



VAI TRÒ CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

Milton Friedman

Một ấn phẩm của VEPR



Vai trò của chính sách tiền tệ¹

*Milton Friedman*²

*Biên dịch: Trần Mạnh Cường*³

Quan điểm được trình bày trong bài viết này là của (các) tác giả và không nhất thiết phản ánh quan điểm của dịch giả hoặc VEPR và Broaden Economic

¹ Diễn văn nhận chức chủ tịch được phát biểu tại Cuộc họp thường niên lần thứ 8 của Hội Kinh tế Mỹ, Washington, D.C, ngày 29 tháng 12 năm 1967. Bản gốc tiếng Anh [tại đây](#).

² Tôi vô cùng biết ơn những lời nhận xét hữu ích dành cho bản nháp đầu tiên của Armen Alchian, Gary Becker, Martin Bronfenbrenner, Arthur F. Burns, Phillip Cagan, David D. Friedman, Lawrence Harris, Harry G. Johnson, Homer Jones, Jerry Jordan, David Meiselman, Allan H. Meltzer, Theodore W. Schultz, Anna J. Schwartz, Herbert Stein, George J. Stigler, và James Tobin.

³ Phó Giám đốc Chương trình Nghiên cứu Kinh tế học mở rộng thuộc VEPR (Broaden Economics) – Email: tran.manhcuong@vepr.org.vn

Tổng quan:

Bài viết này là diễn văn nhận chức chủ tịch Hội Kinh tế Mỹ (AES) của Milton Friedman, được phát biểu tại cuộc họp thường niên lần thứ 8 của AES, tại Washington, D. C, ngày 19 tháng 12 năm 1967.

“Phần lớn chúng ta đều đồng thuận với các mục tiêu quan trọng của chính sách kinh tế: gia tăng tỷ lệ lao động có việc làm, ổn định giá cả, và tăng trưởng nhanh. Một số người thì cho rằng những mục tiêu này cùng tương hợp hoặc, trong đó có một số thì cho rằng chúng không tương hợp, theo nghĩa chúng có thể và nên được thay thế bởi một đồng thuận khác. Chỉ có một số rất ít đồng thuận về vai trò mà nhiều công cụ chính sách khác có thể và nên đảm trách để đạt được những mục tiêu này.

Chủ đề của tôi trong buổi tối ngày hôm nay là vai trò của một trong những công cụ ấy – chính sách tiền tệ. Chính sách này có thể làm gì? Và nó nên được sử dụng như thế nào để đạt được hiệu quả nhất có thể? Các ý kiến xoay quanh những câu hỏi này thường xuyên thay đổi.”

Từ khóa: Chính sách Tiền tệ, Tăng trưởng Tiền tệ, Cục Dự trữ Liên bang, Lãi suất

Phần lớn chúng ta đều đồng thuận với các mục tiêu quan trọng của chính sách kinh tế: gia tăng tỷ lệ lao động có việc làm, ổn định giá cả, và tăng trưởng nhanh. Một số người thì cho rằng những mục tiêu này cùng tương hợp hoặc, trong đó có một số thì cho rằng chúng không tương hợp, theo nghĩa chúng có thể và nên được thay thế bởi một đồng thuận khác. Chỉ có một số rất ít đồng thuận về vai trò mà nhiều công cụ chính sách khác có thể và nên đảm trách để đạt được những mục tiêu này.

Chủ đề của tôi trong buổi tối ngày hôm nay là vai trò của một trong những công cụ ấy – chính sách tiền tệ. Chính sách này có thể làm gì? Và nó nên được sử dụng như thế nào để đạt được hiệu quả nhất có thể? Các ý kiến xoay quanh những câu hỏi này thường xuyên thay đổi. Bắt đầu từ lòng nhiệt thành với Hệ thống Dự trữ Liên bang mới được hình thành, nhiều nhà quan sát đã cho rằng chính năng lực tinh chỉnh của hệ thống đã tạo ra sự ổn định tương đối của những năm 1920 – để áp dụng một thuật ngữ hiện đại phù hợp. Nhiều người tin rằng một kỷ nguyên mới đã đến khi các chu kỳ kinh doanh bị xem là lỗi thời bởi những tiến bộ của công nghệ tiền tệ. Quan điểm này được giới kinh tế và tầng lớp thường dân đồng thuận, mặc dù, tất nhiên, cũng có một số tiếng nói bất hòa. Cuộc đại suy thoái (Great Contraction) đã đập tan thái độ ngây thơ này. Quan điểm được chuyển sang một thái cực khác. Chính sách tiền tệ là một sợi dây. Bạn có thể kéo nó để ngăn ngừa lạm phát nhưng bạn không thể dùng nó để chặn đứng cuộc suy thoái. Bạn có thể đưa một con ngựa đi uống nước nhưng bạn không thể bắt nó uống. Kiểu lý thuyết cách ngôn này đã sớm bị thay thế bởi phân tích tinh vi và chính xác của Keynes.

Keynes đã cùng lúc đưa ra một lời giải về sự bất lực giả định của chính sách tiền tệ để dập tắt cuộc khủng hoảng, một diễn giải phi tiền tệ về cuộc khủng hoảng, và một diễn giải thay thế chính sách tiền tệ để giải quyết cuộc khủng hoảng và đề xuất của ông ấy đã được chấp nhận với đầy khao khát. Nếu ưa thích thanh khoản là có thật hoặc gần như thế - bởi Keynes khá tin vào thời kỳ thất nghiệp cao – thì lãi suất không thể bị hạ thấp bởi những tính toán tiền tệ. Nếu đầu tư và tiêu dùng ít bị ảnh hưởng bởi lãi suất – như Hansen và nhiều môn đồ khác của Keynes ở Mỹ tin là như vậy – hạ thấp lãi suất, thậm chí khi có thể đạt được, sẽ không tạo ra điều gì tốt cả. Chính sách tiền tệ đã hai lần bị chỉ trích. Cuộc suy thoái bắt đầu, theo quan điểm này, do sụt giảm đầu tư hoặc thiếu cơ hội đầu tư hoặc do tiết kiệm quá mức, không thể, được cho là, bị chặn đứng bởi những tính toán tiền tệ. Nhưng còn có một chính sách tài khóa thay thế có thể sử dụng. Chi tiêu chính phủ có thể thay thế đầu tư tư nhân không hiệu quả. Giảm thuế có thể giúp giải quyết vấn đề tiết kiệm quá mức.

Việc chấp nhận rộng rãi những quan điểm này trong giới kinh tế cho thấy, trong khoảng hai thập kỷ chính sách tiền tệ đã được mọi người tin dùng ngoại trừ một số kẻ đối lập vẫn bám víu vào lý thuyết của kinh tế học mới. Tiền không phải là vấn đề. Nó chỉ đóng một vai trò nhỏ là giữ lãi suất ở mức thấp, để giảm thanh toán lãi suất của ngân sách chính phủ, góp phần vào “tinh thần tử vì đạo của người thực lợi,” và có thể, kích thích nhẹ hoạt động đầu tư để hỗ trợ chi tiêu chính phủ nhằm duy trì một mức tổng cầu cao.

Những quan điểm này khiến chính sách tiền rẻ sau chiến tranh được áp dụng rộng rãi. Và giới kinh tế đã phải nhận một cú sốc khủng khiếp khi những chính sách này thất bại ở từng nước một, khi từng ngân hàng trung ương buộc phải gạt bỏ tính tự phụ vì rõ ràng không thể giữ lãi suất ở mức thấp. Ở đất nước này, kết cục tương tự cũng xảy ra với Hòa ước giữa Bộ Tài chính – Cục dự trữ Liên bang năm 1951, mặc dù chính sách neo giá trái phiếu của chính phủ không chính thức bị bãi bỏ cho đến tận 1953. Lạm phát, bắt nguồn từ chính sách tiền rẻ, không phải do khủng hoảng hậu chiến tranh được tiên liệu rộng rãi trước đó, làm mất đi trật tự của thời đại. Điều này khởi đầu cho sự hồi phục niềm tin vào sự hiệu nghiệm của chính sách tiền tệ.

Sự hồi phục này được áp ủ mạnh mẽ trong giới kinh tế bằng những phát triển về lý thuyết được Haberler khởi xướng nhưng lại được biết đến bởi Pigou, đã chỉ ra một phương thức – đặc biệt, thay đổi về của cải – mà nhờ đó thay đổi lượng tiền thực tế có thể tác động đến tổng cầu mà thậm chí không làm thay đổi lãi suất. Những phát triển lý thuyết này không khiến lập luận của Keynes chống lại sức mạnh của những tính toán tiền tệ chính thống suy yếu, khi ưa thích thanh khoản được ưa chuộng trong những điều kiện mà việc điều hành tiền tệ thông thường đơn giản là bao gồm việc thay thế tiền cho những tài sản khác mà không làm thay đổi tổng lượng của cải. Nhưng họ đã chỉ ra những thay đổi về lượng tiền xuất hiện như thế nào theo nhiều cách khác nhau có thể ảnh hưởng đến tổng chi tiêu thậm chí trong những tình huống như vậy. Và, cơ bản hơn nữa, họ tấn công luận điểm lý thuyết chủ đạo của Keynes, rằng thậm chí trong một thị trường giá linh hoạt, một trạng thái cân bằng tại mức toàn dụng lao động có thể không tồn tại. Từ nay về sau, thất nghiệp lại phải được giải thích bởi tính cứng nhắc hoặc tính không hoàn hảo, mà không phải bởi sản lượng tự nhiên của một quá trình được điều tiết hoàn toàn bởi thị trường.

Sự hồi phục niềm tin trong cuộc tấn công chính sách tiền tệ được áp ủ cũng bởi một cuộc tái lập vai trò của tiền tệ từ năm 1929 đến 1933. Keynes và hầu hết các nhà kinh tế trong thời đại này tin rằng Đại khủng hoảng ở Mỹ xảy ra là bởi những chính sách tiền tệ bành trướng quá mức do các cơ quan tiền tệ - khi họ đã làm tốt nhất có thể nhưng vẫn chưa đủ tốt.⁴ Những nghiên cứu gần đây đã cho thấy thực tế hoàn toàn ngược lại: Các cơ quan tiền tệ của Mỹ đã áp dụng chính sách kiềm chế lạm phát triệt để. Lượng tiền trong nước Mỹ đã giảm 1/3 trong giai đoạn khủng hoảng. Và nó giảm không phải bởi không có những người sẵn sàng cho vay – không phải bởi con ngựa không uống nước. Nó giảm bởi Hệ thống Cục dự trữ Liên bang đã cố áp hoặc cho phép một mức giảm rõ rệt lượng tiền cơ sở, bởi Cục đã thất bại trong việc thực thi trách nhiệm được ấn định trong Hiến định của Cục dự trữ Liên bang về việc cung cấp thanh khoản cho hệ thống ngân hàng. Đại khủng hoảng là bằng chứng rõ ràng về sức mạnh của chính sách tiền tệ - không phải, như Keynes và nhiều môn đồ của ông tin rằng, là bằng chứng cho sự bất lực của nó.

⁴ Trong [2], tôi cho rằng Henry Simons đã chia sẻ quan điểm này với Keynes, và nó chính là nguyên nhân cho những thay đổi chính sách mà ông khuyến nghị.

Ở Mỹ, sự hồi phục niềm tin vào sự hiệu nghiệm của chính sách tiền tệ đã được củng cố cũng bởi mọi người đã vỡ mộng với chính sách tài khóa, khi nó không có nhiều khả năng tác động tới tổng cầu cũng như không có tính khả thi trong thực tiễn và chính trị. Trong nỗ lực điều chỉnh hoạt động của toàn nền kinh tế, các khoản chi tiêu dần phản ứng chậm chạp và có độ trễ cao, vì thế mỗi quan tâm chuyển vào thuế. Nhưng ở đây những yếu tố chính trị tham gia hoàn toàn là để ngăn sự điều chỉnh tức thời với nhu cầu được dự đoán, như đã được trình bày bằng đồ họa trong hàng tháng từ khi tôi viết bản nháp đầu tiên của bài phát biểu này. “Tinh chỉnh” là một cụm từ có chất gọi kỳ diệu trong thời đại điện tử này, nhưng nó không giống lắm với, tôi bổ sung thêm, một điều thuận ác có thể xảy ra trong thực tiễn.

Rất khó để nhận ra quan điểm của giới kinh tế về vai trò của tiền tệ đã thay đổi căn bản như thế nào. Hiếm có một nhà kinh tế nào ngày nay chấp nhận các quan điểm được xem là bịa đặt trong khoảng hai thập kỷ qua. Tôi sẽ trích ở đây một vài ví dụ.

Trong cuộc trao đổi được công bố năm 1945, E. A. Goldenweiser, sau đó là Giám đốc của Bộ phận Nghiên cứu của Ủy ban Dự trữ Liên bang, đã cho rằng mục đích cơ bản của chính sách tiền tệ là để “duy trì giá trị của trái phiếu chính phủ... Đất nước này sẽ phải điều chỉnh lãi suất lên 2.5% bằng lợi nhuận trên tiền lâu dài, an toàn, bởi thời gian thích hợp khi lợi nhuận của vốn tiền phong có thể không còn bị giới hạn như trong quá khứ nữa” [4, trang 117].

Trong một cuốn sách có tên *Tài trợ cho sự thịnh vượng của nước Mỹ (Financing American Prosperity)*, do Paul Homan và Fritz Machlip chủ biên, xuất bản năm 1945, Alvin Hansen đã dành 9 trang để nói về “vấn đề tiết kiệm-đầu tư” mà không có bất kỳ nhu cầu sử dụng từ “lãi suất” nào hoặc bất kỳ mô phỏng nào gần gũi hơn nữa [5, pp. 218-27]. Trong tập này, Fritz Machlip đã viết, “Những nghi vấn về lãi suất, đặc biệt là về sự biến động hoặc ổn định của nó, có thể không nằm trong những vấn đề quan trọng nhất của nền kinh tế hậu chiến tranh, nhưng chúng thực sự là những vấn đề rắc rối” [5, p. 466]. Trong phần của mình, John H. Williams – không chỉ là giáo sư tại Harvard mà còn là một cố vấn kỳ cựu cho Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York – viết “Tôi không thấy một viễn cảnh nào về sự hồi phục việc kiểm soát tiền tệ hoàn toàn trong giai đoạn hậu chiến tranh” [5, p. 383].

Một phần khác trong những tập này đề cập tới chính sách hậu chiến tranh đã xuất hiện tại thời điểm này, *Hoạch định và Thanh toán cho Toàn dụng Lao động (Planning and Paying for Full Employment)*, do Abba P. Lerner và Frank D. Graham chủ biên [6] và gồm những tác giả mang tất cả những sắc thái quan điểm chuyên gia – từ Henry Simons và Frank Graham đến Abba Lerner và Hans Neisser. Tuy Albert Halasi, trong bài tổng hợp xuất sắc của mình, đã có thể nói “Những tác giả của chúng tôi không thảo luận những câu hỏi về cung tiền...Chúng tôi cũng không quan tâm đặc biệt đến chính sách tín dụng để chữa vết thương của cuộc khủng hoảng...Lạm phát...có thể được giải quyết hiệu quả hơn bằng cách tăng lãi suất...Nhưng...Những tính toán chống lạm phát khác...có thể được ưa dùng hơn” [6, pp. 23-24]. *Nghiên cứu về Kinh tế học đương đại (A Survey of Contemporary Economics)*, do Howard Ellis chủ biên xuất bản năm 1948,

là một nỗ lực “chính thức” nhằm soạn thảo trạng thái tư tưởng kinh tế của thời đại. Trong phần của mình, Arthur Smithies viết, “Trong khuôn khổ hoạt động bồi thường, tôi tin rằng phải dùng chính sách tài khóa nhiều hơn. Đối thủ chính của nó, chính sách tiền tệ, dường như không phù hợp trong bối cảnh thể chế này. Đất nước này dần cam kết hơn với những thứ như mức lãi suất thấp hiện tại trên một cơ sở lâu dài” [1, p.208].

Những trích dẫn này cho thấy kiểu tư tưởng của giới chuyên gia cách đây khoảng hai thập kỷ. Nếu bạn muốn đi xa hơn trong cuộc điều tra khiếm tốn này, tôi khuyên bạn nên so sánh những phần nói về tiền tệ - khi bạn tìm thấy chúng – trong những cuốn sách Nguyên lý trong những năm đầu hậu chiến tranh với những phần dài bị cắt bỏ hiện tại, hoặc đặc biệt, khi những nguyên lý trước đó và gần đây là những ấn bản khác của cuốn sách đã nói ở trên.

Con lắc đã dao động mạnh hơn kể từ đó, nếu không phải là tất cả những tư tưởng dẫn đến quan điểm của cuối những năm 1920, thì ít nhất là gần với quan điểm ấy hơn với quan điểm của năm 1945. Đương nhiên có nhiều sự khác biệt giữa thời điểm đó và bây giờ, ít trong cuộc tấn công được cho là nhằm vào chính sách tiền tệ hơn là những vai trò mà nó đảm nhiệm và tiêu chuẩn mà giới chuyên gia tin rằng chính sách tiền tệ nên đi theo. Sau đó, vai trò chính của chính sách tiền tệ là thúc đẩy ổn định giá cả và bảo vệ chuẩn bản vị vàng; tiêu chuẩn chính của chính sách tiền tệ là trạng thái của “thị trường tiền tệ”, mở rộng “đầu cơ” và sự dịch chuyển của vàng. Ngày nay, vai trò cơ bản được cho là thúc đẩy toàn dụng lao động, bằng cách ngăn ngừa lạm phát, mục tiêu vẫn tiếp tục nhưng rõ ràng là bị đẩy xuống vị trí thứ hai. Và có một bất đồng lớn về tiêu chuẩn chính sách, từ việc nhấn mạnh vào những điều kiện của thị trường tiền tệ, lãi suất và lượng tiền, đến niềm tin rằng trạng thái lao động nên là tiêu chuẩn tương đương của chính sách.

Tuy nhiên tôi nhấn mạnh đến sự tương đồng giữa những quan điểm thắng thế trong cuối thế kỷ 20 và những quan điểm đang thịnh hành bởi tôi sợ rằng, bây giờ và sau này, con lắc có thể xoay đi quá xa, và, chúng ta gặp nguy hiểm khi giao cho chính sách tiền tệ một vai trò lớn hơn khả năng của nó, khi yêu cầu nó hoàn thành những nhiệm vụ mà nó không thể hoàn thành, và hệ quả là, rất nguy hiểm khi ngăn cản nó làm những điều mà nó có thể làm.

Tôi hiếm khi phải chê bai tầm quan trọng của tiền tệ, do đó, nhiệm vụ trước tiên của tôi sẽ là nhấn mạnh vào những gì mà chính sách tiền tệ không thể đảm nhiệm. Sau đó, tôi sẽ cố gắng vạch ra những điều mà nó có thể làm và cách nó có thể làm tốt nhất, trong khả năng hiểu biết – hoặc hạn chế hiện tại của chúng ta.

I. Chính sách Tiền tệ không thể làm gì

Từ vô vàn những điều phủ định, tôi lựa chọn ra đây hai hạn chế của chính sách tiền tệ để thảo luận: (1) Không thể neo lãi suất trong hơn mọi giai đoạn giới hạn; (2) Không thể ổn định tỷ lệ thất nghiệp trong hơn mọi giai đoạn giới hạn. Tôi lựa chọn hai điều này bởi sự tương phản giữa chúng hoặc chúng được công nhận rộng rãi, bởi chúng đảm

nhiệm hai nhiệm vụ chính không thể hoàn thành được gán cho chính sách tiền tệ, và quan trọng là bởi những phân tích lý thuyết tương tự của cả hai.

Neo lãi suất

Lịch sử đã chứng minh cho hầu hết mọi người về hạn chế đầu tiên này. Như đã lưu ý trước đó, thất bại của chính sách tiền tệ là nguyên nhân chính của phản ứng chống lại chủ nghĩa Keynesian đơn giản. Ở Mỹ, phản ứng này bao gồm sự công nhận rộng rãi rằng trong thời chiến và hậu chiến, việc neo giá trái phiếu là một sai lầm, việc ngăn cản chính sách này là một bước đi cần thiết và đáng mong đợi, và không có hệ quả kinh khủng và ghê gớm nào được dự đoán một cách thẳng thắn trong thời gian này.

Hạn chế này bắt nguồn từ một đặc điểm được hiểu sai khá nhiều về mối quan hệ giữa tiền tệ và lãi suất. Hãy để Cục Dự trữ Liên bang xử lý để giữ lãi suất thấp. Cục Dự trữ Liên bang cố gắng thực hiện điều này như thế nào? Bằng cách mua cổ phiếu. Điều này khiến giá của chúng tăng lên và hạ thấp lợi nhuận của chúng xuống. Trong quá trình này, hành động của FED cũng làm tăng lượng dự trữ có thể đối với các ngân hàng, sau đó là lượng tín dụng ngân hàng, và, cuối cùng là tổng lượng tiền. Đó là lý do tại sao, đặc biệt với các ngân hàng trung ương, và rộng hơn là cộng đồng tài chính, nhìn chung tin rằng khi lượng tiền tăng sẽ làm hạ lãi suất. Các nhà kinh tế thấp ngà chấp nhận kết luận tương tự, nhưng vì những lý do khác. Họ thấy, trong mắt của mình, một kế hoạch ưa thích thanh khoản dốc xuống. Mọi người có thể bị xui khiến bằng cách nào để giữ một lượng tiền lớn? Cách duy nhất là chờ khi hạ lãi suất.

Cả hai đều đúng, ở chung một điểm. Tác động *đầu tiên* của việc tăng lượng tiền với một tốc độ nhanh hơn là để khiến lãi suất thấp hơn so với mức bình thường trong một thời gian. Nhưng điều này chỉ là khởi đầu chứ không phải điểm kết thúc của quá trình. Tốc độ tăng trưởng tiền tệ càng nhanh, sẽ kích thích tiêu dùng, vừa thông qua tác động vào đầu tư của thị trường lãi suất thấp vừa thông qua tác động vào tiêu dùng khác và do đó giá tương quan của cân bằng tiền mặt cao hơn mức kỳ vọng. Nhưng chi tiêu của người này sẽ là thu nhập của người khác. Tăng thu nhập sẽ làm tăng kế hoạch thanh khoản và nhu cầu vay nợ; và cũng làm tăng giá, vì thế sẽ giảm lượng tiền thực tế. Những tác động này sẽ đảo ngược áp lực giảm ban đầu lên lãi suất một cách công bằng, ví dụ, trong một giai đoạn dưới một năm. Cùng với đó họ sẽ dự định, sau khoảng một quãng nghỉ dài hơn, ví dụ, từ một đến hai năm, để đưa lãi suất trở lại mức ban đầu. Quả thực, với giả định khuynh hướng phản ứng quá mức của nền kinh tế, chúng có thể tăng lãi suất tạm thời vượt ra khỏi mức đó, thiết lập một quá trình điều chỉnh theo chu kỳ.

Một tác động thứ tư, khi và nếu nó đi vào hoạt động, thậm chí sẽ đi xa hơn, và chắc chắn nghĩa là một mức bành trướng tiền tệ cao sẽ phản ứng lại một mức lãi suất cao hơn, chứ không thấp hơn là sẽ được kỳ vọng. Hãy để mức tăng trưởng tiền tệ cao hơn làm tăng mức giá, và hãy để công chúng kỳ vọng rằng mức giá sẽ tiếp tục tăng. Những người vay tiền từ đó sẽ sẵn sàng trả và người cho vay thì sẽ yêu cầu lãi suất cao hơn – như Irving Fisher đã chỉ ra cách đây vài thập kỷ. Ảnh hưởng kỳ vọng về mức giá này sẽ dần dần phát triển và cũng chậm chậm biến mất. Fisher đã dự đoán rằng sẽ mất

vài thập kỷ để hoàn tất việc điều chỉnh và ngày càng nhiều những công trình gần đây nhất quán với phỏng đoán này của ông.

Những ảnh hưởng có tính hệ quả này giải thích tại sao mọi nỗ lực giữ lãi suất ở mức thấp đã thúc đẩy cơ quan tiền tệ tham gia vào việc mua bán trên những thị trường mở cực lớn. Chúng giải thích tại sao, về mặt lịch sử, lãi suất danh nghĩa cao và tăng lại phù hợp với tăng trưởng nhanh về lượng tiền, như ở Brazil hay Chile và Mỹ những năm gần đây, và tại sao lãi suất thấp và giảm lại phù hợp với tăng trưởng lượng tiền chậm như ở Thụy Sĩ hiện nay và ở Mỹ giai đoạn 1929 – 1933. Dựa trên kinh nghiệm, lãi suất thấp là một tín hiệu cho thấy chính sách tiền tệ *đang* thắt chặt theo nghĩa lượng tiền đã tăng chậm lại, lãi suất cao là một tín hiệu cho thấy chính sách tiền tệ *đang* buông lỏng – theo nghĩa lượng tiền đang tăng nhanh. Nhưng thực tế trải nghiệm lại đi ngược lại hoàn toàn khỏi cái mà giới tài chính và giới chuyên môn gần như bỏ ngỏ.

Nghịch lý là, cơ quan tiền tệ có thể đảm bảo lãi suất danh nghĩa ở mức thấp – nhưng để làm thế họ sẽ phải sử dụng cái dường như là hướng đối nghịch lại, bằng cách sử dụng chính sách tiền tệ chống lạm phát. Tương tự như thế, họ có thể đảm bảo lãi suất danh nghĩa ở mức cao bằng cách sử dụng chính sách lạm phát và chấp nhận sự dịch chuyển tạm thời của lãi suất theo hướng ngược lại.

Những cân nhắc này không chỉ giải thích tại sao chính sách tiền tệ không thể neo lãi suất, mà nó còn giải thích tại sao lãi suất là một chỉ báo sai lầm cho việc liệu chính sách tiền tệ đang “nới lỏng” hay “thắt chặt”. Vì thế, sẽ tốt hơn khi nhìn vào mức độ thay đổi của lượng tiền.⁵

Lao động là một Tiêu chuẩn Chính sách

Giới hạn thứ hai mà tôi muốn thảo luận phần nhiều là chống lại lối tư duy hiện tại. Tăng trưởng tiền tệ, thường được biết, sẽ làm tăng lượng việc làm; khủng hoảng tiền tệ sẽ làm cản trở việc làm. Nếu thế thì tại sao, cơ quan tiền tệ không thể áp dụng một mục tiêu cho việc làm hay thất nghiệp – giả dụ, 3% thất nghiệp; sẽ là thắt chặt khi thất nghiệp thấp hơn mức mục tiêu; nới lỏng khi thất nghiệp cao hơn mức mục tiêu; và theo cách này neo thất nghiệp ở mức, giả dụ, 3%? Vấn đề là không thể làm chính sách như thế với lãi suất – sự khác biệt giữa hệ quả ngay lập tức và độ trễ của một chính sách

Nhờ có Wicksell, tất cả chúng ta đã biết định nghĩa về lãi suất “tự nhiên” và khả năng tương phản giữa lãi suất “tự nhiên” và lãi suất “thị trường”. Phân tích trước đó về lãi suất có thể được diễn giải một cách công bằng trực tiếp theo khái niệm của Wicksell. Cơ quan tiền tệ có thể làm lãi suất thị trường thấp hơn lãi suất tự nhiên bằng cách tạo ra lạm phát. Và có thể khiến lãi suất thị trường cao hơn lãi suất tự nhiên bằng giảm phát. Chúng ta chỉ thêm một chút vào ý tưởng của Wicksell – Sự phân biệt của Irving Fisher giữa lãi suất danh nghĩa và thực tế. Hãy để cơ quan tiền tệ giữ lãi suất thị trường danh

⁵ Đây phần nào là một phán xét thực nghiệm hơn là lý thuyết. Về cơ bản, “thắt chặt” hay “nới lỏng” phụ thuộc vào mức độ thay đổi lượng cung tiền so với mức thay đổi lượng cầu tiền ngoại trừ những ảnh hưởng của cầu từ chính sách tiền tệ. Tuy nhiên, xét về mặt thực nghiệm cầu thường ổn định, nếu chúng ta loại trừ đi những ảnh hưởng của chính sách tiền tệ, vì thế nhìn chung sẽ hiệu quả khi chỉ nhìn vào đường cung.

nghĩa một thời gian dưới lãi suất tự nhiên bằng lạm phát. Điều đó ngược lại sẽ làm tăng bản thân lãi suất danh nghĩa tự nhiên; khi những dự báo về lạm phát được mọi người biết tới, do đó vẫn yêu cầu lạm phát nhanh hơn để giữ lãi suất thị trường ở mức thấp. Tương tự như thế, vì ảnh hưởng của Fisher, cơ quan tiền tệ sẽ không chỉ yêu cầu giảm phát mà còn giảm phát cực nhanh để giữ lãi suất thị trường cao hơn mức “tự nhiên” ban đầu.

Phân tích này có bản sao gần giống trong thị trường lao động. Tại bất kỳ thời điểm nào, tồn tại một mức thất nghiệp có tính nhất quán với điểm cân bằng trong cấu trúc của tỷ lệ lương *thực tế*. Tại mức thất nghiệp này, lương thực tế luôn luôn ở mức trung bình để tăng lên một tỷ lệ cũ “thông thường”, ví dụ, tại một mức có thể được duy trì không rõ ràng rất lâu như nền tảng vốn, những tiến bộ công nghệ, vãn vãn, duy trì trong xu hướng dài hạn của chúng. Một mức thất nghiệp thấp hơn là một chỉ báo rằng cầu lao động đang vượt mức và sẽ tạo ra áp lực tăng lương thực tế. Một mức thất nghiệp cao hơn là một chỉ báo rằng cung lao động đang vượt mức, và sẽ tạo ra áp lực giảm lương thực tế. Nói cách khác, mức “tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên” sẽ được xác định bởi hệ thống các phương trình cân bằng tổng quát của Walras, được áp vào những đặc tính cấu trúc thực sự của thị trường lao động và hàng hóa, bao gồm tính không hoàn hảo của thị trường, tính đa dạng ngẫu nhiên về cung và cầu, chi phí thu thập thông tin về việc làm và lượng lao động, chi phí dịch chuyển, và nhiều hơn nữa.⁶

Bạn sẽ nhận ra mối tương đồng gần gũi giữa quan điểm này và đường Phillip. Mối tương đồng này không hề ngẫu nhiên. Phân tích của Phillips về mối quan hệ giữa thất nghiệp và sự thay đổi của lương xứng đáng được xem là đóng góp nền tảng và quan trọng. Nhưng, không may là, nó vẫn có một lỗ hổng cơ bản – thất bại trong việc phân biệt giữa lương danh nghĩa và lương thực tế - cũng như phân tích của Wicksell đã thất bại trong việc phân biệt giữa lãi suất danh nghĩa và lãi suất thực tế. Nói một cách hàm ý thì, Phillips đã viết bài luận của mình về một thế giới mà trong đó mọi người đã dự báo rằng giá danh nghĩa sẽ ổn định và trong đó việc dự báo đã duy trì không thay đổi bất kỳ điều gì đã diễn ra với lương và giá thực tế. Giả định, theo hướng ngược lại, mọi người dự báo rằng giá sẽ tăng ở mức khoảng hơn 75% một năm – ví dụ, như những người Brazil đã làm cách đây vài năm. Sau đó lương phải tăng lên mức đơn giản là để giữ lương thực tế không đổi. Cung lao động vượt mức sẽ được phản ánh trong mức tăng không quá nhanh của lương danh nghĩa hơn là trong mức giá được dự báo⁷, không phải trong một mức giảm hoàn toàn của lương. Khi Brazil đưa ra một chính sách để hạ mức tăng của giá, và đã thành công trong việc hạ mức tăng của giá về khoảng 45% một năm, trước tiên khiến mức thất nghiệp tăng rõ ràng bởi ảnh hưởng của những dự báo trước đó, mức lương đã tiếp tục tăng đến một điểm cao hơn mức tăng mới của giá, mặc dù

⁶ Có lẽ cần lưu ý rằng tỷ lệ “tự nhiên” này không cần phù hợp với sự bình đẳng giữa lương người thất nghiệp và lương công việc hiện có. Với bất kỳ cấu trúc thị trường lao động cho trước nào, sẽ có một vài quan hệ cân bằng giữa hai đại lượng này, nhưng không có nguyên nhân tại sao nó nên là một phần của sự bình đẳng.

⁷ Nói một cách chính xác, mức tăng của lương danh nghĩa sẽ chậm hơn so với mức tăng lương danh nghĩa dự báo cho phép bất kỳ thay đổi thời gian nào với lương thực tế.

thấp hơn mức ban đầu. Đây là kết quả đã trải qua, và được kỳ vọng, bằng tất cả những nỗ lực để giảm mức lạm phát xuống dưới mức được dự báo trước đó.⁸

Để tránh hiềm nghi, tôi muốn nhấn mạnh rằng, với việc sử dụng cụm từ tỷ lệ thất nghiệp “tự nhiên”, tôi không có ý cho rằng nó không thể thay đổi và cố định. Ngược lại, nhiều đặc tính xác định các mức độ của thị trường phụ thuộc vào con người và chính sách. Ở Mỹ, ví dụ, tỷ lệ lương tối thiểu hợp pháp, Đạo luật Walsh-Healy và Davis-Bacon, và sức mạnh của các công đoàn lao động khiến tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên cao hơn mức kỳ vọng. Những cải tiến về trao đổi lao động, về khả năng thông tin cơ hội việc làm và nguồn cung lao động, và hơn nữa, sẽ luôn hạ thấp tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên. Lý do mà tôi sử dụng cụm từ “tự nhiên” cũng giống mà Wicksell đưa ra – để cố gắng phân biệt những lực lượng thực tế với những lực lượng tiền tệ.

Chúng ta hãy giả định rằng cơ quan tiền tệ cố gắng neo tỷ lệ thất nghiệp “thị trường” ở dưới mức “tự nhiên”. Để xác định, giả sử lấy 3% là tỷ lệ mục tiêu và tỷ lệ tự nhiên cao hơn 3%. Cũng giả sử rằng chúng ta bắt đầu vào thời điểm khi giá ổn định và khi thất nghiệp cao hơn 3%. Theo đó, cơ quan tiền tệ sẽ tăng tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ. Đây được xem là bành trướng tiền tệ. Bằng cách làm cho cân bằng tiền danh nghĩa cao hơn mức kỳ vọng của người dân, ban đầu nó sẽ có khuynh hướng hạ lãi suất và theo cách này hoặc cách khác để kích thích tiêu dùng. Thu nhập và chi tiêu sẽ bắt đầu tăng.

Ban đầu, phần nhiều hoặc hầu hết gia tăng về thu nhập sẽ làm gia tăng sản lượng và lao động hơn là gia tăng giá cả. Mọi người đang kỳ vọng giá cả sẽ ổn định, và giá và lương được thiết lập trong tương lai dựa trên nền tảng cơ sở này. Mọi người sẽ mất thời gian để điều chỉnh sang một trạng thái nhu cầu mới. Các nhà sản xuất sẽ có khuynh hướng phản ứng lại sự gia tăng ban đầu của tổng cầu bằng cách tăng sản lượng, công nhân phải làm thêm giờ, và những người thất nghiệp sẽ có được công việc cung cấp mức lương danh nghĩa trước đó. Điều này khá giống với lý thuyết chuẩn.

Nhưng nó chỉ mô tả những ảnh hưởng ban đầu. Bởi giá bán sản phẩm thường phản ứng theo mức tăng ngẫu nhiên của cầu danh nghĩa nhanh hơn giá của các yếu tố sản xuất, lương thực tế được nhận sẽ giảm – mặc dù lương thực tế được người lao động dự báo là tăng, bởi những người lao động hoàn toàn ước lượng mức lương đưa ra tại điểm giá trước đó. Quả thực, sự sụt giảm đồng thời *trước đó* của lương thực tế của người chủ lao động và việc tăng *sau đó* của lương thực tế với người lao động khiến cho tỷ lệ lao

⁸ Đề cập về tỷ thay đổi lương danh nghĩa, đường Phillips có thể được kỳ vọng là ổn định một cách hợp lý và được xác định đúng trong bất kỳ giai đoạn nào mà mức độ thay đổi *trung bình* của giá, và do đó là cả mức dự báo, tương đối ổn định. Trong những giai đoạn như vậy, lương danh nghĩa và lương “thực tế” sẽ cùng dịch chuyển. Các đường cong được ước tính trong những giai đoạn khác nhau hoặc những quốc gia khác nhau cho từng điều kiện đã được thỏa mãn sẽ khác nhau về mức độ, mức độ của đường cong này sẽ phụ thuộc vào mức thay đổi trung bình của giá. Mức thay đổi trung bình của giá càng cao, mức độ của đường cong này sẽ càng cao. Với những giai đoạn hoặc những quốc gia mà mức độ thay đổi của giá thay đổi hợp lý, đường Phillips sẽ không thể xác định chuẩn xác. Tôi muốn nhấn mạnh rằng những luận điểm này sẽ phù hợp nhất với kinh nghiệm của các nhà kinh tế đã nghiên cứu thực nghiệm về Đường Phillips.

Đề cập lại phân tích của Phillips về tỷ lệ thay đổi của lương thực tế - hay chính xác hơn, lương thực tế được dự báo – và tất cả sẽ được phân chia theo địa điểm. Đó là lý do tại sao các nghiên cứu sinh về Đường Phillips thực nghiệm thấy rằng nó giúp bao gồm tỷ lệ thay đổi của mức giá như một biến độc lập.

động tăng. Nhưng sự sụt giảm *trước đó* của lương thực tế sẽ sớm tác động đến những dự báo. Người lao động sẽ bắt đầu dựa vào việc tăng giá của những thứ mà họ mua và đề yêu cầu về lương danh nghĩa cao hơn trong tương lai. Thất nghiệp “thị trường” ở dưới mức “tự nhiên”. Cầu lao động vượt mức, nên lương thực tế sẽ có xu hướng tăng về mức ban đầu.

Mặc dù vậy tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ cao vẫn tiếp tục, mức tăng của lương thực tế sẽ làm đảo chiều sụt giảm thất nghiệp, và sau đó khiến nó tăng lên, có khuynh hướng đưa thất nghiệp trở lại mức ban đầu. Để giữ thất nghiệp ở mức mục tiêu 3%, cơ quan tiền tệ sẽ phải tiếp tục tăng tăng trưởng tiền tệ nhiều hơn. Như trường hợp với lãi suất, mức “thị trường” có thể được giữ dưới mức “tự nhiên” chỉ bằng công cụ lạm phát. Và như trong trường hợp lãi suất, cũng, chỉ bằng cách gia tăng lạm phát. Ngược lại, hãy để cơ quan tiền tệ chọn một mức thất nghiệp cao hơn mức tự nhiên, và họ sẽ buộc phải giảm phát và lạm phát cùng một lúc.

Điều gì sẽ xảy ra nếu cơ quan tiền tệ chọn tỷ lệ “tự nhiên – hoặc là lãi suất hoặc là thất nghiệp – để làm mục tiêu? Vấn đề ở đây là họ không thể biết tỷ lệ “tự nhiên” là bao nhiêu. Không may là, chúng ta vẫn chưa tìm ra phương pháp để tính chính xác và dễ dàng tỷ lệ tự nhiên của lãi suất và thất nghiệp. Và tỷ lệ “tự nhiên” sẽ tự thay đổi theo thời gian. Nhưng vấn đề cơ bản là thậm chí cơ quan tiền tệ biết tỷ lệ “tự nhiên”, và cố gắng neo tỷ lệ thị trường tại điểm đó, thì chúng ta cũng sẽ không thể có một chính sách rõ ràng. Tỷ lệ “thị trường” sẽ thay đổi theo tỷ lệ tự nhiên vì nhiều lý do khác hơn là chính sách tiền tệ. Nếu cơ quan tiền tệ phản ứng với những biến động này, những ảnh hưởng lâu dài hơn sẽ xuất hiện và khiến bất kỳ con đường tăng trưởng tiền tệ nào mà nó theo đuổi cuối cùng sẽ nhất quán với quy luật của chính sách. Quá trình thực sự của tăng trưởng tiền tệ sẽ diễn ra như một cuộc dạo chơi ngẫu nhiên, chống chọi theo cách này hay cách khác bằng thứ sức mạnh sẽ sản sinh ra những chệch hướng tạm thời của tỷ lệ thị trường so với tỷ lệ tự nhiên.

Phát biểu kết luận này một cách khác biệt thì, luôn có một sự đánh đổi tạm thời giữa lạm phát và thất nghiệp; và không có đánh đổi mãi mãi. Đánh đổi tạm thời không đến từ bản thân lạm phát, mà đến từ lạm phát được dự báo, thường ám chỉ, từ một mức tăng của lạm phát. Mọi người tin rằng tồn tại sự đánh đổi mãi mãi là một phiên bản phức tạp của sự cân nhắc giữa “cao” và “gia tăng” rằng tất cả chúng ta đều nhận ra trong những trường hợp đơn giản hơn. Một mức tăng của lạm phát có thể làm giảm thất nghiệp, nhưng một mức cao thì không.

Nhưng, bạn sẽ thắc mắc, vậy “tạm thời” là bao lâu? Với lãi suất, chúng ta có một vài chứng cứ từ hệ thống về thời gian mỗi một tác động diễn ra. Với thất nghiệp, chúng ta không có chứng cứ nào. Tôi có thể mạo hiểm đưa ra một đánh giá cả nhân, dựa trên một số nghiên cứu về bằng chứng lịch sử, rằng những ảnh hưởng ban đầu của một mức lạm phát cao hơn và không được dự báo sẽ kéo dài đầu đó khoảng hai đến năm năm; và ảnh hưởng ban đầu này rồi sẽ bắt đầu bị đảo chiều; và một điều chỉnh tổng thể với mức lạm phát mới sẽ diễn ra lâu như với thất nghiệp và lạm phát, ví dụ, khoảng hai thập kỷ. Với lãi suất và lạm phát, hãy để tôi thêm vào một đặc điểm. Những đánh giá này dùng

cho những thay đổi trong tỷ lệ lạm vô cùng lớn mà nước Mỹ trải qua. Với những thay đổi to lớn hơn, như những gì đã xảy ra ở các quốc gia Nam Mỹ, quá trình điều chỉnh tổng thể sẽ được tăng tốc mạnh mẽ hơn.

Kết lại luận điểm chung vẫn khác biệt này, cơ quan tiền tệ kiểm soát lượng danh nghĩa – cụ thể là, là lượng trách nhiệm chủ sở hữu của nó. Về cơ bản, nó có thể sử dụng quyền này để neo lượng danh nghĩa – mức tỷ giá hối đoái, mức giá, mức thu nhập quốc dân danh nghĩa, lượng tiền bởi một hoặc nhiều định nghĩa – hoặc để ghim lãi suất vào một lượng danh nghĩa – mức lạm phát hoặc giảm phát, mức tăng trưởng hoặc suy thoái bằng thu nhập quốc dân danh nghĩa, mức tăng trưởng của lượng tiền. Nó không thể sử dụng quyền kiểm soát này với lượng danh nghĩa để neo lượng thực tế - lãi suất, thất nghiệp thực tế, mức thu nhập quốc dân thực tế, lượng tiền thực tế, mức tăng trưởng thu nhập quốc dân thực tế, hay mức tăng trưởng lượng tiền thực tế.

II. Chính sách Tiền tệ có thể làm gì

Chính sách tiền tệ không thể neo những biến thực tế tại những điểm xác định trước. Nhưng chính sách tiền tệ có thể và tạo ra những ảnh hưởng quan trọng lên những biến thực tế này. Luận điểm trước không hề mâu thuẫn với luận điểm sau.

Nghiên cứu của tôi về lịch sử tiền tệ đã khiến tôi hoàn toàn đồng tình với quan điểm thường bị hiểu sai, thường được trích dẫn và nhận nhiều chỉ trích của John Stuart Mill. Ông viết “Về bản chất, trong một nền kinh tế xã hội, không thể có điều gì kém quan trọng hơn tiền tệ; ngoại trừ trong trường hợp một kế hoạch tiết kiệm thời gian và lao động. Nó là một cỗ máy giúp hoàn thành công việc nhanh chóng và hăng hái, mặc dù kém nhanh chóng và hăng hái, nếu thiếu nó: và như nhiều loại máy khác, nó chỉ có gắng tạo ra ảnh hưởng độc lập và khác biệt khi nằm ngoài khuôn khổ” [7, trang 488].

Thực vậy, tiền chỉ là một cỗ máy, nhưng là một cỗ máy cực kỳ hiệu quả. Nếu không có nó, chúng ta không thể bắt đầu có được tăng trưởng vượt bậc về sản lượng và mức sống mà chúng ta đã hưởng thụ trong hai thế kỷ qua – hơn bất kỳ thứ gì chúng ta có thể làm mà không có những cỗ máy thần kỳ khác rải rác trên đất nước của chúng ta và cho phép chúng ta, hầu hết, đơn giản là hoàn thành công việc hiệu quả hơn khi mà không có chúng với chi phí lao động lớn hơn rất nhiều.

Nhưng tiền cũng có một đặc điểm mà những cỗ máy khác không có. Bởi vì nó quá lan tỏa, nên khi vượt ra khỏi khuôn khổ, nó trở thành một con khi làm hỗn loạn hoạt động của tất cả các cỗ máy khác. Đại Khủng hoảng là một ví dụ kinh hoàng nhất nhưng không phải là duy nhất. Mọi cuộc khủng hoảng khác trên đất nước này đều đã được sinh ra từ sự mất ổn định tiền tệ hoặc gia tăng quá mức bởi mất ổn định tiền tệ. Mọi cuộc lạm phát lớn đều sinh ra bởi bành trướng tiền tệ - hầu hết để đáp ứng nhu cầu vượt mức của chiến tranh đã thúc đẩy việc in tiền để bổ sung thâm hụt thuế.

Bài học đầu tiên và quan trọng nhất là lịch sử đã cho chúng ta biết những gì chính sách tiền tệ có thể làm – một bài học quan trọng và to lớn nhất – rằng chính sách tiền tệ có thể ngăn tiền không trở thành một nguồn cơn chính của biến động kinh tế. Điều này

có vẻ là một mục tiêu hơi bi quan: tránh những lỗi sai lớn. Phần nào, thực tế chính là như vậy. Cuộc Đại khủng hoảng có thể sẽ không xảy ra, và nếu xảy ra, người ta có thể bảo vệ phần nào, nếu cơ quan tiền tệ tránh được những lỗi sai, hoặc nếu những thiết chế tiền tệ là những thiết chế của một giai đoạn trước khi không có cơ quan tiền tệ nào có sức mạnh để tạo ra những lỗi sai kiểu này như Hệ thống Cục Dự trữ Liên bang đã làm. Một vài năm qua, nói một cách trần trụi, hoạt động kinh tế đáng ra phải ổn định hơn, hiệu quả hơn nếu Cục Dự trữ Liên bang tránh được những thay đổi quyết liệt và thất thường của cách làm này, đầu tiên là mở rộng cung tiền với tốc độ nhanh hợp lý, rồi, vào đầu năm 1966, đập ga mạnh hơn, tiếp đó, cuối năm 1966, quay ngược lại và tiếp tục bành trướng cho đến tháng 11 năm 1967, tại một điểm với tốc độ cao hơn có thể duy trì lâu dài mà không có lạm phát đáng kể.

Thậm chí nếu quan điểm rằng chính sách tiền tệ có thể ngăn tiền trở thành nguồn cơn chính của biến động kinh tế là một quan điểm bi quan, nhưng cũng không vì thế mà nó kém quan trọng. Tuy nhiên, như những gì đã diễn ra, đây không hoàn toàn là một quan điểm bi quan. Cổ máy tiền tệ đã vượt ra khỏi khuôn khổ thậm chí khi không có bất kỳ cơ quan tiền tệ nào có thứ sức mạnh như Cục Dự trữ Liên bang hiện đang nắm giữ. Ở Mỹ, trong giai đoạn 1907 và trước đó, nỗi kinh hoàng với các ngân hàng là những ví dụ của việc cổ máy tiền tệ đã có thể vượt ra khỏi khuôn khổ của chính nó mạnh mẽ như thế nào. Do đó, một nhiệm vụ quan trọng và sáng sủa hơn cho cơ quan tiền tệ là đưa ra những cải tiến cho chiếc máy này để giúp giảm thiểu những khả năng để nó có thể vượt ra khỏi khuôn khổ, và để sử dụng sức mạnh của nó để giữ chiếc máy này trong một khuôn khổ được điều phối tốt.

Điều thứ hai mà chính sách tiền tệ có thể thực hiện đó là cung cấp một nền tảng ổn định cho nền kinh tế - giữ cho chiếc máy được tra dầu liên tục, để tiếp tục phép loại suy của Mill. Thực hiện được nhiệm vụ đầu tiên này sẽ đóng góp cho mục tiêu này, và còn hơn thế nữa. Hệ thống kinh tế của chúng ta sẽ hoạt động tốt nhất khi nhà sản xuất và người tiêu dùng, chủ lao động và người lao động, có thể hành động với đầy đủ tự tin rằng mức giá trung bình sẽ biến động theo như dự báo trong tương lai – tốt hơn hết là sẽ ổn định ở mức tương đối cao. Trong bất kỳ thiết kế thể chế khả dĩ nào, và chắc chắn trong những thể chế đang thịnh hành tại Mỹ, giá và lương chỉ linh hoạt phần nào. Chúng ta cần duy trì tính linh hoạt này để đạt được những thay đổi tương đối trong giá và lương mà chúng ta cần để điều chỉnh với những thay đổi linh động của thị hiếu và công nghệ. Chúng ta không nên phung phí nó chỉ đơn giản là để đạt được những thay đổi hoàn toàn trong mức giá mà không phục vụ những chức năng kinh tế.

Ở một thời kỳ trước đó, người ta dựa vào chuẩn bản vị vàng để tạo ra niềm tin vào sự ổn định của tiền tệ trong tương lai. Trong thời kỳ hoàng kim, chuẩn này đã phục vụ chức năng ổn định khá tốt. Nhưng rõ ràng là không lâu sau, do khan hiếm mà một quốc gia trên thế giới đã sẵn sàng buông lỏng sự thống trị của chế độ bản vị vàng – và có những lý do thích hợp để các quốc gia không nên làm vậy. Cơ quan tiền tệ có thể hoạt động như một người đại diện cho chuẩn bản vị vàng, nếu nó neo tỷ giá và độc quyền làm việc đó bằng cách thay đổi lượng tiền để phản ứng lại cán cân thanh toán mà không

“khử trùng” thặng dư hoặc thâm hụt và không dùng đến điều khiển tỷ giá mở hoặc đóng hoặc những thay đổi trong hạn ngạch và hàng rào thuế. Nhưng một lần nữa, mặc dù nhiều ngân hàng trung ương nói như vậy, nhưng một số trong thực tế vẫn sẵn sàng theo hướng này – và lại có những nguyên nhân hợp lý về việc tại sao họ không nên làm thế. Một chính sách như thế sẽ phù hợp với mỗi quốc gia để những điều bất thường không phải của chuẩn bản vị vàng tự động và khách quan mà là của các chính sách – thông thường hoặc ngẫu nhiên – của những cơ quan tiền tệ khác.

Trong thế giới ngày nay, nếu việc thực thi chính sách tiền tệ là nhằm cung cấp một nền tảng ổn định cho nền kinh tế, thì chính sách này phải làm như vậy bằng cách thường xuyên sử dụng triệt để sức mạnh của mình. Tôi sẽ nói về cách thức để nó có thể thực hiện sau đây.

Cuối cùng, chính sách tiền tệ có thể tham gia bù đắp những biến động lớn trong hệ thống kinh tế gây ra bởi những nguyên nhân khác. Nếu có một niềm vui độc lập muôn thưở – như sự bành trướng thời hậu thế chiến được miêu tả bởi những đề xuất lạm phát đình đốn muôn thưở - chính sách tiền tệ về cơ bản có thể tự kiểm soát bởi một tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ chậm hơn là có thể mong đợi. Nếu, như bây giờ, ngân sách liên bang bành trướng đe dọa thâm hụt ngân sách không được dự báo, chính sách tiền tệ có thể kiểm soát bất kỳ nguy hiểm nào đối với lạm phát bằng một mức tăng trưởng tiền tệ thấp hơn mức kỳ vọng. Điều này sẽ tạm thời khiến lãi suất cao hơn mức bình thường – cho phép chính phủ mượn tổng tiền cần thiết để tài trợ thâm hụt – nhưng bằng cách ngăn gia tăng lạm phát, có thể khiến cả giá và lãi suất danh nghĩa thấp trong thời gian dài. Nếu chiến tranh kết thúc cho đất nước một cơ hội để chuyển những nguồn lực dành cho chiến tranh sang sản xuất cho thời bình, chính sách tiền tệ có thể nói lòng sự chuyển dịch này bằng một mức tăng trưởng tiền tệ cao hơn mức kỳ vọng – mặc dù kinh nghiệm không quá khuyến khích nó có thể làm như vậy mà không gây ra hậu quả.

Tôi đã đặt điểm này vào cuối bài, và đề cập đến nó trong những điều kiện thích hợp – như liên hệ đến những biến động lớn – bởi tôi tin rằng tiềm năng của chính sách tiền tệ trong việc bù đắp những nguyên nhân bất ổn khác bị giới hạn khá nhiều so với những gì mọi người tin tưởng. Chúng ta đơn giản là không có đủ kiến thức để có thể nhận ra những biến động nhỏ khi chúng xảy ra hoặc có thể tiên đoán liệu những ảnh hưởng của chúng sẽ xảy ra chính xác hay không, hay chính sách tiền tệ cần phải bù đắp những gì cho những ảnh hưởng của chúng. Chúng ta không có đủ kiến thức để có thể đạt được những mục tiêu đã đề cập bằng những thay đổi trong việc kết hợp chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa một cách tinh tế, hay thậm chí là thô thiển. Đặc biệt trong phạm vi này mục tiêu xuất sắc rất có thể là kẻ thù của sự đúng đắn. Kinh nghiệm cho thấy rằng con đường khôn ngoan là sử dụng chính sách tiền tệ một cách khéo léo để bù đắp những biến động khác chỉ khi chúng tạo ra một “mối nguy hiện tồn và rõ ràng.”

III. Chính sách tiền tệ nên được sử dụng như thế nào?

Chính sách tiền tệ nên được sử dụng thế nào để đóng góp trong phạm vi khả năng của nó cho những mục tiêu của chúng ta? Đây chắc chắn không phải là dịp để trình bày một

“Kế hoạch Ổn định Tiền tệ” chi tiết - sử dụng tiêu đề của một cuốn sách mà tôi đang cố gắng làm như thế [3]. Tôi sẽ tự ngăn bản thân mình trong hai yêu cầu lớn với chính sách tiền tệ đã theo sát từ thảo luận bên trên.

Yêu cầu đầu tiên là cơ quan tiền tệ nên tự biết rằng họ có thể kiểm soát cái gì và không thể kiểm soát cái gì. Nếu, như những cơ quan vẫn thường làm, lấy lãi suất hoặc tỷ lệ thất nghiệp hiện tại làm tiêu chuẩn tức thời của chính sách, nó sẽ giống như một cỗ máy không gian phụ trách một lỗi trên một ngôi sao gặp trục trặc. Dù cho dụng cụ hướng dẫn của nó tinh vi và mạnh đến đâu chẳng nữa, cỗ máy vẫn sẽ đi chệch hướng. Và cơ quan tiền tệ cũng sẽ như vậy. Với những việc quan trọng khác mà nó có thể kiểm soát, những hướng dẫn thu hút nhất với chính sách là tỷ giá hối đoái, mức giá được xác định với một vài chỉ số, và tổng lượng tiền – tiền cộng thêm những khoản đặt cọc điều chỉnh theo cầu, hoặc tổng này cộng thêm các khoản đặt cọc kỳ hạn của ngân hàng thương mại, hoặc một tổng rộng hơn.

Đặc biệt với nước Mỹ, tỷ giá hối đoái là một chỉ dẫn không đáng mong đợi. Có thể sẽ tốt khi yêu cầu toàn bộ nền kinh tế điều chỉnh một lượng nhỏ bao gồm ngoại thương nếu điều này đảm bảo nền kinh tế được tách biệt khỏi sự vô trách nhiệm của tiền tệ - như khi áp dụng một chuẩn bản vị vàng thực tế. Nhưng gần như không đáng để nền kinh tế hành động như vậy chỉ đơn giản là để thích ứng với mức trung bình của bất cứ cái gì mà các chính sách của cơ quan tiền tệ thuộc phần còn lại của thế giới chấp nhận. Tốt hơn là để cho thị trường, bằng tỷ giá hối đoái thả nổi, điều chỉnh các điều kiện của thế giới vào khoảng 5% hoặc là với nguồn lực của chúng ta dành cho thương mại quốc tế trong khi bảo toàn chính sách tiền tệ để thúc đẩy việc sử dụng hiệu quả 95% còn lại.

Trong ba chỉ dẫn trên, mức giá rõ ràng là quan trọng nhất bởi những ảnh hưởng của nó. Những chỉ dẫn khác tương tự, có thể là lựa chọn tốt nhất – như nhiều nhà kinh tế cao cấp đã thuyết phục trong quá khứ. Nhưng những chỉ dẫn khác thực tế lại không giống như thế. Mỗi liên hệ giữa hành động chính sách của cơ quan tiền tệ và mức giá, trong khi thực tế rõ ràng, kém trực diện hơn mối liên hệ giữa hành động chính sách của cơ quan tiền tệ và bất kỳ tổng lượng tiền tệ nào. Hơn nữa, hành vi tiền tệ cần mất nhiều thời gian để tác động lên mức giá hơn là tác động lên tổng cung tiền và cả thời gian chờ và tầm quan trọng của tác động đa dạng với nhiều trường hợp. Kết quả là, chúng ta không thể nào tiên đoán chính xác rằng một hành động tiền tệ đặc thù sẽ có những tác động nào lên mức giá và, cũng quan trọng không kém, là khi nào ảnh hưởng đó diễn ra. nỗ lực để kiểm soát trực tiếp mức giá do đó có thể khiến bản thân chính sách tiền tệ là nguồn cơn của biến động kinh tế bởi những quăng dưng và khởi đầu sai lầm. Có lẽ, như hiểu biết của chúng ta về những tiến bộ của hiện tượng tiền tệ, tình huống này sẽ thay đổi. Nhưng ở chặng hiện tại của hiểu biết của chúng ta, cách dài hạn xung quanh dường như là cách chắc chắn hơn với mục tiêu của chúng ta. Theo đó, tôi tin rằng tổng lượng tiền là cách tốt nhất hiện tại phù hợp với chỉ dẫn hay tiêu chuẩn tức khắc cho chính sách tiền tệ - và tôi tin rằng

Yêu cầu thứ hai của chính sách tiền tệ là cơ quan tiền tệ tránh những cánh rẽ trong chính sách. Trong quá khứ, các cơ quan tiền tệ thường đi sai hướng – như trong giai đoạn Đại Khủng hoảng mà tôi đã nhấn mạnh. Thường xuyên hơn, họ đi đúng hướng, mặc dù là thường quá muộn, nhưng đã để sai lầm đi quá xa. Quá muộn và quá nhiều chính là kinh nghiệm đã trải qua. Ví dụ, vào đầu năm 1966, là thời điểm cục dự trữ liên bang cần đưa ra chính sách hợp lý để hành động nhằm giảm thiểu sự bành trướng – mặc dù, điều này nên được làm ít nhất là một năm trước. Nhưng khi được triển khai, nó đã đi quá xa, gây ra những thay đổi rõ rệt nhất về mức tăng trưởng tiền tệ của thời kỳ hậu chiến tranh. Một lần nữa, cũng đi quá xa, đó là chính sách của Fed nhằm đảo chiều diễn biến vào cuối năm 1966. Nhưng một lần nữa, nó lại đi quá xa, không chỉ làm phục hồi mà còn vượt quá mức vượt trước đó của tăng trưởng tiền tệ. Và giai đoạn này không phải là ngoại lệ. Nó thường xuyên diễn ra như vậy vào những năm 1919 và 1920, 1937 và 1938, 1953 và 1954, 1959 và 1960.

Nguyên nhân cho thiên hướng phản ứng quá mức này dường như rất rõ ràng: sự thất bại của các cơ quan tiền tệ trong việc cho phép trì hoãn giữa hành động của họ và những ảnh hưởng sau đó đến nền kinh tế. Họ luôn xác định những hành động của mình dựa trên những điều kiện hiện tại – nhưng những hành động của họ sẽ tác động đến nền kinh tế sau sáu hoặc chín hoặc mười hai thậm chí mười hai tháng sau đó. Bởi vậy, họ cảm thấy cần phải đạp ga, hoặc đạp phanh, cực mạnh, như tình thế lúc đó yêu cầu.

Quan điểm cá nhân của tôi vẫn là cơ quan tiền tệ phải hết sức tránh những phương pháp như vậy bằng cách thực hiện một cách công khai những chính sách này để đạt một trạng thái tăng trưởng tổng mức tiền tệ quy định ổn định. Tỷ lệ tăng trưởng chuẩn xác, hay tổng tiền chuẩn xác, không quan trọng bằng việc áp dụng một vài tỷ lệ cho sẵn và biết trước. Tôi ủng hộ một tỷ lệ sẽ là mức trung bình để cơ bản đạt được ổn định mức giá của sản phẩm cuối cùng, mà tôi đã ước lượng sẽ yêu cầu một số thứ như một tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ 3 đến 5% một năm cộng thêm tất cả các khoản đặt cọc của các ngân hàng thương mại hoặc một tỷ lệ tăng trưởng tương đối thấp của tiền và chỉ cộng thêm các khoản đặt cọc phía cầu. Nhưng sẽ tốt hơn nếu có một mức cố định có thể là mức trung bình của lạm phát hoặc giảm phát, để tạo sự ổn định, hơn là chịu những biến động lớn và thất thường mà chúng ta đã trải qua.

Vì không áp dụng một chính sách về tốc độ tăng trưởng tiền tệ ổn định công khai như vậy, nên sẽ là một bước tiến lớn nếu cơ quan tiền tệ tuân thủ quy định tự phủ nhận để tránh những thay đổi lớn. Đây chỉ là vấn đề mang tính thống kê khi những giai đoạn tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ tương đối ổn định cũng là các giai đoạn hoạt động kinh tế tương đối ổn định ở cả Hoa Kỳ và các quốc gia khác. Khoảng thời gian tốc độ tăng trưởng tiền tệ dao động mạnh cũng là giai đoạn hoạt động kinh tế dao động mạnh.

Bằng cách tự thiết lập một khung khổ ổn định và duy trì nó, cơ quan tiền tệ có thể tạo ra một đóng góp lớn lao trong việc thúc đẩy ổn định kinh tế. Khi thực hiện khung khổ đó tốc độ tăng trưởng lượng tiền ổn định nhưng không ôn hòa sẽ tạo ra một tác động lớn để tránh được lạm phát hay giảm phát giá cả. Những lực lượng khác sẽ tiếp tục tác động đến nền kinh tế, yêu cầu phải có sự thay đổi và điều chỉnh, và làm xáo trộn

đường hướng đúng đắn của chúng ta. Nhưng tăng trưởng tiền tệ ổn định sẽ tạo ra một bầu không khí tiền tệ dễ chịu với hoạt động điều hành hiệu quả của những thành tố cơ bản như kinh doanh, tài khéo, phát minh, làm việc chăm chỉ, và tiết kiệm sẽ là tạo cho nền kinh tế những cơ hội tăng trưởng vượt bậc. Đó là điều tôi khao khát mong chờ nhất từ chính sách tiền tệ trong khả năng tri thức hiện tại của thời đại chúng ta. Nhưng nhìn chung – và đây là một thương vụ lớn – rõ ràng là nó trong tầm với của chúng ta.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. H. S. Ellis, ed., *A Survey of Contemporary Economics*. Philadelphia 1948.
2. Milton Friedman, “The monetary Theory and Policy of Henry Somons,” *Jour. Law and Econ.*, Oct. 1967, 10, 1-13.
3. Milton Friedman, *A Program for Monetary Stability*. New York 1959.
4. E. A. Goldenweiser, “Posrtwar Problems and Policies,” *Fed. Res. Bull.*, Feb. 1945, 32, 112-21.
5. P. T. Homan and Fritz Machlup, ed., *Financing American Prosperity*. New York 1945.
6. A. P. Lerner and F. D. Graham, ed., *Planning and Paying for Full Employment*. Princeton 1946.
7. J. S. Mill, *Principles of Political Economy*, Bk. III, Ashley ed. New York 1929.



**BROADEN
ECONOMICS**

NHỮNG TÁC PHẨM DỊCH KHÁC

BET-06 Điều làm nên một nhà kinh tế học

BET-07 Chiến thắng của các nhà kinh tế?

BET-08 Những giai thoại về toàn cầu hóa

BET-09 Những nhà kinh tế - Các triết gia thế tục

BET-10 Giá trị của thuyết đối ngẫu đang trở lại?

BET-11 Các nhà kinh tế đã sai lầm như thế nào

LIÊN HỆ

Chương trình Nghiên cứu Kinh tế học mở rộng (Broaden Economics)

Viện Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách (VEPR)

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội

Địa chỉ: Phòng 707, Nhà E4

144 Xuân Thủy, Cầu Giấy

Hà Nội, Việt Nam

Tel: (84-4) 3 754 7506 -704/714/734

Fax: (84-4) 3 754 9921

Email: broadeneconomics@rethinkeconomics.org

Website: www.vepr.org.vn