

Eugene F. Fama

Gói kích cầu và Giả thuyết thu nhập thường xuyên¹

(Phạm Lan Hương dịch, Đinh Tuấn Minh hiệu đính)

***Tóm tắt:** Các chương trình kích cầu của nhà nước – tức các chương trình cắt chuyển nguồn lực sang cho người dân – nhằm mục đích thúc đẩy tiêu dùng. Tôi xem xét các hiệu ứng kích thích qua lăng kính của giả thuyết thu nhập thường xuyên (PI). Mô hình PI tiên đoán rằng, khi có kích cầu, sẽ có sự tăng lên tạm thời trong thu nhập, và điều này sẽ làm tăng nhẹ tiêu dùng hiện tại bởi vì người nhận thường tiết kiệm phần lớn khoản tiền kích cầu này cho việc tiêu dùng trong nhiều giai đoạn ở tương lai. Tiên đoán này tỏ ra đúng hoàn toàn trong giai đoạn suy thoái do đại dịch năm 2020 (tính đến thời điểm có mẫu quan sát cuối cùng của bài viết này) và giai đoạn suy thoái do khủng hoảng tài chính 2008-2009; đây là hai giai đoạn suy thoái đáng kể nhất trong khoảng thời gian 1959-2020 dẫn đến việc kích hoạt chương trình kích cầu tạm thời với quy mô đáng kể.*

Dẫn nhập

Các chương trình kích cầu của nhà nước - tức các chương trình cắt chuyển các nguồn lực sang cho người dân - nhằm mục đích thúc đẩy tiêu dùng. Theo giả thuyết thu nhập thường xuyên của Modigliani (1954) và Friedman (1957), một gói kích cầu tạo ra sự tăng lên tạm thời trong thu nhập sẽ làm tăng nhẹ tiêu dùng hiện tại vì người nhận thường tiết kiệm phần lớn khoản tiền kích cầu này cho việc tiêu dùng trong nhiều giai đoạn ở tương lai. Trái lại, một gói kích cầu dẫn đến tăng thu nhập thường xuyên sẽ có tác động lớn đến tiêu dùng hiện tại và tương lai.

Tác giả đã kiểm chứng các tác động của gói kích cầu thông qua các lăng kính của giả thuyết thu nhập thường xuyên. Các mục tiêu bị hạn chế. Giống như bất kỳ mô hình nào khác, giả thuyết thu nhập thường xuyên chắc chắn sẽ bị bác bỏ nếu như có số liệu đầy đủ; và tác giả cũng không thực hiện các loại kiểm định tiêu chuẩn. Thay vào đó, tác giả kiểm chứng một cách không chính quy mức độ mà hành vi tiêu dùng và tiết kiệm nhất quán với giả thuyết thu nhập thường xuyên.

Phân tích tập trung vào dữ liệu theo tháng đối với Thu nhập cá nhân khả dụng (DPI) và hai thành phần chính của nó là Chi tiêu cá nhân (PO) và Tiết kiệm cá nhân (PS). Các thành phần này thỏa mãn:

$$\text{DPI} = \text{PO} + \text{PS} \tag{1}$$

¹ Fama, Eugene F., Stimulus and the Permanent Income Hypothesis (February 19, 2021). Chicago Booth Research Paper No. 21-08, Fama-Miller Working Paper, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3790543> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3790543>

Vì Chi tiêu cá nhân (PO) phần lớn dưới dạng tiêu dùng, nên PO được gọi tắt là tiêu dùng, PS là tiết kiệm và DPI là thu nhập. Biến thứ tư và cuối cùng là Chuyển khoản cá nhân vãng lai (TR), một thành phần của DPI, và được gọi tắt là chuyển khoản. TR chính là biểu hiện của kích cầu được kiểm chứng ở đây. Tất nhiên gói kích cầu cũng có thể hiện diện ở những hình thức khác. Số liệu được sử dụng có phạm vi từ tháng 1 năm 1959 đến tháng 11 năm 2020, thường được ghi là 1959/1-2020/11.

Phần A của Bảng 1 cho thấy giá trị trung bình và độ lệch chuẩn của sự thay đổi trong DPI, và các thành phần của nó PO, PS và TR. Phần B thể hiện ma trận hệ số tương quan giữa các thay đổi trong 4 biến. Theo thông lệ, các biến được điều chỉnh về cơ sở hàng năm (annualized) (nhân với 12 tháng) nên các thay đổi cũng được điều chỉnh về cơ sở hàng năm. Đơn vị tính là tỉ USD. Các thay đổi được tính theo đơn vị USD thay vì % vì USD là đơn vị mà câu hỏi đề cập đến. Việc đo lường những thay đổi theo đơn vị USD cũng có nghĩa là thay đổi trong thu nhập cá nhân khả dụng (DPI) là tổng các thay đổi trong tiêu dùng PO và tiết kiệm PS, vì vậy công thức (1) cũng đúng cho thay đổi và thay đổi trung bình trong các biến. Bảng 1 cho thấy kết quả của 3 giai đoạn: (i) giai đoạn 1959/2-2020/11, (ii) giai đoạn 1959/02-2020/1, tức đã bỏ đi thời kỳ suy thoái do đại dịch Covid-19, và (iii) 1959/2-2007/11, tức đã bỏ đi thời kỳ suy thoái khủng hoảng tài chính 2007/12-2009/6, thời kỳ mở rộng sau đó và thời kỳ suy thoái do đại dịch. Hai giai đoạn suy thoái do đại dịch và suy thoái do khủng hoảng tài chính là hai giai đoạn chính được xem xét đặc biệt kỹ lưỡng.

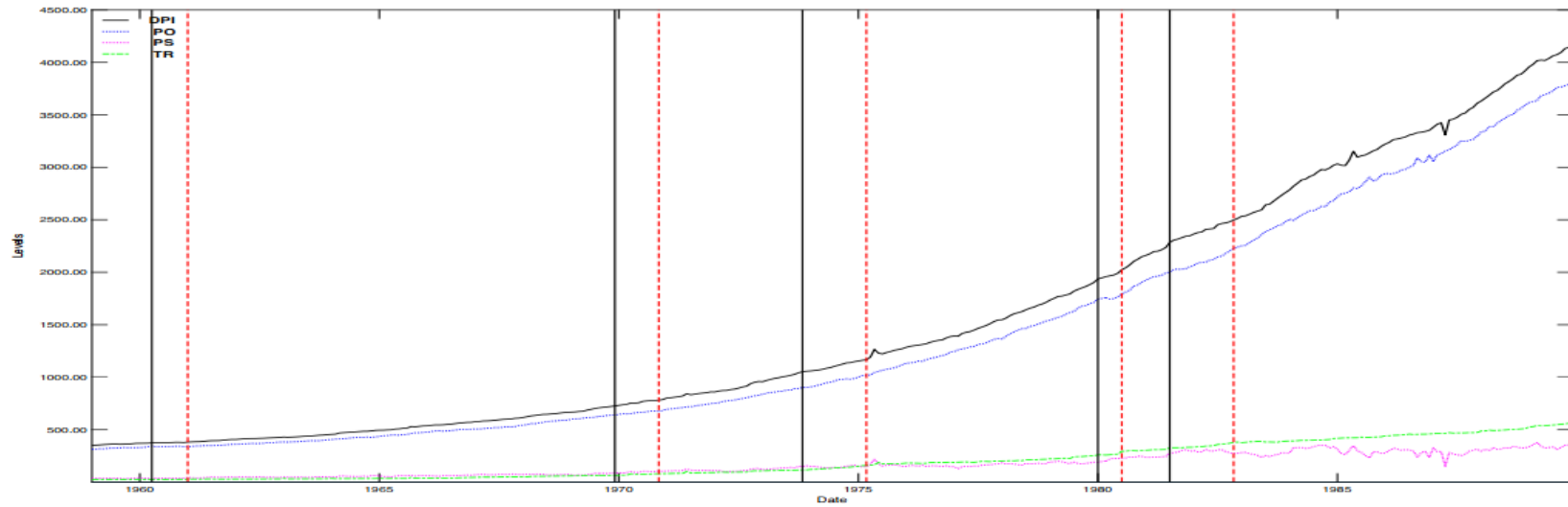
Bảng 1. Tổng hợp các số liệu thống kê về sự thay đổi hàng tháng trong DPI và các thành phần của nó

Panel A: Means and standard deviations				
	DPI	PO	PS	TR
1959/2-2020/11, obs = 742				
Mean	22.81	19.87	2.94	4.99
Std Dev	113.76	95.53	189.32	135.64
1959/2-2020/1, obs = 732				
Mean	22.35	20.68	1.68	4.34
Std Dev	53.35	28.13	54.79	26.74
1959/2-2007/11, obs = 586				
	DPI	PO	PS	TR
Mean	17.58	17.09	0.49	2.96
Std Dev	32.61	22.24	32.71	5.74
Panel B: Correlation Matrices				
1959/2-2020/11, obs = 742				
	DPI	PO	PS	TR
DPI	1.00	-0.63	0.92	0.90
PO	-0.63	1.00	-0.89	-0.81
PS	0.92	-0.89	1.00	0.95
TR	0.90	-0.81	0.95	1.00
1959/2-2020/1, obs = 732				
	DPI	PO	PS	TR
DPI	1.00	0.21	0.86	0.49
PO	0.21	1.00	-0.31	0.08
PS	0.86	-0.31	1.00	0.43
TR	0.49	0.08	0.43	1.00
1959/2-2007/11, obs = 586				
	DPI	PO	PS	TR
DPI	1.00	0.34	0.77	0.20
PO	0.34	1.00	-0.34	0.29
PS	0.77	-0.34	1.00	0.01
TR	0.20	0.29	0.01	1.00

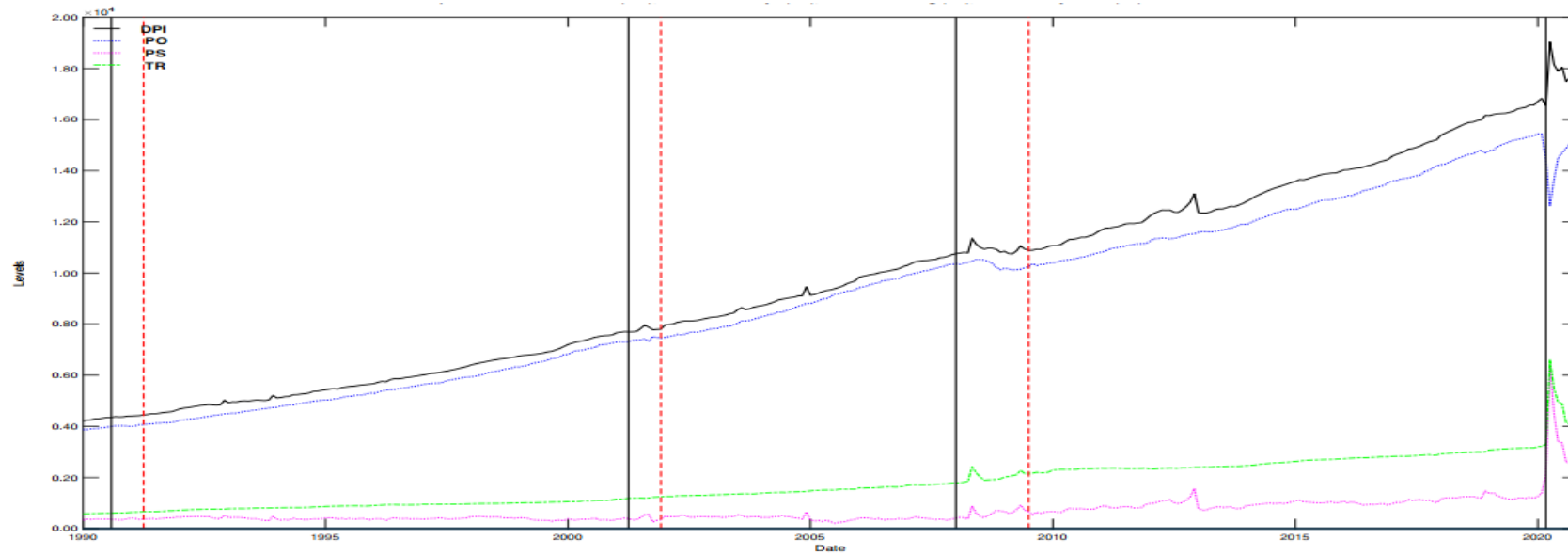
Hình 1a và 1b thể hiện các mức DPI, PO, PS và TR trong hai nửa của giai đoạn được xét đến. Các biến tăng mạnh trong giai đoạn này. Việc chia giai đoạn thành hai nửa cho phép áp dụng quy mô trực tung với những giá trị khác nhau và mang đến cái nhìn rõ hơn về sự biến động của các biến trong nửa đầu của giai đoạn. Ở một số chỗ trong bài viết, Hình 1a và 1b được gọi chung là Hình 1.

Bảng 1 cho thấy tiêu dùng (PO) ít biến động hơn thu nhập (DPI), còn tiết kiệm (PS) thì biến động chỉ ít là tương đương với thu nhập. Gạt sang một bên thời kỳ suy thoái do đại dịch ở cuối giai đoạn, Hình 1 cho thấy có điểm biến động bất thường trong thu nhập mà không thấy ở tiêu dùng, điều này thể hiện rằng những biến động tạm thời trong thu nhập phần lớn thường xuất hiện tương ứng với những biến động tạm thời trong tiết kiệm. Nói tóm lại, giống như dự đoán của giả thuyết thu nhập thường xuyên,

Hình 1a - Thu nhập cá nhân khả dụng (DPI), Chi tiêu cá nhân (PO), Tiết kiệm cá nhân (PS), Chuyển khoản cá nhân vãng lai (TR): 1959:01-1989:12



Hình 1b - Thu nhập cá nhân khả dụng (DPI), Chi tiêu cá nhân (PO), Tiết kiệm cá nhân (PS), Chuyển khoản cá nhân vãng lai (TR): 1990:01-2020:11



tiêu dùng tăng trưởng vượt hơn thu nhập, và những biến động tạm thời trong thu nhập xuất hiện tương đồng với những biến động tạm thời trong tiết kiệm.

Thời kỳ suy thoái do đại dịch

Khoảng thời gian 10 tháng trong thời kỳ suy thoái do đại dịch ở cuối giai đoạn có ảnh hưởng lớn đối với 742 tháng của cả giai đoạn, như đã thể hiện trong số liệu thống kê ở Bảng 1. Phần A của Bảng 1 cho thấy mức biến động của DPI, PO, PS và TR giảm đáng kể khi chúng ta loại bỏ thời kỳ khủng hoảng do đại dịch. Hình 1b thể hiện mức biến động cực lớn trong thời kỳ suy thoái đại dịch. Chuyển khoản (TR), tiết kiệm (PS), và thu nhập (DPI) tăng mạnh trong thời kỳ suy thoái đại dịch và sau đó giảm dần. Tiêu dùng (PO) theo hướng ngược lại, giảm mạnh và sau đó tăng dần.

Xét cả giai đoạn mối tương quan giữa những thay đổi trong thu nhập và thay đổi trong tiêu dùng là -0,63, nhưng kết quả bất thường này là do sự chuyển động ngược chiều nhau của thu nhập và tiêu dùng trong thời kỳ đại dịch. Khi giai đoạn này bị loại bỏ, mối tương quan giữa thay đổi thu nhập và thay đổi tiêu dùng lại có giá trị dương 0,21 cho giai đoạn 1959/2-2020/1 và 0,34 cho giai đoạn 1959/2-2007/11.

Thời kỳ đại dịch ảnh hưởng ít hơn đến mối tương quan giữa tăng trưởng thu nhập và tăng trưởng trong tiết kiệm. Hệ số tương quan cho cả giai đoạn là 0,92. Khi bỏ quan 10 tháng của thời kỳ đại dịch thì hệ số này giảm xuống còn 0,86, và giảm tiếp còn 0,77 khi chúng ta chỉ xét mẫu đến tháng 11/2007 (ngay trước thời kỳ suy thoái do khủng hoảng tài chính).

Ngay cả khi không xét đến thời kỳ đại dịch, hệ số tương quan giữa tăng trưởng thu nhập và tiết kiệm là 0,86 cũng lớn hơn nhiều so với hệ số này giữa tăng trưởng thu nhập và tăng trưởng tiêu dùng là 0,21. Từ góc nhìn của giả thuyết thu nhập thường xuyên, kết quả này cho thấy nhiều biến động qua các tháng trong thu nhập là tạm thời và được hấp thụ bởi tiết kiệm. Khi chúng ta chọn mẫu dùng tại thời điểm tháng 11 năm 2007, ngay trước thời kỳ suy thoái do khủng hoảng tài chính, hệ số tương quan giữa thay đổi thu nhập và thay đổi tiêu dùng tăng từ 0,21 lên 0,34 và hệ số tương quan giữa thay đổi thu nhập và thay đổi tiết kiệm giảm từ 0,86 xuống 0,77. Điều này cho thấy rằng mặc dù không thực sự mạnh, nhưng khi bỏ qua hai thời kỳ suy thoái do khủng hoảng tài chính và đại dịch, nhiều biến động trong thu nhập tạo thành những ảnh hưởng thường xuyên.

Sự tăng mạnh trong thu nhập (DPI) trong thời kỳ suy thoái do đại dịch cuối giai đoạn là do chuyển khoản (TR) được tạo ra từ Đạo luật Viện trợ, Cứu trợ và An ninh Kinh tế Coronavirus (CARES), tạo ra các khoản chuyển khoản tạm thời cho người dân vượt xa các khoản chuyển khoản trước đó, và (tính đến thời điểm hiện tại) là chương trình kích cầu lớn nhất trong đợt suy thoái do đại dịch. Các thanh toán chuyển khoản là một phần bổ sung cho thu nhập (DPI),

và suy thoái đại dịch có ảnh hưởng tới hệ số tương quan 0,90 giữa tăng trưởng TR và tăng trưởng DPI đối với tổng thể cả giai đoạn. Khi bỏ qua giai đoạn 10 tháng của thời kỳ suy thoái đại dịch, hệ số tương quan giảm từ 0,90 xuống 0,49 và 0,20 khi bỏ đi cả giai đoạn suy thoái do khủng hoảng tài chính. Do đó, trước khi xảy ra khủng hoảng tài chính, biến động trong thanh toán chuyển khoản không phải là yếu tố quan trọng trong biến động của thu nhập.

Chuyển khoản trong suy thoái đại dịch là một sự kiện hiếm gặp, và việc kiểm chứng chi tiết điều chúng phản ánh về giả thuyết thu nhập thường xuyên (ít nhất tính đến thời điểm hiện tại) là một việc thú vị. Bảng 2 thể hiện số liệu hàng tháng về DPI, PO, PS và TR từ tháng 1 đến tháng 11 năm 2020. Dòng đầu của bảng là tháng 1 năm 2020 – tháng trước khi bắt đầu đại dịch. Hình 1b cho thấy giá trị của bốn biến trong các tháng trước thời điểm tháng 1 năm 2020 đều tăng rất thuận lợi. Có vẻ hợp lý khi cho rằng ở thời điểm tháng 1 năm 2020, dưới ảnh hưởng của giả thuyết thu nhập thường xuyên, các biến không có tăng trưởng. Tôi cũng cho rằng trong giai đoạn 10 tháng của thời kỳ suy thoái đại dịch, giá trị tích lũy của các biến dự đoán dựa trên giả thuyết thu nhập thường xuyên gấp 10 lần so với giá trị của các biến ở thời điểm tháng 1. Đây là các giá trị thu nhập cá nhân không tăng trưởng được dự đoán dựa trên giả thuyết PI ở dòng thứ 2 của Bảng 2. Từ dòng thứ 2 đến dòng cuối cùng của bảng này thể hiện giá trị tích lũy thực tế của các biến trong giai đoạn 10 tháng suy thoái, từ tháng 2 đến tháng 11 năm 2020. Dòng cuối cùng là sự chênh lệch giữa giá trị tích lũy thực tế trong thời kỳ suy thoái và giá trị được dự đoán bởi việc ngoại suy từ các giá trị tại thời điểm tháng 1 năm 2020. Tôi xem dòng cuối cùng của Bảng 2 là phần chênh giữa giá trị thực tế trong giai đoạn suy thoái so với giá trị được dự đoán dựa trên giả thuyết PI.

Tại thời điểm tháng 1 năm 2020, tháng trước khi bắt đầu cuộc suy thoái, TR (giá trị đã điều chỉnh về cơ sở hàng năm) là 3.203,8 tỉ USD. Với mức hàng tháng như vậy, tổng thanh toán chuyển khoản cho 10 tháng tiếp đó trong đợt suy thoái có thể đạt tới 32.038 tỉ USD. Giá trị TR tích lũy thực tế cho 10 tháng này cao hơn, khoảng 44.217,2 tỉ USD. Phần tăng thêm của TR, 12.179,2 tỉ USD, phần lớn là do đạo luật CARES, dẫn đến TR tăng lên gần như gấp đôi (từ 3.291,4 tỉ USD lên 6.597,8 tỉ USD) từ tháng 3 đến tháng 4/2020, và giảm dần sau đó. Ở cuối giai đoạn vào tháng 11 năm 2020, giá trị TR hàng tháng vẫn ở mức hơn 500 tỉ USD, cao hơn so với giá trị dự đoán dựa trên giả thuyết PI ở giai đoạn trước suy thoái.

Bảng 2 – Thu nhập (DPI), Tiêu dùng (PO), Tiết kiệm (PS), và Chuyển khoản (TR) trong giai đoạn khủng hoảng đại dịch từ Tháng 2/2020 – Tháng 11/2020

Thời gian	DPI	PO	PS	TR	Suy thoái
2020/1	16,714.4	15,448.1	1,266.3	3,203.8	0
PI Predict	167,144.0	154,481.0	12,663.0	32,038.0	
2020/2	16,831.3	15,442.3	1,388.9	3,211.2	1
2020/3	16,550.1	14,419.3	2,130.7	3,291.4	1
2020/4	19,035.9	12,622.2	6,413.7	6,597.8	1
2020/5	18,147.1	13,658.0	4,489.1	5,478.0	1
2020/6	17,899.5	14,489.8	3,409.7	4,958.3	1
2020/7	18,045.1	14,702.9	3,342.2	4,882.0	1
2020/8	17,494.5	14,878.5	2,616.0	4,128.2	1
2020/9	17,626.1	15,080.1	2,546.0	4,097.5	1
2020/10	17,495.6	15,124.0	2,371.6	3,849.8	1
2020/11	17,277.6	15,057.2	2,220.4	3,723.0	1
Rec Sum	176,402.8	145,474.3	30,928.3	44,217.2	
Sum-Pred	9,258.8	(9,006.7)	18,265.3	12,179.2	

Chuyển khoản là phần bổ sung thêm cho thu nhập (DPI), nhưng tăng trưởng tăng thêm của DPI trong 10 tháng suy thoái (9.258,8 tỉ USD) lại nhỏ hơn tăng trưởng tăng thêm của TR (12.179,2 tỉ USD). Mức chênh lệch này là ước lượng của mức suy giảm đóng góp của khu vực tư nhân vào DPI do ảnh hưởng của suy thoái.

Nếu người tiêu dùng cho rằng suy thoái do đại dịch là tạm thời, và thu nhập thường xuyên là không bị tác động bởi suy thoái, thì dự đoán dựa trên giả thuyết thu nhập thường xuyên sẽ cho con số hợp lý, theo đó tiêu dùng hàng tháng trong kỳ suy thoái gần với giá trị gốc tại tháng 1/2020 trước khi suy thoái xảy ra (15.448,1 tỉ USD), và tiêu dùng tích lũy dự đoán trong thời kỳ suy thoái là 154.481 tỉ USD. Giá trị tiêu dùng trong giai đoạn suy thoái thực tế

thể hiện trong Bảng 2 thấp hơn (145.474,3 tỉ USD) và như vậy khoản này thấp hơn giá trị dự đoán dựa trên giả thuyết PI khoảng 9.006,7 tỉ USD.

Với các khoản nhận được từ gói kích cầu của Đạo luật CARES, người tiêu dùng nói chung có phương tiện để duy trì tiêu dùng ở mức dự đoán dựa trên giả thuyết PI như trước suy thoái. Bảng 2 chỉ ra rằng trong tháng 3/2020, thu nhập khả dụng cá nhân (DPI) đạt mức 16.550,1 tỉ USD chỉ thấp hơn một chút so với mức dự đoán dựa trên giả thuyết PI như trước suy thoái vào tháng 1/2020, 16.714,4 tỉ USD. Với mỗi tháng trong giai đoạn suy thoái sau tháng 1 năm 2020, DPI đều cao hơn so với mức tháng 1 năm 2020.

Nếu tiêu dùng giảm xuống thấp hơn giá trị tích lũy dự đoán của nó dựa trên giả thuyết PI trong giai đoạn suy thoái, thì với điều kiện ở công thức (1), tiết kiệm phải lớn hơn giá trị dự đoán dựa trên giả thuyết PI của nó một khoản bằng với sự sụt giảm tiêu dùng cộng với phần chênh lệch giữa tổng DPI tích lũy trong giai đoạn suy thoái và giá trị dự đoán của nó. Tiết kiệm tích lũy dự đoán dựa trên giả thuyết PI trong 10 tháng của giai đoạn suy thoái do đại dịch là 12.663 tỉ USD. Tiết kiệm thực tế, 30.928,3 tỉ USD, lớn hơn giá trị dự đoán dựa trên giả thuyết PI của nó khoảng 18.265,3 tỉ USD. Giá trị này đúng bằng tổng của phần tăng thêm của DPI tích lũy trong suy thoái (9.258,8 tỉ USD) và khoản tiêu dùng giảm đi (9.006,7 tỉ USD).

Xu hướng của tiêu dùng trong giai đoạn suy thoái do đại dịch khá bất thường. Tiêu dùng từ tháng đầu tiên đến tháng thứ hai trong giai đoạn suy thoái sụt giảm mạnh (từ 15.442,3 tỉ USD xuống 14.419,3 tỉ USD, thể hiện ở Bảng 2) và giảm sâu hơn từ tháng thứ hai sang tháng thứ ba (từ 14.419,3 tỉ USD xuống 12.622,2 tỉ USD); trong khi đó, từ tháng thứ hai sang tháng thứ ba trong giai đoạn suy thoái do ảnh hưởng của Đạo luật CARES, chuyển khoản tăng từ 3.291,4 tỉ USD lên 6.597,8 tỉ USD. Sau đó, chuyển khoản giảm dần nhưng vẫn duy trì ở mức cao đến cuối giai đoạn. Tiêu dùng bật tăng trở lại sau khi rơi xuống mức thấp kỷ lục vào tháng 3/2020, nhưng ở thời điểm cuối giai đoạn vào tháng 11/2020 vẫn thấp hơn giá trị của nó ở thời điểm bắt đầu bước vào giai đoạn suy thoái.

Tóm lại, mặc dù các khoản kích cầu lớn làm tăng DPI hơn mức dự đoán dựa trên giả thuyết PI của nó, tiêu dùng trong thời kỳ suy thoái do đại dịch vẫn thấp hơn nhiều so với mức dự đoán dựa trên giả thuyết PI của nó. Sự suy giảm tiêu dùng đồng nghĩa với việc tiết kiệm tích lũy trong giai đoạn suy thoái do đại dịch lớn hơn giá trị dự đoán dựa trên giả thuyết PI của nó một khoảng 18.265,3 tỉ USD. Khoản tiết kiệm tăng lên này nhiều hơn mức cần thiết để hấp thụ khoản tăng lên trong chuyển khoản (12.179,2 tỉ USD) mà phần lớn được tạo ra bởi Đạo luật CARES.

Những kết quả này nhất quán với các dự đoán dựa trên giả thuyết PI rằng các khoản nhận được từ gói kích cầu của đạo luật CARES là khoản bổ sung tạm thời vào thu nhập, do đó chúng được dùng để tiêu dùng trong rất nhiều giai đoạn ở tương lai. Nhưng tiêu dùng trong thời kỳ suy thoái do đại dịch giảm xuống mức thấp hơn rất nhiều so với mức dự đoán dựa trên giả thuyết PI và tiết kiệm lớn hơn nhiều so với mức dự đoán theo giả thuyết PI; thực tế này truyền tải nhiều thông điệp hơn thế nữa. Có lẽ suy thoái do đại dịch đã làm tăng mức e ngại rủi ro của người tiêu dùng và dẫn đến sự gia tăng đột biến của tiết kiệm dự phòng. Suy luận này nhất quán với minh chứng vi mô từ các khảo sát người tiêu dùng (Coibion, Gorodnichenko, và Weber 2020); các khảo sát này phát hiện ra rằng các khoản tiền nhận được từ gói kích cầu của đạo luật CARES phần lớn thường được tiết kiệm hoặc sử dụng để trả nợ (một hình thức khác của tiết kiệm), nhưng một số cũng được dùng để tiêu dùng, đặc biệt đối với những người có thu nhập thấp. Kết quả vĩ mô gợi ý rằng tiêu dùng được tạo ra bởi đạo luật CARES thường bị lấn át đáng kể bởi sự gia tăng trong tiết kiệm dự phòng.

Các minh chứng vi mô về việc phần lớn các thanh toán chuyển khoản của đạo luật CARES đều được tiết kiệm rất quan trọng. Nếu thiếu minh chứng này, các minh chứng vĩ mô có thể sẽ mở ra khả năng cho rằng các khoản chuyển khoản từ đạo luật này phần lớn đều được tiêu dùng, nhưng được bù đắp bởi sự gia tăng bất thường trong tiết kiệm của những người không nhận được trợ cấp từ gói kích cầu. Khi đó tiêu dùng sẽ thấp hơn rất nhiều nếu không có gói kích cầu của đạo luật CARES.

Kinh nghiệm trong thời kỳ suy thoái do đại dịch ở mức độ nào đó nhất quán với giả thuyết thu nhập thường xuyên, theo đó dự đoán gói kích cầu tạm thời chỉ tạo ra sự gia tăng nhẹ tiêu dùng trong ngắn hạn. Tuy nhiên, việc tiêu dùng không có phản ứng mạnh mẽ với gói kích cầu của đạo luật CARES có thể do các biện pháp phong tỏa trong đại dịch đã hạn chế tiêu dùng. Với khả năng này, rất đáng để tiến hành kiểm chứng thử nghiệm gói kích cầu trong giai đoạn suy thoái do khủng hoảng tài chính.

Thời kỳ suy thoái do khủng hoảng tài chính

Hai gói kích cầu tạm thời lớn dưới hình thức chuyển khoản (TR) cho người tiêu dùng được thực hiện trong quãng thời gian dài (19 tháng) của thời kỳ suy thoái do khủng hoảng tài chính từ tháng 12/2007 đến tháng 6/2009. Bảng 3 và Hình 1b cho thấy ban đầu chuyển khoản tăng chậm trong 4 tháng đầu tiên của đợt suy thoái, sau đó nhảy vọt vào tháng 5/2008 từ 1.846,5 tỉ USD lên 2.419,7 tỉ USD. TR giảm từ 2.178,9 tỉ USD vào tháng 6/2008, sau đó giảm dần dần xuống mức 1.948,3 tỉ USD vào tháng 12/2008. Sau đó, TR tăng chậm nhưng lại có một bước nhảy vọt lớn từ 2.106,5 tỉ USD lên 2.274 tỉ USD và quay trở lại mức 2.155,3 tỉ USD trong 3 tháng cuối của đợt suy thoái. Hai lần biến động của TR tương ứng với gói giảm thuế của

Tổng thống Bush vào thời kỳ đầu của suy thoái và gói kích cầu của Tổng thống Obama vào thời kỳ cuối của đợt suy thoái.

Từ Hình 1b, một lần nữa chúng ta thấy DPI, PO, PS và TR tăng đều trong giai đoạn trước khi bắt đầu diễn ra suy thoái vào tháng 12/2007. Giống như thời kỳ suy thoái nói đến trước đó, tôi coi DPI, PO, PS và TR trong tháng 11/2007, tháng trước khi xảy ra khủng hoảng là những giá trị gốc để dự đoán những giá trị của những biến này dựa trên giả thuyết PI (giá trị không thay đổi) cho những tháng tiếp theo khi khủng hoảng diễn ra. Nếu TR ở mức giá trị trước suy thoái vào tháng 11/2007 (1.758,3 tỉ USD), giá trị TR tích lũy trong 19 tháng diễn ra khủng hoảng tài chính sẽ đạt 33.407,7 tỉ USD. Đây là giá trị tích lũy dự đoán dựa trên giả thuyết PI. Giá trị TR thực tế được tích lũy là 37.895 tỉ USD; phần chênh 4.487,3 tỉ USD có lẽ phần lớn tạo ra từ gói kích cầu. Nếu thu nhập (DPI) ở mức trước suy thoái vào tháng 11/2007 (10.653,6 tỉ USD), thì theo dự đoán, giá trị tích lũy của nó là 202.418,4 tỉ USD trong thời kỳ suy thoái. Giá trị tích lũy thực tế của thu nhập là 207.151,4 tỉ USD, lớn hơn 4.733 tỉ USD so với mức dự đoán dựa trên giả thuyết PI của nó. Nguồn thu nhập (DPI) tăng thêm trong suy thoái (4.733 tỉ USD) nhỉnh hơn một chút so với khoản TR tăng thêm (4.487,3 tỉ USD). Vì TR là phần bổ sung vào thu nhập nên thu nhập (DPI) tích lũy trong giai đoạn suy thoái không tính đến khoản TR có giá trị gần bằng với giá trị dự đoán dựa trên giả thuyết PI của nó.

Bảng 3 – Thu nhập (DPI), Tiêu dùng (PO), Tiết kiệm (PS), và Chuyển khoản (TR) trong giai đoạn 19 tháng suy thoái khủng hoảng tài chính từ tháng 12/2007 đến tháng 6/2009

Thời gian	DPI	PO	PS	TR	Suy thoái
2007/11	10,653.6	10,327.1	326.5	1,758.3	0
PI Predict	202,418.4	196,214.9	6,203.50	33,407.7	
2007/12	10,717.0	10,337.3	379.6	1,778.7	1
2008/1	10,756.3	10,358.3	398	1,793.0	1
2008/2	10,777.1	10,337.1	440.1	1,799.6	1
2008/3	10,806.1	10,377.1	429.1	1,816.2	1
2008/4	10,785.7	10,414.3	371.4	1,846.5	1
2008/5	11,353.3	10,470.4	882.9	2,419.7	1
2008/6	11,131.6	10,524.3	607.3	2,178.9	1
2008/7	11,003.7	10,521.1	482.7	2,024.7	1
2008/8	10,931.5	10,511.1	420.5	1,893.8	1
2008/9	10,973.8	10,460.4	513.4	1,905.7	1
2008/10	10,965.9	10,364.3	601.6	1,912.7	1
2008/11	10,922.4	10,217.8	704.5	1,922.3	1
2008/12	10,809.1	10,121.1	688	1,948.3	1

2009/1	10,851.4	10,181.2	670.2	2,014.5	1
2009/2	10,761.3	10,165.7	595.6	2,036.6	1
2009/3	10,749.0	10,119.5	629.5	2,068.0	1
2009/4	10,862.6	10,125.1	737.5	2,106.5	1
2009/5	11,055.9	10,147.8	908.2	2,274.0	1
2009/6	10,937.7	10,203.6	734.2	2,155.3	1
Rec Sum	207,151.4	195,957.5	11,194.3	37,895.0	
Sum-Pre d	4,733.0	-257.4	4,990.8	4,487.3	

Bao nhiêu trong phần tăng thêm của thu nhập bổ sung bởi TR được sử dụng để tiêu dùng? Câu trả lời ngắn gọn là không có. Giá trị tiêu dùng tích lũy theo giả thuyết PI trong thời gian suy thoái (bằng 19 lần giá trị thực tế tại tháng 11/2007) là 196.214,9 tỉ USD. Giá trị tiêu dùng thực tế tích lũy trong thời kỳ suy thoái là 195.957,5 tỉ USD, thấp hơn 257,4 tỉ USD. Nói cách khác, tổng tiêu dùng trong thời kỳ suy thoái chỉ thấp hơn một chút so với giá trị dự đoán theo các mức DPI và TR trước khi suy thoái bắt đầu. Kết quả là, sự gia tăng tích lũy trong thu nhập từ TR trong thời kỳ suy thoái là 4.487,3 tỉ USD gần bằng với mức tăng lên trong tiết kiệm là 4.990,8 tỉ USD. Những kết quả này nhất quán với giả thuyết thu nhập thường xuyên hơn những kết quả thu được khi xem xét thời kỳ suy thoái do đại dịch.

Minh chứng vĩ mô được đưa ra ở đây không thể tự loại bỏ được khả năng theo đó tiêu dùng có thể thấp hơn nhiều nếu không có gói kích cầu cung cấp khoản chuyển khoản trong thời kỳ suy thoái. Giống như minh chứng vĩ mô trong thời kỳ suy thoái do đại dịch được phát hiện trong Coibion, Gorodnichenko và Weber (2020), minh chứng vĩ mô từ Shapiro và Slemrod (2009) và các nguồn tham khảo được sử dụng trong đó xác nhận, đúng như dự đoán của giả thuyết thu nhập thường xuyên, phần lớn gói kích cầu dưới hình thức thanh toán chuyển khoản trong giai đoạn suy thoái do khủng hoảng tài chính đều chuyển thành tiết kiệm và trả nợ thay vì tiêu dùng. Các minh chứng vĩ mô được lấy từ khảo sát người tiêu dùng có thể bị nghi ngờ nếu không có sự củng cố từ các minh chứng vĩ mô được đưa ra ở đây.

Kết luận

Những phát hiện được đề cập trong bài nghiên cứu này không mới. Ví dụ, Taylor (2009) cho rằng phản ứng yếu ớt của tiêu dùng đối với kích cầu chuyển khoản trong giai đoạn khủng hoảng tài chính là nhất quán với giả thuyết thu nhập thường xuyên. (Đọc thêm Shapiro và Slemrod 2009, và Cogan và Taylor 2010). Những kết quả trong các nghiên cứu trước đó được xác nhận bởi các kết quả ở đây, ứng với trường hợp gói kích cầu của đạo luật CARES được sử dụng trong giai đoạn suy thoái do đại dịch.

Việc đưa ra bằng chứng lặp lại này rất quan trọng vì Mỹ sắp bắt đầu thực hiện một đợt kích cầu tạm thời lớn khác để đối phó với suy thoái tiếp diễn do đại dịch. Tiền giả định dường như được chấp nhận là: gói kích cầu tuy thất bại nhưng có chi phí thấp. Tuy nhiên, gói kích cầu được tài trợ bởi nợ công phải được hoàn trả. Lãi suất hiện tại thấp làm giảm chi phí gánh nợ công, nhưng không có tác dụng trong việc hoàn trả tất cả nợ gốc. Các gói kích cầu có hiệu lực trao cho người nhận những tấm kỳ phiếu mà những người đóng thuế trong tương lai phải trả. Đây là một khoản cắt chuyển từ người đóng thuế sang người nhận trợ cấp kích cầu, tuy nhiên việc chuyển khoản này sẽ diễn ra trong tương lai. Nếu các khoản nhận được từ gói kích cầu được tiết kiệm thay vì tiêu dùng thì chúng không có tác dụng gì trong việc đối phó với các vấn đề của thời kỳ suy thoái hiện tại.

Danh mục tài liệu tham khảo

Cogan, John F., and John B. Taylor, 2010, Where did the stimulus go? Commentary Online, December 28.

Coibion, Olivier, Yuriy Gorodnichenko, and Michael Weber, 2020, How did consumers use their stimulus payments? Manuscript, August.

Friedman, Milton, 1957, *A Theory of the Consumption Function*, Ch. III, The permanent income hypothesis, Princeton University Press.

Modigliani, Franco, and Richard H. Brumberg, 1954, Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross-section data, in Kenneth K. Kurihara, ed., *Post Keynesian Economics*, New Brunswick, NJ. Rutgers University Press. Pp 388–436.

Shapiro, Matthew, and Joel Slemrod, 2009, Did the 2008 tax rebates stimulate spending? *American Economic Review* 99:2, 374-379.

Các tác giả nghiên cứu về các khoản giảm thuế của Bush năm 2008 và tổng hợp kết quả của các nghiên cứu khác về các khoản giảm năm 2001. Trong cả hai trường hợp, các bằng chứng khảo sát (của các tác giả và của các nghiên cứu khác) cho rằng phần lớn các khoản kích cầu hoặc được sử dụng để tiết kiệm hoặc dùng để giảm thuế. Kết quả này giống với kết quả từ nghiên cứu của Coibon và các cộng sự nêu trên.

Taylor, John B., 2009, The lack of an empirical rationale for a revival of discretionary fiscal policy, *American Economic Review* 90:2, 550-555.