thấp hơn mức trung bình các năm trước 25%. Sau đó, sự phục hồi của nền kinh tế đã trải qua hai giai đoạn. Giai đoạn thứ nhất kéo dài từ năm 1933 đến năm 1937, và chỉ số GDP đã tăng 12,5% trong giai đoạn này. Giữa tháng 5 năm 1937 và tháng 6 năm 1938 cũng đã xuất hiện một cuộc suy thoái nhỏ. Giai đoạn hai của sự phục hồi kéo dài từ năm 1938 đến năm 1942, và chỉ số GDP tiếp tục tăng ở mức 12,5% trong giai đoạn này để đưa nền kinh tế quay lại tình trạng mọi người đều có việc làm. Vậy các chính sách tài khóa đã góp phần đến đâu trong tiến trình phục hồi kinh tế này?

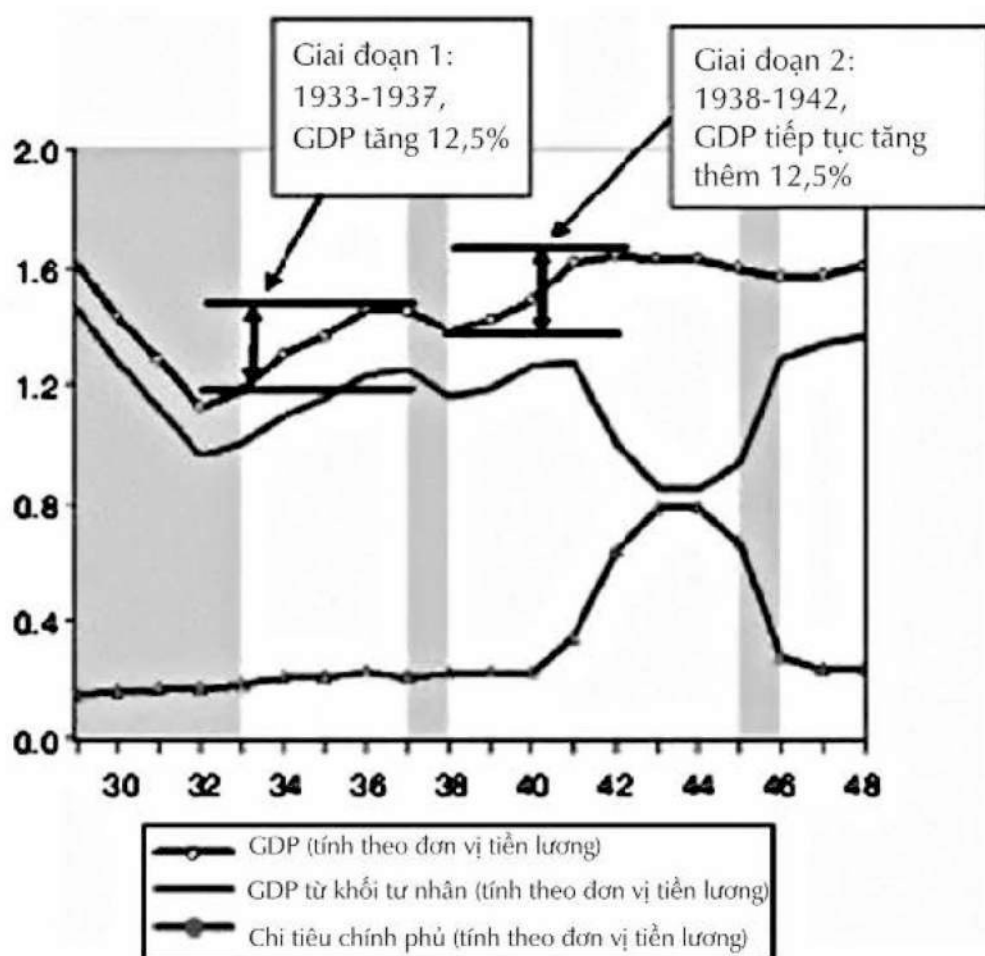
Trong hình 10.1, ta có thể thấy chỉ số GDP đã được chia ra làm hai phần dành cho hai khối tư nhân và nhà nước trong giai đoạn từ năm 1929 đến năm 1948. Đường liền nét được nối bởi hình tam giác nằm cuối biểu thị mức độ chi tiêu của chính phủ dành cho hàng hóa và dịch vụ, đường liền nét ở giữa là đóng góp của khối kinh tế tư nhân đối với chỉ số GDP, và đường liền nét nối bởi các vòng tròn trên cùng là tổng hợp của hai phần đó. Nó thể hiện giá trị thực của tất cả hàng hóa và dịch vụ mà Hoa Kỳ sản xuất ra trong một năm nhất định<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Để loại bỏ ảnh hưởng của tăng trưởng kinh tế thực và lạm phát, tôi đã thêm vào mô hình một yếu tố về tiền lương và tiếp



## Cách nền kinh tế vận hành



Hình 10.1. Hai giai đoạn phục hồi của nền kinh tế Hoa Kỳ kể từ Đại suy thoái. Vùng màu xám là các cuộc khủng hoảng kinh tế theo định nghĩa của tổ chức NBER.

Có một vài điều đáng lưu ý ở biểu đồ này. Thứ nhất, trong giai đoạn phục hồi thứ nhất sau Đại suy thoái, từ năm 1933 đến năm 1937, giá trị thực của chi tiêu chính phủ rất nhỏ. Theo hình 10.1, trong giai đoạn

---

tục lấy con số này chia tiếp cho quy mô lực lượng lao động để ra kết quả cuối cùng được tính trên đầu người.

Chính sách tiền tệ và tài khóa có thực sự hiệu quả?

từ năm 1933 đến năm 1937, đường kẻ dưới cùng này gần như là nằm ngang. Điều này có nghĩa là quy mô gói kích cầu của Roosevelt là rất nhỏ khi so sánh với sự bùng nổ kinh tế giai đoạn hậu chiến. Đồng thời, có thể thấy sự gia tăng chi tiêu chính phủ trong giai đoạn này giống như một xu hướng chậm nhưng tất yếu hơn là kết quả của việc áp dụng chính sách tài khóa từ các nhà kinh tế theo trường phái của Keynes.

## **GIAI ĐOẠN THỨ HAI CỦA SỰ PHỤC HỒI**

Tiếp đó, trong giai đoạn thứ hai của sự phục hồi diễn ra từ năm 1938 đến năm 1942, quy mô của chính phủ tăng lên một cách chóng mặt. Những trường hợp gia tăng đột biến như vậy là rất hiếm gặp trong lịch sử kinh tế, tuy nhiên nó cực kỳ giá trị vì nó được tạo ra bởi những thử nghiệm mang tính tự nhiên. Chúng ta có thể sử dụng thử nghiệm này để đặt ra câu hỏi: hệ số nhân của giai đoạn Thế chiến II là bao nhiêu?

Các tính toán dựa trên các dữ liệu trong giai đoạn này đã cho thấy khi tỉ lệ thất nghiệp đang ở mức cao, hệ số nhân sẽ tiệm cận ở mức 1 chứ không phải là 1,5 hay lớn hơn nữa như một số người đề xuất. Tuy vậy, khi nền kinh tế ở trạng thái ai cũng có việc làm, hệ số nhân này sẽ gần như bằng 0. Nói cách khác, nếu nền kinh tế đang ở trạng thái dư thừa năng lực sản xuất thì

## Cách nền kinh tế vận hành

mỗi đô la được chính phủ chi thêm sẽ khiến chỉ số GDP cũng tăng thêm một đô la. Nhưng khi nền kinh tế đã đạt tới năng lực sản xuất giới hạn thì mỗi đô la chi thêm từ chính phủ sẽ không tạo ra tác động gì tới GDP, ngược lại chi tiêu từ khối tư nhân sẽ mất thêm một đô la.

Tóm lại, những dữ liệu trong giai đoạn Thế chiến II đã chỉ ra rằng trong điều kiện kinh tế hiện nay gói kích cầu 800 tỉ đô la của chính phủ Hoa Kỳ nhiều khả năng sẽ làm chỉ số GDP tăng thêm 800 tỉ đô la, hoặc trong trường hợp tốt nhất thì GDP sẽ tăng bằng  $\frac{2}{3}$  con số mà chính phủ đã ước tính, do những tính toán của họ dựa trên giả định về hệ số nhân bằng 1,5. Và mặc dù gói kích cầu được Obama đề xuất sẽ tạo thêm công ăn việc làm, nhưng số việc làm đó nhiều khả năng sẽ không được tạo ra trong khối tư nhân, và chúng ta có lẽ là đang hướng đến một sự gia tăng quy mô chính phủ lớn nhất kể từ Thế chiến II.

## **HAI LÝ DO CHO CHÍNH SÁCH THÂM HỤT NGÂN SÁCH**

Thực tế có tồn tại hai trường hợp mà việc thi hành các chính sách thâm hụt ngân sách của chính phủ là thích hợp. Trường hợp thứ nhất xảy ra khi số người đang thất nghiệp là rất cao và các nguồn lực xã hội đang bị

bỏ phí. Trường hợp thứ hai xảy ra khi các dự án được chính phủ đề xuất có hiệu quả sử dụng vốn cao hơn các dự án của khối tư nhân. Những trường hợp trên đều đã bị bỏ qua trong các cuộc tranh luận hiện nay, và tôi lo ngại rằng người ta sẽ sử dụng khả năng quay lại của một cuộc Đại suy thoái lần hai, ít nhất là ở Hoa Kỳ, làm lí do khiến các chương trình chi tiêu mới được thông qua nhanh chóng mà không cần tới các cuộc thảo luận kĩ càng.

Các nhà kinh tế hiện nay cũng không đồng quan điểm về tính hiệu quả của các gói kích cầu hiện tại. Tôi có hai bản khoản về vấn đề này. Nổi bản khoản thứ nhất khá giống với các chỉ trích được đưa ra bởi các chính trị gia thuộc trường phái bảo thủ. Nổi bản khoản thứ hai liên quan tới các quy luật thị trường nhiều hơn. Nhưng trước hết, hãy để tôi giải thích về quan điểm của chính trị gia thuộc trường phái bảo thủ.

## **CHÚNG TA CÓ CẦN MỘT CHÍNH PHỦ LỚN HƠN?**

Có nhiều lí do chính đáng để chúng ta thực hiện các chính sách như bảo hiểm y tế dự phòng, thiết lập các mạng lưới điện thông minh, sửa chữa đường sá cầu cống hay thực hiện một dự án giao thông công cộng mới. Tuy nhiên, để thực hiện các dự án nói trên sẽ cần

rất nhiều chi phí và tiến trình thực thi mỗi dự án nói trên đều đòi hỏi sự mở rộng quy mô của chính phủ và thu hẹp của khối tư nhân. Và sẽ thật là thiếu trung thực nếu chúng ta lập luận rằng các kế hoạch trên cần được thông qua càng nhanh càng tốt, và rằng một cuộc Đại suy thoái lần thứ hai sẽ chỉ có thể được ngăn chặn nếu quy mô chính phủ được gia tăng một cách nhanh chóng.

Trên thực tế, cách tốt nhất để nhanh chóng ban hành một gói kích cầu kinh tế là thông qua việc in thêm tiền và phân phát chúng tới mọi người dân. Trong trường hợp của Hoa Kỳ, 2.700 đô la cho mỗi hộ dân là một con số bước đầu hợp lý. Và khi nền kinh tế bắt đầu phục hồi, FED có thể loại bỏ bớt tiền mặt dư thừa đang tồn tại trong hệ thống bằng cách công bố chính sách cho phép lãi suất ngân hàng có thể tăng tới mức phù hợp với tỉ lệ lạm phát mục tiêu được đặt ra ở mức 2%. Việc này sẽ làm giảm nguy cơ lạm phát tăng cao khi gói kích cầu được tung ra. Theo quan điểm của tôi, các khoản chi trong đề xuất kích cầu nền kinh tế của chính quyền Obama cần phải thảo luận kĩ càng hơn và bản chất của nó cần được thể hiện minh bạch hơn: đó là một khoản đầu tư dài hạn vào tương lai của Hoa Kỳ.

Và cũng giống như bất kì một khoản đầu tư dài hạn nào khác, các khoản đầu tư vào cơ sở hạ tầng mới

## Chính sách tiền tệ và tài khóa có thực sự hiệu quả?

dành cho xã hội sẽ luôn sinh ra những dòng tiền hiệu quả. Khi các khoản đầu tư này được chọn lựa một cách cẩn thận, nó sẽ thúc đẩy kinh tế tăng trưởng và tạo ra nhiều lợi ích trong tương lai, và vốn đầu tư ban đầu có thể được hoàn lại thông qua hình thức tăng doanh thu từ thuế.

Cụ thể, một mạng lưới điện mới có thể giúp các nhà máy sản xuất hàng hóa hiệu quả hơn. Các hệ thống đường sắt được nâng cấp có thể giúp tăng năng suất và giảm chi phí vận chuyển. Nếu những điều này xảy ra, việc tăng năng suất nói trên sẽ khiến tiền lương cũng như lợi nhuận tăng lên và tiền thuế mà chính phủ thu được cũng sẽ nhiều hơn. Nếu tình hình thực tế không được thuận lợi như vậy, các khoản đầu tư này không nên được thông qua.

Thực tế là không phải khoản đầu tư vào cơ sở hạ tầng nào cũng đều mang lại nhiều giá trị. Điển hình là trường hợp của cây cầu Alaska. Cây cầu này không nổi với đâu hết, nhưng là trọng tâm được chú ý của một chiến dịch chính trị diễn ra gần đây. Thực tế, rất nhiều khoản đầu tư xã hội đã không hề được xem xét kỹ lưỡng và do đó các nhà chức trách cần cân nhắc kỹ càng chi phí và lợi ích của từng dự án trước khi chi tiêu tiền thuế của dân một cách lãng phí.



## **CÁC GÓI KÍCH CẦU CÓ LÀM NIỀM TIN PHỤC HỒI?**

Thực tế, bản khoản nói trên của tôi có thể cũng được nhiều nhà kinh tế khác chia sẻ. Bản khoản thứ hai của tôi, liên quan nhiều tới yếu tố quy luật thị trường, được hình thành từ các quan điểm riêng mà tôi đã trình bày trong suốt cuốn sách này. Khác với các nhà kinh tế theo trường phái cổ điển hoặc trường phái Keynes mới, tôi không cho rằng có tồn tại một tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên không chịu tác động bởi tổng cầu. Theo đó, bất kì kế hoạch kích cầu nào nếu muốn thành công cũng đều phải dựa nhiều vào việc xây dựng niềm tin của khối tư nhân tương đương với việc làm gia tăng tổng cầu, bởi vì không phải lúc nào tổng cầu tăng cũng dẫn đến số lượng việc làm tăng theo.

## **HÃY CHỈ CHO TÔI MỘT NHÀ KINH TẾ HỌC QUYẾT ĐOÁN**

Các nhà kinh tế thường nổi tiếng với tính thiếu quyết đoán và ngại rủi ro của mình. Phản ứng thường thấy của họ cho câu hỏi chính sách tài khóa nên được thực hiện thế nào sẽ là: “Một mặt, chúng ta cần tăng thuế, nhưng mặt khác, chúng ta cũng cần cân bằng ngân sách”. Tổng thống Harry Truman, từng giữ chức Chủ

## Chính sách tiền tệ và tài khóa có thực sự hiệu quả?

tịch Hội đồng tư vấn kinh tế đã từng phát biểu một câu châm biếm nổi tiếng “Hãy chỉ cho tôi một nhà kinh tế quyết đoán”. Trên tinh thần đó, tôi sẽ trả lời câu hỏi trên như sau: Chúng ta có đang ban hành các chính sách đúng đắn?

Dưới đây là quan điểm về chính sách tài khóa của tôi. Một gói kích cầu lớn, có thể là một phần quan trọng của kế hoạch phục hồi nền kinh tế hoặc không. Tôi tin rằng, luôn có những cách tốt hơn việc sử dụng chính sách tài khóa, như những gì tôi sẽ trình bày trong chương 11. Nhưng một khi đã sử dụng chính sách tài khóa, chính sách này nên được triển khai dưới dạng một khoản tiền được chuyển trực tiếp tới mọi công dân, thay vì việc gia tăng chi tiêu của ngân sách chính phủ.

Còn đây là quan điểm của tôi về chính sách tiền tệ. Lãi suất ngân hàng trong ngắn hạn nên được tăng ngay khi có thể, bởi vì lãi suất ngân hàng trên mức 0% là yếu tố cần thiết để các ngân hàng trung ương có thể kìm hãm lạm phát một cách hiệu quả. Trong tương lai, các ngân hàng trung ương nên sử dụng lãi suất ngân hàng cho mục đích này, thay vì dùng để ngăn ngừa sự xuất hiện của các cuộc khủng hoảng kinh tế.

Tuy vậy, nếu lãi suất ngân hàng nội địa được tăng lên nhưng yếu tố niềm tin của các nhà đầu tư không được để tâm đúng mức thì hệ quả dẫn đến sẽ là thị

## Cách nền kinh tế vận hành

trường chứng khoán sẽ sụt giảm giá trị và nền kinh tế cũng sẽ bị ảnh hưởng trong tương lai. Để ngăn chặn điều này, các ngân hàng trung ương cần dùng thêm một công cụ nữa. Trong chương tiếp theo tôi sẽ giải thích công cụ này là gì và làm cách nào để sử dụng chúng. Chiến lược này được tôi đề xuất nhằm giữ vững niềm tin của các nhà đầu tư và từ đó đặt dấu chấm hết cho các chu kì bùng nổ và suy thoái kinh tế, vốn là đặc trưng của nền kinh tế tư bản chủ nghĩa kéo dài trong suốt 300 năm qua.

## CHƯƠNG 11

# Làm thế nào để giải quyết khủng hoảng tài chính

*Các phương thuốc mới sẽ tạo ra những điều xấu xa mới, vì thời gian chính là nhà sáng chế vĩ đại nhất.*

**Francis Bacon** (tiểu luận *Trong cung điện*)

Lịch sử nền kinh tế thế giới từ sau Thế chiến II đã chứng kiến rất nhiều cuộc bùng nổ và khủng hoảng kinh tế. Tại Hoa Kỳ đã diễn ra liên tiếp 10 sự kiện như vậy, với tỉ lệ thất nghiệp giảm và GDP tăng trong chu kì 4-5 năm tăng trưởng kinh tế đan xen với các thời kì suy thoái ngắn với tỉ lệ thất nghiệp tăng lên trung bình khoảng 3,5%. Và mặc dù chu kì kinh tế ở các vùng khác nhau trên thế giới không phải luôn luôn tương đồng với nhau nhưng các nền kinh tế ở châu Âu cũng đều chứng kiến hiện tượng tương tự.

Trong tất cả các lần suy giảm kinh tế, ở mọi quốc gia, sự suy thoái này không hề tự nhiên biến mất: chúng đều cần đến một chút can thiệp từ phía chính quyền. Tại Hoa Kỳ, FED luôn luôn giảm lãi suất ngân hàng khi một cuộc suy thoái kinh tế xảy ra. Cuộc Đại suy thoái diễn ra không giống như vậy, đơn giản chỉ vì khi đó lựa chọn này không tồn tại. Vào năm 1934, lãi suất cơ sở (fed funds rate), lãi suất qua đêm và lãi suất qua đêm liên ngân hàng gần như bằng 0.

Theo lý thuyết chu kỳ kinh tế thực, lý thuyết kinh tế cơ bản nhất mà chúng ta dạy trong các trường đại học trong suốt 35 năm, thì tiền lương sẽ nhanh chóng được điều chỉnh để đảm bảo rằng số lượng công ăn việc làm được điều khiển bởi quy luật cung cầu của thị trường. Những người không kiếm được việc làm trong thời kỳ khủng hoảng tài chính đơn giản là vì họ đòi trả lương quá cao, và tỉ lệ thất nghiệp nên được xác định bởi một nhà lập kế hoạch nhân từ.

Tôi không phủ nhận rằng sự thay đổi đột ngột về năng suất lao động sẽ có tác động tới GDP. Nhưng Pigou vào năm 1929 đã liệt kê ra tới 6 nguyên nhân có thể ảnh hưởng tới chu kỳ kinh tế, trong đó ngoài yếu tố vừa kể trên 5 yếu tố còn lại cũng đóng vai trò rất quan trọng. Đáng lí việc sụt giảm tới một nửa nguồn cung dầu mỏ do cuộc chiến tranh Vùng Vịnh sẽ phải khiến các quốc gia nhập khẩu dầu mỏ bước vào một cuộc

khủng hoảng kinh tế. Thế nhưng quy luật thị trường không phải là yếu tố duy nhất gây nên sự tăng vọt của giá dầu thế giới: tâm lí của nhà đầu tư cũng không kém phần quan trọng.

Tâm lí bất ổn của nhà đầu tư có thể phóng đại một sự biến động nhỏ được gây nên bởi quy luật thị trường và tạo nên sự hỗn loạn trên thị trường tài chính. Theo quan điểm của trường phái kinh tế cổ điển, một nhà đầu tư có cái đầu lạnh và đi ngược lại xu hướng của số đông nhà đầu tư khác trên thị trường có thể giúp nền kinh tế được phục hồi và mọi người đều có công ăn việc làm. Một nhà đầu tư có tầm nhìn dài hạn như vậy hẳn sẽ kiếm được nhiều lợi nhuận bằng hành động nói trên. Trong cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008, chúng ta đã không thấy bất kì nhà đầu tư nào như trên xuất hiện. Lí do đơn giản là vì khi đó, không tồn tại một định nghĩa thống nhất về việc khi nào hiện tượng không còn nạn thấp nghiệp xảy ra. Bàn tay vô hình hẳn đã bị liệt.

## **ĐIỀU GÌ ĐÃ XẢY RA VÀO NĂM 2008**

Trong cuộc khủng hoảng năm 2008, nền kinh tế thế giới nhanh chóng rơi vào trạng thái thất nghiệp tràn lan và sự thịnh vượng xuống thấp. Hiện tượng này xảy ra khi người dân bắt đầu mất lòng tin vào giá trị của



các tài sản được đảm bảo bởi thị trường thế chấp bất động sản dưới chuẩn (subprime mortgage market). Việc không thể định giá được các tài sản trên đã châm ngòi cho một sự đổ vỡ niềm tin và gây ra sự hoảng loạn cho các nhà đầu tư trên khắp thế giới.

Thực tế, giá trị các cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán Hoa Kỳ vào đầu năm 2009 đã được tính toán và xác định một cách cẩn thận dựa trên lịch sử trước đó của chỉ số giá trên lợi nhuận (price earnings ratios). Nhưng các nhà đầu tư khi đó vẫn lo ngại rằng giá trị của các cổ phiếu có thể sẽ còn thấp hơn nhiều. Vào mùa hè năm 2008, chỉ số Dow Jones dao động ở mức 12.000 điểm, nhưng đến tháng 2 năm 2009, chỉ số này đã giảm xuống mức 8.000 điểm. Nếu chỉ số Dow Jones còn tiếp tục giảm xuống, những dự báo giảm điểm trước đó sẽ trở thành sự thực, và các tổ chức tài chính lẫn phi tài chính sẽ rơi vào trạng thái vỡ nợ ở mức kỉ lục.

Phần lớn các nhà kinh tế lẫn nhà báo tài chính đều tin rằng vào năm 2008 chúng ta đã rơi vào một cuộc khủng hoảng về tính thanh khoản. Các cuộc tranh luận tại Washington, Frankfurt, Tokyo và London đều cho thấy chúng ta cần phải phá băng thị trường tín dụng. Nhưng nhiều nhà quan sát đã chỉ ra một thực tế là các ngân hàng đầu tư và các tổ chức tài chính khi đó đều nhận tiền từ ngân hàng trung ương quốc gia,

Làm thế nào để giải quyết khủng hoảng tài chính

nhưng lại từ chối cho các tập đoàn vay vốn. Trên thực tế, chiến lược giữ lại nguồn vốn hỗ trợ của các ngân hàng khi đó là hoàn toàn hợp lí.

Các ngân hàng vào thời điểm năm 2009 đều lo ngại về việc thị trường có thể giảm sâu hơn nữa. Nếu giá trị của các tài sản như nhà đất, xí nghiệp hay máy móc tiếp tục giảm xuống, các khoản vay dành cho các doanh nghiệp khi đó sẽ không thể hoàn lại và các ngân hàng sẽ tiếp tục chìm sâu vào khủng hoảng. Vào tháng 2 năm 2009, mọi người đều ở trong trạng thái chờ đợi vì lo ngại mọi việc có thể tệ hơn rất nhiều.

## **MỘT ĐÒN BẨY CHÍNH SÁCH MỚI**

Từ năm 1951 đến nay, FED luôn phản ứng với các cuộc khủng hoảng kinh tế bằng cách giảm lãi suất ngân hàng. Mặc dù các ngân hàng trung ương luôn làm rất tốt công việc ngăn chặn không cho các cuộc khủng hoảng kinh tế lớn có thể xảy ra nhưng cho đến tận ngày nay các nhà đề xuất chính sách đều hiểu sai về bản chất công việc của họ. Các nhà đề xuất chính sách tại các ngân hàng trung ương đều tin rằng trong dài hạn họ có thể tác động được tới tỉ lệ lạm phát, nhưng họ sẽ không tác động được gì tới tỉ lệ thất nghiệp trong nước. Chuyện chính sách tài khóa có thể tác động được đến tỉ lệ lạm phát trong dài hạn là điều chúng ta đều

đã biết, nhưng lí thuyết xuyên suốt nhất được tôi chỉ ra trong cuốn sách này còn cho thấy các ngân hàng trung ương cũng có thể tạo ra những ảnh hưởng rõ rệt tới tỉ lệ thất nghiệp nữa.

Thông thường, một ngân hàng trung ương quản lí hai đòn bẩy về chính sách kinh tế chính. Thứ nhất là họ có thể kiểm soát được độ lớn của bảng cân đối tài chính, điều quyết định tới số lượng tiền được luân chuyển trong nền kinh tế. Đòn bẩy thứ hai là thành phần cấu thành bảng cân đối tài chính của họ. Từ trước đến nay, các ngân hàng trung ương vẫn sử dụng vàng như là đối tượng dự trữ chủ yếu, nhưng gần đây các khoản nợ chính phủ cũng đã bắt đầu được họ sử dụng. Với sự ra đời của chính sách lạm phát mục tiêu (inflation targeting) vào những năm 1980, các ngân hàng trung ương đã học được cách thức hiệu quả trong việc dùng yếu tố đòn bẩy thứ nhất để kiểm soát lạm phát. Và cho đến tận gần đây họ mới bắt đầu thử nghiệm với yếu tố đòn bẩy thứ hai. Điều này cũng hơi giống với việc bạn học cách đánh bánh lái để điều khiển con thuyền, nhưng lại không biết làm thế nào để nâng hay hạ cánh buồm vậy.

Vào tháng 11 năm 2008, FED và Ngân hàng Anh bắt đầu tìm cách sở hữu thêm các loại tài sản khác theo lộ trình thực hiện chính sách nới lỏng định lượng (quantitative easing). Đây là một hướng đi đúng đắn,

nhưng như vậy là chưa đủ. Đã đến lúc họ phải mở rộng phạm vi hoạt động bằng cách can thiệp trực tiếp vào thị trường tài sản thông qua các chính sách để tác động không chỉ tới lãi suất ngân hàng trong ngắn hạn. Cụ thể, bên cạnh việc sử dụng quy mô của bảng cân đối tài chính để thay đổi lãi suất ngân hàng và tỉ lệ lạm phát mục tiêu, họ cũng nên sử dụng các thành tố cấu thành bảng cân đối tài chính của họ nhằm thay đổi giá trị của các tài sản và tỉ lệ thất nghiệp. Các ngân hàng trung ương không nhất thiết phải thực hiện việc này bằng cách trực tiếp mua quyền biểu quyết tại từng doanh nghiệp. Cách tốt hơn là cho phép đầu tư vào các quỹ chỉ số (index fund).

## **CHỈ SỐ CHỨNG KHOÁN VÀ QUỸ ĐẦU TƯ CHỈ SỐ**

Chỉ số chứng khoán là một con số được tính bằng cách lấy bình quân giá của một số mã chứng khoán nhất định. Việc đó dẫn tới việc tồn tại của rất nhiều loại chỉ số chứng khoán, do số lượng và mức độ quan trọng của các mã chứng khoán được chọn ra để tính chỉ số là khác nhau. Một số chỉ số chứng khoán coi mọi mã chứng khoán có mức độ quan trọng ngang nhau, một số khác thì coi trọng mã của các doanh nghiệp lớn nhiều hơn. Một số chỉ số chứng khoán nổi tiếng có thể kể đến như chỉ số công nghiệp Dow Jones, S&P 500,

Wilshire 500 của Hoa Kỳ, FTSE 100 của Anh hay Nikkei của Nhật. Ban đầu, các chỉ số chứng khoán sẽ được chỉ định ở mốc 100 điểm. Mốc điểm này được xác định bằng cách chọn và đánh giá mức độ quan trọng của từng mã chứng khoán niêm yết sao cho kết quả nhận được là 100.

Để giải thích cụ thể hơn, hãy giả định là chúng ta đang trong quá trình tạo ra một loại chỉ số chứng khoán mới có tên Farmer Big 3, gồm 3 loại cổ phiếu của Wal-Mart, Microsoft và Apple. Vào ngày mùng 10 tháng 2 năm 2009, các cổ phiếu trên được giao dịch ở mức giá tương ứng là 47,8, 19,17 và 98,74 đô la một cổ phiếu. Giá trị của một doanh nghiệp có thể được xác định bằng cách lấy giá niêm yết nhân với số lượng cổ phiếu đang được niêm yết, và có thể được gọi dưới cái tên khác là giá trị vốn hóa thị trường của một doanh nghiệp. Theo đó, vào ngày mùng 10 tháng 2 năm 2009, giá trị vốn hóa của Wal-Mart là 187 tỉ đô la, Microsoft là 170 tỉ đô la và Apple là 88 tỉ đô la. Tổng giá trị vốn hóa của ba doanh nghiệp nói trên là 445 tỉ đô la, trong đó Wal-Mart chiếm 42%, Microsoft chiếm 38% và Apple chiếm 20%. Các con số này được thể hiện trong hình 11.1.



## Làm thế nào để giải quyết khủng hoảng tài chính

|               | Wall Mart     |               | Microsoft      |               | Apple          |              |
|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|----------------|--------------|
|               | Price         | Mkt. Cap      | Price          | Mkt. Cap      | Price          | Mkt. Cap     |
| <b>Weight</b> | <b>\$47.8</b> | <b>\$187b</b> | <b>\$19.17</b> | <b>\$170b</b> | <b>\$98.74</b> | <b>\$88b</b> |
|               |               | <b>42%</b>    |                | <b>38%</b>    |                | <b>20%</b>   |

Hình 11.1. Chỉ số Farmer Big 3

Chỉ số Farmer Big 3 xuất hiện lần đầu vào ngày mùng 10 tháng 2 năm 2009, theo đó giá trị khởi điểm của nó vào ngày hôm đó là 100 điểm. Giả sử sang ngày hôm sau, cổ phiếu của Wal-Mart và Microsoft vẫn tiếp tục được giao dịch ở mức 47,8 và 19,17 đô la một cổ phiếu nhưng giá cổ phiếu của Apple giảm một nửa trong ngày hôm đó xuống còn 49,37 đô la. Giá cổ phiếu Wal-Mart và Microsoft không thay đổi còn của Apple thì giảm 50%. Vì cổ phiếu Apple chỉ chiếm 20% giá trị của chỉ số Farmer Big 3, nên chỉ số này sẽ giảm ở mức 50% của 20% hay là 10%. Giá một cổ phiếu Apple sẽ chỉ còn 90 đô la một cổ phiếu vào ngày hôm đó.

Có thể thấy, chỉ số chứng khoán là một thước đo cho chúng ta biết nói chung các mã chứng khoán đang lên hay xuống.

Tuy vậy, không phải nhà đầu tư nào cũng có động lực hay thời gian để theo dõi thường xuyên xu hướng thị trường và thực hiện giao dịch. Họ có thể nhờ các quỹ đầu tư tương hỗ (mutual fund) để giúp mình quản



lí danh mục đầu tư. Cho đến tận gần đây, các quỹ đầu tư tương hỗ vẫn được quản lí thường xuyên bởi các chuyên gia tài chính. Các chuyên gia này sẽ quyết định cấu thành danh mục đầu tư hằng ngày cho các nhà đầu tư chứng khoán.

Tuy vậy, đến năm 1975, John Bogle, người sáng lập của Vanguard đã giới thiệu một ý tưởng hoàn toàn mới tới thị trường chứng khoán: quỹ đầu tư chỉ số (index fund) được ra đời. Về bản chất đây là một quỹ đầu tư tương hỗ, nhưng các mã cổ phiếu được chọn trong danh mục đầu tư sẽ tỉ lệ với một tỉ trọng cố định từ chỉ số chứng khoán và cả các tài sản nợ được đảm bảo bởi cổ phiếu của các nhà đầu tư. Quỹ đầu tư chỉ số đầu tiên là Vanguard, với số tài sản ban đầu là 11 triệu đô la. Đến năm 1999, tài sản của quỹ này đã lên tới hơn 100 tỉ đô la.

## **KẾ HOẠCH NGĂN NGỪA SỰ SỤP ĐỔ VÀ TÌNH TRẠNG BONG BÓNG**

Giá trị của các cổ phiếu đơn lẻ luôn tăng và giảm theo quy luật của thị trường. Việc tìm ra một mỏ dầu mới sẽ giúp giá trị của công ti tìm ra nó tăng lên. Một cuộc thử tên lửa thành công của Bắc Hàn sẽ giúp cổ phiếu của công ti cung cấp tên lửa đó tăng lên. Việc tìm ra một

loại vắc xin mới sẽ làm giàu cho công ti sản xuất chúng. Trong khi đó, một số quy luật thị trường sẽ khiến cổ phiếu của mọi công ti thay đổi. Ví dụ, nếu một chính phủ với các dự định tăng thuế được bầu lên, cổ phiếu của mọi công ti sẽ giảm, do giá trị cổ tức sau thuế sẽ bị giảm sút.

Quy luật thị trường không phải yếu tố duy nhất khiến thị trường thay đổi. Giá trị các mã cổ phiếu đơn lẻ có thể thay đổi do chịu ảnh hưởng của yếu tố tâm lí của các nhà đầu tư, và không dễ để có thể phân biệt được giá trị cổ phiếu thay đổi là do yếu tố tâm lí hay là do quy luật thị trường. Công nghệ nano sẽ làm thay đổi giá trị của các mã cổ phiếu hiện nay trong 5 năm nữa ra sao? Sự bùng nổ của Internet sẽ ảnh hưởng tới các doanh nghiệp trong 10 năm tới thế nào? Máy tính có thể sẽ trở nên thông minh hơn con người hay không? Những ví dụ nói trên đều có thể tạo ra những tác động lớn lao tới giá cổ phiếu và cổ tức trong tương lai, nhưng sẽ không dễ dàng để có thể định lượng được các tác động đó.

Và bởi vì mức độ thịnh vượng và nhu cầu tiêu dùng có mối quan hệ mật thiết với nhau, và đều ảnh hưởng tới tỉ lệ thất nghiệp, do đó một niềm tin chưa có cơ sở về cổ tức trong tương lai đều có khả năng trở thành hiện thực. Bằng cách giữ ổn định các biến động của thị trường, cả khi thị trường lên và xuống, các ngân

hàng trung ương có thể ngăn ngừa những ảnh hưởng tiêu cực mà những sự biến động đó có thể tạo ra với nền kinh tế. Điều phối dựa trên hoạt động của các quỹ đầu tư chỉ số là cách lí tưởng nhất để thực hiện việc này, và các ngân hàng trung ương cũng không cần nắm giữ cổ phần trong các doanh nghiệp tư nhân.

## **THIẾT LẬP MỘT CHŨNG CHỈ QUỸ**

Để thực hiện kế hoạch này, đầu tiên chúng ta cần xác định ra một loại chỉ số mới để các quỹ đầu tư chỉ số có thể dùng để tham chiếu. Bởi vì mọi hình thức tài sản trong một quốc gia đều nằm trong mục tiêu tích hợp, do đó chỉ số này cần bao quát tất cả các công ti hiện đang niêm yết trên thị trường. Tuy nhiên để ngăn chặn việc một số công ti nhỏ với số lượng đông đảo có thể gây ảnh hưởng lớn tới độ chính xác, mỗi công ti phải được gán một mức tỉ trọng khác nhau. Các công ti có giá trị vốn hóa lớn và nhiều nhân viên phải có tỉ trọng lớn hơn. Tiếp đó, cũng cần tới một số quy định nhằm điều chỉnh tỉ trọng của các công ti một cách thường xuyên để chỉ số có thể phản ánh tốt nhất các thực tế: giá trị của một số công ti có thể tăng hay giảm hay có một số công ti mới thành lập. Sau khi hoàn tất việc định nghĩa chỉ số trên, các công ti đầu tư tư nhân như Vanguard hay Fidelity sẽ được khuyến khích để tạo ra

## Làm thế nào để giải quyết khủng hoảng tài chính

các quỹ đầu tư chỉ số với danh mục đầu tư dựa trên mức tỉ trọng và danh sách công ti có trong chỉ số. Các quỹ đầu tư trên có thể mua cổ phần của các công ti tư nhân và giữ chúng dưới dạng tài sản. Họ cũng có thể tạo ra các công cụ tài sản nợ bù trừ (off setting liabilities) và bán chúng cho các nhà đầu tư trên thị trường.

Khi thị trường đã được định hình dựa trên chỉ số chứng khoán mới, lúc này các ngân hàng trung ương có thể mua các chứng chỉ quỹ đầu tiên với mức giá thị trường. Ở Hoa Kỳ, bảng cân đối tài chính của FED vào cuối năm 2008 là 800 tỉ đô la và một con số tương tự được dành vào việc mua các chứng chỉ quỹ có thể được xem là một sự khởi đầu tốt. Để kế hoạch có thể diễn ra tốt đẹp, hành động can thiệp vào thị trường chứng khoán của các ngân hàng trung ương phải độc lập với chức năng quản lí nguồn tiền của các cơ quan này. Sự độc lập này có thể đạt được thông qua việc các ngân hàng cho vay các khoản vay được bảo đảm bởi Ngân khố quốc gia với lãi suất bằng 0 trong vòng 3 tháng.

## KÉO ĐÒN BẢY

Thông thường, sau khi được ngân hàng trung ương chọn ra, lãi suất ngân hàng sẽ có hiệu lực áp dụng trong khoảng thời gian từ 1 đến 2 tháng. Mỗi năm, Ủy

## Cách nền kinh tế vận hành

ban Thị trường mở của FED sẽ tổ chức họp 8 lần, và lãi suất ngân hàng 6 tuần kế tiếp sẽ được xác định trong các cuộc họp này. Để giữ cho tỉ lệ này được ổn định, FED sẽ thông qua việc mua bán trái phiếu ngắn hạn của Ngân khố quốc gia để đổi lấy tiền mặt. Cùng lúc, FED cũng sẽ công bố dự đoán về giá của các chứng chỉ quỹ đầu tư chỉ số trong tương lai và sẵn sàng mua hoặc bán liên tục các chứng chỉ này ở mức giá vừa công bố. Nói cách khác, các ngân hàng trung ương có thể công bố rằng họ sẽ bắt đầu thực hiện các giao dịch chứng chỉ từ quỹ đầu tư chỉ số một tuần sau khi cuộc họp kết thúc với mức giá giao dịch là 120 điểm và điều chỉnh mức giá hằng ngày để duy trì được tốc độ tăng giá 3% một năm. Nếu chỉ số hiện tại đang đạt 100 điểm, các nhà quản lí quỹ sẽ có nhiều động cơ để mua thêm cổ phiếu nhằm đẩy mức điểm của chỉ số tăng lên mức mà ngân hàng trung ương công bố sẽ sẵn sàng giao dịch.

Nếu thực hiện kế hoạch này, liệu ngân sách có bị ảnh hưởng hay không? Câu trả lời cho câu hỏi trên là điều đó rất khó xảy ra. Thường thì các ngân hàng trung ương sẽ không sử dụng tiền lãi sinh ra từ các tài sản mà họ nắm giữ để đi trả nợ. Số tiền lãi này sẽ được dùng để trả cho chi phí vận hành, và phần còn lại được chuyển vào Ngân khố quốc gia. Trong khi đó, các quỹ đầu tư chỉ số sẽ phải trả cho ngân hàng trung ương một mức phí tương đương với tiền lãi cổ tức sinh ra từ



## Làm thế nào để giải quyết khủng hoảng tài chính

các danh mục đầu tư để bù đắp chi phí cho hoạt động bình ổn thị trường của cơ quan này. Do đó ngân hàng trung ương luôn sở hữu một dòng tiền dương hằng tháng. Ngoài ra, khi thực hiện kế hoạch nói trên, các ngân hàng trung ương cũng phải chi bớt một phần trong khoản tiền lãi của mình để đảm bảo yếu tố an ninh cho việc mua bán chứng chỉ quỹ trong trường hợp cần thiết. Để đảm bảo hoạt động, dòng tiền ra và dòng tiền vào của cơ quan này cần phải tương đương nhau.

Theo con số được ghi nhận, thị trường chứng khoán Hoa Kỳ thường mang lại nguồn thu tốt hơn so với việc mua bán trái phiếu ngắn hạn của Ngân khố khoảng 5%. Không nhiều người dân hiểu khoản chênh đó do đâu mà có, nhưng các nhà kinh tế thì cho rằng nó xuất phát từ bản chất rủi ro của việc nắm giữ cổ phiếu, đặc biệt là những rủi ro mang tính hệ thống đã dẫn tới sự sụp đổ của thị trường năm 2008. Mặc dù các đề xuất nhằm bình ổn thị trường của tôi vừa nêu có thể xóa bỏ các rủi ro mang tính hệ thống này, nhưng khi đó khoản chênh về nguồn thu từ thị trường chứng khoán và Ngân khố nói trên cũng có thể sẽ biến mất. Thay vào đó thì tiền lãi từ thị trường chứng khoán có thể sẽ giảm và lãi suất ngân hàng trên trái phiếu ngắn hạn của Ngân khố quốc gia sẽ tăng. Và bởi vì các ngân hàng trung ương thường mua chứng chỉ quỹ ở thời



điểm thị trường định giá các chứng chỉ này rất thấp, do đó trong dài hạn, nó có thể mang lại một nguồn thu lớn đủ để bù đắp chi phí vận hành.

## **CÁC NGÂN HÀNG CẦN ĐƯỢC ĐIỀU CHỈNH THEO CÁCH THẾ NÀO**

Ý tưởng về việc sử dụng các quỹ đầu tư chỉ số để tăng cường giá trị tài sản còn có thể mang lại nhiều lợi ích tiềm năng khác. Phiên bản đơn giản hơn của ý tưởng này có thể được thực hiện thông qua việc ngân hàng trung ương bơm thêm vốn vào lĩnh vực ngân hàng nội địa nhưng lại không nhất thiết phải sở hữu hay quốc hữu hóa các ngân hàng đó. Việc này có thể được thực hiện ra sao?

Có thể nói, cách thực hiện này có thể được coi là một phần mở rộng của kế hoạch ổn định thị trường trên, khi ngân hàng trung ương chỉ mua và bán một số lượng mã cổ phiếu giới hạn thay vì mua và bán cổ phiếu của toàn bộ mã trên thị trường. Nó bao gồm 4 bước chính.

Đầu tiên là cần xác định ra một quỹ đầu tư chỉ số bao gồm tất cả các mã cổ phiếu của các ngân hàng đã được niêm yết trên thị trường. Tỷ trọng của các mã chứng khoán của từng ngân hàng sẽ được xác định

## Làm thế nào để giải quyết khủng hoảng tài chính

dựa trên giá trị vốn hóa ban đầu. Bên cạnh đó, cũng cần thêm một quy tắc cho phép các tỉ trọng nói trên có thể thay đổi một cách thường xuyên.

Thứ hai là cần cho phép các tổ chức tài chính tư nhân có thể tạo và trao đổi các chứng chỉ của quỹ đầu tư chỉ số nói trên. Họ có thể mua cổ phiếu của các ngân hàng và sở hữu chúng như một loại tài sản và có thể bán các chứng chỉ dưới hình thức tài sản nợ.

Thứ ba, ngân hàng trung ương cần sở hữu những chứng chỉ đầu tiên từ quỹ chỉ số mới thành lập trên và thông qua khoản nợ ngắn hạn không lãi suất được đảm bảo bởi Ngân khố quốc gia.

Cuối cùng, tại mỗi cuộc họp của ủy ban chính sách tiền tệ quốc gia, ngân hàng trung ương cần công bố một mức giá và tốc độ gia tăng của mức giá này. Ngân hàng trung ương phải luôn luôn sẵn sàng mua bán các chứng chỉ quỹ chỉ số ở mức giá được công bố này trong vài tuần tiếp theo.

Thực tế, các ngân hàng vào thời điểm tháng 1 năm 2009 đều bị định giá thấp hơn giá trị thực vì lúc đó không tồn tại một thị trường cho phép giao dịch các "tài sản nguy hại" mà họ đang nắm giữ. Tuy nhiên, nếu ý tưởng tôi vừa trình bày được áp dụng, thì thị trường chứ không phải các ngân hàng trung ương sẽ là người định giá các tài sản đó. Giá tương đối của cổ phiếu các ngân hàng theo đó cũng được xác định bởi

thị trường, chứ không phải bởi ngân hàng trung ương. Nó sẽ tăng hoặc giảm dựa trên các thông tin mới về giá trị các tài sản ngân hàng được công bố. Nếu một ngân hàng được phát hiện đang sở hữu một tỉ lệ các tài sản xấu ở mức bất thường, dòng vốn của thị trường sẽ tự động chuyển tới các ngân hàng được quản lý tốt hơn. Nếu một ngân hàng mới được thành lập và cho thấy khả năng quản trị tốt, dòng vốn từ thị trường cũng sẽ chuyển sang ngân hàng mới này và các ngân hàng cũ sẽ mất dần giá trị hoặc thậm chí là phá sản.

Hướng tiếp cận này so với hướng tái cấp vốn xen kẽ đang được xem xét có những lợi thế nào? Đầu tiên, nó không tốn một chút tiền thuế nào. Thứ hai, nó cho phép thị trường tự định giá các tài sản. Thứ ba, nó trừng phạt các ngân hàng có khả năng quản lý kém bằng cách có thể khiến các ngân hàng này sụp đổ mà không ảnh hưởng gì tới hệ thống tài chính. Cuối cùng, nó khuyến khích việc các tổ chức tài chính mới được thành lập nhằm thay thế các tổ chức cũ hoạt động kém hiệu quả.

Vào năm 2008, hệ thống tài chính thế giới không đơn giản chỉ là rơi vào trạng thái kém thanh khoản mà rất có thể đã phá sản. Nguyên nhân của việc này không phải đến từ các quy luật thị trường mà đến từ tâm lý của các nhà đầu tư tham gia thị trường.

Các cuộc khủng hoảng tài chính có thể kéo theo việc nhiều người lợi dụng thời điểm khó khăn này để

## Làm thế nào để giải quyết khủng hoảng tài chính

trục lợi cho bản thân và ảnh hưởng xấu đến tình hình chung. Thật vậy, khi GDP ở mọi quốc gia giảm sút và không phản ánh đúng tiềm năng của nền kinh tế thì hoạt động quản lí kinh tế không còn là một cuộc chơi được mất có tổng bằng không nữa. Và bằng cách ngăn chặn sự sụp đổ của hệ thống tài chính thế giới, chúng ta có thể chuyển hướng nền kinh tế ra khỏi một trạng thái cân bằng tồi tệ và trở lại đúng quỹ đạo thông thường. Tuy vậy, các chính trị gia và người lãnh đạo các ngân hàng trung ương cần phải có tư duy ra ngoài khuôn khổ chiếc hộp để có thể thực hiện được việc này.

## TÓM TẮT VỀ CÁC LẬP LUẬN CỦA TÔI

Một nhược điểm cố hữu của nền kinh tế thị trường là nó không thể cung cấp chi phí, thời gian cần thiết để mọi người đều có thể tìm được công ăn việc làm một cách hiệu quả. Chính sự thiếu hụt thông tin đó đã khiến nền kinh tế thị trường có thể bị mắc kẹt với một tỉ lệ thất nghiệp rất cao và tồn tại trong một thời gian dài.

Số lượng các nhân công được tuyển thì phụ thuộc vào nhu cầu của người tiêu dùng dành cho các mặt hàng được sản xuất bởi các doanh nghiệp. Nhu cầu này lại phụ thuộc vào mức độ giàu có của người dân.

Khi mức độ này thay đổi, tỉ lệ thất nghiệp cũng sẽ thay đổi theo. Mức độ giàu có của các hộ dân lại phụ thuộc vào việc họ tin vào điều gì. Niềm tin sẽ quyết định tới mức độ giàu có!

Như vậy, với mỗi mức độ tin tưởng về mức độ giàu có của người dân, sẽ tồn tại một tỉ lệ thất nghiệp tương ứng, và kéo theo đó là một mức giá nhất định dành cho nhà đất, công xưởng và máy móc. Giá trị của các tài sản vật chất cuối cùng phụ thuộc vào niềm tin về giá trị tương lai của chúng đến từ những người tham gia vào thị trường.

Các chính sách tài khóa và tiền tệ (fiscal monetary) đều không thể khiến tỉ lệ thất nghiệp có thể giảm xuống trừ phi các chính sách trên có thể phục hồi niềm tin của nhà đầu tư vào thị trường chứng khoán. Tuy nhiên không có gì đảm bảo rằng việc đó sẽ xảy ra. Vào mùa hè năm 2009, rất nhiều nhà kinh tế đã dự đoán rằng nền kinh tế của Anh và Hoa Kỳ có thể sẽ phục hồi và tăng trưởng trở lại vào quý 3 và quý 4 cùng năm đó. Tuy nhiên không ai dự đoán được khi nào tỉ lệ thất nghiệp có thể giảm xuống.

Khi khủng hoảng kinh tế xảy ra năm 2008, các nhà dự báo kinh tế ở mọi quốc gia trên thế giới đều sẽ phải điều chỉnh lại dự báo trước đó của mình về tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên do khủng hoảng kinh tế có thể khiến rất nhiều người bị mất việc làm. Các ngân hàng trung



ương khi đó sẽ bị buộc phải tăng lãi suất ngân hàng nội địa nhằm ngăn chặn lạm phát có thể bùng nổ.

Theo quan điểm của cả trường phái kinh tế truyền thống và trường phái kinh tế theo Keynes, các ngân hàng trung ương đã làm một việc đúng đắn. Họ tin rằng tỉ lệ thất nghiệp leo thang là hệ quả của việc thay đổi đột ngột của các quy luật thị trường trong nền kinh tế. Theo một khía cạnh nào đó, họ đã nhận định chính xác. Tuy nhiên, quy luật thị trường thay đổi khi đó là do niềm tin của người tham gia thị trường chứng khoán biến động. Niềm tin này thì không phụ thuộc vào các chính sách của chính phủ.

Biện pháp đối phó phù hợp nhất trong tình huống này là thiết lập các tổ chức có thể bình ổn giá trị các cổ phiếu niêm yết trên thị trường trong nước thông qua hình thức kiểm soát tốc độ tăng trưởng của các chứng chỉ quỹ đầu tư chỉ số. Việc các ngân hàng trung ương tham gia, phối hợp với các chính sách tiền tệ có sẵn là cách lí tưởng nhất để thực thi biện pháp này. Các ngân hàng trung ương đồng thời cũng nên sử dụng quy mô của bảng cân đối tài chính của mình để ngăn chặn tỉ lệ lạm phát có thể tăng quá cao hay xuống quá thấp. Họ cũng nên sử dụng các yếu tố cấu thành bảng cân đối tài chính của mình để ngăn ngừa các vụ sụp đổ hay bong bóng có thể xảy ra.



## GIỮA KEYNES VÀ HAYEK

Nền kinh tế vận hành trên nền tảng thị trường tự do là ý tưởng có khả năng lây lan rất mạnh, và rất thường khi điều đó là tốt. Và trong những năm 1940, mô hình xã hội chủ nghĩa được thử nghiệm tại Liên bang Xô viết và Trung Quốc có nhiều tiềm năng trở thành một mô hình xã hội ưu việt hơn mô hình tư bản chủ nghĩa. Cuối năm 1956, Krushchev thậm chí đã có thể tuyên bố: “Chúng tôi sẽ chôn vùi các ông”. Tại châu Âu thời hậu chiến, chủ nghĩa xã hội bước vào thời kì hưng thịnh của mình. Phần lớn các trí thức lúc đó đi theo một ý tưởng duy lí rằng một nền kinh tế tập trung sẽ hoạt động hiệu quả hơn tính vô chính của thị trường tự do.

Vào thời điểm đó, tiếng nói của Friedrich von Hayek, một nhà kinh tế gốc Áo phải rời bỏ quê hương mình vì nạn phát xít, là vô cùng đơn độc và lạc lõng. Hayek dành phần lớn thời gian trong sự nghiệp của mình tại Đại học Kinh tế London. Vào năm 1944, ông viết một cuốn sách quan trọng có nhan đề *Đường về nô lệ* với những quan điểm bảo vệ thị trường tự do khi cho rằng một nhà hoạch định xã hội sẽ không bao giờ có thể có đầy đủ thông tin về sở thích của mọi người hay hiểu biết về từng vùng địa phương để có thể đưa ra những quyết định đúng đắn<sup>1</sup>. Những ý tưởng của

---

<sup>1</sup> Hayek (1944).

## Làm thế nào để giải quyết khủng hoảng tài chính

Hayek đã ảnh hưởng rất lớn tới công cuộc cải cách của Reagan và Thatcher, và là một lực đẩy gây nên sự sụp đổ của nhiều quốc gia theo mô hình xã hội chủ nghĩa sau này.



Hình 11.1. Friedrich A. von Hayek (1899-1992). Hayek là một triết gia và nhà kinh tế được biết đến bởi quan điểm ủng hộ chủ nghĩa tự do truyền thống và thị trường tự do của mình. Ông là một trong số những triết gia về kinh tế và chính trị có tầm quan trọng lớn nhất trong thế kỉ 20. Ông được trao giải Nobel Kinh tế vào năm 1974 cùng với Gunar Myrdal cho “một nghiên cứu nền tảng về lí thuyết tiền tệ và biến động kinh tế và một phân tích sâu sắc về sự tương thuộc giữa xã hội, nền kinh tế và thể chế” (AP Images).

Hayek và Keynes đã từng là bạn bè, mặc dù họ không đồng quan điểm với nhau về lĩnh vực kinh tế. Hayek là một người bảo vệ mãnh liệt cho ý tưởng về thị trường tự do. Keynes thì tin vào vai trò của giới trí thức trong việc khiến thể giới không bị thao túng bởi chủ nghĩa toàn trị. Trong cuốn sách này, tôi đã cố gắng đi dây trên hai quan điểm cực đoan nói trên. Thực sự thì ý tưởng về thị trường tự do có nhiều điều đáng để ngưỡng mộ. Nó chính là động cơ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ nhất mà con người từng biết tới. Nhưng chúng ta đã sống trong một thị trường không có tự do trong ít nhất cả thế kỉ rồi. Do đó câu hỏi được đặt ra không phải có nên quản lí thị trường tự do hay không, mà là sử dụng cách thức quản lí nào cho hiệu quả. Càng trải nghiệm nhiều về thị trường tự do, chúng ta sẽ càng hiểu hơn cả khía cạnh tại sao nó có thể vận hành tốt và tại sao thì thoảng nó thất bại. Qua đó, tôi hi vọng rằng chúng ta có thể học được cách quản lí nền kinh tế mà chúng ta đang sống mà không giết hại con gà đang đẻ trứng vàng.

# Index

## A

Adam, J., 57, 59, 61, 71, 84-85  
Akerlof, G.A., 141, 184, 204, 206  
Alchian, A., 175  
Ando, A., 209  
Arrow, K., 52, 130  
Azariadis, C., 202

## B

Bacon, F., 267  
Baldwin, S., 239-240  
bàn tay vô hình, 71-72, 84-85,  
178  
bản vị vàng, 151  
Barro, R., 47-48, 126  
bất đối xứng về việc sở hữu  
thông tin, 184  
Benhabib, J., 201-203

Bernanke, B., 9, 78, 103, 118, 213,  
244-247  
Beyer, A., 120  
Blanchard, O., 120  
Bogle, J., 276  
bong bóng dot com, 226  
bong bóng hoa Tulip, 38  
bong bóng Nam Hải, 38  
Brown, G., 9, 191, 240, 251

## C

Calvo, G., 141  
Cass, D., 202  
Chari, V.V., 123  
chỉ số Case-Shiller, 227  
chỉ số công nghiệp Dow Jones,  
273  
chỉ số giá, 158, 270

## Cách nền kinh tế vận hành

- chính sách kinh tế mới của Roosevelt, 256
- chính sách tài khóa, 5, 45, 47, 51, 54, 96, 99, 102, 113, 128, 141, 207, 212, 240-241, 246, 257, 259, 264-265, 271, 286
- chính sách thị trường mở, 153
- chính sách tiền tệ, 26, 45, 102, 112-113, 118, 128, 141, 145, 148, 153, 162-163, 170, 180, 240-241, 243-246, 248, 250, 265, 283, 287
- chu kì kinh tế, 7, 86-87, 89, 91-92, 100, 124, 126, 133-136, 138-141, 146, 158, 167, 169, 175, 200-203, 214, 267-268
- chủ nghĩa tư bản, 34, 39, 56, 66, 83, 206
- chủ nghĩa xã hội, 30, 32, 56, 288
- chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp, 231
- Cipolla, C., 75
- Clarida, R., 141, 163
- cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ, 143
- Cochrane, J., 99-100
- Cole, H., 180, 188
- công cụ phái sinh, 36
- công nghệ, 26, 69, 71, 78, 87, 91, 125, 132, 136, 139, 165, 175, 179, 181-182, 189, 200, 212, 226
- công nghệ tìm kiếm, 181-182
- Coolidge, C., 39, 41
- Cục Dự trữ Liên bang, 37, 55, 118, 135, 148, 243

## D

- Đại suy thoái, 5, 14, 16-17, 19, 22, 27, 31, 38, 41-42, 45, 82, 84, 87, 90-93, 95-96, 143, 146, 153, 168, 170, 173-174, 179-180, 188, 190, 203, 207-208, 211, 213, 215, 217, 219, 222, 224-225, 256, 258, 261-262, 268
- Đạo luật Glass-Steagall, 17, 36, 229, 230-231, 233
- Đạo luật Gramm-Leach-Bliley, 230
- Đạo luật Ngân hàng, 228-229, 243
- Đạo luật việc làm, 41, 89
- Darling, A., 46, 95, 148
- De Long, B., 120
- Debreu, G., 129-132
- Diamond, P., 175, 179

điểm cân bằng, 71, 77, 79, 86, 92,  
112

điểm cân bằng cạnh tranh, 71

định giá theo giá thị trường, 228

Duesenberry, J., 209

đường cong Phillips, 6, 101, 105,  
107-108, 111, 113, 116-117

## E

Eccles, M., 243

## F

Fama, E., 29, 35-36, 47-48, 84

Farmer, R.E.A., 3, 11, 15, 18, 21,  
24, 196, 201, 274-275

Fisher, I., 39, 40

Freddie Mac, 236

Friedman, M., 78-79, 96-97, 111-  
112, 114-116, 125-126, 128,  
170, 176, 179, 209

Frisch, R., 42

FTSE 100, 274

## G

Gali, J., 141, 163

Geithner, T., 95

Gertler, M., 141, 145, 163

giá tiền, 61, 76-77, 80, 93, 124,  
140, 231

giá tương đối, 76, 79, 124, 134,  
140

Ginnie Mae, 236

Glass, C., 9, 37, 229, 233

Greenspan, A., 9, 142-143, 149,  
155, 164, 194, 222, 233-234

Grossman, H., 126

Guo, J.T., 23, 201-203

## H

hậu Keynes, 7, 125-126, 140-142,  
144-146, 163, 203

Hayek, F., 10, 30-32, 288-290

hệ số nhân, 253, 259-260

Hetzel, R.L., 154

Hoover, H., 41, 94

Howitt, P., 179

Hume, D., 59, 61, 75-77, 125, 141-  
142, 144

## J

Jefferson, T., 147

Jevons, W.S., 67, 77

Johnson, L.B., 107



## Cách nền kinh tế vận hành

### K

kế toán theo giá hợp lí, 231

Kehoe, T., 218

Kennedy, J.F., 107

Keynes, J.M., 6-8, 10, 25-26, 31-32, 42-53, 56, 65, 81, 83-86, 89-90, 92-96, 99-104, 107-108, 110, 116, 122, 124-126, 128, 132-133, 144, 146, 166, 173, 175, 186, 190-191, 195, 197, 199-202, 206, 208, 211, 233, 239-240, 253, 255, 264, 287, 290

không còn nạn thất nghiệp, 178, 204

khủng hoảng kinh tế, 13, 16, 19, 45, 47, 54-55, 73, 89, 108, 143, 145, 149, 158, 174, 209, 224, 240, 245, 251, 255, 258, 265, 267, 269, 271, 286

Kì vọng Hợp lí, 7, 123-124, 126-128

King, K., 26, 46, 103, 148

kinh tế học cổ điển, 6, 49, 52-53, 56-58, 62, 74, 78, 81, 84, 90-91, 95, 145, 166, 180, 193, 216

kinh tế học của Keynes, 5, 49, 53, 56, 100

kinh tế học hậu Keynes, 124, 126, 141, 144-146

kinh tế vi mô, 129, 133

kinh tế vĩ mô, 53, 56, 100, 114, 121, 123-124, 126-127, 129, 132, 195

Krugman, P., 30, 47-48, 50-51, 84

Kydland, F., 135-136, 138, 175, 202

### L

lãi suất liên bang, 153

lạm phát, 6-7, 25-26, 45, 49, 55-56, 61-62, 101-105, 107-108, 110-112, 115-119, 124, 126, 140-143, 149, 154-156, 158-162, 164, 169-171, 246-247, 257, 262, 265, 271-272, 287

Leach, R.F., 154

Leijonhufvud, A., 126

LeRoy, S., 199

Levine, D., 205

lí thuyết cân bằng tổng quát, 112, 129-130, 132, 134, 140, 176, 184, 191, 218

lí thuyết chu kì kinh tế thực, 126, 135, 139, 176-177, 268

lí thuyết tìm kiếm, 8, 176, 178, 189-190  
 lí thuyết tìm kiếm cổ điển, 189-190  
 lí thuyết về cung cầu, 64, 92-93  
 lí thuyết về tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên, 121  
 lời tiên tri tự đúng, 3, 16, 53, 201  
 Long, J., 135  
 Lucas Jr, R., 123, 127, 135, 145

## M

ma sát kinh tế, 80-81, 126, 141-142, 146, 176  
 Mackay, C., 38  
 Malinvaud, E., 126  
 Mankiw, G., 141  
 Marshall, A., 64-65, 88, 93  
 McAfee, R.P., 179  
 McCain, J., 215  
 McCall, J., 175  
 McKenzie, L., 130  
 Menger, C., 67, 77  
 Merkel, A., 46  
 Merton, R.K., 54  
 Mill, J.S., 60, 173  
 Miller, G.W., 162  
 Minsky, H., 7, 166, 168

mô hình kinh tế, 34, 48, 56, 141, 144-145, 176  
 Modigliani, F., 108, 209  
 Mortensen, D., 175  
 Myrdal, G., 289

## N

Ngân hàng Anh, 25-26, 29, 37, 46, 55, 119, 147-148, 152, 242-243, 245, 247, 272  
 Ngân hàng Trung ương Châu Âu, 56, 242-243  
 Ngày thứ Hai đen tối, 9, 218  
 nguồn cung tiền, 22, 115, 151, 244, 247  
 nhà hoạch định xã hội, 144, 178, 203, 288  
 nhà kinh tế học hậu Keynes, 140-141  
 nhà kinh tế theo trường phái của Keynes, 30, 52, 211, 234, 259  
 Nikkei, 274  
 Nixon, R.M., 34, 97, 107, 117  
 nợ (công), 46, 95  
 nổi lỏng định lượng, 243-244, 247, 250, 272

## Cách nền kinh tế vận hành

### O

Obama, B., 9, 31, 46, 48-50, 52, 141, 191, 215, 240, 246, 251, 260, 262

Ohanian, L., 180, 188

### P

Pareto, V., 68-71, 176

Paulson, H., 213

Phelps, E., 111-112, 114, 116, 125, 128, 189

Phillips, A.W., 6, 101, 104-106, 111, 116

Pigou, A., 86-88, 91, 93, 139, 174, 202, 268

Pissarides, C., 175

Plosser, C., 135

Popper, K., 121

Porter, R., 199

Prescott, E., 99-100, 135-138, 141, 174, 202, 218

### Q

quỹ đầu tư chỉ số, 10, 276, 278, 280, 282-283, 287

quỹ đầu tư tương hỗ, 275-276

quy luật thị trường, 91, 154, 165, 189, 194-196, 200-201, 212,

215-216, 237, 249, 261, 264, 269, 277, 284, 287

### R

Rand, A., 40, 149

Reagan, R., 30-31, 289

Rogerson, R., 177

Romer, C., 9, 252-253

Roosevelt, F.D., 95, 256, 259

### S

Salido, D.L., 145

Samuelson, P., 52, 108-111, 113, 191

Sargent, T., 99-100

Sarkozy, N., 9, 46, 95, 191, 240

Schwartz, A., 180

Shell, K., 201

Shiller, R.J., 199, 204, 206, 225, 227

Shimer, R., 177

Sims, C., 163

Skidelsky, R., 65, 96

Smith, A., 57, 59, 61, 72, 84, 85, 97

sở thích, 69, 112, 125, 132, 200, 206, 288

Solow, R., 108, 110-111, 113

- Soros, G., 193-194  
 Spence, M.A., 184  
 Steagall, H.B., 9, 37, 229, 233  
 Steinbeck, J., 217  
 sự chấp mỗi, 182  
 sự đánh đổi, 114  
 sự suy phát, 208  
 Summers, L., 52, 103, 120  
 Sunstein, C.R., 204  
 suy thoái kinh tế, 87, 120, 128, 136, 142, 145, 156-158, 166, 169, 212-213, 235, 242, 266, 268
- T**
- tài sản nguy hại, 283  
 tâm lí đám đông của các nhà đầu tư, 85  
 Taylor, J., 47-48, 162  
 Thaler, H.R., 204  
 thâm hụt ngân sách, 10, 46, 95, 102, 107, 154, 209, 246, 251, 255, 260  
 Thatcher, M., 30-31, 289  
 thị trường hiệu quả, 5, 17, 35-36, 194, 196  
 thị trường tự do, 18-19, 33, 39-42, 44, 47-50, 56, 68-71, 149, 153, 166, 172, 176, 179-180, 194, 288-290  
 thỏa thuận Accord, 153-154  
 thương phiếu, 244, 247, 251  
 thương phiếu doanh nghiệp, 247, 251  
 thuyết nhiều điểm cân bằng, 179  
 thuyết số lượng tiền tệ, 60-61, 79, 124, 140, 144  
 tỉ lệ lãi suất liên ngân hàng Luân Đôn, 28  
 tỉ lệ lạm phát mục tiêu, 262, 273  
 tỉ lệ thất nghiệp tự nhiên, 6, 102, 112-114, 118-122, 125, 128, 145-146, 167, 171, 176, 189, 247, 264, 286  
 tiền xu, 75, 79  
 tính thanh khoản, 9, 179, 223, 228, 233, 235, 242, 247, 270  
 tình trạng bong bóng, 10, 171, 193, 249  
 tính trung lập của tiền, 78  
 Tobin, J., 40, 108  
 tổng cầu, 45, 93, 103, 107-108, 110, 171-172, 198, 208, 240-241, 248, 252-253, 264  
 tổng cung, 93, 103, 116

## Cách nền kinh tế vận hành

tổng sản phẩm quốc nội, 76

Trichet, J.C., 148

trợ cấp, 183, 200, 212, 255

Truman, H., 264

trường phái duy tiền tệ, 115

## V

Veblen, T., 205

Volcker, P., 161-162

## W

Walras, L., 58, 63, 65-68, 70, 77,  
112, 130, 134, 176

Wighton, D., 196

Wilshire 5000, 274

Woodford, M., 141, 202

Wright, R., 177

## Y

Yellen, J., 141

## Z

Zha, T., 163

## NHÀ XUẤT BẢN TRI THỨC

53 Nguyễn Du - Hai Bà Trưng - Hà Nội

Tel: (84-24) 3945 4661; (84-24) 3944 7279

E-mail: [lienhe@nxbtrithuc.com.vn](mailto:lienhe@nxbtrithuc.com.vn)

Website: [www.nxbtrithuc.com.vn](http://www.nxbtrithuc.com.vn) | [www.nxbtrithuc.vn](http://www.nxbtrithuc.vn)

---

Roger E.A. Farmer

## Cách nền kinh tế vận hành

Trần Mai Sơn, Dương Thu Thủy dịch

Chịu trách nhiệm phát hành xuất bản phẩm điện tử

GIÁM ĐỐC

PHẠM THỊ BÍCH HỒNG

Biên tập:

Vũ Thu Hằng

Trình bày:

Nguyễn Nguyệt Linh

Vẽ bìa:

Trần Thị Tuyết

---

Xuất bản phẩm điện tử được đăng tải tại địa chỉ Website của Nhà xuất bản Tri thức: [Nxbtrithuc.com.vn](http://Nxbtrithuc.com.vn)

- Định dạng tệp tin: PDF/PRC

- Dung lượng của xuất bản phẩm điện tử (MB): 33,5 MB

XNĐK KHXB số: 572-2022/CXBIPH/4-05/TrT

Quyết định xuất bản số: 04/QĐ- XBSĐT-NXBTrT Giám đốc NXB Tri thức ngày 16 tháng 3 năm 2022

ISBN: 978-604-340-128-8