

MERVYN KING

*Cựu thống đốc Ngân hàng Anh Quốc
- Bank of England*



SỰ KẾT THÚC
CỦA THỜI ĐẠI
GIẢ KIM

THE END OF ALCHEMY

Ngô Thế Vinh dịch

*Tiền tệ, ngân hàng và tương lai
của nền kinh tế toàn cầu*

Mervyn King
Ngô Thế Vinh dịch

—★—

SỰ KẾT THÚC CỦA THỜI ĐẠI GIẢ KIM
Tiền tệ, ngân hàng và tương lai của nền kinh
tế toàn cầu

—★—

SAIGONBOOKS & NHÀ XUẤT BẢN THẾ GIỚI

—★—

ebook@vctvegroup

Mục lục

Bìa

Lời tri ân

Lời mở đầu

1 Người tốt, kẻ xấu và tên vô lại

2 Thiên thần và ác quỷ: chúng ta tin vào ti

3 Sự trong sáng bị đánh mất: thuật giả kim và ngành ngân hàng

4 Ân số đột biến: mục đích của thị trường tài chính

5 Người hùng và kẻ ác: vai trò của các ngân hàng trung ương

6 Kết hợp và phân ly: tiền và các quốc gia

7 Tìm lại sự trong sáng: cải cách tiền tệ và ngành ngân hàng

8 Hối phục và sự ngạo mạn: nền kinh tế thế giới hiện tại

9 Sự bi quan táo bạo: thế khó của người tù và cuộc khủng hoảng sắp tới

Chú thích

DÀNH TẶNG

Otto, Alexander, Livia và Sofie

*Vòng quay vô tận của ý tưởng và hành động,
Những phát kiến, thử nghiệm không ngừng,
Khiến ta hiểu về chuyển động, nhưng mù mờ về sự tĩnh lặng
Giúp ta hiểu về lời nói, nhưng không hiểu được sự lặng im
Chúng ta đã đánh mất chân lí nơi đâu trong biển kiến thức?
Chúng ta đã đánh mất kiến thức nơi đâu giữa bao thông tin?*

T.S. Eliot, *The Rock*, 1934

LỜI TRI ÂN

Lời cảm ơn trân trọng nhất tôi xin dành cho đội ngũ đã cùng làm việc với tôi ở Ngân hàng Anh Quốc (Bank of England) trong suốt hai mươi hai năm. Khi bắt đầu làm việc ở Ngân hàng năm 1991 trong vị trí Trưởng ban kinh tế (Chief Economist), tôi mau chóng nhận ra mình may mắn đến thế nào. Bao quanh tôi là rất nhiều những nhà kinh tế học trẻ tuổi làm việc ăn ý nhau như một đội. Trong nhiều năm, Ngân hàng đã tuyển được những người vô cùng tài năng và làm việc ăn ý. Nếu không có những nhân viên như vậy, Ngân hàng sẽ không thể đạt được những thành tích như trong hai mươi năm qua - từ một cơ quan hoạt động sau hậu trường trở thành một ngân hàng trung ương độc lập với quyền lực to lớn. Từ ngày đầu tiên làm việc là ngày 01 tháng 03 năm 1991, tôi đã bị cuốn vào một giai đoạn đầy sóng gió nhưng mang tính định hình lâu dài trong chính sách kinh tế ở Liên hiệp Anh (United Kingdom). Trong phần lớn khoảng thời gian đó, tôi làm việc trong tòa nhà tráng lệ do kiến trúc sư Herbert Baker thiết kế có mặt tiền quay ra đường Threadneedle, dành rất nhiều những ngày cuối tuần tham dự những hội thảo quốc tế trong những căn phòng không có cửa sổ từ Basel tới New York, từ Frankfurt tới Washington. Ngày tôi rời nhiệm sở là ngày 30 tháng 06 năm 2013, đúng vào buổi tiệc mừng Ngày Thống đốc Ngân hàng thường niên dành cho nhân viên Ngân hàng và gia đình của họ ở khu thể thao Roehampton. Tôi biết mình sắp chia tay gia đình thứ hai của mình. Chúng tôi đã dành những cử chỉ nồng ấm cho nhau trong ngày chia tay.

Tất cả những đồng nghiệp của tôi trong bấy nhiêu năm xứng đáng nhận được những lời cảm ơn vì đã khiến công việc của tôi trở nên dễ dàng hơn

rất nhiều. Những người này bao gồm các nhân viên Ngân hàng, các thành viên của Hội đồng Chính sách Tiền tệ từ năm 1997 tới 2013, Hội đồng Chính sách Tài chính từ năm 2011 tới 2013, Ban Quản lý Quy định năm 2013. Vì Ngân hàng là một đội ngũ thống nhất, sẽ thật sai lầm khi kể tên những người cụ thể, ngoại trừ một nhóm đặc biệt. Như tôi sẽ giải thích trong phần *Lời giới thiệu*, đây không phải một cuốn hồi ký. Những chi tiết thú vị nhất về cuộc khủng hoảng không đến từ các nhà quản lý mà từ những thư ký riêng của họ. Thông qua những cuộc đối thoại của họ với người đồng cấp trong các chính phủ trong và ngoài nước, với các tổ chức tư nhân, và với các nhân viên trong chính cơ quan của họ, những gì họ thuật lại sẽ đem lại cái nhìn đầy đủ hơn rất nhiều, thậm chí còn khách quan hơn các sếp của họ nữa. Tôi sẽ mãi mãi biết ơn các thư ký riêng của mình và các trợ lý kinh tế trong thời gian tôi ở Ngân hàng: Alex Brazier, Alex Bowen, Mark Cornelius, Spencer Dale, Phil Evans, Neal Hatch, Andrew Hauser, James Proudman, Chris Salmon, Tim Taylor, Roland Wales, Jan de Vlieghe và Iain de Weymarn. Tôi sẽ luôn dõi theo bước tiến của họ trong sự nghiệp cùng sự tự hào và tình bạn thắm thiết.

Nhiều người vẫn hỏi tôi bằng cách nào mà tôi thích nghi được với cuộc sống căng thẳng ở Ngân hàng Anh Quốc trong cuộc khủng hoảng. Câu trả lời của tôi - cả khi đó lẫn bây giờ - là sự căng thẳng chỉ đến khi bạn mất việc làm trong khi vẫn phải trang trải cho gia đình, chứ không phải khi bạn vẫn đang làm việc cùng một đội ngũ tận tâm và trung thành trong bao nhiêu năm, trong đó bao gồm Aishah Aslam, Nikki Bennett, Ian Buggins, Carol Elliott, Alexandra Ellis, Sue Hartnett, Michelle Hersom, Lucy Letts, Michelle Major, Jo Merritt, Nicole Morey, Verina Exley, Frances Pearce, Vicky Purkiss, Lisa Samwell và Jane Webster. Từ lúc rời Ngân hàng, tôi

luôn biết ơn trợ lý riêng của tôi, Rachel Lawrence ở Anh và Gail Thomas ở New York vì đã thay thế được đội ngũ hỗ trợ trước đó.

Tôi rất biết ơn Khoa Quản trị Kinh doanh ở Đại học Stern và Khoa Luật ở Đại học New York vì đã cho tôi gia nhập đội ngũ giảng viên và sinh viên trong trường, cũng như được tham gia vào cuộc sống đầy chất trí tuệ ở thành phố phi thường ấy. Đó thật sự là con đường tái hòa nhập với cuộc sống thường nhật tuyệt vời nhất. Robert S. Pirie đã khuyến khích và góp sức giúp tôi trong thời gian ở New York. Ông ấy là một người bạn cực kì tuyệt vời trước khi qua đời đầu năm 2015. Ông ấy được rất nhiều người thương tiếc. Tôi cũng biết ơn Đại học Kinh tế London vì đã đưa tôi trở về một nơi đầy những kỉ niệm hạnh phúc và một môi trường trí thức đầy kích thích.

Sau nhiều năm, tôi đã học được rất nhiều từ những cuộc thảo luận với đồng nghiệp trong giới hàn lâm và giới hoạch định chính sách, trong đó rất nhiều người tham gia cả hai lĩnh vực. Tôi không thể liệt kê từng người được, nhưng trong số những người tôi thường thảo luận có Alan Budd, người đồng cấp với tôi ở Bộ Tài chính Anh và sau đó là thành viên của Hội đồng Chính sách Tiền tệ; Martin Feldstein, người thầy của tôi ở Harvard cùng vợ ông là Kate là những người bạn của tôi trong suốt bốn mươi năm; Stanley Fischer, Thống đốc Ngân hàng Israel và cũng là một người bạn lâu năm mà tôi có thể chia sẻ và thảo luận mọi thứ; Charles Goodhart, người cùng tôi quản lý Financial Markets Group thuộc Đại học Kinh tế Anh trong vài năm có vốn kiến thức và khả năng đánh giá về ngân hàng trung ương xuất sắc; Otmar Issing, nhà lãnh đạo trí tuệ của Ngân hàng Trung ương châu Âu trong những năm đầu tiên; Larry Summers, người có trí tuệ và trí tưởng tượng không ai sánh kịp trong việc phân tích chính sách;

và John Vickers, người kế nhiệm tôi làm Trưởng ban kinh tế của Ngân hàng Anh Quốc mà sau đó dưới sự lãnh đạo của ông, Ủy ban độc lập về Quản lý Ngân hàng đã đưa ra bản báo cáo hiệu quả nhất về việc cải cách hệ thống ngân hàng ở Anh. Ngoài ra còn rất nhiều người khác nữa mà tôi phải xin thứ lỗi vì không thể kể tên trong cuốn sách này. Tôi cũng đã học được rất nhiều qua những buổi nói chuyện với Bernard Connolly, một trong những cây viết nhạy cảm nhất về kinh tế thế giới trong những năm gần đây; Nick Stern, người đã hỗ trợ tôi rất nhiều bằng tình bạn và trí tuệ của anh; Adair Turner, người khi còn là Chủ tịch Ban quản lý Dịch vụ Tài chính Anh đã làm việc cùng tôi trong cuộc khủng hoảng và khả năng viết báo cáo cực kỳ sắc sảo và sáng tạo của anh luôn khiến tôi ngạc nhiên; cuối cùng là Marin Wolf, tác giả của những cuốn sách và các bài báo cho tờ *Financial Times* từng mang đến những bình luận có giá trị cho thế giới.

Những người đã nhận xét các bản thảo sơ bộ của cuốn sách này là Alan Budd, Marvin Goodfriend, Otmar Issing, Bethany McLean, Geoffrey Miller, Ed Smith, và các sinh viên của Khoa Quản trị Kinh doanh thuộc Đại học Stern và Khoa Luật của Đại học New York. Tôi cũng đã học được rất nhiều từ những chuyến thăm đến Đại học Chicago, Đại học Princeton, Đại học Stanford và các buổi hội thảo với sinh viên tại Đại học Kinh tế London. David Low, Diego Daruich và Daniel Katz cũng đã có những đóng góp vô giá trong việc hỗ trợ tôi nghiên cứu.

Tôi rất biết ơn người đại diện xuất bản của mình, Andrew Wylie vì đã khích lệ và hỗ trợ tôi hoàn thành cuốn sách này. Tôi cũng thật may mắn vì được làm việc cùng những nhà xuất bản luôn kiên nhẫn và liên tục giúp đỡ tôi suy nghĩ kỹ càng về các khái niệm trong cuốn sách này và cách giảng giải chúng như thế nào. Ở Nhà xuất bản Little, Brown tại Anh, tôi xin cảm

ơn Tim Whiting, Iain Hunt và Emily Burns, và ở Nhà xuất bản Norton tại Mỹ, tôi xin cảm ơn Drake McFeely, Jeff Shreve và Rachel Salzman.

Cuốn sách này được dành tặng cho bốn đứa cháu của tôi vì chúng chính là thế hệ phải hình thành những cách tiếp cận mới về kinh tế vĩ mô cũng như cải tổ hệ thống tiền tệ ngân hàng để ngăn chặn một cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu nữa. Nếu không có Barbara - vợ tôi - cuốn sách này sẽ không thể được bắt đầu hay hoàn thành. Barbara biết sử dụng rất nhiều thứ tiếng và lúc nào cũng biết cách tìm đúng từ ở bất kì thứ tiếng nào. Bà chính là nhà phê bình khó tính nhất và người hỗ trợ tôi nhiệt tình nhất - trước, sau, và đặc biệt là trong cuộc khủng hoảng.

MỞ ĐẦU

“Đó là quãng thời gian tuyệt vời nhất, kinh khủng nhất, thời đại của chân lí, thời đại của sự ngu ngốc, kỉ nguyên của niềm tin, kỉ nguyên của sự hoài nghi...”

Charles Dickens, *A Tale of Two Cities* (tạm dịch: Chuyện hai thành phố)

Hai mươi năm qua đúng là quãng thời gian vừa tuyệt vời nhất vừa đen tối nhất đối với toàn thế giới. Đó là câu chuyện của hai kỉ nguyên - đầu tiên là phát triển và ổn định, sau đó là cuộc khủng hoảng ngân hàng tồi tệ nhất mà thế giới hậu công nghiệp từng chứng kiến. Trong vòng có hơn một năm, từ tháng Tám 2007 tới tháng Mười 2008, thời kì từng được coi là kỉ nguyên khai sáng đã bị coi là kỉ nguyên của sự ngu ngốc và niềm tin biến thành sự hoài nghi. Những ngân hàng lớn nhất ở những trung tâm tài chính lớn nhất thế giới lụn bại, gây ra sự sụp đổ niềm tin khắp thế giới và cuộc khủng hoảng sâu rộng nhất kể từ thập niên 30.

Chuyện gì đã xảy ra? Lỗi thuộc về những cá nhân, tổ chức, hay tư tưởng? Hàng loạt những bài viết, những cuốn sách, kịch và phim đã được dựng nên dựa trên những sự kiện trong giai đoạn 2007-2008. Giá mà nền kinh tế cũng phát triển sau cuộc khủng hoảng với tốc độ ngang với số cuốn sách viết về nó, hẳn là chúng ta đã xóa sổ nạn thất nghiệp từ lâu rồi. Phần lớn những người nói về cuộc khủng hoảng - các bản tin và những cuộc tranh luận khi đó - đều chỉ tập trung vào các triệu chứng thay vì nguyên nhân gốc rễ. Dù gì thì những sự kiện đó, tuy vẫn còn rất sống động trong trí nhớ của cả những người trong cuộc cũng như người quan sát, cũng chỉ

là vụ khủng hoảng gần nhất trong một loạt những cuộc khủng hoảng tài chính kể từ khi hệ thống tiền tệ và ngân hàng trở thành nền móng của chủ nghĩa tư bản hiện đại sau cuộc Cách mạng Công nghiệp vào thế kỷ XVIII. Mức vay nợ tăng cao, sự sụp đổ của các ngân hàng, cuộc khủng hoảng sau đó, tất cả đều là dấu hiệu của những vấn đề sâu xa hơn nhiều trong hệ thống tài chính và kinh tế. Nếu không đào sâu lý do gốc rễ, chúng ta sẽ không bao giờ hiểu được những gì đã xảy ra nhằm ngăn chặn những điều đó tiếp diễn hay giúp nền kinh tế hồi phục. Cuốn sách này xem xét những câu hỏi lớn được đặt ra trước tất suất khủng hoảng dày đặc của hệ thống tiền tệ và ngân hàng. Tại sao chúng xảy ra? Tại sao chúng lại gây ra những tổn thất về công việc và năng suất nặng nề đến thế? Chúng ta phải làm gì để ngăn chặn chúng? Cuốn sách này cũng sẽ tìm hiểu những ý tưởng mới có thể dẫn đến những câu trả lời.

Mùa xuân năm 2011, khi ấy tôi đến Bắc Kinh gặp một nhân vật cao cấp của Ngân hàng Trung ương Trung Quốc. Trong khi ăn tối tại Nhà khách Quốc gia Điều Ngự Đài, nơi mà trước đó chúng tôi đã chơi quăn vợt, hai chúng tôi cùng thảo luận những bài học rút ra từ lịch sử và những thách thức đang phải đối mặt, trong đó quan trọng nhất là làm cách nào để hồi phục nền kinh tế thế giới sau khi hệ thống ngân hàng ở các nước phương Tây sụp đổ năm 2008. Nhớ lại câu trả lời còn chưa được kiểm chứng của Thủ tướng Chu Ân Lai khi được hỏi về tầm quan trọng của cuộc Cách mạng Pháp (câu trả lời là “Còn quá sớm để đánh giá”), tôi hỏi người đồng nghiệp Trung Quốc của mình rằng ông đánh giá cuộc Cách mạng Công nghiệp ở Anh nửa sau thế kỷ XVIII ra sao. Ông ấy suy nghĩ rất tập trung, sau đó nói: “Ở Trung Quốc, chúng tôi đã học được từ phương Tây rằng sự cạnh tranh và kinh tế thị trường tạo động lực cho việc công nghiệp hóa và

tăng chất lượng cuộc sống. Chúng tôi muốn học theo tấm gương ấy.” Sau đó ông ấy đưa ra một nhận xét tiêu cực: “Nhưng tôi nghĩ là các ông chưa kiểm soát được tiền tệ và hệ thống ngân hàng.”^[1] Nhận xét của ông chính là cảm hứng cho toàn bộ cuốn sách này.

Kể từ cuộc khủng hoảng, nhiều người đã bị cuốn vào vòng xoáy đổ lỗi cho ai là thủ phạm gây ra những kết cục thảm họa ấy. Nhưng đổ lỗi cho các cá nhân chỉ đem lại hiệu ứng tiêu cực - nó khiến bạn nghĩ rằng chỉ cần trừng phạt một vài người hoặc thật nhiều người là chúng ta sẽ không bao giờ gặp phải khủng hoảng nữa. Giá mà sự đời đơn giản đến thế. Cả một thế hệ những con người sáng láng và tài giỏi nhất đã bị ngành ngân hàng lôi cuốn, đặc biệt là mảng chứng khoán, vì những lời hứa về sự giàu sang cũng như sự thách thức về trí tuệ của ngành này. Cuộc khủng hoảng là sự thất bại của cả hệ thống và những khái niệm cơ bản của nó, không phải do những cá nhân hoạch định chính sách hay các ngân hàng, mặc dù dĩ nhiên có một số thành phần thật sự yếu kém và tham lam. Người ta vẫn lầm tưởng về cơ chế hoạt động của nền kinh tế thế giới. Có phải đã quá muộn để xoay ngược tình thế khi quy mô và ảnh hưởng chính trị của ngành ngân hàng hiện tại là quá lớn? Câu trả lời là không - không bao giờ là quá muộn để đặt ra những câu hỏi đúng đắn, và trong cuốn sách này tôi sẽ cố thực hiện việc đó.

Nếu lỗi không nằm ở các diễn viên, có phải lỗi thuộc về đạo diễn? Các nhà kinh tế bị nhiều người coi là những kẻ xấu xa. Kinh tế học, một lĩnh vực trừu tượng và ngày càng nặng về tính toán, bị đánh giá là đã thất bại trong việc dự báo cuộc khủng hoảng. Điều này cũng giống như cho rằng ngành khoa học là lý do khiến thiên tai xảy ra. Tuy vậy, chúng ta có thể đổ lỗi cho các nhà khoa học nếu những lý thuyết sai lầm của họ tăng nguy cơ

xảy ra thảm họa hoặc khiến người khác tưởng rằng những thảm họa ấy sẽ không bao giờ xảy ra. Vì thế, cuốn sách này nhấn mạnh luận điểm cho rằng kinh tế học đã khuyến khích những lối suy nghĩ khiến các cuộc khủng hoảng dễ xảy ra hơn. Các nhà kinh tế học đã tự làm khó mình vì tự cho bản thân khả năng dự đoán tương lai. Không ai có thể dự đoán một tương lai bất định, và các nhà kinh tế học cũng không phải là ngoại lệ. Tuy bị phê phán, kinh tế học hiện đại vẫn cung cấp một cái nhìn riêng biệt và hữu ích về thế giới. Không có ngành nghiên cứu nào là bất biến và kinh tế học cũng phải thay đổi, thậm chí là thay đổi lớn sau những trải nghiệm ghê gớm trong cuộc khủng hoảng. Một học thuyết phù hợp với tình hình hiện nay đòi hỏi chúng ta phải tự suy nghĩ, biết đứng lên từ những sai lầm trong quá khứ thay vì gục ngã.

Những nền kinh tế đủ khả năng đưa người lên Mặt trăng hoặc đủ sức cung cấp những sản phẩm và dịch vụ cực kỳ phức tạp và sáng tạo dường như lại gặp khó khăn trước thử thách thông thường hơn là quản trị tiền tệ và ngân hàng. Tần suất và chắc chắn là cả độ nghiêm trọng của các cuộc khủng hoảng đang tăng lên thay vì giảm đi theo thời gian. Giữa đỉnh điểm khủng hoảng vào tháng Mười 2008, chính phủ các nước phải thay thế hệ thống ngân hàng thế giới gánh chịu những trách nhiệm và các khoản nợ. Ở khía cạnh tài chính, hệ thống ngân hàng đã được quốc hữu hóa nhưng lại không có cơ chế quản lý tập thể nào kiểm soát hoạt động của các ngân hàng cả. Vai trò cứu nguy của chính phủ luôn hiện hữu. Khi tình thế trở nên nguy ngập, ngành nghề thường xuyên tin vào sự ưu việt của cơ chế thị trường lại chỉ có thể tiếp tục hoạt động bằng nguồn vốn hỗ trợ từ chính phủ. Uy tín của một chính phủ bị đặt vào thế rủi ro hoặc mất hoàn toàn như trường hợp của Iceland và Ireland. Có thể Chúa đã tạo ra vũ trụ, nhưng chính

người trỗi chúng ta đã tạo nên tiền giấy và những ngân hàng mạo hiểm. Chúng là những thiết chế nhân tạo, là nguồn gốc cho sự sáng tạo, thịnh vượng và phát triển về vật chất, nhưng chúng cũng sinh ra sự tham lam, nạn tham nhũng và khủng hoảng. Chúng ảnh hưởng đến cuộc sống vật chất con người theo cả hướng tốt và xấu.

Trong phần lớn lịch sử hiện đại, vì những lí do chính đáng, tiền tệ và ngân hàng đã được coi là những yếu tố then chốt giải phóng chúng ta khỏi hệ tư tưởng phong kiến trì trệ, cho ra đời những thị trường linh hoạt có khả năng đầu tư lâu dài nhằm hỗ trợ nền kinh tế phát triển. Những quan niệm như tiền giấy có thể thay thế cho vàng và những kim loại quý có giá trị nội tại, hay ngân hàng có thể nhận những khoản tiền gửi an toàn ngắn hạn rồi chuyển chúng thành những khoản đầu tư dài hạn mạo hiểm được hình thành vào thời kì Cách mạng Công nghiệp ở thế kỷ XVIII. Chúng vừa mang tính cách mạng, vừa cực kì quyến rũ. Thực chất chúng chính là thuật giả kim của giới tài chính - khả năng tạo ra quyền lực tài chính phi thường thách thức cả thực tế và lí lẽ thông thường. Việc theo đuổi món thuốc tiên tiền tệ này đã dẫn tới hàng loạt thảm họa kinh tế - từ nạn siêu lạm phát tới sự sụp đổ của hệ thống ngân hàng. Tại sao tiền tệ và ngân hàng, những nhà giả kim của kinh tế thị trường, lại trở thành gót chân Achilles của cơ chế này?

Mục đích của cuốn sách này chính là để trả lời câu hỏi ấy. Nó sẽ giải thích tại sao những thất bại kinh tế của nền kinh tế tư bản hiện đại bắt nguồn từ hệ thống tiền tệ và ngân hàng, hậu quả của chúng với nền kinh tế nói chung và cách chúng ta có thể chấm dứt giấc mộng giả kim này. Ý niệm của chúng ta về tiền tệ và ngân hàng cũng là một sản phẩm của thời hiện đại hết như cách chúng ta hoạt động chính trị và đánh giá lịch sử. Trải

nghiệm về khủng hoảng, siêu lạm phát và chiến tranh trong thế kỷ XX đã thay đổi cả thế giới lẫn cách mà các nhà kinh tế học nghĩ về nó. Trước cuộc Đại suy thoái đầu thập niên 30, các ngân hàng trung ương và chính phủ gánh vác vai trò ổn định hệ thống tài chính và cân bằng ngân sách. Sau cuộc Đại suy thoái, người ta quan tâm hơn tới những chính sách giảm thiểu tỉ lệ thất nghiệp. Nhưng niềm tin thời hậu chiến rằng các khái niệm của Keynes⁺ - sử dụng chi tiêu công để tăng tổng nhu cầu của nền kinh tế - sẽ giúp chúng ta tránh tái diễn những sai lầm quá khứ thật sự quá đổi ngây thơ. Các chính sách nới lỏng tiền tệ trong thập niên 60, cộng với cuộc Chiến tranh Việt Nam đã dẫn tới cuộc Đại lạm phát ở những năm 70, sau đó là một thời kì tăng trưởng chậm với tỉ lệ thất nghiệp cao - sự kết hợp được gọi là “stagflation”⁺. Hậu quả trực tiếp là các ngân hàng trung ương bị tái cấu trúc thành những cơ quan độc lập chịu trách nhiệm bình ổn giá cả. Hệ thống này thành công đến nỗi ở thập niên 90, không những lạm phát giảm xuống mức thấp nhất trong hàng chục năm mà các ngân hàng trung ương cùng những thống đốc của họ được tung hô vì đã mở ra một thời kì tăng trưởng kinh tế đột phá trong khi vẫn duy trì được lạm phát thấp - thời kì Đại ổn định hoặc Đại tiết chế. Các chính trị gia khi đó tôn thờ ngành tài chính, thường xuyên mang đến món quà nới lỏng quy định để nhận lại sự hỗ trợ hay đôi khi là những đóng góp trực tiếp vào chiến dịch tranh cử. Cú ngã cuối cùng cũng đến: những dấu hiệu đầu tiên cho thấy một số ngân hàng mất khả năng tiếp cận thị trường tín dụng ngắn hạn năm 2007, sự sụp đổ của hệ thống ngân hàng năm 2008, cuộc Đại khủng hoảng sau đó, và những nỗ lực cấp bách của các nhà hoạch định chính sách để giúp nền kinh tế hồi phục. Các chính sách kích thích nền kinh tế lại trở nên phổ biến, vậy là vòng tròn đã hoàn tất.

Cuộc khủng hoảng gây nhiều tổn thất cho những người không hề có lỗi trong tình trạng gay go hiện tại, và hiển nhiên là họ cực kỳ tức giận. Chúng ta cần chuyển sự tức giận đó thành những phân tích kỹ càng xem sai lầm nằm ở đâu và quyết tâm sửa chữa. Nền kinh tế đang biến đổi theo hướng mà chúng ta không lường trước được, và cần có những ý tưởng mới để ngăn một cuộc Đại khủng hoảng nữa và tái lập sự phồn thịnh.

Rất nhiều những câu chuyện và hồi ký về cuộc khủng hoảng đã được xuất bản. Chúng có rất nhiều tiêu đề khác nhau, nhưng đều có chung một tiêu đề ẩn là: “Tôi đã giải cứu thế giới như thế nào.” Vậy nên mặc dù tôi cũng là một diễn viên trong tấn kịch này - Thống đốc của Ngân hàng Anh Quốc trong mười năm từ 2003 tới 2013, xuyên suốt thời kỳ Đại ổn định, trải qua cuộc khủng hoảng ngân hàng, cuộc Đại khủng hoảng sau đó và giai đoạn bắt đầu hồi phục - cuốn sách này không phải là một cuốn hồi ký về cuộc khủng hoảng với những chi tiết hé lộ các cuộc thảo luận riêng và những vụ đấu đá sau hậu trường. Dĩ nhiên, tất cả những đi đầu đó đều đã xảy ra - cũng giống như trong mọi lĩnh vực khác trong cuộc sống. Hãy để các nhà sử học công bằng và khách quan nghiên cứu xem ai đã nói với ai đi đầu gì và khi nào. Họ có thể cân nhắc từng chứng cứ thu được khi một khoảng thời gian thích hợp đã trôi qua và các văn bản chính thức cũng như không chính thức đã được công bố. Những hồi ký xuất bản không lâu sau cuộc khủng hoảng, dù là của chính trị gia hay quan chức, thường phiến diện và phục vụ cho lợi ích của bản thân tác giả. Tôi không cần phải cố gắng thanh minh khi bất kỳ lời diễn giải nào của tôi cũng sẽ bị xem như sự bào chữa. Những ghi chép riêng của tôi về các sự kiện cùng những giấy tờ kèm theo của Ngân hàng Anh Quốc sẽ được công bố cho các nhà sử học sau hai mươi năm đúng theo quy định.

Cuốn sách này nói về những khái niệm kinh tế. Thời gian tôi làm việc ở Ngân hàng Anh Quốc đã cho thấy các ý tưởng này, dù tốt hay xấu, đều có ảnh hưởng lên chính phủ và các chính sách. Việc áp dụng chính sách mục tiêu lạm phát đầu thập kỷ 90 và việc cho phép Ngân hàng Anh Quốc hoạt động độc lập năm 1997 là những ví dụ điển hình. Các nhà kinh tế đem lại sự chặt chẽ cho những chính sách kinh tế và đặc biệt cho hệ thống ngân hàng trung ương. Nhưng trải nghiệm của tôi tại Ngân hàng Anh Quốc cũng cho thấy những thiếu sót của “các mô hình” - những mô tả bằng lời hoặc những đẳng thức toán học - mà các nhà kinh tế học đã sử dụng để giải thích những biến đổi trong tổng chi tiêu và sản xuất. Cụ thể, những mô hình này chẳng đề cập gì tới tầm quan trọng của tiền tệ và ngân hàng, hay hàng loạt các thị trường tài chính vẫn thường xuất hiện trên báo chí và truyền hình. Liệu có đang tồn tại một điểm yếu cơ bản trong lý thuyết kinh tế nền tảng đương đại?

Việc khám phá một số những vấn đề cơ bản này không đòi hỏi những giải thích quá chuyên môn, và tôi cũng tránh làm điều này. Dĩ nhiên, các nhà kinh tế sử dụng các phương pháp toán học và số liệu để thấu hiểu một thế giới phức tạp - nếu không làm thế thì thật là tắc trách. Kinh tế học là một ngành trí tuệ đòi hỏi các mệnh đề không những phải khả thi mà còn phải có bằng chứng logic chặt chẽ. Thế nhưng trong cuốn sách này lại không có đẳng thức toán học nào^[2]. Nó được viết (tôi hi vọng) bằng ngôn ngữ thông thường, lấy ví dụ từ thực tế. Mặc dù tôi cũng mong những nhà kinh tế học sẽ đọc cuốn sách này nhằm tiếp thu một số ý tưởng trình bày trong đây, đối tượng độc giả của cuốn sách là những người không được đào tạo bài bản về kinh tế học nhưng quan tâm tới chủ đề này.

Trong cuốn sách, tôi sẽ giải thích những nguyên nhân cơ bản của cuộc khủng hoảng và việc nền kinh tế thế giới đã trở nên mất cân bằng như thế nào; tiền tệ xuất hiện trong những hệ thống xã hội xưa kia ra sao và vai trò của nó hiện nay; tại sao việc các ngân hàng đóng vai trò làm nguồn tiền chính lại trực tiếp dẫn đến sự mong manh của hệ thống tài chính; tại sao các ngân hàng trung ương cần thay đổi cách ứng phó với khủng hoảng; tại sao chính trị và tiền tệ lại luôn song hành; tại sao thế giới có lẽ sẽ phải đối mặt với một cuộc khủng hoảng khác trừ khi các nước áp dụng những chính sách khác nhau; và quan trọng nhất là làm thế nào chúng ta có thể chấm dứt mộng giả kim trong hệ thống tiền tệ và ngân hàng hiện đại.

Khi nói tới mộng giả kim, ý tôi muốn diễn tả niềm tin rằng tất cả tiền giấy có thể trở thành một món đồ có giá trị nội tại, tương tự như vàng, luôn có sẵn và tiền trong ngân hàng có thể được rút ra bất cứ lúc nào. Thực tế là tiền tệ dù ở dạng nào cũng phụ thuộc vào niềm tin vào người phát hành ra nó. Niềm tin vào tiền giấy xuất phát từ khả năng và chủ trương không sử dụng quy hạn để in tiền của các chính phủ. Tiền gửi ngân hàng thì phụ thuộc vào những khoản cho vay rủi ro dài hạn không có khả năng chuyển thành tiền nhanh chóng. Trong nhiều thế kỷ, mộng giả kim là cơ sở của hệ thống tiền tệ và ngân hàng^[3]. Cuốn sách này sẽ cho thấy chúng ta có thể chấm dứt mộng giả kim ấy mà vẫn giữ được những lợi ích khổng lồ mà tiền tệ và ngân hàng đem lại cho nền kinh tế tư bản.

Có bốn khái niệm được sử dụng liên tục trong cuốn sách này: bất cân xứng, ần số đột biến, thế khó xử của người tù và lòng tin. Các khái niệm này có thể rất quen thuộc với nhiều người, mặc dù họ có thể không quen với ngữ cảnh khi tôi sử dụng chúng. Tầm quan trọng của chúng sẽ được

làm rõ theo từng luận điểm, nhưng một định nghĩa và giải thích ngắn gọn ngay từ đầu sẽ có ích cho người đọc.

Bất cân xứng là sự thiếu cân bằng giữa các yếu tố tác động lên một hệ thống. Trong kinh tế học, bất cân xứng là tình trạng không bền vững, và vào một thời điểm nào đó một thay đổi lớn trong việc chi tiêu và sản xuất sẽ xảy ra khi nền kinh tế hướng đến một điểm cân bằng mới. Thuật ngữ này mô tả sự biến đổi của nền kinh tế thế giới kể từ sự sụp đổ của Bức tường Berlin mà tôi sẽ thảo luận ở **Chương 1**.

Ân số đột biến chỉ một ân số quá lớn đến nỗi chúng ta không thể diễn tả tương lai bằng một danh sách các trường hợp với khả năng xảy ra cụ thể. Các nhà kinh tế học thường mặc định rằng những người “lý trí” có thể dựng nên những khả năng đó. Nhưng khi các doanh nghiệp đầu tư, họ không đánh cược vào những kết quả hữu hạn đã biết trước; thay vào đó họ phải đối mặt với một tương lai trong đó những khả năng không những nhiều vô cùng vô tận mà còn không thể lường trước được. Gần như tất cả những thứ đang định hình cuộc sống hiện đại mà chúng ta thường coi là hiển nhiên, ví dụ như xe hơi, máy bay, máy tính và thuốc kháng sinh, đều đã từng là những điều không tưởng trong quá khứ. Thách thức cơ bản dành cho tất cả những người đang sống trong nền kinh tế tư bản là họ không thể dự đoán trước tương lai. Việc thiếu cân nhắc đến ân số đột biến trong các lý thuyết kinh tế là một trong những yếu tố dẫn đến những đánh giá sai lầm đã gây ra cuộc khủng hoảng.

Thế khó xử của người tù có thể được định nghĩa là thách thức trong việc đạt tới kết quả tối ưu do những trở ngại trong việc hợp tác. Hãy tưởng tượng hai tù nhân bị bắt và giam giữ riêng rẽ. Cả hai được nhận một lời đề nghị giống nhau: nếu khai người kia có tội, anh ta sẽ được nhận một bản án

nhẹ, còn không sẽ phải chịu bản án nặng nếu bị người kia khai ra. Nếu không ai khai ra người kia, cả hai sẽ được thả^[4]. Rõ ràng nếu cả hai im lặng thì sẽ đạt được kết quả tối ưu. Nhưng nếu họ không thể hợp tác, việc lựa chọn trở nên khó khăn hơn. Cách duy nhất để đảm bảo tránh được bản án nặng là khai ra người còn lại. Nếu cả hai làm thế, họ đều chịu mức án nhẹ. Nhưng kết quả từ sự thiếu hợp tác này không tốt bằng trường hợp họ hợp tác. Sự khó khăn trong việc hợp tác với nhau tạo nên thế khó xử của người tù. Những vấn đề như vậy là nền tảng cốt lõi để hiểu được cách vận hành của nền kinh tế một cách tổng quát (lĩnh vực này được gọi là kinh tế vĩ mô) và để suy xét thấu đáo tại sao chúng ta lại rơi vào khủng hoảng và làm thế nào để hướng tới sự hồi phục bền vững. Rất nhiều ví dụ sẽ được trình bày sau đây. Tìm kiếm lời giải cho thế khó của người tù chính là mấu chốt để hiểu và cải thiện tình trạng của chúng ta.

Lòng tin là thứ giúp hệ thống kinh tế thị trường có thể vận hành được. Làm sao chúng ta có thể lái xe, ăn, hay thậm chí mua bán nếu không tin tưởng người khác? Cuộc sống bình thường sẽ không thể diễn ra nếu không có lòng tin: chúng ta đưa thông tin thẻ tín dụng cho người lạ, dùng bữa ở những quán ăn mình chưa từng thử qua. Dĩ nhiên, lòng tin được hỗ trợ bằng luật pháp - lừa đảo là tội và có những quy định về điều kiện nấu nướng trong bếp của nhà hàng - nhưng một nền kinh tế thị trường hoạt động hiệu quả hơn khi có lòng tin so với khi không có. Lòng tin là một phần câu trả lời cho thế khó xử của người tù. Nó mang tính cốt lõi trong vai trò của tiền tệ và ngân hàng, trong các cơ quan điều khiển nền kinh tế của chúng ta. Từ xa xưa, Khổng Tử đã nhấn mạnh tầm quan trọng của lòng tin trong chính quyền: “Có ba thứ cần thiết cho việc cầm quyền: vũ khí, lương thực và lòng tin. Nếu nhà cầm quyền không có được cả ba thứ này,

ông ta nên từ bỏ vũ khí đầu tiên, sau đó là lương thực. Lòng tin phải được duy trì bằng mọi giá: nếu không có lòng tin, quốc gia sẽ không thể tồn tại.”^[5]

Bốn khái niệm này sẽ đi xuyên suốt cuốn sách và chúng sẽ giúp chúng ta hiểu được cội rễ của mộng giả kim tiền tệ và ngân hàng, và bằng cách nào chúng ta có thể hạn chế hoặc chấm dứt nó.

Khi rời Ngân hàng Anh Quốc năm 2013, tôi quyết định tìm hiểu những khiếm khuyết cả về mặt lý thuyết lẫn thực tế của hệ thống tiền tệ và ngân hàng, cũng như mối liên hệ giữa chúng với toàn bộ nền kinh tế. Tôi ngày càng dần thân sâu hơn vào những câu hỏi kinh tế học cơ bản. Tôi tin rằng chúng ta phải tạo nên những thay đổi cơ bản trong cách suy nghĩ về kinh tế vĩ mô và cách các ngân hàng trung ương quản lý nền kinh tế. Một trong những vai trò chính của nền kinh tế thị trường là kết nối hiện tại và tương lai, phối hợp những quyết định chi tiêu và sản xuất không những trong hôm nay mà cả ngày mai và nhiều năm sau nữa. Các hộ gia đình sẽ tiết kiệm nếu lãi suất đủ cao để giúp họ kìm hãm xu hướng tiêu dùng ngay từ hôm nay thay vì để đến ngày mai. Các công ty sẽ đầu tư vào sản xuất nếu tỉ suất lợi nhuận tương lai cao hơn chi phí bỏ ra để thu hút vốn. Phát triển kinh tế đòi hỏi hoạt động tiết kiệm và đầu tư để tăng tư bản sản xuất, qua đó gia tăng khối lượng sản phẩm tiền năng của nền kinh tế trong tương lai. Ở một nền kinh tế đang phát triển tốt, cả ba tỉ lệ - lãi suất tiền tiết kiệm, tỉ suất lợi nhuận đầu tư, và tỉ lệ tăng trưởng - đều sẽ ở mức cao. Tuy vậy, hiện tại chúng ta đang loay hoay với các mức lãi suất rất thấp khiến động cơ tiết kiệm giảm đi - nguồn nhu cầu trong tương lai - và nếu duy trì tình trạng này lâu dài, tỉ suất lợi nhuận đầu tư sẽ bị kéo giảm, khiến nguồn tài chính bị chuyển vào những dự án không sinh lợi. Cả hai hiệu ứng này sẽ

kéo tụt tỉ lệ tăng trưởng trong tương lai. Chúng ta hiện đã đang đi trên con đường đó. Dường như nền kinh tế thị trường hiện nay vẫn chưa tạo được một mối liên kết hiệu quả giữa hiện tại và tương lai.

Tôi tin rằng có hai lí do giải thích cho thất bại này. Thứ nhất, bản thân việc kết nối hiện tại xác định với tương lai bất định đang mang một vấn đề nội tại. Ẩn số đột biến tạo ra một thử thách mà nền kinh tế thị trường không thể vượt qua - làm sao chúng ta có thể tạo ra thị trường cho những sản phẩm hay dịch vụ mà hiện tại còn chưa thể tưởng tượng ra? Tiền tệ và ngân hàng là một phản ứng của nền kinh tế thị trường với thử thách ấy. Thứ hai, những khuyến cáo thông thường của các nhà kinh tế học về cách mà chính phủ và ngân hàng trung ương nên giữ ổn định nền kinh tế vẫn chưa đánh giá được đầy đủ tầm quan trọng của ẩn số đột biến trong việc thỉnh thoảng gây ra sự mất cân xứng lớn. Các cuộc khủng hoảng không tự nhiên xuất hiện mà là kết quả của những sai lầm không thể tránh khỏi từ những cá nhân gặp khó khăn trong việc thích nghi với tương lai bất định. Cả hai vấn đề này đều có ý nghĩa cực lớn và sẽ được phân tích kĩ càng trong các chương sau.

Những quan điểm của tôi dĩ nhiên sẽ phản ánh hai nửa sự nghiệp của tôi. Nửa đầu là ở vị trí một học giả, một sinh viên ở Đại học Cambridge, Anh Quốc, là học giả Kennedy ở Đại học Harvard, Hoa Kỳ, sau đó là những vị trí giảng dạy ở cả hai bên bờ Đại Tây Dương. Tôi đã được trải nghiệm trực tiếp sự phát triển của môn kinh tế vĩ mô từ những phân tích bằng câu chữ - thời mà những mệnh đề luôn có vẻ khả thi nhưng không bao giờ thuyết phục hoàn toàn - thành một dạng toán học - khi đó những mệnh đề luôn hợp lý về mặt logic nhưng lại không bao giờ khả thi hoàn toàn. Chỉ trong cuộc khủng hoảng từ 2007-2009, tôi mới nhìn lại và hiểu ra bản chất

những mâu thuẫn giữa các tín đồ còn sót lại của John Maynard Keynes - những người đã dạy tôi trong thập kỷ 60, chủ yếu là Richard Kahn và Joan Robinson - và hàng loạt những nhà toán học và khoa học đổ xô vào ngành kinh tế học khiến khoa này nhanh chóng được mở rộng ở các trường đại học. Những người thuộc phái Keynes cổ điển sai lầm ở chỗ cho rằng những nghiên cứu của một người vĩ đại luôn đúng, vì thế sức ảnh hưởng của họ giảm dần. Những nhà nghiên cứu mới mang toán học vào một lĩnh vực vốn tự hào về độ chặt chẽ của mình. Thế nhưng, những phân tích phi chính thống về sự bất cân xứng của nền kinh tế, ẩn số đột biến và lòng tin trong vai trò là lời giải cho thế khó của người tù lại bị lãng quên khi ai cũng cho rằng những cá nhân lý trí sẽ đưa nền kinh tế tới điểm cân bằng hiệu quả. Giờ là lúc chúng ta cần coi trọng những khái niệm này hơn.

Nửa thứ hai sự nghiệp của tôi là 22 năm làm việc tại Ngân hàng Anh Quốc - ngân hàng trung ương lâu đời nhất thế giới - từ 1991 tới 2013, với tư cách Trưởng ban kinh tế, Phó thống đốc, và sau đó là Thống đốc. Điều này hiển nhiên đã cho tôi cơ hội quan sát cách quản trị tiền tệ. Tôi đã nhận ra và tranh luận công khai rằng cách quản lý hiệu quả nhất không phải là chờ đợi những cá nhân xuất chúng làm nên phép màu, mà là thiết kế và xây dựng những tổ chức được vận hành bởi những người có đủ khả năng chuyên môn. Dĩ nhiên, các cá nhân có vai trò rất quan trọng và có thể tạo nên sự khác biệt, đặc biệt là giữa một cuộc khủng hoảng. Nhưng quyên năng của thị trường - tập hợp biểu hiện của hàng trăm nghìn nhà đầu tư khắp thế giới - là quá lớn so với bất kỳ cá nhân, ngân hàng trung ương hay chính trị gia nào nghĩ mình có thể đi ngược lại những bài toán kinh tế. Một cố vấn của cựu Tổng thống Mỹ Clinton từng nhận xét, “Tôi từng nghĩ rằng nếu có thể tái sinh, tôi sẽ muốn được làm Tổng thống, Giáo hoàng, hoặc

một cầu thủ bóng chày cự phách. Nhưng giờ tôi chỉ muốn trở lại làm thị trường trái phiếu. Khi ấy tôi có thể dọa dẫm tất cả mọi người.”^[6] Câu nói ấy vẫn giữ nguyên sức nặng của mình trong suốt hai mươi năm qua.

Năm 2012, tôi trở thành Thống đốc Ngân hàng Anh Quốc đầu tiên lên sóng phát thanh trong thời bình kể từ lần Montagu Norman phát biểu trên BBC tháng Ba năm 1939, chỉ vài tháng trước khi Chiến tranh thế giới thứ hai nổ ra. Khi Norman rời đài phát thanh, ông bị những người ủng hộ Đảng Tín dụng Xã hội Anh tấn công. Họ mang theo cờ và biểu ngữ ghi chữ: **BẮT ĐÁM NGÂN HÀNG ĐI LÍNH ĐẦU TIÊN!** Những cảm xúc như vậy cũng rộ lên vào năm 2012. Hậu quả của những gì xảy ra trong thời kì 2007-2009 vẫn tiếp tục xuất hiện, và sự giận dữ vì ảnh hưởng của nó lên dân thường vẫn không giảm đi. Thảm họa đó đã hình thành từ trước rất lâu và để khắc phục hậu quả của nó cũng cần rất nhiều thời gian. Nhưng những mất mát quá lớn về sản lượng và việc làm do thất bại của chúng ta trong việc quản trị tiền tệ, ngân hàng và ngăn chặn khủng hoảng không cho phép chúng ta chờ đợi một cuộc khủng hoảng nữa trước khi ra tay bảo vệ các thể hệ tương lai.

Tiểu thuyết *A Tale of Two Cities* (tạm dịch: Chuyện hai thành phố) của Charles Dickens không chỉ có câu mở đầu nổi tiếng mà câu kết của nó cũng nổi tiếng không kém. Khi Sydney Carton đánh đổi tính mạng của mình cho một người khác trên máy chém, anh đã nghĩ: “Đây là đi đầu tốt đẹp hơn rất, rất nhiều so với những gì tôi đã từng làm...” Nếu chúng ta có thể tìm được cách chấm dứt mòng giả kim trong hệ thống tiền tệ và ngân hàng mà mình thừa hưởng, ít nhất trong lĩnh vực kinh tế học, đó cũng sẽ là đi đầu tốt đẹp hơn rất, rất nhiều những gì chúng ta từng làm từ xưa đến giờ.



NGƯỜI TỐT, KẺ XẤU VÀ TÊN VÔ LẠI⁺

“Tôi cho rằng chủ nghĩa tư bản nếu được quản lý tốt có thể đem lại những thành tựu kinh tế hiệu quả hơn bất kỳ hệ thống chính trị nào khác đang tồn tại.”

John Maynard Keynes, trong cuốn *The End of Laissez-faire* (tạm dịch: Sự kết thúc của tự do kinh doanh, 1926)

“Việc phạm sai lầm nghiêm trọng thực ra rất có ích; tất cả các nhà kinh tế học đều nên trải qua đi đâu đó, và thực tế thì đúng là như vậy.”

John Kenneth Galbraith, trong cuốn *A Life in Our Times* (tạm dịch: Một cuộc sống trong thời đại của chúng ta, 1982)

Lịch sử là những gì xảy ra trước khi bạn ra đời. Đó chính là lý do tại sao ta cảm thấy khó khăn trong việc rút ra bài học từ lịch sử: những sai lầm đầu do thế hệ trước gây ra. Vào những năm 60, khi còn là sinh viên, tôi biết rõ tại sao những năm 30 lại tồi tệ đến vậy. Những quan điểm kinh tế lỗi thời dẫn dắt các quyết định của chính phủ và ngân hàng trung ương, trong khi đó những cá nhân chủ chốt qua ảnh chụp khi đó chỉ là một đám người cổ lỗ sĩ, để ria mép và đội mũ cao, hoàn toàn không hiểu biết gì về kinh tế học hiện đại. Một thế hệ mới trong cả giới hàn lâm và chính phủ, được học hành bài bản về kinh tế học hiện đại, sẽ đảm bảo cuộc Đại suy thoái ở thập niên 30 không tái diễn lần nữa.

Vào những năm 60, tất cả mọi thứ dường như đều có thể trở thành hiện thực. Những quan niệm và quy ước cũ kĩ bị vứt bỏ, một thế giới mới vậy gọi. Trong lĩnh vực kinh tế, một loạt những nhà toán học, kĩ sư và vật lí học đã đem lại cách tiếp cận khoa học mới mẻ cho cái mà nhà triết học kiêm tác gia nổi tiếng của thế kỷ XIX là Thomas Carlyle từng gọi là “ngành khoa học ẩm đạm”^[1]. Nó hứa hẹn đem lại không chỉ những hiểu biết sâu xa hơn về nền kinh tế mà còn cả những cải tiến thực sự nữa.

Năm mươi năm sau đó là những trải nghiệm lẫn lộn. Trong giai đoạn này, thu nhập quốc gia của cả thế giới tăng hơn gấp đôi và ở những nước đang phát triển, hàng trăm triệu người thoát khỏi cảnh nghèo đói tột cùng. Thế nhưng chúng ta cũng phải chứng kiến nạn lạm phát ở thập niên 70, và sau đó là cuộc khủng hoảng tài chính lớn nhất trong lịch sử nhân loại kéo dài từ năm 2007 đến năm 2009. Chúng ta biết giải thích đi đâu này thế nào đây? Như vậy giai đoạn hậu Thế chiến thành công hay thất bại?

Nguồn gốc của tăng trưởng kinh tế

Lịch sử của chủ nghĩa tư bản gắn liền với sự tăng trưởng và chất lượng sống tăng cao, xen giữa là những cuộc khủng hoảng tài chính phần lớn bắt nguồn từ những vấn đề trong quản lý tiền tệ và hệ thống ngân hàng. Vị đồng nghiệp Trung Quốc của tôi đã nói lên một thực tế vô cùng quan trọng. Cuộc khủng hoảng tài chính năm 2007-2009 (từ đây về sau được gọi là “cuộc khủng hoảng”) không phải là lỗi của những cá nhân hay chính sách kinh tế cụ thể nào. Đúng hơn, nó là biểu hiện của sự thất bại trong việc quản lý mối quan hệ giữa tài chính - cấu trúc tiền tệ và ngân hàng - và hệ thống tư bản. Vì không nhận thức được đi đâu này, phần lớn những bài viết về cuộc khủng hoảng chỉ tập trung vào các biểu hiện mà không phải vấn đề

gốc rễ. Việc chúng ta chưa nhận thức được đầy đủ về nó không có nghĩa là nền kinh tế tư bản sẽ luôn gặp phải những bất ổn và thất bại. Nó có nghĩa là chúng ta phải suy nghĩ sâu xa hơn để tìm cách giúp nền kinh tế vận hành trơn tru.

Qua nhiều năm, nền kinh tế tư bản đã thể hiện rằng nó là con đường tốt nhất để thoát khỏi đói nghèo và đạt tới sự thịnh vượng. Tư bản chủ nghĩa, theo như cách diễn đạt của tôi trong sách này, là một hệ thống kinh tế trong đó người sở hữu tư bản thuê nhân công làm việc cho doanh nghiệp của mình và chi các khoản đầu tư bằng tiền từ ngân hàng và thị trường tài chính^[2]. Các nước phương Tây đã xây dựng nên những thiết chế để củng cố hệ thống tư bản này - luật pháp để đảm bảo hợp đồng và bảo vệ tài sản, sự tự do trí tuệ để sáng tạo và công bố những phát kiến mới, các điều luật chống độc quyền để phát triển cạnh tranh và khai phóng các thế độc quyền, những dịch vụ và mạng lưới công cộng như giáo dục, nước sạch, điện và mạng viễn thông là cơ sở hạ tầng để hỗ trợ một nền kinh tế thị trường vững mạnh. Những thiết chế này tạo nên sự cân bằng giữa tự do và khuôn khổ, giữa cạnh tranh tự do và ràng buộc. Sự cân bằng tinh tế này đã xuất hiện và tiến hóa theo thời gian^[3]. Nó cũng đã thay đổi chất lượng sống của chúng ta. Tỷ lệ tăng trưởng 2,5 phần trăm mỗi năm - gần bằng tỷ lệ tăng trưởng trung bình ở Bắc Mỹ và châu Âu kể từ Chiến tranh thế giới thứ hai - đã nâng thu nhập quốc gia lên gấp mười hai lần trong vòng có hơn một thế kỷ - một kết quả thực sự khó tin.

Trong hai thế kỷ qua, chúng ta đã dần coi tăng trưởng kinh tế là điều hiển nhiên. Trong giai đoạn phát triển kinh tế kì diệu giữa thế kỷ XVIII, nhà triết học đồng thời là nhà kinh tế chính trị người Scotland Adam Smith đã nhận ra nguồn gốc của việc thoát khỏi thời đại trì trệ về mặt kinh tế -

thời đại mà năng suất lao động (tính bằng sản phẩm theo đầu người) gần như không đổi, và bất kì sự tăng trưởng nào cũng đến từ những vùng đất mới hoặc tài nguyên thiên nhiên mới - để tiến tới một giai đoạn tăng trưởng liên tục về kinh tế và năng suất rất dài: sự chuyên môn hóa. Mỗi cá nhân có thể chuyên môn hóa vào một công việc nhất định - sự phân công lao động - và sử dụng các thiết bị được đầu tư để tăng năng suất lao động lên gấp nhiều lần một người không chuyên môn hóa. Để minh họa cho luận điểm của mình, Smith sử dụng ví dụ nổi tiếng về nhà máy sản xuất đinh ghim:

Một công nhân... khi làm việc chăm chỉ hết sức có lẽ cũng chỉ sản xuất được một chiếc đinh ghim mỗi ngày, và chắc chắn không thể làm ra hai mươi chiếc được. Nhưng theo phương pháp sản xuất mới, toàn bộ ngành nghề sản xuất không những được chuyên môn hóa mà còn được chia thành từng bộ phận nhỏ. Một người kéo dây thép, người thứ hai đuổi nó cho thẳng, người thứ ba cắt dây, người thứ tư mài nhọn, người thứ năm mài một đầu để lắp đầu đinh... Công việc sản xuất đinh ghim theo đó được chia thành mười tám công đoạn riêng biệt mà, ở một số xưởng sản xuất, những công việc này được thực hiện bởi những người khác nhau^[4].

Xưởng sản xuất mà Smith nói tới có mười công nhân và sản xuất hơn 48.000 chiếc đinh ghim mỗi ngày.

Việc áp dụng kiến thức chuyên môn vào các công đoạn làm tăng mức độ chuyên môn hóa và nâng cao năng suất. Chuyên môn hóa gắn liền với nhu cầu có một phương tiện để trao đổi thành quả lao động của người này với những hàng hóa do người khác tạo ra - phương tiện đó là tiền tệ - và phương thức tạo vốn mua thiết bị để chuyên môn hóa - đó là ngân hàng.

Khi mỗi công nhân ngày càng được chuyên môn hóa, họ càng cần nhiều máy móc và vốn để hoạt động, từ đó vai trò của tiền tệ và ngân hàng càng được nâng cao. Sau khoảng một nghìn năm năng suất lao động gần như không thay đổi, từ giữa thế kỷ XVIII năng suất bắt đầu tăng chậm mà chắc^[5]. Chủ nghĩa tư bản khi ấy tạo ra hàng hóa theo đúng nghĩa đen. Các nhà sử học sẽ còn tranh cãi tại sao cuộc Cách mạng Công nghiệp lại diễn ra ở Anh - dân số tăng nhanh, ngu ồn than và sắt d ễ dào, các thiết chế hỗ trợ, tôn giáo và các yếu tố khác đều đã được nhắc đến gần đây. Nhưng sự phát triển của tiền tệ và hệ thống ngân hàng là một đi ều kiện cần thiết để cuộc Cách mạng Công nghiệp có thể diễn ra.

Gần một thế kỷ sau, với sự công nghiệp hóa và việc chuyển đổi lao động từ nông thôn ra thành thị, những nhà lí luận chủ nghĩa xã hội nhìn mọi thứ theo một hướng khác. Với Karl Marx và Friedrich Engels, tương lai là rất rõ ràng. Chủ nghĩa tư bản là một bước trung gian giữa hình thái xã hội phong kiến và chủ nghĩa xã hội. Trong cuốn *Tuyên ngôn của Đảng Cộng sản* năm 1848, họ đã đề ra khái niệm về “chủ nghĩa xã hội khoa học” với tiên đoán chủ nghĩa tư bản r ồi sẽ sụp đổ và được thay thế bằng chủ nghĩa xã hội hoặc chủ nghĩa cộng sản. Sau này, trong tập đầu của tác phẩm *Tư bản* năm 1867, Marx phân tích rất kĩ càng luận điểm của mình và dự đoán những người sở hữu tư bản sẽ ngày một giàu lên trong khi việc tích lũy tư bản quá mức sẽ gây giảm sút lợi nhuận, làm giảm động cơ đầu tư, khiến tầng lớp lao động chìm trong cực khổ. Tầng lớp công nhân Anh ở thế kỷ XIX quả thực phải chịu đựng đi ều kiện làm việc t ồi tệ, những đi ều được miêu tả trong các tiểu thuyết của Charles Dickens. Nhưng khi tác phẩm nổi tiếng của Marx vừa ráo mực, nền kinh tế Anh đã bước vào một giai đoạn dài trong đó tiền lương thực tế (tiền lương so với chi phí tiêu dùng) của

công nhân tăng cao. Ngay cả hai cuộc Thế chiến và cuộc Đại suy thoái những năm 30 cũng không thể ngăn được năng suất và tiền lương thực tế tăng lên, kèm theo tỉ lệ lợi nhuận ổn định. Hầu khắp các nước đều phát triển kinh tế mạnh mẽ và nâng cao mức sống.

Nhưng dù chủ nghĩa tư bản không sụp đổ vì những mâu thuẫn nội tại của mình, nó cũng không đem lại sự ổn định về kinh tế. Ở thế kỷ XX, những vụ siêu lạm phát và khủng hoảng làm giảm cả mức sống lẫn tài sản cóp nhặt được sau bao nhiêu năm của người dân các nước tư bản, đặc biệt là trong cuộc Đại suy thoái những năm 30 khi nạn thất nghiệp tràn lan khiến người ta lại hướng đến chủ nghĩa xã hội và quản lý trung ương, đặc biệt là tại châu Âu. Nhà kinh tế học người Anh là John Maynard Keynes cổ xúy quan điểm chính phủ can thiệp để tăng tổng tiêu dùng của nền kinh tế, qua đó đẩy lùi nạn thất nghiệp mà không cần chuyển hẳn sang cơ chế xã hội chủ nghĩa. Sau Chiến tranh thế giới thứ hai, nhiều người cho rằng sự đi đầu hành của chính phủ đã giúp giành chiến thắng trong cuộc chiến và nó cũng có thể là phương thức đem lại thành công trong thời bình. Ở Anh, tới năm 1964, chính phủ mới của Đảng Lao động vẫn còn công bố một bản “Kế hoạch quốc gia”. Chịu ảnh hưởng bởi một phiên bản có phần ngây thơ của học thuyết Keynes, bản kế hoạch tập trung vào các chính sách đẩy mạnh lực cầu hàng hóa và dịch vụ thay vì tăng khả năng cung cấp của nền kinh tế. Khi cầu vượt quá cung, kết quả là lạm phát. Bên kia bờ Đại Tây Dương, những chi phí ngày càng cao của cuộc chiến tranh Việt Nam cuối những năm 60 cũng dẫn tới lạm phát tăng cao.

Lạm phát tăng gây sức ép lên những hiệp ước quốc tế mà các nước đã sử dụng để buôn bán với nhau kể từ Thỏa thuận Bretton Woods năm 1944, đặt theo tên của hội thảo tổ chức tại bang New Hampshire tháng Bảy năm

đó. Được đề ra nhằm giúp một châu Âu bị tàn phá sau chiến tranh có thể dần khôi phục nền kinh tế và tái hòa nhập với thương mại thế giới, thỏa thuận này đã tạo nên hệ thống tiền tệ quốc tế trong đó các nước có thể tự thiết lập lãi suất nhưng phải cố định tỉ giá hối đoái giữa các nước. Để thực hiện được điều này, sự luân chuyển vốn giữa các nước phải bị hạn chế gắt gao - nếu không, vốn sẽ chảy vào nơi có lãi suất cao nhất khiến các nước không thể duy trì chênh lệch lãi suất hoặc cố định tỉ giá hối đoái. Việc kiểm soát trao đổi ngoại tệ diễn ra khắp nơi và các nước đặt ra những giới hạn trong việc đầu tư bằng ngoại tệ. Tôi còn nhớ những năm 60 khi còn là sinh viên, không một người Anh nào được phép mang quá 50 bảng mỗi năm ra nước ngoài để tiêu dùng^[6].

Những tổ chức quốc tế mới được thành lập là Quỹ Tiền tệ quốc tế (IMF) và Ngân hàng thế giới (World Bank) sẽ sử dụng nguồn tiền từ các thành viên để tài trợ những nơi thiếu hụt ngoại tệ tạm thời, cung cấp các khoản đầu tư cần thiết để thay thế những nhà máy và cơ sở hạ tầng bị phá hoại trong Chiến tranh thế giới thứ hai. Cơ chế này ngăn định các nước có tỉ lệ lạm phát thấp tương đương nhau. Sự giảm sút sức cạnh tranh ở một nước nào do lạm phát cao hơn các nước khác đều được coi là tạm thời và có thể được giải quyết thông qua chính sách giảm phát nhằm phục hồi sức cạnh tranh, kèm với đó là tiền vay từ IMF để tài trợ thâm hụt thương mại ngắn hạn. Nhưng vào cuối thập niên 60, sự chênh lệch tỉ lệ lạm phát giữa các nước, đặc biệt là giữa Mỹ và Đức, cho thấy những dấu hiệu đó không phải chỉ là vấn đề tạm thời, và việc này dẫn đến sự sụp đổ của hệ thống Bretton Woods những năm 1970-1971. Đầu thập niên 70, các nền kinh tế lớn trên thế giới đã chuyển sang hệ thống “thả nổi” tỉ giá chuyển đổi ngoại

tệ, trong đó giá trị của một đồng tiền được định đoạt bởi nguồn cung tư nhân và lực cầu ngoại tệ trên thị trường.

Hiển nhiên là trong những ngày đầu áp dụng chính sách thả nổi tỉ giá, các nước đều cắt giảm những quy định nhằm duy trì lạm phát thấp. Khi hai cuộc khủng hoảng dầu mỏ trong thập niên 70 - một lần năm 1973 khi lệnh cấm vận của các nước Arab làm giá dầu tăng gấp bốn lần, một lần năm 1979 khi giá dầu tăng gấp đôi do ảnh hưởng của cuộc Cách mạng Iran - làm rung động các nước phương Tây, nó dẫn đến kết quả là cuộc Đại Lạm phát với mức lạm phát hàng năm lên đến 13% ở Mỹ và 27% ở Anh^[7].

Những thử nghiệm kinh tế

Từ cuối những năm 70 trở đi, các nước phương Tây bắt đầu những hoạt động mà giờ đây chúng ta có thể thấy rõ là ba thử nghiệm dũng cảm để cải thiện việc quản lý tiền tệ, tỉ giá hối đoái và hệ thống ngân hàng. Đầu tiên là việc cho phép ngân hàng trung ương được tự do hơn trong việc làm giảm và ổn định tỉ lệ lạm phát, điều mà sau này được thể hiện qua chính sách mục tiêu lạm phát - mục tiêu ổn định giá cả trên cả nước. Thử nghiệm thứ hai là cho phép vốn được lưu thông tự do giữa các nước và khuyến khích việc chuyển sang hệ thống cố định tỉ giá chuyển đổi ngoại tệ ở cả châu Âu, với hệ quả là sự ra đời của đồng tiền chung, lần ở phần lớn những nước đang phát triển nhanh trên thế giới, đặc biệt là Trung Quốc, dẫn tới việc cố định tỉ giá với đồng đô-la Mỹ - đây là mục tiêu ổn định tỉ giá. Thử nghiệm thứ ba là dỡ bỏ các điều luật giới hạn hoạt động của hệ thống tài chính ngân hàng để khuyến khích cạnh tranh, cho phép các ngân hàng vừa mở rộng sản phẩm cung cấp vừa mở rộng quy mô, tất cả nhằm mục đích đem lại sự ổn định cho hệ thống ngân hàng vốn trong quá khứ vẫn bị đe dọa bởi

những rủi ro tập trung theo khu vực địa lí hoặc ngành nghề kinh doanh - đây là mục tiêu ổn định tài chính.

Ba thử nghiệm đồng thời đó có thể nói là đã dẫn đến ba hệ quả - người tốt, kẻ xấu và tên vô lại. “Người tốt” là giai đoạn giữa năm 1990 và 2007 với sự ổn định chưa từng thấy ở cả lượng tổng sản phẩm và tỉ lệ lạm phát - giai đoạn Đại ổn định. Chính sách tiền tệ khắp thế giới thay đổi rất mạnh. Chính sách mục tiêu lạm phát và tăng quyền tự do của ngân hàng trung ương lan rộng tới hơn ba mươi nước. Cùng thời điểm này diễn ra những thay đổi lớn lao trong mức biến động lạm phát: hạ thấp rõ rệt, ít thay đổi và ít dai dẳng hơn^[8].

“Kẻ xấu” là tỉ lệ nợ tăng cao. Việc phá bỏ tỉ giá chuyển đổi linh hoạt ở châu Âu và các thị trường mới nổi dẫn tới thặng dư và thâm hụt thương mại tăng lên. Một số nước tiết kiệm được rất nhiều tiền trong khi những nước khác phải vay mượn để bù đắp thâm hụt. Động cơ tiết kiệm vượt quá động cơ tiêu dùng khiến lãi suất dài hạn của thị trường vốn toàn cầu giảm đi. Giá một tài sản bất kì, dù là nhà, cổ phiếu công ty, hay bất kì tài sản nào trong tương lai, là giá trị hiện tại của thu nhập kỳ vọng trong tương lai (giá thuê nhà, giá dịch vụ khi sống trong căn nhà của bạn, cổ tức). Để tính được giá này, ta phải quy đổi giá trị tương lai sang giá trị hiện tại bằng cách chiết khấu dựa trên lãi suất. Ảnh hưởng trực tiếp của việc lãi suất giảm là làm tăng giá tài sản khắp nơi. Vậy nên khi lãi suất dài hạn khắp thế giới giảm xuống, giá trị tài sản - đặc biệt là nhà cửa - tăng lên. Khi giá trị tài sản tăng, người ta phải vay mượn nhiều hơn để mua được chúng. Từ năm 1986 tới 2006, nợ của các gia đình đã tăng từ mức 70% thu nhập tới gần 120% ở Mỹ và từ 90% lên 140% ở Anh^[9].

“Tên vô lại” là sự hình thành của một hệ thống ngân hàng mong manh hơn. Ở Mỹ, những nhà hoạch định chính sách ngân hàng liên bang ngày càng buông lỏng các điều luật phân chia ngân hàng thương mại và ngân hàng đầu tư được quy định trong Luật Ngân hàng năm 1933 (thường được biết tới với cái tên Luật Glass-Steagall, tên hai thượng nghị sĩ đã đề xuất dự thảo), điều này dẫn tới hậu quả là việc thông qua Luật Gramm-Leach-Bliley năm 1999 xóa bỏ nốt những rào cản cuối cùng trong hoạt động ngân hàng. Ở Anh, sự việc có tên là vụ Big Bang năm 1986 ban đầu chỉ là một chính sách khuyến khích cạnh tranh trên thị trường chứng khoán, nhưng sau đó đã dẫn tới các vụ thôn tóm các công ty chứng khoán nhỏ và việc hợp nhất các ngân hàng thương mại với các công ty môi giới chứng khoán^[10]. Các ngân hàng mở rộng lĩnh vực hoạt động và quy mô rất nhanh sau khi các điều luật được nới lỏng. Ở lục địa châu Âu, những ngân hàng tổng hợp từ lâu đã rất phổ biến. Tài sản của các ngân hàng quốc tế lớn đã tăng gấp đôi trong vòng năm năm trước năm 2008. Việc kinh doanh các sản phẩm tài chính mới và phức tạp giữa các ngân hàng khiến họ kết nối chặt chẽ với nhau đến độ khi một ngân hàng gặp rắc rối thì vấn đề sẽ nhanh chóng lan rộng sang các ngân hàng khác, khiến rủi ro tăng lên chứ không được chia nhỏ ra^[11]. Các ngân hàng ngày càng ít dựa vào nguồn lực của chính mình để tài trợ cho các khoản tín dụng, thay vào đó họ ngày càng phụ thuộc vào việc vay mượn^[12]. Vốn chủ sở hữu ở các ngân hàng - phần vốn từ các cổ đông - chiếm tỉ lệ ngày một thấp trong tổng cơ cấu tài chính. Đòn bẩy - tỉ lệ tổng tài sản (hoặc nợ) trên vốn chủ sở hữu ngân hàng - tăng cao khủng khiếp. Trước khi cuộc khủng hoảng nổ ra, tỉ lệ đòn bẩy ở nhiều ngân hàng là 30 hoặc hơn, trong khi với một số ngân hàng đầu tư thì tỉ lệ này lên đến 40 hoặc 50^[13]. Một số ngân hàng có tỉ lệ thậm chí còn cao hơn thế. Với tỉ suất đòn bẩy 25, chỉ cần giá trị trung bình tài sản của ngân hàng giảm đi 4

phần trăm là đã đủ xóa sạch vốn chủ sở hữu và khiến ngân hàng không thể trả nợ.

Năm 2008, “kẻ xấu” đã cùng với “tên vô lại” lấn át “người tốt”. Cuộc khủng hoảng - có người gọi là thảm họa - và những sự kiện diễn ra trước con mắt kinh ngạc của cả thế giới vào năm 2007 là kết quả thất bại của cả ba thử nghiệm. Tổng sản phẩm và lạm phát ổn định mặc dù là tốt, nhưng chúng lại che đi sự bất cân xứng chi tiêu ngày càng lớn. Một số nước tiết kiệm quá ít và đi vay quá nhiều để trang trải chi tiêu trong tương lai, trong khi những nước còn lại tiết kiệm và cho vay quá nhiều đến nỗi sức tiêu dùng giảm dưới mức bền vững. Tổng tiết kiệm toàn thế giới quá cao dẫn tới lãi suất, sau khi đã đi đầu chỉnh theo mức lạm phát, giảm xuống ngưỡng không tương thích về lâu dài với một nền kinh tế thị trường phát triển. Lãi suất giảm dẫn tới tăng giá tài sản và tăng lượng vay nợ trên tài sản ấy. Tỷ giá chuyển đổi cố định càng làm trầm trọng thêm gánh nặng nợ nần và ở châu Âu, việc ban hành đồng tiền chung năm 1999 đã làm suy yếu nhiều nền kinh tế thành viên vì chúng ngày càng mất đi khả năng cạnh tranh. Những ngân hàng lớn với tỷ lệ đòn bẩy cao tỏ ra không ổn định, dễ bị ảnh hưởng bởi một sự suy giảm nhẹ ở lòng tin, dẫn tới vấn đề ngày càng lan rộng sang các ngân hàng khác và kết quả là sự sụp đổ của cả hệ thống năm 2008.

Khi mới bắt đầu, kết cục bi đát của ba thử nghiệm này vẫn chưa mấy rõ ràng. Ngược lại, chính những yếu tố đã gây ảnh hưởng lớn tới nền kinh tế thị trường trong thập niên 70 là tình trạng lạm phát cao và không ổn định đã bị xóa bỏ vào thập niên 90, đem tới một thời kỳ kinh tế vĩ mô ổn định. Giai đoạn Đại ổn định, hoặc Đại tiết chế như tên gọi ở Mỹ, được coi là một thành công của chính sách tiền tệ - thực tế về nhiều mặt thì đúng là như

vậy. Nhưng những thành quả của nó không bền vững. Các nhà hoạch định chính sách biết rõ những vấn đề nội tại trong hai thử nghiệm đầu tiên nhưng dường như không biết phải làm gì với chúng. Ở các buổi hội thảo quốc tế, như những buổi họp của IMF, các quan chức sẽ vung tay nói về “tình trạng mất cân bằng toàn cầu” nhưng không nước nào có động cơ để giải quyết vấn đề. Giả sử một nước nào đó một mình bơi ngược dòng lái suất ngày càng thấp, nước ấy sẽ phải chịu mức tăng trưởng kinh tế chậm cùng tỉ lệ thất nghiệp tăng nhưng chẳng tạo được hiệu ứng đáng kể nào lên nền kinh tế toàn cầu hay hệ thống ngân hàng. Ngay từ lúc đó, thế khó của người tù đã bắt đầu lộ cái đầu xấu xí của mình ra.

Hồi đó người ta cũng không thể thấy rõ tình thế bấp bênh của nền kinh tế thế giới sẽ chấm dứt như thế nào. Tôi còn nhớ mình tái dự một buổi hội thảo của các nhà kinh tế học và quan chức chính phủ ở IMF từ tận năm 2002, khi mọi người nhất trí rằng rồi sẽ đến lúc giá trị đồng đô-la Mỹ giảm mạnh gây ra những thay đổi trong quy luật chi tiêu. Nhưng rất lâu trước khi điều đó xảy ra, cuộc thử nghiệm thứ ba đã kết thúc với cuộc khủng hoảng hệ thống ngân hàng tháng Chín và tháng Mười năm 2008. Cú sốc khi một số những ngân hàng thương mại lớn nhất và thành công nhất ở Bắc Mỹ và châu Âu lần lượt phá sản hoặc phải chịu thiệt hại nghiêm trọng đã dẫn tới sự sụp đổ lòng tin, và rồi sau đó là đợt suy giảm thương mại quốc tế trầm trọng nhất kể từ thập niên 30. Hẳn là đã có vấn đề vô cùng nghiêm trọng.

Có nhiều luồng ý kiến khác nhau về nguyên nhân cuộc khủng hoảng. Một số người coi đó là một cơn hoảng loạn tài chính trong đó các tổ chức tài chính vốn bền vững bị thiếu tiền mặt khi lòng tin vào các ngân hàng đột ngột thay đổi và các nhà đầu tư thôi không cho họ vay tiền nữa - một cuộc khủng hoảng thanh khoản. Nhiều người khác thì coi đó là kết cục tất yếu

của những quyết định cho vay sai lầm từ phía ngân hàng - một cuộc khủng hoảng về khả năng thanh toán nợ, trong đó giá trị thực của các tài sản của ngân hàng đã giảm xuống thấp đến độ quét sạch vốn chủ sở hữu, nghĩa là các ngân hàng không đủ khả năng trả hết nợ^[14]. Nhưng gần như tất cả các luận ý kiến về cuộc khủng hoảng gần đây đều chỉ tập trung vào các dấu hiệu - sự lên xuống của thị trường nhà đất, sự bùng nổ nợ và những hoạt động vượt mức của hệ thống ngân hàng - thay vì lí do sâu xa của những sự kiện bao trùm các nền kinh tế phát triển năm 2008^[15]. Một số người thậm chí còn nghĩ rằng cuộc khủng hoảng hoàn toàn là vấn đề riêng của giới tài chính Mỹ. Nhưng trừ khi những sự kiện của năm 2008 được đặt trong bối cảnh kinh tế thế giới, sẽ thật khó để hiểu được những gì đã xảy ra và những bệnh tật sâu xa của nền kinh tế toàn cầu.

Câu chuyện về những gì đã xảy ra có thể được giải thích chỉ trong vài trang giấy - tất cả những gì bạn cần biết về cuộc khủng hoảng mới đây nhưng không dám hỏi. Chuyện là như thế này.

Diễn biến cuộc khủng hoảng

Đầu thế kỷ XXI, sự thịnh vượng về kinh tế và thể chế dân chủ dường như luôn song hành với nhau. Tư bản chủ nghĩa hiện đại đem lại sự tăng trưởng ngày càng lớn dựa trên tăng trưởng thương mại, thị trường cạnh tranh tự do và các ngân hàng có quy mô toàn cầu. Năm 2008, cả hệ thống ấy sụp đổ. Để hiểu tại sao cuộc khủng hoảng lại lớn và bất ngờ đến thế, chúng ta hãy bắt đầu từ một bước ngoặt quan trọng - Bức tường Berlin sụp đổ năm 1989. Khi đó, sự kiện này được coi là đã đánh dấu sự sụp đổ của chủ nghĩa cộng sản và khiến chủ nghĩa xã hội và cơ chế quản lý kinh tế tập quyền không còn hấp dẫn nữa. Với một số người đó là điểm kết thúc của lịch

sử^[16]. Với phần lớn những người khác, nó đại diện cho chiến thắng của kinh tế thị trường. Trái ngược với những dự đoán của Marx, chủ nghĩa tư bản đã đánh bại chủ nghĩa cộng sản. Nhưng ai mà tin được sự sụp đổ của Bức tường không chỉ chấm dứt chủ nghĩa cộng sản mà còn là điểm khởi đầu của cuộc khủng hoảng lớn nhất trong thế giới tư bản kể từ cuộc Đại suy thoái?

Điều gì trong một phần tư thế kỷ vừa qua đã dẫn tới sự đổi thay đáng kinh ngạc trong vị thế của các nền kinh tế tư bản? Sau cái chết của hệ thống kinh tế bao cấp xã hội chủ nghĩa, Trung Quốc, các nước thuộc Liên Xô cũ và Ấn Độ đã tham gia hệ thống thương mại quốc tế, cung cấp hàng triệu lao động mỗi năm vào đội ngũ lao động toàn cầu, sản xuất ra những mặt hàng thương mại, đặc biệt là ở khối ngành sản xuất. Riêng ở Trung Quốc, hơn 70 triệu việc làm trong ngành sản xuất đã được tạo ra trong thế kỷ XXI, vượt xa con số 42 triệu người lao động trong khối sản xuất năm 2012 của Mỹ và châu Âu cộng lại^[17]. Đội ngũ lao động cung cấp hàng hóa cho hệ thống thương mại thế giới tăng hơn gấp ba lần. Các nền kinh tế phát triển được hưởng lợi từ lượng hàng tiêu dùng giá rẻ nhưng phải cắt giảm việc làm ở khối ngành sản xuất.

Mục tiêu của những nền kinh tế mới nổi là nối bước Nhật Bản và Hàn Quốc xây dựng nền kinh tế dựa trên xuất khẩu. Để kích thích xuất khẩu, tỉ giá hối đoái của các nước này được giữ ở mức thấp cố định so với đồng đô-la Mỹ. Chiến lược này đã phát huy hiệu quả, đặc biệt là trường hợp của Trung Quốc. Tỉ lệ đóng góp của nước này vào tổng xuất khẩu thế giới đã tăng từ 2% lên tới 12% trong giai đoạn từ 1990 tới 2013^[18]. Trung Quốc và các nền kinh tế châu Á khác hưởng thặng dư thương mại lớn. Nói cách khác, họ sản xuất nhiều hơn sử dụng và tiết kiệm nhiều hơn đầu tư trong

nước. Động cơ để tiết kiệm là rất lớn. Do thiếu nguồn an sinh xã hội, các hộ gia đình ở Trung Quốc chọn cách tiết kiệm một phần lớn thu nhập để đảm bảo an toàn trong trường hợp thất nghiệp hoặc ốm đau, đồng thời để có tiền tiêu dùng khi về hưu. Tỷ lệ tiết kiệm lớn đó lại càng được phóng đại bởi chính sách năm 1980 giới hạn mỗi gia đình chỉ được sinh một con, khiến các bậc cha mẹ càng khó dựa vào sự chăm sóc của con cái khi về hưu^[19]. Những nền kinh tế châu Á nói chung cũng tiết kiệm nhiều hơn để tích lũy một lượng lớn đồng đô-la nhằm đảm bảo an toàn trong trường hợp hệ thống ngân hàng thiếu ngoại tệ, điều đã từng xảy ra ở Hàn Quốc và các nước khác trong cuộc khủng hoảng tài chính châu Á thập niên 90.

Ở đa số các nền kinh tế phát triển phương Tây, động cơ tiêu tiền lại thắng thế, thể hiện qua tỷ lệ tiết kiệm giảm. Napoleon có thể (hoặc không) đã miêu tả nước Anh là đất nước của các chủ tiệm, nhưng sẽ chính xác hơn khi gọi họ là một đất nước mua sắm không ngừng. Dù người tiêu dùng phương Tây có tiêu dùng nhiều cỡ nào, nhu cầu của họ vẫn không đủ mạnh để cân bằng nhu cầu tiết kiệm của các nền kinh tế đang phát triển. Hậu quả là nền kinh tế thế giới nói chung đã tiết kiệm quá nhiều, hay theo cách nói sinh động của Ben Bernanke, Chủ tịch của Cục dự trữ liên bang từ năm 2006 tới 2014, đó là tình trạng “tiết kiệm thừa mứa” trong thị trường vốn ngày càng mở rộng trên thế giới^[20].

Sự tiết kiệm thừa mứa này làm giảm lãi suất dài hạn khắp thế giới. Chúng ta vẫn thường cho rằng lãi suất được thiết lập bởi Cục dự trữ liên bang, Ngân hàng Anh Quốc, Ngân hàng trung ương châu Âu (ECB) và các ngân hàng trung ương quốc gia khác. Điều này đúng với các lãi suất ngắn hạn, áp dụng cho các khoản vay dưới một tháng. Với kỳ hạn dài hơn một chút, lãi suất thị trường chủ yếu được định đoạt bằng những phỏng đoán

về động thái của các ngân hàng trung ương. Nhưng với những kì hạn rất dài, ví dụ như một thập kỉ hoặc hơn, lãi suất được quyết định bởi cán cân tiêu dùng và tiết kiệm trên toàn thế giới. Các ngân hàng trung ương chỉ phản ứng theo những diễn biến trên cán cân này khi đặt lãi suất ngắn hạn chính thức. Các chính phủ vay tiền bằng cách bán cổ phiếu hoặc trái phiếu ra thị trường với các kì hạn khác nhau từ một tháng tới ba mươi năm, đôi khi còn hơn thế. Lãi suất ở các kì hạn khác nhau cho các khoản vay này được gọi là đường lãi suất trái phiếu.

Còn một điểm khác nhau quan trọng nữa là giữa “lãi suất tiền tệ” và lãi suất “thực”. Lãi suất tiền tệ là tỉ lệ thường được đưa ra - nếu bạn cho vay 100 USD và sau một năm bạn nhận lại 105 USD, lãi suất tiền tệ ở đây là 5 phần trăm. Nếu trong một năm đó giá cả của những thứ bạn muốn mua được dự đoán là sẽ tăng thêm 5 phần trăm, khi đó lãi suất “thực” mà bạn kiếm được là lãi suất tiền tệ trừ đi tỉ lệ lạm phát dự kiến (trong ví dụ này lãi suất thực là 0 phần trăm). Trong những năm gần đây, lãi suất thực ngắn hạn đã giảm xuống âm vì lãi suất ngân hàng trung ương thấp hơn tỉ lệ lạm phát. Việc tiết kiệm quá mức khiến lãi suất thực dài hạn giảm xuống mức thấp chưa từng thấy^[21]. Ở thế kỷ XIX và trong phần lớn thế kỷ XX, lãi suất thực luôn dương và dao động trong khoảng từ 3 tới 5 phần trăm. Tôi ước tính lãi suất thực kì hạn mười năm trên khắp thế giới đã giảm đều đặn từ khoảng 4 phần trăm khi Bức tường Berlin sụp đổ xuống còn 1,5 phần trăm khi cuộc khủng hoảng nổ ra, và từ đó tiếp tục giảm xuống gần như 0 phần trăm^[22]. Khi các nền kinh tế châu Á ngày một phát triển, khối lượng tiết kiệm đặt vào thị trường vốn thế giới bởi những người gửi tiền, kể cả chính quyền Trung Quốc, ngày càng tăng lên. Vậy các nước này không chỉ đóng góp thêm hàng triệu lao động vào đội ngũ lao động toàn cầu tạo ra

hàng hóa, hạ thấp mức lương thực tế ở các nước khác, mà còn bơm thêm hàng tỉ USD vào khối lượng tiết kiệm cần tìm đầu ra, khiến lãi suất thực của thị trường vốn toàn cầu giảm đi.

Lãi suất giảm và giá trị tài sản tăng thúc đẩy đầu tư. Từ đầu thập niên 90 trở đi, khi lãi suất thực giảm xuống, dường như người ta vẫn có lời khi đầu tư vào các dự án có lãi suất thực thấp. Khi tới thăm các thị trấn và thành phố khắp nước Anh, tôi lúc nào cũng ngạc nhiên bởi các khoản đầu tư vào những khu mua sắm mới bởi chúng chỉ dựa trên lãi suất thấp và dự báo tỉ lệ tăng trưởng tiêu dùng không bền vững.

Trong khoảng hơn một thập kỉ sau khi Bức tường Berlin sụp đổ, ảnh hưởng của thặng dư thương mại và sự luân chuyển vốn có vẻ không mấy nghiêm trọng. Các nền kinh tế mới nổi phát triển nhanh chóng và thu nhập của người dân những nước này bắt đầu bắt kịp với các nước phát triển. Người tiêu dùng ở các nước phát triển thoát đầu được hưởng lợi vì hàng hóa giá rẻ nhập từ các nước đang phát triển. Đối mặt với thâm hụt thương mại do nhập khẩu tăng cao; Mỹ, Anh và một số nước châu Âu dựa vào các ngân hàng trung ương để ổn định tăng trưởng và giữ lạm phát ở mức thấp^[23]. Để đạt được điều này, các ngân hàng trung ương hạ lãi suất ngắn hạn xuống để thúc đẩy nguồn cung tiền, tín dụng và lực cầu trong nước nhằm chống lại ảnh hưởng xấu của thâm hụt thương mại lên tổng nhu cầu. Vậy là cả lãi suất ngắn hạn và dài hạn đều ở mức thấp nhất trong lịch sử. Lãi suất thấp như vậy cho tất cả các kì hạn vay đã thúc đẩy tiêu dùng và dẫn đa số các nền kinh tế đi theo con đường không bền vững^[24]. Với tỉ lệ tiết kiệm cao ở châu Á và tỉ lệ vay nợ tăng cao ở phương Tây, hoạt động tiết kiệm và đầu tư ở nhiều nước lớn cũng như trong nền kinh tế toàn cầu nói chung vượt khỏi tầm kiểm soát, gây nên sự mất cân bằng lớn trong

kinh tế vĩ mô. Thứ ba đầu chỉ là sự mất cân bằng giữa các nước giờ đã trở thành sự bất cân xứng bên trong các nền kinh tế.

Khi nền kinh tế thế giới vận hành trơn tru, vốn chủ yếu chảy từ các nước phát triển sang các nước đang phát triển có nhiều cơ hội sinh lời, giống như những gì xảy ra vào cuối thế kỷ XIX khi châu Âu đầu tư vào các nước Mỹ Latin. Một đặc điểm kỳ lạ của sự thừa mứa tiết kiệm là khi các nền kinh tế đang phát triển tiết kiệm nhiều hơn đầu tư nội địa, thực chất họ đang xuất khẩu vốn sang các nước phát triển, nơi có ít cơ hội đầu tư hơn. Kết quả là các nước phát triển vay những khoản tiền lớn từ các nước kém phát triển hơn. Hướng luân chuyển vốn tự nhiên đã bị đảo ngược - vốn bị đẩy “ngược dòng”^[25].

Một phần lớn dòng vốn đó chảy qua hệ thống ngân hàng phương Tây, đi đầu này dẫn tới thay đổi quan trọng thứ hai trước cuộc khủng hoảng - bảng cân đối kế toán của các ngân hàng bị thổi phồng, hay như Hyun Song Shin - Trưởng ban kinh tế của Ngân hàng Thanh toán Quốc tế - đã gọi là “sự thừa mứa trong hoạt động ngân hàng”^[26]. Bảng cân đối kế toán của ngân hàng là một danh sách liệt kê tất cả tài sản và nợ của ngân hàng. Tài sản bao gồm giá trị các khoản cho vay với khách hàng và những khoản đầu tư khác. Nợ bao gồm giá trị tiền gửi và các khoản ngân hàng đi vay để tài trợ hoạt động của ngân hàng. Khoảng chênh lệch giữa tài sản và nợ là giá trị ròng của ngân hàng và là giá trị của ngân hàng đó với chủ sở hữu - các cổ đông. Khi các ngân hàng phương Tây tăng cường cho hộ gia đình và các công ty vay tiền, đặc biệt là thế chấp bằng bất động sản, bảng cân đối kế toán của các ngân hàng - cả tài sản lẫn nợ - bị thổi phồng nhanh chóng.

Bảng cân đối kế toán của các ngân hàng bùng nổ vì hai lý do. Thứ nhất, lãi suất thực thấp đồng nghĩa với việc giá tài sản khắp thế giới tăng lên.

Giá tài sản tăng dẫn đến vay nợ tăng lên tương ứng. Thị trường nhà đất là một ví dụ điển hình. Quỹ mua nhà được chuyển dần từ thế hệ trước sang thế hệ sau. Khi những căn nhà được bán đi, những người thuộc thế hệ trước đầu tư tiền thu lại vào các tài sản tài chính khác trong khi thế hệ trẻ vay mượn để mua lại chính những căn nhà đó. Khi giá nhà tăng mạnh do lãi suất thực giảm, thế hệ trẻ phải vay nhiều hơn cha mẹ họ trước đó. Vậy là những người trẻ phải gánh nhiều nợ nần hơn còn người già có nhiều tài sản tài chính hơn. Ngành kinh doanh nhà ở nói chung có tỉ lệ nợ và tài sản trên thu nhập tăng lên. Trong thời kì Đại Ổn định, ngân hàng tài trợ phần lớn các khoản vay của thế hệ trẻ khi nhà được chuyển từ thế hệ trước sang thế hệ sau, vì vậy bảng cân đối kế toán của các ngân hàng cũng phình ra nhanh chóng. Nếu niềm tin rằng lãi suất thực sẽ luôn ở mức thấp như vậy là hợp lí thì hiện tượng trên không có gì là phi logic cả. Vào thời điểm đó, thị trường tin vào điều này và đến bây giờ vẫn thế. Giữa năm 2015, lãi suất thực kì hạn mười năm ở các nước phát triển là xấp xỉ 0 phần trăm.

Tuy thế, việc trướng phình bảng cân đối kế toán ngân hàng còn một lí do thứ hai nghiêm trọng hơn. Với mức lãi suất quá thấp, các tổ chức tài chính và nhà đầu tư bắt đầu hoạt động liều lĩnh hơn nhằm săn tìm lợi nhuận cao hơn nhưng lại không đảm bảo phần thu lại cần thiết. Các nhà đầu tư thích nghi rất chậm chạp và không muốn thừa nhận rằng trong một thế giới với lãi suất và lạm phát thấp, lãi thu về trên các tài sản tài chính cũng sẽ ở mức thấp kỉ lục. Lòng tham và sự ngạo mạn khiến họ muốn có lãi cao hơn - hành vi này được gọi là “săn lãi”. Các ngân hàng trung ương đã cảnh báo về hậu quả của lãi suất thấp, nhưng bằng việc cho phép lượng tiền trong nền kinh tế tăng lên quá nhanh, các ngân hàng này cũng không ngăn chặn việc săn lãi và những hành vi liều lĩnh ngày càng tăng^[27]. Ngoài

ra, các tổ chức tài chính, như quỹ hưu trí và công ty bảo hiểm, phải chịu sức ép tìm cách khiến các hình thức tiết kiệm của mình trở nên hấp dẫn hơn, đồng thời giảm chi phí lương hưu trong bối cảnh lãi suất thực ngày càng giảm.

Các ngân hàng cũng đóng vai trò nhất định trong cuộc chạy đua săn lợi nhuận này. Họ tạo ra một kết cấu thượng tầng gồm toàn những công cụ tài chính phức tạp. Chúng xuất phát từ những hợp đồng đơn giản hơn như vay thế chấp bất động sản hoặc các kiểu vay nợ khác - vì thế chúng được gọi là công cụ “phái sinh”. Để tăng lợi nhuận, các ngân hàng tạo ra những công cụ tài chính bao gồm các kết cấu cực kỳ mạo hiểm và không rõ ràng với tên gọi mập mờ như “thế chấp nghĩa vụ nợ”. Tỷ lệ lợi nhuận trung bình của một tài sản mạo hiểm thì cao hơn của một tài sản an toàn, ví dụ như trái phiếu của chính phủ Mỹ hoặc Anh, nhằm bù đắp rủi ro mà nhà đầu tư phải gánh chịu - phần lợi nhuận dôi ra này được gọi là phí rủi ro. Mặc dù một số thương vụ dành cho các nhà đầu tư mập mé ranh giới gian lận, khát vọng kiếm lợi nhuận khiến người ta sẵn sàng đổ xô vào mua. Chỉ những người vô cùng lạc quan mới tin rằng phí bù đắp rủi ro trên thị trường là đủ để bù đắp cho rủi ro đầu tư của mình. Đây gần như là một thứ thuật giả kim.

Cả độ phức tạp lẫn quy mô của các tài sản tài chính tăng lên rõ rệt. Tổng tài sản của các ngân hàng Mỹ, vốn trong một thời gian rất dài chiếm một phần tư tổng sản phẩm nội địa (GDP, tổng giá trị hàng hóa và dịch vụ mà nền kinh tế tạo ra), đã tăng lên đến gần 100 phần trăm GDP khi cuộc khủng hoảng nổ ra. Ở Anh, nơi được coi là trung tâm tài chính của châu Âu, tài sản của các ngân hàng vượt mức 500 phần trăm GDP, thậm chí ở các nước như Ireland, Thụy Sĩ hay Iceland, tỷ lệ này còn lớn hơn. Đòn bẩy của các ngân hàng tăng đến mức không tưởng - trong một vài trường hợp

lên đến 50 trên 1; nghĩa là ngân hàng đi vay đến 50 USD trên mỗi USD vốn của cổ đông. Hệ thống ngân hàng trở nên vô cùng mong manh. Các nhà lập pháp lại có cái nhìn dễ dãi quá mức về sự mở rộng của khối ngành ngân hàng bởi lẽ trong khi lãi suất tiếp tục giảm thì giá tài sản tăng lên và các nhà đầu tư, bao gồm cả các ngân hàng, đều thu được lợi nhuận đáng kể. Tình hình chính trị khi đó rất thuận lợi cho sự phát triển của những ngân hàng toàn cầu lớn với đòn bẩy cao và các nhà lập pháp không được phép ngăn chặn sự phát triển của khối ngành này.

Sự “tiết kiệm thừa mứa” và “thừa mứa trong hoạt động ngân hàng” kết hợp với nhau thành một hỗn hợp độc hại gồm những bất cân xứng nghiêm trọng trong nền kinh tế thế giới và sự tương phản bảng cân đối tài chính các ngân hàng. Chính sự tương tác giữa chúng khiến cuộc khủng hoảng trở nên tồi tệ đến thế. Nhìn bề ngoài thì mọi thứ có vẻ bền vững. Các khoản thâm hụt thương mại chiếm một phần ổn định trong kết cấu GDP. Nhưng quy mô vay mượn khiến tỉ lệ tổng vay - cả trong lẫn ngoài nước - trên thu nhập và GDP liên tục tăng lên. Tiêu dùng nội địa ở những nước có thâm hụt thương mại đã bị cố tình đẩy lên tới mức không thể duy trì lâu dài được. Lãi suất thấp khuyến khích các hộ gia đình chuyển các khoản tiêu dùng trong tương lai sang hiện tại. Điều đó cũng không thể duy trì mãi được - và sự thực là thế. Không sớm thì muộn sẽ cần có sự điều chỉnh và càng trì hoãn lâu thì sự điều chỉnh càng phải lớn.

Bên nào sẽ sụp đổ trước - lòng tin của các nhà đầu tư vào sự bền vững của ngân hàng, hay việc tiêu dùng ở mức độ không thể duy trì? Đa số các nhà hoạch định chính sách tin rằng sự thiếu bền vững của kết cấu tiêu dùng và tiết kiệm, cũng như thế tương phản giữa thặng dư hoặc thâm hụt thương mại trên thế giới sẽ kết thúc với sự sụp đổ của đồng đô-la Mỹ vì các chủ

nợ sẽ bắt đầu nghi ngờ khả năng trả nợ của Mỹ, Anh và các nước vay nợ khác. Nhưng ở các nền kinh tế mới nổi người ta quyết tâm theo đuổi chiến lược ưu tiên xuất khẩu. Đồng đô-la Mỹ - đồng tiền dự trữ của cả thế giới - là đồng tiền mà Trung Quốc và các thị trường đang phát triển khác sẵn sàng đầu tư, một phần cũng vì đồng Nhân dân tệ không thể được chuyển đổi sang các ngoại tệ khác. Dường như nhu cầu thu thập đô-la Mỹ của Trung Quốc là vô hạn. Tình trạng này cứ tiếp diễn mãi - tới cuối năm 2014, dự trữ ngoại tệ của Trung Quốc đã vượt qua con số 4 nghìn tỉ USD^[28]. Vậy nên đồng đô-la tiếp tục được duy trì mạnh mẽ, còn vấn đề thật sự lại thể hiện qua sự mong manh của bảng cân đối tài chính ở các ngân hàng.

Ở hậu trường, lượng tín dụng và nợ bị tích tụ nhiều tới mức thiếu bền vững, giống như một chồng gạch vậy. Bạn sẽ phải ngạc nhiên về số gạch có thể được chồng lên nhau mà không đổ. Thực tế này thể hiện trong nguyên lý đầu tiên của các cuộc khủng hoảng tài chính: tình trạng thiếu bền vững có thể được duy trì lâu hơn nhiều so với bạn tưởng^[29]. Điều này đã diễn ra trong thời kì Đại ổn định. Những sự kiện xảy ra năm 2008 thể hiện nguyên lý thứ hai của khủng hoảng tài chính: khi tình trạng thiếu bền vững kết thúc, nó diễn ra nhanh hơn bạn tưởng nhiều.

Sự kiện “nhỏ” dẫn đến sự sụp đổ của chồng gạch ấy diễn ra vào ngày 9 tháng Tám năm 2007, khi ngân hàng BNP Paribas của Pháp tuyên bố sẽ tạm thời ngừng cho phép các nhà đầu tư lấy lại tiền từ ba quỹ đầu tư chứng khoán dựa trên tài sản (tức các công cụ tài chính dựa trên nghĩa vụ nền tảng, ví dụ như trả tiền thế chấp nhà) với lý do “thiếu hụt tính thanh khoản trầm trọng ở một số lĩnh vực trong hoạt động chứng khoán hóa (securitization) ở Mỹ”^[30]. Chẳng bao lâu sau, tính thanh khoản cho các công cụ tài chính khác cũng không còn. Người ta đổ dồn sự chú ý vào

những khoản cho vay mua bất động sản đầy mạo hiểm, vô trách nhiệm - thậm chí bất hợp pháp - ở Mỹ. Nhưng vấn đề tài chính gốc rễ là tình trạng cả hệ thống ngân hàng rất dễ bị ảnh hưởng bởi các khoản vay thế chấp dưới chuẩn ở Mỹ - các khoản vay cho những hộ gia đình có thu nhập thấp và nguy cơ vỡ nợ cao.

Đầu tháng Chín, các thống đốc ngân hàng trung ương khắp thế giới tập hợp tại Basel để dự cuộc gặp mặt định kì hai tháng một lần. Mặc cho các phóng viên trẻ tuổi tập trung bên ngoài chờ một thống đốc bất cẩn hoặc ư nổi tiếng nào đó tiết lộ những suy nghĩ của mình, các cuộc họp này luôn được giữ kín. Theo thông lệ, những nhà thanh tra hàng đầu trong lĩnh vực ngân hàng khắp thế giới sẽ gặp mặt các thống đốc ngân hàng trung ương vào tháng Chín. Năm 2007, các thanh tra ngân hàng đã nhận được câu hỏi liệu thị trường tín dụng dưới chuẩn ở Mỹ có đủ lớn để đánh sập những ngân hàng lớn không. Câu trả lời của họ khi đó là không. Mặc dù tổng các khoản vay thế chấp dưới chuẩn lên tới khoảng 1 nghìn tỉ USD, những thiệt hại có thể xảy ra vẫn chưa đủ lớn để gây rắc rối cho cả hệ thống. Suy cho cùng, những thiệt hại do cuộc khủng hoảng công nghệ thông tin (bong bóng dotcom) hồi đầu thập kỉ cao hơn những tám lần.

Tuy vậy, lần này các ngân hàng đã đặt cược rất nhiều vào thị trường tín dụng dưới chuẩn theo dạng các hợp đồng phái sinh. Mặc dù các khoản đặt cược này tự cân bằng lẫn nhau khi xét chung cả hệ thống ngân hàng, một số ngân hàng khi đó thu lợi lớn còn các ngân hàng khác lại thiệt hại nặng nề. Vấn đề là các nhà đầu tư, đôi khi chính các ngân hàng, cũng không thể biết được ngân hàng nào lời hay lỗ. Vậy nên tất cả các ngân hàng đều bị nghi ngờ. Giới ngân hàng bắt đầu gặp khó khăn hoặc thậm chí không thể huy động tiền trong khi mới vài tuần trước việc này là cực kì dễ dàng. Họ

ngừng cho nhau vay tiền. LIBOR (London Inter-Bank Offer Rate - lãi suất liên ngân hàng London) lẽ ra phải là lãi suất mà các ngân hàng có thể vay từ nhau. Cuối cùng nó lại trở thành mức lãi suất mà các ngân hàng không cho nhau vay được.

Từ khi cuộc khủng hoảng bắt đầu, các ngân hàng trung ương đã tung ra các khoản cho vay khẩn cấp, nhưng chúng chẳng khác gì việc giơ tấm vải lên nhằm che đi sự trần trụi của Hoàng đế - ở đây chỉ hệ thống ngân hàng. Nó không giải quyết được vấn đề sâu xa - các ngân hàng không cần những khoản vay mà là vốn của cổ đông để giảm bớt tỉ lệ đòn bẩy quá cao và bù đắp những thiệt hại từ các khoản đầu tư mạo hiểm trước đó. Từ đầu năm 2008, ở Ngân hàng Anh Quốc, chúng tôi đã cảnh báo các ngân hàng cần thêm vốn, rất nhiều vốn, con số lên đến hàng trăm tỉ bảng hoặc hơn. Thế nhưng chẳng mấy người lắng nghe. Trong cộng đồng các ngân hàng, người ta rất sợ phải thừa nhận tỉ lệ đòn bẩy đã lên quá cao tới mức nguy hiểm và vì thế, các ngân hàng phải tái huy động vốn hoặc cắt giảm mạnh hoạt động cho vay. Đối với cả nền kinh tế, phương án thứ nhất hiển nhiên là dễ chịu hơn.

Cả hệ thống hoạt động chật vật suốt một năm. Lòng tin của thị trường vào hệ thống ngân hàng thay đổi thất thường. Vào ngày 15 tháng Chín, ngân hàng đầu tư kì cựu Lehman Brothers sụp đổ - những thiệt hại lớn từ hoạt động cho vay bất động sản cộng với tỉ lệ đòn bẩy cao khiến các tổ chức tài chính cung cấp tiền cho ngân hàng này mất lòng tin. Mặc dù điếu này không mấy bất ngờ vì người ta đã dần nhận thức được sự mong manh của hệ thống ngân hàng trong mười hai tháng trước đó, sự sụp đổ của ngân hàng Lehman Brothers đã giáng một đòn mạnh vào tâm lí thị trường khiến đợt rút chạy khỏi hệ thống ngân hàng Mỹ diễn ra nhanh đến chóng mặt.

Những người rút tiền ở đây không phải là người gửi tiền bình thường, mà là các tổ chức tài chính, như quỹ đầu tư tiền tệ. Vấn đề nhanh chóng lan ra những nền kinh tế phát triển khác - và thế là cuộc Đại hoảng loạn bắt đầu. Dòng chảy thị trường tài chính vốn đã lạnh cóng giờ đây đóng băng hẳn. Các ngân hàng khắp thế giới không thể huy động tiền để hoạt động vì không ai biết ngân hàng nào an toàn. Đó là cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu lớn nhất trong lịch sử.

Các ngân hàng nếu còn vay được thì cũng phải chịu lãi suất cực cao so với lãi suất ngân hàng trung ương. Một số ngân hàng ở châu Âu trước đó đã vay những khoản ngắn hạn lớn ở thị trường bán sỉ của Mỹ, giờ lại chỉ còn vay được một tháng thay vì ba tháng như trước. Thời hạn này sau đó rút ngắn còn một tuần. Rồi chỉ còn một ngày. Các ngân hàng hoạt động dựa trên lòng tin của người gửi tiền và những người cho vay, điều mà giờ đây họ đã đánh mất. Đầu tháng Mười năm 2008, hai ngân hàng của Liên hiệp Anh - Royal Bank of Scotland (RBS) và Halifax Bank of Scotland (HBoS) - đứng trước nguy cơ phá sản. Ngân hàng Anh Quốc đã cung cấp một khoản vay trị giá 60 tỉ bảng cho hai ngân hàng này để ngăn chặn sự sụp đổ của cả hệ thống^[31]. Tôi vẫn còn nhớ như in sự bàng hoàng trong giọng nói của Fred Goodwin, CEO của Royal Bank of Scotland, ông ấy giải thích cho tôi vào đầu tháng Mười năm 2008 những gì đã xảy ra với ngân hàng của mình. Goodwin không phải người duy nhất bị một phen kinh ngạc. Các ngân hàng trung ương khác cũng hành động tương tự với những ngân hàng của nước mình.

Cuộc Đại hoảng loạn kéo dài không đầy một tháng, kể từ sự sụp đổ của Lehman Brothers tới khi quyết định tái cơ cấu các ngân hàng được công bố - hai mươi tám ngày làm rung chuyển cả thế giới. Vào tháng Mười năm

2008, các bộ trưởng tài chính và thống đốc ngân hàng trung ương của nhóm G7, bao gồm bảy nền kinh tế lớn nhất (Mỹ, Anh, Nhật, Canada, Pháp, Đức và Italia) gặp mặt tại Washington DC giữa những rối loạn và sợ hãi sau sự sụp đổ của Lehman. Tại cuộc họp đó tôi đã đề xuất với Hank Paulson, khi đó là Bộ trưởng Bộ Tài chính Hoa Kỳ, rằng chúng ta hãy bỏ bản thông cáo chuẩn mực (và dài dòng) được các đại biểu G7 soạn thảo trước đó một ngày, thay vào đó là một tuyên bố ngắn gọn súc tích kêu gọi sự đoàn kết và thiện chí hợp tác^[32]. Nhờ một nỗ lực đáng ghi nhận, Paulson đã làm theo và bản tuyên bố trở thành bước ngoặt trong việc giải quyết cuộc khủng hoảng. Cuối cùng các chính phủ, và thậm chí một vài ngân hàng, cũng thừa nhận cuộc khủng hoảng phản ánh không chỉ sự thiếu hụt tính thanh khoản mà sâu xa hơn là vấn đề thiếu hụt vốn.

Khi hệ thống ngân hàng phương Tây lơ lửng bên bờ vực thẳm, chỉ có những biện pháp can thiệp mạnh mẽ, bao gồm việc quốc hữu hóa một phần, mới cứu được nó. Thảm họa sụp đổ tiền tệ cuối cùng cũng khiến người ta hành động để tái cơ cấu hệ thống ngân hàng, sử dụng cả tiền ngân sách khi cần thiết; Anh là nước đầu tiên phản ứng, sau đó là Mỹ và châu Âu lục địa. Biện pháp này đã chấm dứt làn sóng rút tiền khỏi các ngân hàng. Vấn đề là các chính phủ lại bảo đảm cho tất cả những chủ nợ tư nhân của các ngân hàng, từ đó áp đặt gánh nặng không thể ước lượng nổi lên người dân trong tương lai.

Từ mùa thu năm 2008 đến mùa hè năm 2009, lòng tin và tổng sản phẩm khắp thế giới giảm thê thảm. Thương mại toàn cầu tụt giảm còn nhanh hơn hồi Đại suy thoái thập kỷ 30. Ở Mỹ và châu Âu, gần mười triệu người mất việc làm, gần bằng số người làm việc trong ngành sản xuất ở Mỹ trước khủng hoảng. Giai đoạn này được đặt tên là Đại khủng hoảng. Những hậu

quả kinh tế ảnh hưởng đến cả những nước không trải qua cuộc khủng hoảng hệ thống ngân hàng. Những người đồng cấp của tôi ở Brazil và Ấn Độ đều nói họ không hiểu tại sao nhu cầu ô tô và thép ở nước mình lại “lao dốc”. Trong gần một năm, sự sụt giảm lòng tin là tình trạng chung khắp thế giới. Cảm giác đó cũng giống như thời thập niên 30 khi sự sợ hãi là nỗi sợ lớn nhất của chúng ta. Tiêu dùng cả thế giới giảm đi vì ai ai cũng sợ người khác không thể tiếp tục chi tiêu nữa. Tình trạng này khiến người ta cố xúi những chính sách can thiệp theo trường phái Keynes dưới hình thức các gói kích thích tài chính. Các ngân hàng trung ương và chính phủ ngoan ngoãn cung cấp tiền, và chính sách này cũng được công nhận tại cuộc gặp của nhóm G20 bao gồm cả những nước phát triển lẫn những nền kinh tế thị trường mới nổi ở London tháng Năm năm 2009.

Cuộc khủng hoảng ngân hàng được coi là đã kết thúc khi vào ngày 7 tháng Năm 2009, Bộ Tài chính Hoa Kỳ và Cục dự trữ liên bang công bố kết quả thanh tra các ngân hàng để xem họ có thể chịu đựng tổn thất trong một loạt các trường hợp xấu hay không và lượng vốn mới mà các ngân hàng này phải huy động từ thị trường hoặc nhận từ chính phủ Mỹ - tổng cộng lên tới 75 tỉ USD. Mùa hè năm 2009, các nền kinh tế thị trường đang phát triển bắt đầu hồi phục. Dù cuộc khủng hoảng ngân hàng đã kết thúc, những vấn đề của nền kinh tế toàn cầu vẫn tồn tại. Cú sốc của năm 2008 và cú lao dốc sau đó khiến các hộ gia đình phương Tây và các doanh nghiệp tỏ ra không mấy mặn mà chi tiêu trong khi các ngân hàng thì không muốn cho vay. Sự rụt rè này vẫn còn kéo dài. Đến năm 2015, chúng ta vẫn chưa thể lấy lại tốc độ tăng trưởng và lòng tin như thời kỳ Đại ổn định.

Tôi cho là mình đã tường thuật lại hết những sự kiện cơ bản trước và trong cuộc khủng hoảng 2007-2009: hành trình từ thời kỳ Đại ổn định, qua

cơn Đại hoảng loạn, thời kì Đại khủng hoảng, nhưng vẫn chưa đến thời Đại hồi phục. Phần lớn những giải thích của tôi đã được nhắc đến ở nhiều nguồn khác với các mức độ nhấn mạnh khác nhau, và giờ chúng đã trở thành kiến thức phổ thông. Nhưng hãy còn những câu hỏi lớn chưa có lời đáp.

Ba câu hỏi

Thứ nhất, tại sao tất cả các bên liên quan - chính phủ, các ngân hàng trung ương, ngân hàng thương mại, công ty, chủ nợ và người đi vay - không hề có hành động nào để thay đổi định hướng mà cứ lao theo con đường chắc chắn dẫn tới những vấn đề nghiêm trọng và những biến động lớn lao trong nền kinh tế thế giới? Trước đó, ba thử nghiệm mà các nước phương Tây tiến hành đã cho thấy dấu hiệu thất bại, và hậu quả của chúng - Người Tốt, Kẻ Xấu, và Tên Vô Lại - cũng đã dần trở nên rõ ràng. Dĩ nhiên, những cú sốc lớn trong thị trường chứng khoán như tình trạng cổ phiếu sụt giá mạnh hay sự đổ vỡ của một ngân hàng bao giờ cũng khiến người ta bất ngờ. Có một số sự kiện chúng ta không thể dự đoán trước được, ít nhất là về mặt thời điểm. Nhưng hướng đi của nền kinh tế thế giới khi đó rõ ràng là không bền vững. Vậy thì tại sao lại có tình trạng trì trệ đến thế trước cuộc khủng hoảng, và tại sao những mối lo về tính bền vững của kinh tế vĩ mô lại không biến thành những hành động từ phía các thanh tra ngân hàng và những người hoạch định chính sách?

Thứ hai, tại sao gần như không có động thái nào nhằm thay đổi những yếu tố ẩn sâu bên trong vốn có thể được coi là nguyên nhân của cuộc khủng hoảng? Mộng giả kim trong hệ thống tiền tệ và hệ thống ngân hàng hiện tại của chúng ta vẫn đang tiếp diễn. Điều kì lạ là sau sự kiện được coi

là cuộc khủng hoảng tài chính lớn nhất trong lịch sử, vẫn không có gì thay đổi trong kết cấu cơ bản của hệ thống ngân hàng hay việc phụ thuộc vào các ngân hàng trung ương để tái lập sự phát triển vĩ mô. Lãi suất thực vẫn tiếp tục giảm. Vốn vẫn chảy “ngược dòng”. Các nền kinh tế phát triển vẫn chật vật trong việc phục hồi. Sản lượng hàng hóa, dù đang tăng lên chậm chạp, vẫn còn cách mức trước khủng hoảng rất xa. Mức lương thực tế vẫn tiếp tục trì trệ. Các ngân hàng trong cuộc khủng hoảng vẫn thống trị các con phố tài chính.

Đã có nhiều công sức đổ ra nhằm thay đổi các điều luật dành cho khối ngân hàng - ở Mỹ là Đạo luật Dodd-Frank nhằm cải cách Phố Wall và Luật Bảo vệ người tiêu dùng năm 2010, ở Anh là Luật Ngân hàng 2009 và Đạo luật Cải cách ngân hàng 2013, ở châu Âu là xu hướng thành lập một hệ thống luật chung cho cả liên minh châu Âu, và trên khắp thế giới là những thay đổi trong quy định buộc các ngân hàng phải tự tài trợ cho các hoạt động của mình^[33]. Những biện pháp đó đã khiến các ngân hàng trở nên vững vàng hơn bằng cách hạ thấp tỉ lệ đòn bẩy và hạn chế việc đặt những tài sản mạo hiểm vào chung bảng cân đối kế toán với các khoản tiền gửi của hộ gia đình. Nhưng chúng vẫn chưa thay đổi kết cấu cơ bản của hệ thống ngân hàng.

Cuộc khủng hoảng ngân hàng và tài chính năm 1931 và cuộc Đại suy thoái sau đó đã gây nên những ảnh hưởng cực lớn lên tình hình chính trị và kinh tế khi đó, đồng thời định hình các tư tưởng thời kì hậu chiến theo nhiều cách khác nhau. Phản ứng sau cuộc khủng hoảng vừa qua thì âm thầm hơn. Dĩ nhiên, ảnh hưởng tức thời lên nhiều người đã được giảm bớt vì phản ứng của những người hoạch định chính sách khi bơm tiền không ngót vào nền kinh tế để hỗ trợ phục hồi cầu và sản xuất. Nhưng khi hiệu ứng

của những chính sách này phai dần còn vấn đề thì vẫn ở đó, người ta ngày càng trở nên giận dữ. Với nhiều người ở nền kinh tế phát triển, cuộc khủng hoảng kinh tế mới đây chẳng khác nào tiếng sét giữa trời quang. Trong suốt một thế hệ, người ta đã thích nghi với nền kinh tế thị trường bằng cách chấp nhận những cải tổ trong thị trường lao động, còn ở châu Âu là sự tư hữu hóa những ngành công nghiệp vốn thuộc phạm vi quản lý của nhà nước kèm theo những lời hứa hẹn về sự tăng trưởng sản xuất và thịnh vượng kinh tế. Các doanh nghiệp ít khách hàng sẽ không được nhà nước hỗ trợ mà phải tìm cách thích nghi hoặc đóng cửa. Người lao động chấp nhận việc mức lương có thể bị giảm do tình hình công ty làm ăn không thuận lợi, khi đó chỉ có hai lựa chọn là giảm lương hoặc giảm việc làm. Nền kinh tế thị trường đem lại tất cả những gì chúng ta mong muốn. Chúng ta như tìm được thánh vật trong việc tăng trưởng kinh tế ổn định và giữ mức lạm phát thấp. Sau đó là sự đổ vỡ và người dân đóng thuế phải cứu những tổ chức ủng hộ nền kinh tế thị trường mạnh mẽ nhất - các ngân hàng. Vậy thì tại sao người ta lại không nhiệt tình tiến hành những cải cách mạnh mẽ đối với hệ thống và tổ chức kinh tế như thập niên 30?

Thứ ba, tại sao lực cầu yếu lại trở thành chứng bệnh trầm kha miễn nhiễm với các gói kích thích tài chính? Cuộc khủng hoảng không phải là một cơn địa chấn tài chính giải phóng sức ép bị dồn nén lâu ngày, mà là một cú sụt giảm đột ngột lực cầu và sản xuất xuống dưới mức mà mới đây hãy còn được coi là bình thường, và vấn đề này có nguy cơ tiếp diễn vô thời hạn. Giữa Chiến tranh thế giới thứ hai và năm 2008, tăng trưởng GDP đầu người ở Mỹ và Anh dao động quanh mức 2 phần trăm mỗi năm, với các ngoại lệ vẫn thường xuyên xảy ra nhưng chỉ mang tính tạm thời. Kể từ cuộc khủng hoảng, sản lượng hàng hóa đã tách hẳn khỏi xu hướng cũ, cụ

thể là bây giờ sản xuất thấp hơn 15 phần trăm mức sản xuất khả thi vài năm trước. Khoảng cách đó tương đương với 8.500 USD trên một người ở Mỹ và 4.000 bảng trên một người ở Anh - mức sụt giảm sản lượng cực lớn và kéo dài^[34]. Tại sao triển vọng kinh tế của con cháu chúng ta đột nhiên xuống thấp đến vậy? Bao giờ chúng ta mới được chứng kiến cuộc Đại hồi phục và chúng ta phải làm gì để đạt được điều đó?

Để trả lời những câu hỏi này, chúng ta phải đi vào hậu trường và xa hơn câu chuyện về cuộc khủng hoảng đã kể bên trên. Nó đòi hỏi chúng ta phải quan sát kĩ càng hơn kết cấu tiền tệ và ngân hàng mà mình được thừa hưởng cũng như bản chất của sự bất cân xứng trong nền kinh tế thế giới hiện nay. Trong cuốn sách này, tôi hi vọng mình sẽ đưa ra được một vài câu trả lời.

Một nền kinh tế tư bản có bản chất là nền kinh tế tiền tệ, và như chúng ta sẽ thấy, một nền kinh tế tiền tệ phản ứng khác hẳn những miêu tả trong sách giáo khoa về nền kinh tế thị trường, trong đó các hộ gia đình và doanh nghiệp vừa sản xuất vừa trao đổi với nhau. Những lí do cho sự khác nhau giữa bản chất của nền kinh tế tiền tệ và mô hình trong sách vở là vô cùng quan trọng. Chúng khởi nguồn từ những hạn chế gây ra bởi ản số đột biến trong việc giao dịch kinh tế. Trong thực tế, người mua và người bán không thể viết hợp đồng bao gồm tất cả các trường hợp có thể xảy ra, do đó tiền tệ và ngân hàng trở thành cách để thích nghi với sự mơ hồ này. Việc con người không thể dự đoán trước tất cả mọi khả năng trong tương lai cũng có nghĩa là chúng ta - các hộ gia đình, doanh nghiệp, ngân hàng, ngân hàng trung ương và chính phủ - đều sẽ có lúc đưa ra những quyết định sai lầm. Những sai lầm đó là cốt lõi của mọi câu chuyện về các cuộc khủng hoảng tài chính.

Sự bất cân xứng trong nền kinh tế thế giới

Không có nước nào dễ dàng thoát khỏi những hậu quả nghiêm trọng của cuộc sụp đổ hệ thống ngân hàng phương Tây năm 2008. Từ năm 2000 đến 2007, các nền kinh tế phát triển đều tăng trưởng với tốc độ trung bình 2,7 phần trăm một năm. Từ năm 2010 tới 2014, khi các nền kinh tế này lẽ ra phải hồi phục với tốc độ tăng trưởng nhanh hơn so với thời kỳ sản xuất sụt giảm cuối năm 2008 đầu năm 2009, GDP lại chỉ tăng với tỉ lệ trung bình 1,8 phần trăm mỗi năm^[35]. Ngay cả khi giá dầu đã giảm mạnh, câu hỏi lớn vẫn là làm thế nào nền kinh tế thế giới có thể thoát khỏi tình trạng trì trệ mà nó đã mắc phải sau những ngày đen tối mùa thu năm 2008, khi các ngân hàng trung ương phải vào cuộc để ngăn chặn sự sụp đổ hoàn toàn của hệ thống ngân hàng?

Sau khi cuộc khủng hoảng ngân hàng kết thúc vào tháng Năm 2009, niềm tin vào hệ thống ngân hàng Mỹ đã được phục hồi. Sản xuất bắt đầu phục hồi ở những nền kinh tế đang phát triển, và giờ nhìn lại chúng ta có thể thấy xu hướng sụt giảm sản xuất ở các nước phát triển đã kết thúc. Quá trình phục hồi - hoặc gần như thế - đã bắt đầu. Tuy thế sáu năm sau, giữa năm 2015, chúng ta vẫn miệt mài tìm kiếm sự phục hồi bền vững mặc dù đã cắt giảm lãi suất và các ngân hàng trung ương thì in tiền điện tử với quy mô chưa từng có. Sản lượng đã bắt đầu tăng nhưng chỉ được hỗ trợ bởi triển vọng lãi suất siêu thấp trong thời gian dài. Sự hồi phục ở Mỹ và Anh lúc nhanh lúc chậm, Nhật chật vật còn khu vực đồng euro đang phải dựa vào sự kích thích từ tỉ giá trao đổi thấp. Tăng trưởng ở Trung Quốc đã chậm lại trong nhiều năm và hệ thống tài chính của nước này cũng đang gặp vấn đề. Các ngân hàng trung ương đã làm đủ mọi biện pháp, thế nhưng kết quả vẫn thật đáng thất vọng. Phần lớn những đợt suy thoái kinh tế

manh đầu có những đợt phục hồi mạnh mẽ sau đó - suy thoái càng mạnh thì phục hồi càng nhanh. Nhưng lần này thì không. Vậy thì tại sao, sau khi đã tung ra những gói kích thích tiền tệ lớn nhất trong lịch sử và cuộc khủng hoảng ngân hàng thì đã kết thúc từ sáu năm trước, nền kinh tế thế giới vẫn phục hồi chậm chạp như vậy?

Một số nhà kinh tế học cho là chúng ta đang trải qua cái mà họ gọi là “sự trì trệ trường kỳ”, một thuật ngữ được nhà kinh tế học người Mỹ Alvin Hansen đưa ra trong cuốn sách viết năm 1938 mang tên *Full Recovery or Stagnation?* (tạm dịch: Hồi phục hoàn toàn hay trì trệ?)^[36]. Các nhà kinh tế học Mỹ đương đại như Ben Bernanke, Paul Krugman, Kenneth Rogoff và Larry Summers đã sử dụng một phương tiện tương đối hiện đại là blog để tranh luận về vấn đề này. Nhưng nghĩa của thuật ngữ “trì trệ trường kỳ” cũng chưa thật rõ ràng. Nó ám chỉ sự trì trệ lực cung hay lực cầu, hay là cả hai? Ngày nay, dường như chúng ta chỉ có thể tăng trưởng khi lãi suất ở mức thấp hơn nhiều so với bình thường - lúc này lãi suất dài hạn gần như bằng 0. Lãi suất thực “tự nhiên” là lãi suất thực tạo ra mức chi tiêu đủ để đảm bảo khả năng sử dụng tối đa lao động. Khi được hỏi tại sao lực cầu lại yếu như vậy, các nhà kinh tế thường có xu hướng trả lời rằng đó là do lãi suất thực tự nhiên là số âm - nói cách khác, người ta sẽ chỉ chi tiêu khi đối mặt với lãi suất thực âm. Khi được hỏi tại sao lại như thế, họ trả lời rằng đó là do lực cầu hiện tại không đủ để duy trì trạng thái sử dụng tối đa lao động. Cách giải thích của họ thật cù quay. Hành động diễn giải hiện tượng trì trệ trường kỳ bằng những từ ngữ khác rồi coi như mình đã giải thích xong chẳng thể tạo thành một lý thuyết hoàn chỉnh được. Sự trì trệ trường kỳ là một cách diễn tả quan trọng những vấn đề đang ảnh hưởng tới nền kinh tế thế giới, nhưng chúng ta cần một lý thuyết mới, hoặc một cách diễn

đạt mới để giải thích tại sao lực cầu khắp thế giới lại yếu đến thế và lãi suất thực lại thấp như vậy.

Những phân tích chính quy mà các nhà kinh tế học và ngân hàng trung ương đưa ra đều dựa trên mặc định rằng nền kinh tế phát triển theo một con đường ổn định, chỉ thỉnh thoảng mới chệch hướng vì những thay đổi đột ngột của cung hoặc cầu. Những cú sốc đó được gọi là “gió ngược” nếu tiêu cực và “gió xuôi” nếu tích cực. Sản lượng sẽ trở về mức công suất tối đa khi những cú sốc ngắn hạn qua đi. Vai trò của cả chính sách tiền tệ (lãi suất và nguồn cung tiền) và chính sách tài chính (chi tiêu công và thuế) là đẩy nhanh quá trình trở lại với con đường tăng trưởng ổn định. Khi áp dụng vào tình trạng hiện giờ, quan điểm chính quy là các nền kinh tế lớn, thí dụ như Mỹ và Anh, đang bị “gió ngược” cản trở, và những biện pháp kích thích tăng chi tiêu theo trường phái Keynes chính là câu trả lời hợp lý cho tới khi cơn gió ngược tự biến đi. Những tuyên bố của Cục dự trữ liên bang những năm gần đây là thí dụ điển hình về quan điểm này.

Trong giai đoạn Đại ổn định, quan điểm này có vẻ đủ để giải thích những thách thức mà các nhà hoạch định chính sách phải đối mặt. Nhưng khi người ta, ít nhất là một số người, nhận ra quy luật chi tiêu khi đó không bền vững, những nhược điểm của mô hình này mới lộ ra dù chúng đã bị các nhà hoạch định chính sách lờ đi. Điều quan trọng không chỉ là tổng chi tiêu mà còn là cách phân bổ chi tiêu giữa các loại nhu cầu. Những yếu tố làm giảm lực cầu không phải là những hiện tượng tạm thời rồi sẽ tự biến mất mà là kết quả tích tụ những bất cân xứng trong chi tiêu và tiết kiệm ở cả trong nước lẫn giữa các nước, và điều này cần phải được điều chỉnh trước khi chúng ta có thể lấy lại sự hồi phục mạnh mẽ và bền vững. Từ khởi điểm là sự mất cân bằng giữa các nước có tỉ lệ tiết kiệm cao và thấp,

sự bất cân xứng đó đã biến thành sự mất cân bằng nội tại nghiêm trọng giữa tỉ lệ tiết kiệm và chi tiêu trong mỗi nền kinh tế. Mức chi tiêu mong muốn là quá thấp để hấp thu hết tiềm năng sản xuất hàng hóa và dịch vụ trong nền kinh tế. Kết quả là sức tăng trưởng yếu và tỉ lệ thất nghiệp cao (ở khu vực đồng euro), giảm tỉ lệ tăng trưởng sản xuất (ở Mỹ và Anh) và thặng dư thương mại trong tương lai khi hoạt động ở mức tối đa công suất (ở Đức, Nhật và Trung Quốc). Các chính sách phải đổi mới với những thách thức lớn hơn nhiều nhiệm vụ phản ứng trước những cú sốc lực cầu tạm thời; chúng phải chuyển nền kinh tế tới trạng thái cân bằng mới.

Từ đầu thập niên 90, lãi suất thực dài hạn đã giảm mạnh. Điều này đã gây nên những ảnh hưởng to lớn lên tất cả các nền kinh tế của chúng ta, như đã miêu tả ở trên. Các nước như Mỹ, Anh và một vài nước châu Âu khác phải đối mặt với tình trạng thâm hụt thương mại mang tính hệ thống. Những thâm hụt này - lượng nhập khẩu vượt quá xuất khẩu - gây nên hiệu ứng tiêu cực cản trở lực cầu. Vậy nên để đảm bảo tổng lượng cầu - nhu cầu trong nước trừ đi thâm hụt thương mại - tương ứng với khả năng sản xuất của nền kinh tế, ngân hàng trung ương tại các nước thâm hụt thương mại giảm lãi suất để đẩy mạnh lực cầu trong nước. Điều này tạo nên sự mất cân bằng nội tại trong các nước có mức tiêu dùng quá cao so với thu nhập hiện tại và tương lai. Ở những nước có thặng dư thương mại, thí dụ như Trung Quốc và Đức, tiêu dùng lại quá thấp so với thu nhập trong tương lai. Sự mất cân bằng giữa các nước - các mức thặng dư và thâm hụt thương mại lớn - tiếp tục được duy trì.

Tất cả những điều này càng củng cố quyết tâm duy trì lãi suất siêu thấp của các ngân hàng trung ương. Những gói kích thích tiền tệ thông qua lãi suất thấp phát huy hiệu quả chủ yếu nhờ việc tạo động cơ chi tiêu trong

hiện tại thay vì trong tương lai. Nhưng nó chỉ tạo được hiệu ứng ngắn hạn. Sau một thời gian thì tương lai cũng trở thành hiện tại. Chúng ta lại phải lặp lại mọi thứ và kéo các khoản chi tiêu cho tương lai mới về hiện tại mới này. Càng ngày chúng ta càng đào những cái hố thật lớn trên nhu cầu tương lai. Kết quả là chúng ta tạo ra một con đường tăng trưởng yếu ớt tự củng cố cho nền kinh tế. Thứ mà ban đầu chỉ là sự tiết kiệm quá mức trên toàn cầu đã trở thành tình trạng mất cân bằng nghiêm trọng trong nền kinh tế thế giới. Điều này tạo nên một thách thức khổng lồ cho chính sách tiền tệ. Các ngân hàng trung ương giống như những vận động viên xe đạp leo lên con dốc ngày càng dựng đứng hơn. Họ phải bơm thêm ngày càng nhiều những gói kích thích tiền tệ để duy trì tốc độ tăng trưởng tổng tiêu dùng. Vấn đề này đã dấn tích tụ trước cuộc khủng hoảng, thể hiện rõ ràng ngay từ thập niên 90. Nó dẫn đến tăng trưởng lực cầu không cân bằng. Dù đúng hay sai, các ngân hàng trung ương khi đó cũng đã đứng trên quan điểm rằng tăng trưởng không cân đối vẫn tốt hơn không tăng trưởng.

Trước cuộc khủng hoảng, nhiều người cho rằng giai đoạn Đại ổn định sẽ kéo dài mãi mãi mà không hiểu rằng điều này là bất khả thi. Sự nhẹ dạ của họ chẳng có gì là khó hiểu. Dù gì thì GDP về tổng thể luôn phát triển theo một con đường ổn định, với tỉ lệ tăng trưởng gần bằng tỉ lệ tăng trưởng trung bình trong lịch sử, trong khi đó tỉ lệ lạm phát lại thấp và ổn định. Nhưng sự mất cân bằng trong quy luật chi tiêu và tiết kiệm khi đó không mang tính bền vững và nó đã dẫn đến sự tích tụ nợ lớn. Các quyết định đầu tư tài tệ được đưa ra và được cổ xúy bởi mức lãi suất thực thấp. Cuộc khủng hoảng cho thấy phần lớn những khoản đầu tư sai chỗ này - nhà ở tại Mỹ, Ireland và Tây Ban Nha; bất động sản thương mại ở Anh - không hề đem lại lợi nhuận, thậm chí gây ra thiệt hại cho cả người đi vay

lẫn người cho vay. Ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng là khiến cả con nợ và chủ nợ - các hộ gia đình, công ty và chính phủ - nhận ra rằng những chỉ tiêu trước đó của họ đều dựa trên những đánh giá phi thực tế về thu nhập trong tương lai lâu dài. Vậy là họ cắt giảm chi tiêu. Các ngân hàng trung ương lại phải tiếp tục giảm lãi suất để đẩy chi tiêu trong tương lai về hiện tại, tạo ra thêm tiền bằng cách mua lượng lớn tài sản từ khối kinh tế tư nhân - phương pháp này được biết đến với cái tên chính sách tiền tệ phi truyền thống hoặc nói lỏng định lượng (Quantitative easing - QE). Thực ra chẳng có gì là phi truyền thống trong phương pháp đó cả - như tôi sẽ giải thích rõ hơn ở **Chương 5**, QE từ lâu đã được coi là một công cụ chính sách tiền tệ tiêu chuẩn - nhưng quy mô áp dụng của nó thì đúng là chưa từng thấy. Tuy vậy, việc thuyết phục các hộ gia đình và doanh nghiệp chuyển chi tiêu trong tương lai về hiện tại ngày càng khó hơn. Tới một lúc nào đó, các chính sách tiền tệ sẽ không còn hiệu quả nữa. Thời điểm đó đã đến rồi.

Cơn “gió ngược” mà các nền kinh tế lớn đang phải đối mặt hiện nay không phải là kết quả của một cú sốc khiến tổng cầu tạm thời đi xuống, mà là điểm yếu ẩn sâu trước đó được tạo ra bởi việc kéo chi tiêu trong tương lai về hiện tại. Sự trì trệ phát sinh do người ta nhận ra rằng chi tiêu trong nước trước cuộc khủng hoảng là quá cao. Sự tập trung vào các kích thích ngắn hạn tạo nên “mâu thuẫn chính sách”^[37]. Các chính sách tiền tệ theo trường phái Keynes và những kích thích tài chính ngắn hạn trong giai đoạn 2008- 2009 nhằm thúc đẩy tiêu dùng và vay nợ là cần thiết để đối mặt với tình trạng giảm sút niềm tin hồi mùa thu năm 2008. Chính sách bơm một lượng tiền lớn vào nền kinh tế là vô cùng quan trọng để ngăn chặn vòng xoáy sụt giảm lực cầu và sản xuất. Nó đã phát huy hiệu quả. Cuộc Đại suy thoái đã không lặp lại. Nguồn cung tiền không sụp đổ như tình trạng ở Mỹ

hồi thập niên 30. Nhưng những biện pháp này là hoàn toàn ngược lại với những gì chúng ta cần làm - khuyến khích tiết kiệm và xuất khẩu - để giải quyết tình trạng bất cân xứng, vốn là vấn đề gốc rễ. Quá trình hồi phục yếu hơn hẳn dự tính, ngay cả khi chúng ta đã tung ra những gói kích thích tiền tệ cực lớn, phản ánh sai sót nào đó trong chính sách của chúng ta. Mục tiêu là phải giải quyết tình trạng bất cân xứng. Chính sách tiền tệ thông thoáng là cần thiết, nhưng chỉ như thế là không đủ để đem lại quá trình hồi phục bền vững. Lãi suất hiện nay là quá cao so với mức cần để tăng lực cầu ngắn hạn lên nhanh chóng, nhưng lại quá thấp để đem tới sự cân bằng hợp lý giữa chi tiêu và tiết kiệm trong tương lai lâu dài.

Song song với những chênh lệch giữa chi tiêu và tiết kiệm ở các nền kinh tế lớn là những chênh lệch bên ngoài giữa các nước với nhau. Cả những chênh lệch này cũng chưa được giải quyết. Tình trạng sụt giảm mạnh lực cầu và sản lượng khắp thế giới năm 2008-2009 chắc chắn đã làm giảm thặng dư và thâm hụt thương mại. Nhưng thặng dư và thâm hụt sẽ lại xuất hiện nếu các nước trở lại sản xuất ở mức tối đa. Khoảng cách giữa thặng dư thương mại của Trung Quốc và thâm hụt thương mại của Mỹ lại đang rộng ra. Dĩ nhiên gay go nhất là tình trạng của khu vực đồng euro. Thặng dư thương mại của Đức giờ đã gần tới mức 8 phần trăm GDP và của Hà Lan còn lớn hơn. Các khoản thặng dư và thâm hụt ở những nước ngoại biên (các nước phía nam của khu vực đồng euro có tỉ lệ thất nghiệp cao) là hậu quả của chính sách tiền tệ chung châu Âu.

Giải quyết những bất cân xứng bên trong và bên ngoài là cả một quá trình lâu dài - tôi gọi là cuộc Đại gỡ rối. Nó sẽ đòi hỏi nhiều thay đổi về chính sách. Việc không nhận ra được nhu cầu điều chỉnh mạnh mẽ ở phần lớn các nền kinh tế lớn và sự lệ thuộc vào chính sách tiền tệ như giải pháp

duy nhất tạo nên sai lầm trong cả lý luận lẫn thực tiễn, và đó là nguyên nhân dẫn tới mức tăng trưởng yếu ớt như hiện nay. Vấn đề cốt lõi lúc này là những sai lầm trong quá khứ - một số nước tiêu dùng quá nhiều trong khi các nước khác lại quá ít; những đầu tư bất hợp lý ở đa số các nước - khiến cho các hộ gia đình giảm mức chi tiêu mong muốn còn các doanh nghiệp vẫn chưa thể tự tin rằng việc tái cân bằng nền kinh tế là lý do chính đáng để đưa ra những khoản đầu tư lớn. Lãi suất thấp không thể làm giảm tình trạng bất cân xứng trong quy luật nhu cầu. Chúng ta đang chứng kiến tình trạng hồi phục chậm chạp không phải vì nền kinh tế đang đi ngược gió tạm thời, mà vì đó là hậu quả của những vấn đề sâu xa hơn.

Mặc dù không thể đoán trước tương lai, chúng ta có thể nghiên cứu quá khứ. Những sự kiện xảy ra gần đây, dù hãy còn rất sống động trong tâm trí của cả người trong cuộc lẫn người ngoài, cũng chỉ là một trong rất nhiều những cuộc khủng hoảng trong lịch sử chủ nghĩa tư bản. Những sự kiện trong các cuộc khủng hoảng trước đây tạo cơ hội tuyệt vời để thử nghiệm các ý tưởng mới và trong các chương sau tôi sẽ nhắc đến một số những sự kiện đó. Một tương lai không thể đoán định trước đồng nghĩa với việc sẽ luôn có những thăng trầm trong một nền kinh tế tư bản. Nhưng liệu các cuộc khủng hoảng toàn diện có phải là căn bệnh cố hữu hay không? Liệu chúng có phải là sản phẩm phụ của quá trình tăng trưởng kinh tế? Để trả lời những câu hỏi này thật không hề đơn giản. Nhưng chúng đúng là những câu hỏi xác đáng. Người bạn Trung Quốc của tôi hoàn toàn đúng khi nói rằng các nước phương Tây đã tìm ra cách tăng năng suất và mức sống bằng nền kinh tế thị trường bao gồm cạnh tranh và thương mại tự do, và ông ấy cũng đã đúng khi chỉ ra những sai lầm của chúng ta trong quản trị tiền tệ và ngân hàng. Chúng ta đã quá tôn thờ tiền bạc, đặt nó lên địa vị quá

cao đến nỗi không thể nhìn ra những điểm yếu của hệ thống. Chúng ta sẽ là những người vô trách nhiệm nếu vì tự mãn trong tri thức mà không chịu phân tích thấu đáo những bài học của cuộc khủng hoảng này và những đợt khủng hoảng trước đó, để qua đó phân biệt biểu hiện với nguyên nhân, để cải tổ những thiết chế của chúng ta nhằm giúp các thế hệ tương lai không phải khổ sở như biết bao người đang phải chịu đựng lúc này.

Quan điểm cốt lõi trong cuốn sách này là tiền tệ và ngân hàng là những thiết chế lịch sử đã phát triển trước chủ nghĩa tư bản hiện đại, và chúng có công rất lớn trong việc đem lại những phát kiến công nghệ trong lịch sử. Chúng cho phép nền kinh tế thị trường phát triển và tạo ra giấc mộng giả kim trong giới tài chính. Nhưng cuối cùng chính giấc mộng giả kim ấy đã khiến nó sụp đổ. Tiền tệ và ngân hàng không phải là thuật giả kim mà là gót chân Achilles của chủ nghĩa tư bản - một điểm yếu có thể gây nên những thảm họa hút cạn sức sống của nền kinh tế tư bản. Tuy thế, vì chúng chỉ là những thiết chế do con người tạo ra, đàn ông hay phụ nữ ai cũng có thể cải tổ được chúng. Để làm được việc đó, trước tiên chúng ta phải phân tích phương thức vận hành của tiền tệ và hệ thống ngân hàng ngày nay.



THIÊN THẦN VÀ ÁC QUỶ: CHÚNG TA TIN VÀO TIỀN

“Sự tham tiền bạc là cội rễ của mọi điều ác.”

1 Timothy, 6:10 (Kinh thánh Vua James)

“Thói xấu là cội rễ của mọi loại tiền bạc.”

Kiyotaki và Moore (2002)

OMỹ, tôi từng học ở trường đại học Harvard với tư cách một Học giả Kennedy^[1]. Sau này tôi là thành viên trong ban phỏng vấn lựa chọn những học giả khác. Một chàng trai trẻ khi đó đang học thần học ở Oxford bước vào phòng, biểu hiện rõ ràng là hơi lo lắng khi ngồi xuống chiếc ghế trước một hàng những nhân vật tên tuổi. Ông chủ tịch, một nhà triết học lỗi lạc, mở đầu với câu hỏi: “Bạn hãy cho tôi biết Đức Chúa có còn đóng vai trò lớn trong thần học hiện đại hay không?” Chàng trai trẻ ấy chớp mắt một cái và từ đó không thể lấy lại bình tĩnh được nữa. Câu chuyện này khiến tôi nghĩ rằng câu hỏi mà ta nên đặt ra cho các nhà kinh tế học là: “Liệu tiền tệ có còn đóng vai trò lớn trong kinh tế học hiện đại hay không?”

Tiền tệ thường bị hiểu nhầm bởi nó quá quen thuộc, dù vẫn chưa quen thuộc tới mức mà một số người trong chúng ta mong muốn. Vai trò của nó trong nền kinh tế tư bản rất phức tạp và các nhà kinh tế vẫn đang chật vật

để hiểu được nó. Ngay cả việc định nghĩa tiền bạc cũng không hề dễ dàng vì từ này đã từng được dùng để chỉ nhiều thứ khác nhau: tiền giấy và tiền xu trong ví chúng ta, giá trị tổng tài sản, đôi khi thậm chí là quyền lực của khối tài sản đó như trong câu “đồng tiền lên tiếng.” Dù mang ý nghĩa là gì, tiền bạc cũng đang có sức chi phối rất lớn với chúng ta. Thánh Paul đã thẳng thừng chỉ ra điều đó với câu trích dẫn bên trên trong *Thư gửi Timothy*.

Việc quản trị tiền tệ ở cả các nước giàu lẫn nghèo đều là quá kém. Các chính phủ và ngân hàng trung ương có thể liên tục nói về việc ổn định giá cả nhưng hiếm khi thực hiện được điều đó. Ở thập niên 70, giá cả ở Mỹ tăng gấp đôi trong mười năm còn ở Anh thì chỉ sau có năm năm. Tháng Mười một năm 1923, giá cả ở Đức tăng gấp đôi sau chưa đến bốn ngày và GDP giảm hơn 15 phần trăm trong năm đó^[2]. Sự kiện đó dẫn đến sự sụp đổ của nền Cộng hòa Weimar và góp phần vào sự trỗi dậy của chủ nghĩa quốc xã độc tài^[3]. Trong bộ phim *Cabaret* lấy bối cảnh ở Berlin thập niên 30, người dẫn chương trình ở Kit Kat Klub đã biểu diễn một bài hát tên là “Tiền bạc” có mấy câu sau:

Một mark, một yên, một đô, hay một bảng

Là đủ để khiến cả thế giới quay cuồng.

Thế nhưng những năm gần đây, khi các ngân hàng trung ương phát hành tiền với quy mô chưa từng thấy (mặc dù dưới dạng điện tử thay vì tiền giấy như trước) và quá trình hồi phục của nền kinh tế thế giới vẫn chưa rõ ràng, nếu bạn nghĩ tiền bạc không hề khiến trái đất quay cuồng thì cũng chẳng sao cả. Thế thì tiền để làm gì? Tại sao chúng ta cần nó? Liệu trong tương lai nó có biến mất không?

Với tư cách là Thống đốc Ngân hàng Anh Quốc, tôi thỉnh thoảng vẫn tới các trường để giảng về tiền bạc, đặc biệt là cho những học sinh nhỏ tuổi. Dù chúng rất bối rối khi tôi nói tôi được trả tiền để “tụ tập với bạn bè” (đó là câu trả lời duy nhất tôi có thể nghĩ ra cho câu hỏi “Thế nào là một buổi họp?”), tất cả đều rất quả quyết về giá trị của tiền bạc. Tôi chỉ cần giơ một tờ 5 bảng lên và hỏi học sinh nó là cái gì. “Tiền,” tất cả sẽ hô thật to. “Đây chỉ là một mảnh giấy thôi mà,” tôi sẽ trả lời như thế và giả bộ như sắp xé tờ tiền làm đôi. “Không, bác không được làm thế,” lũ trẻ kêu lên, còn tôi thì ra vẻ do dự và hỏi lại chúng sự khác nhau giữa một tờ giấy và tờ tiền trong tay tôi là gì. Lũ trẻ trả lời thật đông dạc: “Bác có thể dùng tờ tiền để mua đồ.” Và thế là chúng tôi bắt đầu thảo luận về tầm quan trọng của việc đảm bảo số lượng đồ mà tôi có thể mua bằng tờ tiền của mình không thay đổi quá nhiều từ năm này sang năm khác. Tất cả đều hiểu rằng tỉ lệ lạm phát thấp và ổn định là tốt, và dù tiền tệ có ở dạng nào thì chúng cũng phải thỏa mãn hai điều kiện. Thứ nhất, tiền phải được chấp nhận bởi người mà ta đến mua “đồ” (tiêu chuẩn hợp lệ). Thứ hai là ta phải đoán định được tương đối chính xác giá trị của nó trong giao dịch tương lai (tiêu chuẩn ổn định).

Phần lớn các thứ “đồ” ngày nay không được mua bằng tiền giấy hay tiền xu mà bằng séc thanh toán, thẻ ghi nợ hoặc thẻ tín dụng, chuyển tiền thông qua các tài khoản tiền gửi có lãi suất ở ngân hàng. Các nhà kinh tế học từ lâu đã tranh cãi làm sao để đo được lượng tiền trong nền kinh tế. Nhưng vì những gì được công nhận là tiền bạc cũng thay đổi theo thời gian tùy vào công nghệ và điều kiện kinh tế, việc tìm kiếm một định nghĩa chính xác cũng chẳng hữu ích mấy. Một số người ưa cách định nghĩa hẹp rằng tiền chỉ bao gồm tiền giấy và tiền gửi do ngân hàng trung ương hoặc chính

phủ phát hành. Có người thì thích cách định nghĩa rộng bao gồm cả các khoản tiền gửi ban hành bởi các ngân hàng tư nhân và được chấp nhận trong giao dịch. Người khác thì lại đưa thêm cả những khoản thấu chi mà người vay tiền có thể sử dụng bất cứ lúc nào^[4]. Trong hoàn cảnh thông thường, định nghĩa rộng miêu tả chính xác hơn lượng tiền có thể được sử dụng để tài trợ cho các giao dịch. Dù vậy, định nghĩa hẹp lại có phần hợp lý hơn trong bối cảnh khủng hoảng ngân hàng; chúng ta sẽ phân tích sau lý do tại sao.

Khi tiền tệ đáp ứng được hai tiêu chuẩn hợp lệ và ổn định, nó có thể được dùng làm thang đo tiêu dùng, sản xuất và của cải. Sau khi quân Norman xâm chiếm nước Anh vào năm 1066, họ đã lập hẳn một danh sách các tài sản - nhà cửa, gia súc và đất nông nghiệp - để đánh giá khả năng thu thuế vùng lãnh thổ mới này. Được biết tới với cái tên *Domesday Book* (Sách Diền thổ), danh sách này (giờ có thể tra cứu trên mạng) đo lường tài sản theo đơn vị bảng, shilling và xu, các đơn vị tiền Anglo-Saxon được sử dụng cho tới tận những năm niên thiếu của tôi, trước khi cuộc chuyển đổi tiền tệ Anh quốc sang hệ thống thập phân được tiến hành năm 1971^[5].

Quan điểm cho rằng tiền tệ chủ yếu là một phương tiện trao đổi - một phương thức để mua đồ - là quan điểm đánh giá lịch sử tiền tệ truyền thống. Sự chuyên môn hóa đã tạo nên nhu cầu trao đổi sản phẩm của người này với người khác. Sự phân công lao động trong học thuyết của Adam Smith không xuất phát từ nhà máy sản xuất đinh ghim. Hiện tượng này xưa như trái đất, khởi đầu từ hình thức chuyên môn hóa sơ khai giữa người thợ săn và người nông dân, và sau đó là sự phát triển của vô vàn các nghề thủ công cùng các kỹ năng khác từ những nền văn minh đầu tiên. Smith đã diễn tả rằng “trong một đất nước gồm toàn thợ săn, nếu ai đó có

tài làm cung tên giỏi hơn người láng giềng, đầu tiên anh ta sẽ tặng cung tên cho người khác để nhận lại những sản phẩm mà người kia sản được”^[6]. Một người dành cả ngày làm cung tên để đổi lấy thịt sẽ từ bỏ việc tự đi săn để có được phần thịt nhiều hơn. Nếu muốn chuyên môn hóa, người thợ săn đổi sang làm nghề sản xuất tên bắn phải đảm bảo đối tác của mình trao đổi song phẳng một phần thịt thú săn được.

Smith cho rằng “khi sự phân công lao động bắt đầu diễn ra, việc trao đổi này có lẽ đã rất khó khăn và kì quặc”^[7]. Smith đang bàn tới sự thiếu vắng của một yếu tố mà các nhà kinh tế học gọi là “sự trùng hợp về nhu cầu”: người thợ săn muốn có tên bắn và người sản xuất tên thì muốn có thịt. Nếu không có sự trùng hợp này, cơ chế lấy hàng đổi hàng sẽ không thể diễn ra. Nếu người sản xuất tên muốn có ngô, còn người nông dân trồng ngô lại muốn có thịt, lúc ấy chỉ khi cả một chuỗi trao đổi song phương diễn ra thì nhu cầu của họ mới được thỏa mãn. Vì các giao dịch có thời điểm khác nhau và có lẽ cả địa điểm khác nhau nữa, một số phương tiện trao đổi - tiền tệ - ra đời để cho phép mọi người trao đổi thứ mình muốn.

Theo quan điểm này, lịch sử tiền tệ là câu chuyện về một loài vật có tập tính xã hội biết trao đổi với nhau. Nó bắt đầu với việc sử dụng các mặt hàng làm tiền tệ - ngũ cốc và gia súc ở Ai Cập và Lưỡng Hà từ tận 9000 năm trước Công nguyên. Nhiều hàng hóa khác, từ vỏ ốc ở châu Á tới muối ở châu Phi, đã được dùng làm tiền tệ. Dĩ nhiên việc dự trữ các hàng hóa có giá trị rất tốn kém; muối dùng làm tiền không thể dùng để bảo quản thịt được. Tuy thế các loại hàng hóa vẫn tiếp tục được sử dụng làm tiền tệ mãi cho tới thời hiện đại. Adam Smith đã viết về các loại hàng hóa như “cá tuyết phơi khô ở Newfoundland; thuốc lá ở Virginia; đường ở một số

thuộc địa của Anh ở Tây Ấn” đã được sử dụng làm tiền tệ và thậm chí “một ngôi làng ở Scotland thường có cảnh... một người thợ dùng đinh thay vì tiền để mua bán ở hiệu bánh hay quán rượu.”^[8] Các mặt hàng có giá trị nội tại được sử dụng trong những cộng đồng thiếu sự tin tưởng vào người khác hoặc vào một quy chuẩn xã hội như tiền. Trong những ngày đầu khai phá thuộc địa New South Wales, dưới sự kiểm soát của Hải quân Anh, rượu rum đã được dùng làm tiền tệ, còn trong Chiến tranh thế giới thứ hai, thuốc lá được dùng làm tiền tệ trong các trại tù binh.

Sự tốn kém và bất tiện khi sử dụng các hàng hóa đó làm tiền tệ dẫn tới sự ra đời của phương pháp dùng các kim loại quý làm dạng tiền tệ chủ yếu. Kim loại ban đầu được dùng trong các giao dịch ở Lưỡng Hà và Ai Cập, trong khi đồng tiền kim loại bắt nguồn từ Trung Quốc và Trung Đông và đã được sử dụng từ khoảng thế kỷ thứ tư trước Công nguyên. Tới năm 250 trước Công nguyên, các đồng tiền đúc theo khuôn làm từ vàng, bạc và đồng đã rất phổ biến ở các nền văn minh quanh Địa Trung Hải.

Các chính phủ đóng vai trò quan trọng trong việc quy định kích cỡ và khối lượng đồng tiền. Được các nhà chức trách đúc ra và mang biểu tượng của nhà nước, những đồng xu chính là dạng tiền tệ tiện dụng nhất cho tới lúc đó. Các chính phủ đúc tiền nhằm giải quyết vấn đề làm giả và vấn đề cân đo khối lượng các kim loại quý trước khi sử dụng để mua bán - nhu cầu bảo vệ vật dụng được dùng làm tiền luôn là nhu cầu thiết yếu nhằm đảm bảo tính hợp lệ. Một người bạn thân của Adam Smith là nhà hóa học Joseph Black đã từng nói trong một bài giảng ở Đại học Edinburgh, nơi các sinh viên phải trả trước tiền học, rằng ông “buộc phải cân tiền xu khi có sinh viên lạ tới, vì rất nhiều người dùng những đồng guinea nhẹ hơn tiêu chuẩn nên ông sẽ mất không biết bao nhiêu bảng Anh mỗi năm nếu không

có phương pháp đề phòng kiểu sinh viên này”^[9]. Nạn làm tiền giả vẫn tiếp diễn tới ngày nay - thực tế là tiền xu bị làm giả nhiều hơn tiền giấy.

Việc sử dụng tiền xu tiêu chuẩn thực sự là một bước tiến lớn. Tuy thế công nghệ không bao giờ đứng yên. Nhà kinh tế người Anh David Ricardo đã viết vào năm 1816 rằng:

Việc sử dụng kim loại quý làm tiền tệ thực chất có thể được coi là một trong những bước tiến quan trọng nhất trong việc cải tổ thương mại và văn minh xã hội; nhưng với sự phát triển của tri thức và khoa học, tốt hơn là chúng ta nên xóa bỏ thứ đã từng được áp dụng một cách tiến bộ vào một thời đại kém văn minh hơn^[10].

Nhược điểm của việc sử dụng kim loại quý làm tiền tệ đã lộ rõ ít nhất từ thế kỷ XVI khi những chuyến viễn chinh của người châu Âu qua Đại Tây Dương đã dẫn tới việc khám phá ra các mỏ vàng và đặc biệt là mỏ bạc ở châu Mỹ. Việc nhập khẩu hai kim loại này về châu Âu khiến giá của chúng giảm xuống khoảng hai phần ba. Vậy nên khi tính trên đơn vị vàng và bạc, giá các loại hàng hóa khi đó đã tăng mạnh. Đây chính là cuộc Đại lạm phát đầu tiên ở châu Âu. Giá cả tăng lên gấp sáu lần trong suốt thế kỷ XVI. Sự kiện đó cho thấy rõ rằng dù tiền tệ có ở dạng nào, những thay đổi đột ngột về nguồn cung tiền cũng có thể ảnh hưởng tới sự ổn định giá trị của chúng.

Tiền giấy dĩ nhiên còn tiện lợi hơn cả tiền xu và trong một thời gian dài, nó đã thống trị hệ thống tiền tệ của chúng ta. Những đồng tiền giấy đầu tiên xuất hiện ở Trung Quốc vào thế kỷ VII sau Công nguyên. Tiền giấy thời nhà Minh được làm bằng vỏ cây dâu tằm - loại giấy này đến nay vẫn rất mịn^[11]. Hình phạt cho tội làm tiền giả là tử hình - điều này được ghi rõ trên tờ tiền^[12]. Nếu không dựa vào vàng hoặc một loại hàng hóa nào

khác, khi đó tiền giấy được gọi là “tiền định danh” thuần túy (fiat currency) - bản thân nó không có giá trị và quan trọng hơn, nó không thể được dùng để đổi lấy vàng hoặc hàng hóa có giá trị tại ngân hàng trung ương. Nó chỉ có giá trị khi người khác chấp nhận giá trị danh nghĩa của nó để đổi lấy hàng hóa và dịch vụ, đồng thời giá trị của nó phụ thuộc vào lòng tin của người dân. Thử nghiệm sử dụng tiền giấy đầu tiên ở phương Tây được tiến hành ở Mỹ - không phải đất nước mới nổi sau cách mạng mà là vùng thuộc địa trước cách mạng ở bờ Đông châu Mỹ. Trước khi nước Mỹ giành được độc lập, việc tạo ra tiền là đặc quyền của chính phủ Anh. Vì không được phép tự đúc tiền xu, những người dân ở thuộc địa đã phản nản một cách chính đáng về vấn đề thiếu tiền để hỗ trợ giao thương^[13]. Vàng và bạc ở thuộc địa (tiếc thay không có mỏ vàng hay bạc nào để tạo thêm nguồn cung mới) nhanh chóng chảy ra ngoài để chi trả cho tình trạng nhập siêu ở Anh - đi đầu xuất phát từ những hạn chế giao thương mà mẫu quốc áp đặt lên thuộc địa. Hậu quả là hệ thống hàng đổi hàng hoặc sử dụng hàng hóa như thuốc lá làm tiền tệ trở thành phương pháp trao đổi chủ yếu trong nền kinh tế thuộc địa. Các sinh viên ở Đại học Harvard trả phí sinh hoạt bằng “nông sản, gia súc hoặc thịt ngâm chua”^[14]. Nhu cầu tạo ra một hình thức tiền tệ mới là rất cấp thiết. Năm 1690, bang Massachusetts bắt đầu ban hành tiền giấy và các chính quyền thuộc địa khác học theo. Một phần tiền giấy được tạo ra với lời hứa sẽ được đổi lại bằng vàng hoặc bạc vào một thời điểm cụ thể trong tương lai, nhưng phần còn lại hoàn toàn là tiền định danh^[15]. Đó là một thử nghiệm tiền tệ ở quy mô khổng lồ. Danh nhân Benjamin Franklin đã viết vào năm 1767 rằng:

Ở những nơi tổng lượng tiền được duy trì ở mức vừa phải và không vượt quá lượng cần thiết cho việc giao thương ở thuộc địa, tiền ở đó

giữ được giá trị của nó khi so sánh với bạc mà không bị mất giá trong nhiều năm... Ở một số thuộc địa, lượng tiền quá lớn đã gây ra tình trạng mất giá tờ tiền, dù chúng vẫn hợp pháp... Sự thiếu công bằng này có thể tránh được bằng cách duy trì lượng tiền giấy trong giới hạn hợp lý^[16].

Việc phát hành tiền giấy ở thuộc địa về tổng thể không gây lạm phát^[17]. Nhìn chung, các thuộc địa đều ghi nhận cảnh báo của Franklin và chỉ in đủ lượng tiền giấy cần cho thương mại chứ không quá nhiều đến mức gây lạm phát cao.

Từ đầu tới giờ, tôi đã diễn giải quan điểm truyền thống về lịch sử tiền tệ. Nó giải thích cách thức và lý do loại tiền tệ hàng hóa ra đời, cũng như vai trò của việc sử dụng kim loại quý làm tiền xu tiêu chuẩn. Nhưng việc thay thế tiền tệ có giá trị tự thân bằng tiền giấy thì khó giải thích hơn. Dĩ nhiên dùng giấy đi mua hàng thì tiện lợi hơn, nhưng mâu thuẫn tiền tệ ở đây là người ta lựa chọn sở hữu một thứ tự thân nó chẳng có giá trị gì cả mà cũng không đem lại lãi suất. Dần dần người ta trữ ít tiền mặt hơn và tiền tệ ngày nay chủ yếu là tiền nằm trong ngân hàng chứ không phải tiền giấy hay tiền xu. Tại sao các khoản nợ của ngân hàng lại được dùng làm tiền? Để giải thích điều này chúng ta cần một cách nhìn khác về lịch sử tiền tệ, trong đó tập trung vào vai trò dự trữ giá trị của tiền.

Từ thời La Mã cổ đại, dù tiền xu rất phổ biến, tiền và tín dụng đã bắt đầu tồn tại dưới dạng hợp đồng cho vay. Người giàu đóng vai trò làm ngân hàng bằng cách cho vay tiền, trong đó người chủ nợ thường lợi dụng những thông tin riêng về khách hàng. Nghĩa vụ trả tiền của người đi vay được chủ nợ sử dụng để thanh toán bởi người nhận được thông tin riêng đó có thể tiếp tục dùng nó để thanh toán các khoản tiêu dùng của mình^[18]. Các

nghĩa vụ trả tiền khi đó đáp ứng tiêu chí hợp lệ. Ở châu Âu thời Trung cổ, tiền giấy ra đời từ giấy hện trả tiền - những tờ giấy được ban hành làm hóa đơn chứng nhận gửi vàng tại tiệm kim hoàn hoặc ở các nhà buôn khác. Tiền giấy được tạo ra khi đó được bảo đảm bằng lượng vàng nén ở hiệu kim hoàn. Người giữ giấy này biết rằng bất kì lúc nào họ cũng có thể dùng nó đổi lấy vàng. Khi người ta thấy phần lớn các giấy hện này không được dùng ngay lập tức để đổi ra vàng mà được lưu thông trong các giao dịch thương mại, các nhà buôn bắt đầu ban hành các giấy hện được bảo đảm bằng những tài sản khác không phải vàng, ví dụ như giá trị các khoản tiền mà nhà buôn cho khách vay. Miễn là người giữ giấy đó chấp nhận tiếp tục lưu hành tài liệu này, những tài sản bảo đảm cho giấy hện đó có thể không có tính thanh khoản, nghĩa là chúng không thể được chuyển thành tiền một cách nhanh chóng hay dễ dàng. Từ đó, hệ thống ngân hàng mà chúng ta đang thấy ngày nay ra đời - những tài sản không có tính thanh khoản được tài trợ bằng các khoản tiền gửi có tính thanh khoản cao hoặc giấy nợ ngân hàng.

Vấn đề trong việc các ngân hàng tư nhân tạo ra tiền là rất hiển nhiên. Tiền tệ dưới dạng giấy nợ của các ngân hàng tư nhân và các khoản tiền gửi là quyền sở hữu đối với các tài sản có tính thanh khoản thấp và giá trị không rõ ràng. Vậy nên cả tính hợp lệ lẫn độ ổn định của nó đều có thể bị đe dọa. Bản chất vấn đề đã thể hiện trong giai đoạn “tự do ngân hàng” ở Mỹ, khi các giấy nợ được các ngân hàng tư nhân ban hành chứ không phải chính phủ (Cục dự trữ liên bang mãi đến năm 1914 mới bắt đầu hoạt động). Thời kì “tự do ngân hàng” kéo dài từ năm 1836, khi hiến chương Ngân hàng quốc gia Mỹ thứ hai bị Tổng thống Andrew Jackson phủ quyết, tới năm 1863, khi cuộc Nội chiến Mỹ dẫn tới việc thông qua vài Đạo luật

Ngân hàng quốc gia đánh thuế các giấy nợ ngân hàng phát hành sau đó. Trong giai đoạn này, phần lớn các bang đều cho phép người dân tự do tham gia lĩnh vực ngân hàng. Với các ngân hàng, các khoản cho vay là tài sản còn giấy nợ và các khoản tiền khách gửi là nợ; với khách hàng của họ thì ngược lại. Hàng trăm ngân hàng tư nhân cho vay và tự tài trợ bằng cách nhận tiền gửi và in giấy nợ. Tài sản của các ngân hàng này là lượng vàng sở hữu và giá trị các khoản cho vay mà họ đã thực hiện, còn nợ là các giấy nợ và tiền gửi, trong đó giấy nợ ngân hàng chiếm phần lớn hơn^[19].

Trên nguyên tắc, giấy nợ được các ngân hàng tư nhân phát hành đều có thể được đổi ngay ra vàng tại trụ sở của ngân hàng theo mệnh giá được ghi trên giấy, và được bảo đảm bởi lượng vàng (hoặc bạc) ngân hàng sở hữu và giá trị các khoản cho vay của ngân hàng. Nhưng khi chuyển đổi ở xa trụ sở ngân hàng phát hành, chúng thường được trao đổi ở thị trường thứ cấp với mức giá trị thấp hơn mệnh giá^[20]. Báo Giấy nợ ngân hàng - những tờ báo đặc biệt công bố giá cả cập nhật của các loại giấy nợ ngân hàng khác nhau - ra đời để cung cấp thông tin về giá trị các loại giấy nợ ít phổ biến. Khoản chênh lệch với mệnh giá có thể biến đổi không chỉ tùy theo khoảng cách với trụ sở ngân hàng mà còn dao động giữa các ngân hàng, và dần dần chúng còn biến động tùy theo độ tin cậy lẫn nguy cơ bị rút tiền hàng loạt của ngân hàng lúc ấy.

Năm 1839, một doanh nhân bạo dạn ở Philadelphia là Van Court bắt đầu xuất bản *Tài liệu nhận biết tiền giả và danh sách giấy nợ ngân hàng*. Cuốn sách bao gồm những con số về tỉ lệ chênh lệch ở Philadelphia, lúc ấy là trung tâm tài chính lớn thứ hai chỉ sau New York, của các loại giấy nợ ngân hàng do hàng trăm ngân hàng khắp nước Mỹ ban hành. Với các ngân hàng ở bang Alabama, tỉ lệ chênh lệch trung bình ở Philadelphia dao

động từ 1,8 phần trăm năm 1853 tới 25% năm 1842, và mức chênh lệch tối đa của một ngân hàng là 50%. Một bang khác có nhiều ngân hàng hơn Alabama là bang Connecticut có một số ngân hàng chịu mức chênh lệch hơn 50 phần trăm mệnh giá, nhưng trung bình các ngân hàng ở bang này ít khi phải chịu mức chiết khấu lớn hơn 1 phần trăm. Ngược lại, các ngân hàng ở bang Illinois phải chịu mức chiết khấu trung bình vượt xa 50%^[21]. Trong thời kì “tự do ngân hàng”, nhiều ngân hàng đã phá sản và những cuộc khủng hoảng tài chính thường xuyên xảy ra.

Đặc điểm thú vị của tự do ngân hàng là nó làm lộ ra mâu thuẫn nội tại trong việc sử dụng các khoản nợ của ngân hàng làm tiền tệ - vốn đòi hỏi giấy nợ ngân hàng và các khoản tiền gửi phải được chuyển đổi theo đúng mệnh giá - cũng như bản chất mạo hiểm của tài sản ngân hàng. Nếu giấy nợ ngân hàng ở thế kỷ XIX được chuyển đổi theo đúng giá trị danh nghĩa, một nguy cơ rất lớn sẽ xuất hiện là đến một thời điểm nào đó các tài sản bảo đảm sẽ không còn đủ giá trị để bảo đảm cho giấy nợ đó nữa. Ngoài ra còn có khả năng chủ ngân hàng ban hành quá nhiều giấy nợ, đầu tư vào các tài sản mạo hiểm và nếu cần thiết thì đóng cửa ngân hàng và bỏ trốn. Vì lo lắng về những rủi ro đó, người tiêu dùng chỉ chấp nhận giấy nợ ngân hàng với giá trị sau khi đã chiết khấu. Nhưng vì tỉ lệ chiết khấu lên xuống theo thời gian, giá trị làm phương thức thanh toán của giấy nợ ngân hàng bị giảm đi.

Giấy nợ ngân hàng là một phương tiện lưu trữ giá trị không đảm bảo. Nếu giá trị của giấy nợ ngân hàng luôn luôn phản ánh đúng giá trị tài sản của ngân hàng, khi đó người giữ giấy nợ không thể bị lừa vì ngân hàng phát hành tiền giấy quá nhiều. Nhưng như thế thì họ thực chất đã trở thành cổ đông của ngân hàng và có quyền sở hữu tài sản của ngân hàng với giá trị

biến đổi theo thời gian. Vậy nên giá trị của giấy nợ ngân hàng trong việc làm tiền tệ, bao gồm tính hợp lệ và ổn định, đã giảm sút rất nhiều.

Mâu thuẫn nội tại của việc sử dụng nợ của ngân hàng tư nhân làm tiền tệ dẫn đến việc nhà nước phải ban hành các quy định cho ngành ngân hàng và sự ra đời của Hệ thống dự trữ liên bang với vai trò là ngân hàng trung ương của Mỹ sau thời kì “tự do ngân hàng”. Sau cuộc Đại suy thoái, sự ra đời của bảo hiểm tiền gửi và của Công ty Bảo hiểm tiền gửi liên bang (Federal Deposit Insurance Corporation - FDIC) năm 1933 đã gần như triệt tiêu rủi ro cho những người gửi tiền thông thường. Bằng cách chuyển rủi ro sang những người đóng thuế, bảo hiểm tiền gửi làm giảm khả năng người gửi tiền rút ra ồ ạt, nhưng nó cũng củng cố vai trò của các ngân hàng là tổ chức chủ yếu tạo ra tiền bạc dưới dạng tiền gửi ngân hàng, còn quyền ban hành giấy bạc hoàn toàn thuộc về chính phủ.

Góc nhìn mới này về lịch sử tiền tệ có lợi thế là giải thích được tại sao các khoản tiền gửi ngân hàng lại chiếm tỉ lệ lớn nhất trong nguồn cung tiền. Chúng có giá trị nội tại và đem lại một tỉ suất lợi nhuận dương, mặc dù rất nhỏ (dưới dạng lãi suất hoặc dưới dạng phí dịch vụ chuyển tiền đối với tài khoản vãng lai). Kết quả là chúng lấn át lượng tiền giấy và tiền xu đang lưu hành trong thị trường. Trong một thế kỷ qua, lượng tiền trong nền kinh tế Mỹ - hiểu theo nghĩa rộng - có tỉ lệ tương đối ổn định ở mức khoảng hai phần ba GDP, và phần tiền gửi ngân hàng chiếm cố định khoảng 90 phần trăm tổng lượng tiền. Vàng và bạc, vốn đóng góp tới 10 phần trăm lượng cung tiền và có vai trò quan trọng ngang với tiền giấy và tiền xu, giờ đây không còn được coi là tiền tệ nữa. Tỉ lệ tiền gửi ngân hàng trong tổng lượng tiền thậm chí còn cao hơn ở các nước lớn khác: 91 phần trăm ở khu vực đồng euro, 93 phần trăm ở Nhật và không dưới 97 phần

trăm ở Anh^[22]. Điểm nổi bật ở những con số này là việc sản sinh ra tiền đã trở thành việc của khối doanh nghiệp tư nhân. Lượng tiền trong nền kinh tế được định đoạt chủ yếu không phải bởi nhu cầu mua “hàng hóa” mà bởi nguồn cung tín dụng của các ngân hàng tư nhân tương ứng với nhu cầu của người đi vay. Trong trường hợp bình thường, các ngân hàng sẽ điều chỉnh nguồn cung tín dụng tùy theo những thay đổi trong nhu cầu của người đi vay. Bản thân những biến đổi này sẽ phản ánh những ảnh hưởng của lãi suất do ngân hàng trung ương đưa ra. Vậy nên việc các ngân hàng trở thành nguồn lực chủ yếu sản sinh ra tiền không ngăn việc ngân hàng nhà nước đóng vai trò định đoạt lượng tiền trong nền kinh tế. Những đợt bùng nổ tín dụng thường không phải là hậu quả của việc ngân hàng cho vay bừa bãi mà là do sự lạc quan của người đi vay, được tiếp tay bởi lãi suất thấp và sự cạnh tranh giữa các ngân hàng nhằm thỏa mãn nhu cầu của khách hàng^[23]. Tuy thế, trong giai đoạn khủng hoảng, những thay đổi trong nguồn cung tín dụng có thể phản ánh tình trạng ngân hàng không còn muốn cho vay hoặc thị trường không còn sẵn sàng tài trợ cho các ngân hàng nữa, khi lòng tin vào sự vững vàng của các ngân hàng giảm đi. Trong những trường hợp đó, các ngân hàng trung ương sẽ gặp nhiều khó khăn hơn trong việc đảo ngược tình hình bằng cách kích thích nhu cầu vay tiền, đúng như những gì đã xảy ra từ năm 2008 tới giờ.

Với vai trò là công cụ trao đổi được công nhận, tiền tệ không chỉ cần thiết mà bản thân nó là một thứ hàng hóa xã hội. Nhà sử học chuyên nghiên cứu về La Mã cổ đại là Edward Gibbon đã miêu tả: “Chúng ta tạo nên giá trị của tiền bạc bằng ý muốn thể hiện nhu cầu và tài sản của chúng ta, cũng giống như những chữ cái đã được phát minh để thể hiện ý tưởng của con người. Bằng việc trao thêm sự chủ động cho quyền lực và ham muốn trong

bản chất con người, chữ cái và tiền bạc đã góp phần nhân rộng những thứ mà chúng đại diện lên gấp nhiều lần.”^[24] Nhưng lượng tiền được tạo ra từ hệ thống ngân hàng tư nhân không phải lúc nào cũng tương ứng với lượng tiền mà xã hội cần. Khi lượng tiền vượt quá nhu cầu, chúng ta phải đối mặt với vấn nạn dư thừa tài chính và lạm phát, còn trong trường hợp lượng tiền không đáp ứng đủ nhu cầu thì nguy cơ khủng hoảng kinh tế tăng lên. Vậy tiền nên được tạo ra bởi khối tư nhân hay nhà nước? Câu trả lời tùy thuộc vào cách mà mỗi lựa chọn ảnh hưởng đến hai tiêu chí hợp lệ và ổn định.

Tiêu chí hợp lệ trong thời kì thuận lợi và khó khăn

Quan điểm truyền thống về lịch sử tiền tệ nhấn mạnh tầm quan trọng của tiêu chí hợp lệ trong các giao dịch “mua đồ” - việc mua hàng hóa và dịch vụ. Tuy thế, trong nền kinh tế hiện đại tiêu chí hợp lệ của tiền trong các giao dịch tài chính quan trọng hơn rất nhiều, bao gồm việc cho vay và trả nợ, hay việc mua bán các tài sản tài chính. Trong trường hợp tương lai cực kỳ bất định, một số dạng tiền tệ có thể không được chấp nhận làm phương thức thanh toán nữa. Ví dụ séc có thể bị từ chối nếu người ta nghi ngờ khả năng thanh toán nợ của ngân hàng phát hành^[25]. Tháng Mười năm 2008, Ngân hàng Anh Quốc nhận thấy nhu cầu sử dụng tờ 50 bảng tăng lên vì lòng tin vào các ngân hàng giảm đi - theo kèm là doanh số bán kết sắt tăng vọt!^[26] Hơn nữa, trong các giai đoạn tương lai cực kỳ bất định, lượng tiền mà mọi người giữ làm nguồn lưu trữ giá trị có tính thanh khoản cao có thể tăng mạnh. Để hoàn thành các chức năng của mình, tiền tệ cần phải được chấp nhận ở cả giai đoạn thuận lợi và khó khăn, hơn nữa phải có đủ số lượng cần thiết. Đó là lí do tại sao tiền tệ và tính thanh khoản có mối liên hệ chặt chẽ với nhau, trong đó tính thanh khoản thể hiện khả năng quy đổi

các tài sản phi tiền tệ thành tiền thật nhanh với chi phí thấp. Một số loại tài sản có tính thanh khoản cao hơn các loại khác; ví dụ cổ phiếu của các công ty lớn thì có tính thanh khoản cao, trong khi nhà đất thì không.

Trước cuộc khủng hoảng vừa qua, các chuyên gia tài chính tin rằng nếu phần lớn các giao dịch tài sản tài chính được tiến hành ở những thị trường “sâu rộng và có tính thanh khoản cao” thì sẽ luôn đảm bảo được tính thanh khoản. Ảo tưởng ấy đã bị những sự kiện năm 2007 và 2008 đập tan. Một vài thị trường “sâu rộng và có tính thanh khoản cao” phải đóng cửa và sau bao nhiêu năm vẫn chưa mở lại (như thị trường phái sinh dựa trên bất động sản, đi đầu này sẽ được viết rõ ở **Chương 4**). Các thị trường khác đột nhiên giảm hẳn tính thanh khoản, gây ra tình trạng chênh lệch lớn giữa giá bán và giá mua. Một ví dụ là thương phiếu do những công ty phi tài chính phát hành (về cơ bản là một giấy nợ hứa sẽ trả một khoản xác định vào một thời điểm sau đó vài tháng). Khi đó rõ ràng những tài sản duy nhất có tính thanh khoản là tiền mặt và tiền gửi ngân hàng. Khi tiền gửi ngân hàng sụt giảm vì các ngân hàng giảm cho vay, Ngân hàng Anh Quốc và Cục dự trữ liên bang đã vào cuộc để tăng lượng tiền gửi trong hệ thống ngân hàng. Họ thực hiện đi đầu này bằng cách tạo ra “quỹ khẩn cấp” để mua một lượng lớn tài sản văn bằng (chủ yếu là trái phiếu chính phủ) từ khối ngành phi ngân hàng tư nhân.

Khi ngân hàng trung ương mua hoặc bán tài sản, nó cộng thêm hoặc trừ đi một phần trong nguồn cung tiền. Một bên nào đó (thường là một tổ chức tài chính trong một buổi đấu giá) bán 1 triệu USD trái phiếu chính phủ cho Cục dự trữ liên bang sẽ nhận được một tấm séc do Cục chi trả. Khi tấm séc ấy được chuyển vào tài khoản ngân hàng của họ (khi ấy tăng lên 1 triệu USD), ngân hàng đó sẽ trình tấm séc cho Cục dự trữ liên bang để Cục ghi 1

triệu USD vào tài khoản dự trữ của ngân hàng này tại ngân hàng trung ương. Hiệu ứng tức thì là cả nguồn cung tiền và lượng dự trữ trong ngân hàng trung ương tăng lên 1 triệu USD. Điều ngược lại xảy ra khi ngân hàng trung ương muốn giảm lượng tiền cung cấp. Thay đổi lượng tiền trong nền kinh tế theo cách này với các giao dịch điện tử thì đơn giản và nhanh gọn hơn dùng tiền giấy. Nhưng nó vẫn tạo ra tiền y hệt như tiền giấy. Nó làm tăng lượng cung tiền bằng cách tăng tiền gửi ngân hàng.

Sự tăng vọt về nhu cầu thanh khoản trong giai đoạn 2007-2008 được xử lý bằng cách tăng thêm dự trữ trong ngân hàng trung ương. Điều này không xuất phát từ việc các hộ gia đình, công ty hay ngân hàng muốn có thêm tiền để mua “đồ”, mà vì tiền của ngân hàng trung ương là một nguồn dự trữ tính thanh khoản giúp bảo vệ hệ thống ngân hàng trước tương lai cực kỳ bất định. Điểm đặc trưng trong vai trò phòng ngừa khẩn cấp của tiền là nhu cầu cho loại tiền này rất dễ thay đổi đột ngột và bất ngờ, và vì thế nguồn cung tiền khẩn cấp phải đủ để phản ứng trước những thay đổi đó. Việc tạo ra nguồn tiền khẩn cấp làm tăng lượng tiền dự trữ của ngân hàng trung ương cùng các loại tiền giấy và tiền xu - tất cả được gọi chung là “tiền cơ sở” (monetary base).

Những thay đổi mạnh trong cán cân giữa cung và cầu thanh khoản có thể gây hại cho nền kinh tế. Ưu điểm lớn nhất của tiền nhân tạo là nguồn cung của nó có thể được tăng lên hay giảm xuống nhanh chóng cho phù hợp với nhu cầu. Khả năng đó là một điều tốt, không phải điểm xấu của tiền giấy hoặc tiền điện tử. Khi có sự thay đổi đột ngột trong nhu cầu thanh khoản, người ta phải khẩn cấp tăng nguồn cung tài sản tạo nên tính thanh khoản để ngăn chặn sự tăng giá có hại của tài sản ấy và sự giảm giá tương ứng các hàng hóa và dịch vụ trong nền kinh tế. Vì nguồn cung vàng hạn

chế, các nước sử dụng vàng làm bản vị tiền tệ những năm cuối thập niên 20 và đầu thập niên 30 phải chịu tình trạng giá hàng hóa giảm (giảm phát) [27]. Sự sụt giảm đột ngột mặt bằng giá cả thường đi đôi với sự giảm chi tiêu trong hiện tại vì các hộ gia đình và các công ty sẽ chờ đợi mua sắm với giá rẻ hơn trong tương lai. Khả năng tăng lượng cung tiền trong giai đoạn khủng hoảng là rất quan trọng để ngăn chặn suy thoái. Một cuộc khủng hoảng thực tế có thể được định nghĩa là một hợp những tình huống trong đó nhu cầu thanh khoản đột ngột tăng vọt.

Thực tế kinh nghiệm với nguồn tiền khẩn cấp cho thấy khối kinh tế tư nhân không phải lúc nào cũng có thể đáp ứng nhu cầu tiền tệ hợp lệ. Trong giai đoạn khó khăn, các chính phủ có thể cần phải ban hành thêm những tài sản được chấp nhận làm công cụ chi trả và có khả năng dự trữ giá trị. Việc dấn trách nhiệm tạo ra tiền lên một mình khối kinh tế tư nhân là hành động phó mặc cho may rủi. Trong thời đại tiền giấy, chúng ta cần tin tưởng vào ngân hàng trung ương hoặc chính phủ trong việc điều hành quá trình tạo ra tiền.

Sự ổn định giá trị tiền tệ

Tiêu chuẩn thứ hai để tiền tệ có thể thực hiện chức năng của mình trong nền kinh tế tư bản là giá trị của nó - khả năng mua hàng hóa và dịch vụ - phải có sự ổn định. Định nghĩa sự ổn định giá cả trong một thế giới liên tục cho ra đời những hàng hóa và dịch vụ trước đây chưa từng có là một việc làm tai hại. Những nhà thống kê luôn thêm những mục mới vào giỏ hàng hóa dịch vụ mà họ dùng để tính giá cả trung bình và đo mức lạm phát. Họ cũng loại bỏ những hàng hóa và dịch vụ không còn chiếm tỉ trọng chi tiêu cao. Năm 2014, Văn phòng số liệu quốc gia ở Anh đã bỏ máy thu DVD và

phí làm vườn khỏi Chỉ số giá tiêu dùng và thay bằng phim xem trực tuyến và giỏ đựng hoa quả ăn vặt. Gạt vấn đề thống kê sang một bên, câu hỏi lớn ở đây là liệu chúng ta có thể tin tưởng các chính phủ trong việc duy trì giá trị tiền bạc hay không?

Từ hồi nội chiến Mỹ, đồng xu đô-la đã có dòng chữ “In God We Trust” (dịch: “Chúng ta tin vào Chúa”), và khẩu hiệu này cũng xuất hiện trên tờ tiền đô-la kể từ năm 1957^[28]. Niềm tin là điều kiện cơ bản trong tiêu chí hợp lệ của tiền, kèm theo đó là giá trị của chúng. Nhưng lòng tin ở đây không đặt vào Chúa mà là vào người phát hành tiền, thường là các chính phủ. Chính lòng tin đó mới quyết định giá trị tiền bạc. Niềm tin ấy đã bị thử thách quyết liệt qua nhiều thế kỷ. Thông qua những cách như xén tiền xu (xén bớt một chút kim loại quý ở rìa đồng tiền xu), phá giá đồng tiền hoặc hạn chế khả năng quy đổi tiền giấy thành vàng, chính phủ các nước ở cả phương Đông lẫn phương Tây đã làm đủ cách để không phải thực hiện lời hứa. Đó là một thứ truyền thống. Sir William Hunter ở Sở Công vụ Ấn Độ thuộc Anh đã viết trong một nghiên cứu ở vùng Bengal, Ấn Độ năm 1868 rằng:

Đồng tiền ở đây, vật phế thải qua hai mươi triều đại cùng những người trị vì cấp thấp khác nhau, đã bị xén, khoan, mài, nạo, hàn, làm giả và thay đổi so với giá trị ban đầu của nó bằng đủ những chiêu trò phá giá của dân Hindu trong bốn trăm năm. Đồng tiền nhỏ nhất trước khi trao đổi cũng phải trải qua một quy trình tính toán phức tạp nhằm tìm ra phần giá trị trừ đi từ mệnh giá nguyên thủy của nó. Khỏi phải nói, quá trình tính toán này lúc nào cũng có lợi cho bên mạnh hơn.

Phần lớn lịch sử tài chính 15 năm qua là câu chuyện về những cố gắng bất thành trong việc duy trì giá trị tiền tệ. Việc các chính phủ sẵn sàng giảm

giá trị tiền tệ đã được minh họa quá nhiều lần - gần như tất cả các loại tiền giấy đã có lúc mất giá trầm trọng do sự yếu kém hoặc ý đồ của các chính phủ - bao gồm Trung Quốc thời trung đại, Pháp trong thời kì cách mạng, Mỹ với đồng tiền Lục địa trong cuộc chiến tranh giành độc lập, Mỹ với tờ đô-la xanh lá thời nội chiến, Đức ở thập niên 20 dưới thời Cộng hòa Weimar, Đông Âu sau sự sụp đổ của Liên Xô, và mới đây nhất là Zimbabwe năm 2008 và Triều Tiên năm 2009^[29]. Có phần kém trầm trọng hơn, nhiều nước phát triển kể cả Mỹ và Anh đã phải trải qua cuộc Đại lạm phát trong thập niên 70.

Trong một nền dân chủ, người dân không thể bị buộc phải sử dụng tiền giấy, mặc dù sau Cách mạng Pháp phái Jacobin đã từng thử làm việc ấy. Họ kết án tử hình những người dùng hàng hóa làm tiền tệ. Đây là một hành động liều lĩnh và không lâu dài bắt nguồn từ chính sách phá giá tiền tệ của chính phủ Jacobin - tờ *assignat* và *mandat* - để bù đắp thiếu hụt nguồn thu thuế và trang trải cuộc chiến với nước Phổ. Vài năm sau đó, năm 1815, khi Napoleon trở về Paris sau thất bại ở Waterloo để huy động quân đội, một chủ quán trọ ở Rocroi đã từ chối nhận giấy nợ trị giá 300 franc cho bữa tối của đoàn hộ tống Hoàng đế, thay vào đó ông ta đòi phải nhận được vàng - “một dấu hiệu rõ ràng cho thấy vị thế của Napoleon đã lung lay đến thế nào.”^[30]

Khi một chính phủ gặp khủng hoảng, người ta thường có xu hướng tránh dùng tiền giấy mà chính phủ đó phát hành, gây nên tình trạng tụt giảm giá trị đồng tiền và “siêu lạm phát” - thường được định nghĩa là giai đoạn trong đó tỉ lệ lạm phát hàng tháng vượt quá 50 phần trăm. Điều này nghe có vẻ cũng chưa tởm lắm, nhưng nó tương đương với tỉ lệ lạm phát hàng năm vượt hơn 1.000 phần trăm. Có lẽ định nghĩa đơn giản nhất về

siêu lạm phát là người ta không còn có thể theo dõi được tỉ lệ lạm phát nữa. Trong những giai đoạn siêu lạm phát tồi tệ nhất, tỉ lệ lạm phát hàng tháng cao nhất là vài triệu phần trăm. Khi đó người ta thường dùng khoảng thời gian trong đó giá cả tăng lên gấp đôi để đo mức lạm phát (thường tính bằng giờ). Ở đỉnh điểm nạn siêu lạm phát ở Đức, tháng Mười một năm 1923, cứ mỗi ba ngày rưỡi thì giá cả tăng gấp đôi. Thế nên chẳng có gì khó hiểu khi người ta phải trả tiền ăn trưa trước khi ăn. Các cơ sở in tiền giấy bị phá sản vì máy móc bị hao mòn nhanh hơn dự kiến trong khi họ không có đủ tiền dự trữ để mua máy mới. Cả nền kinh tế sụp đổ^[31]. Vào thời điểm kết thúc Chiến tranh thế giới thứ nhất, tháng Mười một năm 1918, đồng mark bằng vàng (cơ sở để in tiền giấy) có giá 2,02 đồng mark giấy. Tới tháng Mười một năm 1923, một đồng mark vàng có giá một nghìn tỉ mark giấy^[32].

Trải nghiệm đó đã định hình suy nghĩ của người Đức về lạm phát, và những kí ức ấy vẫn còn tới ngày nay. Nhưng đó vẫn chưa phải trường hợp siêu lạm phát tồi tệ nhất từng được ghi nhận. Trường hợp tệ nhất là ở Hungary tháng Bảy năm 1946 khi giá cả, tính trên đồng pengó, tăng gấp đôi sau mỗi mười lăm giờ. Vẫn còn đó những tấm ảnh chụp trẻ con ở Đức chơi với từng viên gạch làm từ những tờ mark vô giá trị và những người lao công ở Hungary thời hậu chiến quét đi hàng xấp tiền pengó vì nó còn chẳng đáng để người ta nhặt trên vỉa hè.

Người ta có xu hướng coi siêu lạm phát là chuyện chỉ có trong sách lịch sử. Sự thật thì khác xa. Cuộc siêu lạm phát tồi tệ thứ hai trong lịch sử diễn ra ở Zimbabwe ở thập niên đầu tiên của thế kỷ này. Ít có nền kinh tế nào sụp đổ một cách đáng kinh ngạc như ở Zimbabwe. Khi tỉ lệ lạm phát lên đến mức dị thường, người dân thôi không dùng tiền trong nước nữa mà

chuyển sang ngoại tệ. Khi một vài người bắt đầu làm việc này, những người khác học theo - một ví dụ của việc đồng tiền mạnh thay thế cho đồng tiền yếu. Việc kinh doanh số phút gọi điện thoại trả trước cũng ăn nên làm ra vì nó đã trở thành một cách để thay thế tiền tệ giống như ở một số nước châu Phi khác. Lạm phát lên đến đỉnh điểm vào tháng Mười một năm 2008, khi đó giá cả tăng gấp đôi mỗi ngày. Việc sử dụng các loại tiền giấy khác, đặc biệt là đô-la Mỹ trở thành chính sách của chính phủ vào đầu năm 2009. Kết quả là lạm phát giảm xuống rất nhanh xuống còn một con số và nền kinh tế tăng trưởng trở lại.

Tất cả những trường hợp siêu lạm phát này đều xuất phát việc in tiền quá mức nhằm bù đắp thâm hụt vượt tầm kiểm soát của chính phủ. Nhưng ngay cả ở những nước ổn định hơn như Anh và Mỹ, lạm phát cũng đã làm xói mòn giá trị tiền tệ trong một thế kỷ vừa qua^[33]. Cả hai nước đều giữ được sự ổn định giá cả trong thế kỷ XIX, nhưng sau đó phải trải qua lạm phát cao vào thế kỷ XX khi giá cả tăng lên nhanh chóng, đặc biệt là sau cuộc Chiến tranh thế giới thứ nhất và giai đoạn hậu chiến. Tình hình hai nước gần như giống nhau cho tới thập niên 70 khi lạm phát tăng nhanh ở Anh khiến giá cả giữa hai nước bắt đầu chênh lệch. Nhưng trong vòng 25 năm trở lại đây, tỉ lệ lạm phát hàng năm đã trở lại trong tầm kiểm soát và ở mức trung bình gần 2 phần trăm một năm - mục tiêu lạm phát ở Mỹ, Anh, khu vực đồng euro và Nhật Bản. Tương tự, các nước khác cũng đã từng trải qua lạm phát cao; ít có nước nào sánh được với Thụy Sĩ nơi tỉ lệ lạm phát đã được duy trì ở mức 2,2 phần trăm một năm kể từ năm 1880.

Tại sao tiền tệ lại khó quản lý đến như vậy? Một phần câu trả lời chính là do các cơ quan chính trị thường mắc vào cám dỗ in tiền để tăng nguồn thu hoặc để vận động sự ủng hộ của quần chúng qua việc tạo ra một cú hích

ngắn hạn cho nền kinh tế trước khi lạm phát tăng lên rõ ràng. Nhưng chúng ta cũng đã hiểu hơn về cách quản lý tiền tệ. Việc tạo ra những ngân hàng trung ương độc lập với mục đích rõ ràng là duy trì giá trị đồng tiền thông qua một giỏ hàng hóa dịch vụ điển hình (chính sách mục tiêu lạm phát) đã thành công trong việc ổn định tỉ lệ lạm phát thập niên 90 và đầu những năm 2000 trong thời Đại ổn định. Việc quản lý được mức lạm phát ở các nước phát triển trong hai mươi năm qua là một chiến tích lớn trong việc quản trị tiền tệ, dù cuộc khủng hoảng tài chính đã xảy ra. Đó là kết quả của việc thay đổi bộ máy thành công (xem **Chương 5**).

Tuy thế, việc thiết kế một hệ thống quản trị tiền tệ đủ khả năng ổn định giá cả - cung cấp lượng tiền phù hợp trong giai đoạn phát triển - và đương đầu với khủng hoảng - cung cấp tiền khẩn cấp đủ số lượng và chất lượng trong giai đoạn khó khăn - là không hề dễ dàng. Cả khối tư nhân lẫn nhà nước đều đã từng phạm sai lầm trong việc đem lại sự cân bằng. Đó chính là lí do tại sao sau nhiều năm cho tới tận bây giờ, người ta vẫn đang tiếp tục tìm lời giải cho bài toán ổn định tiền tệ.

Vàng hay tiền giấy?

Với một số người câu trả lời sẽ là vàng. Ở Mỹ, nhiều người ủng hộ việc tu sửa hiến pháp nhằm chấm dứt hoạt động của Hội đồng dự trữ liên bang, thay vào đó nguồn cung tiền sẽ được quyết định bởi mỗi liên hệ trực tiếp với vàng^[34]. Ít có cuộc tranh cãi nào trong lịch sử kinh tế học lại thu hút nhiều tâm huyết bằng chủ đề so sánh những điểm mạnh của tiền vàng so với tiền giấy trong việc làm cơ sở cho hệ thống tiền tệ. Hai trăm năm trước, William Cobbett đã phê phán không tiếc lời những nhược điểm của tiền giấy và những chính sách của chính phủ Anh tiền nhiệm đã làm đứt

gây mối liên hệ giữa ngân cùn tiền với vàng trong thời Chiến tranh Napoleon. Ông là chủ biên của tờ *The Political Register*, một tờ báo có quan điểm cực đoan, lấy khẩu hiệu “Hãy kẹp tôi vào vĩ nưóng nếu tôi nói sai!” Rõ ràng ông không phải là một nhà kinh tế. Năm 1828, ông xuất bản cuốn sách mình viết trong thời gian bị cầ̀m tù vì tội phỉ báng nhà nước. Nó có tiêu đề *TIỀN GIẤY HAY VÀNG; hay Lịch sử và bí ẩn của Ngân hàng Anh Quốc về các món nợ, cổ phiếu, quỹ chìm và tất cả các chiêu trò thủ đoạn dựa trên tiền giấy*.

Cuốn sách có nội dung đúng như tiêu đề của nó. Tác giả cuốn sách đã chỉ ra rằng:

Giờ chính là lúc tất cả mọi người dân vương quốc này cần phải làm quen, nếu được, với tất cả những vấn đề của hệ thống tiền giấy. Chính hệ thống này đã đem lại đau khổ cho chúng ta; và hiển nhiên nếu không còn hệ thống ấy, tất cả những nỗi thống khổ kia sẽ không thể trầm trọng tới mức như bây giờ. Ở tất cả các nước nơi tiền giấy chỉ là một mảnh giấy không thể quy đổi thành vàng hay bạc tại bất kì thời điểm nào, hậu quả luôn là nỗi thống khổ cho toàn xã hội.

Vàng đã từng giữ vai trò làm tiền tệ trong nhiều thế kỷ và trên khắp thế giới. Người Ai Cập cổ đại sử dụng vàng thỏi làm công cụ trao đổi từ tận 4000 năm trước Công nguyên. Ngay cả khi đã phát minh ra tiền giấy, việc người ta có chấp nhận nó hay không còn tùy vào khả năng quy đổi ra vàng. Những đồng tiền chính trên thế giới trong quá khứ đều có thể dễ dàng được quy đổi thành vàng với tỉ giá cố định - người ta gọi đó là “chế độ bản vị vàng”. Một đất nước dùng chế độ bản vị vàng hứa hẹn quy đổi tiền giấy và tiền xu sang vàng với tỉ giá không đổi. Khi một nước tham gia sử dụng chế độ bản vị vàng, tỉ giá trao đổi ngoại tệ với các nước thành viên khác

cũng trở nên cố định. Nếu tỉ giá trao đổi của một nước, ví dụ như Mỹ, với đồng franc Pháp tụt xuống, khi đó các doanh nghiệp Mỹ nhập khẩu hàng hóa từ Pháp thanh toán bằng vàng sẽ rẻ hơn so với đồng đô-la mất giá. Vàng sẽ chảy sang Pháp. Nước Mỹ sẽ có ít vàng hơn để bảo đảm cho nguồn cung tiền giấy. Điều này sẽ làm giảm nguồn cung đô-la và tăng giá trị của đồng tiền này lên tới khi nó trở lại mức giá chính thức tính trên đơn vị vàng. Mặc dù chi phí vận chuyển vàng sẽ dẫn đến những biến động nhỏ trong tỉ giá trao đổi trước khi việc vận chuyển vàng thật sự xảy ra, bản chất tự động của luồng di chuyển này luôn giữ tỉ giá trao đổi ổn định.

Trong phần lớn thế kỷ XIX, đến tận những năm 1930, giá vàng đã được cố định ở mức 20,65 USD một ounce^[35]. Cuộc Đại suy thoái khiến giá vàng tăng lên mức 35 USD một ounce, và mức giá này được giữ nguyên đến năm 1971 khi nước Mỹ bỏ chính sách cố định giá đô-la bằng vàng. Áp lực lạm phát, một phần xuất phát từ Chiến tranh Việt Nam, khiến đồng đô-la chịu sức ép mất giá. Thay vì đối mặt với những hậu quả suy thoái do nhu cầu giảm lương và giá cả để cố định tỉ giá đô-la với vàng và các ngoại tệ lớn trên thế giới, Tổng thống Nixon quyết định cắt đứt sợi xích giữa đô-la và vàng. Giá vàng (tính trên ounce) sau đó tăng liên tục tới mức 160 USD ở giai đoạn lạm phát thập niên 70, tăng thêm nữa vào thập niên 80 và mãi đến thập niên 90 mới giảm khi nạn lạm phát được kiểm soát. Nhưng khoảng năm 2000, nó lại tăng lên, tới đỉnh điểm gần 1.800 USD năm 2011 trước khi giảm xuống dưới 1.100 USD cuối năm 2015^[36]. Giá vàng không chỉ biến động liên tục mà còn rất nhạy cảm với những thay đổi lòng tin vào khả năng quản lý hệ thống tiền tệ của chính phủ.

Mâu thuẫn giữa tiền giấy và vàng trong vai trò làm nền tảng của hệ thống tiền tệ được phơi bày trước mắt tôi hằng ngày trong thời gian làm

việc tại Ngân hàng Anh Quốc. Văn phòng của Thống đốc thông ra một khu vườn nhỏ trong đó có tr ờng nhi ều cây dâu tằm. Có hai lí do để người ta lựa chọn loại cây đó. Thứ nhất là để gợi nhớ lại việc người ta từng dùng vỏ cây đó để làm những tờ tiền đầu tiên ở Trung Quốc. Thứ hai, cây dâu tằm có rễ nông (không đâm sâu). Lớp đất trong vườn phải mỏng vì chỉ vài mét bên dưới là nóc của kho chứa khổng lồ trong đó dự trữ rất nhi ều vàng của Ngân hàng Anh Quốc. Tiền giấy và vàng được liên kết với nhau bằng những cây dâu tằm trong khu vườn bé nhỏ này. Khu vườn - và Ngân hàng - cân bằng cả hai bên.

Sự hấp dẫn của vàng với vai trò là phương tiện trao đổi trong bất kì hoàn cảnh nào bắt ngu ền từ ngu ền cung cố định của nó. Trừ trường hợp khai thác thêm vàng, ngu ền cung vàng không phụ thuộc vào quyết định của con người, đ ồng thời khối lượng và giá trị của nó có thể được đo đếm dễ dàng. Việc khai thác thêm mỗi năm chỉ cộng một phần nhỏ vào tổng lượng vàng. Ngày nay, người ta đã dùng nhi ều công nghệ tiên tiến trong việc khai thác vàng để đào những cái hố lộ thiên khổng lồ. Hố lớn nhất thế giới có lẽ là mỏ vàng Super Pit ở Kalgoorlie, bang Tây Úc. Sau khoảng mười lăm năm, những người đào vàng ở Kalgoorlie đã tạo ra một cái hố dài 4,5 km, rộng 1,2 km và sâu 500 mét. Người ta đã lấy ra 27 triệu mét khối đất từ mỏ vàng này và sau khi xử lí bằng acid, họ thu được 10 mét khối vàng^[37]. Vài mét khối ấy tuy thế cũng có trị giá 8 tỉ USD tính theo thời giá đầu năm 2015. Khoản đầu tư đã đem lại lợi nhuận. Tuy thế, hai trăm tấn vàng đào lên từ cái hố phi thường này là con số rất nhỏ so với 5,5 nghìn tấn vàng (phần lớn thuộc sở hữu của các chính phủ nước ngoài chứ không phải của chính phủ Anh) trị giá 235 tỉ USD nằm trong kho chứa bên dưới văn phòng

của tôi tại Ngân hàng Anh Quốc, hay 6.700 tấn vàng trị giá gần 300 tỉ USD trong kho của Cục dự trữ liên bang ở trung tâm Manhattan, New York^[38].

Trong nhiều thế kỷ, vàng là công cụ thanh toán được chấp nhận rộng rãi nhất. Nó không phụ thuộc vào chính phủ và trở trêu thay, các chính phủ lại muốn dự trữ vàng vì họ không tin tưởng các nước khác trong việc duy trì giá trị thực của các khoản nợ bằng tiền giấy. Tuy có sức hấp dẫn lớn, vàng có hai nhược điểm chính khi sử dụng làm tiền. Thứ nhất, nó cực kì nặng và phiền phức khi sử dụng. Ngay cả khi đồng tiền vàng được những người lữ hành sử dụng rộng rãi (giống như chúng ta vẫn dùng séc du lịch hay thẻ tín dụng ngày nay), các đồng xu có mệnh giá nhỏ vẫn thường được làm bằng các kim loại như đồng thiếc hoặc đồng đỏ.

Nhược điểm thứ hai sâu xa hơn. Điểm hấp dẫn của vàng - như việc chính phủ không thể dễ dàng tăng nguồn cung - thực chất lại là một nhược điểm nghiêm trọng. Trong thời kì khủng hoảng kinh tế, tiền giấy có thể được tạo ra nhanh chóng và dễ dàng khi nhu cầu thanh khoản tăng cao; trong khi nguồn cung vàng thì không. Gần như lần nào cũng giống lần nào, chế độ bản vị vàng sẽ bị ngưng sử dụng trong thời kì khủng hoảng kinh tế. Ví dụ nổi bật nhất là ở Anh năm 1797 trong chiến tranh với lực lượng Cách mạng Pháp, sự kiện có thể coi là cuộc khủng hoảng tài chính đầu tiên trong nền kinh tế hiện đại. Chiến dịch xâm lăng của 1.200 lính Pháp bị đánh bại, nhưng nó khiến cả xã hội lo lắng về giá trị của tiền giấy; thế là người ta đổ xô đi đổi vàng. Khi dự trữ vàng trong Ngân hàng Anh Quốc sụt giảm quá nhanh, William Pitt Trẻ đã ban bố lệnh của Hội đồng cơ mật Hoàng gia Anh tới Ngân hàng buộc họ tạm ngưng việc quy đổi tiền giấy thành vàng. Việc in tiền giấy được đẩy mạnh, với kết quả là lạm phát và một loạt tranh biếm họa tuyệt vời của James Gillray được tung ra. Có hình

vẽ Ngân hàng là một bà già đang bị Thủ tướng sàm sỡ và trộm vàng^[39]. Đó chính là xuất xứ biệt danh “Bà già phố Threadneedle” của Ngân hàng Anh Quốc. Việc quy đổi tiền giấy thành vàng được tái lập năm 1821 và duy trì tới tận Chiến tranh thế giới thứ nhất.

Trong hoàn cảnh bình thường, vấn đề của chế độ bản vị vàng là ở chỗ, khi nguồn cung vàng cố định, tăng trưởng kinh tế sẽ gây sức ép tăng giá vàng tính theo lượng hàng hóa và dịch vụ. Vì giá vàng tính bằng đồng đô-la (và sterling) là cố định, giá hàng hóa và dịch vụ tính bằng đồng đô-la (và sterling) sẽ chịu sức ép giảm. Sức ép giảm phát này hạ thấp lương và lợi nhuận, làm suy giảm hoạt động kinh doanh và số việc làm. Việc có dùng bản vị vàng hay không được coi là cuộc chiến giữa giới chủ ngân hàng cùng những nhóm lợi ích tài chính với người lao động. Tình trạng này được William Jennings Bryan, ứng viên đảng Dân chủ ba lần tranh cử tổng thống thất bại, diễn tả sinh động nhất. Ông đã kết thúc bài phát biểu của mình tại hội nghị của đảng Dân chủ năm 1896 bằng câu: “Chúng ta không được đóng đinh nhân loại lên cây thập tự giá bằng vàng.”^[40]

Miêu tả nổi tiếng của Keynes rằng vàng là một thứ “di vật man rợ” là rất đúng trong thời điểm đó^[41]. Điều đặc biệt “man rợ” là quyết định áp đặt sức ép giảm phát lên nền kinh tế của các chính phủ ở thập niên 20 nhằm quay lại chế độ bản vị vàng với mức quy đổi như thời điểm trước Chiến tranh thế giới thứ nhất. Một số người có cơ sở khi cho rằng nếu chúng ta dùng một mức quy đổi nào đó khác vào thời kì đó thì hệ thống tỉ giá trao đổi ngoại tệ cố định đã có thể được duy trì mà không khiến các nền kinh tế bị giảm phát, dẫn đến không chỉ cuộc Đại suy thoái mà cả việc từ bỏ chế độ bản vị vàng, bắt đầu từ Anh năm 1931. Nhưng việc cắt đứt mối liên hệ với vàng đã giúp chúng ta tăng nguồn cung tiền, và chính phủ các

nước từ đó được tự do hơn để áp dụng các chính sách tiền tệ thông thoáng trong nước - động thái cần thiết trong thời kì Đại suy thoái. Quá trình tìm kiếm chỗ dựa đáng tin cậy cho hệ thống tiền tệ vẫn tiếp diễn từ đó tới nay.

Sau cuộc khủng hoảng năm 2008, cả Cục dự trữ liên bang và Ngân hàng Anh Quốc đã tăng mạnh nguồn cung tiền để đáp ứng sự tăng lên đột ngột của nhu cầu thanh khoản. Nếu nguồn cung tiền chỉ được quyết định bởi lượng vàng trên thế giới, khi đó cả hai ngân hàng trung ương đầu sẽ gặp rất nhiều khó khăn trong việc ngăn chặn suy thoái. Chắc chắn là những người ủng hộ vàng và phê phán tiền giấy sẽ cho rằng những cuộc khủng hoảng sẽ ít xảy ra hơn nếu không có những chính sách can thiệp tự ý của nhà nước và ngân hàng trung ương^[42]. Nhưng tình hình nước Mỹ hồi thế kỷ XIX trước khi có Cục dự trữ liên bang không cho thấy thế giới sẽ thoát khỏi khủng hoảng khi không có ngân hàng trung ương. Thế giằng co giữa vàng hay tiền giấy trong vai trò làm nền tảng tiền tệ đã nghiêng hẳn về tiền giấy một phần vì ưu điểm giúp tự do kiểm soát nguồn thanh khoản trong thời kỳ khủng hoảng, một phần vì thành công của nó trong việc kiểm soát mức lạm phát ở thập kỉ 90.

Nhưng với nhiều người, cuộc khủng hoảng 2007-2009 là bằng chứng cho sự thiếu sáng suốt trường kỳ của các ngân hàng trung ương và thế mạnh của một tiêu chuẩn giá trị tiền tệ tự động. Và ngay cả khi không sử dụng bản vị vàng, đa số các nền kinh tế lớn trên thế giới vẫn duy trì một lượng vàng lớn trong dự trữ ngoại hối và tiền tệ hàng hóa. Nước dự trữ vàng nhiều nhất là Mỹ (hơn 8.000 tấn, chiếm 72 phần trăm tổng dự trữ vàng và ngoại hối) và khu vực đồng euro (10.784 tấn, chiếm 57 phần trăm tổng dự trữ). Dự trữ của Trung Quốc đang ngày càng tăng và giờ đã vượt

1.000 tấn. Ngược lại, nước Anh chỉ có 310 tấn (11,6 phần trăm tổng dự trữ) và Nhật Bản có 765 tấn (2,5 phần trăm tổng dự trữ)^[43].

Vàng có lợi thế là nguồn cung của nó không phụ thuộc vào những thiết chế kém ổn định của con người. Đó cũng lại là nhược điểm của nó - khi cần tăng lượng cung tiền để vượt qua khủng hoảng, vàng không thể đáp ứng được vai trò đó. Quá trình hoàn thiện cơ sở cho việc in tiền giấy với đỉnh điểm là chính sách mục tiêu lạm phát ở thập niên 90 đã cho thấy những dấu hiệu thành công. Tuy nhiên, hãy còn quá sớm để kết luận liệu các xã hội dân chủ đã tìm được hệ thống bền vững nhằm quản lý tiền giấy hay chưa, để một mặt tránh những ảnh hưởng giảm phát của loại tiền hàng hóa có nguồn cung cố định (vàng), một mặt tránh nguy cơ lạm phát cao khi được tự ý kiểm soát nguồn cung tiền (tiền giấy).

Các nhà kinh tế và tiền tệ

Trong những năm gần đây, nhiều nhà kinh tế tỏ ra do dự trong việc sử dụng thuật ngữ “tiền tệ”. Những người đặc biệt thông minh có thể nói về chính sách tiền tệ mà không cần nhắc tới từ “tiền tệ”. Câu hỏi thú vị là tại sao người ta lại muốn làm thế. Câu trả lời chủ yếu nằm trong sự chia rẽ tư tưởng giữa phái Keynes và phái “tiền tệ”, hai phe chủ đạo trong phần lớn những tranh cãi quanh chính sách kinh tế thời hậu chiến. Những tranh cãi này tạm lắng xuống lúc tình hình lạm phát được kiểm soát ở thập niên 90 nhưng lại bùng lên trong giai đoạn trì trệ năm 2008. Các nhà kinh tế tiền tệ, ví dụ như Milton Friedman ở Đại học Chicago, cho rằng lời giải cho tình trạng lạm phát và chìa khóa để ổn định nền kinh tế là kiểm soát tỉ lệ tăng nguồn cung tiền. Friedman dẫn chứng bằng sự sụt giảm của nguồn cung tiền trong giai đoạn Đại suy thoái và cổ xúy việc cố định tỉ lệ phần trăm

tăng trưởng nguồn cung tiền mỗi năm^[44]. Phái Keynes thì cho rằng chính sách tài khóa có thể kiểm soát nền kinh tế hiệu quả hơn và không tin vào mối quan hệ mật thiết giữa các thay đổi trong nguồn cung tiền và những biến động trong nền kinh tế. Tuy thế, John Maynard Keynes lại là một nhà kinh tế tiền tệ, và tiêu đề tác phẩm đề đời của ông - cuốn sách xuất bản năm 1936 đã thay đổi hẳn những tranh cãi về chính sách kinh tế vĩ mô sau cuộc Đại suy thoái - là *Lý thuyết chung về Việc làm, Lãi suất và Tiền tệ* (The General Theory of Employment, Interest and Money). Dù thuộc phái tiền tệ hay phái Keynes, không nhà kinh tế học nào được phép xem nhẹ tầm quan trọng của tiền tệ, ngay cả khi họ bất đồng về vai trò của nó.

Trong hơn hai thế kỷ, những nhà kinh tế học đã gặp khó khăn trong việc đưa ra cơ sở lý thuyết về vai trò của tiền tệ, và nhìn chung họ đã thất bại. Điều đáng ngạc nhiên là khi kinh tế học ngày càng trở nên phức tạp, nó lại ít đề cập tới tiền tệ hơn. Quan điểm tương đối hiển nhiên được David Hume đưa ra hồi thế kỷ XVIII rằng mức giá phản ánh cán cân giữa nguồn cung tiền và lượng cầu tiền lại bị coi là “lạc hậu” bởi nhà kinh tế học từng giành giải Nobel là Christopher Sims,^[45] Thậm chí sự tồn tại của tiền tệ cũng là một điều bí ẩn với các nhà lý thuyết kinh tế. Nhà kinh tế nổi tiếng tại Đại học Cambridge, cố giáo sư Frank Hahn đã viết: “Thách thức lớn nhất mà tiền tệ mang đến cho các nhà lý thuyết kinh tế là những mô hình kinh tế tốt nhất lại không có chỗ cho nó.”^[46]

Tại sao kinh tế học hiện đại không thể giải thích sự tồn tại của tiền tệ? Đó là kết quả của một quan điểm nhất định về thị trường cạnh tranh. Khái niệm “bàn tay vô hình” của Adam Smith - khái niệm này cho rằng chính những thế lực cạnh tranh giữa nhiều người theo đuổi lợi ích riêng của mình sẽ giúp phân phối tài nguyên tới những hoạt động hiệu quả nhất - quả là

một khái niệm tuyệt vời. Nhưng nếu “bàn tay” đó vô hình thì nó tương ứng với cái gì trên thế giới? Trong hơn hai trăm năm, các nhà kinh tế học đã cố gắng định hình khái niệm của Smith và tìm kiếm những điều kiện cụ thể cần thiết để nền kinh tế thị trường có thể phân phối tài nguyên hiệu quả. Cuối thế kỷ XIX, nhà kinh tế Pháp Léon Walras, người từng giảng dạy ở Đại học Lausanne, và nhà kinh tế Anh là Alfred Marshall, người từng giảng dạy ở Đại học Cambridge, đã có nhiều đóng góp quan trọng. Sau đó ở thập niên 50, hai nhà kinh tế học là Kenneth Arrow và Gerard Debreu cùng làm việc tại Mỹ cũng đã đưa ra được những giải thích chặt chẽ về bàn tay vô hình (nhờ công trình nghiên cứu này mà cả hai sau đó đã được trao tặng giải Nobel)^[47]. Họ hình dung một cuộc đấu giá khổng lồ từ thuở ban đầu, trong đó người ta ra giá cho bất kì loại hàng hóa dịch vụ nào muốn mua hoặc bán ở một thời điểm nào đó trong tương lai. Quá trình này cứ tiếp diễn tới khi tất cả các thị trường đều cân bằng (cung bằng với cầu) và giá cả, nhu cầu cũng như nguồn cung cho tất cả hàng hóa dịch vụ đã được xác định trong buổi đấu giá đó. Sau đó, cuộc sống mới bắt đầu và thời gian bắt đầu trôi. Vì cuộc đấu giá từ điểm gốc thời gian đã hoàn thành mọi việc, người ta không cần mở thêm một thị trường nào nữa. Thế nên khi cuộc sống bắt đầu sẽ không còn cần có thương vụ nào xảy ra nữa. Tất cả đã được dàn xếp trong cuộc đấu giá đầu tiên, và tất cả những gì người ta cần làm chỉ là cung cấp dịch vụ, ví dụ như đi làm, mà mình đã thỏa thuận và nhận các hàng hóa dịch vụ đã mua trong buổi đấu giá đó. Thế giới không cần đến tiền để làm phương tiện trao đổi (vấn đề “trùng hợp về nhu cầu” đã được giải quyết trong buổi đấu giá), hay phương tiện lưu giữ giá trị (không cần phải có dự trữ tiết kiệm nữa), hay thậm chí làm tiêu chuẩn giá cả tuyệt đối (người tiêu dùng khi đặt giá trong buổi đấu giá chỉ cần biết giá trị tương đối của hàng hóa và dịch vụ với nhau, bao gồm cả sức lao động).

Tiền tệ không có vai trò gì trong một nền kinh tế có buổi đấu giá không lờ ờ.

Điểm mấu chốt trong quan điểm của Arrow và Debreu là phương thức đặc biệt để phản ứng trước tương lai vô định. Khi ra giá trong buổi đấu giá, người tiêu dùng không chỉ ra giá theo mặt hàng mà họ muốn - ví dụ như bữa trưa trong nhà hàng ưa thích ở Manhattan - và ngày họ muốn nhận mặt hàng - thứ Ba sắp tới - mà còn cả “tình trạng thế giới” khi họ mua hàng. Ví dụ nếu đó là quán ăn ngoài trời, bạn có lẽ sẽ ra giá cao nếu thứ Ba sắp tới trời nắng đẹp hoặc không trả đồng nào nếu hôm ấy trời lạnh hoặc mưa. Giá để bán hết các mặt hàng trên thị trường trong trường hợp thứ nhất có lẽ sẽ rất cao, còn trong trường hợp thứ hai thì thấp. Mấu chốt ở đây là tất cả các giao dịch có thể được thực hiện trước vì theo lý thuyết này người ta có thể nhận diện tất cả những tình trạng của thế giới mà ra giá cho phù hợp. Nói cách khác, người ta mặc định ẩn số đột biến không tồn tại.

Hiển nhiên ngoài tính bất khả thi của việc tổ chức một cuộc đấu giá không lờ ờ, thế giới thực còn nhiều điểm khác xa với miêu tả trừu tượng này. Có hai điểm khác biệt đặc biệt quan trọng - nhu cầu có các tổ chức quản lý nền kinh tế thị trường và bản chất của sự bất định.

Tâm quan trọng của lòng tin

Trong thế giới giả định mà ở đó chúng ta tổ chức được cuộc đấu giá không lờ ờ, con người được mặc định là sẽ thực hiện rất ráo tất cả nghĩa vụ làm việc và tiêu dùng. Nhưng một số người có thể có ý đồ không thực hiện nghĩa vụ - ví dụ ở nhà nghỉ ngơi thoải mái thay vì làm việc^[48]. Vậy nên người ta sẽ muốn tạo nên một cơ chế hay tổ chức để đảm bảo việc thực thi giao kèo. Nhưng chúng ta cũng chịu phụ thuộc vào một cơ chế đóng vai trò

quan trọng trong đời sống kinh tế của tất cả những xã hội văn minh - lòng tin. Sự thiếu lòng tin sẽ dẫn đến sự thiếu hiệu quả của nền kinh tế. Nhà triết học Onora O'Neill, Chủ tịch Hội đồng về Quyền bình đẳng và Nhân quyền tại Anh, đã phát biểu năm 2002: “Không chỉ những nhà cầm quyền hay chính phủ mới trân trọng và cần lòng tin. Tất cả chúng ta, trong bất kì nghề nghiệp hay tổ chức nào, cũng cần có lòng tin. Chúng ta cần nó vì chúng ta phải có khả năng tin tưởng người khác thực hiện đúng những gì họ đã nói, và bởi vì chúng ta cần người khác chấp nhận rằng mình sẽ làm đúng như lời hứa.”^[49]

Các nhà kinh tế học lại không tin vào lòng tin. Họ tin rằng con người sẽ theo đuổi lợi ích cá nhân khi họ thấy có lợi cho họ. Sẽ rất khó để con người đạt tới kết quả hai bên cùng hợp tác trong thế khó của người tù vì lợi thế ngắn hạn của việc vi phạm giao kèo là rất rõ ràng. Sự xấu hổ, tẩy chay hay mất danh dự là những cách mà xã hội có thể trừng phạt hành vi làm lợi cho bản thân trong khi những người khác phải chịu thiệt. Việc tạo ra đạo đức xã hội hoặc quy tắc ứng xử chính là cách để thoát khỏi thế khó của người tù.

Hậu quả của sự thiếu lòng tin vào khả năng trao đổi hàng hóa và dịch vụ đã thể hiện rõ ràng (cả trong những tiểu thuyết như *Smiley's People* của John le Carré và trong thực tế) trong việc trao đổi gián điệp thời Chiến tranh lạnh. Hai bên tiến tới chỗ nhau từ hai đầu cầu Glienicke nối Đông Đức với Tây Berlin ngang con sông Havel ở Potsdam và họ gặp nhau ở giữa để trao đổi tù binh. Đây là một cuộc trao đổi điển hình đòi hỏi sự “trùng hợp vềnhu cầi”.

Lòng tin vào người khác cho phép một bên có thể cung cấp hàng và dịch vụ cho một bên khác tại một thời điểm trong tương lai. Một số nhà

kinh tế cho rằng vai trò của tiền tệ là biểu hiện và củng cố lòng tin ấy. Hãy thử tưởng tượng một thế giới trong đó mỗi thế hệ chỉ sống trong hai giai đoạn và được tiếp nối bởi thế hệ sau. Mỗi thế hệ đều muốn làm việc trong giai đoạn thứ nhất và tận hưởng quãng thời gian nghỉ hưu ở giai đoạn thứ hai. Thách thức kinh tế ở đây là đảm bảo mỗi thế hệ trẻ để lại một phần thu nhập mình kiếm được cho thế hệ già, đồng thời hi vọng rằng con cháu mình cũng sẽ làm điều tương tự. Việc trao đổi giữa thế hệ trẻ và thế hệ già có thể sinh lợi, nhưng điều này là rất khó đảm bảo. Tiền tệ có thể là một cách để giải quyết vấn đề này: nó hỗ trợ một cơ chế trong đó thế hệ trẻ tiết kiệm các “vật chứng” (tokens) để khi về hưu lại dùng chúng để mua hàng hóa và dịch vụ từ thế hệ mới^[50]. Vật chứng hoặc phần tiền đó có thể là một đô-la, 100 đô-la, một mark, một yên, hay một bảng. Miễn là tất cả mọi người tiếp tục tin rằng vật chứng đó sẽ vẫn được chấp nhận trong tương lai? tất cả đều sẽ được lợi. Việc sử dụng tiền bạc khi đó củng cố lòng tin cần thiết nhằm đem lại kết quả tối ưu^[51]. Nói một cách khái quát, câu trích dẫn hai nhà kinh tế Nobuhiro Kiyotaki và John Moore ở đầu chương này, “Thói xấu là cội rễ của mọi loại tiền bạc”, chính là để chỉ sự thiếu uy tín hoặc thiếu tin tưởng nhau của con người^[52].

Sự thật phũ phàng ở đây là sự hợp tác giữa các thế hệ nhằm đem lại kết quả tối ưu thực ra dựa vào lòng tin chứ không phải tiền tệ^[53]. Nếu thế hệ trẻ quyết định không chăm lo cho người già nữa thì sự tồn tại của vật chứng cũng chẳng thay đổi được gì. Và nếu thế hệ già đã đầu tư vào, ví dụ như bất động sản, khi đó họ cũng có quyền không chuyển giao cho thế hệ trẻ mà quyết định “tiêu” hết giá trị bất động sản bằng cách bán nhà cho người nước ngoài hay một số ít những người giàu có, bỏ mặc thế hệ trẻ không có đủ tiền mua nhà. David Willetts cho rằng đó chính là sự bội ước

liên thế hệ mà thế hệ baby-boomer⁺ thời hậu chiến đã phạm phải^[54]. Lòng tin xóa bỏ nhu cầu sử dụng tiền tệ, và tiền tệ mà không có lòng tin thì chẳng có giá trị. Có lẽ chính lòng tin mới là thứ khiến cho trái đất quay.

Tiền tệ và ẩn số đột biến

Điểm khác biệt lớn thứ hai giữa thế giới thực và cuộc đấu giá khổng lồ chính là bản chất của sự bất định. Cuộc đấu giá đòi hỏi chúng ta phải có hẳn một danh sách đầy đủ tất cả các khả năng có thể xảy ra trong tương lai để tạo giao kèo dựa trên các trường hợp đó, hơn nữa ta phải biết xác suất của từng khả năng để biết nên ra giá bao nhiêu cho các hàng hóa và dịch vụ ở từng thời điểm trong tương lai. Nhưng đặc trưng của nền kinh tế tư bản là ngày hôm nay chúng ta không thể tưởng tượng ra tất cả những ý tưởng và dịch vụ trong tương lai. Nếu tương lai là bất khả tường, chúng ta không thể dự đoán được gì và có cố ra vẻ là mình biết cũng chẳng có ích gì.

Năm 1972, thời điểm mà Joel Grey đóng vai MC trong bộ phim *Cabaret* hát rằng tiền bạc khiến trái đất quay, máy tính của cả trường Đại học Cambridge còn yếu hơn một chiếc điện thoại thông minh ngày nay. Chính những thiết bị cầm tay mà giờ chúng ta coi là điểu hiển nhiên thì hồi đó chưa ai tưởng tượng ra nổi. Và thậm chí nếu có người viết lại được một danh sách tất cả những kịch bản trong tương lai bao gồm những tiến bộ ngày nay, tôi nghĩ họ vẫn sẽ gặp khó khăn trong việc liệt kê hết những sự kiện sau đó đã xảy ra trên thế giới như Bức tường Berlin sụp đổ, Mùa Xuân Arab cùng những biến động khác liên quan tới khả năng sinh lời của các khoản đầu tư và hướng đi của nền kinh tế thế giới. Việc đầu tư được định đoạt bởi khả năng tưởng tượng của những cá nhân có thể nhìn thấy những cơ hội mà người khác không thấy được. Rủi ro của họ cũng rất lớn.

Việc chấp nhận rủi ro đối với những nhà khởi nghiệp như vậy là một canh bạc dựa trên trực giác chứ không phải là một bài tính lợi nhuận kì vọng dựa trên đánh giá khoa học về xác suất xảy ra của các kịch bản xác định.

Vậy thì làm sao chúng ta có thể đối mặt với những thứ không thể tưởng tượng và không thể đề phòng? Chúng ta có thể không biết rõ về sản phẩm và dịch vụ mình muốn mua trong tương lai, nhưng chúng ta biết mình phải tìm cách chuyển khả năng mua sắm trong hiện tại tới tương lai dưới một hình thức nào đó, thể hiện rằng chúng ta không cần phải quyết định ngay hôm nay xem mình sẽ mua gì vào ngày mai. Tiền tệ đem lại cho chúng ta khả năng đổi sức lao động ngày hôm nay thành khả năng mua sắm trong tương lai. Đó chính là lí do tại sao nhiều hợp đồng tiết kiệm được ghi bằng đơn vị tiền. Chúng ta không đầu tư vào những tài khoản ngân hàng đem lại một số lượng TV nhất định hay một số chuyến du lịch nước ngoài trong tương lai. Chúng ta kì vọng sẽ nhận được một phần tiền lãi được định nghĩa là tỉ lệ tiền tăng lên trong tài khoản. Tiền tệ không phải là phương tiện chính để mua “đỡ” mà là cách để thích nghi với tương lai vô định. Chúng ta không biết những hàng hóa và dịch vụ mới nào sẽ xuất hiện trong tương lai và cả giá trị tương đối của nó. Không có cơ chế đấu giá nào ngày hôm nay cho phép chúng ta khám phá ra đi đâu đó cả. Duy trì dự trữ sức mua dưới đơn vị tiền giúp ta tránh khỏi rủi ro của việc đầu tư hết vào một thứ trong những giao kèo của hiện tại. Mặc dù chúng ta không thể bảo hiểm cho những trường hợp không thể đề phòng, chúng ta có thể cố gắng giữ cho mình nhiều sự lựa chọn nhất bằng cách lưu trữ sức mua trong tương lai dưới dạng tiền. Bất kì tài khoản tiết kiệm nào trong đó phần lợi nhuận là một khoản tiền cố định cũng đủ đáp ứng nhu cầu trên; kể cả một triển vọng được nhận khoản lương hưu cố định cũng đủ để đem lại sức mua trong

tương lai. Nhưng trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế, chỉ có những chứng thư tiền tệ được nhà nước ban hành và đảm bảo mới đáp ứng được yêu cầu. Và để đối phó với sự mơ hồ trong thế giới đầy ắp ẩn số đột biến, tiền tệ có vai trò đặc biệt.

Liệu một nền kinh tế thị trường có thể hoạt động mà không có tiền tệ? Có lẽ là được trong một thế giới đơn giản mà ở đó chúng ta chỉ mua hàng hóa tiêu dùng ngay lập tức và tất cả mọi người đều sống gần nhau. Thời Trung cổ, các buổi họp chợ hàng tuần trong làng hay thị trấn là một ví dụ như thế. Nhưng nhu cầu của chúng ta về các loại hàng hóa và dịch vụ khác nhau đã vượt quá khả năng cung cấp của một địa phương nhỏ. Chỉ cần lướt qua trang web của Amazon là đủ thấy chúng ta đang đòi hỏi tất cả mọi thứ và phải có ngay lập tức. Thị trường, có thể là Amazon hay một công ty nào khác, cung cấp hết thảy những thứ chúng ta cần. Trong thế giới phức tạp này, nơi mọi người tiết kiệm hoặc vay mượn dựa trên tương lai vô định, tiền bạc đóng vai trò đặc biệt có một không hai. Tiền bạc là điểm đặc biệt của nền kinh tế tư bản. Sau nhiều thế kỷ, tiền tệ đã phát triển từ một phương tiện thanh toán nhằm tránh phải trao đổi hàng với hàng thành một nguồn dự trữ thanh khoản cần thiết cho sự vận hành của nền kinh tế tư bản trong thế giới thực với tương lai vô định.

Tiền tệ bôi trơn những bánh răng giao dịch thương mại và tài chính. Những hoạt động kinh tế mở rộng không ngừng luôn cần đủ tiền để hỗ trợ, nhưng không được quá nhiều mà dẫn đến lạm phát. Chỉ khi đó tiền tệ mới có thể trở thành một thước đo đáng tin cậy, dù là trong *Sách Đilen thổ* hay trong ước lượng tổng sản phẩm nội địa. Việc tăng lượng tiền trong nền kinh tế có thể tốt hoặc xấu tùy thuộc vào hoàn cảnh. Việc in tiền giấy, giống như trong vở kịch *Faust* nổi tiếng của Goethe, có thể kích thích sản

xuất trong giai đoạn khó khăn^[55]. Nhưng thuật giả kim tạo ra tiền bạc cũng củng cố ảo tưởng về sự sung sướng không giới hạn và mang đến cám dỗ ban hành thật nhiều tiền trong giai đoạn thuận lợi đến nỗi hậu quả là lạm phát, rối loạn kinh tế và đồ vỡ. Ít có nước nào phải chịu khổ nhiều vì bản giao kèo với quỹ dữ này hơn quê hương của chính Goethe trong giai đoạn siêu lạm phát năm 1923.

Trong hoàn cảnh bình thường, nhiều loại tài sản có thể được chấp nhận làm tiền tệ. Trong giai đoạn khủng hoảng, tiền do ngân hàng trung ương ban hành chính là công cụ thanh toán và dự trữ giá trị tối ưu. Dù vàng khó có khả năng lấy lại vị thế trung tâm trong việc quản lý tiền tệ như trước đây, nó vẫn là nguồn dự trữ tài sản được cả thế giới công nhận. Các tài sản khác, ví dụ như tiền gửi ngân hàng, dù đóng vai trò tiền tệ trong giai đoạn thuận lợi nhưng cũng có thể thiếu tính thanh khoản do người ta không còn chấp nhận nó nữa. Vì thế trong giai đoạn khủng hoảng, một lượng “tiền khẩn cấp” phù hợp phải được bơm ra để đáp ứng nhu cầu thanh khoản. Hai vai trò của tiền tệ - trong giai đoạn “thuận lợi” và “khó khăn” - thường được thảo luận và áp dụng riêng rẽ. Về thứ nhất là “chính sách tiền tệ” và về thứ hai là “chính sách tài khóa”. Việc khoanh vùng các lý do để ngân hàng trung ương cung cấp tiền tệ đã phần nào khiến chúng ta không thể hiểu được hết những vấn đề phát sinh trong các nền kinh tế lớn trước cuộc khủng hoảng.

Ở thế kỷ XX, các chính phủ đã biến việc tạo ra tiền thành sản phẩm phụ của quá trình tạo ra tín dụng. Phần lớn tiền hiện nay được tạo ra bởi các tổ chức kinh tế tư nhân - ngân hàng. Đây chính là nhược điểm lớn nhất trong việc quản trị tiền tệ trong xã hội hiện nay. Trong bài diễn văn “Cây thập tự giá bằng vàng”, William Jennings Bryan đã rất nhiệt tình nói về mặt xấu

của bản vị vàng - lợi ích của người dân phải được đặt lên trên lợi ích của giới tài chính Phố Wall. Nhưng chính những câu quan trọng nhất trong bài phát biểu thì lại gần như bị lãng quên: “Chúng ta tin rằng quyền sản xuất tiền xu và tiền giấy là chức năng của nhà nước. Chúng ta tin rằng nó là một phần của chủ quyền quốc gia và nó không thể được giao cho giới tư nhân một cách an toàn, cũng giống như quyền lập pháp hay quyền tạo ra sắc thuế mới... Việc ban hành tiền là chức năng của nhà nước và các ngân hàng không nên can dự vào nhiệm vụ điều hành đất nước.” ông đã dẫn lại ý của Thomas Jefferson, người đã nói vào năm 1809 rằng: “Chúng ta nên lấy lại quyền phát hành tiền từ tay các ngân hàng và trả nó lại cho người dân, những người chủ hợp thức của nó.”^[56]

Tại sao các chính phủ lại để tiền - một thứ hàng hóa công cộng - rơi vào vòng kiểm soát của tư nhân? Để trả lời câu hỏi này, chúng ta phải hiểu được vai trò của các ngân hàng.



SỰ TRONG SÁNG BỊ ĐÁNH MẤT: THUẬT GIẢ KIM VÀ NGÀNH NGÂN HÀNG

“Cướp ngân hàng với thành lập ngân hàng việc nào hay hơn?” Bertolt Brecht, *Die Dreigroschenoper* (Vở opera ba xu), Màn 3 cảnh 3 (1928)

“Quản trị tài chính mạo hiểm” không phải là hoạt động ngân hàng đúng nghĩa và “những người quản trị tài chính mạo hiểm” trong ngành ngân hàng thường là bọn bịp bợm vô lại.

Hugh McCulloch, Kiểm soát viên tiền tệ Hoa Kỳ (Comptroller of the Currency), 12-1863

Trong tác phẩm của mình viết về căn nguyên của Chiến tranh thế giới thứ nhất, Max Hastings đã trích dẫn một cuộc trao đổi diễn ra năm 1910 giữa một sinh viên và Chỉ huy trưởng huấn luyện sĩ quan Lục quân Anh. Cậu sinh viên cho rằng chỉ có “sự ngu ngốc không thể tưởng tượng nổi của giới chính trị gia” mới có thể gây ra một cuộc chiến tranh trên toàn châu Âu. Chuẩn tướng Henry Wilson đáp: “Thế thì đi đâu đó chắc chắn sẽ xảy ra.”^[1]

Nhiều người cho rằng “sự ngu ngốc không thể tưởng tượng nổi” cũng chính là lí do của cuộc khủng hoảng kinh tế gần đây - giới ngân hàng thì gian xảo còn ngân hàng trung ương thì kém cỏi. Dĩ nhiên, những sự kiện xung quanh sự bùng nổ và diễn biến của cuộc khủng hoảng đã khiến nhiều

người bất ngờ, cũng giống như những sự kiện châm ngòi cho Chiến tranh thế giới thứ nhất. Nhưng cuộc khủng hoảng 2007-2009 không phải câu chuyện của các cá nhân, mặc dù sẽ thật thú vị nếu nhìn vấn đề theo hướng đó. Việc xem Dick Fuld, CEO của Lehman Brothers, hay Fred Goodwin, CEO của Royal Bank of Scotland, là những tội đồ gây hại đến nền kinh tế là một cách tô vẽ giúp thỏa mãn mong muốn đổ lỗi của chúng ta, nhưng lại không thể giúp ta hiểu được tại sao quá nhiều người và ngân hàng ở nhiều nước lại đưa ra những quyết định mà giờ nhìn lại rõ là sai lầm. Thay vào đó, đây là câu chuyện của những thế lực sâu xa hơn định hình những giới hạn có sức chi phối hành động của các cá nhân.

Hiển nhiên đúng là có những ngân hàng ma mãnh và ngân hàng trung ương kém cỏi, mặc dù phần lớn những người tôi gặp trong cuộc khủng hoảng không phải như thế. Chúng ta thật kiêu ngạo và tự mãn khi mặc định tất cả những vấn đề tiền tệ và ngân hàng nảy sinh là do người đi trước phạm phải những sai lầm “ngu ngốc không thể tưởng tượng nổi”. Vào thời điểm đó, cũng giống như tất cả mọi người khác, họ chỉ phản ứng theo hoàn cảnh. Trong tư cách cá nhân, họ đã cố xử sự theo cách mà họ coi là hợp lý, nhưng kết quả chung thì thật là thảm họa. Vì họ không thể đi đầu khiến hành vi của người khác, tất cả những diễn viên chính trong màn kịch đều chỉ hành động vì lợi ích của bản thân - xét theo hành động của tất cả mọi người khác. Vì lý do này hay lý do khác, họ không thể hợp tác với nhau và tất cả đều phải chịu hậu quả - một ví dụ điển hình về thế khó của người tù.

Các ngân hàng cũng phải chịu thế khó của người tù. Nếu trước cuộc khủng hoảng họ không cho vay những khoản mạo hiểm, không mua những công cụ phái sinh phức tạp và giảm tỉ lệ đòn bẩy, trong ngắn hạn họ sẽ thu về lợi nhuận thấp hơn các đối thủ cạnh tranh. Giám đốc đi đầu hành sẽ mất

việc trong khi nhân viên sẽ chuyển sang những ngân hàng sẵn sàng mạo hiểm và trả lương cao hơn. Tất cả những việc này sẽ xảy ra trước khi ưu điểm của chiến lược mới trở nên rõ ràng. Ngay cả khi họ nhìn thấy được những rủi ro, việc chạy theo đám đông vẫn an toàn hơn. Phát ngôn nổi tiếng nhất - và giờ là tai tiếng nhất - về thế khó này là của Chuck Prince, CEO của Citigroup (hồi đó là ngân hàng lớn nhất thế giới), người đã nói trước cuộc khủng hoảng rằng: “Khi nhạc vẫn còn chơi thì bạn phải tiếp tục khiêu vũ. Hiện tại chúng ta vẫn còn đang nhảy.”^[2] Ông ta vẫn tiếp tục khiêu vũ đến khi nhạc ngừng vào tháng Mười một năm 2007, và khi đó ông ta bị sa thải. Nếu ngừng nhảy theo điệu nhạc rủi ro bốn năm trước đó, khi mới trở thành CEO, tôi không tin ông ấy có thể tại vị lâu như vậy. Vậy nên thực ra chuyện này không đến nỗi “ngu ngốc không thể tưởng tượng nổi”. Thử thách chính của những người làm ngân hàng trước cuộc khủng hoảng là những khó khăn trong việc đi đến được một giải pháp hợp tác. Sau cuộc khủng hoảng, thật dễ để nhìn ra những gì chúng ta đã có thể làm để tránh khỏi khủng hoảng, nhưng trước đó chẳng ai có động cơ để thực hiện những việc đó cả.

Trong giai đoạn khủng hoảng, tôi thấy việc nghiên cứu những giai đoạn trước đó đã khai sáng cho tôi nhiều hơn bất kỳ hoạt động xây dựng mô hình kinh tế lượng nào (là hoạt động áp dụng các phương pháp thống kê thực tiễn vào số liệu kinh tế)^[3]. Cuộc khủng hoảng này không hoàn toàn giống bất cứ trường hợp nào trong quá khứ, nhưng nó cũng có những điểm tương đồng kì lạ. Không có gì là khó hiểu khi những nhà bình luận người Mỹ ôn lại cuộc Đại suy thoái đầu thập niên 30 - trường hợp sụp đổ hệ thống ngân hàng gần nhất tại Bắc Mỹ - và Ben Bernanke, một học giả nhiều kinh nghiệm thời đó, đã đưa ra chủ đề thảo luận giữa các thống đốc ngân hàng

trung ương về góc nhìn lịch sử đối với các vấn đề hiện tại. Sự sụp đổ hệ thống ngân hàng ở Mỹ năm 1930 nghiêm trọng đến nỗi Tổng thống Franklin Roosevelt, sau khi mới nhậm chức một tuần vào tháng Ba năm 1933, đã phải ra lệnh tạm thời đóng cửa các ngân hàng (sắc lệnh này kéo dài một tuần) nhằm tạo thời gian tái lập lòng tin^[4]. Trong buổi phát thanh đầu tiên bên lò sưởi, Tổng thống nói về “tình hình ngân hàng t ầ t ệ” như sau:

Một số người làm ngân hàng ở nước ta đã quá kém cỏi hoặc thiếu trung thực trong việc quản lý tiền của người khác. Dĩ nhiên phần lớn các ngân hàng không như thế nhưng chỉ cần một số cũng đủ để khiến người dân Mỹ bị sốc, bất an, không phân biệt tốt xấu mà cho rằng con sâu làm rầu nồi canh^[5].

Năm 2008 chúng ta cũng rơi vào “tình hình ngân hàng t ầ t ệ”, và từ đó xuất hiện bằng chứng cho thấy những vụ bê bối của một vài “con sâu” đúng là đã “làm r ầu n ồi canh”.

Ngân hàng là một phần của cuộc sống hàng ngày. Đa số trong chúng ta thường sử dụng chúng để rút tiền mặt, trả hóa đơn hoặc vay nợ. Nhưng các ngân hàng cũng rất nguy hiểm. Chúng là trái tim của thuật giả kim trong hệ thống tài chính. Như đã thảo luận trong **Chương 2**, các ngân hàng là ngu ồ n chính tạo ra tầ t ệ. Các khoản tầ gửi tiết kiệm là sản phẩm phụ của hoạt động cho vay mạo hiểm của các ngân hàng. Các khoản tầ gửi này sau đó được sử dụng làm tầ t ệ. Các ngân hàng có thể chuyển nợ ngắn hạn thành tài sản dài hạn; về bản chất, họ vay ngắn hạn và cho vay dài hạn. Vì vậy các ngân hàng dễ bị ảnh hưởng bởi những cuộc khủng hoảng lòng tin dù những thay đổi đó có cơ sở thực tế hay không. Sự sụp đổ của một vài ngân hàng quốc tế lớn năm 2008, một sự kiện không chỉ đe dọa phá hỏng cả hệ

thống tài chính thế giới mà còn nhằm nhẹ đưa chúng ta trở lại một thời kì Đại suy thoái mới, chẳng phải là đi đầu gì mới mẻ. Các cuộc khủng hoảng ngân hàng vẫn hay xảy ra sau mỗi thập kỉ ở Anh và Mỹ trong giai đoạn thế kỷ XIX và XX. Ở một trong những cuộc khủng hoảng đầu tiên, trường hợp xảy ra ở Anh năm 1825, có rất nhiều những quy luật tương đồng với cuộc khủng hoảng vừa rồi: cho vay nước ngoài tăng lên quá nhanh, bùng nổ thị trường chứng khoán, ngân hàng trung ương cố gắng tái lập sự ổn định giá cả, sự sụp đổ của hệ thống ngân hàng, những lo lắng về sự phụ thuộc lẫn nhau giữa các ngân hàng, thiếu những quy định hiệu quả, ngân hàng nhà nước mua lại trái phiếu chính phủ và can thiệp mạnh tay - ở đây là Ngân hàng Anh Quốc - để cho các ngân hàng gặp khó khăn vay. Một câu chuyện hết sức quen thuộc.

Chúng ta có thể dễ dàng bắt gặp các ngân hàng ở khắp mọi nơi. Ở New York, London và các thành phố lớn khác, các tòa nhà ngân hàng mọc lên chi chít. Ngay cả ở đầu bên kia thế giới, xa khỏi trung tâm cuộc khủng hoảng tài chính, tên của những tòa nhà cao nhất mà bạn thấy ở cảng Auckland, New Zealand cũng toàn là tên của những tổ chức tài chính toàn cầu: HSBC, Citi, Rabobank, ANZ, Westpac, AIG, Zurich, PWC, Deloitte, Ernst & Young. Thánh địa của môn cricket tại Anh là sân Lord tại London giờ đã được tài trợ bởi ngân hàng J.P. Morgan của Mỹ. Các ngân hàng không chỉ có những tòa nhà cao tầng mà còn chi phối cả hệ thống tài chính của chúng ta. Họ đóng vai trò vô cùng lớn trong nền kinh tế thế giới. Ngân hàng lớn nhất thế giới là ICBC (Ngân hàng Công thương Trung Quốc) của Trung Quốc. Trong thời đại mà sự bất bình đẳng ngày càng trở nên phổ biến, điều đáng ngạc nhiên là các ngân hàng toàn cầu lại có quy mô gần

như nhau. Trong hai mươi ngân hàng lớn nhất thế giới, tài sản của ngân hàng lớn nhất cũng chỉ gấp đôi ngân hàng nhỏ nhất^[6].

Tuy thế khi cộng lại với nhau, hai mươi ngân hàng này có tổng tài sản là 42 nghìn tỉ USD vào năm 2014 trong khi tổng GDP toàn thế giới là 80 nghìn tỉ USD, đồng thời chiếm gần 40 phần trăm tổng tài sản ngân hàng toàn cầu^[7]. Trong bảng xếp hạng các nước có các ngân hàng lớn nhất, Trung Quốc, Pháp và Mỹ cùng chia sẻ vị trí dẫn đầu, mỗi nước có bốn ngân hàng, sau đó là Nhật Bản và Anh mỗi nước có ba ngân hàng, trong khi đó Đức và Tây Ban Nha mỗi nước có một ngân hàng. Trong năm mươi ngân hàng lớn nhất thế giới, mười ngân hàng là của Trung Quốc và số còn lại đều nằm ở các nước công nghiệp lớn^[8].

Quy mô không phải là tất cả, mặc dù nó cũng đem lại nhiều lợi ích. Đúng như Macheath đã chỉ ra trong *Vở opera ba xu* của Brecht, tại sao phải đi cướp ngân hàng và chịu rủi ro ngồi tù trong khi bạn có thể lập ra một ngân hàng và tạo ra tiền. Cả bọn cướp và những người sáng lập đều bị hấp dẫn bởi các ngân hàng vì đó là nơi có tiền. Tuy thế vào tháng Chín năm 2008 ở đó lại không có xu nào cả. Các ngân hàng mất tiền quá nhanh vì những người trước đó sẵn sàng cho họ vay những khoản lớn giờ không muốn làm vậy nữa. Khác với những vụ rút tiền hàng loạt khỏi ngân hàng hồi thế kỷ XIX, khi những người gửi tiền cá nhân thỉnh thoảng lại hoảng loạn rút hết tiền, lần này những tổ chức tài chính và các nhà đầu tư lớn trong thị trường tiền tệ hoặc quỹ phòng hộ mới là những đối tượng rút tiền. Vì không thể thay thế các nguồn vốn này, các ngân hàng phải đi vay nợ, bán tài sản và trong một số trường hợp phải xin tài trợ từ ngân hàng trung ương. Trước cuộc khủng hoảng, các ngân hàng có thể vay với lãi suất ưu đãi nhất. Trong cuộc khủng hoảng, lãi suất dành cho các ngân hàng

đi vay đã tăng lên cực nhanh và trong một số trường hợp ngân hàng không thể vay đủ ở mức giá nào đi nữa - một trường hợp “nắm mùi đời” của các ngân hàng. Gần như tất cả các ngân hàng lớn nhất trên thế giới đều nhận được sự hỗ trợ trực tiếp hoặc gián tiếp (“các gói cứu trợ”) từ chính phủ.

Sự mở rộng quy mô của hệ thống ngân hàng được miêu tả trong **Chương 1** là kết quả của sự bùng nổ các công cụ phái sinh (điều này sẽ được giải thích cụ thể trong **Chương 4**) dựa trên việc áp dụng toán học vào tài chính. Ai cũng biết đến con tàu *Titanic* - một công trình kì diệu của ngành kỹ thuật hiện đại mà không ai nghĩ có thể bị hư hỏng và chìm được. Nhưng khi tàu *Titanic* chìm, ít ra chỉ có một con tàu bị chìm chứ không phải cả đội tàu. Trong khi đó vào năm 2008, cả hệ thống ngân hàng đều đứng trước bờ vực.

Luôn có một ranh giới mong manh giữa những hoạt động đáng trân trọng của ngành ngân hàng truyền thống, như quản lý tiền gửi và cho vay một cách thận trọng cho những khách hàng an toàn, với “hoạt động quản trị tài chính mạo hiểm”, trong đó người ta lao vào những hoạt động rủi ro hơn. Trong lúc những giám đốc điều hành của các ngân hàng lớn nhất thế giới đang vươn lên trời cao - theo đúng nghĩa đen trong những văn phòng sang trọng trên các tòa nhà chọc trời - thì một số nhân viên ngân hàng lại đang lũng súc những góc cạnh sâu nhất của ngành ngân hàng nhằm tìm cách thao túng thị trường. Người cổ xúy cho “hoạt động quản trị tài chính mạo hiểm” - các ngân hàng đầu tư - một mặt bị coi là đã phát minh ra những công cụ tài chính “vô dụng trong xã hội” nhưng mặt khác lại được nhiều người cho là “tuyệt vời”^[9]. Với quy mô trên toàn thế giới, với những phen người đóng thuế phải cứu trợ họ và với những vụ bê bối liên miên, việc các ngân hàng không được lòng dân cũng chẳng có gì đáng ngạc nhiên. Một số

người làm ngân hàng mà tôi quen biết rất ngại thú nhận với người lạ rằng mình đang làm ngành này - rõ ràng họ cũng không còn ngây thơ nữa. Giống như những câu trích dẫn ở đầu chương này, có những đi đâu không bao giờ thay đổi.

Năm 1873, nhà kinh tế chính trị người Anh đồng thời là biên tập viên của tờ *The Economist*, Walter Bagehot đã xuất bản một cuốn sách mà sau này trở thành kim chỉ nam dành cho những người muốn tìm hiểu cách giải quyết khủng hoảng kinh tế. *Lombard Street*, cuốn sách cực kì thành công nói về ngành ngân hàng và thị trường tài chính, đã chỉ ra rằng Ngân hàng Anh Quốc lẽ ra đã có thể ngăn chặn được những vụ đổ vỡ ngân hàng bằng cách cung cấp những hỗ trợ tài chính tạm thời tới khi cuộc khủng hoảng trôi qua. Bagehot hiểu rất rõ rằng những cuộc khủng hoảng ngân hàng luôn gắn liền với nền kinh tế thị trường. Mặc dù miêu tả của ông về trách nhiệm làm “người cho vay cuối cùng” của ngân hàng trung ương đã được đưa vào sách giáo khoa và thường được coi là căn nguyên của các chính sách cho vay mà các ngân hàng trung ương theo đuổi trong giai đoạn 2008-2009, khái niệm này cần phải được cập nhật. Kể từ thời Bagehot, ngành ngân hàng đã thay đổi nhiều tới mức không còn có thể nhận ra được nữa.

Những thay đổi trong ngành ngân hàng từ thời Bagehot

Trong gần một thế kỷ kể từ khi Bagehot viết tác phẩm kinh điển của mình, quy mô của ngành ngân hàng so với GDP được giữ tương đối ổn định. Nhưng trong vòng năm mươi năm trở lại đây, bảng cân đối kế toán của các ngân hàng đã bành trướng nhanh đến mức quy mô, độ quy tụ và rủi ro mà các ngân hàng đánh cược đã khác xa thời kì của Bagehot. J.P. Morgan có

thị phần trong ngành ngân hàng Mỹ gần bằng mười ngân hàng đứng đầu năm 1960 gộp lại^[10].

Quy mô đo bằng tổng tài sản của ngành ngân hàng Mỹ đã tăng từ 20 phần trăm GDP hằng năm hồi một trăm năm trước tới khoảng 100 phần trăm ở thời điểm hiện tại. Ở Anh, một nền kinh tế tần trung với một trung tâm ngân hàng quốc tế lớn, sự bành trướng này còn đáng chú ý hơn: từ 50 phần trăm GDP lên đến hơn 500 phần trăm. Sự mở rộng này chủ yếu diễn ra trong ba mươi năm trở lại đây, đi kèm với nó là độ quy tụ ngày càng lớn: các ngân hàng lớn nhất thì cũng phát triển nhiều nhất. Ngày nay tổng tài sản của mười ngân hàng đứng đầu nước Mỹ chiếm 60 phần trăm GDP, cao hơn gấp sáu lần tỉ lệ của mười ngân hàng lớn nhất năm mươi năm trước. Ở khối Liên hiệp Anh, tài sản của mười ngân hàng dẫn đầu chiếm 450 phần trăm GDP, trong đó Barclays và HSBC có tài sản nhiều hơn GDP của cả khối.

Khi bảng cân đối kế toán của các ngân hàng phát triển bùng nổ, rủi ro cũng tăng lên. Bagehot hẳn là đã quen với những ngân hàng có tỉ lệ đòn bẩy (tổng tài sản trên tổng giá trị ngân hàng) khoảng sáu trên một^[11]. Trong những năm ngay trước cuộc khủng hoảng, tỉ lệ đòn bẩy trong hệ thống ngân hàng tại các nước phát triển đã tăng cao ngút trời^[12].

Các ngân hàng đã rơi vào tình thế nguy hiểm đó như thế nào? Nếu không có hệ thống ngân hàng, nền kinh tế của chúng ta sẽ ngừng lại, mọi người không thể nhận lương, trả hóa đơn, trả tiền vay hoặc thực hiện các giao dịch khác. Ngân hàng là cốt lõi của “hệ thống thanh toán”. Cũng giống như ngành điện, tầm quan trọng của nó đối với nền kinh tế lớn hơn rất nhiều số lượng việc làm hay đóng góp cho GDP. Vì vai trò quan trọng của nó trong hạ tầng kinh tế, thị trường đã rất đúng đắn khi cho rằng không

chính phủ nào dám để ngân hàng phá sản vì nó sẽ gây ra những rối loạn ghê gớm tới khả năng thanh toán và nhận tiền. Các chủ nợ sẵn sàng cho các ngân hàng vay với lãi suất thấp hơn bởi lẽ họ tự tin - điều mà sau này đúng là đã xảy ra - rằng ngay cả khi mọi chuyện trở nên tồi tệ, chúng sẽ được chính phủ giải quyết.

Khi tất cả chức năng của hệ thống tài chính kết nối với nhau chặt chẽ đến vậy, bất kỳ vấn đề nảy sinh nào cũng có thể gây tổn hại tới những dịch vụ đóng vai trò sống còn trong nền kinh tế - hệ thống thanh toán, vai trò tiền tệ và việc cung cấp nguồn vốn lưu động cho các ngành công nghiệp. Nếu những chức năng đó bị đe dọa nghiêm trọng, các chính phủ sẽ không thể khoanh tay đứng nhìn. Những tổ chức cung cấp các dịch vụ này là quá quan trọng để sụp đổ^[13]. Ai cũng biết điều này. Thế nên các ngân hàng mạo hiểm có thể yên tâm rằng mình sẽ nhận được sự hậu thuẫn ngầm từ phía nhà nước. Kế đó, sự hậu thuẫn ngầm này thúc đẩy các ngân hàng đánh cược thêm vào nhiều rủi ro nữa. Trong giai đoạn ổn định, các ngân hàng thu lợi nhuận cho nhân viên và cổ đông, còn trong giai đoạn khó khăn, người nộp thuế phải gánh hậu quả. Đối với các ngân hàng, điều này cũng giống trò tung đồng xu mà nếu ra mặt ngửa thì họ thắng, còn ra mặt sấp thì bạn - những người nộp thuế - thua. Những rủi ro lớn hơn dẫn đến quy mô lớn hơn, vai trò quan trọng hơn trong nền kinh tế, được hậu thuẫn ngầm nhiều hơn và thêm động cơ để nhận thêm rủi ro - điều này được Martin Wolf miêu tả trên tờ *Financial Times* là “cỗ máy hủy diệt tài chính”^[14]. Tất cả các ngân hàng, đặc biệt là những ngân hàng lớn, được hưởng lợi từ sự đảm bảo ngầm của những người nộp thuế. Điều này cho phép họ đi vay nợ với giá rẻ để chi vào các khoản cho vay.

Mặc dù sự hậu thuẫn ngân này không có gì mới, các ngân hàng đã lợi dụng nó để đi vay nhiều hơn, cụ thể là họ dùng những khoản vay ngắn hạn từ các tổ chức tài chính (gọi là vay vốn nóng - wholesale funding) nhằm bổ trợ thêm cho phần tiền gửi từ khách hàng cá nhân. Kỳ hạn trung bình - thời hạn của một khoản vay - của vốn vay nóng do ngân hàng ban hành đã giảm hai phần ba ở Anh và ba phần tư ở Mỹ trong ba mươi năm trước cuộc khủng hoảng, trùng vào giai đoạn mà các ngân hàng phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn vốn này. Kết quả là ngân hàng phải chịu một khoản chênh lệch lớn hơn giữa kỳ hạn dài của các tài sản mà mình sở hữu, ví dụ như các khoản cho doanh nghiệp và hộ gia đình vay, với kỳ hạn ngắn của các nguồn vốn chủ yếu đến từ các quỹ phòng hộ nhằm tài trợ cho hoạt động cho vay của mình.

Nguồn vốn rẻ tiếp thêm động cơ để cho vay. Khi các ngân hàng tăng quy mô, sự hậu thuẫn ngân cũng tăng theo - IMF ước tính năm 2011 chi phí hậu thuẫn ngân ở các nền kinh tế lớn là vào khoảng 200-300 tỉ USD. Các ngân hàng càng mở rộng, chúng càng được coi là quá quan trọng để sụp đổ, và thị trường lại càng chắc chắn hơn về việc người nộp thuế sẽ giải cứu chúng trong trường hợp xấu. Nhưng trên đời cũng chỉ có một số lượng giới hạn cơ hội cho vay và đầu tư hợp lý. Các ngân hàng đầu tư ngày càng mạo hiểm. Tệ hơn nữa, họ bắt đầu đánh cược những khoản tiền khổng lồ với nhau xem liệu có thu lại được tiền từ các khoản cho vay không. Khi một số khoản cho vay bắt đầu xấu đi, những khoản cược này gây ra thua lỗ lớn. Hơn hết, các ngân hàng chỉ giữ một lượng nhỏ các tài sản có tính thanh khoản trong bảng cân đối kế toán. Vậy nên họ rất dễ bị ảnh hưởng nếu bị cắt nguồn vay ngắn hạn. Trong chưa tới năm mươi năm, tỉ lệ tài sản có tính thanh khoản mà các ngân hàng Anh sở hữu đã giảm từ

khoảng một phần ba tổng tài sản xuống chỉ còn chưa đầy 2 phần trăm^[15]. Ở Mỹ, tỉ lệ này đã giảm xuống dưới 1 phần trăm trước cuộc khủng hoảng.

Bước ngoặt xảy đến khi quy mô bảng cân đối kế toán của khối tài chính vượt quá phạm vi hoạt động của các hộ gia đình và doanh nghiệp. Ở thập niên 80, việc nở rộ quy định cùng với sự ra đời của các công cụ phái sinh đã gây ra hai hiệu ứng. Thứ nhất, nó tách rời quy mô bảng cân đối kế toán của ngân hàng với quy mô hoạt động thực tế của các hộ gia đình và doanh nghiệp trong nền kinh tế. Khoản vay cho các công ty luôn bị giới hạn bởi số tiền mà họ muốn vay, còn các giao dịch dựa trên công cụ phái sinh thì lại không bị giới hạn tương ứng về quy mô. Phần lớn giao dịch mua bán công cụ phái sinh xảy ra giữa những ngân hàng lớn và những quỹ phòng hộ. Tổng trị giá của các công cụ phái sinh đã giảm đi kể từ cuộc khủng hoảng, nhưng ở mức 20 nghìn tỉ USD cuối năm 2014, nó vẫn còn chiếm khoảng một nửa tài sản của hai mươi ngân hàng lớn nhất thế giới (và có quy mô tương đương với tổng các khoản vay cho các hộ gia đình và doanh nghiệp)^[16].

Thứ hai, khối ngành ngân hàng chuyển trọng tâm từ việc cho vay - hoạt động đòi hỏi một quá trình phân quyền nhằm đánh giá thật cẩn thận người vay nợ - sang giao dịch chứng khoán - hoạt động đòi hỏi một hệ thống vận hành tập quyền để thực hiện và kiểm soát các giao dịch. Sự trỗi dậy của các ngân hàng đầu tư Mỹ đóng vai trò lớn dẫn đến điều này. Các ngân hàng thương mại và ngân hàng đầu tư bị tách biệt bởi đạo luật Glass-Steagall sau này lại được sáp nhập thành những ngân hàng khổng lồ khi đạo luật này bị gỡ bỏ năm 1999 và thay bằng đạo luật Gramm-Leach-Bliley. Các ngân hàng đầu tư đơn lẻ trước đó được tổ chức dưới dạng công ty hợp danh đã chuyển thành các công ty trách nhiệm hữu hạn - Morgan Stanley năm 1975,

Lehmans năm 1982 và Goldman Sachs năm 1999. Ngay cả các tổ chức tài chính đồng sở hữu ở Anh (tương đương với các hiệp hội tiết kiệm và cho vay ở Mỹ) cũng quyết định chuyển sang hình thức công ty trách nhiệm hữu hạn để tự do tham gia các hoạt động ngân hàng, và tất cả các tổ chức làm điều này từ năm 1990 trở đi sau đó đều phá sản trong cuộc khủng hoảng^[17].

Hai diễn biến này làm thay đổi hình thức kinh doanh và văn hóa của các ngân hàng lớn nhất. Quy mô trở thành mục tiêu bởi một ngân hàng khi trở nên quá lớn và quá quan trọng để phá sản sẽ có khả năng đi vay với chi phí thấp hơn, và chỉ cần một lợi thế nhỏ trong việc vay nợ là họ đã có thể cho khách hàng vay với mức lãi suất thấp hơn. Điều này cho phép các ngân hàng phát triển nhanh hơn đối thủ. Thế là quy mô của khối tài chính cứ tăng lên mãi. Cùng lúc đó, quy mô giao dịch bằng những công cụ tài chính mới và phức tạp cũng tăng lên cực nhanh, trong đó có cả cho vay thế chấp dưới chuẩn. Khi tôi đến thăm New York vào tháng Mười hai năm 2003, tôi thấy tất cả các ngân hàng lớn đều đang lo lắng liệu họ có thể bắt chước các chiến lược của Citigroup như sử dụng quy mô để tạo lợi thế cạnh tranh trong việc đi vay hoặc từ bỏ mục tiêu hoạt động quốc tế để tập trung vào một vài thị trường ngách. Dĩ nhiên khi cuộc khủng hoảng nổ ra cũng chính Citi là ngân hàng cần một khoản cứu trợ cực lớn. Mặc dù họ đã đánh mất vị thế của mình, việc người ta không để ngân hàng này phá sản đã chứng minh sự đúng đắn của chiến lược nói trên.

Trước cuộc khủng hoảng, các ngân hàng trả lương và thưởng rất cao cho những người tạo ra và phân tích những sản phẩm mới để bán cho khách hàng. Thế nhưng họ lại không dành đủ nguồn lực để đánh giá rủi ro của toàn bộ bảng cân đối kế toán. Khi việc kinh doanh các công cụ tài

chính phức tạp chiếm tỉ lệ ngày càng lớn trong hoạt động của ngân hàng, sẽ thật khó để biết được mức độ rủi ro thật sự. Dĩ nhiên không nhà đầu tư nào có thể đánh giá được rủi ro nếu chỉ dựa trên các thông tin mà ngân hàng công bố trong báo cáo tài chính hoặc các văn bản khác. Chính các ngân hàng còn không hiểu rõ những rủi ro mà mình phải đối mặt. Khi đó chúng ta cũng chẳng thể hi vọng các nhà lập pháp có thể dựa vào thông tin do ngân hàng công bố mà nắm được quy mô rủi ro.

Việc mở rộng kinh doanh công cụ tài chính thay vì cho vay truyền thống đã thay đổi văn hóa ngân hàng. Những cách làm ra tiền mới cần những người cực kì thông minh - các nhà toán học, vật lý học và kỹ sư - làm nhiệm vụ phát minh và định giá các công cụ tài chính mới, và thế là họ từ bỏ công việc cũ. Các nhà kinh tế học, những người luôn thích tỏ ra thông minh, hoan nghênh việc áp dụng toán học vào tài chính và sự bùng nổ giao dịch công cụ phái sinh. Thật đáng buồn, sự bùng nổ đó đã dẫn đến sự xói mòn chuẩn mực đạo đức. Người ta cố xúi quan điểm rằng sự mưu mẹo cho phép một người kiếm tiền từ những người kém thông minh hơn mình^[18]. Thái độ này càng củng cố sự kiêu ngạo của những nhà giao dịch dàn xếp giá cả ở những thị trường mà lẽ ra phải cạnh tranh. Gần như tất cả các ngân hàng lớn đều đã dính líu vào một hoặc nhiều vụ bê bối. Từ việc cho người nghèo ở Mỹ vay thế chấp vượt mức, bán dịch vụ tiền hưu trí và các sản phẩm tài chính không phù hợp cho hàng triệu người ở Anh, dàn xếp tỉ giá ngoại tệ và chi phối các thị trường mà họ hoạt động trên khắp thế giới, hay làm lơ cho các công ty con ở những nước xa xôi như Mexico hay Thụy Sĩ tham gia hoạt động rửa tiền và trốn thuế, những vụ bê bối của các ngân hàng cứ thế được tiết lộ. Đến năm 2015, tổng tiền phạt mà các ngân hàng

khắp thế giới phải chịu kể từ khi cuộc khủng hoảng tài chính kết thúc năm 2009 đã lên đến khoảng 300 tỉ USD - một con số khổng lồ^[19].

Những hành động sai trái của những thanh niên tài năng thường gắn liền với giới thể thao. Nhưng nó cũng hoàn toàn đúng trong giới tài chính và đây cũng chẳng phải chuyện gì mới. Từ tận năm 1905, chàng trai trẻ John Maynard Keynes đã viết cho bạn mình là Lytton Strachey rằng: “Tôi muốn quản lý một hãng tàu hỏa hoặc lập ra một công ty, hay ít nhất là lừa tiền dân đầu tư; việc nắm được nguyên tắc của những hoạt động này thật dễ dàng và thú vị.”^[20] Khoảng cách từ những biểu hiện ngạo mạn trong một bức thư tới biểu hiện công khai trên sàn giao dịch chẳng xa xôi là mấy. Tuy thế, Keynes đã hai lần lãnh đủ vì tính toán sai lầm thời điểm mua bán. Trong giai đoạn cuối sự nghiệp kinh doanh, ông đã bớt kiêu căng hơn và không còn đặt nhiều niềm tin vào đầu cơ nữa mà viết rằng: “Dần dần, tôi ngày càng tin chắc rằng phương pháp đầu tư đúng đắn là đặt nhiều tiền vào những công ty mà mình nghĩ mình biết rõ.”^[21] Có lẽ những thiệt hại lớn ở các ngân hàng xảy ra trong cuộc khủng hoảng và những khoản phạt mà chính phủ khắp thế giới đưa ra sẽ đem lại những thay đổi tương tự trong ngành ngân hàng.

Ngân hàng và các tổ chức tài chính khác tạo ra lợi nhuận bằng việc cung cấp các dịch vụ có giá trị cho khách hàng. Tuy thế, luôn có nguy cơ là họ chỉ tạo ra ảo ảnh lợi nhuận - trong trường hợp của tên lừa đảo Bernie Madoff và quỹ tín dụng của hắn, trong một khoảng thời gian rất lâu người ta đã tưởng rằng lợi nhuận là rất cao trong khi thực tế thì không phải vậy^[22]. Nói chung, đa số các khoản thưởng lớn được chi trả trong hoạt động kinh doanh phải sinh không phản ánh lợi nhuận thu được trong năm

trước mà là giá trị vốn hóa của dòng lợi nhuận dự kiến trong tương lai. Cách tính toán như vậy có hại nhiều hơn có lợi.

Rõ ràng là quy mô, bản chất và văn hóa ngân hàng đã thay đổi rất nhiều từ thời Walter Bagehot. Để phân tích kết quả của những thay đổi ấy, chúng ta phải cần đặt ra câu hỏi tại sao ngân hàng lại đặc biệt đến thế.

Ngân hàng là gì?

Ngân hàng là gì? Câu trả lời có vẻ thật hiển nhiên. Diễn viên hài Bob Hope đã nói ngân hàng là nơi “cho bạn vay tiền nếu bạn chứng minh được mình không cần tiền”^[23]. Nhưng phần lớn những người vay tiền từ ngân hàng thực sự cần tiền. Nền kinh tế muốn phát triển cần có những khoản đầu tư mới thêm vào tổng lượng tư bản (nhà xưởng và máy móc, kho bãi và bất động sản, bao gồm cả văn phòng và nhà ở) để khi kết hợp với lực lượng lao động và nguồn cung nguyên vật liệu, chúng có thể tạo ra lượng sản phẩm mà chúng ta gọi là GDP. Những khoản đầu tư này được tài trợ từ nguồn tiết kiệm trong nước và ngoài nước.

Các khoản tiết kiệm có thể được chuyển tới cho các nhà đầu tư - doanh nghiệp hoặc hộ gia đình - theo nhiều cách. Các doanh nghiệp có thể giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư thay vì phân phối chúng dưới dạng cổ tức; họ có thể phát hành thêm cổ phiếu hoặc trái phiếu cho những người tiết kiệm; hoặc họ có thể vay từ ngân hàng. Cổ phần, trái phiếu và ngân hàng là những cơ sở thiết yếu mà các công ty dùng để chi trả hoạt động - mặc dù các phương pháp này có thể được kết hợp theo những hình thức phức tạp. Có một vài yếu tố ảnh hưởng tới phương thức biến tiền tiết kiệm thành tiền đầu tư, bao gồm chính sách thuế đối với các dạng tiết kiệm khác nhau và khả năng chấp nhận rủi ro của người tiết kiệm. Nhưng có lẽ yếu tố quan trọng nhất

là những khó khăn trong việc đánh giá và theo dõi lợi nhuận tiềm năng cũng như thực tế của các dự án đầu tư. Tài chính cổ phần (dù là thông qua việc phát hành cổ phiếu mới hay giữ lại lợi nhuận) luôn đòi hỏi sự theo dõi nghiêm ngặt và liên tục các hoạt động của công ty. Ngược lại, một điểm hấp dẫn của việc vay nợ (dù là qua trái phiếu hay ngân hàng) so với tài chính cổ phần là việc theo dõi chỉ cần thiết khi người đi vay không thể chi trả đúng kế hoạch.

Các công ty đủ lớn để được lên sàn chứng khoán phải công bố báo cáo lợi nhuận, tài sản và nợ thông qua các tài liệu được đơn vị kiểm toán độc lập công nhận và thường bị cả một đạo quân những nhà phân tích soi xét kỹ lưỡng^[24]. Người tiết kiệm không muốn dựa vào những thông tin công khai này có thể lựa chọn đầu tư thông qua các loại hình tổ chức tài chính trung gian, như quỹ tương hỗ, quỹ hưu trí, quỹ phòng hộ hay công ty bảo hiểm. Trong trường hợp này, những người tiết kiệm bị phụ thuộc vào khả năng suy xét của người quản lý các tổ chức đó. Có lẽ ví dụ nổi tiếng nhất về một nhà quản lý như vậy là Warren Buffett, người sở hữu công ty Berkshire Hathaway có thành tích đáng ghen tị trong việc mua lại những công ty hoạt động tốt và sinh lợi ổn định. Những người mua và giữ cổ phiếu của Berkshire Hathaway đều thấy giá trị của chúng tăng lên ổn định theo thời gian^[25]. Khoản đầu tư 1.000 USD vào Berkshire Hathaway năm 1985 sẽ có giá trị 161.000 USD năm 2015, một tỉ lệ lãi cộng dồn hàng năm lên đến gần 17 phần trăm. Bằng việc dựa trên tài xét đoán của Buffett và cộng sự, các nhà đầu tư này bản thân họ không cần theo dõi các doanh nghiệp mà mình đầu tư. Trong một thế kỷ qua, các tổ chức tài chính trung gian đã phát triển rầm rộ khi sự giàu có của giới trung lưu tăng lên. Những khoản tiền rất lớn giờ được đầu tư qua quỹ hưu trí và thậm chí việc mua nhà cũng có

thể được tài trợ thông qua việc chia sẻ giá trị sở hữu căn nhà (home equity) với tổ chức tài chính trung gian.

Ngân hàng là một loại tổ chức tài chính trung gian đặc biệt cung cấp các khoản vay cho doanh nghiệp và hộ gia đình. Họ có thể theo dõi được luồng tiền của người đi vay bởi họ có thể quan sát lượng tiền ra vào tài khoản ngân hàng của những người mình cho vay. Trong phần lớn các tài liệu pháp luật, ngân hàng được định nghĩa là một tổ chức nhận tiền gửi từ các hộ gia đình và doanh nghiệp. Một ngân hàng có thể huy động tài chính bằng cách nhận hoặc tạo ra tiền gửi, phát hành các công cụ nợ và tăng lượng vốn đầu tư vào ngân hàng. Ở thời Walter Bagehot, tài sản của các ngân hàng chủ yếu là các khoản vay và trái phiếu chính phủ còn nợ ngân hàng chủ yếu là tiền gửi và vốn của cổ đông. Các ngân hàng ngày nay có kết cấu tài chính phức tạp hơn mặc dù vẫn duy trì những điểm tương đồng với trước kia. Hãy cùng xem bảng cân đối kế toán đã được đơn giản hóa của Bank of America cuối năm 2014. Tài sản của ngân hàng này gồm 139 tỉ USD tiền mặt (bao gồm cả phần dự trữ nằm ở Cục dự trữ liên bang), 867 tỉ USD tiền cho doanh nghiệp và các gia đình vay, 1.099 tỉ USD đầu tư tài chính, cùng với giá trị các tòa nhà cũng những tài sản thực khác. Tổng tài sản là 2.105 tỉ USD. Nợ bao gồm 1.119 tỉ USD tiền gửi, 743 tỉ USD các dạng vay nợ khác và 243 tỉ USD vốn cổ đông, với tổng nợ là 2.105 tỉ USD^[26]. Thực ra vốn chủ sở hữu chỉ là phần còn lại khi lấy tài sản trừ đi nợ.

Có hai điểm đáng chú ý trong bảng cân đối kế toán này. Thứ nhất, các khoản cho vay chỉ chiếm khoảng 40 phần trăm tài sản của ngân hàng. Thứ hai, mặc dù tiền gửi rõ ràng là nhiều hơn các khoản cho vay, các loại vay nợ khác lại chiếm một phần đáng kể trong nguồn tài chính. Rõ ràng Bank

of America không chỉ nhận tiền gửi từ các hộ gia đình và doanh nghiệp để cho vay.

Điều gì khiến các ngân hàng trở nên đặc biệt? Một điểm đặc trưng của ngân hàng là các tài sản của nó chủ yếu là dài hạn, không có tính thanh khoản và rủi ro cao, trong khi đó các khoản nợ của nó thì ngắn hạn, có tính thanh khoản cao và an toàn. Lợi nhuận từ những tài sản dài hạn mạo hiểm thường cao hơn rất nhiều khoản lãi suất ngân hàng phải trả trên các khoản nợ ngắn hạn. Vậy nên ngân hàng là một ngành đem lại lợi nhuận cao. Tiếc thay, quan niệm ngân hàng có thể trả một khoản lãi an toàn trên tiền gửi - vốn có thể được rút ra bất cứ lúc nào - bằng cách sử dụng tiền gửi để đầu tư dài hạn mạo hiểm là sai lầm. Việc chuyển đổi nợ ngắn hạn thành tài sản dài hạn - vay ngắn để cho vay dài - được gọi là quá trình dịch chuyển kì hạn. Và việc biến tiền gửi, vốn luôn được những người gửi tiền coi là an toàn, thành các khoản nợ có bản chất mạo hiểm được gọi là quá trình dịch chuyển rủi ro. Ngân hàng kết hợp hai quá trình dịch chuyển kì hạn và rủi ro này. Đây chính là điều khiến chúng trở nên đặc biệt. Hơn nữa, khi ngân hàng cho vay, nó tạo ra một khoản tiền gửi có giá trị tương đương trong tài khoản của người vay nợ. Khoản tiền gửi này có thể được rút bất cứ lúc nào để thanh toán. Nó là tiền. Như đã nói trong **Chương 2**, phần lớn tiền ngày nay là tiền gửi ngân hàng.

Việc biến đổi tiền gửi ngân hàng - tiền tệ - với giá trị an toàn trở thành các khoản đầu tư kém thanh khoản và mạo hiểm chính là phép giả kim tiền tệ và ngân hàng. Dù đã trải qua rất nhiều các cuộc khủng hoảng ngân hàng, niềm tin của mọi người vào thuật giả kim này vẫn không đổi. Các nhà kinh tế đã tỏ ra vô cùng khéo léo trong việc đưa ra những lời giải thích cho nguyên lí hoạt động của thuật giả kim tiền tệ và ngân hàng, chỉ ra một số

những mối liên hệ đặc biệt giữa tài sản và nợ ngân hàng. Tính khả thi của việc dịch chuyển rủi ro nằm trong quan điểm cho rằng các ngân hàng địa phương hoặc quốc gia có thể dàn trải tiền vào một số lượng lớn các khoản cho vay có rủi ro không liên quan tới nhau - nghĩa là nếu một khoản cho vay gặp vấn đề, các khoản cho vay khác vẫn có thể mang lại lợi nhuận. Bằng cách cho vay nhiều khoản riêng rẽ, về tổng thể ngân hàng có thể tránh khỏi những rủi ro nghiêm trọng trong danh sách cho vay.

Thật không may, kinh nghiệm cho thấy thực tế không phải như vậy. Trong giai đoạn bình thường, có thể đúng là lợi nhuận từ các khoản cho doanh nghiệp và hộ gia đình vay có thể được dùng để trang trải các khoản nợ vỡ của những người khác. Tuy thế khi nền kinh tế có nhiều biến động, số phận của các doanh nghiệp gắn liền với nhau. Rủi ro đó khiến giá trị tài sản ngân hàng không ổn định và dễ biến động. Ở giai đoạn hậu chiến, phần lớn những thiệt hại đáng kể của hệ thống ngân hàng xảy ra trong các giai đoạn suy thoái và đến từ các khoản cho vay thế chấp bị vỡ nợ.

Người ta tin vào thuật giả kim vì người ta cho rằng những người gửi tiền sẽ không bao giờ lựa chọn rút tiền cùng một lúc. Nếu nhu cầu thanh toán hoặc tăng độ thanh khoản của người gửi tiền có thể được dự đoán trước, khi đó các khoản tiền gửi có thể cung cấp một nguồn tài chính dài hạn đáng tin cậy. Nhưng nếu một nhóm người gửi tiền đáng kể rút tiền cùng một lúc, ngân hàng sẽ buộc phải hoặc yêu cầu người vay tiền trả ngay các khoản nợ cho mình, từ đó dẫn đến việc bán tháo các tài sản của người vay nợ với nguy cơ thu lại được ít hơn giá trị khoản vay, hoặc không thể thực hiện yêu cầu của người gửi tiền.

Hệ thống kiểu này rất mong manh vì hai lý do. Thứ nhất, phần lớn ngân hàng, đặc biệt là trong những năm gần đây, đã trang trải tài chính với chỉ

một phần nhỏ vốn chủ sở hữu. Kết quả là chỉ một thay đổi tiêu cực nhỏ trong giá trị tài sản ngân hàng cũng có thể khiến giá trị tiền gửi gặp rủi ro. Những lo lắng về quy mô tổn thất trong tương lai có thể khiến những người gửi tiền bỏ đi hàng loạt. Thứ hai, ngay cả khi các khoản cho vay của ngân hàng hoàn toàn khỏe mạnh, nếu một nhóm người gửi tiền bắt đầu rút tiền ra, những người gửi tiền khác cũng sẽ rút theo trước khi ngân hàng có thể thu hồi các khoản cho vay vì khi đó người rút tiền cuối cùng sẽ chịu rủi ro thiệt hại tiền tàng. Làn sóng rút tiền khi ấy hoàn toàn nhằm mục đích tự bảo vệ mình. Khi dự trữ thanh khoản cạn kiệt, ngân hàng sẽ sụp đổ rất nhanh^[27].

Làn sóng rút tiền gửi dễ xảy ra nếu người ta mất niềm tin vào giá trị tài sản của ngân hàng hoặc có nhu cầu thanh khoản tăng đột biến. Trong trường hợp thứ nhất, làn sóng rút tiền có thể chỉ xảy ra với một ngân hàng, ví dụ như khi đội ngũ quản lý của nó bị phát hiện tiến hành những hoạt động phi pháp. Trong trường hợp thứ hai, sự thay đổi trong ước tính giá trị tài sản ngân hàng có thể khiến người ta nghi ngờ tất cả các ngân hàng, từ đó dẫn tới nhu cầu thanh khoản tăng. Chỉ khi tính thanh khoản trên toàn bộ hệ thống được nâng cao thì nhu cầu này mới được đáp ứng. Một ngân hàng đơn lẻ khó có thể tăng tính thanh khoản của mình khi tất cả các ngân hàng khác cũng đang phải chật vật kiếm tiền mặt. Trong trường hợp đặc biệt khi những người gửi tiền rút chạy khỏi ngân hàng với số lượng lớn, tình trạng làn sóng rút tiền có thể đánh đổ không chỉ riêng ngân hàng đó mà còn gây hoảng loạn lan sang các ngân hàng khác, dẫn đến sự sụp đổ của toàn bộ hệ thống ngân hàng. Chính vì để tránh sự hoảng loạn này mà các ngân hàng trung ương đã cho các ngân hàng thương mại vay hàng tỉ đô-la năm 2008.

Vấn đề cơ bản trong thuật giả kim ngân hàng là một cá nhân sẽ không đặt niềm tin vào một ngân hàng nếu những người khác không làm thế. Trong khi đó người gửi tiền hoàn toàn có cơ sở khi lo lắng về chuyện liệu một ngân hàng có thể thực hiện yêu cầu của người rút tiền bất cứ lúc nào hay không, khi không ai biết được những thiệt hại trên các khoản cho vay có thể lên tới bao nhiêu. Ở đây có bốn cách để giải quyết vấn đề

Thứ nhất, các ngân hàng có thể ngừng cho rút tiền khi đối mặt với làn sóng rút tiền ồ ạt. Họ có thể đóng cửa vài ngày cho tới khi cuộc khủng hoảng lắng xuống. Dĩ nhiên, khi một ngân hàng đóng cửa, dù chỉ vì thiếu thanh khoản tạm thời, người gửi tiền sẽ bắt đầu mất lòng tin. Giải pháp này có thể chỉ khiến một làn sóng rút tiền xảy ra sớm hơn và nếu việc tạm dừng hoạt động được coi là có nhiều khả năng xảy ra, khi ấy những khoản tiền gửi ngân hàng sẽ không còn thực hiện hiệu quả vai trò làm tiền tệ của mình nữa.

Thứ hai, chính phủ có thể bảo đảm các khoản tiền gửi ngân hàng để triệt tiêu động cơ tham gia rút tiền hàng loạt của người gửi. Bảo hiểm tiền gửi giờ đã là một đặc điểm thường gặp trong hệ thống ngân hàng của phần lớn các nền kinh tế phát triển. Tuy thế, dịch vụ bảo hiểm này vẫn chưa kín kẽ, và trong một số trường hợp nó còn gây ra nhiều khó khăn. Năm 2007, khi ngân hàng Northern Rock ở Anh phá sản, những người gửi tiền đã rút tiền hàng loạt vì các khoản tiền gửi của họ chỉ được bảo hiểm một phần. Làn sóng rút tiền chỉ kết thúc khi chính phủ Anh chậm chạp ra công bố sẽ bảo đảm tiền gửi bằng ngân sách thuế. Năm 2008, các tổ chức tài chính rút tiền khỏi các ngân hàng Mỹ hoặc các ngân hàng “ngân”⁺ vì các khoản tiền gửi không được bảo hiểm. Cục dự trữ liên bang đã vào cuộc để ngăn chặn làn sóng rút tiền. Việc chính phủ cung cấp bảo hiểm tiền gửi lại tạo thêm

động cơ để các ngân hàng mạo hiểm. Dù không phải là thuốc trị bách bệnh, trong một thế giới đầy ẩn số đột biến, bảo hiểm của chính phủ là điều khó tránh khỏi. Tôi sẽ phân tích điều này kỹ hơn trong **Chương 7**.

Thứ ba là tước quyền lợi trách nhiệm hữu hạn của các cổ đông - hình thức trách nhiệm hữu hạn giới hạn thiệt hại của các cổ đông trong mức đầu tư ban đầu của họ. Ở thời hiện đại, hình thức trách nhiệm hữu hạn bắt nguồn từ thế kỷ XIX khi các công ty cố gắng tìm kiếm nguồn vốn để trang trải việc mở rộng đường sắt và xây nhà xưởng mới. Trong trường hợp của các ngân hàng, trách nhiệm vô hạn nghĩa là các cổ đông phải gánh chịu tất cả tổn thất, vì vậy họ phải đảm bảo tiền gửi cho những người gửi tiền và giảm thiểu khả năng xảy ra làn sóng rút tiền. Ở Mỹ, từ năm 1865 tới năm 1934 (khi bảo hiểm tiền gửi mới được áp dụng), cổ đông của ngân hàng phải chịu “trách nhiệm kép” - trong trường hợp ngân hàng phá sản họ không chỉ mất phần vốn góp mà còn phải chịu mất thêm một khoản bằng với giá trị ban đầu của cổ phần họ nắm giữ để hỗ trợ chi trả cho người gửi tiền và các chủ nợ khác. Trong giai đoạn này, những ràng buộc với cổ đông trong các ngân hàng phá sản đã khá thành công trong việc đem lại đủ tiền nhằm trả cho những người gửi^[28]. Tuy thế, sau những vụ phá sản liên tiếp của các ngân hàng trong thời Đại suy thoái, hình thức trách nhiệm hữu hạn đã được mở rộng tới các ngân hàng và người ta phải dựa vào bảo hiểm tiền gửi để ngăn làn sóng rút tiền.

Ở Anh, cái chết của hình thức trách nhiệm vô hạn đến sớm hơn với sự sụp đổ của City of Glasgow Bank, ngân hàng lớn thứ ba nước Anh, vào năm 1878^[29]. Hoạt động quản trị ngân hàng này khi đó rất kém và các số liệu thường xuyên bị làm giả. Sau khi một báo cáo tiết lộ những vấn đề nghiêm trọng với các số liệu, các ngân hàng khác ngưng hỗ trợ City of

Glasgow Bank và sau đó ngân hàng này phải đóng cửa. Cũng trong tháng đó, các giám đốc của ngân hàng này bị bắt giữ và kết tội lừa đảo. Rất nhanh chóng, ban lãnh đạo ngân hàng bị đưa ra tòa vào tháng Một năm sau, bị kết án và bỏ tù. Sau đó trách nhiệm chi trả cho những người gửi tiền hoàn toàn thuộc về các cổ đông. Không chỉ các cổ đông cá nhân mà cả những ủy thác viên của các quỹ tư nhân sở hữu cổ phần trong ngân hàng cũng phải chịu trách nhiệm cho thiệt hại của ngân hàng, và 80 phần trăm số quỹ đó rơi vào cảnh phá sản. Số phận của các cổ đông làm dấy lên nỗi lo sợ trong cộng đồng và nhà nước phải ban hành luật cho phép các ngân hàng chuyển sang hình thức trách nhiệm hữu hạn.

Tờ *The Economist* ủng hộ đạo luật này, dẫn giải tình thế khó khăn mà những cổ đông vô tội phải đối mặt: “Khi nhìn vào danh sách cổ đông của phần lớn các ngân hàng, chúng ta có thể thấy rất nhiều - đến mức khó tin - những phụ nữ độc thân hoặc góa chồng, một vài giáo sĩ và linh mục Tin lành, nhân viên thời vụ và nhiều người khác với những công việc khó có thể đem lại nhiều tiền bạc... Trong đó hơn một phần ba là phụ nữ.”^[30] Dù sự phong phú ấy thật đáng ngưỡng mộ so với ngày nay, khi đó nó được coi là bằng chứng cho sự yếm thế của những nhà đầu tư nhỏ. Phụ nữ độc thân, góa phụ cùng các giáo sĩ khó có thể theo dõi và kiểm soát những lãnh đạo ngân hàng. Tới tháng Tám năm 1879, với sự nhanh chóng đáng khen, Đạo luật Ngân hàng và Công ty cổ phần dài hơn ba trang một chút đã được Quốc hội thông qua, trong đó yêu cầu các ngân hàng phải công khai những số liệu đã được kiểm toán và cho phép họ tận dụng lợi thế của hình thức trách nhiệm hữu hạn.

Ngày nay, có lẽ chúng ta khó có thể tưởng tượng được làm thế nào để khôi phục lại hình thức trách nhiệm vô hạn. Tuy thế, hình thức trách nhiệm

hữu hạn trong ngân hàng có vốn chủ sở hữu ít tạo thêm động cơ cho người sở hữu ngân hàng mạo hiểm hơn - “đánh cược trước phục hồi sau” - vì nếu có lợi thì họ được hưởng cả còn nếu thiệt hại thì họ chỉ bị mất một phần. Trong cuộc khủng hoảng, chủ tịch của một trong những ngân hàng lớn nhất nước Anh đã bày tỏ sự bức xúc với tôi khi ông ta phải hoạt động hoàn toàn vì lợi ích của các cổ đông còn lợi ích của những người giữ trái phiếu và người gửi tiền thì bị bỏ mặc. Sau cuộc khủng hoảng, tôi đã hỏi một thành viên cao cấp của Goldman Sachs tại sao ông ta tin rằng cách tiếp cận quản trị rủi ro của ngân hàng mình lại là hình mẫu để người khác làm theo. Câu trả lời rất đơn giản: Goldman Sachs từng là công ty hợp danh trong suốt một thế kỷ, vì thế mỗi đối tác đều có động cơ để giúp theo dõi và quản trị những rủi ro đối với toàn công ty. Đó là một văn hóa đã được giữ lại khi công ty này chuyển sang hình thức trách nhiệm hữu hạn năm 1999. Trong khối ngân hàng đầu tư, hình thức hợp danh cũng có nhiều lợi thế. Người ta thường bất cẩn hơn khi quản lý tiền của người khác so với khi quản lý tiền của chính mình.

Thứ tư, các ngân hàng trung ương có thể bù đắp phần tiền gửi không chi trả được bằng cách cung cấp các khoản vay chính phủ cho những ngân hàng chịu tình trạng rút tiền hàng loạt. Khi ấy ngân hàng trung ương sẽ thực hiện đúng vai trò làm “người cho vay cuối cùng”. Nếu các ngân hàng bị rơi vào làn sóng rút tiền, ngân hàng trung ương có thể tăng thanh khoản để giúp mỗi ngân hàng riêng lẻ đáp ứng được nhu cầu của người gửi tiền cho tới khi cơn hoảng loạn dịu đi và niềm tin trở lại. Và nếu cuộc khủng hoảng chỉ mang tính tạm thời và các ngân hàng không gặp rủi ro vỡ nợ - nghĩa là các tài sản của họ có thể được bán đi sau khi cuộc khủng hoảng kết

thúc để thu lại khoản tiền lớn hơn số tiền nợ - chính sách “người cho vay cuối cùng” này sẽ hoàn thành mục tiêu ổn định hệ thống ngân hàng.

Tăng tính thanh khoản cho hệ thống đã được nhiều nhà kinh tế học, quan chức và chính trị gia coi là câu trả lời cho gần như bất cứ cuộc khủng hoảng tài chính nào. Nhưng để phân biệt đâu là vấn đề thanh khoản, đâu là vấn đề trong khả năng thanh toán nợ không bao giờ dễ dàng. Chỉ trong vài ngày, sự thiếu thanh khoản có thể chuyển thành vấn đề thanh toán nợ. Các ngân hàng sẽ luôn cho rằng những vấn đề của mình hoàn toàn là do thiếu thanh khoản chứ không phải do tài sản bị mất giá. Người ta chỉ có thể phân biệt vấn đề thanh khoản và thanh toán khi xem xét rất kĩ bảng cân đối kế toán của ngân hàng, một điều cực kì khó thực hiện với các nhà chức trách và hoàn toàn bất khả thi với các nhà đầu tư. Tháng Chín năm 2007, phần lớn mọi người nhất trí rằng cuộc khủng hoảng vừa qua hoàn toàn là do thiếu tính thanh khoản. Tuy nhiên, các bằng chứng nhanh chóng chỉ ra vấn đề nằm ở khả năng thanh toán nợ, và giải pháp cho nó sẽ đòi hỏi sự phối hợp giữa ngân hàng trung ương và chính phủ.

Những sai lầm trước cuộc khủng hoảng thuộc về một giai đoạn kiêu ngạo quá mức - chúng ta tin rằng những cuộc khủng hoảng xuất phát từ quá trình dịch chuyển kì hạn và rủi ro ở quy mô lớn sẽ không thể xảy ra trong hệ thống ngân hàng hiện đại. Chúng chỉ xảy ra vào cái thời mà mọi người hãy còn đội mũ cao. Chúng ta không thể nhìn qua bức rèm tài chính hiện đại để thấy rằng bảng cân đối tài chính của rất nhiều ngân hàng đã báo trước một thảm họa tiềm tàng; tỉ lệ đòn bẩy quá cao khiến các ngân hàng không thể chống chịu một sự suy giảm lòng tin dù là nhỏ nhất về giá trị tài sản của ngân hàng. Tuy người ta đã sáng tạo ra rất nhiều giải pháp thông minh trong thế giới tài chính, điểm yếu cố hữu của nó vẫn là tỉ lệ đòn bẩy

quá cao. Các ngân hàng ảo tưởng rằng các khoản tiền gửi vẫn an toàn khi chúng được đầu tư vào các tài sản dài hạn mạo hiểm. Tiền gửi sẽ chịu rủi ro cao nếu thiếu đi lớp đệm vốn chủ sở hữu đủ lớn để giảm ảnh hưởng từ thiệt hại, hoặc nếu không được sự hậu thuẫn ngầm của những người nộp thuế. Việc cố gắng chuyển đổi những tài sản rủi ro thành nợ an toàn thực sự chỉ là một giấc mộng giả kim.

Rủi ro trong hệ thống và tính kết nối

Vì các ngân hàng về bản chất là rất mong manh, không có gì đáng ngạc nhiên khi các cuộc khủng hoảng ngân hàng vẫn xảy ra thường xuyên trong lịch sử. Khi một ngân hàng sụp đổ, nó có thể gây ra những vấn đề nghiêm trọng cho người gửi tiền, chủ nợ và các cổ đông. Nhưng điều thực sự quan trọng với nền kinh tế là độ rủi ro nội tại của tổng thể hệ thống ngân hàng. Rủi ro trên toàn hệ thống không phải là trung bình rủi ro của từng ngân hàng đơn lẻ. Cách đơn giản nhất để hiểu được khái niệm này là xem xét một ví dụ tuy có phần gượng ép nhưng lại rất rõ ràng. Vay ngắn và cho vay dài tạo ra rủi ro. Giả sử có cả thấy một trăm ngân hàng trong nền kinh tế. Ngân hàng thứ nhất nhận tiền gửi không kì hạn (nghĩa là tiền gửi có thể ngay lập tức được quy đổi ra tiền mặt) và đầu tư vào trái phiếu của các ngân hàng khác với kì hạn sáu tháng. Ngân hàng thứ hai phát hành nợ trong đó bao gồm các trái phiếu có kì hạn sáu tháng, sau đó đầu tư vào các trái phiếu ngân hàng có kì hạn mười hai tháng. Quy trình này cứ thế lặp lại. Ngân hàng thứ một trăm phát hành trái phiếu với kì hạn bốn mươi chín năm rưỡi và đầu tư vào các trái phiếu phi ngân hàng với kì hạn năm mươi năm. Các thanh tra ngân hàng được yêu cầu phải đảm bảo mỗi ngân hàng không phải chịu rủi ro dịch chuyển kì hạn lớn quá mức cho phép. Trong ví dụ này, ở mỗi ngân hàng kì hạn vay và cho vay chỉ chênh nhau có sáu

tháng, những người làm luật sẽ báo cáo kết quả rằng các ngân hàng đã tuân thủ đúng những quy định về việc vay nợ ngắn hạn để cho vay dài hạn. Nhưng toàn bộ hệ thống ngân hàng lại đang nhận tiền gửi không kì hạn và đầu tư vào trái phiếu có kì hạn lên tới năm mươi năm. Trong cả hệ thống, sự dịch chuyển kì hạn là rất lớn. Ví dụ này hiển nhiên chỉ là giả định - mặc dù trước cuộc khủng hoảng các ngân hàng thực sự đã giao dịch với nhau theo cách tương tự - nhưng nó đã minh họa rõ ràng sự cần thiết của việc xem xét toàn bộ hệ thống thay vì xét từng ngân hàng đơn lẻ^[31].

Vấn đề của tính kết nối không chỉ giới hạn trong hệ thống ngân hàng. Kể từ cuộc khủng hoảng, người ta cực kì quan tâm đến nhu cầu đòi hỏi các ngân hàng phải phát hành nợ có khả năng giảm thiểu thiệt hại trong thời kì khó khăn mà không cần sự hỗ trợ từ người nộp thuế. Đây chính là cơ sở để kêu gọi các ngân hàng phát hành thêm cổ phiếu hoặc loại trái phiếu được phép chuyển thành cổ phiếu khi gặp phải tổn thất quá nặng. Những đề xuất này có nhiều ưu điểm, nhưng chúng dẫn đến một câu hỏi cực kì quan trọng: người hay tổ chức nào sẽ giữ cổ phiếu và trái phiếu giảm thiểu thiệt hại? Các quỹ hưu trí hay công ty bảo hiểm, những tổ chức đóng vai trò quan trọng trong việc quản lý tiền tiết kiệm của các hộ gia đình, rõ ràng không phải là những tổ chức có khả năng gánh chịu rủi ro của hệ thống ngân hàng. Điều này dẫn chúng ta trở lại với câu hỏi cơ bản về thuật giả kim trong hệ thống ngân hàng - tất cả chúng ta đều muốn tiền gửi phải thật an toàn, nhưng đồng thời cũng muốn tài trợ cho các dự án đầu tư rủi ro. Làm thế nào mà vẽ hình tròn thành hình vuông được đây? Nói cách khác, chúng ta phải nhìn vào tổng thể khối tài chính chứ không chỉ hệ thống ngân hàng chính quy.

Trong giai đoạn trước cuộc khủng hoảng, những tổ chức tài chính mới phát triển tạo nên cái mà chúng ta gọi là hệ thống “ngân hàng ngầm”. Ở Mỹ, họ chiếm tỉ lệ tổng tài sản còn lớn hơn cả khối ngân hàng truyền thống, đặc biệt là trong giai đoạn từ 2002 tới 2007, chủ yếu vì họ không phải tuân thủ các quy định dành cho ngân hàng. “Ngân hàng ngầm” không có định nghĩa rõ ràng, nhưng chắc chắn là nó bao gồm cả các quỹ thị trường tiền tệ - các quỹ tương hỗ phát hành nợ tương đương với các tài khoản tiết kiệm không kì hạn và đầu tư vào các công cụ nợ ngắn hạn như trái phiếu chính phủ Mỹ hoặc thương phiếu.

Quỹ thị trường tiền tệ ra đời ở Mỹ để tránh Đạo luật Q - đạo luật này cho tới năm 2011 đã hạn chế lãi suất mà các ngân hàng có thể đưa ra. Chúng là một phương thức thay thế hấp dẫn cho các tài khoản ngân hàng. Những quỹ tiền tệ kiểu đó - và các chủ nợ của chúng - phải chịu rủi ro cao bởi giá trị các chứng khoán mà họ đầu tư vào rất dễ biến động. Tuy vậy, những nhà đầu tư đã bị thuyết phục rằng khoản đầu tư của mình rất an toàn. Tới khi cuộc khủng hoảng nổ ra, các quỹ này đã có tổng nợ có thể phải trả bất cứ lúc nào lên đến hơn 7 nghìn tỷ USD. Họ cho các ngân hàng vay rất nhiều, cả trực tiếp lẫn qua trung gian.

Vì chúng là một nguồn vốn quan trọng cho hệ thống ngân hàng, Cục dự trữ liên bang đã phải vào cuộc để ngăn chặn sự sụp đổ của các quỹ thị trường tiền tệ mùa thu năm 2008 khi Lehman Brothers phá sản - những lo lắng về khả năng duy trì giá trị của các quỹ này khiến người ta rút tiền ra hàng loạt^[32]. Ở châu Âu và Nhật Bản, quỹ thị trường tiền tệ không phát triển tới quy mô như ở Mỹ vì các ngân hàng được tự do quyết định lãi suất hơn, và kể từ cuộc khủng hoảng, không giống như ở Mỹ, các quỹ này đã phải lựa chọn giữa việc tuân thủ quy định giống như các ngân hàng hoặc

chuyển thành các quỹ tương hỗ chính thống chịu rủi ro trên giá trị khoản tiền của các nhà đầu tư.

Vào một thời điểm nào đó, gần như tất cả các tổ chức tài chính phi ngân hàng đều đã từng được coi là ngân hàng ngầm. Trong một số trường hợp khái niệm này bao gồm cả những tổ chức đặc biệt do ngân hàng sáng lập ra. Những tổ chức này là các pháp nhân, như các công ty trách nhiệm hữu hạn, được sáng lập với mục đích duy nhất là phát hành thương phiếu ngắn hạn có vai trò gần giống như tiền gửi của ngân hàng, sau đó mua các công cụ nợ dài hạn hơn, ví dụ như các gói gồm nhiều khoản vay thế chấp mua nhà do ngân hàng tạo ra^[33]. Về bản chất, chúng là những phần mở rộng của ngân hàng không được ghi trên bảng cân đối kế toán và trong cuộc khủng hoảng, nhiều tổ chức kiểu này đã được tính lại vào báo cáo tài chính của ngân hàng. Các tổ chức như quỹ phòng hộ hay các đơn vị quản lý quỹ cũng có lúc được coi là ngân hàng ngầm. Nhưng vì họ không nhận tiền gửi không kì hạn, việc so sánh họ với các ngân hàng không được thuyết phục lắm. Những thách thức mà ngân hàng ngầm đặt ra là vấn đề quản lý các tổ chức tham gia giả kim ngân hàng, và tôi sẽ trở lại chủ đề này ở **Chương 7**.

Những thủ thuật tài chính cho phép ngân hàng và ngân hàng ngầm tạo ra thêm tài sản gần như không giới hạn. Điều này dẫn tới hai hệ lụy. Thứ nhất, những công cụ mới sẽ được giao dịch chủ yếu giữa những tổ chức tài chính lớn và vì thế hệ thống tài chính lại càng kết nối chặt chẽ hơn. Sự sụp đổ của một công ty sẽ gây ra rắc rối cho các công ty khác. Điều này nghĩa là việc xây dựng tính ổn định của toàn hệ thống bằng cách quản lý các tổ chức đơn lẻ sẽ khó thành công như trước. Giống như trong ví dụ đã miêu tả bên trên, những chênh lệch về kì hạn và rủi ro có thể rộng ra thông qua

chuỗi giao dịch giữa các ngân hàng và ngân hàng ngầm, trong khi chẳng có khoản chênh lệch lớn nào trong từng tổ chức cả. Ngân hàng ngầm tạo rủi ro cho cả khối tài chính cũng nhiều như ngân hàng chính thống. Thứ hai, mặc dù hiện tượng tăng trưởng tài sản sẽ dần trải đều trong toàn hệ thống tài chính, các bảng cân đối tài chính lại không bị giới hạn bởi quy mô của nền kinh tế, vì thế các ngân hàng và ngân hàng ngầm có thể mở rộng với quy mô đáng kể. Khi cuộc khủng hoảng nổ ra năm 2007, không ai biết những ngân hàng nào phải chịu rủi ro lớn nhất. Gần như tổ chức nào cũng bị nghi ngờ, và đó là kết quả của chuỗi hệ lụy mà Bagehot đã miêu tả rất hay như sau:

Thoạt đầu, sự hoảng loạn chồm xuất hiện dưới dạng những cuộc đối thoại vu vơ: “A. B. có còn tốt như hồi trước không?”, “C. D. đã mất tiền chưa?” cùng hàng nghìn câu hỏi khác kiểu đó. Người ta bàn tán về một trăm người, từ đó sẽ có một nghìn người suy nghĩ: “Có phải người ta đang nói về mình không?”, “Xếp hạng tín dụng của mình có còn được như trước không hay kém hơn?” Và khi sự lo lắng tăng lên mỗi ngày, những hoài nghi này trở nên mạnh mẽ và khuếch tán ra; nó lan đến nhiều người hơn, có sức nặng lớn hơn. Tất cả những người có kinh nghiệm khi đó cố gắng “củng cố vị thế” trong giai đoạn đầu của cơn hoảng loạn; họ vay tiền khi vẫn còn có thể; họ đến ngân hàng đưa ra các hối phiếu⁺ để rút tiền trước hạn, những hối phiếu có hạn trong nhiều ngày hoặc nhiều tuần sắp tới. Và nếu người ấy là một khách hàng quen thuộc, ngân hàng sẽ không muốn từ chối vì nếu làm thế người ta sẽ cho là ngân hàng đang thiếu tiền và chuyện này sẽ làm mọi người hoảng sợ^[34].

Phần bù chi phí rủi ro - tỉ lệ lợi nhuận thu lại mà nhà đầu tư đòi hỏi phải cao hơn lãi suất trái phiếu chính phủ cùng kì hạn - trên các khoản vay cho các ngân hàng bất kể lớn bé đều tăng rất mạnh trong cuộc khủng hoảng. Với phần lớn các ngân hàng, phần bù rủi ro trên các khoản nợ không có tài sản đảm bảo (unsecured debts) đã tăng gấp ba vào tháng Mười năm 2008 so với mức đầu năm 2007. Tất cả các ngân hàng, bất kể tính chất hoạt động và quy mô tài chính ra sao, đều bị ảnh hưởng. Thậm chí cho tới nay, phần bù rủi ro vẫn cao hơn so với trước khủng hoảng.

Quy mô khối ngành ngân hàng

Quy mô, độ quy tụ và độ rủi ro của các ngân hàng đã tăng vọt trong vài thế kỷ qua - theo như đã miêu tả bên trên - và hẳn là Bagehot sẽ chẳng thể nhận ra nổi. Khối ngân hàng và tài chính đóng vai trò cực kì quan trọng đối với sự tăng trưởng kinh tế. Nhiều nước nghèo cần khối tài chính phát triển để đất nước có thể đi lên, và nhiều người nghèo trên thế giới sẽ cần được tiếp cận với các hình thức tài chính. Nhưng liệu khối ngành ngân hàng hiện nay có quá lớn?

Quy mô ngành ngân hàng có lợi thế của nó, và không chỉ cho những ngân hàng lớn. Một hệ thống bao gồm vài ngân hàng quốc gia lớn sẽ bền vững hơn một hệ thống có nhiều ngân hàng nhỏ ở địa phương. Trong thập niên 30, nước Mỹ phải chứng kiến sự sụp đổ của khoảng 10.000 ngân hàng - riêng năm 1933 là 4.000 ngân hàng. Chính sự phân chia vùng miền trong ngành ngân hàng Mỹ đã khiến nó dễ bị ảnh hưởng bởi người ta khó có cơ hội bù đắp thiệt hại ở một vùng hoặc một ngành bằng lợi nhuận của vùng hoặc ngành khác. Thiệt hại ở nhiều ngân hàng như vậy đã gây hậu quả nghiêm trọng đối với những công ty nhỏ nói chung và ngành nông nghiệp

nói riêng, làm trầm trọng thêm tình trạng suy thoái trong nền kinh tế. Ngược lại, nước Anh không phải chịu khủng hoảng ngân hàng trong cuộc Đại suy thoái. Một lí do cho việc này là truyền thống phân nhánh của một ngân hàng trên khắp quốc gia khiến cả hệ thống bền vững hơn, và công bằng mà nói thì tình trạng độc quyền nhóm đã làm giảm sức ép cạnh tranh, giúp các ngân hàng không phải quá lo lắng về việc cho vay trong các giai đoạn thuận lợi.

Một lợi ích tương tự của quy mô có thể được quan sát ở Canada, một đất nước có rất ít những cuộc khủng hoảng ngân hàng trong lịch sử^[35]. Canada có ít ngân hàng (cho tới giờ mới chỉ có năm ngân hàng) và không phải là một trung tâm tài chính quốc tế^[36]. Hai yếu tố này lại là lợi thế và là lí do tại sao ngành ngân hàng Canada lại hoạt động tương đối tốt trong cuộc khủng hoảng vừa qua.

Những lợi thế về quy mô đó có liên quan tới cấu trúc ngành ngân hàng và độ quy tụ của nó. Có ba lí do để tin rằng trước cuộc khủng hoảng, khối ngành ngân hàng về tổng thể đã phình to quá mức. Thứ nhất, vì tiền gửi ngân hàng được sử dụng làm tiền tệ, sự sụp đổ của ngành ngân hàng sẽ làm ảnh hưởng đến khả năng trả hóa đơn hoặc nhận lương của mọi người, từ đó làm suy yếu hệ thống thanh toán. Đó là lí do tại sao các chính phủ không muốn để các ngân hàng bị phá sản, trừ các ngân hàng nhỏ. Các ngân hàng, như chúng ta đã thấy, quá quan trọng để sụp đổ. Sự đảm bảo ngầm cho các món nợ của các ngân hàng cũng giống với một khoản trợ cấp: nó cho phép các ngân hàng huy động tài chính với chi phí thấp hơn các tổ chức khác trong khối tư nhân. Người gửi tiền và những người cho ngân hàng vay tiền tin rằng thực chất họ đang cho chính phủ vay^[37]. Niềm tin rằng chính phủ sẽ giải cứu các ngân hàng gặp rắc rối vì chúng quá quan trọng đã dẫn tới

một kiểu trợ cấp ngầm, và kết quả là hệ thống ngân hàng phình to hơn nhu cầu của nền kinh tế.

Thứ hai, nhiều trường hợp về mức lương cao cho nhân viên trong ngành, đặc biệt là các khoản thưởng, không phản ánh hiệu quả tăng lên mà chỉ là hành vi thu hút nhân lực. Nói cách khác, mức lương đó cao hơn mức cần thiết chỉ để thuyết phục mọi người vào làm việc trong ngành mà thôi. Các thị trường tài chính là nơi mà sự cố chấp và lòng tham tìm được tiếng nói chung. Nhiều giao dịch bằng những công cụ tài chính phức tạp chỉ có lợi cho một bên - bên thông minh hơn kiếm tiền từ bên kém thông minh bằng. Những hoạt động này thu hút tài năng từ những ngành nghề có giá trị cao cho xã hội, như giáo dục, sang ngành tài chính, nơi lợi ích cá nhân thường vượt xa lợi ích xã hội.

Thứ ba, vốn tài chính bị hút vào ngành này vì người ta tin rằng có thể kiếm được lợi nhuận cao. Đôi khi những con số bị thổi phồng, đặc biệt là trên các hợp đồng tài chính dài hạn. Như đã nhắc tới ở trên, một cách lợi dụng thông lệ kế toán đối với các công cụ phái sinh và những giao dịch phức tạp là tính giá trị hiện tại của các dòng tiền trong tương lai vào mức thu nhập hiện tại, mặc dù họ vẫn chưa hề nhận được nó. Một số phương pháp kiểu này khiến tôi nhớ lại việc các câu lạc bộ bóng đá bán khoản tiền bán vé vào cổng và vé cả mùa trong tương lai cho các nhà đầu tư bên ngoài rồi ghi con số đó vào phần tiền để tiêu dùng hiện tại. Phương pháp biến dòng lợi nhuận tương lai thành giá trị vốn hóa hiện tại là một trong những cách mà Enron, công ty năng lượng Mỹ phá sản vào tháng Mười hai năm 2001, đã đánh lừa thị trường^[38]. Việc thổi phồng mức lợi nhuận của các giao dịch phức tạp bằng các phương pháp kế toán đã khiến các ngân hàng mạnh tay hơn trong việc sử dụng vốn.

Vì những lí do đó, khi cuộc khủng hoảng nổ ra, các ngân hàng đã phát triển tới quy mô lớn đến mức nếu bắt họ phải tuân theo những quy luật của thị trường, rủi ro cho cả hệ thống sẽ là rất cao vì khối ngành này không còn kiểm soát được các hoạt động của mình trên thị trường nữa (có thể thấy trong những vụ bê bối tại những ngân hàng lớn), và họ cũng không phải tuân theo những quy trình pháp luật cần thiết do những lo sợ về hậu quả của sự sụp đổ của chúng trong toàn bộ hệ thống tài chính. Các ngân hàng đã phát triển đến mức quá lớn để sụp đổ, quá lớn để điều khiển và quá lớn để bỏ tù. Ở một số nước, quy mô của ngành ngân hàng đã tăng lên tới mức nhà nước phải hy sinh độ đáng tin về tài chính của mình nhằm cung cấp các gói cứu trợ - ví dụ như ở Iceland và Ireland - và điểu này suýt nữa đã xảy ra ở Thụy Sĩ và Anh. Số phận của Ngân hàng Scotland (năm 2001 chuyển thành HBoS) và Royal Bank of Scotland, hai ngân hàng thành lập năm 1695 và 1727, đã chỉ ra vấn đề trong ngành ngân hàng khối Liên hiệp Anh. Từ năm 2000 đến 2008, cho vay thế chấp bất động sản thương mại không đảm bảo của HBoS tăng 600 phần trăm, dẫn đến thiệt hại tiềm tàng cực lớn nếu giá tài sản giảm đi. Tỷ lệ cho vay thế chấp bất động sản thương mại không đảm bảo của RBS cũng tăng rất nhanh ở mức 21 phần trăm mỗi năm. Sự mong manh của bảng cân đối kế toán của RBS lại càng tăng thêm sau vụ sáp nhập không đúng lúc với ngân hàng Hà Lan ABN Amro vào mùa thu năm 2007. Cả hai ngân hàng này đã phải nhận tiền giải cứu thông qua Ngân hàng Anh Quốc và chính phủ năm 2008. Hàng triệu hành khách ở châu Âu khi đến cửa ra máy bay có ghi chữ RBS sẽ không nhớ đến sự thành công của ngành ngân hàng Anh mà là về những thất bại của nó.

Năm 2008, quá nhiều ngân hàng đối mặt với những thảm họa chực chờ nổ ra. Khi hệ thống ngân hàng rơi vào khủng hoảng tháng Chín năm đó, ngay cả việc bơm tiền và vốn hàng loạt từ phía nhà nước cũng không thể ngăn được sự giảm sút lòng tin và sản xuất nghiêm trọng khắp thế giới. Vì vậy, điều quan trọng là chúng ta phải tìm ra câu trả lời cho câu hỏi làm thế nào để khiến hệ thống ngân hàng trở nên an toàn hơn.

Những cố gắng liên kết quá trình tạo ra tiền dưới dạng tiền gửi ngân hàng với việc đầu tư dài hạn mạo hiểm có vẻ hấp dẫn trong giai đoạn bình thường vì thuật giả kim ấy đã che giấu đi chi phí thực của phương pháp này. Chỉ khi sự mong manh nội tại của hệ thống bị cuộc khủng hoảng làm lộ ra thì các chi phí ấy mới hiện rõ. Trong giai đoạn khủng hoảng, nhu cầu có một nguồn dự trữ sức mua an toàn dưới dạng tiền tệ có thể tăng lên rất mạnh và đột ngột. Nhưng các ngân hàng và thậm chí cả các chính phủ cũng không thể tạo ra các tài sản an toàn. Để hiểu được nhu cầu cần có tài sản an toàn và mức độ mà hệ thống ngân hàng hiện tại của chúng ta có thể đáp ứng nhu cầu ấy, chúng ta cần phân tích sâu hơn bản chất của sự bất định.



ĂN SỞ ĐỘT BIẾN: MỤC ĐÍCH CỦA THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

Cái ta không biết chính là cái duy nhất ta biết

Cái ta sở hữu là cái ta không sở hữu

Nơi ta đang ở thì ta lại không hề ở đó.

T.S. Eliot, Bài thơ “East Coker” trong tập thơ *The Four Quartets*

“Bạn phải lường trước những đi ầu bất ngờ.”

Paul Lambert, Huấn luyện viên CLB Aston Villa trong một buổi họp báo

22-11-2013

Liệu chúng ta có khả năng lường những đi ầu bất ngờ?^[1] Năm 1998, quỹ phòng hộ Long-Term Capital Management (LTCM) phá sản, mặc dù đội ngũ quản lý cấp cao của nó có hai người từng đoạt giải Nobel Kinh tế là Myron Scholes và Robert Merton, cùng một chuyên gia lão luyện trên thị trường tài chính là John Meriwether. Chiến lược ban đầu rất thành công của họ là tạo ra một quỹ có đòn bẩy lớn nhằm mua thật nhiều một loại tài sản nào đó rồi bán đi một khoản lớn tương tự một tài sản hơi khác một chút (ví dụ trái phiếu chính phủ có kì hạn hơi khác) để khai thác những bất thường trong cách định giá các tài sản đó. Lợi nhuận từ mỗi giao dịch là rất nhỏ nhưng khi tiến hành với quy mô đủ lớn thì chúng đem lại lợi nhuận khổng lồ.

Việc lựa chọn tài sản được dựa trên những phân tích phức tạp các số liệu tần suất cao trong suốt một thập kỉ hoặc hơn. Tuy thế, các số liệu dù nhiều vẫn chỉ bao quát một giai đoạn ngắn trong lịch sử, và khi một sự kiện hiếm gặp nhưng quan trọng xảy ra - vụ vỡ nợ của Nga và việc phá giá đồng rúp mùa hè năm 1998 - những số liệu trong quá khứ không còn đáng tin cậy trong việc dự đoán lợi nhuận trên tài sản nữa. LTCM phá sản. Ban quản lý của nó khi đó cho rằng nếu có đủ thời gian họ sẽ có thể khắc phục thiệt hại để trở lại hoạt động sinh lời, và bây giờ nhìn lại thì đúng là như vậy. Nhưng nếu bạn bắt đầu với danh sách đầu tư có giá trị âm, bạn phải thuyết phục được các chủ nợ cho mình tiếp tục. Thường trong những trường hợp này, các chủ nợ sẽ ngưng đầu tư. Bài học rút ra là chẳng có phân tích số liệu phức tạp nào có thể bì được với kinh nghiệm lịch sử rằng “chuyện gì cũng có thể xảy ra”. Cốt lõi của kinh tế vĩ mô hiện đại vẫn là sự ảo tưởng rằng chúng ta có thể giới hạn sự bất định bằng các phương thức toán học dựa trên những xác suất biết trước. Để hiểu và chống chịu được những đợt suy thoái, chúng ta cần có một cách hiểu khác về sự bất định.

Ảo tưởng về sự chắc chắn

Rủi ro, may mắn, số phận, sự bất định, lí thuyết xác suất - chúng ta đã đặt ra vô số cái tên cho trò chơi may rủi. Phần lớn những quyết định trong cuộc sống đều có rủi ro. Đôi khi chúng ta tìm đến nó, ví dụ như lúc đánh cược trong giải đua ngựa Grand National hay trong giải Super Bowl, và đôi khi chúng ta phòng tránh nó, ví dụ như việc bảo hiểm nhà mình trong trường hợp bị cháy. Việc tính toán nên chơi quân bài nào có thể là một thú vui trong một ván bài bridge nhưng lại là một gánh nặng trong cuộc sống. Chúng ta chấp nhận thực tế rằng thần may mắn có một vai trò nhất định trong cuộc sống của mình. Nhưng chúng ta vẫn bám riết vào “ảo tưởng về

sự chắc chắn” trong các vấn đề liên quan tới tiền bạc. Nhu cầu dự báo kinh tế là vô tận. Báo chí và truyền hình thì sẵn lòng đưa ra những dự báo mới nhất, ví dụ về tổng thu nhập quốc gia, với độ chính xác chẳng ai tin nổi và vượt luôn khả năng tính toán của các chuyên gia số liệu. Cuối mỗi năm các giải thưởng lại được trao tặng cho những người dự báo đúng nhất. Việc này cũng giống như trao Huy chương Fields của môn toán học cho người trúng giải độc đắc xổ số quốc gia vậy.

Không nhà dự báo kinh tế nào bì được với Edmund Halley, người vào năm 1682 đã tính toán và khẳng định rằng ngôi sao chổi xuất hiện trên bầu trời năm ấy sẽ trở lại bảy mươi sáu năm sau. Sao chổi ấy đã quay lại thật - vào Giáng sinh năm 1758. Rất may là độ dài chu kỳ kinh tế - thời gian phát triển và suy thoái của nền kinh tế trước khi trở về mức độ sản xuất và làm việc bình thường - ngắn hơn chu kỳ xuất hiện của sao chổi Halley - mặc dù nếu cứ tăng lên với tốc độ hiện nay thì có khi đi đầu này cũng chẳng còn đúng nữa. Nhưng Halley có thể dựa trên các định luật khoa học; trong khi đó những dự đoán kinh tế tự thân chúng đã kém chính xác hơn vì chúng dựa vào hành vi của con người.

Mặc dù những mô hình dự đoán kinh tế đã tỏ ra kém hiệu quả hết lần này đến lần khác, người ta vẫn khẳng định rằng có một “mô hình” kinh tế có thể dự đoán chính xác, miễn là ta tìm ra nó. Trong những lần báo cáo cho Ủy ban thanh tra tài chính (Treasury Select Committee) ở Hạ viện, thỉnh thoảng tôi sẽ trả lời câu hỏi bằng: “Tôi không biết, tôi đâu có quả cầu tiên tri đâu.” Câu trả lời này khiến các thành viên của Hạ viện rất tức giận. Họ cho rằng công việc của tôi là nhìn vào một quả cầu thủy tinh và nói cho họ biết tương lai. Bất cứ nỗ lực nào nhằm giải thích rằng chẳng ai có thể đoán trước tương lai đâu rất khó tin đối với họ. Ngày xưa, lang băm bán

thuộc còn những nhà chiêm tinh bán những dự đoán. Ngày nay thêm vào đội ngũ đó, chúng ta còn có các nhà kinh tế bán những dự đoán của mình. Điều này phản ánh khao khát có được sự chắc chắn tuy vô lí nhưng lại rất dễ hiểu tại sao.

Tại sao chúng ta không muốn thừa nhận rằng tương lai nằm ngoài tầm kiểm soát của chúng ta? Việc không thừa nhận vai trò của rủi ro phản ánh sự thật rằng rất nhiều người trong chúng ta cảm thấy khó chịu với những báo cáo xác suất chính quy. Lí thuyết xác suất là một phát minh tương đối mới trong lịch sử, bắt đầu từ thời phục hưng trí tuệ khoảng những năm 1660, thời của những vĩ nhân như Blaise Pascal, Gottfried Leibniz, Christiaan Huygens và nhiều người khác. Mặc dù đã có nhiều tiến bộ kể từ thời đó, lí thuyết xác suất vẫn dễ gây bối rối và thường bị lãng tránh. Các chương trình dự báo thời tiết ở Anh ít khi sử dụng ngôn ngữ xác suất mà các nhà khí tượng vẫn dùng. Giáo sư Gerd Gigerenzer - một nhà tâm lí học, Giám đốc của Học viện Phát triển con người Max Planck ở Berlin và là người nghiên cứu những quá trình thần kinh đằng sau quá trình đưa ra quyết định của con người, đã minh họa trong các nghiên cứu của mình rằng các bác sĩ, luật sư và người làm các ngành nghề khác có hiểu biết rất hạn hẹp về xác suất^[2]. Khi cuộc khủng hoảng vừa nổ ra tháng Tám năm 2007, Giám đốc tài chính của Goldman Sachs là David Viniar đã nói rằng những thiệt hại của một trong những quỹ phòng hộ của công ty cho thấy “chúng ta đang nhìn thấy những biến động với độ lệch chuẩn trước đó là 25 trong vài ngày liền”^[3]. Đó hẳn là một trường hợp rất cực đoan, vì những biến động như thế có xác suất xảy ra không tới một lần trong mười ba tỉ năm, tức khoảng thời gian kể từ khi vũ trụ ra đời đến bây giờ!

Trong những giai đoạn thực sự bất định, ngay cả những chuyên gia tài chính dày dạn nhất cũng bối rối. Đi ngược lại với khẩu hiệu “Vận may không làm người ta thông thái hơn” của Seneca⁺, những hiệu sách ở sân bay vẫn tiếp tục chất đống những đầu sách dạy làm giàu của những nhà đầu tư và khởi nghiệp thành công; họ tự tin rằng những gì mình có được là kết quả của sự sắc sảo tài chính chứ không phải do may mắn. Matthew Syed, một cựu vận động viên bóng bàn quốc tế, cho rằng những thành công trong thể thao phản ánh việc luyện tập nhiều hơn năng khiếu - kết quả của việc “đánh một triệu cú”^[4]. Quan điểm của ông được nhiều người khen ngợi, một phần vì nó cho chúng ta cảm giác rằng mình có thể đi đâu khiên được vận mệnh. Hiển nhiên việc luyện tập là cực kì quan trọng trong quá trình vươn tới thành công, nhưng theo Ed Smith, nhà văn và cũng là cựu tuyển thủ cricket Anh, cơ hội hay thậm chí là vận may đóng vai trò rất lớn trong cả sự nghiệp thể thao lẫn cuộc sống riêng - “chuyện gì cũng có thể xảy ra”^[5]. Khát vọng nắm chắc tương lai và kiểm soát vận mệnh của mình là một đặc điểm đã bám rễ rất sâu trong con người.

Những khó khăn trong việc đối mặt với sự bất định và khát vọng muốn kiểm soát cuộc đời mình dẫn chúng ta tới những quyết định có phần vô lí. Sau vụ khủng bố tại New York ngày 11 tháng Chín năm 2001, nhiều người Mỹ không đi máy bay một thời gian mà chuyển sang đi ô tô. Lượng phương tiện trên các cao tốc liên bang tăng 5 phần trăm trong ba tháng sau vụ tấn công, và phải mất một năm sau giao thông mới trở lại bình thường. Trong giai đoạn đó, khoảng 1.600 người Mỹ đã thiệt mạng trong các vụ tai nạn giao thông do chuyển từ đi máy bay sang đi ô tô, bằng 50 phần trăm số người chết trong chính vụ khủng bố ngày 11/9 đó^[6]. Những hành vi như vậy có vẻ vô lí. Sau vụ khủng bố, an ninh hàng không được thắt rất chặt.

Nhưng làm sao con người có thể đánh giá được rủi ro của việc đi máy bay trong một thế giới với những ẩn số mới? Họ chọn một phương tiện di chuyển do chính mình kiểm soát, mặc dù hóa ra nó lại nguy hiểm hơn.

Thích nghi với những đi đầu vô định không lường hóa được là một thách thức về mặt tinh thần. Chúng ta đánh liều tin tưởng vô đi đầu kiện những chuyên gia khi họ tuyên bố có thể đoán chắc tương lai. Chúng ta phụ thuộc vào những số liệu quá khứ. Nếu giá nhà đã tăng mỗi năm trong một thời gian dài, chúng ta thường kết luận là chúng sẽ tiếp tục tăng^[7]. Niềm tin kiểu đó có thể khiến giá cả tiếp tục tăng lên tới khi một sự kiện bên ngoài nào đó khiến chúng ta phải đối mặt với sự thật. Phần lớn những phân tích số liệu trong kinh tế học - các phương pháp kinh tế lượng - dựa trên giả định rằng những xu hướng trong quá khứ sẽ tiếp tục diễn ra trong tương lai bởi “mô hình” đem lại số liệu kinh tế vẫn không đổi. Nhưng nếu mô hình đó không chính xác, những xu hướng đã quan sát được sẽ không thể dự đoán tương lai, như trường hợp của quỹ LTCM. Dù là giá nhà hay bất cứ tài sản nào khác thì nếu tính theo mức thu nhập, chúng cũng không thể tăng lên mãi được. Việc không hiểu rõ bối cảnh của những mối liên hệ quan sát được sẽ dẫn tới những kết luận sai lầm. Lãi suất thực dài hạn giảm dần kể từ năm 1990 luôn dễ dẫn tới hiện tượng tăng giá nhà và các tài sản khác. Nhưng việc giảm lãi suất đó không thể tiếp diễn mãi được. Tương tự, trước cuộc khủng hoảng, các ngân hàng có vẻ khỏe mạnh về tài chính và thu hút đầu tư rất dễ dàng, thế rồi bỗng nhiên họ lại không làm được đi đầu đó nữa. Thật khó để thích nghi với sự phức tạp của thế giới, và thế là chúng ta trở thành con mồi cho sự ảo tưởng về sự chắc chắn. Một ví dụ về thị trường chứng khoán sẽ minh họa cho vấn đề này.

Thị trường chứng khoán rất bất ổn và cực khó dự đoán trong ngắn hạn, nếu không nói là bất khả thi. Khi bắt đầu một tuần mới, xác suất thị trường tăng điểm trong tuần ngang với xác suất giảm điểm. Vậy nên nếu tôi đoán đúng hướng đi của thị trường năm tuần liên, hẳn các bạn sẽ nghĩ rằng tôi biết gì đó mà bạn không biết. Hẳn là các bạn sẽ rất sẵn lòng đăng kí sử dụng dịch vụ đầu tư có thành tích tốt như thế. Làm thế nào mà một người có thể tạo ra ảo tưởng về khả năng tiên đoán như vậy? Hãy chọn sáu nghìn cái tên và địa chỉ trong danh bạ của thành phố London hoặc New York. Hãy chia những cái tên này thành hai nhóm, sau đó với nhóm đầu tiên hãy gửi cho họ một lá thư dự đoán thị trường sẽ tăng điểm tuần sau. Với nhóm thứ hai, hãy gửi thư dự đoán thị trường giảm điểm. Tới cuối tuần, hãy giữ khoảng ba nghìn cái tên nhận được dự đoán đúng và bỏ đi những tên còn lại. Chia nhóm này thành hai nhóm nhỏ hơn. Với nhóm thứ nhất, hãy dự đoán thị trường tăng điểm, còn với nhóm thứ hai thì dự đoán thị trường giảm điểm. Hãy lặp lại quy trình này trong năm tuần, khi đó sẽ có khoảng 200 người mà ta có thể gửi thư thông báo là: “Có lẽ bạn đã rất hoài nghi khi nhận được lá thư đầu tiên của chúng tôi, nhưng giờ chắc là bạn đã hiểu ra rằng chúng tôi đã tìm được bí quyết dự đoán xu hướng của thị trường chứng khoán. Bạn đã thấy tận mắt phương pháp của chúng tôi hiệu nghiệm như thế nào. Để đăng kí sử dụng dịch vụ của chúng tôi, hãy gửi ngay 5.000 bảng.”

Nhà xuất bản của tôi đã khẳng định buộc tôi phải nói rõ rằng mình không khuyến khích bất cứ độc giả nào làm như trên. Nhưng ví dụ này đã cho thấy việc đánh giá kết quả phụ thuộc rất nhiều vào mức độ thông hiểu bối cảnh trong đó những quan sát được đưa ra. Trong các trường hợp phức tạp, điều này đòi hỏi bạn phải hình dung ra rất nhiều thứ. Mong muốn có

được sự chắc chắn về tương lai và niềm tin vào sự chắc chắn đó rất quyến rũ và nguy hiểm. Khát vọng tìm ra căn nguyên của những sự kiện mà thoát nhìn có vẻ khó giải thích khiến người ta dễ bị lừa tin vào một câu chuyện giả mạo vì không hiểu rõ bối cảnh dẫn đến kết luận. Đối mặt với sự bất định không hề đơn giản, ngay cả với những chuyên gia được đào tạo bài bản nhất. Đúng như Voltaire đã nói, “Hoài nghi không phải là một trạng thái dễ chịu, nhưng nó là một trạng thái kì quặc.”^[8]

Hai loại bất định

Để hiểu được tương lai bất định, chúng ta nên sử dụng cách phân biệt giữa rủi ro và sự bất định mà nhà kinh tế người Mỹ Frank Knight đề ra năm 1921^[9]. Rủi ro liên quan tới các sự kiện, ví dụ như nhà bạn bị cháy, trong đó chúng ta có thể xác định chính xác bản chất của những kết quả trong tương lai và đặt ra xác suất xảy ra những kết quả đó dựa trên kinh nghiệm trong quá khứ. Với rủi ro, chúng ta có thể viết hợp đồng ghi rõ các khả năng có thể xảy ra và quyết định xem chúng ta sẵn sàng trả bao nhiêu tiền để bảo hiểm những trường hợp đó. Nhiều sự kiện ngẫu nhiên có hình thức là rủi ro, và vì thế có hẳn một ngành công nghiệp lớn cung cấp dịch vụ bảo hiểm cháy nổ, trộm cắp, tai nạn và nhân thọ. Ấn số ngược lại chỉ liên quan tới các sự kiện mà chúng ta không thể định nghĩa hay hình dung tất cả những khả năng có thể xảy ra, và vì vậy không thể xác định được xác suất xảy ra. Những sự kiện kiểu đó không thể đề phòng, và nhiều sự kiện không thể đoán trước cũng có hình thức này. Một nền kinh tế tư bản nghĩ ra những ý tưởng trước đó không thể tưởng tượng nổi, hay những sản phẩm và công nghệ mới. Ví dụ, một người bạn quyết định sáng lập một công ty phần mềm và muốn mời ta làm nhà đầu tư. Khi đó, ta khó có thể đánh giá

được giá trị của phần mềm và không thể xác định được xác suất thành công hay thất bại của nó.

Sự khác biệt giữa rủi ro và ỉn số có thể được minh họa bằng cái chết của con người. “Trên thế giới này, không gì là chắc chắn ngoại trừ cái chết và thuế”, Benjamin Franklin đã viết như vậy vào năm 1789. Tuy thế, rõ ràng là có sự bất định rất lớn về cả thời điểm chúng ta chết và khoản tiền thuế ta cần đóng góp để chính phủ trả lương hưu cho mình. Rủi ro tuổi thọ - xác suất chết ở các lứa tuổi khác nhau - có thể được đánh giá bằng cách quan sát trải nghiệm của những người khác. Ở Anh và Wales năm 2012, tuổi qua đời phổ biến nhất của phụ nữ là tám mươi bảy, nhưng dĩ nhiên phần lớn qua đời ở các độ tuổi khác nhau. Vì tỉn suất qua đời ở các lứa tuổi khác nhau là có thể quan sát được, rủi ro cá nhân - rằng chúng ta sẽ mất sớm hay muộn hơn mức trung bình - có thể được đề phòng bằng bảo hiểm nhân thọ trong trường hợp qua đời sớm hơn hoặc niên kim trong trường hợp qua đời muộn hơn.

Tuy thế cũng có những ỉn số thực sự hay “đột biến” về tuổi thọ trung bình của các thế hệ khác nhau. Tuổi thọ trung bình đã tăng lên theo thời gian, trong đó tỉ lệ tử vong sơ sinh ở thế kỷ XX đã giảm hẳn và tỉ lệ tử ở các lứa tuổi sau đó cũng giảm theo. Một phụ nữ sáu mươi tuổi năm 1902 được dự đoán có thể sống thêm mười bốn năm rưỡi nữa theo tỉ lệ tử năm đó. Tới năm 2012, dự đoán này đã tăng lên đến hơn hai mươi lăm năm. Những thay đổi về tuổi thọ trung bình đã trở nên khó đoán hơn. Năm 1798, giáo sĩ và học giả người Anh là Thomas Malthus đã viết rằng: “Nói đến độ dài cuộc đời con người, từ xưa đến nay vẫn chưa hề có dấu hiệu chắc chắn nào dù là nhỏ nhất cho thấy nó đang dài ra”^[10]. Kinh nghiệm đó hóa ra lại không dự đoán được tương lai^[11]. Năm 1798, tuổi thọ trung bình ở Anh là

khoảng bốn mươi. Ngày nay con số đó đã vượt quá tám mươi và với phụ nữ thì còn cao hơn. Chúng ta không thể biết tuổi thọ sẽ thay đổi thế nào trong tương lai. Những tiến bộ về y học, đặc biệt là trong lĩnh vực nghiên cứu tế bào gốc, có thể tăng tuổi thọ đột biến, hoặc các loại bệnh truyền nhiễm nào đó có thể gây ra hiệu ứng ngược lại. Khả năng xét đoán mới là chìa khóa để đánh giá những thay đổi trong cả tuổi thọ con người và các biến số kinh tế xã hội.

Các nhà kinh tế học thường nghĩ tới rủi ro nhiều hơn là ẩn số đột biến. Họ coi tương lai là một trò chơi may rủi trong đó chúng ta đã biết hết các khả năng có thể xảy ra và xác suất của từng khả năng một, mặc dù chúng ta không thể biết chính xác mỗi lần đổ sẽ được bao nhiêu điểm. Trong thế giới đó, vì tất cả những khả năng trong tương lai đều xác định, trên lý thuyết chúng ta có thể tổ chức cuộc đấu giá khổng lồ đã nói đến trong **Chương 2**, qua đó đưa ra những quyết định hiệu quả về việc sản xuất và tiêu dùng^[12]. Mặc dù một cuộc đấu giá kiểu đó dĩ nhiên không thể được tổ chức trong thực tế, điểm yếu thực sự của mô hình đấu giá ấy lại quan trọng hơn nhiều. Nếu chúng ta không thể hình dung ra những hàng hóa và dịch vụ tồn tại trong tương lai hoặc không thể dự đoán tất cả những khả năng có thể xảy đến với mình, khi đó ta cũng không thể xác định các thị trường cần thiết cho buổi đấu giá. Ẩn số đột biến đã khoan một lỗ trống lớn vào khía cạnh thị trường đầy đủ và cạnh tranh của mô hình đấu giá. Ngay cả khi các thị trường hiện tại thỏa mãn yêu cầu cạnh tranh, nhiều thị trường quan trọng cho các hàng hóa và dịch vụ trong tương lai vẫn chưa ra đời. Khi IBM tung ra sản phẩm máy tính cá nhân (còn gọi là “PC”) năm 1981, chưa hề có thị trường cho các sản phẩm mà sau này sẽ thay thế nó như laptop hay máy tính bảng. Cả nhà sản xuất lẫn người tiêu dùng đều không thể biết

mình có những lựa chọn nào trong tương lai, và vì thế họ không thể định rõ mình thích gì trong những thị trường có thể ảnh hưởng đến quyết định đầu tư. Đơn giản vì những thị trường đó chưa hết ồn tại. Và cuộc đời sẽ thật nhàm chán nếu chúng ta có thể tưởng tượng ra hết mọi thứ trong tương lai. Ẩn số đột biến chính là gia vị cho cuộc sống.

Những chiến lược thích nghi hợp lí với ẩn số

Trong một thế giới chỉ có rủi ro thuần túy, nơi chúng ta có thể liệt kê những khả năng có thể xảy ra trong tương lai và gán cho chúng một xác suất, các nhà kinh tế có một quan điểm truyền thống về những hành vi được coi là hợp lí - mô hình mà họ gọi là “tối ưu hóa”. Theo quan điểm này, đầu tiên từng cá nhân đánh giá các khả năng trong tương lai dựa trên ảnh hưởng của nó

tới cuộc sống của mình (còn gọi là “lợi ích”), sau đó so sánh các lợi ích với nhau dựa trên xác suất xảy ra, từ đó tính ra lợi ích trung bình hoặc mức lợi ích kì vọng từ một tập hợp các hành động. Mọi người được mặc định là sẽ lựa chọn phương án hành động (ví dụ hôm nay cần tiết kiệm bao nhiêu) dẫn tới mức lợi ích cao nhất^[13]. Những hành động tối ưu hóa đó trong một thế giới chỉ có rủi ro thuần túy đã chứng minh sự hữu hiệu trong việc phân tích những tác động từ những hành động can thiệp của chính phủ trong thị trường và bảo hiểm để phòng những rủi ro đã biết. Lựa chọn các mẫu xe khác nhau, làm việc bao nhiêu tiếng, trả bao nhiêu tiền bảo hiểm để phòng các khả năng có thể xác định - tất cả những quyết định kiểu đó có thể được phân tích một cách hoàn hảo dựa trên lí thuyết chính thống về rủi ro kinh tế và quan điểm tối ưu hóa truyền thống của các nhà kinh tế học. Giống như quyền lực của các ngành khoa học xã hội trong thời kì thuộc địa, kinh tế

học ngày nay đã vươn tới những lí thuyết về quy luật hôn nhân, li hôn và nuôi con. Tuy thế, điều đáng kinh ngạc là những phân tích đó chủ yếu chỉ phân tích những lựa chọn kinh tế có rủi ro chứ không phải ẩn số^[14].

Người bảo vệ lí thuyết hành vi tối ưu mạnh mẽ nhất là Milton Friedman vào năm 1953, khi ông so sánh cách mọi người đưa ra những quyết định kinh tế với một người chơi bi-da hoặc snooker tuy không hiểu gì về lí thuyết cơ học của Newton nhưng vẫn chơi tốt^[15]. Luận điểm “như thế” này rất thuyết phục với các nhà kinh tế vì trong đó mọi người hành động như thể họ đã thực hiện những phép tính vô cùng phức tạp - như thể họ là những chiếc máy tính chơi cờ vua. Nhưng chúng ta biết khi máy tính chơi cờ vua, chúng suy nghĩ khác hẳn với con người. Máy tính thực hiện hàng triệu phép tính, trong khi con người thì dùng trực giác để phán đoán. Đó là lời cảnh báo về những giới hạn của các phép tính kinh tế, vốn là nền tảng của lí thuyết kinh tế học truyền thống. Khả năng tính toán của con người là có hạn, nhưng khả năng suy nghĩ rộng của con người lại rất phát triển. Con người giỏi hơn máy tính trong việc nhận diện khuôn mặt. Phần lớn các đồng nghiệp nghiên cứu kinh tế học của tôi đã tìm ra những ý tưởng sâu sắc nhất thông qua trực giác, sau đó sử dụng các chứng cứ toán học để cho người khác thấy tại sao trực giác đó là đúng. Nhưng những ý tưởng ban đầu không đến từ việc tính toán.

Có vẻ như các vận động viên cricket và bóng chày cũng giống nhau. Nếu tính toán giống như người chơi bi-da, những người bắt bóng sẽ dựa theo các quy luật cơ học của Newton, quan sát đường bóng bay, tính xem nó rơi ở đâu rồi chạy thẳng đến đó đứng yên bắt bóng. Những quan sát tỉ mỉ trên video cho thấy cả vận động viên cricket lẫn bóng chày đều không làm vậy^[16]. Thay vào đó, dường như họ đều làm theo một quy tắc chung

khá đơn giản: quan sát bóng và giữ cho góc giữa nó và chân trời không đổi^[17]. Theo quy tắc này người bắt bóng sẽ không chạy thẳng mà theo một đường vòng rồi bắt bóng trong khi đang chạy. Quy luật hành vi này đúng như những gì xảy ra trong video. Hành vi tối ưu hóa truyền thống được thay bằng một quy tắc chung đơn giản dễ làm theo mà lại không bị tác động bởi những yếu tố phức tạp như gió xoáy, ma sát của trái bóng trong khí quyển. Quy luật này đơn giản được rút ra từ kinh nghiệm thực tiễn.

Khái quát hơn, trong một thế giới t ần tại ẩn số đột biến mà ở đó chúng ta không thể tính toán “lợi ích kì vọng” của một hành động, hành vi tối ưu hóa cũng không thể t ần tại. Điểm cốt lõi của ẩn số đột biến là chúng ta không biết chuyện gì sẽ xảy ra trong tương lai, và giả vờ như mình biết cũng chẳng ích gì. Suốt cuộc đời mình, John Maynard Keynes đã hoàn toàn tin rằng ẩn số đột biến là động cơ thúc đẩy những hành vi trong nền kinh tế tư bản. Ông đã giải thích, dựa trên quy tắc phân biệt của Knight về hai loại bất định, rằng có một sự khác biệt cơ bản giữa trò roulette hay việc dự báo thời tiết với nguy cơ chiến tranh hoặc quy mô những phát minh mới. Về những thứ ở vế sau, ông đã viết: “Trong những vấn đề này, ta không thể dựa trên khoa học để tính toán xác suất. Đơn giản là chúng ta không biết gì về chúng.”^[18]

Ngôn ngữ tối ưu hóa rất hấp dẫn. Nhưng con người chỉ thích nghi chứ không tối ưu hóa. Họ phản ứng và thích nghi với hoàn cảnh mới, những kích thích mới và những thách thức mới. Tuy thế khái niệm thích nghi không có nghĩa là con người hành động phi logic. Ngược lại, thích nghi là một hình thức phản ứng hoàn toàn logic khi họ nhận thức được rằng thế giới luôn bất định. Chúng ta không nhất thiết phải gạt bỏ những giả định thông thường của kinh tế học rằng con người luôn muốn tiêu dùng nhiều

hơn hay thu được nhiều lợi nhuận hơn, và những quyết định của con người thường nhất quán^[19]. Sức mạnh của kinh tế học, với tư cách là một môn khoa học xã hội, nằm trong niềm tin rằng con người sẽ cố gắng cư xử sao cho hợp lí. Thách thức ở đây là khám phá ra một người đầy đủ lí trí sẽ thích nghi với ẩn số đột biến như thế nào. Con người không hề ngu ngốc. Chỉ là trong một thế giới bất định đột biến, ngay cả những người thông minh cũng không biết phải hành động thế nào cho đúng.

Thách thức lớn nhất đối với giả định hành vi tối ưu của các nhà kinh tế học đến từ môn “kinh tế học hành vi”, một lĩnh vực khá mới thường được gắn liền với Daniel Kahneman, Richard Thaler và Amos Tversky^[20]. Nó nghiên cứu những khía cạnh cảm xúc và tâm lí phía sau những quyết định kinh tế^[21]. Kinh tế học hành vi đã phát hiện ra rất nhiều những thiên hướng của con người trong thực tế. Ví dụ, các nhà nghiên cứu đã quan sát thấy người ta vừa thể hiện sự tự tin quá mức vào khả năng tính toán xác suất và chủ quan với xác suất của những sự việc hiếm gặp. Nhưng kinh tế học hành vi mặc định những sai lệch so với hành vi tối ưu bắt nguồn từ việc con người vốn có xu hướng hành động “phi logic”. Daniel Kahneman cho rằng những quyết định được hai hệ thống khác nhau trong tâm trí con người đưa ra: một bên thì nhanh và đi theo trực giác, bên kia chậm hơn, toan tính hơn và gần với hành vi tối ưu hơn^[22]. Qua đó, ông đã giải thích được những khía cạnh hành vi có vẻ dị thường theo quan điểm truyền thống.

Tuy nhiên, việc vá víu mô hình tối ưu hóa bằng cách thừa nhận sự phức tạp của quy trình đưa ra quyết định - thêm bản ngã trực giác vào bản ngã lí trí - nhằm giải thích những điểm dị biệt không có nghĩa là mô hình này có thể giải thích hành vi tương lai chính xác hơn. Tiêu chuẩn vàng của các thử

nghiệm khoa học là khả năng dự đoán. Hãy cùng xem xét vấn đề cố gắng giải thích sự chuyển động của thị trường chứng khoán trong năm qua. Bằng cách tính đến nhiều biến số và chi tiết hơn trong năm đó, chúng ta có thể “giải thích” được nhiều đợt biến động hơn. Nhưng nó chỉ phản ánh những chuyện ngẫu nhiên của năm cũ chứ không phải nền móng của thị trường chứng khoán. Một lời giải thích phức tạp về quá khứ cũng chẳng hơn gì việc tung đồng xu trong việc dự đoán thị trường chứng khoán trong năm tới. Nhiều người tài giỏi đã cố thử và thất bại. Thông tin nhanh chóng được phản ánh trong giá cổ phiếu, và điều này giải thích tại sao những biến động giá cổ phiếu trước đây không thể được dùng để dự đoán tương lai. Giá chứng khoán là một ví dụ hay về xu hướng “giỏi nhìn ngược lại vấn đề nhưng lại kém trong việc dự đoán trước” của các nhà kinh tế^[23].

Sự nguy hiểm của giả định về bản chất phi logic của con người trong kinh tế học hành vi là nó dẫn tới quan điểm chính phủ nên can thiệp để sửa chữa những “lệch lạc” trong quyết định của các cá nhân hoặc “thúc đẩy” họ đi đến kết quả tối ưu. Làm sao chúng ta có thể phân loại hành động nào là phi lý? Liệu những nhà hoạch định chính sách có lý trí hơn những cử tri mà họ muốn thay đổi không? Tôi cho rằng cả hai nhóm đều không ngốc nhưng họ gặp khó khăn trong việc thích nghi với môi trường đầy thách thức. Sau cuộc khủng hoảng, niềm tin trước đó rằng những thị trường cạnh tranh là hiệu quả và đem lại những đánh giá logic về giá trị tài sản đã bị thay thế bằng quan điểm cho rằng thị trường tài chính không chỉ kém hiệu quả mà còn là nơi thể hiện những hành vi phi logic tạo ra “bong bóng” trong giá trị tài sản và nhu cầu tín dụng. Cả hai quan điểm này đều là cực đoan. Dĩ nhiên, cảm xúc đóng vai trò quan trọng trong những quyết định kinh tế, đặc biệt là trên thị trường tài chính. Giáo sư David Tuckett của University

College, London đã phỏng vấn rất nhiều nhà quản trị đầu tư ở những trung tâm tài chính trên thế giới để tìm hiểu động cơ của họ khi đưa ra những quyết định đầu tư lớn. Từ đó, lý thuyết “tài chính cảm xúc” ra đời. Thay vì coi cảm xúc vô thức và lý trí là hai hệ thống ngược nhau, Tuckett cho rằng hai nửa này luôn đối thoại với nhau. Ông cho rằng: “Cảm xúc tồn tại để giúp những cá nhân đưa ra những quyết định kinh tế khi chỉ một mình lý trí là không đủ”^[24]. Nói cách khác, cảm xúc giúp chúng ta thích nghi với tương lai bất định và không nên bị coi là “phi lý”.

Vấn đề với kinh tế học hành vi là nó không đi sâu đến câu hỏi sâu xa rằng hành vi nào là hợp lý khi mô hình hành vi tối ưu cổ điển không còn đúng nữa. Các cá nhân không phải lúc nào cũng làm theo bản năng, nhưng họ cũng không sống trong thế giới mà ở đó mỗi vấn đề đều có cách giải quyết tối ưu. Nếu chúng ta không biết thế giới vận hành như thế nào, khi đó cũng chẳng có câu trả lời nào là đúng. Vấn đề khi đó là làm thế nào để thích nghi với ẩn số. Vì thế, theo tôi chúng ta cần một quan điểm khác không coi hành vi con người là phi lý hoặc là sản phẩm của quy trình tối ưu hóa, để qua đó hiểu được những gì xảy ra trước và sau cuộc khủng hoảng. Nói cách khác, chúng ta cần một cách hiểu khác so với mô hình hành vi tối ưu và kinh tế học hành vi.

Vậy thế nào là hợp lý trong thế giới đầy ẩn số đột biến? Một khi chúng ta được giải phóng khỏi quan điểm rằng mỗi vấn đề đều có cách giải quyết tối ưu, các quy tắc kinh nghiệm - còn được gọi là “kinh nghiệm tự mày mò” (heuristics) - nên được coi là những cách hợp lý để thích nghi với tương lai bất định^[25]. “Tự mày mò” là một quy tắc đưa ra quyết định trong đó người ta cố ý bỏ đi các thông tin. Người ta làm vậy không chỉ đơn giản vì con người không phải máy tính, mà vì việc bỏ đi các thông tin là hợp lý

nếu chúng ta không hiểu thế giới vận hành thế nào. Trong ví dụ về việc cố gắng giải thích và dự đoán thị trường chứng khoán, việc tập trung vào quá khứ khiến chúng ta không thể nhìn thấy bức tranh toàn cảnh. Lờ đi các thông tin là hành động hợp lý khi chúng không giúp ích gì nhiều trong việc giải quyết các vấn đề mà chúng ta phải đối mặt - đôi khi ít hơn lại có lợi hơn. Tự tìm tòi không phải là hành động sai lệch với giải pháp tối ưu mà là một công cụ quan trọng để thích nghi với sự bất định.

Một bác sĩ phẫu thuật mắt mà tôi quen biết đã kể với tôi các bệnh nhân của ông đã phản ứng thế nào khi ông nói với họ về rủi ro phẫu thuật theo đúng nghĩa vụ của mình. Một nửa số bệnh nhân đã đưa ra quyết định từ trước khi bước vào phòng dựa trên thái độ của họ về rủi ro, bất kể xác suất các khả năng khác như thế nào. Nửa còn lại quyết định bằng cách lắng nghe bác sĩ rồi sau đó quyết định không dựa trên xác suất đã được thông báo mà dựa trên đánh giá về bản chất và tính cách của người đang đứng trước mặt họ. Theo cách nói của Frank Knight thì “Lập luận nền tảng hay tâm lý ẩn sau những cân nhắc đó không bao giờ rõ ràng; chúng là một phần những bí ẩn của cuộc sống và tâm trí con người mà khoa học không thể thấu hiểu được. Chúng ta chỉ đơn giản dựa vào 'khả năng' của mình trong tư cách một sinh vật thông minh để đưa ra những phán xét đúng hoặc sai về mọi thứ - một kiểu trực giác về giá trị.”^[26] Chiến lược thích nghi là một cách để nắm bắt bí ẩn không thể giải thích đó. Con người không được lập trình sẵn để giải những bài toán tối ưu hóa phức tạp bởi chúng ta không thể biết trước mình sẽ phải giải quyết những vấn đề gì. Nhưng chúng ta lại được trao cho khả năng học hỏi và thích nghi. Những chiến lược thích nghi là phản ứng tự nhiên, thậm chí có phần di truyền, của con người để thích nghi với thế giới bất định. Những chiến thuật đó, như Gigerenzer đã nói,

“hợp lí về mặt sinh thái”; nghĩa là chúng là những quy trình đưa ra quyết định phù hợp với môi trường^[27]. Theo nghĩa đó, trong thế giới bất định đột biến, chúng hợp lí hơn cả những giả định của các nhà kinh tế học về hành vi tối ưu.

Một chiến lược thích nghi bao gồm ba yếu tố - phân loại các vấn đề thành nhóm có thể đưa ra hành vi tối ưu và nhóm không thể được giải quyết theo cách đó; các nguyên tắc kinh nghiệm, hoặc nguyên tắc tự khám phá, để thích nghi với loại vấn đề thứ hai; cuối cùng là một lời biện giải. Nhóm nguyên tắc tự tìm tòi có thể bao gồm một hoặc nhiều nguyên tắc kinh nghiệm để giải quyết các vấn đề cùng loại. Mỗi nguyên tắc tự tìm tòi là một nguyên tắc đưa ra quyết định trong đó cá nhân bỏ qua phần nhiều những thông tin được sử dụng trong mô hình hành vi tối ưu, từ đó đưa ra quyết định nhanh và thiết thực hơn. Các nguyên tắc này mang tính đặc thù trong một môi trường nhất định. Lời biện giải là một câu chuyện gắn kết những mảng thông tin quan trọng với nhau để làm cơ sở lựa chọn nguyên tắc kinh nghiệm và động cơ quyết định. Lời biện giải thúc đẩy chúng ta hành động, vì thế nó đóng vai trò lớn trong những quyết định được đưa ra trong hoàn cảnh bất định đột biến. Khi không thể tạo ra một mô hình toán học xác suất, ta vẫn có thể nghĩ và nói về tương lai theo cách định tính.

Quy tắc tự tìm tòi phải hiệu quả và lời biện giải phải đáng tin. Những chiến lược thích nghi không phải là lời giải chung cho tất cả các vấn đề trong những môi trường khác nhau, mà là những cách thiết thực và hợp lí để phản ứng với một vấn đề cụ thể. Khi mọi thứ gặp vấn đề, như trong cuộc khủng hoảng, lí do không hẳn là do hành vi phi logic hay một cú sốc từ bên ngoài, mà có thể là do sự thiếu tương thích giữa những nguyên tắc kinh nghiệm đang áp dụng với môi trường. Trong **Chương 8**, tôi sẽ sử

dụng những khái niệm này để miêu tả tình trạng vay nợ và tiêu dùng không bền vững kéo dài trước cuộc khủng hoảng.

Hai ví dụ thực tế trên thị trường tài chính sẽ cho thấy miêu tả trừu tượng này về phương pháp ra quyết định có ý nghĩa thế nào trong thực tế. Thứ nhất là trường hợp của J.P. Morgan và chuyên gia ngân hàng người Anh Sir Dennis Weatherstone, người bắt đầu sự nghiệp ở vị trí kế toán khi mới mười sáu tuổi để rồi vươn lên trở thành CEO của công ty vào năm 1990. Thách thức dành cho họ là quyết định xem nên bán những sản phẩm tài chính mới nào cho khách hàng. Do chưa từng có tiền lệ trước đây, họ không có cơ sở để biết sản phẩm nào sẽ đem lại hiệu quả. Các sản phẩm mới là một ví dụ về ẩn số đột biến. Chiến lược của Weatherstone là đảm bảo bất kì sản phẩm mới nào cũng phải được đội ngũ quản lý cấp cao thấu hiểu tường tận. Lời biện giải cho chiến lược này là nếu các thành viên quản lý cấp cao có thể giải thích cho nhau về sản phẩm đó trong một cuộc đối thoại, khi đó rủi ro thất bại của chúng sẽ ít hơn. Tôi được kể là Weatherstone đã cho các nhà sáng chế ba đợt thuyết trình, mỗi đợt mười lăm phút, để giải thích các sản phẩm của họ cho ông. Nếu thuyết trình xong mà ông vẫn không hiểu được, công ty sẽ không bán sản phẩm đó^[28]. Năm 2008, hẳn là rất nhiều các giám đốc đã ước gì mình làm theo nguyên tắc kinh nghiệm của Weatherstone.

Ngay trước khi Ngân hàng Barings - một trong những ngân hàng lâu đời nhất thế giới - sụp đổ năm 1995 do mức thiệt hại lên đến 1,4 tỉ USD gây ra bởi một nhân viên giao dịch phái sinh biến chất làm việc ở chi nhánh Singapore là Nick Leeson, ban quản lý cấp cao ở London đã thông báo với Ngân hàng Anh Quốc rằng họ hài lòng với kết quả giao dịch nhưng có phần ngạc nhiên tại sao việc kinh doanh ở Singapore lại đem về

lợi nhuận cao đến thế. Một quy tắc kinh nghiệm hữu ích cho các nhà quản lý và người làm luật là đừng chỉ nhìn vào những mảng kinh doanh thua lỗ mà còn phải xem xét cả những mảng kiếm ra nhiều tiền.

Ví dụ thứ hai minh họa vấn đề làm sao để đưa một ngân hàng vào quy củ. Nếu một ngân hàng sụp đổ và không thể thực hiện nghĩa vụ đối với người gửi tiền và người mua trái phiếu, những rối loạn sau đó có thể dẫn đến sự giảm sút lòng tin vào các ngân hàng khác và gây rối loạn hệ thống thanh toán trong nền kinh tế nói chung. Để giảm rủi ro phá sản của ngân hàng, các cơ quan quản lý (Cục dự trữ liên bang, Công ty bảo hiểm tiền gửi liên bang và Văn phòng Thanh tra tài chính ở Mỹ, Ngân hàng Anh Quốc ở khối Liên hiệp Anh và Ngân hàng trung ương châu Âu ở khu vực đồng euro) khẳng định rằng một ngân hàng phải có một số vốn tối thiểu do cổ đông đóng góp để tài trợ các hoạt động của mình. Theo cách đó, ngân hàng sẽ có vốn để chống chọi với tổn thất có thể xảy ra, nhờ thế giảm được rủi ro phá sản. Lượng vốn tối thiểu mà ngân hàng phải có - gọi là “vốn pháp định” - có liên quan tới độ rủi ro của các hoạt động của ngân hàng.

Thoạt nhìn, yêu cầu này có vẻ hợp lý. Các tài sản của ngân hàng càng rủi ro, ngân hàng càng dễ phá sản trừ khi nó có đủ vốn để hấp thụ thiệt hại^[29]. Những tiêu chuẩn được thống nhất trên toàn thế giới tính tỉ lệ vốn pháp định là số phần trăm trên “giá trị tài sản có rủi ro”, trong đó mỗi loại tài sản được nhân tỉ lệ với độ rủi ro của nó. Ví dụ, trái phiếu chính phủ có độ rủi ro bằng không, nghĩa là ngân hàng không cần vốn để hỗ trợ cho loại tài sản này. Lí do trái phiếu chính phủ có độ rủi ro bằng không là vì người ta mặc định rằng chính phủ sẽ thanh toán nợ đúng hạn - một giả định có vẻ hợp lý khi các tiêu chuẩn được đặt ra sau những cuộc thương lượng kéo dài giữa các nước, nhưng lại có phần khó hiểu kể từ sau cuộc khủng hoảng ở

khu vực đồng euro năm 2012. Hơn nữa, độ rủi ro lấy từ các nghiên cứu thống kê trong quá khứ tỏ ra không chính xác trong cuộc khủng hoảng. Ví dụ, những số liệu trong quá khứ cho thấy hoạt động cho vay thế chấp bất động sản là một loại tài sản khá an toàn của ngân hàng, thế nhưng trong cuộc khủng hoảng, chúng lại chính là ngu ãn gây ra thiệt hại lớn. Việc đánh giá độ rủi ro của các tài sản khác nhau sẽ thay đổi như thế nào trong tương lai là cực kì khó, nếu không nói là bất khả thi. Độ rủi ro có thể thay đổi đột ngột, đặc biệt là trong một cuộc khủng hoảng, và nó là một ản số đột biến chứ không phải một rủi ro như các nhà lập pháp thường nói.

Vốn pháp định tính theo độ rủi ro rất hấp dẫn với nhiều đồng nghiệp của tôi ở các nước khác bởi rủi ro trực tiếp xuất hiện trong các tính toán. Nhưng nếu bản chất của ản số là không xác định, khi đó việc sử dụng các phương pháp này sẽ dẫn đến kết quả sai lệch. G ầ n đúng luôn tốt hơn là sai hoàn toàn. Những quy tắc kinh nghiệm luôn tốt hơn những giải pháp được coi là tối ưu nhưng lại sử dụng các mô hình sai l ầ n. Trong trường hợp các quy định dành cho ngân hàng, ta nên dùng tỉ lệ đòn bẩy thay vì tỉ lệ vốn trên tổng tài sản tính theo độ rủi ro. Tỉ lệ đòn bẩy đo đạc tỉ lệ vốn trên tổng tài sản (không tính theo độ rủi ro). Một nghiên cứu của Ngân hàng Anh Quốc ở 116 ngân hàng quốc tế trong cuộc khủng hoảng (trong số đó 74 ngân hàng vượt qua được còn 42 ngân hàng đã phá sản) đã cho thấy tỉ lệ đòn bẩy đơn giản nhưng chính xác mới là công cụ tốt hơn để dự đoán ngân hàng nào sẽ phá sản, thay vì dùng cách tính vốn theo độ rủi ro đầy phức tạp^[30].

Ví dụ đặc biệt nhất là ngân hàng Northern Rock - ngân hàng này phá sản vào mùa thu năm 2007. Đầu năm đó, Northern Rock có tỉ lệ vốn trên tổng tài sản tính theo độ rủi ro cao nhất trong số các ngân hàng lớn ở Anh,

cao đến nỗi ngân hàng đã đề xuất trả lại vốn cho các cổ đông vì không cần dùng đến - theo các quy định pháp luật. Cũng vào thời điểm đó, tỉ lệ đòn bẩy của ngân hàng là cực kì cao, khoảng từ 60 trên 1 đến 80 trên 1^[31]. Lí do cho sự chênh lệch kinh khủng giữa hai cách tính tỉ lệ vốn là do các tiêu chuẩn quốc tế cho rằng cho vay thế chấp bất động sản là một dạng cho vay cực kì an toàn và Northern Rock thì gần như chỉ cung cấp dịch vụ này. Nhưng Northern Rock đã bán các khoản cho vay thế chấp bất động sản cho các nhà đầu tư khác thay vì giữ chúng trong bảng cân đối kế toán của mình. Khi thị trường dành cho loại giao dịch này đóng cửa cuối mùa hè năm 2007, ngân hàng không còn khả năng huy động vốn để tài trợ cho các tài sản nữa. Rủi ro ban đầu với Northern Rock không đến từ sự biến động giá trị các khoản cho vay thế chấp bất động sản mà từ rủi ro các chủ nợ ngắn hạn của họ sẽ rút tiền khiến ngân hàng không còn tiền nữa. Đó chính là điều đã xảy ra sau cú sốc với thị trường vào tháng Tám năm 2007. Ngân hàng ở vào tình thế rủi ro trong khi phải cố gắng tìm các nguồn vốn khác đắt đỏ hơn, nhưng chẳng mấy ai sẵn lòng rót vốn vào một tổ chức có tỉ lệ đòn bẩy cao như vậy. Theo dõi tỉ lệ đòn bẩy chính là nguyên tắc kinh nghiệm của ngành ngân hàng giống như các nguyên tắc mà các vận động viên cricket và bóng chày vẫn sử dụng. Nguyên tắc giữ tỉ lệ đòn bẩy dưới một mức nào đó tồn tại là để đối phó với các tình huống mà chúng ta biết mình sẽ không tính được những rủi ro mà một ngân hàng phải đối mặt. Đó chính là sai lầm mà các nhà lập pháp và các giám đốc ngân hàng đã mắc phải.

Thị trường tài chính và phái sinh

Các chiến lược thích nghi đóng vai trò đặc biệt quan trọng trong thị trường tài chính bởi các thị trường này là mối liên kết giữa hiện tại và tương lai.

Ans số đột biến là chìa khóa để thấu hiểu không chỉ ti ền t ệ và ngân hàng mà còn cả thị trường tài chính nói chung. Trong số các yếu tố trong lịch sử tài chính, yếu tố nổi bật nhất, một yếu tố vừa được ca ngợi vừa bị sỉ vả, chính là “thị trường tài chính”. Tôi ước gì mình được trả một bảng (hay thậm chí một đô-la hoặc một euro) cho mỗi lần mình phải nghe một chính trị gia giải thích, lúc nào cũng bằng cái giọng bức tức, rằng “thị trường” không hiểu gì cả. Nhưng các thị trường không phải con người. Chúng là những cơ chế khách quan mà rất nhiều những thực thể - như doanh nghiệp, ngân hàng, nhà đầu tư, quỹ hưu trí và ngay cả chính phủ - sử dụng để tương tác với nhau dưới hình thức mua bán ngoại t ệ, nợ, cổ phiếu, trái phiếu, và gần đây là những công cụ tài chính mới. Mục đích của các thị trường tài chính đó là gì? Chúng chuyển ti ền tiết kiệm của các gia đình thành các khoản đầu tư trong và ngoài nước. Nó cho phép chúng ta chia sẻ rủi ro thông qua các cơ hội bảo hiểm, phòng hộ, hay thậm chí đầu cơ để đối phó với các sự kiện trong tương lai. Nó cung cấp những đánh giá liên tục - như một kiểu bình luận tài chính liên tục - về những hoạt động phức tạp đan xen làm nên nền kinh tế.

Vốn, nợ và bảo hiểm là những hợp đ ồng tài chính cơ bản trong nền kinh tế. Cổ phiếu của công ty là quyền được nhận lợi nhuận của công ty trong tất cả các tình huống trong tương lai và đem lại một luồng cổ tức không chắc chắn trong tương lai vô tận. Một khoản cho vay ngày hôm nay là quyền được nhận gốc và lãi trong một số năm nhất định trong bất kì hoàn cảnh nào, trừ khi người đi vay bị vỡ nợ. Một hợp đ ồng bảo hiểm sẽ cam kết trả ti ền trong hoàn cảnh rủi ro đã định vào một thời điểm không xác định trong tương lai. Tổng giá trị của cổ phiếu và trái phiếu khắp thế giới là vào khoảng 150 nghìn tỉ USD đến 180 nghìn tỉ USD. Tổng “chứng

khoản tài chính toàn cầu”, bao gồm tất cả các công cụ tài chính có thể trao đổi được cộng với các khoản cho vay, có giá trị lên đến hơn 200 nghìn tỉ USD. Một phần lớn trong số này là giá trị các khoản tài chính do chính phủ, các hộ gia đình và các doanh nghiệp huy động để trang trải chi phí tiêu dùng và chi phí phi tổn. Tài chính đóng vai trò thiết yếu trong việc đem lại khả năng đầu tư vào các tài sản tài thực - nhà cửa, công xưởng, đường sắt, cầu cống cùng rất nhiều các công trình hạ tầng tư nhân và công cộng. Chỉ cần thoáng nhìn vào lịch sử kinh tế chúng ta cũng có thể thấy được tầm quan trọng của một khối ngân hàng và tài chính có khả năng chuyển tiền tiết kiệm của các hộ gia đình thành các dự án đầu tư, quản lý của cải của chúng ta và cho phép chúng ta thực hiện những việc cón con như chi trả hóa đơn. Việc thiếu đi khối ngành tài chính có thể cản trở sự phát triển như thế nào đã được thể hiện rất rõ thông qua những yếu kém của hình thức kinh tế trung ương bao cấp.

Trong hai mươi năm qua, rất nhiều những công cụ tài chính mới phức tạp đã xuất hiện khiến quy mô thị trường tài chính mở rộng rất nhanh. Những công cụ mới này là những tổ hợp phức tạp của các hợp đồng nợ, vốn và bảo hiểm, được gọi là các công cụ phái sinh. Chúng kết hợp các dòng lợi nhuận từ nhiều khoản đầu tư, từ thế chấp bất động sản tới ngoại tệ. Chúng là quyền được nhận lợi nhuận từ các hợp đồng tài chính cơ bản và đóng một vai trò quan trọng trong việc lấp kín những lỗ hổng của thị trường, đưa ra những phương pháp mới để phòng ngừa rủi ro và đầu cơ dựa trên những biến động giá trong tương lai của các hợp đồng cơ bản, ví dụ như giá cổ phiếu. Các công cụ phái sinh thường không đòi hỏi phải đặt cọc tiền trước và là một hợp đồng trao đổi luồng lợi nhuận hoặc hàng hóa trong tương lai. Nguyên tắc của các công cụ phái sinh là rất đơn giản,

nhưng nếu bạn muốn khiến nó trở nên phức tạp thì cũng có rất nhiều luật sư và ngân hàng thương mại sẵn sàng giúp bạn - nếu bạn chấp nhận trả phí (cao ngất ngưởng).

Các ví dụ về công cụ phái sinh bao gồm hợp đồng kì hạn và hợp đồng tương lai (việc mua một hàng hóa có thời điểm giao nhận trong tương lai), thỏa thuận lựa chọn (quyền bán hoặc mua một hợp đồng cơ bản ví dụ như cổ phiếu với giá nhất định trước hoặc tại một thời điểm xác định), và thỏa thuận hoán đổi (trong đó hai bên hoán đổi hai dòng tiền thuộc các đồng tiền khác nhau hoặc đổi một dòng tiền lấy các thỏa thuận trả lãi khác nhau để đề phòng các rủi ro khác). Nhiều công cụ kiểu này có giá trị thực tiễn. Ví dụ, giải quần vợt Wimbledon nhận tiền bản quyền truyền hình ở Mỹ bằng đồng USD. Nhưng gần như tất cả chi phí vận hành giải đấu lại được tính bằng bảng Anh. Điều này tạo nên rủi ro trước các biến động trong tương lai của tỉ giá bảng Anh - USD. Rủi ro này có thể được giảm đi với một chi phí nhất định bằng cách kí hợp đồng hôm nay để bán đô-la Mỹ lấy bảng Anh tại một thời điểm nhất định trong tương lai với một mức tỉ giá chuyển đổi nhất định. Rất nhiều, nếu không nói là phần lớn, các công ty hưởng lợi từ các giao dịch tương tự như thế^{132]}.

Trong cuộc khủng hoảng, các công cụ phái sinh, bao gồm cả các gói tài sản được bán dưới dạng “chứng khoán hóa” trở nên tai tiếng vì sự thiếu hiểu biết về bản chất của chúng đã khiến nhiều ngân hàng và ngay cả AIG, một công ty bảo hiểm lớn của Mỹ, bị vỡ nợ. Các công cụ đó bao gồm hoán vị rủi ro tín dụng (credit default swap - CDS, trong đó người bán đồng ý bù đắp cho người mua trong trường hợp một bên thứ ba cụ thể không thể thực hiện nghĩa vụ trả nợ), chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp (mortgage-backed securities - MBS, quyền nhận thanh toán từ hàng trăm khoản vay

thế chấp, được bán ra thị trường bởi người sở hữu các khoản cho vay này, thường là ngân hàng), và nghĩa vụ nợ thế chấp có bảo đảm (collateralised debt obligation - CDO, quyền nhận luồng tiền từ một nhóm trái phiếu hoặc các tài sản khác, trong đó các tài sản được chia thành từng tầng để tầng bên dưới hấp thụ thiệt hại trước khối bên trên, đồng thời các nhà đầu tư được phép lựa chọn đầu tư vào tầng nào). Tất cả những công cụ tài chính phức tạp đó là những hợp đồng tài chính có thể được tạo lập và giao dịch hợp pháp. Nhưng người mua cần phải biết mình đang nhận được gì. Trong dịp bán hàng năm mới, siêu thị Harrods ở London từng bán các đôi tất với giá giảm một nửa - miễn là bạn mua một gói năm đôi. Khi về nhà, bạn sẽ phát hiện ra có ít nhất một đôi mình sẽ không bao giờ dùng đến (với tôi là đôi màu cam). Gói năm đôi tất này giống như một gói CDO và những đôi tất giống với những khoản vay thế chấp dưới chuẩn - một chiến thuật bài bản của những người bán hàng sắc sảo^[33].

Những nhà toán học tài năng đã được các ngân hàng tuyển dụng để phát minh ra và quảng bá ngày càng nhiều những công cụ phức tạp mà thường chỉ có mình họ thực sự hiểu được. Và ngay cả những nhà toán học cũng không hề biết rằng tất cả những tính toán phức tạp của họ chỉ bao gồm những rủi ro có thể quan sát chứ không có những ẩn số không định lượng được. Điểm quan trọng là vì các công cụ phái sinh không phải những hợp đồng kinh tế cơ bản đại diện cho những hoạt động kinh tế thực sự mà là các công cụ tổng hợp, quy mô rủi ro và thiệt hại tiềm tàng của chúng là vô tận. Quy mô rủi ro nội tại đối với công cụ phái sinh có thể cao gấp nhiều lần giá trị vốn hoặc nợ tạo nên chúng. Ở **Chương 1**, tôi đã miêu tả cách các cơ quan quản lý tự trấn an bằng quan điểm cho rằng quy mô các hợp đồng cho vay thế chấp dưới chuẩn là quá nhỏ để khiến cả hệ thống ngân hàng

sụp đổ. Nhưng quy mô các công cụ phái sinh dựa trên nợ mua bất động sản dưới chuẩn lớn hơn rất nhiều và nó dẫn tới những rủi ro và thiệt hại cực lớn. Nó cũng giống như việc xem hai ông già chơi cờ vua ngoài trời để giành 10 USD, đi đâu thường thấy trên Quảng trường Washington ở New York, và rồi sau đó nhận ra cả đám chuyên gia ngân hàng đang theo dõi và đánh cược hàng triệu đô-la xem ai sẽ thắng. Kết quả của việc tạo thêm rủi ro mới thay vì san sẻ những rủi ro sẵn có trong hệ thống là rất rõ ràng. Đó cũng là lí do tại sao Warren Buffett gọi các công cụ phái sinh là “vũ khí tài chính hủy diệt hàng loạt”^[34].

Tất cả những điều này đã được các ngân hàng trung ương và các nhà lập pháp chỉ ra cho khối tài chính trước cuộc khủng hoảng^[35]. Vậy tại sao các công cụ phái sinh vẫn phát triển nhanh đến thế? Một cách giải thích là việc đánh cược còn dễ gây nghiện hơn việc chơi cờ, và tâm lý giao dịch buôn bán ngày càng ăn sâu hơn. Các công cụ phái sinh cũng đem lại một dòng lợi nhuận tương lai có thể dự đoán được, dù có thể nhận được hoặc không, để vốn hóa thành giá trị hiện tại và biến thành lợi nhuận giao dịch. Điều này cho phép người ta nhận những khoản thưởng thật lớn mặc dù tương lai không hề chắc chắn. Một câu trả lời khác là các công cụ phái sinh thực sự có giá trị khi được sử dụng đúng cách - để giảm thay vì tăng thêm rủi ro. Nhiều công ty và tổ chức tài chính muốn đề phòng (bảo hiểm) các rủi ro liên quan tới những thay đổi trong giá hàng hóa, lãi suất, tỉ giá trao đổi cùng các biến số tài chính khác. Các công cụ phái sinh cũng tạo ra những giải pháp tài chính mà thị trường nợ chính thống không có. Ví dụ nhà đầu tư A muốn mua một gói nợ thế chấp (MBS) nhưng chỉ có thể thanh toán bằng cách đi vay ngắn hạn. Việc này tạo ra rủi ro là khi cần phải trả nợ thì việc đi vay một khoản khác có thể sẽ rất đắt hoặc thậm chí bất

khả thi, đúng như những gì đã xảy ra với những bên đi vay nợ trong cuộc khủng hoảng. Khi viết một hợp đồng phái sinh với nhà đầu tư B, trong đó A trả B các khoản cố định trong suốt thời hạn của hợp đồng, đổi lại A được nhận tiền thanh toán nợ thế chấp, A sẽ có tiền để mua MBS, thứ mà sau đó lại được dùng để làm tài sản đảm bảo. Các công cụ phái sinh đem lại một giải pháp khác ngoài việc vay mượn^[36].

Động cơ tạo ra nhiều công cụ phái sinh, bao gồm cả quyền mua bán cổ phần, xuất phát từ niềm tin rằng khi có thêm ngày càng nhiều thị trường, xã hội sẽ được lợi từ việc “hoàn thiện” các thị trường giống như cuộc đấu giá kinh tế đã nói đến ở **Chương 2**. Trong thế giới giả tưởng có cuộc đấu giá vĩ đại, các thị trường tài chính hoàn toàn thừa thãi. Giá cả và số lượng tất cả các giao dịch hàng hóa và dịch vụ, kể cả dịch vụ lao động đều đã được định đoạt trong cuộc đấu giá. Vì thế các tài sản tài chính chẳng qua chỉ là một gói kết hợp những thành phần cơ bản đó. Thực tế, ở nơi thiếu thị trường cho nhiều loại hàng hóa và dịch vụ - điều chắc chắn sẽ xảy ra trong một thế giới bất định đột biến - các thị trường tài chính đóng vai trò rất quan trọng. Chúng có thể thay thế các thị trường bị thiếu trong một chừng mực nào đó. Trong quá trình này, chúng tạo ra ảo giác rằng thị trường cung cấp một số lượng gần như vô tận các phương pháp để thích nghi với ảm số.

Thực chất việc lấp kín những kẽ hở giữa các thị trường hiện tại có thể có một mục tiêu đáng giá nào đó, nhưng nó không thể giải quyết vấn đề làm sao tạo ra thị trường cho thứ mà chúng ta còn chưa thể tưởng tượng ra. Các công cụ phái sinh không thể đem lại sự bảo đảm trước ảm số đột biến. Những cuộc đấu giá không thể được tiến hành, hợp đồng không thể ký trên những khả năng không thể lường trước. Như Frank Knight đã chỉ ra:

“Chính sự bất định thực sự này đã ngăn chặn kết quả hoàn hảo theo lý thuyết của xu hướng cạnh tranh, từ đó đem lại tính chất 'doanh nghiệp' đặc thù ở các tổ chức kinh tế nói chung và giải thích thu nhập khác thường của những người khởi nghiệp”^[37]. Nói cách khác, ẩn số đột biến là tiền đề của nền kinh tế tư bản.

Khi được sử dụng cẩn thận, các công cụ phái sinh có thể giảm rủi ro. Nhưng sự phức tạp và khó hiểu của công cụ phái sinh có thể khiến những người không hiểu biết tưởng rằng mình đang phòng ngừa rủi ro, trong khi thực chất họ vẫn rất dễ bị ảnh hưởng bởi những tình huống bất định và phải chịu những thiệt hại lớn nếu giá tài sản thay đổi dù chỉ chút ít. Tất cả gợi nhớ lại câu chuyện trước đó chưa được kể về những gì xảy ra khi thị trường tài chính sụp đổ trên một đảo hoang mà tôi mới tới thăm, nơi gương Robinson Crusoe.

Câu chuyện ngụ ngôn về thị trường tài chính trên đảo hoang

Ngồi trên đảo hoang, hẳn Robinson Crusoe phải ngạc nhiên lắm khi biết tới những đi đầu kì diệu của công nghệ hiện đại và tầm quan trọng mà chúng ta gán cho thị trường tài chính. Tuy thế, các hậu duệ của ông lại học được đi đầu này thông qua những trải nghiệm đau đớn. Các hiệu ứng của việc bùng nổ công cụ phái sinh trong khối tài chính được khắc họa qua câu chuyện buồn về những gì xảy ra với hòn đảo kém may mắn ấy khi người ta vô tình để các ngân hàng chi phối hoạt động kinh tế chính trên đảo là đánh bắt cá.

Ban đầu, hoạt động kinh tế duy nhất trên đảo là câu cá bằng cần. Sau đó người ta bắt đầu dùng lưới - sản xuất bởi các thợ chuyên đan lưới. Với

các ngư dân, lưới đánh cá là một khoản đầu tư và hệ thống ngân hàng ra đời để nhận tiền gửi rồi sau đó cho các thợ sản xuất lưới vay. Việc bán lưới sau đó giúp họ trả tiền vay ngân hàng. Tất cả mọi thứ vẫn diễn ra tốt đẹp trên đảo cho tới một ngày nọ, một người bỗng nghĩ ra một ý tưởng tuyệt vời. Thay vì giữ các khoản cho vay và trả lãi cho người gửi tiền, anh ta cho rằng các ngân hàng có thể gộp một mớ các khoản cho vay với nhau rồi bán dưới dạng một công cụ tài chính: chứng khoán bảo đảm bằng lưới (net-backed securities - NBS). Bằng cách bán NBS cho những người tiết kiệm tiền, các ngân hàng huy động được thêm tiền để cho vay thêm mà lại không còn phải lo lắng không biết những ngư dân có thể bắt đủ cá để mua lưới nhằm giúp những người làm lưới có tiền trả nợ không. Chuyện đó bây giờ là vấn đề của những người mua NBS.

Một vài người dân trên đảo có tài năng toán học nhận ra rằng họ có thể tiến thêm một bước nữa. Họ “thái lát” các gói NBS để tạo ra những công cụ hỗn hợp cho phép nhà đầu tư chọn đầu tư tùy theo phần hạng của người làm lưới (theo ngôn ngữ ẩn tượng của các nhà tư vấn tài chính là khối lợi nhuận). Các nghĩa vụ nợ thế chấp (CDO) này dần trở nên thời thượng. Một vài ngư dân thông minh và giỏi tính toán gia nhập ngân hàng. Họ càng tạo ra nhiều các loại chứng khoán phức tạp - CDO bậc 2⁺ hoặc thậm chí bậc cao hơn. Một vài người được thuê làm “các nhà đánh giá tín dụng” để cho thấy các chứng khoán này không mạo hiểm như người ta vẫn lo sợ.

Tất cả những hoạt động này khá là sôi động. Những người thông minh tham gia vào quá trình tạo lập và buôn bán các loại chứng khoán mới khám phá ra rằng họ có thể đặt cược trên những con cá bắt được trong tương lai mà không cần bỏ ra nhiều vốn. Khi việc giao dịch các công cụ tài chính này tiếp diễn, quan điểm của mọi người về sản lượng cá bắt được trong

tương lai thay đổi, thế nên giá trị các loại chứng khoán mới này cũng tăng giảm tương ứng. Bằng cách áp dụng chuẩn mực kế toán hiện đại “theo sát thị trường” vào việc đánh giá các công cụ mới - nghĩa là đánh giá tài sản theo mức giá gần nhất và gộp tất cả những thay đổi trong giá tài sản thành mức lợi nhuận - sự lạc quan về tương lai, dù có hợp lí hay không, cũng đem lại lợi nhuận lớn từ việc buôn bán các loại chứng khoán mới. Vì thế, những dòng lợi nhuận dự kiến trong tương lai được vốn hóa rồi chuyển thành lợi nhuận hiện tại. Từ những con số lợi nhuận lớn đó, những người thông minh tự trả cho mình các khoản thưởng thật lớn. Họ mua nhiều chứng khoán hơn để được nhận thêm lợi nhuận từ việc đánh bắt cá. Khi lương của những người trong khối tài chính tăng lên, lương của ngư dân giảm đi. Người ta ngày càng lo lắng về tình trạng bất bình đẳng trong xã hội. Nhưng đi đâu này được giải thích là do kết quả của thị trường - giao dịch là công việc đòi hỏi rất nhiều kĩ năng. Quả thực là vậy.

Thế là khối tài chính tăng lên về quy mô, thu nhập của những người trong ngành này tăng tới mức chưa từng thấy trên đảo, và người ta ngưỡng mộ những người tài năng đã tạo ra khối ngành sôi động phát triển không ngừng đó. Một số người dân có tâm nhìn còn cho rằng nếu họ tìm được đối tác giao dịch nước ngoài, khi đó dân đảo có thể ngừng hẳn việc đánh bắt cá mà chuyên môn hóa vào hoạt động tài chính. Những ngư dân bình thường cảm thấy bị lãng quên, nhưng họ cũng phải ngưỡng mộ khả năng của các chuyên gia tài chính đã tạo ra những hoạt động thành công và đem lại lợi nhuận lớn đến thế. Ngay cả những người lãnh đạo trong cộng đồng cũng phải ghen tị với quyền lực của khối tài chính, và từ đó sản sinh ra mối quan hệ gần gũi mà nhiều người coi là không mấy lành mạnh giữa những nhà lãnh đạo này và khối tài chính.

Rồi tới một ngày tất cả sụp đổ. Sự mở rộng quy mô hoạt động kinh doanh tài chính đã làm giảm nguồn cung lao động trong ngành đánh cá. Một số người bắt đầu hoài nghi liệu ông già trên cây, được biết đến với danh xưng Nhà thống kê quốc gia, có đúng đắn khi tính cả lợi nhuận trên các hoạt động buôn bán này - thứ mà trong một khoảng thời gian là quá đủ để bù đắp sự sụt giảm khối lượng cá - vào GDP không. Kết quả là một vài người nghi ngờ giá trị thực sự của các công cụ tài chính mới. Để thực hiện được nghĩa vụ của mình, một số ngân hàng bắt đầu bán chứng khoán lấy tiền. Điều này dẫn tới vòng xoáy giảm giá tài sản và cả nỗi lo về khả năng thanh toán nợ của một số ngân hàng. Thị trường cho các loại chứng khoán bị đóng cửa vì không ai muốn mua chúng nữa. Tính thanh khoản biến mất. Các ngân hàng không còn gì để tạo ra thêm tiền mới. Mọi người hoảng loạn, nhu cầu thanh khoản tăng vọt nhưng nguồn cung thanh khoản thì lại giảm đi. Các ngân hàng sụp đổ và bị chuyển thành sở hữu công trong khi một số những người thông minh được thuê để gỡ rối các mối quan hệ và hợp đồng phức tạp giữa các ngân hàng.

Tất cả mọi người trên đảo cảm thấy thất vọng. Việc mọi người đổ xô vào tài chính đã khiến ngành đánh cá trước đó vốn rất thành công lại bị thu hẹp. Quá nhiều người tài giỏi bị thu hút sang giao dịch chứng khoán, một hoạt động gần như không sản xuất ra mặt hàng nào cả. Tại sao quá nhiều người lại bị hút vào thế giới mới của ngành tài chính như vậy?

Sau một đợt mổ xẻ đau đớn, người ta nhất trí rằng hệ thống ngân hàng nên trở lại với vai trò truyền thống là nhận tiền gửi và cho những thợ làm lưới vay. Hòn đảo cần nhiều người làm nghề đánh cá hơn để đầu tư vào việc sản xuất lưới và tăng khả năng đánh bắt trong tương lai. Những người thông minh nhận ra rằng họ có thể củng cố danh tiếng của mình trong

tương lai bằng cách đóng góp sản xuất cho xã hội thay vì lấy tiền từ túi người cho vào túi của mình. Một số người thậm chí còn từ bỏ nghề tài chính đi làm giáo viên. Họ nhận ra rằng mình có trách nhiệm ghi lại những diễn biến vừa qua và truyền đạt cho các thế hệ tương lai để ngăn chặn thảm họa ấy khỏi lặp lại lần nữa.

Ảo tưởng về tính thanh khoản

Ản số đột biến cũng dẫn tới một vấn đề khác trong thị trường tài chính - ảo tưởng về tính thanh khoản. Trong thế giới có cuộc đấu giá vĩ đại, tính thanh khoản không phải là vấn đề. Giá cả đã được định đoạt trước trong cuộc đấu giá và vì thế, các cam kết đều được thực hiện qua thời gian. Các thị trường không cần mở cửa trở lại. Dĩ nhiên, trong thực tế, các thị trường có mở cửa lại; cụ thể hơn, thị trường tài chính gần như lúc nào cũng mở cửa trong khi người mua và người bán giao dịch thông qua các kênh trung gian - một người bán hàng hoặc “người tạo lập thị trường” - vốn là đơn vị giữ một lượng cổ phiếu nhất định để giảm thời gian giao dịch giữa người mua và người bán. Việc giao dịch liên tục có tính chất rất quan trọng trong thị trường tài chính, và tôi sẽ trở lại vấn đề này ở phần sau của chương này. Những nhà tạo lập thị trường tạo ra cơ hội giao dịch ngay lập tức khi người ta đã quyết định mua hay bán. Nhiều trung tâm tài chính rêu rao rằng các thị trường của họ là “có chiều sâu và giàu tính thanh khoản”. Khi nói vậy, ý họ là các nhà đầu tư có thể nhanh chóng bán các tài sản tài chính với một khoản phí rất nhỏ để có được tiền.

Tính thanh khoản là một tính chất tốt của “sự tức thời”^[38]. Để tính thanh khoản có giá trị, nó phải đáng tin. Một khía cạnh của thuật giả kim trong thị trường tài chính là niềm tin rằng các thị trường luôn luôn có tính

thanh khoản. Đó là một ảo tưởng vì các tài sản nền tảng (ví dụ như tài sản hữu hình và vô hình của một công ty) bản thân chúng thường có tính thanh khoản thấp, và tính thanh khoản phụ thuộc vào nguồn cung và cầu ở hai phía của thị trường. Ấn số đột biến có thể làm rối loạn các nguồn này. Thị trường có thể có tính thanh khoản cao hôm trước nhưng hôm sau lại mất tính thanh khoản ngay, đúng như những gì đã xảy ra vào ngày 19 tháng Mười năm 1987 (“Thứ Hai đen tối”) khi chỉ số Dow Jones giảm 23 phần trăm trong một ngày và các nhà tạo lập thị trường tạm thời lánh đi vì họ lo lắng về rủi ro phải mua với giá cao rồi bán lại với giá thấp hơn một thời gian ngắn sau đó.

Tính thanh khoản cũng đã biến động liên tục trong khoảng thời gian một năm từ tháng Chín 2007 đến tháng Chín 2008. Ví dụ thị trường MBS (chứng khoán bảo đảm bằng nợ thế chấp bất động sản) vốn thanh khoản cao lại trở nên cực kì kém thanh khoản khi các nhà đầu tư nhận ra rằng giá nhà cửa có thể giảm hoặc tăng. Các quyền lợi của họ giờ phụ thuộc vào hoàn cảnh của các cá nhân có khoản vay thế chấp được gộp vào MBS chứ không phụ thuộc vào giá trị nhà thế chấp. Các nhà đầu tư nhận ra rằng họ gần như chẳng biết gì về những người vay tiền trong khi lại phụ thuộc vào họ. Một MBS không thể thay thế một MBS khác. Tính thanh khoản đã biến mất vì việc định giá các tổ hợp nợ thế chấp trở nên khó khăn hơn khi thông tin về người vay nợ không rõ ràng.

Những chuyện này lẽ ra chẳng có gì đáng ngạc nhiên. Qua thời gian, ấn số đột biến sẽ làm thay đổi lời biện giải dẫn dắt hành vi nhà đầu tư hoặc thay đổi hoàn toàn chiến lược thích nghi. Điều này dẫn đến những thay đổi lớn trong nhận thức về giá trị và nhu cầu mua bán tài sản tài chính của người giao dịch. Một thị trường trước đó có dòng giao dịch ổn định có thể

bổ sung không còn hoạt động nữa. Các hành vi của thị trường LIBOR (trong đó các ngân hàng có thể cho ngân hàng khác vay ngắn hạn, ví dụ trong ba tháng, với mức lãi suất liên ngân hàng ở London - London Inter-Bank Offer Rate) trong cuộc khủng hoảng buộc người ta phải nhìn nhận điều này. Hằng ngày, các ngân hàng phải cập nhật cho một cơ quan mức lãi suất mà họ tin các ngân hàng có thể vay lẫn nhau. Cơ quan này sẽ lấy mức trung bình cộng của các lãi suất này làm mức lãi suất liên ngân hàng^[39]. Trong cuộc khủng hoảng, LIBOR trở nên kém ổn định, mỗi ngày mỗi tháng lại thay đổi đột biến. Có rất ít giao dịch trên thị trường cho vay liên ngân hàng với các kì hạn khác nhau. Ngay cả sau cuộc khủng hoảng, vào năm 2011, vẫn có rất ít các giao dịch vay tiền giữa các ngân hàng với thời hạn bốn tháng trở lên bằng bảng Anh và sáu tháng trở lên bằng USD^[40]. Với lượng giao dịch ít như thế, các ngân hàng gần như không biết nên đưa ra lãi suất như thế nào. Khi thị trường nhận ra mỗi ngân hàng có rủi ro phá sản khác nhau, khi đó khái niệm mức lãi suất chung cho vay liên ngân hàng trở nên vô nghĩa. Điều này có quan trọng không? Có - bởi vì LIBOR được sử dụng làm lãi suất tham chiếu để tạo nên các hợp đồng phái sinh trị giá hàng nghìn tỉ USD. Mức lãi suất tiêu chuẩn trong các hợp đồng đó có nền tảng không vững vàng và trong cơn bão khủng hoảng, chúng hoàn toàn bị cuốn bay mất.

Trong cơn hỗn loạn do không xác định được LIBOR trong cuộc khủng hoảng, những người buôn bán chứng khoán trong các ngân hàng có thể cấu kết với nhau để đưa ra các mức lãi suất có lợi cho mình. Nhà chức trách sau đó phát hiện ra bằng chứng về việc thao túng và đưa ra lãi suất “giả” này, thế là vụ bê bối LIBOR khiến rất nhiều công ty và cá nhân phải chịu án phạt^[41]. Nhưng trong giai đoạn 2007-2008, có lúc các giao dịch trên thị

trường liên ngân hàng thừa thớt đến độ bất kì lãi suất nào được gửi lên trên cũng chỉ hoàn toàn mang tính giả định. Một phản ứng dễ hiểu của một số ngân hàng là rút khỏi cơ quan quy định lãi suất, nhưng sau đó họ vừa bị nhà chức trách đi điều tra vì đưa ra lãi suất giả, vừa bị buộc phải tiếp tục cập nhật các mức lãi suất mà không có cơ sở thực tế. LIBOR đã qua thời hoàng kim của nó rồi^[42]. Tính thanh khoản không phải một đặc điểm cố hữu của các thị trường tài chính. Những đơn vị khoe khoang rằng thị trường của mình có chiều sâu và tính thanh khoản cao, một kiểu bề bori vô tận trong ngành tài chính, cũng phải biết rằng độ sâu của nó không đồng đều với phần nông nhiều khi chẳng có tí nước nào.

Ở thập niên 80, các nhà kinh tế sôi nổi tranh luận về việc thị trường chứng khoán có tính “lí trí” hay “phi lí trí”. Có ba người trong cuộc tranh luận này sau đó đã được nhận giải Nobel Kinh tế^[43]. Một trong số đó là Robert Schiller, người cho rằng chúng ta không thể dùng những biến đổi trong dòng lợi nhuận của cổ phiếu - còn gọi là cổ tức - để giải thích những biến động trong giá chứng khoán được. Những người khác cho rằng việc những kì vọng về những đi đầu bất ngờ trong tương lai không được đưa vào số liệu cổ tức chính là lời giải thích cho sự dao động giá cả trên thị trường chứng khoán. Đây là một vấn đề không thể giải quyết, đơn giản vì trong thế giới bất định đột biến, chúng ta không thể biết những chuyện gì sẽ xảy ra trong tương lai, và vì thế cũng không thể biết cách đánh giá nào là hợp lí mà chỉ có thể cảm nhận xem cách đánh giá nào đó có xác đáng hay không. Giá cổ phiếu lên xuống là do các nhà đầu tư cố gắng thích nghi với tương lai bất định. Những ước tính của họ về dòng lợi nhuận tương lai rất dễ biến động. Sự không ổn định này là đặc điểm cơ bản của nền kinh tế tư bản.

Nhà kinh tế học người Áo Joseph Schumpeter đã dùng thuật ngữ “sáng tạo hủy diệt” khi nói về cách một nền kinh tế tư bản khuyến khích việc đầu tư vào các ý tưởng và thương vụ mới, qua đó làm suy yếu sự đầu tư vào các ý tưởng cũ^[44]. Có những lúc thông điệp từ thị trường sẽ đem lại tín hiệu hữu ích cho các doanh nghiệp để biết phải đầu tư vào đâu và vào lúc nào. Trong những lúc khác, thông điệp ấy cho chúng ta biết tâm lí lo lắng, thậm chí là hoảng loạn, của các nhà đầu tư. Dưới đây là mô tả lừng danh về thị trường chứng khoán của Keynes:

... việc đầu tư chuyên nghiệp có thể được ví với các cuộc thi trên báo trong đó người tham gia phải chọn sáu khuôn mặt đẹp nhất trong hàng trăm tấm ảnh, sao cho lựa chọn của họ gần nhất với lựa chọn của đa số người chơi; vậy là mỗi người phải chọn khuôn mặt nào có thể hấp dẫn những người chơi khác nhất - những người cũng đang nhìn vấn đề từ quan điểm tương tự - chứ không chọn khuôn mặt nào đẹp nhất. Ở đây người ta không chọn người đẹp nhất, thậm chí không phải chọn người mà số đông thực sự coi là đẹp nhất. Chúng ta đã lên tới nấc thứ ba mà ở đó chúng ta dành hết tâm sức để đoán xem những người bình thường nghĩ những người bình thường khác nghĩ gì. Tôi tin rằng thậm chí có một số người đã lên tới mức bốn, năm hoặc cao hơn^[45].

Lời biện giải đóng vai trò quan trọng trong các chiến lược thích nghi của các nhà đầu tư. Trong hoàn cảnh bất định đột biến, giá cả thị trường không được định đoạt bởi các quy tắc cơ bản khách quan mà bởi những lời biện giải về các quy tắc cơ bản đó^[46]. Có những yếu tố quan trọng ảnh hưởng tới những câu chuyện này, ví dụ ngân hàng trung ương và chính phủ hoặc những sự thay đổi trong xu hướng nhận thức hoặc khi người ta nhận ra rằng lời biện giải hiện tại là sai lầm - giống như những gì đã xảy ra trong

cuộc khủng hoảng năm 1914 khi lời biện giải rằng chiến tranh không thể xảy ra đã bị thay thế bằng lời biện giải rằng chiến tranh thực sự đã nổ ra và chúng ta có thể giành chiến thắng; hoặc chuyện xảy ra năm 2008 khi lời biện giải trước đó cho rằng quy luật chi tiêu hiện tại là bền vững đã bị thay bằng quan điểm chi tiêu như thế chẳng bền vững chút nào (tôi sẽ giải thích kĩ hơn ở **Chương 8**).

Trên thị trường chứng khoán ngày nay, máy tính đã thay thế con người trong việc đua nhau dự đoán xu hướng thị trường. Hơn một nửa các giao dịch hiện tại được thực hiện dựa trên các thuật toán trên máy tính - các công thức toán học cho máy tính biết lúc nào nên mua hoặc bán. Vì các sàn chứng khoán cho phép một số nhà giao dịch “thường xuyên” cực lớn trả tiền mua quyền tiếp cận thị trường nhanh hơn, máy tính của các hãng này có thể theo dõi luồng chuyển động giao dịch rồi tự đặt lệnh chỉ vài micro giây trước các nhà giao dịch khác, nhờ thế họ được xếp đầu hàng và thu lợi từ thị trường trước khi biến động giá cả gây thiệt hại cho họ^[47]. Hành động này được gọi là “đón đầu”. Nó áp một thứ “thuê” lên các giao dịch của các nhà đầu tư khác kém nhanh nhạy hơn và khuyến khích việc đầu tư vào các công nghệ đắt tiền, không phải để tích hợp thêm thông tin về giá cả thị trường mà để lợi dụng thông tin về các giao dịch của người khác.

Xã hội không được lợi gì từ việc cho phép một số nhà giao dịch tiếp cận thông tin về tổng quan cán cân mua bán. Một cách để xóa bỏ “thuê” cho các nhà đầu tư bình thường là thay đổi hệ thống giao dịch từ các sàn chứng khoán có tổ chức thành các cuộc đấu giá điện tử được tiến hành mỗi giờ một lần, mỗi phút một lần, hoặc thậm chí mỗi ngày một lần^[48]. Việc chuyển sang hình thức đấu giá định kì này cho phù hợp với chu kỳ cập nhật các tin tức mới, trái ngược với việc mua bán tức thời trong đó một số nhà

đầu tư có thể nhanh hơn người khác một chút, có lợi thế rất lớn. Thực tế phần lớn lượng giao dịch được thực hiện gần lúc đầu và cuối phiên, khi các nhà đầu tư muốn giao dịch khi đang có nhiều người mua và người bán, nhờ thế lệnh của họ ít ảnh hưởng tới mức giá hơn^[49].

Tuy thế về bản chất, các thuật toán không thể dễ dàng thay đổi chiến lược khi có thông tin mới; cho tới giờ chỉ có con người mới có đủ khả năng viết lại các thuật toán, và đi đầu này không chỉ đòi hỏi kỹ năng tính toán mà còn cả óc phán xét nữa.

Trong hoàn cảnh có ầm ố đột biến, các nhà đầu tư đưa ra những phán xét dựa trên một chiến lược thích nghi nào đó, và khi nhìn lại đôi khi chúng bị đánh giá là “sai lầm”. Nhưng niềm tin thì luôn thay đổi và có ai biết quan điểm nào là đúng đắn? Những đánh giá trên thị trường tài chính chỉ mang tính nhất thời. Chúng thay đổi rất nhanh, đôi khi rất dữ dội, nhằm phản ánh những quan điểm mờ hồ về tương lai. Các nhà đầu tư chỉ là những người bình thường đang cố gắng thích nghi với tương lai bất định, và xử sự giống như tất cả chúng ta khi rơi vào hoàn cảnh ấy: lúc thì cẩn trọng, lúc thì quyết liệt, nhưng luôn chìm trong làn sương mờ vô định.

Chúng ta cũng có thể học được từ trải nghiệm của các hậu duệ của Robinson Crusoe. Tài chính nên đóng vai hỗ trợ chứ không nên lấn át nền kinh tế thực sự. Các thị trường tài chính có thể giúp ta thích nghi với tương lai bất định miễn là ta không rơi vào bẫy ảo tưởng rằng tương lai bất định đã được biến thành những rủi ro có thể tính toán được. Một khái niệm cốt lõi của nền kinh tế tư bản là chúng ta không thể coi tương lai là một trò chơi may rủi trong đó yếu tố vô định duy nhất là kết quả của bánh xe số mệnh. Tương lai đơn giản là không thể biết trước. Và trong nền kinh tế tư bản, ngân hàng và thị trường tài chính là những tổ chức đã tiến hóa để tạo

nên một phương thức thích nghi với tương lai không thể đoán định đó. Chúng là những phương án thay thế trong thế giới thực của khái niệm cuộc đấu giá vĩ đại được các nhà kinh tế học đề ra.

Vì lý do đó, nền kinh tế tư bản có bản chất là một nền kinh tế tiền tệ. Tiền có vai trò đặc biệt. Miễn là người ta tin rằng giá trị của nó sẽ được duy trì từ giai đoạn này sang giai đoạn khác, tiền tệ có thể đóng vai trò làm phương tiện dự trữ sức mua để sử dụng trong tương lai khi những sự kiện không thể lường trước xảy ra. Tiền tệ đem lại cho chúng ta khả năng trao đổi sức lao động hôm nay lấy sức mua trong tương lai. Đó chính là lý do tại sao nhiều hợp đồng tiết kiệm được ghi bằng đơn vị tiền. Chúng ta kì vọng sẽ kiếm được một tỉ lệ lãi được định nghĩa là khoản tiền tăng thêm trong tài khoản. Tiền không chỉ là phương tiện mua “đồ” mà còn là cách để đương đầu với tương lai bất định. Sự tăng nhu cầu dự trữ sức mua nói chung trong tương lai sẽ làm giảm sức mua hiện tại, dẫn tới suy thoái hoặc thậm chí khủng hoảng.

Khó khăn trong việc thích nghi với biến số đột biến gây ảnh hưởng không chỉ lên các nhà đầu tư, doanh nghiệp và hộ gia đình mà còn cả các tổ chức được thiết lập để giải quyết những vấn đề chung như tạo ra tiền. Các ngân hàng trung ương, được coi là quan trọng nhất trong những tổ chức đó, cũng cần có chiến lược thích nghi.



NGƯỜI HÙNG VÀ KẺ ÁC: VAI TRÒ CỦA CÁC NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG

“Trong lịch sử có ba phát minh này là vĩ đại nhất: lửa, bánh xe và ngân hàng trung ương.”

Will Rogers, diễn viên và nhà bình luận xã hội Mỹ, 1920

Họ nói “Tôi hứa sẽ trả tiề*n* ngay”

Những lời nghe thật to tát;

Và nếu tôi không phải là người ngây thơ nhất,

Thì những lời ấy chỉ đơn giản là nói suông thôi.

Khuyết danh, *The Siege of Paternoster Row*, 1826

Trước cuộc khủng hoảng, một buổi tối tôi đi lang thang giữa những kệ sách của Thư viện London (đầu mà sau khi cuộc khủng hoảng bắt đầu tôi không có thời gian để làm) thì bất chợt để ý thấy một cuốn sách nhan đề *The Old Lady Unveiled* (Vén màn Quý bà). Làm sao một cuốn sách có tiêu đề thô thiển như vậy lại len được vào khu sách về tiền tệ và ngân hàng trung ương? Tôi mau chóng nhận ra cuốn sách này - không có ở bất kì thư viện nào khác mà tôi biết - là một tác phẩm đả kích quyết liệt Ngân hàng Anh Quốc. Nó được viết từ thời Đại suy thoái, mở đầu như sau:

Mục đích của cuốn sách này là thức tỉnh cộng đồng bằng sự thật rằng Ngân hàng Anh Quốc, cơ quan thường được coi là khách quan và yêu nước nhất, từ khi mới thành lập dưới triều đại William xứ Orange đến giờ chỉ là một chiêu trò phức tạp nhằm kiếm lời của giới tư nhân^[1].

Nhiều người cho rằng thế giới của các ngân hàng trung ương chẳng thay đổi mấy. Một đi đầu chắc chắn là họ đang thu lợi nhiều hơn, kiếm được lợi nhuận lớn từ bảng cân đối kế toán ngày càng phình to. Mặc dù những chiêu trò phức tạp cũng có lúc xuất hiện, sự thẳng thắn vẫn là nguyên tắc tối thượng: các thống đốc ngân hàng trung ương thường xuyên dự họp báo, đi đầu tiên trước Quốc hội và xuất hiện trên TV.

Thói sùng bái người nổi tiếng đã lan đến tận những hành lang u ám của ngân hàng trung ương. Tổng thống Clinton từng được một nhà báo hỏi cảm giác làm người đàn ông quyền lực nhất thế giới là như thế nào. Chỉ tay vào Andrea Mitchell, phóng viên của đài NBC tại Nhà Trắng, ông nói, “Anh hỏi cô ấy đi. Cô ấy là vợ của người đàn ông quyền lực nhất thế giới đấy.” Chẳng cô ấy là Alan Greenspan, khi ấy là Chủ tịch Cục dự trữ liên bang. Ông từng xuất hiện trên bìa tạp chí *Times* trong tư cách một thành viên của “Hội đồng Giải cứu thế giới”, được cựu ứng viên tổng thống John McCain xem như người hùng (ông này từng nói trong một cuộc tranh luận rằng: “Chỉ tái bổ nhiệm ông Greenspan thôi thì chưa đủ - nếu ông ấy chẳng may qua đời, đi đâu mà tôi c àu sẽ không bao giờ xảy ra, tôi sẽ làm hết như trong phim *Kì nghỉ cuối tuần ở nhà Bernie* (Weekend at Bernie’s), dựng ông ấy đứng lên rồi đeo cho ông ấy cặp kính đen và giữ ông ấy lại càng lâu càng tốt”), và cũng là người bị đả kích trên sân khấu và trên truyền hình (chưa kể trên mặt báo) là người đã gây ra cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008. Alan Greenspan giờ đây không còn là người làm ngân hàng biết

suy xét cẩn trọng mà tôi từng biết nữa. Vậy nên chúng ta cần lột bỏ tấm màn phép màu và bí ẩn của những người làm ở ngân hàng trung ương và nhìn vào bản chất: họ cũng chỉ là con người. Chỉ khi đó chúng ta mới có thể đảm bảo cả hệ thống có thể đem lại những động cơ cần thiết để mỗi người xử sự theo cách đem lại kết quả tối ưu cho tất cả.

Những cố gắng của những lãnh đạo ngân hàng trung ương, ví dụ như Ben Bernanke, người tiếp bước Greenspan, để loại bỏ tính cách con người của ngân hàng trung ương đều chẳng mấy thành công, thậm chí thất bại ngay lập tức. Trong cuốn sách bán chạy *The Lords of Finance* (Những chúa tể tài chính), Liaquat Ahamed miêu tả bốn vị thống đốc ngân hàng trung ương hắc ám đã đưa cả thế giới vào và ra khỏi cuộc Đại suy thoái. Tám mươi năm sau, cũng nhóm các thống đốc đó, trong đó có tôi, phải đối mặt với một thử thách khó khăn không kém. Nhưng sự khác nhau là ở giai đoạn tiền khủng hoảng bắt đầu năm 2007, các ngân hàng trung ương bước từ bóng tối ra ánh sáng. Họ đã đi trên cuộc hành trình từ chỗ bí ẩn đến sự minh bạch và cởi mở. Ở thập niên 90, các ngân hàng trung ương, nếu không phải các thống đốc của chúng, trở thành những thần tượng trong giới tài chính. Các thống đốc thì nhìn chúng với con mắt khác. Chúng tôi đã thuộc lòng lời khuyên của Keynes: “Nếu các nhà kinh tế có thể khiến người khác đánh giá mình là những người khiêm tốn và tài giỏi, giống như cách người ta đánh giá các nhà sĩ, thì thật là tuyệt vời!”^[2] Mục tiêu của chúng tôi là khiến các chính sách tiền tệ trở nên nhàm chán hết mức có thể.

Công bằng mà nói chúng tôi đã không đạt được mục tiêu đó. Trừ phi bạn sống trên đảo hoang thì mới dám coi thập kỉ vừa qua là nhàm chán. Các ngân hàng trung ương khắp nơi là tâm điểm tranh luận trong khi cả thế giới rơi vào cuộc khủng hoảng ngân hàng và tài chính tồi tệ nhất từ trước

đến nay. Tiền tệ và ngân hàng có thể là các chủ đề chuyên môn chán ngắt, nhưng chúng lại đem đến sự sôi động khi có vấn đề nảy sinh. Lạm phát tăng nhanh có thể nhanh chóng biến thành siêu lạm phát, giống như nền Cộng hòa Weimar ở Đức thập niên 20, và sự giảm phát có thể khiến nền kinh tế trì trệ, giống như những gì xảy ra ở Nhật hồi thập niên mất mát những năm 90 - và như nhiều người vẫn sợ, chúng có thể xảy ra ở các nơi khác trong thế giới các nước phát triển. Năm 2008, cuộc khủng hoảng kinh tế là chủ đề lớn nhất của giới truyền thông.

Nếu tiền tệ và ngân hàng cổ xưa không kém gì giống người *Homo sapiens* chúng ta thì ngân hàng trung ương lại có lịch sử khá mới mẻ. Với tư cách là một tổ chức, phần lớn các ngân hàng trung ương hầu còn rất trẻ. Các ngân hàng trung ương vẫn được coi là những tổ chức thông thái và đầy kỷ luật, trái ngược với sự phóng khoáng cực đoan của các bộ tài chính dù có tuổi đời non trẻ hơn. Ngân hàng trung ương đầu tiên trên thế giới là Riksbank ở Thụy Điển, được thành lập năm 1668. Để chào mừng sinh nhật lần thứ ba trăm, ngân hàng này đã cho ra đời giải Nobel Kinh tế. Nhưng ngân hàng này mãi đến năm 1867 mới có tên là Riksbank, và thực tế nó là một ngân hàng thương mại đến tận năm 1897^[3]. Ngân hàng trung ương có thời gian hoạt động liên tục lâu nhất chính là Ngân hàng Anh Quốc, mở cửa năm 1694 để giúp chính phủ trang trải các chi phí quân sự. Dịp kỷ niệm 300 năm của nó thì giản dị hơn: Ngân hàng tổ chức một buổi hòa nhạc và xuất bản một cuốn sách về chuyên môn. Tiếp theo là Ngân hàng Tây Ban Nha ra đời năm 1782 và Ngân hàng Pháp (do Napoleon sáng lập) năm 1800, rồi tiếp đó là Ngân hàng Phần Lan thành lập năm 1811 (sớm hơn nhiều so với ngân hàng trung ương Nga - nước thống trị Phần Lan lúc đó - vào năm 1860).

Nước Mỹ có hai lần khởi đầu hụt - Ngân hàng Hoa Kỳ đầu tiên hoạt động từ 1791 đến 1811 và Ngân hàng Hoa Kỳ thứ hai hoạt động từ 1816 đến 1836 - trước khi Quốc hội ra đạo luật năm 1913 thành lập Cục dự trữ liên bang - tổ chức này bắt đầu hoạt động năm 1914^[4]. Một năm sau cuộc khủng hoảng tài chính 1907, khi cơn hoảng loạn ở New York dẫn tới giá cổ phiếu tụt dốc 50 phần trăm và nhiều ngân hàng sụp đổ, Quốc hội Mỹ đặt ra Hội đồng tiền tệ quốc gia để báo cáo “những thay đổi cần thiết hoặc nên được tiến hành trong hệ thống tiền tệ Mỹ”. Trước khi đề nghị thành lập Hệ thống dự trữ liên bang - một kế hoạch được Hội đồng mô tả là “một hệ thống kiểu Mỹ, có phương pháp khoa học và được quản lý một cách dân chủ” - hội đồng này đã soạn thảo hai mươi hai cuốn sách nghiên cứu về tiền tệ và hệ thống ngân hàng khắp thế giới, đặc biệt là châu Âu. Bộ sách hoàn chỉnh này được đặt trang trọng trong phòng của thống đốc Ngân hàng Anh Quốc. Các tác giả đã ghi chú rằng: “Vị thế quan trọng mà Ngân hàng Anh Quốc nắm giữ trong thế giới tài chính đến từ sự thông thái của những người lãnh đạo chứ không phải nhờ một đạo luật nào”. Vì thế họ không coi Ngân hàng Anh Quốc là hình mẫu, thay vào đó họ đề nghị thành lập một tổ chức hoạt động trong khuôn khổ của các đạo luật và đặt dưới sự kiểm soát của Quốc hội. Sau cuộc Đại suy thoái, phương thức hoạt động của Cục dự trữ liên bang tiếp tục được thay đổi, đem lại nhiều quyền lực hơn cho hội đồng quản lý ở Washington và đặt ra chính sách lãi suất quốc gia rõ ràng.

Các ngân hàng trung ương lâu đời thường có xuất thân là ngân hàng thương mại, sau đó chuyển từ sở hữu tư nhân sang nhà nước vì chúng có vị thế thống trị trong thị trường ngân hàng nội địa. Vì lý do đó các ngân hàng này thường bị coi là lạm quyền. Ngay từ khi thành lập, mỗi lần Ngân hàng Anh Quốc thay đổi đi đầu lệ, sẽ có một lô những tờ rơi đã kích vị thế của

Ngân hàng xuất hiện. Đạo luật Điều lệ ngân hàng năm 1844 cho phép Ngân hàng Anh Quốc độc quyền in tiền khiến tư tưởng bài xích lại càng dâng cao. Các lãnh đạo Ngân hàng khi đó bị gọi là hạng “ăn không ngời rỗi” hoặc là “các thầy tế của thần Moloch”^[5]. Dù đã có rất nhiều chỉ trích nhắm vào các ngân hàng trung ương trong cuộc khủng hoảng vừa rồi, chúng tôi có thể tự an ủi mình rằng ít ra giọng điệu của chúng cũng ôn hòa hơn.

Năm 1832, khi Tổng thống Mỹ Andrew Jackson phủ quyết việc tái ban bố điều lệ Ngân hàng Hoa Kỳ thứ hai, ông tranh luận rằng Quốc hội không được phép phân quyền in tiền cho bất kì ai khác:

Một số người cho rằng Ngân hàng trung ương là một cách để thực hiện quyền hiến pháp “in tiền và quy định giá trị tiền.” Quốc hội đã thiết lập cơ quan in tiền và thông qua các đạo luật quy định giá trị tiền. Các đồng xu được đúc ra với mệnh giá tiêu chuẩn, và các đồng xu nước ngoài mà Quốc hội chấp thuận là những loại tiền duy nhất được phép sử dụng. Nhưng nếu họ có thêm quyền quản lý tiền, khi đó quyền này chỉ có thể được Quốc hội sử dụng chứ không được phân cho doanh nghiệp nào. Nếu ngân hàng này được thiết lập để quản lý tiền, với bản điều lệ không thể sửa đổi mà không được sự đồng ý của ngân hàng, Quốc hội đã tự tước bỏ quyền lực của mình trong nhiều năm, và trong thời gian ấy Hiến pháp chỉ là một văn bản vô giá trị. Phân quyền lập pháp cho ngân hàng vì vậy là không cần thiết và không đúng đắn, theo đó không hợp hiến pháp^[6].

Sau các cuộc khủng hoảng ngân hàng cuối thế kỷ XIX đầu thế kỷ XX, Quốc hội Mỹ phải thừa nhận rằng ngân hàng trung ương là tổ chức vừa hợp hiến, vừa có tác dụng tốt. Điều gì đã thay đổi quan điểm của họ? Trong thời đại tự do ngân hàng, như đã nói đến ở **Chương 2**, nước Mỹ

không có ngân hàng trung ương. Giấy nợ ngân hàng được các ngân hàng ban bố thường được giao dịch với giá thấp hơn giá trị danh nghĩa. Điều này khiến vai trò làm phương tiện để mua hàng hóa hoặc dự trữ giá trị của chúng giảm đi rất nhiều. Nhiều người lo rằng các ngân hàng có thể ban hành quá nhiều giấy nợ để tận dụng sự thiếu am tường của người gửi tiền về khả năng thanh toán của ngân hàng. Khi cuộc khủng hoảng trong hệ thống ngân hàng nổ ra, cũng không có tổ chức nhà nước nào tồn tại để tái lập lòng tin - năm 1907, nhiệm vụ phối hợp các ngân hàng để hỗ trợ những ngân hàng yếu hơn được đặt lên vai John Pierpont Morgan, người đã sáng lập ngân hàng lấy tên mình. Tương tự, ngân hàng Reichsbank của Đức được thành lập năm 1876 không phải để khớp với thời điểm đất nước này thống nhất năm 1871 mà để đối phó với cuộc khủng hoảng tài chính năm 1873. Các ngân hàng trung ương có được vai trò như hiện nay là sau một loạt những cuộc khủng hoảng tiền tệ và ngân hàng. Vị thế của các ngân hàng trung ương vốn xuất phát là ngân hàng thương mại nhưng sau đó dần trở thành ngân hàng lớn nhất. Chúng thỉnh thoảng thực hiện những cuộc giải cứu và thực chất đóng vai trò là trưởng nhóm các ngân hàng, đứng ngoài những đấu đá giữa các ngân hàng khác trên thị trường^[7].

Tới thế kỷ XX, các ngân hàng trung ương dần trở thành những tổ chức đầy quyền lực giống như ngày nay, chịu trách nhiệm quản lý ngu ồn cung tiền và kiểm soát hệ thống ngân hàng. Những lo ngại về quyền lực của ngân hàng trung ương vẫn là một vũ khí quan trọng cho cả cánh tả và cánh hữu trong những khẩu hiệu như “Xóa sổ Cục dự trữ liên bang”^[8]. Các ngân hàng trung ương được coi là người hùng khi đem đến giai đoạn Đại ổn định và ngăn chặn cuộc Đại suy thoái thứ hai xảy ra sau năm 2008. Họ lại bị coi là kẻ ác vì không thể kiểm soát những hành động cực đoan trong hệ

thống ngân hàng và in ra quá nhiều tiền. So với cuối thập niên 1990 và đầu những năm 2000 khi tiếng tăm của các ngân hàng trung ương ở mức đỉnh điểm, hiện tại họ đang yếu thế hơn và phải cố gắng giữ sự độc lập trước những tham vọng của các chính trị gia. Khi đến dịp 100 năm hoạt động của Cục dự trữ liên bang, cơ quan này chỉ mô tả đó là một sự kiện mang tính “đánh dấu” chứ không kỉ niệm một cột mốc quan trọng, và họ phải dựa vào nguồn quyền từ thiện chứ không tự bỏ tiền để tổ chức triển lãm ở Bảo tàng Tài chính Mỹ tại Phố Wall. Ngay cả các tòa án cũng vào cuộc - Thẩm phán Thomas C. Wheeler của Tòa án Tiền tệ liên bang Hoa Kỳ (U.S. Court of Federal Claims) đã tuyên vào tháng Sáu năm 2015 rằng Cục dự trữ liên bang đã hành động vượt quá thẩm quyền khi mua quá nhiều cổ phiếu của công ty bảo hiểm AIG nhằm giải cứu công ty này vào tháng Mười năm 2008^[9]. Ở Đức, Tòa án Hiến pháp liên bang tỏ ra dè dặt về đề nghị của Ngân hàng trung ương châu Âu muốn mua lại nợ công của một số thành viên kinh tế yếu trong khối đồng euro^[10]. Dù chính phủ các nước vẫn thường xuyên thách thức thẩm quyền của các ngân hàng trung ương, họ vẫn phụ thuộc ngày càng nhiều vào các tổ chức này - đặc biệt là Cục dự trữ liên bang, Ngân hàng trung ương châu Âu, Ngân hàng Nhật Bản và Ngân hàng Anh Quốc - để hồi phục sau cuộc Đại khủng hoảng.

Những kinh nghiệm trong quá khứ đã cho thấy rõ ràng tầm quan trọng của một cơ quan nhà nước - thông thường là ngân hàng trung ương - để đảm bảo hai khía cạnh then chốt của tiền tệ trong nền kinh tế tư bản. Thứ nhất là đảm bảo lượng tiền tăng trưởng đủ để duy trì sự ổn định giá trị tiền tệ trong giai đoạn thuận lợi, và thứ hai là trong giai đoạn khó khăn phải đảm bảo lượng tiền tăng trưởng đủ để cung cấp thanh khoản - nguồn dự trữ sức mua trong tương lai - nhằm đối phó với những thay đổi khó lường

trong nhu cầu thanh khoản của khối tư nhân (xem **Chương 2** và **Chương 3**). Hai chức năng này nghe có vẻ dễ nhưng rất khó thực hiện. Chúng tương ứng với hai mục tiêu là bình ổn giá cả và đảm bảo tính thanh khoản với ngân hàng trung ương đóng vai trò là “người cho vay cuối cùng”.

Ổn định giá cả - chiến lược thích nghi mục tiêu lạm phát

Những nhà tư tưởng của thế kỷ XVIII là David Hume và Adam Smith thấu hiểu được mối quan hệ giữa lượng tiền lưu thông và giá mua bán hàng hóa: “Nếu chúng ta xem xét riêng từng vương quốc, việc tăng giảm lượng tiền chẳng gây hậu quả gì vì giá hàng hóa luôn tương ứng với lượng tiền lưu thông”^[11]. Về lâu dài, lượng tiền nhiều hơn sẽ dẫn đến giá cả tăng lên. Lý thuyết lượng tiền lưu thông vậy là đã ra đời, sau đó được tinh chỉnh và phổ biến bởi các nhà kinh tế học người Mỹ là Irving Fischer và Milton Friedman.

Trong một thời gian dài, các chính phủ không thể cưỡng lại cám dỗ phá giá đồng tiền và với sự ra đời của tiền giấy, họ cố gắng in nhiều hết mức có thể để trang trải các chi phí. Lenin được cho là đã từng nói rằng cách tốt nhất để tiêu diệt chủ nghĩa tư bản là làm giảm giá trị đồng tiền. Nếu xét theo những gì xảy ra ở châu Âu sau Chiến tranh thế giới thứ nhất, ông ấy nói đúng. Ngay cả những nơi mà nền kinh tế thị trường vẫn còn tồn tại, lạm phát luôn là một vấn đề rất lớn. Trong khoảng thời gian hai mươi năm trước khi Ngân hàng Anh Quốc áp dụng chiến lược mục tiêu lạm phát vào năm 1992, giá cả đã tăng 750 phần trăm so với 250 năm trước^[12]. Lạm phát được coi là chuyện đương nhiên. Sự ổn định giá cả trở nên xa vời hơn.

Alan Greenspan, cựu Chủ tịch Cục dự trữ liên bang, đã định nghĩa ổn định giá cả là trạng thái “lạm phát thấp và ổn định qua thời gian, không làm ảnh hưởng đáng kể đến quyết định của các hộ gia đình và doanh nghiệp.”^[13] Alan Blinder, nhà kinh tế tại Đại học Princeton và là phó tướng của Greenspan tại Cục dự trữ liên bang, thậm chí còn diễn đạt rõ ràng hơn. Ông nói: ổn định giá cả là khi “những người bình thường không còn bàn tán và lo lắng về lạm phát nữa.”^[14] Trong những năm vừa qua, chúng ta đã bắt đầu coi ổn định giá cả là chuyện đương nhiên; đến nỗi một số người đã bắt đầu nghĩ đến khả năng giảm phát - khi giá cả giảm đi. Giảm phát cũng có hại như lạm phát. Năm 274 sau Công nguyên, hoàng đế La Mã Aurelian muốn khôi phục giá trị của đồng tiền xu vốn đã bị các thợ đúc tiền làm biến chất. Aurelian thu tiền xấu đổi lấy tiền tốt, ra lệnh hủy bỏ tất cả tài khoản dùng tiền bị mất giá. Giá cả tụt xuống thê thảm chỉ sau một đêm. Gibbon, trong cuốn sách *Lịch sử suy tàn và sụp đổ của Đế chế La Mã*, đã viết “những căng thẳng nhất thời như vậy khó có thể khuấy động gây ra nội chiến”^[15]. Và trong dài hạn, phương pháp đó đúng là đã thành công trong việc khôi phục giá trị đồng tiền. Tuy nhiên, về ngắn hạn, nó gây ra rất nhiều khó khăn. Đứng trên quan điểm của Keynes rằng trong dài hạn thì chúng ta đều sẽ chết cả, người dân La Mã khi ấy vùng lên phản đối. Ngay cả trong ngắn hạn cũng có rất nhiều người chết; bảy nghìn binh lính và vô số thường dân đã thiệt mạng trong đợt đàn áp nổi dậy đó.

Trong thời kì hiện đại, chính phủ nào cũng đã có lúc theo đuổi những lợi ích ngắn hạn, ngay cả khi họ bày tỏ niềm tin vào sự ổn định giá cả, bằng cách kích thích nền kinh tế ngay trước những đợt bầu cử với hi vọng những chi phí lạm phát sẽ chỉ xuất hiện sau khi mọi chuyện đã xong xuôi. Khi chạy theo cám dỗ này, họ phải đối mặt với hai lựa chọn chẳng tốt lành

gì là chấp nhận suy thoái kinh tế để giảm lạm phát hoặc tăng tỉ lệ lạm phát cao hơn nữa. Khi xem xét tổng thể, nhận định cuối cùng theo phương diện kinh tế, lịch sử và lí trí là cả lạm phát và giảm phát đều có hại như nhau. Việc cho ngân hàng trung ương đặc quyền in tiền đặt ra câu hỏi làm thế nào để ngăn họ lạm dụng quyền lực để phát hành tiền. Chúng ta không thể buộc các thế hệ tương lai - hay thậm chí chính chúng ta - phải đi theo một chính sách cụ thể. Vậy làm thế nào chúng ta có thể tạo ra một tổ chức có khả năng đem đến kì vọng rằng tiền tệ sẽ duy trì được giá trị của chúng?

Bằng cách gắn tiền tệ với lượng vàng đang có, dường như chúng ta có thể đạt được sự bình ổn giá cả trong dài hạn, và đi đầu này đã tỏ ra đúng đắn trong phần lớn thế kỷ XIX. Nhưng ngay cả hệ thống bản vị vàng cũng không thể vượt qua quyền lực của quốc gia, và khi chi phí (tính trên lượng sản phẩm và việc làm bị mất) của việc tuân theo bản vị vàng là quá cao, các chính phủ đã ngưng việc chuyển tiền thành vàng, đúng như những gì đã xảy ra một vài lần ở Anh và các nước châu Âu trong thế kỷ XIX do khủng hoảng tài chính. Luôn có một nhu cầu nền tảng là phải tìm được cách duy trì sự kiểm soát đối với nguồn tiền và nguồn thanh khoản trong khi vẫn cam kết bình ổn giá cả trong dài hạn.

Thật không may, việc chuyển đổi từ một quy tắc bất biến, ví dụ như bản vị vàng, sang hoạt động tự do không giới hạn đã dẫn tới thất bại trong việc kiểm soát lạm phát, để rồi tất cả dẫn đến cuộc Đại lạm phát thập niên 70. Khi đó người ta lại quay sang ý tưởng giao quyền hoạch định các chính sách tiền tệ cho những ngân hàng trung ương độc lập với nhiệm vụ rõ ràng là bình ổn giá cả. Các ngân hàng trung ương không phải là những tổ chức độc lập bẩm sinh mà là những tổ chức bị ép phải hoạt động độc lập - theo đúng nghĩa đen như trong trường hợp ở Đức sau Chiến tranh thế giới thứ

hai, các nước Đồng minh đã áp đặt mô hình ngân hàng trung ương độc lập. Làn sóng giải phóng ngân hàng trung ương ngày càng lan rộng ở thập niên 90 để chống lại cuộc Đại lạm phát. Ngân hàng Anh Quốc và Ngân hàng Nhật Bản hoạt động độc lập từ năm 1997, Ngân hàng Riksbank ở Thụy Điển vào năm 1999, và cùng năm đó Ngân hàng trung ương châu Âu độc lập đã được thành lập vì bị ảnh hưởng bởi thành tích của Ngân hàng Bundesbank ở Đức, một ngân hàng mà từ khi thành lập năm 1957 đã kiềm chế lạm phát ở mức thấp nhất trong các nước công nghiệp^[16].

Dĩ nhiên các ngân hàng trung ương cũng có thể bị cám dỗ bởi xu hướng cố lấy lòng người dân. Một lời phản biện trước quan ngại này là các ngân hàng trung ương không giống như các chính trị gia. Những người làm ngân hàng trung ương có đủ quyết tâm và sự kiên định để “cất hũ rượu đúng lúc buổi tiệc bắt đầu nóng lên” - câu nói đáng nhớ của Chủ tịch Cục dự trữ liên bang McChesney Martin - hẳn là những vĩ nhân, vậy thì cứ để họ “làm đi”^[17]. Nếu tất cả những người làm ngân hàng trung ương đều có đầy đủ các phẩm chất cần có thì thật tốt, và có thể là đúng như vậy thật, nhưng chúng ta không cần phải tìm ra tất cả những cá nhân siêu phàm. Thay vào đó, câu trả lời nằm ở việc tạo ra cơ chế lương thưởng hợp lý cho những người được chỉ định điều hành các ngân hàng trung ương.

Nếu các chính phủ do dân bầu, hoặc những cố vấn của họ, hiểu chính xác cơ chế hoạt động của nền kinh tế, khi đó họ có thể viết ra một bộ quy tắc rõ ràng quy định ngân hàng trung ương nên làm gì trong mỗi tình huống có thể xảy ra trong tương lai. Việc ban hành các chính sách tiền tệ khi đó có thể được giao cho một ngân hàng độc lập có nhiệm vụ thực hiện bộ quy tắc này. Ý tưởng này có hai vấn đề. Thứ nhất, các chính phủ có thể không muốn tuân theo bộ quy tắc trong trường hợp họ muốn để lạm phát tiếp tục

tăng. Thứ hai, trong thế giới bất định đột biến, chúng ta không thể viết một bộ quy tắc diễn tả tất cả các tình huống trong tương lai. Tương lai là không thể diễn tả được. Các nhà kinh tế học thường có xu hướng quan tâm đến vấn đề thứ nhất hơn là vấn đề thứ hai. Tôi thì cho là họ nên làm ngược lại. Việc chống lại cám dỗ dễ hơn việc đối phó với sự bất định.

Vì chúng ta không thể biết trước những khó khăn sẽ nảy sinh trong việc quản lý tiền tệ, việc trao quyền tự quyết trong một phạm vi nhất định cho các ngân hàng trung ương để đối phó với các tình huống khi chúng xảy ra là một việc làm cần thiết, thậm chí khó tránh khỏi. Đây chính là gốc rễ của chính sách mục tiêu lạm phát ra đời ở New Zealand năm 1990. Ý tưởng này nhanh chóng lan tới Canada năm 1991 và Anh năm 1992. Mục đích là buộc các ngân hàng trung ương phải chịu trách nhiệm giữ lạm phát ở một mức cụ thể trong một giai đoạn nhất định. Các ngân hàng trung ương được tùy ý lựa chọn cách đối phó với những biến động lạm phát ngắn hạn.

Những biến động này rất khó lường. Giá cả và tiền lương không tự động đi đều chỉnh cho phù hợp với thị trường mỗi khi cán cân cung cầu bị lệch. Các công ty thay đổi giá để đáp lại những thay đổi về lực cầu; trong khi đó tiền lương thích ứng rất chậm khi có những thay đổi trong thị trường lao động; và những kỳ vọng được đi đều chỉnh một cách chậm chạp khi thông tin mới xuất hiện. Những “ma sát” hay “sự cứng nhắc” này gây ra sự chênh lệch thời gian giữa những thay đổi về tiền tệ và những thay đổi về giá cả. Sự chênh lệch thời gian giữa việc đi đều chỉnh giá cả và tiền lương so với thay đổi về lực cầu - được gọi là “giá cả cứng nhắc” - và chênh lệch thời gian đi đều chỉnh kỳ vọng cho khớp với thay đổi trong mức lạm phát - “kỳ vọng cứng nhắc” - tạo ra mối liên hệ ngắn hạn giữa tiền tệ, hoạt động kinh tế và lạm phát^[18]. Chính sách tiền tệ làm ảnh hưởng đến sản xuất và

lượng lao động trong ngắn hạn, giá cả trong dài hạn. Các ngân hàng trung ương quan tâm tới cả hai. Điều này được thể hiện trong cái được gọi là trát lệnh kép của Cục dự trữ liên bang, trong đó nêu rõ mục tiêu của tổ chức này là giảm thiểu thất nghiệp và ổn định giá cả^[19]. Công việc của ngân hàng trung ương không phải là loại bỏ những biến động lạm phát giá cả tiêu dùng từ năm này sang năm khác, mà là giảm sự bất định về giá cả trong dài hạn. Khi đó người ta sẽ không còn lo lắng về lạm phát nữa.

Chính sách mục tiêu lạm phát là sự kết hợp của hai yếu tố: (a) mục tiêu lạm phát trong trung hạn và (b) đáp lại những thay đổi kinh tế đột ngột trong ngắn hạn. Đôi khi những cú sốc - thay đổi giá vàng hoặc tỉ giá trao đổi - sẽ đẩy lạm phát chệch khỏi giá trị mong muốn trong dài hạn, và câu hỏi cho những người hoạch định chính sách là nó nên được đưa trở lại mức cũ nhanh cỡ nào. Câu trả lời phụ thuộc vào chi phí tương đối gây ra bởi sự chênh lệch tỉ lệ lạm phát và tỉ lệ thất nghiệp so với mục tiêu dài hạn, và các ngân hàng trung ương được toàn quyền xem xét điều này. Nếu nhìn từ góc độ này thì không có sự khác biệt cơ bản nào giữa các hoạt động của một ngân hàng trung ương có trát lệnh kép như Cục dự trữ liên bang và một ngân hàng trung ương với nhiệm vụ duy nhất là đạt được mục tiêu lạm phát. Điều quan trọng là các hộ gia đình và doanh nghiệp phải tin rằng giá cả sẽ được giữ ổn định trong dài hạn.

Chính sách mục tiêu lạm phát đã tỏ ra cực kì thành công, cả trong mục đích chính của nó và mục đích phụ là đảm bảo tính minh bạch của các tổ chức nhà nước đầy quyền lực. Một số nhà kinh tế cho rằng các ngân hàng trung ương phải đưa ra chính sách dựa trên “quy định chính sách” do các nhà lập pháp tạo ra, hay ít nhất cũng phải giải thích được tại sao chính sách mà họ đưa ra lại không tuân thủ quy định này. Các chính sách tiền tệ đã trở

thành một lĩnh vực nghiên cứu lớn^[20]. Có lẽ nghiên cứu nổi tiếng nhất là định luật Taylor, đặt theo tên của John Taylor ở Đại học Stanford. Định luật Taylor cho rằng lãi suất sẽ tăng lên nếu lạm phát vượt quá mục tiêu và sản xuất vượt trên mức thông thường, và ngược lại. Năm 2014, các hạ nghị sĩ Scott Garrett và Bill Huizenga đề xuất một đạo luật yêu cầu Cục dự trữ liên bang phải cung cấp cho Quốc hội Mỹ “một quy tắc rõ ràng để miêu tả hướng đi của chính sách tiền tệ”^[21]. Quy tắc đó sẽ là một công thức toán học thể hiện cách Cục dự trữ liên bang điều chỉnh lãi suất dựa theo những thay đổi trong nền kinh tế.

Mặc dù rõ ràng chúng ta nên buộc Cục dự trữ liên bang phải chịu trách nhiệm trực tiếp trước Quốc hội về các hành động của mình, điểm yếu cốt lõi của đề xuất này là chẳng có quy tắc nào là tối ưu mãi mãi cả. Vì sự hiểu biết của chúng ta về nền kinh tế là có hạn và luôn thay đổi lúc thì tăng chút một, lúc thì nhảy vọt, bất kì chính sách tiền tệ nào được coi là tối ưu ngày hôm nay nhiều khả năng sẽ được thay thế bằng một chính sách khác tốt hơn vào ngày mai. Những quy tắc được định ra trong một đạo luật sẽ bị thay thế bằng những nghiên cứu mới chỉ trong vòng một năm mà thôi.

Một ví dụ điển hình là những gì xảy ra với Cục dự trữ liên bang và Ngân hàng Anh Quốc năm 2013 và 2014 khi họ công bố mức tỉ lệ thất nghiệp nào là đủ lớn để cân nhắc tăng lãi suất. Tỉ lệ thất nghiệp tối thiểu để tăng lãi suất năm 2013 lại không mấy hợp lí trong năm 2014 khi tỉ lệ thất nghiệp đã giảm đi nhanh hơn dự kiến mà không thấy có dấu hiệu tăng lạm phát. Các chính sách tiền tệ trong thực tế có đặc thù là một quá trình học hỏi liên tục. Việc học hỏi từ các kinh nghiệm trong quá khứ đồng nghĩa với việc chúng ta cũng nên sẵn sàng làm trái những quy tắc được đặt ra một hoặc hai năm trước. Các ngân hàng trung ương nên có trách nhiệm đưa ra

những luận điểm kinh tế và bằng chứng thuyết phục nhằm giải thích cho các quyết định của mình. Trách nhiệm giải trình và sự minh bạch ở đây có tác dụng tốt hơn là một quy tắc cố định.

Việc giao quyền hoạch định chính sách cho một ngân hàng trung ương độc lập hoạt động dưới chế độ “tự do trong khuôn khổ” được coi là lời giải cho bài toán không mấy hấp dẫn giữa việc áp dụng một quy tắc cố định hay trao quyền tự quyết hoàn toàn cho một cơ quan độc lập. Mô hình này đòi hỏi việc xác định rõ ràng khuôn khổ dành cho ngân hàng trung ương. Thứ nhất đó là con số mục tiêu lạm phát, thứ hai là việc xác lập một chế độ trong đó các ngân hàng trung ương có trách nhiệm giải trình về quyết định của mình. Ngay từ đầu, mục tiêu lạm phát đã được coi là một phương pháp giúp các ngân hàng trung ương tăng độ tin cậy của các chính sách tiền tệ và giúp người ta dễ đoán được hướng đi của chúng hơn.

Từ khi được áp dụng ở New Zealand, Canada và Anh đầu thập niên 90, chính sách mục tiêu lạm phát đã lan ra hơn ba mươi nước trên khắp thế giới^[22]. Các ngân hàng trung ương lớn giờ đây đều có mục tiêu lạm phát 2 phần trăm. Cục dự trữ liên bang áp dụng con số này năm 2012 và Ngân hàng Nhật Bản làm đi đầu này vào năm 2013. Nói theo ngôn ngữ ở **Chương 4**, việc giao quyền hoạch định chính sách tiền tệ cho một ngân hàng trung ương độc lập với mục tiêu lạm phát chỉ là một chiến lược thích nghi. Sự rõ ràng và đơn giản của nó khiến mục tiêu lạm phát trở thành một kiểu quy tắc kinh nghiệm tự nhiên cho cả ngân hàng trung ương và khối kinh tế tư nhân. Quy tắc kinh nghiệm của ngân hàng trung ương là đặt ra những chính sách để mức lạm phát kỳ vọng ngang với mục tiêu. Vì lạm phát dự kiến có ảnh hưởng lớn đến tiền lương và giá cả, từ đó ảnh hưởng đến mức lạm phát hiện tại, việc neo mức dự kiến vào mức mục tiêu là một yếu tố then

chốt của bất kì chính sách tiền tệ nào. Quy tắc kinh nghiệm này giải phóng ngân hàng trung ương khỏi việc phải tuân theo một mô hình kinh tế cụ thể nào đó khi đưa ra những dự đoán về lạm phát trong tương lai. Điểm cực kì hấp dẫn của mục tiêu lạm phát là nó đóng vai trò làm nền móng không cần phải thay đổi mỗi khi chúng ta hiểu thêm điều gì mới về những phản ứng của nền kinh tế.

Bản chất của mục tiêu lạm phát là đưa ra và truyền bá các quyết định. Nó không phải một lí thuyết mới để giải thích tiền tệ và lãi suất có ảnh hưởng như thế nào lên nền kinh tế. Nhưng bằng cách neo mức lạm phát dự kiến vào con số mục tiêu, về mặt lí thuyết nó có thể giảm biên độ và trường độ các cú sốc lạm phát - và thực tế là nó đã làm được điều này. Hơn nữa, nó có thể hoàn thành nhiệm vụ mà không cần giả vờ tuân theo một quy tắc siêu phạm nào đó vì quy tắc đó cũng chẳng tồn tại được lâu.

Những vấn đề cũ và công cụ mới

Tuy thế, có những lí do sâu xa hơn cho câu hỏi tại sao các ngân hàng trung ương chỉ nên quan tâm đến lạm phát giá cả tiêu dùng thay vì quan tâm đến tình trạng của cả nền kinh tế. Chiến lược mục tiêu lạm phát được thiết kế để bắt chước những hành vi của một nền kinh tế thị trường cạnh tranh, trong đó không có sự cứng nhắc về giá cả hay kì vọng ngăn chặn sự đi lên chệnh tực thời của giá cả. Điều này là hoàn toàn hợp lí trong khuôn khổ các mô hình kinh tế chính quy được ngân hàng trung ương sử dụng. Nhưng các mô hình này không tính đến ản số đột biến, và vấn đề mà các ngân hàng trung ương phải đối mặt là liệu còn có những khiếm khuyết lớn nào trong nền kinh tế đòi hỏi việc không hoàn thành mục tiêu lạm phát hay không. Vì phải đối mặt với ản số đột biến, hiển nhiên sẽ có lúc các hộ gia đình và

doanh nghiệp “phạm sai lầm”, ví dụ sai lầm về những khoản thu nhập trong tương lai, và họ chỉ nhận ra sai lầm của mình sau một khoảng thời gian dài. Những sai lầm này có thể tích tụ khiến tiêu dùng và sản xuất chệch khỏi mức bền vững mặc dù về ngắn hạn chúng có thể không gây ảnh hưởng nhiều lên mức lạm phát. Đây không phải hậu quả của những cứng nhắc trong ngắn hạn mà là của những sai lầm trong việc xét đoán tương lai.

Tầm quan trọng thực tế của câu hỏi này được nhấn mạnh bởi sự bất cân xứng hiện tại trong nền kinh tế thế giới. Liệu các ngân hàng trung ương có nên nhận trách nhiệm sửa chữa những sai lầm đó trước khi các hộ gia đình và doanh nghiệp kịp nhìn nhận tình hình, hay họ chỉ nên tập trung vào mục tiêu lạm phát cho một hai năm tới? Có phải các ngân hàng trung ương đã góp phần đáng kể gây ra cuộc khủng hoảng vì không chịu cố gắng sửa chữa sai lầm của khối kinh tế tư nhân? Việc cho rằng các chính sách tiền tệ có mục đích ngăn nền kinh tế khỏi rơi vào tình thế kém bền vững cũng đồng nghĩa với việc cho rằng các ngân hàng trung ương cần thỉnh thoảng nhắm đến sự cân bằng thực sự của nền kinh tế thay vì chỉ quan tâm đến việc ổn định giá cả - đây là một vấn đề sâu sắc và khó trả lời hơn chuyện quyết định xem ngân hàng trung ương nên có trách nhiệm đơn hay kép. Câu hỏi cơ bản ở đây là liệu các ngân hàng trung ương có nên nhận trách nhiệm ngăn chặn những sai lệch quá lớn trong các con số chủ đạo, ví dụ như tiêu dùng và sản xuất, khỏi mức bình thường hay không, vì cái giá phải trả cho việc để sự bất cân xứng lớn này kéo dài chính là khủng hoảng trong tương lai, sau đó là kinh tế trì trệ và lạm phát thấp kéo dài.

Vai trò thực sự của ngân hàng trung ương trong việc định hướng nền kinh tế vì vậy cũng là một vấn đề gai góc và gây nhiều tranh cãi. Tôi sẽ trở lại với vấn đề này trong bối cảnh cụ thể ở **Chương 8** và **9**, trong đó tôi đặt

ra câu hỏi liệu các ngân hàng trung ương có thể ngăn chặn hoặc giảm độ nghiêm trọng của cuộc khủng hoảng bằng cách thực hiện một chính sách tiền tệ khác hay không, và xem xét những gì họ có thể làm ngay lúc này. Những lo ngại liên quan tới độ hợp lý của mục tiêu lạm phát đã được đưa ra bởi những người tin rằng các ngân hàng trung ương nên tập trung đồng thời vào việc “ổn định tài chính” và “ổn định giá cả”, nghĩa là các chính sách tiền tệ nên có nhiều ảnh hưởng hơn thay vì chỉ nhắm tới những biến động lạm phát trong ngắn hạn. Cái khó của đề xuất này là việc không giữ được sự ổn định tài chính có thể xuất phát từ rất nhiều sai lầm. Nó có thể phản ánh hậu quả của việc định giá tài sản sai lầm của các thành phần hoạt động kinh tế - sự tăng lên quá nhanh chóng hay còn gọi là “bong bóng”. Hoặc nó có thể phản ánh sự mong manh quá mức trong hệ thống ngân hàng bắt nguồn từ mức đòn bẩy quá cao và sự phụ thuộc lẫn nhau. Một chính sách có phù hợp hay không còn phụ thuộc vào nguyên nhân gây bất ổn. Việc cung cấp đủ “tiền khẩn cấp” (xem bên dưới) có thể khắc phục những hậu quả trước mắt, nhưng để ngăn chặn bất ổn thì cần có những chính sách tiền tệ hợp lý hoặc một sự thay đổi trong kết cấu khối ngân hàng. Thay vì đào sâu suy nghĩ về cơ sở cho các chính sách tiền tệ hoặc những thay đổi lớn trong hệ thống ngân hàng, những nhà hoạch định chính sách lại tìm kiếm những công cụ mới để giải quyết các nguyên nhân tiền tàng gây nên bất ổn tài chính. Một trong những công cụ quan trọng nhất là “các chính sách cân trọng vĩ mô.”

Các công cụ cân trọng vĩ mô bao gồm kiểm soát trực tiếp các thị trường tài chính - ví dụ đặt giới hạn vay thế chấp dựa trên thu nhập - và kiểm soát gián tiếp - ví dụ yêu cầu ngân hàng phải sử dụng nhiều vốn chủ sở hữu hơn nếu họ cho các khu vực nhiều rủi ro vay tiền. Những kiểm soát

định lượng như vậy cũng giống như việc đặt ra những lãi suất khác nhau cho các loại giao dịch khác nhau. Ở Ngân hàng Anh Quốc, Hội đồng Chính sách tiền tệ đưa ra quyết định về lãi suất ngân hàng trung ương ngắn hạn (lãi suất ngân hàng trung ương) và một hội đồng mới - Hội đồng Chính sách tài chính - được thiết lập năm 2011, đưa ra các quyết định cân trọng vĩ mô với vai trò hỗ trợ. Sự phân định giữa các chính sách tiền tệ và chính sách cân trọng vĩ mô là không mấy rõ ràng. Một cách đơn giản để hiểu về sự khác nhau này là các chính sách tiền tệ nhắm tới lượng tiền trong nền kinh tế còn chính sách cân trọng vĩ mô nhắm tới sự phân bổ tín dụng trong các khối ngành.

Trước cuộc khủng hoảng, các ngân hàng trung ương tin rằng vai trò của họ không phải là tham gia vào việc phân bổ tài nguyên và là dẫn dắt nền kinh tế bằng cách đưa ra những dấu hiệu giá cả (dưới hình thức lãi suất) về mức giá hợp lý tương đối cho tiêu dùng hôm nay và trong tương lai. Ngày nay, việc sử dụng các biện pháp can thiệp vào thị trường một tài sản nào lại cực kì phổ biến. Nhưng sự mâu thuẫn giữa hai nhóm chính sách là rất rõ ràng. Ví dụ, ở ngân hàng Riksbank Thụy Điển từ 2010 tới 2013 đã có sự phân tách rõ ràng và quyết liệt giữa hai nhóm. Một bên muốn nâng lãi suất vì lo lắng về tốc độ tăng lên của giá nhà và tình trạng nợ. Bên kia cho rằng trách nhiệm quản lý thị trường nhà ở phải được đặt vào tay cơ quan quản lý chuyên trách; những người tỏ ra dễ dãi hơn trước những diễn biến trong thị trường nhà cửa so với đa số các quan chức trong ngân hàng trung ương này.

Những giới hạn định lượng về tín dụng không phải là một công cụ chính sách mới. Chúng đã được áp dụng trong nhiều nền kinh tế lớn ở thập niên 50 và 60, và đến giờ vẫn đóng vai trò quan trọng trong các nền

kinh tế mới nổi và đang phát triển. Khi thị trường ngân hàng và tài chính được giải phóng ở các nền kinh tế phát triển vào thập niên 70 và 80 cùng với việc cho phép cạnh tranh với nước ngoài, phần lớn các biện pháp kiểm soát đã bị bãi bỏ. Mặc dù các ngân hàng trung ương có thể đưa ra lãi suất với đồng tiền nội địa, họ không thể dễ dàng giới hạn hoạt động cho vay của các ngân hàng nước ngoài. Sự hợp tác giữa những người làm luật đã được cải thiện, tuy thế chúng ta vẫn chưa thể biết rõ liệu các biện pháp can thiệp vĩ mô sẽ thành công đến mức nào trong thị trường tư bản không giới hạn ngày nay. Sự nhanh nhạy và khả năng phản ứng nhanh với các tình huống là những đặc điểm quan trọng của chính sách lãi suất. Việc áp dụng, bảo vệ và giải thích những thay đổi nhanh chóng trong các giới hạn cho vay (ví dụ, tỉ lệ vay thế chấp tối thiểu tính trên giá trị ngôi nhà) khó hơn nhiều so với hơn những thay đổi về lãi suất.

Sự đồng thuận chính trị về tầm quan trọng của việc đảm bảo ổn định tiền tệ đã dẫn đến ý kiến thống nhất rằng những xã hội dân chủ nên giao cho ngân hàng trung ương không do dân bầu quyền được định đoạt lãi suất mặc dù điều này sẽ gây ảnh hưởng lên sự phân bổ thu nhập và của cải. Nhưng việc các ngân hàng trung ương tham gia kiểm soát trực tiếp các khoản cho vay thế chấp và tín dụng nói chung sẽ làm dấy lên lo ngại về việc giao quyền quá mức. Người ta có thể tranh cãi về những ưu điểm của việc can thiệp vào sự phân bổ tín dụng trên thị trường, ví dụ để giúp đỡ những người mua nhà lần đầu và các doanh nghiệp nhỏ. Tuy nhiên, những quyết định can thiệp kiểu này cần phải được đưa ra bởi những chính trị gia do dân bầu với nhiệm vụ thực hiện những hành động đó. Thật khó để hiểu tại sao các ngân hàng trung ương lại muốn can thiệp vào việc phân bổ tín dụng vĩ mô. Nếu, giống như đã xảy ra trong hai mươi năm qua, tiết kiệm

và tiêu dùng bị mất cân bằng, khi đó các ngân hàng trung ương sẽ phải chịu sức ép buộc phải can thiệp vào các thị trường tài chính nhằm giải quyết những bất ổn - vốn thực chất là hậu quả của sự bất cân xứng vĩ mô. Sau đó những “bất ổn” và “thái quá” sẽ lại xuất hiện ở những thị trường khác. Hướng đi này sẽ khiến họ can thiệp một phần vào các quyết định tiết kiệm và tín dụng của mỗi cá nhân, điều vốn không tương thích với nền kinh tế thị trường tiến bộ.

Giữa những rối loạn sau khủng hoảng về việc liệu các ngân hàng trung ương nên tập trung vào ổn định giá cả, nên nhận trách nhiệm dẫn dắt nền kinh tế tới mức cân bằng mới hay giải quyết “bong bóng” giá tài sản, các ngân hàng trung ương nên theo bước Giáo hội Anh quốc mà xưng tội rằng: chúng tôi đã không nhắm đến những thứ thực sự cần thiết mà theo đuổi những thứ không nên làm, và nền kinh tế không hề lành mạnh^[23].

Dự đoán và thông tin

Khi gia nhập Ngân hàng Anh Quốc năm 1991, tôi đã hỏi xin lời khuyên từ một quan chức ngân hàng trung ương huyền thoại của Mỹ là Paul Volcker. Ông cúi đầu nhìn tôi (ông ấy cao hơn tôi trên 30cm) rồi nói: “Sự thần bí.”^[24] Ông ấy nói về tầm quan trọng của lòng tin mà các doanh nghiệp, hộ gia đình và người làm tài chính đặt vào ngân hàng trung ương. Ngày nay ngân hàng trung ương cần thu hút lòng tin theo cách minh bạch hơn. Trong thời gian làm việc tại Ngân hàng Anh Quốc, tôi nhận ra rằng các chính trị gia và thống đốc ngân hàng trung ương đang đi trên hai con đường trái ngược nhau. Khi cố gắng gây ấn tượng với cử tri, các chính trị gia xây dựng hình ảnh ngày càng to lớn trong khi các thống đốc ngân hàng trung ương thì thực tế hơn. Paul Volcker được kế nhiệm bởi Alan Greenspan,

Ben Bernanke và Janet Yellen với mức độ thần bí ngày càng giảm dần. Ở Ngân hàng Anh Quốc, Gordon Richardson, người đồng sự của Paul Volcker trong thời kì khủng hoảng thập niên 80, được kế nhiệm bởi Robin Leigh Pemberton, Eddie George, tôi và Mark Carney. Rõ ràng các ngân hàng trung ương cần bớt dựa vào vẻ thần bí và sự hào nhoáng và thay chúng bằng sự minh bạch cũng như sự ngay thẳng với những người dân bình thường^[25].

Các doanh nghiệp và hộ gia đình cũng đưa ra quyết định dựa trên những dự đoán về tương lai. Vì thế, cách mà chúng ta dự đoán chính sách tiền tệ trong tương lai sẽ ảnh hưởng tới những kết quả kinh tế ngày hôm nay. Hãy cùng xem xét một ví dụ cực kì đơn giản và rõ ràng. Giả dụ không có độ trễ thời gian để nền kinh tế phản ứng với những thay đổi trong chính sách tiền tệ. Hãy tưởng tượng một ngân hàng trung ương trong điều kiện đó thành công trong việc kiểm soát lạm phát nhờ khả năng phản ứng ngay lập tức với những biến động. Kết quả sẽ là tỉ lệ lạm phát ổn định. Lãi suất có thể thay đổi nhưng không có mối liên hệ rõ ràng nào hay ảnh hưởng gì lên mức lạm phát. Từ góc nhìn của một người quan sát - phóng viên hay chuyên gia kinh tế lượng - thay đổi lãi suất sẽ ít có ảnh hưởng lên mức lạm phát. Ngân hàng trung ương có vẻ như đang hoạt động một cách hoàn toàn ngẫu nhiên. Theo giả định, suy luận này là sai lầm. Hiển nhiên nếu mọi người nghĩ ngân hàng trung ương hoạt động một cách ngẫu nhiên, khi đó các hộ gia đình và doanh nghiệp sẽ thay đổi hành vi và lạm phát sẽ không còn ổn định nữa.

Quan sát này dẫn tới cái mà chúng ta có thể gọi là lí thuyết Maradona về lãi suất. Cầu thủ bóng đá vĩ đại người Argentina, Diego Maradona, ít khi được gán với các lí thuyết về chính sách tiền tệ. Nhưng màn trình diễn

của ông trước đội tuyển Anh ở kì World Cup 1986 tại Mexico City với hai bàn thắng có thể minh họa rõ ý tôi. Bàn thắng đầu tiên nhờ “Bàn tay của Chúa”, tình huống ông cố tình dùng tay đấm bóng vào lưới đội Anh mà trọng tài không nhìn thấy, rõ ràng là trái luật. Ông đã may mắn khi không bị thổi phạt trong pha bóng đó. Bàn thắng thứ hai cực kì đẹp lại là một ví dụ về sức mạnh của dự đoán. Maradona đi bóng sáu mươi yard (khoảng 54 mét) từ phần sân nhà, vượt qua năm cầu thủ trước khi sút tung lưới đội Anh. Tuy thế đi đầu thực sự đáng kinh ngạc là góc máy quay thẳng từ trên xuống cho thấy Maradona gần như chạy theo một đường thẳng. Làm thế nào mà ông vượt qua được năm người bằng cách chạy trên đường thẳng? Câu trả lời là các hậu vệ đội Anh đã phản ứng dựa trên những dự đoán của họ về những gì Maradona sẽ làm. Vì họ đoán Maradona sẽ chạy sang trái hoặc sang phải, thế nên ông mới có thể chạy thẳng.

Chính sách tiền tệ vận hành theo cách tương tự. Lãi suất thị trường phản ứng theo các dự đoán về những động thái của ngân hàng trung ương. Trong những năm gần đây, có những thời kì mà ngân hàng trung ương có thể gây ảnh hưởng lên nền kinh tế mà không cần phải thay đổi lãi suất nhiều. Họ chạy thẳng tới những mục tiêu của mình. Làm thế nào mà đi đầu này xảy ra được? Đó là vì các thị trường tài chính không nghĩ lãi suất sẽ được giữ nguyên. Họ đoán nó sẽ tăng lên hoặc giảm đi. Chỉ những dự đoán này thôi đôi khi cũng đã đủ để ổn định chi tiêu cá nhân trong khi lãi suất chính thức thực ra thay đổi rất ít. Một ví dụ về lí thuyết Maradona về lãi suất trong thực tế là những gì xảy ra ở Anh năm 2002. Trong năm đó Ngân hàng Anh Quốc đã đạt được mục tiêu lạm phát bằng cách di chuyển theo đường thẳng và không thay đổi lãi suất chính thức. Nhưng mặc dù lãi suất gần như không đổi, những dự đoán về lãi suất trong tương lai - có thể thấy

thông qua lãi suất thị trường - biến động tương ứng khi người ta từ chỗ dự đoán sẽ có một đợt hẫng phục nhanh chóng chuyển sang lo ngại về một đợt trì trệ kéo dài. Theo đó những thay đổi về lãi suất dự kiến trong tương lai ảnh hưởng đến các hoạt động kinh tế và mức lạm phát. Nói cách khác, các chính sách tiền tệ có thể thích ứng mà không cần thay đổi nhiều như thường lệ vì chúng ảnh hưởng tới các dự đoán.

Dĩ nhiên, nếu những biến động trong nền kinh tế tiếp tục diễn ra theo một chiều thì lãi suất sẽ phải thay đổi theo dự đoán. Rõ ràng là cũng giống như Maradona không thể trận nào cũng hi vọng ghi bàn bằng cách chạy thẳng về phía khung thành, các chính sách tiền tệ không thể hi vọng đạt được mục tiêu lạm phát bằng cách giữ nguyên lãi suất mãi mãi. Lãi suất luôn phải được đưa ra sao cho phù hợp với chiến lược chung để đảm bảo lạm phát đạt mức mục tiêu; đôi khi nó đòi hỏi phải có thay đổi về lãi suất, đôi khi thì không. Nhưng điểm mấu chốt là sức mạnh của sự kì vọng về lãi suất tương lai thường có thể đóng vai trò quan trọng hơn mức lãi suất ngân hàng trung ương hiện tại.

Vì những dự đoán về động thái của ngân hàng trung ương trong tương lai đã trở nên quan trọng không kém, nếu không nói là còn quan trọng hơn những động thái của nó ở hiện tại, cả một ngành tư nhân chuyên theo dõi ngân hàng trung ương đã ra đời. Giờ họ bình luận liên tục về việc khi nào Cục dự trữ liên bang hay các ngân hàng trung ương khác sẽ thay đổi lãi suất. Nhưng họ cũng giống như những nhân vật trong một cuốn tiểu thuyết của John le Carré, chỉ làm việc trong bóng tối với những thủ thuật như nói nước đôi, ngôn ngữ mật mã và từ vựng bí mật. Một trong những mục tiêu của ngân hàng trung ương là loại bỏ ngành công nghiệp này và sử dụng ngôn từ sao cho đơn giản dễ hiểu. Sự ra đời của mục tiêu lạm phát khiến

các ngân hàng trung ương phải chuyển từ lối làm việc đầy bí ẩn truyền thống sang cởi mở và minh bạch. Điển hình của thế giới cũ là Lord Cunliffe, Thống đốc Ngân hàng Anh Quốc hồi Chiến tranh thế giới thứ nhất, người khi đi đầu trần trước Hội đồng Hoàng gia về lượng dự trữ vàng và ngoại tệ của Ngân hàng Anh Quốc đã nói rằng nó “rất, rất đáng kể”. Khi Hội đồng yêu cầu phải đưa ra con số xấp xỉ, ông đã trả lời mình “rất, rất không muốn nói thêm gì cả”. Ngày nay, những số liệu này được công bố hằng tháng. Cho tới tận tháng Hai năm 1994, dù bạn có tin hay không, Cục dự trữ liên bang thậm chí còn không công bố lãi suất chính thức là gì hoặc là nó có thay đổi hay không. Các nhà phân tích và nhà nghiên cứu phải dựa vào lãi suất thị trường để suy ra liệu Cục dự trữ liên bang có thay đổi chính sách hay không. Ngày nay, Cục dự trữ liên bang công bố quyết định của mỗi buổi họp cùng với bản ghi chép những điểm tranh luận và lí do cho các động thái của mình.

Tuy thế, sự minh bạch vẫn chưa phải là mục đích cuối cùng. Bất kì yêu cầu nào về tính minh bạch của ngân hàng trung ương cũng nhắm tới mục tiêu cải thiện chất lượng các quyết định của nó. Việc công bố biên bản các cuộc họp của hội đồng chính sách ở ngân hàng trung ương, cùng với các báo cáo về chính sách tiền tệ hay lạm phát đã cung cấp thông tin vừa để dẫn dắt những dự đoán về động thái của ngân hàng trung ương trong tương lai, vừa để giải thích cho những quyết định trong quá khứ. Chúng là nền tảng của tính trách nhiệm. Nhưng việc công bố các bản ghi chép cuộc họp có thể làm ảnh hưởng đến những thảo luận tự do và cởi mở, và phong cách họp của Hội đồng Thị trường tự do liên bang hẳn là đã thay đổi nhiều từ khi những tài liệu này bắt đầu được công bố vào năm 1994: người ta đọc các bài phát biểu long trọng được soạn sẵn trong khi những thảo luận riêng

quan trọng thường diễn ra trước đó trong các cuộc họp song phương^[26]. Trong bất kì bối cảnh chính sách nào cũng cần có các thảo luận bí mật. Sự minh bạch cũng cần có giới hạn.

Các ngân hàng trung ương cũng cần tỏ ra trung thực về những gì mình không biết. Một ví dụ điển hình là cuộc thử nghiệm có phần đoán mệnh mới đây về “định hướng tương lai” do Cục dự trữ liên bang và Ngân hàng Anh Quốc tiến hành năm 2013. Cả hai ngân hàng trung ương đều muốn cung cấp thêm thông tin về những biến động lãi suất trong tương lai. Thoạt nhìn thì đây quả là một nỗ lực đáng ghi nhận nhằm giảm thiểu sự mơ hồ về cách mà họ sẽ phản ứng với những biến động trong nền kinh tế. Nhưng nó nhanh chóng trở thành một nỗ lực dự đoán biến động lãi suất trong tương lai.

Đây không phải những ngân hàng đầu tiên bị cám dỗ đi theo con đường này. Có thời gian Ngân hàng trung ương New Zealand và Riksbank của Thụy Điển đã công bố những dự đoán về mức lãi suất ngân hàng trung ương của chính mình. Đây không phải một trải nghiệm vui vẻ gì, đặc biệt là ở Thụy Điển khi thị trường không tin tưởng (họ đã đúng khi làm thế) vào những dự đoán của Riksbank về những chính sách trong tương lai. Mỗi nguy ở đây là thị trường và những nhà bình luận thường suy diễn quá nhiều khi đọc các dự đoán của ngân hàng trung ương về những động thái của mình trong tương lai. Khi tương lai gần như lúc nào cũng tiệp ẩn bất ngờ, lãi suất sẽ chệch khỏi con số dự đoán. Mặc dù các ngân hàng trung ương không hề cam kết sẽ nhắm tới con số dự kiến ấy, việc suy diễn theo hướng này rất dễ xảy ra.

Về phần mình, các ngân hàng trung ương lại tỏ ra miễn cưỡng trong việc thừa nhận rằng hướng đi của họ cần được điều chỉnh. Lòng tin mà các

ngân hàng trung ương muốn khối kinh tế tư nhân đặt vào những dự báo của mình là không tương thích với những ẩn số nội tại trong các dự đoán ấy. Để giữ được uy tín, các ngân hàng trung ương không được khẳng định mình biết nhiều hơn thực tế. Rõ ràng là các ngân hàng trung ương không thể dự báo chính xác các động thái của mình. Các chính sách phải đối mặt với sự thật rằng “những chuyện xấu sẽ có lúc xảy ra”. Việc đưa ra dự báo tự thân nó đã là một việc cực kì khó khăn. Cuối cùng lúc nào chúng cũng sai lầm. Ví dụ xấu điển hình của việc ngân hàng trung ương dự đoán sai là trước cuộc khủng hoảng các ngân hàng trung ương đã từng dự báo thời Đại ổn định sẽ tiếp diễn. Các ngân hàng trung ương đã sử dụng những mô hình dự đoán không tính đến những bài học nói đến ở **Chương 4**.

Vấn đề mới và công cụ cũ

Mãi cho tới gần đây, các ngân hàng trung ương mới nghĩ về chính sách tiền tệ theo hướng đặt ra lãi suất thay vì điều chỉnh nguồn cung tiền. Hai hoạt động này dĩ nhiên liên quan mật thiết đến nhau. Việc giảm lãi suất kích thích nhu cầu vay nợ và nếu các ngân hàng tăng cho vay, nguồn cung tiền gửi sẽ tăng lên. Điều này làm tăng nguồn cung tiền. Nhưng những biến động thường xuyên và dữ dội của nhu cầu tiền tệ đã khiến các ngân hàng trung ương chọn lãi suất làm công cụ chủ yếu.

Những bất ổn trong nhu cầu tiền tệ không phải là điều gì mới. Trong những năm đầu hoạt động của Ngân hàng Anh Quốc, đã từng có những biến động không lường trước về nhu cầu tiền tệ và tín dụng nảy sinh từ việc người ta không biết rõ được giờ cập cảng London của những con tàu mang theo đủ thứ hàng hóa từ khắp thế giới. Những bất định nảy sinh từ sự thay đổi về hướng và tốc độ gió đẩy tàu đi ngược dòng sông Thames. Để

đối phó với điều này, Ngân hàng Anh Quốc đã lắp đặt một la bàn hướng gió gắn với phong kế trên nóc, từ đó dự đoán chính xác những thay đổi trong nhu cầu tiền tệ - phong kế đó tới giờ vẫn ở nguyên đó và hoạt động. Giá mà chính sách tiền tệ ngày nay cũng khoa học được như thế!

Để ngăn cuộc Đại suy thoái khỏi lặp lại, các ngân hàng trung ương trong năm 2008 và 2009 đã cắt giảm lãi suất xuống gần như bằng không. Khi đó công cụ tiền tệ duy nhất còn lại là tác động trực tiếp lên nguồn cung tiền. Vấn đề mới mà họ phải đối mặt là phải làm gì khi lãi suất đã xuống mức bằng không và không giảm thêm được nữa. Khi lãi suất ngân hàng trung ương đã giảm xuống bằng không, những người theo trường phái Keynes hiện đại kết luận chính sách tiền tệ là không hiệu quả và chỉ có các chính sách tài khóa mới có thể đưa nền kinh tế trở lại hiệu suất tối đa. Các ngân hàng trung ương không thừa nhận điều này và đã tiến hành các biện pháp để tăng nguồn cung tiền.

Cách giải thích của tôi thì rất đơn giản. Trong phần lớn giai đoạn hậu chiến, các thống đốc của Ngân hàng Anh Quốc đã cố ngăn lượng tiền trong nền kinh tế khỏi tăng lên quá nhanh. Nếu nó tăng lên nhanh hơn khả năng tăng trưởng của nền kinh tế, hậu quả sẽ là lạm phát. Tuy nhiên, vấn đề mà Ngân hàng Anh Quốc phải đối mặt năm 2009 là lượng tiền trong nền kinh tế dành cho tiêu dùng thực tế lại giảm đi. Lí do là các ngân hàng đã bắt đầu thu gọn bảng cân đối kế toán bằng cách không gia hạn các khoản vay cũ và không cho vay thêm các khoản mới, vì thế tổng lượng tài sản giảm xuống. Từ đó phần nợ trên bảng cân đối kế toán cũng thay đổi tương ứng với lượng tiền gửi giảm khi các khoản vay của họ được thanh toán. Vì phần lớn tiền tồn tại dưới dạng tiền gửi ngân hàng, tiền gửi giảm nghĩa là lượng tiền để trang trải tiêu dùng thực chất giảm đi. Nếu không

giải quyết, đi đầu này có thể đe dọa dẫn đến suy thoái. Vì thế nhiệm vụ của Ngân hàng Anh Quốc là đảm bảo lượng tiền trong nền kinh tế tăng lên không nhanh quá mà cũng không quá chậm.

Trong trường hợp cụ thể của năm 2009, nhiệm vụ này đồng nghĩa với việc phải tạo ra thêm tiền. Việc này không dẫn đến lạm phát vì hai lí do. Thứ nhất, nguồn cung tiền tăng lên tương ứng với sự tăng trưởng mạnh về nhu cầu dự trữ tài sản thanh khoản cao trong hệ thống ngân hàng và nền kinh tế nói chung. Thứ hai, tổng nguồn cung tiền nói chung, bao gồm cả tiền gửi ngân hàng, chỉ tăng lên ở mức vừa phải. Lượng “tiền khẩn cấp” do Ngân hàng Anh Quốc tạo ra là cần thiết để ngăn tổng nguồn cung tiền khỏi giảm đi. Chính sự thay đổi đột ngột trong nhu cầu tiền tệ và thanh khoản đã khiến các những thay đổi về tiền tệ trở nên rất quan trọng. Thật trớ trêu là các nhà kinh tế tin rằng tiền tệ là quan trọng (ví dụ như Milton Friedman) cho rằng “nhu cầu tiền tệ là rất ổn định”, trong khi các nhà kinh tế học phái Keynes lại cho rằng tiền không quan trọng vì nhu cầu tiền tệ là không ổn định^[27]. Cả hai trường phái này đều sai lầm - tiền tệ thực sự quan trọng khi có những biến động lớn không lường trước được về nhu cầu tiền tệ.

Phương pháp được sử dụng để tạo ra tiền tệ là dùng tiền để mua trái phiếu chính phủ từ khối kinh tế tư nhân^[28]. Những đợt mua trái phiếu này được nhiều nhà bình luận coi là những chính sách tiền tệ “phi chính quy” và nó được biết đến với cái tên “nới lỏng định lượng”, hay QE (Quantitative Easing). Các nhà bình luận gọi đó là một công cụ mới mẻ và chưa từng được thử nghiệm. Nếu lịch sử là những gì xảy ra trước khi một người ra đời, những nhà bình luận đó chắc là vẫn còn trẻ măng. Tôi nói vậy là vì các hoạt động đổi tiền lấy trái phiếu chính phủ trên thị trường mở từ lâu đã là một công cụ truyền thống của các ngân hàng trung ương, được sử

dụng thường xuyên ở Anh trong thập niên 80 khi chúng được gọi là “vay vượt mức” và “vay dưới mức”^[29]. Cái mới trong cuộc khủng hoảng vừa qua là quy mô mua trái phiếu - 375 tỉ bảng từ Ngân hàng Anh Quốc, gần bằng 20 phần trăm GDP Anh, và 2,7 nghìn tỉ USD từ Cục dự trữ liên bang, tương đương với khoảng 15 phần trăm GDP Mỹ. Nhu cầu mua với quy mô lớn như vậy cho thấy vì chính phủ và các ngân hàng trung ương chỉ trực tiếp kiểm soát một phần nhỏ của lượng cung tiền - dưới 10 phần trăm, như chúng ta đã thấy ở **Chương 2** - họ cần phải in tiền thêm rất nhiều mới có thể tạo được mức tăng vừa phải trong tổng lượng cung tiền.

Các nhà kinh tế học đưa ra những giải thích rắc rối về cách lượng tiền thêm này có thể ảnh hưởng đến nền kinh tế thông qua những thay đổi trong phần bù rủi ro và các khía cạnh khó hiểu khác của hệ thống tài chính^[30]. Ben Bernanke, hồi ấy là Chủ tịch Cục dự trữ liên bang, đã nói vào tháng Một năm 2014 rằng “vấn đề với QE là nó chỉ khả thi trong thực tế còn về lý thuyết thì không”^[31]. Có lẽ lý thuyết đang có vấn đề gì đó.

Cơ chế hoạt động của QE là gì? Việc mua tài sản như vậy bơm tiền vào hồ sơ đầu tư của khối tư nhân. Các nhà đầu tư, ví dụ như quỹ hưu trí hoặc công ty bảo hiểm, sau khi bán trái phiếu cho ngân hàng trung ương sẽ tái phân bổ phần tiền đó vào các loại tài sản khác như cổ phiếu thường, trái phiếu doanh nghiệp và các khoản đầu tư nước ngoài. Việc mua lại trái phiếu này làm thay đổi giá trị các tài sản tài chính của khối tư nhân, từ đó ảnh hưởng đến của cải và tiêu dùng. Ví dụ, nếu các nhà đầu tư sử dụng tiền mới để mua trái phiếu doanh nghiệp, giá các trái phiếu này sẽ tăng lên còn mức lãi của chúng sẽ giảm đi, từ đó chi phí cho việc huy động tài chính cho các khoản đầu tư mới của các công ty cũng giảm đi.

Lãi suất ngân hàng trung ương cực thấp không phải là đường cùng cho các ngân hàng trung ương. Nhưng khi lãi suất ở tất cả các kì hạn, từ một tháng tới ba mươi năm trở lên, đều giảm xuống bằng không, khi đó tiền và trái phiếu chính phủ dài hạn sẽ trở thành phương thức thay thế hoàn hảo (cả hai đều là cam kết thanh toán của chính phủ với lãi suất bằng không), và việc tạo ra tiền bằng cách mua trái phiếu chẳng gây ra ảnh hưởng gì cả. Đúng là nhiều nước phát triển đã tiến gần đến tình huống đó, nhưng chưa có trường hợp nào giống như trên cả. Lãi suất chính thức của ngân hàng trung ương đang bằng không ở rất nhiều nước. Ngược lại, lãi suất trái phiếu dài hạn, dựa trên lãi của trái phiếu kì hạn mười năm, hiện vẫn là số dương. Cuối năm 2015, lãi suất trái phiếu rơi vào khoảng 2 phần trăm ở Mỹ và phần lớn các nước phát triển khác, ngoại trừ ở Đức và Nhật, những nơi có lãi suất lần lượt là 1 phần trăm và 0,5 phần trăm. Trong các nền kinh tế phát triển chỉ có Thụy Sĩ có lãi suất trái phiếu mười năm ở mức âm một chút.

Khi đường lãi suất hoàn toàn nằm ngang, các ngân hàng trung ương vẫn có thể tạo ra tiền bằng cách mua những tài sản khác ngoài trái phiếu chính phủ - tài sản của khối tư nhân, ví dụ như trái phiếu doanh nghiệp, hoặc ngoại tệ (phương thức thứ hai này được Ngân hàng quốc gia Thụy Sĩ thực hiện để ngăn chặn đồng franc Thụy Sĩ tăng giá so với đồng euro, nhưng vô ích). Nhưng đi đầu này đồng nghĩa với việc chấp nhận một kiểu rủi ro tín dụng rất khác so với những chính sách tiền tệ, vốn chỉ giới hạn trong việc mua bán trái phiếu chính phủ với các kì hạn khác nhau và những chính sách này từ lâu đã được xem là vai trò chính thống của ngân hàng trung ương. Việc chấp nhận rủi ro tín dụng - rủi ro này sau cùng đổ lên đầu người nộp thuế - cho thấy các chính sách tiền tệ đang tiến vào phạm vi của

chính sách tài khóa. Khi đó, các chính phủ có trách nhiệm quyết định nên ưu tiên khối ngành nào trong nền kinh tế. Dĩ nhiên cũng phải thừa nhận rằng có những trường hợp mà ngân hàng trung ương và chính phủ khi hợp tác với nhau có thể cải thiện được tình hình. Ví dụ, giữa cuộc khủng hoảng, một số thị trường tài chính (ví dụ như thị trường thương phiếu) chững lại. Cả Ngân hàng Anh Quốc và Cục dự trữ liên bang đều đã can thiệp trong một giai đoạn ngắn với vai trò người dẫn dắt thị trường khẩn cấp tới khi các thị trường này trở lại gần như bình thường. Nhưng tình trạng khủng hoảng trong thị trường tài chính đã kết thúc từ lâu rồi. Thách thức ngày nay là làm sao đối phó với một giai đoạn lực cầu yếu kéo dài.

Chúng ta cần hiểu rằng không phải các chính sách tiền tệ hoàn toàn bất lực khi lãi suất ngân hàng trung ương xuống mức gần không phần trăm. Thực ra các chính sách tiền tệ chỉ bị giảm tác dụng; mặc dù lãi suất liên tục giảm sẽ khuyến khích các hộ gia đình tiêu dùng hôm nay thay vì trong tương lai, đến một lúc nào đó họ sẽ không muốn hi sinh tiêu dùng trong tương lai để tăng tiêu dùng hiện tại nữa. Tôi sẽ trở lại với tình thế khó xử này ở **Chương 9**.

Hiện tại, khi lãi suất ngân hàng trung ương đã xuống gần không phần trăm, một phiên bản khác cực đoan hơn của chính sách dẫn dắt tương lai đã được một số nhà kinh tế học đề xuất để kích thích nền kinh tế^[32]. Ý tưởng cốt lõi là các ngân hàng trung ương nên hứa sẽ để lạm phát vượt mức mục tiêu thông thường tại một thời điểm nào đó trong trung hạn để lãi suất thực - lãi suất danh nghĩa trừ đi mức lạm phát dự kiến - có thể giảm xuống mức âm, nhờ đó kích thích tiêu dùng. Đây đúng nghĩa là một đề xuất tuyệt vọng và không thể tưởng tượng. Giả sử các doanh nghiệp và thị trường tin rằng lạm phát sẽ cao hơn trong tương lai và lãi suất thực giảm đi thực sự có tác

dụng kích thích phục hồi. Khi đó ngân hàng trung ương sẽ phải đối mặt với một tình huống khó xử: liệu họ nên tiếp tục để lạm phát tăng vượt mục tiêu hay hài lòng với sự phục hồi ấy và đưa ra chính sách kéo lạm phát về mức mục tiêu? Không khó để thấy rằng với bất kì thống đốc ngân hàng trung ương nào thì lựa chọn thứ hai cũng hấp dẫn hơn. Các thị trường sẽ đón đầu động thái đó và dự đoán rằng lạm phát sẽ bị kéo về mức mục tiêu. Nhưng như vậy thì lãi suất thực sẽ không giảm và sự phục hồi sẽ không diễn ra. Chiến lược hứa hẹn bùng nổ lạm phát bị “mâu thuẫn về thời điểm”; nói cách khác, đi đâu mà bạn hứa hẹn mình sẽ làm trong tương lai không phải là đi đâu mà bạn sẽ muốn làm khi đến thời điểm đó.

Nếu thực sự người ta cho rằng việc tạo ra bùng nổ lạm phát là cần thiết để giảm lãi suất thực, có một giải pháp khác đơn giản hơn cho họ - xóa bỏ ngân hàng trung ương độc lập và để chính phủ quyết định lãi suất. Các thị trường khi đó chắc chắn sẽ dự đoán lạm phát tăng lên trong tương lai. Nhưng khi đó chúng ta lại quay trở lại điểm bắt đầu trong quá khứ, khi các ngân hàng trung ương được trao quyền tự lập để kiểm soát lạm phát trở lại.

Lạm phát không phải một con thú có thể bị giết một lần và mãi mãi. Thành công đến từ việc kiên nhẫn áp dụng các chính sách bình ổn giá. Các ngân hàng trung ương cũng giống như các bác sĩ - họ phải luôn cập nhật những phát triển công nghệ mới, có vài năm kinh nghiệm và thái độ tốt với bệnh nhân. Ngay cả vậy, họ vẫn không thể làm gì hơn là cố tránh việc phạm sai lầm lớn và quảng bá lối sống lành mạnh. Sự ổn định cũng giống như việc ăn kiêng - nếu chỉ chuyển từ ăn nhiều sang nhịn đói, hay từ bùng nổ sang suy thoái thì cũng chẳng tốt lành gì. Điều cần thiết là phải luôn đảm bảo một số nguyên tắc trong thời gian dài. Mục tiêu lạm phát là một lối sống lành mạnh cho các ngân hàng trung ương có trách nhiệm đảm bảo

bình ổn tiền tệ^[33]. Trách nhiệm báo cáo và minh bạch tạo ra động cơ để các ngân hàng trung ương đạt mục tiêu lạm phát. Mô hình “tự do trong khuôn khổ” này rất khác với thế giới năm 1930, khi Phó thống đốc Ngân hàng Anh Quốc nói với Hội đồng Macmillan (Hội đồng Tài chính Công nghiệp ở Anh) rằng “việc bắt đầu phải giải thích hành động của mình là một việc nguy hiểm.”^[34]

Một sự kiện năm 2007 minh họa cho sự thay đổi trong cách mà chính sách tiền tệ được áp dụng sau khi phương pháp mục tiêu lạm phát ra đời và Ngân hàng Anh Quốc được phép hoạt động độc lập. Lúc mười hai giờ trưa ngày thứ Năm ngày 10 tháng Năm, Tony Blair tuyên bố từ chức Thủ tướng sau mười năm tại vị ở Căn nhà số 10⁺. Cùng lúc đó, Ngân hàng Anh Quốc công bố tăng lãi suất 0,25 phần trăm. Không gì thể hiện sống động hơn sự thay đổi trong chế độ tiền tệ ở Anh hơn là thời điểm đó. Trước khi Ngân hàng Anh Quốc trở nên độc lập, không thể nào có chuyện lãi suất tăng vào ngày chính phủ đưa ra một tuyên bố quan trọng như thế.

Chính sách tiền tệ trong giai đoạn khó khăn - tiền khẩn cấp

Tất cả các quan chức ngân hàng trung ương đều nên ít nhất trải qua khủng hoảng tài chính một lần, và thực tế thì chỉ vài người thoát được. Kể từ năm 2008, các ngân hàng trung ương đã chuyển hướng tập trung vào ổn định tài chính, và với lạm phát thường ở mức thấp hơn mục tiêu, họ ít chú trọng vào ổn định tiền tệ. Ở một chừng mực nào đó, sự thay đổi ưu tiên này quay về nguồn gốc lịch sử của ngân hàng trung ương. Nó song hành với quan điểm các công cụ của ngân hàng trung ương cần được mở rộng ra ngoài phạm vi những gì được sử dụng ở thời Đại ổn định. Cuối cùng, người ta

dồn sự quan tâm vào việc tinh chỉnh các công cụ được thiết kế và sử dụng trong và sau những ngày đen tối của năm 2008, cùng với những phương pháp cân trọng vĩ mô đã nói tới ở trên. Tuy thế, cái còn thiếu trong tầm nhìn bao quát hơn này của các ngân hàng trung ương là một cơ sở thống nhất để phân tích các chính sách trong cả giai đoạn thuận lợi lẫn khó khăn, đặc biệt là lúc thuận lợi nhất và khó khăn nhất. Tôi sẽ cố gắng cho các bạn thấy một cơ sở toàn diện như thế có thể được thiết lập, và điều này thực sự cần thiết nếu chúng ta muốn thách thức thuật giả kim trong hệ thống hiện tại.

Như đã nói đến ở **Chương 3**, các ngân hàng vay ngắn hạn và cho vay dài hạn. Điều này khiến họ dễ bị ảnh hưởng bởi tình trạng rút tiền hàng loạt của những người cho ngân hàng vay các khoản ngắn hạn không bảo đảm. Về lý thuyết, điều này có thể là kết quả của việc thiếu hụt tiền mặt tạm thời trong ngân hàng. Nhưng thông thường nó liên quan tới những lo ngại về thiệt hại trên các khoản mà ngân hàng cho vay. Vì những người gửi tiền khó có thể phối hợp hoạt động với nhau, một khi làn sóng rút tiền bắt đầu, người ta sẽ đổ xô nhau tham gia vào phong trào đó. Nhiều người gửi tiền hồi thế kỷ XIX ở Mỹ đã nhận ra rằng người đến ngân hàng cuối cùng thường sẽ trắng tay. Các ngân hàng về bản chất là không vững vàng.

Trong 150 năm vừa qua, quan điểm chính thống cho rằng các ngân hàng trung ương phải sẵn sàng đóng vai trò “người cho vay cuối cùng” (Lender of last resort - LOLR) và cung cấp tính thanh khoản cho hệ thống ngân hàng khi xã hội mất niềm tin vào một hay nhiều ngân hàng. Một sự thật thú vị ít người biết là số quốc gia theo dõi Giải quần vợt Wimbledon nhiều hơn là số nước trong Quỹ Tiền tệ quốc tế (IMF), và chắc chắn là giải đấu này thú vị hơn Cuộc họp thường niên của IMF nhiều. Cách Sân quần

vợt Trung tâm⁺ một quãng không xa là ngôi nhà mà Walter Bagehot đã viết nên tuyệt tác của ông về ngân hàng trung ương, cuốn *Lombard Street*. Cuốn sách trình bày nền tảng lý luận của khái niệm LOLR - cho vay thoả mái miễn là có tài sản thế chấp tốt với mức lãi suất phạt cho các ngân hàng đối mặt nguy cơ bị rút tiền hàng loạt - và đã trở thành kinh thánh cho những quan chức ngân hàng trung ương đang băn khoăn không biết làm thế nào để đối phó với khủng hoảng tài chính. Ben Bernanke của Cục dự trữ liên bang và các thống đốc ngân hàng trung ương khác thường nhắc đến Bagehot khi giải thích những phương pháp mà họ sử dụng để hỗ trợ các ngân hàng trong cuộc khủng hoảng gần đây^[35].

Mặc dù chính sách này thường được gán cho Bagehot, ta có thể tìm thấy nó từ tận thời của Henry Thornton trong cuốn *Nghiên cứu về bản chất và ảnh hưởng của tín phiếu tại Anh (An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain)* xuất bản năm 1802, trong đó ông viết: “Nếu bất kì ngân hàng nào sụp đổ, chắc chắn một đợt rút tiền hàng loạt sẽ diễn ra với các ngân hàng lân cận, và nếu tình trạng này không được giải quyết bằng cách bơm một lượng vàng lớn vào lưu thông thì nó sẽ dẫn đến những hậu quả nghiêm trọng”^[36]. Và ngay cả từ trước đó, để chống lại với cuộc khủng hoảng tài chính đầu tiên ở Mỹ - cơn hoảng loạn năm 1792 - Alexander Hamilton, hồi đó là Bộ trưởng Bộ Tài chính Mỹ, đã can thiệp để chặn cuộc khủng hoảng và từ đó được coi là người đầu tiên phát hiện ra những lợi ích của khái niệm LOLR^[37]. Ông rõ ràng là bậc tiền bối của rất nhiều những bộ trưởng khác của Bộ Tài chính Mỹ tin tưởng vào các phương pháp cứu trợ tài chính.

Khi Bagehot viết nên tác phẩm để đời của mình, Giải quần vợt Wimbledon vẫn chưa xuất hiện và hệ thống ngân hàng thì rất khác so với

ngành công nghiệp toàn cầu hiện nay. Quan điểm rằng ngân hàng trung ương sẽ đóng vai trò LOLR của ông lấy cảm hứng từ các cuộc khủng hoảng ngân hàng ở London năm 1825, 1836, 1847 và 1866. Sau các cuộc chiến tranh thời Napoleon, nước Anh trải qua một giai đoạn thịnh vượng và các ngân hàng đã chủ quan đầu tư vào những khoản rất mạo hiểm ở châu Mỹ Latin, bao gồm việc đầu tư vào quốc gia Poyais vốn thực tế không hề tồn tại. Năm 1825, mặc dù nhiều ngân hàng sụp đổ, Ngân hàng Anh Quốc tuy muộn màng nhưng cũng đã chặn đứng được sự hoảng loạn sau đó; đúng như tiên bố của tôi ở vị trí Thống đốc, Jeremiah Harman, từng nói, Ngân hàng Anh Quốc khi đó đã cho vay “bằng mọi phương pháp, theo những cách mà chúng ta chưa từng thấy bao giờ... và không phải chúng tôi làm quá lên đâu; khi chứng kiến tình trạng tồi tệ của xã hội, chúng tôi đã cố gắng hết sức để giúp đỡ”^[38]. Những lời này sau đó đã được Bagehot sử dụng để mô tả đề xuất của ông rằng việc hỗ trợ thanh khoản không nhằm mục đích cứu một ngân hàng nào mà để phục vụ lợi ích chung của cả hệ thống. Trong quá trình này, ngân hàng trung ương có thể phải thực hiện những hành động mạnh mẽ nhưng ít người ủng hộ. Ngân hàng Anh Quốc cũng đã phát hành khoảng một triệu tờ tiền 1 bảng Anh để giúp xoa dịu khủng hoảng khi thiếu vàng - một ví dụ từ thời xa xưa về việc phát hành “tiền khẩn cấp”.

Một sự kiện đặc biệt quan trọng với Bagehot là sự sụp đổ của Overend, Gurney & Co., một đối thủ xưa cũ của Ngân hàng Anh Quốc. Vào thứ Năm ngày 10 tháng Năm năm 1866, ngân hàng này tuyên bố sẽ ngừng ngay lập tức tất cả các hoạt động do bị rút tiền hàng loạt. Hồi ấy *The Bankers' Magazine* đã viết rằng lời tuyên bố “đã làm rung động cả thành phố London”^[39]. Ngân hàng Anh Quốc đã cho vay những khoản lớn chưa từng

thấy cho các ngân hàng khác, nhưng nó lại không can thiệp để ngăn chặn sự sụp đổ của Overend, Gurney. Trong vài năm, đã có những mối lo về tình trạng của Overend, Gurney và người ta có nhiều phản ứng trái chiều khi nó trở thành công ty đại chúng năm 1865. Nhưng hơn ba năm sau khi công ty sụp đổ, người ta mới phát hiện ra các giám đốc của công ty, những người phải ra tòa vì cáo buộc lừa đảo, đã công bố các bản cáo bạch che đậy sự thật rằng công ty thực chất đã phá sản trước khi trở thành công ty đại chúng. Ngân hàng đã vượt khỏi các hoạt động cho vay ngắn hạn truyền thống trên thị trường tiền tệ và tham gia các hoạt động gần giống với ngân hàng đầu tư ngày nay, trở thành một nhà đầu tư vào ngành đường sắt, tàu thủy cùng nhiều ngành khác. Mặc dù đã nhận được những khoản vay quy mô lớn của Ngân hàng Anh Quốc, các ngân hàng khác cũng sụp đổ và một đợt khủng hoảng bắt đầu.

Ở vị trí tổng biên tập tờ *The Economist*, Bagehot đã quan sát cuộc khủng hoảng năm 1866 và rút ra kết luận là khi phải đối mặt với nhu cầu thanh khoản tăng mạnh và đột ngột của xã hội, hay nói cách khác là một làn sóng rút tiền - một đợt “hoảng loạn” - trách nhiệm của ngân hàng trung ương là phải đáp ứng nhu cầu đó: “Một cuộc hoảng loạn, nói chung, cũng giống như chứng đau dây thần kinh, và theo quy luật khoa học, chúng ta không thể để mặc nó được.”^[40] Một trong những vai trò đặc trưng của ngân hàng trung ương nằm ở khả năng tạo “tính thanh khoản”^[41]. Các ngân hàng tạo ra tiền, nhưng nếu người ta mất niềm tin vào các ngân hàng đó, dạng tiền tệ cuối cùng chính là do ngân hàng trung ương tạo ra - miễn là nó được bảo đảm bằng khả năng thu thuế của một chính phủ chưa bị vỡ nợ. Ở Đức vào tháng Mười năm 1923, khi đợt siêu lạm phát gần lên tới đỉnh điểm, chính phủ đã gần tới mức vỡ nợ khi chỉ 1 phần trăm chi tiêu công có

nguồn từ ngân sách thuế. Các ngân hàng thương mại có tài khoản ở ngân hàng trung ương, và trong một cuộc khủng hoảng, ngân hàng trung ương có thể cho họ vay thế chấp tài sản. Đường lối của Bagehot là trong một cuộc khủng hoảng, các ngân hàng trung ương nên cho vay tự do nếu thấy tài sản thế chấp tốt, với lãi suất cao hơn mức bình thường để đảm bảo ngân hàng trung ương chỉ là người cho vay lúc khẩn cấp chứ không phải ở mọi thời điểm. Điều mà Overend, Gurney chỉ ra cho Bagehot là mặc dù trong một cuộc khủng hoảng có thể rất khó để biết liệu một ngân hàng có đủ khả năng thanh toán nợ hay không, ngân hàng trung ương vẫn được an toàn khi cho vay miễn là tài sản thế chấp tốt.

Quan điểm của ông từ đó đã trở thành tư tưởng chính quy đến nỗi cụm từ “người cho vay cuối cùng” đã bị hiểu nhầm thành bất kì hành động nào để giải quyết khủng hoảng trong đó người ta cố dập lửa bằng cách bơm một lượng thanh khoản lớn. Nó đã được sử dụng để thúc giục Ngân hàng trung ương châu Âu cho các chính phủ trong khu vực đồng euro vay, và ám chỉ rằng IMF nên cho bất kì nước nào gặp khó khăn vay tiền; tôi thậm chí nghe nói nó đã được các câu lạc bộ thể thao gặp khó khăn tài chính sử dụng vì họ tin rằng ban quản lý giải đấu có nghĩa vụ phải giải cứu mình. Cụm từ “người cho vay cuối cùng” và cụm từ “giải cứu” giờ đây đã trở thành đồng nghĩa. Chắc không lâu nữa người ta sẽ đòi có “người cho vay cuối cùng” cho các bậc phụ huynh gặp khó khăn về tài chính. Quan điểm của Bagehot thì khác xa như thế. Thực ra vấn đề là hệ thống ngân hàng là một hệ thống trung gian tài trợ các tài sản kém thanh khoản bằng cách hứa hẹn sẽ cung cấp thanh khoản lập tức cho người gửi tiền. Đối với toàn bộ nền kinh tế, lời hứa này không thể được thực hiện. Khi có đủ nhiều người gửi đòi lấy lại tiền, hệ thống ngân hàng sẽ không thể cung cấp đủ. Nếu nhu cầu thanh

khoản này chỉ là tạm thời, khi đó việc cung cấp tiền khẩn cấp từ phía ngân hàng trung ương có thể hỗ trợ hệ thống tới khi cơn hoảng loạn dịu đi. Nhưng nếu các tài sản đã thực sự mất giá trị, khi đó ngân hàng trung ương phải cẩn thận trong việc tài trợ cho các hoạt động mà hệ thống ngân hàng không đủ khả năng thanh toán. Vấn đề là trong thế giới bất định đột biến, chúng ta không thể biết liệu một ngân hàng có đủ khả năng thanh toán hay không, và trong giai đoạn khủng hoảng gần như chẳng bao giờ có đủ thời gian để biết được điều đó. Những hành động của LOLR có thể ngăn vấn đề thanh khoản khỏi biến thành vấn đề thanh toán nợ, nhưng không phải vấn đề thanh toán nợ nào cũng có thể được chuyển thành vấn đề thanh khoản nhờ khoản vay của LOLR, điều mà các chính phủ đã đau đớn nhận ra trong thời gian gần đây.

Thậm chí ở thời của Bagehot, những quan điểm của ông cũng bị hoài nghi không ít. Thomas Hankey, cựu Thống đốc Ngân hàng Anh Quốc đã xuất bản một cuốn sách một năm sau sự sụp đổ của Overend, Gurney, trong đó ông thừa nhận thuật giả kim của hệ thống ngân hàng: “Chúng ta cần thức tỉnh cộng đồng ngân hàng và thương mại để họ thấy rằng không phải lúc nào cam kết chi trả trong tương lai cũng có thể được chuyển thành thanh toán hôm nay nếu không có sẵn đủ tiền cho mục đích đó”^[42]. Nếu các ngân hàng ỷ lại vào việc Ngân hàng Anh Quốc sẽ giải cứu họ khi gặp khó khăn, khi đó họ sẽ thoải mái làm ăn mạo hiểm và vứt bỏ “những quy tắc bền vững của hoạt động ngân hàng”^[43]. Họ sẽ giảm hết tài sản có tính thanh khoản cao, rồi dựa dẫm vào bảo hiểm giá rẻ từ ngân hàng trung ương - đó chính là điều đã xảy ra trước cuộc khủng hoảng mới đây. Việc cung cấp bảo hiểm mà không thu phí đủ lớn là một động cơ để các ngân hàng chấp nhận rủi ro cao quá mức - theo thuật ngữ hiện đại, nó gây “suy giảm

đạo đức nghề nghiệp”. Cả Bagehot và Hankey đều đúng theo một cách riêng. Một khi cơn hoảng loạn đã bắt đầu, việc cung cấp tính thanh khoản cho các ngân hàng có thể ngăn nó lan rộng. Nhưng kết cấu của cơ chế LOLR phải được cân nhắc kỹ càng từ trước để tránh việc cố xúi lối làm ăn đầy rủi ro. Qua thời gian, người ta thường biết bơm thanh khoản vào hệ thống khi gặp vấn đề nhưng lại không biết tạo ra hệ thống đối phó với sự suy giảm đạo đức nghề nghiệp.

Nếu những ý tưởng của Bagehot nảy sinh từ việc nghiên cứu những cuộc khủng hoảng tài chính trước đó, liệu chúng ta cũng có thể học hỏi từ những biến động tài chính diễn ra sau năm 1866? Milton Friedman và Anna Schwartz trong nghiên cứu bất hủ về lịch sử tiền tệ Mỹ đã coi sự nghiêm trọng của cuộc Đại suy thoái xuất phát từ lỗi của Cục dự trữ liên bang đã không thể tạo ra đủ tiền để đóng vai trò người cho vay cuối cùng cho các ngân hàng mà sau đó phải phá sản^[44]. Trong giai đoạn đó, ngân hàng cung tiền giảm khoảng 30 phần trăm. Cục dự trữ liên bang có lỗi vì đã không thể ngăn sự sụt giảm ngân hàng cung tiền chứ không phải vì đã không thể đáp ứng được nhu cầu thanh khoản tăng lên đột ngột. Để tìm kiếm những bài học về vai trò LOLR, một giai đoạn lịch sử có liên quan mật thiết hơn tới hiện tại chính là cuộc khủng hoảng tài chính ở giai đoạn bắt đầu Chiến tranh thế giới thứ nhất với bài học tạo ra tiền khẩn cấp trong những trường hợp bất thường^[45].

Dịp kỉ niệm 100 năm Chiến tranh thế giới thứ nhất chứng kiến một cơn mưa sách viết về cuộc chiến tranh đáng sợ đó - cũng gần nhiều bằng số sách viết về cuộc khủng hoảng kinh tế gần đây. Ít người nghĩ đến chuyện so sánh hai sự kiện này. Nhưng thời điểm bắt đầu Chiến tranh thế giới thứ nhất cũng là lúc xảy ra cuộc khủng hoảng tài chính lớn nhất trong

lịch sử ở châu Âu, ít nhất là cho tới năm 2008, và một cuộc khủng hoảng nghiêm trọng tương tự ở New York, mặc dù cuộc Đại suy thoái là một cơn khủng hoảng lớn hơn nếu tính trên ảnh hưởng về sản lượng và việc làm. Khi nghiên cứu cuộc khủng hoảng năm 1914 và đặc biệt là kết quả khác nhau sau khủng hoảng ở London và New York, chúng ta có thể hiểu được không chỉ những trải nghiệm mới đây của mình mà còn hiểu thêm về các cuộc khủng hoảng tài chính nói chung. Sau tháng Chín năm 2007, khi cuộc khủng hoảng ngân hàng gần đây nhất bắt đầu, tôi thường công khai so sánh các sự kiện lúc đó với những gì xảy ra năm 1914. Ngay cả hồi ký chiến tranh của Bộ trưởng Tài chính hồi đó là David Lloyd George cũng chỉ dành có 14 trong số 2108 trang cho cuộc khủng hoảng tài chính mà ông phải đối mặt.

Vậy đi đâu gì đã xảy ra năm 1914? Các nhà sử học từ lâu đã ghi lại việc chẳng mấy ai khi đó tin rằng một cuộc chiến tranh toàn châu Âu lại có thể nổ ra. Thiệt hại kinh tế mà một cuộc chiến như vậy gây ra là quá lớn. Sự tự mãn của những nhà hoạch định chính sách tài chính được thể hiện qua thất bại của cả chính phủ và thị trường trong việc nghiêm túc cân nhắc khả năng xảy ra chiến tranh và những hậu quả kinh tế của nó. Chỉ hai ngày trước khi nước Anh tuyên chiến vào tháng Tám năm 1914, Thống đốc Ngân hàng Anh Quốc, Lord Cunliffe, vẫn còn đang ăn trưa trên chiếc du thuyền của gia đình Clark giàu có và nhiều mối quan hệ - ở ven biển phía tây Scotland. Kenneth Clark, nhà sử học hội họa, đã viết trong hồi ký: “Vào ngày mừng hai ông ấy [Cunliffe] ăn trưa với chúng tôi trên thuyền. Tôi yêu con gái ông ấy, người có mái tóc đỏ và đeo chiếc kính một mắt, và vì thế tôi rất vui khi có mặt ở đó. ‘Có người nhắc đến chuyện chiến tranh,’ Lord Cunliffe nói, ‘nhưng nó sẽ không xảy ra đâu. Người Đức không có đủ tiền

cho việc đó đâu.’ Tôi đã bị ấn tượng rất mạnh.”^[46] John Maynard Keynes cũng không nằm ngoài tâm lý chung khi vào ngày 24 tháng Sáu năm 1914, ông viết cho Bộ Ngân khố rằng: “Trong một cơn khủng hoảng hiện đại, sẽ khó có chuyện các ngân hàng lớn gặp khó khăn.”^[47] Gaspar Ferrer, người tham mưu quan trọng cho Lord Revelstoke, chủ tịch của Ngân hàng Barings sau đó đã nói: “Chiến tranh ập đến như tia chớp giữa trời quang.”^[48] Ngay cả sau vụ ám sát Thái tử Franz Ferdinand⁺ (người kế vị ngai vàng Đế quốc Áo-Hung) ở Sarajevo ngày 28 tháng Sáu năm 1914, thị trường London vẫn gần như chẳng có biến động nào. Gần một tháng sau thị trường tài chính mới nhận ra tầm quan trọng của các sự kiện chính trị đang diễn ra, và tối hậu thư của Áo gửi cho Serbia (đòi Serbia tiến hành những động thái hà khắc để đàn áp tư tưởng dân tộc chủ nghĩa ở nước này) vào ngày 23 tháng Bảy cuối cùng cũng khiến người ta thay đổi suy nghĩ.

Hai tuần sau đó thị trường và các ngân hàng hoảng loạn. Thị trường chứng khoán châu Âu lao dốc, một số phải đóng cửa. Ai cũng cố gắng tháo chạy tìm tài sản an toàn, đặc biệt là tiền mặt, và thanh khoản cạn kiệt ở tất cả các thị trường lớn, kể cả thị trường ngoại hối và chứng khoán. Lãi suất kì hạn ba tháng tăng hơn gấp đôi. Lúc 10 giờ 15 phút thứ Sáu ngày 31 tháng Bảy, thị trường chứng khoán London phải đóng cửa để trì hoãn việc thực hiện giao dịch, qua đó ngăn chặn làn sóng sụp đổ của các thành viên vì giá sụt giảm.

Cũng trong ngày hôm đó, từng hàng người gửi tiền tụ tập trên phố Threadneedle bên ngoài Ngân hàng Anh Quốc để chuyển tiền gửi hoặc tiền giấy thành vàng - việc mà các ngân hàng thương mại đã từ chối thực hiện. Keynes sau này đã miêu tả: “Các ngân hàng trong vài ngày đã tái hiện lại thế giới ngày xưa, cái thời mà ít người Anh còn nhớ được, khi những

người có 50 bảng trong bát tất sung sướng hơn những người có 50 bảng trong ngân hàng”^[49].

Trong lúc đó, ở bờ bên kia Đại Tây Dương, tình thế cũng không kém phần nguy ngập. Những người châu Âu đã bắt đầu bán các khoản đầu tư ở Phố Wall và đổi tiền đô-la họ nhận được sang vàng để mang về châu Âu. Giá USD giảm mạnh. Tuy thế những gì xảy ra trong mấy tuần sau đó đã khiến New York thay thế London trở thành trung tâm tiền tệ của cả thế giới. Mặc dù Hệ thống dự trữ liên bang đã được Quốc hội thành lập vào tháng Mười hai năm 1913, việc bầu ra Hội đồng dự trữ liên bang bị đình trệ trong Ủy ban Ngân hàng của Thượng viện, và Ủy ban này chỉ nhóm họp có một lần vào tháng Tám năm 1914. Vậy nên mặc dù William McAdoo với tư cách là Bộ trưởng Bộ Tài chính Mỹ (và trùng hợp thay lại là con rể của Tổng thống Woodrow Wilson) trở thành Chủ tịch đầu tiên của Hội đồng, Cục dự trữ liên bang không xuất hiện cho tới khi cuộc khủng hoảng tài chính đã qua đi. Kết quả là năm 1914, những quyết định lớn về cách đối phó với cuộc khủng hoảng không phải do các ngân hàng trung ương đưa ra mà là các Bộ trưởng tài chính - Bộ trưởng Tài chính Hoa Kỳ McAdoo và Bộ trưởng Tài chính Anh Lloyd George.

Mặc dù giá cổ phiếu giảm mười phần trăm đầu tuần đó, một cuộc họp của những người làm ngân hàng vào buổi tối thứ Năm ngày 10 tháng Bảy không tìm ra lí do nào để đóng cửa thị trường chứng khoán New York. Nhưng McAdoo đã can thiệp vì lo lắng nếu New York trở thành thị trường duy nhất còn mở cửa thì những nhà đầu tư châu Âu sẽ tận dụng cơ hội này để bán và đem vàng về nước. Ông ra lệnh đóng cửa thị trường vào thứ Sáu ngày 31 tháng Bảy, chỉ vài giờ sau khi thị trường chứng khoán London đóng cửa^[50]. Lúc đó đã có rất nhiều vàng chảy từ New York về châu Âu

vào tuần cuối cùng của tháng Bảy. Chiến tranh thế giới thứ nhất bùng nổ đánh dấu sự kết thúc của một giai đoạn trong đó phần lớn các nước cố định giá trị đồng tiền của mình theo vàng (từ đó cố định tỉ lệ quy đổi các đồng tiền với nhau) - gọi là chế độ bản vị vàng. Ở châu Âu, nhu cầu tài chính thời chiến khiến các chính phủ đình chỉ quyên quy đổi tiền giấy thành vàng để duy trì dự trữ vàng nén. Nếu nước Mỹ có thể duy trì tỉ giá cố định giữa USD và vàng thì nó có thể trở thành người dẫn dắt tài chính thế giới; năm 1914 đồng bảng Anh mới là đồng tiền an toàn. Theo quan điểm của McAdoo, nước Mỹ không thể cho phép việc rút vàng hàng loạt xảy ra vì điều đó sẽ khiến họ phải từ bỏ chế độ bản vị vàng.

Ngày hôm sau ở London, thứ Bảy ngày 1 tháng Tám, Basil Blackett, khi đó là nhân viên Bộ Tài chính đã viết cho John Maynard Keynes rằng: “Cả hôm qua và hôm nay tôi đã cố gặp ông nhưng ông không có mặt ở thành phố. Tôi mong ông có thể đóng góp trí tuệ nhằm phụng sự quốc gia và tôi tin rằng ông sẽ thích thú với công việc đó. Nếu ông có thể sắp xếp thời gian gặp tôi vào thứ Hai thì tôi sẽ biết ơn lắm, nhưng tôi e rằng những quyết định đã an bài vào lúc đó rồi.”^[51] Keynes không để phí thời gian. Ngày Chủ nhật ông đi từ Cambridge về trên chiếc xít-đờ-ca (sidecar) của anh rể và đi thẳng tới Bộ Tài chính.

Trong khi Keynes và Blackett đang họp ở Whitehall, McAdoo rời Washington bằng tàu hỏa để tới gặp hơn hai mươi lãnh đạo ngân hàng cấp cao ở Khách sạn Vanderbilt tại New York. Tất cả những người có mặt đều muốn tránh lặp lại đợt hoảng loạn năm 1907 khi vụ rút tiền hàng loạt tại công ty quỹ Knickerbocker đã dẫn tới lệnh đình chỉ rút tiền mặt. Trong cuộc khủng hoảng 1907, John Pierpoint Morgan đã trở nên nổi danh khi tập hợp một nhóm các ngân hàng để cho các ngân hàng bị nghi ngờ vay tiền,

nhờ thế giúp hệ thống ngân hàng khỏi sụp đổ, mặc dù các ngân hàng khác đã ngừng các khoản chi trả và nền kinh tế Mỹ đã suy thoái mạnh. Trải nghiệm đó đã thúc đẩy việc thành lập Cục dự trữ liên bang, một tổ chức có thể cho các ngân hàng tạm thời thiếu vốn vay - đóng vai trò người cho vay cuối cùng - để khỏi cần một người tương tự như Morgan đứng ra tập hợp các ngân hàng nhằm ngăn chặn sự sụp đổ cả hệ thống. Nhưng khi Cục dự trữ liên bang vẫn chưa hoạt động, McAdoo có thể làm được gì cho các lãnh đạo ngân hàng có mặt ở Vanderbilt?

Một cách giải quyết nữa cho những vấn đề của năm 1914 đã ra đời từ cuộc khủng hoảng năm 1907. Đạo luật Aldrich-Vreeland năm 1908 cho phép các ngân hàng gửi trái phiếu chính phủ hoặc các giấy nợ ngắn hạn do các công ty Mỹ phát hành tại Bộ Tài chính Mỹ để đổi lấy “giấy nợ khẩn cấp”. Các tờ giấy nợ khẩn cấp này được in tên và logo của các ngân hàng có tổng giá trị lên đến 500 triệu USD và chúng được in ra từ trước rồi lưu trữ trong căn hầm ngân dưới đất. Đây là một nguồn tiền tệ khẩn cấp có thể được phân phối cho các ngân hàng để đổi lấy tài sản thế chấp mà không cần thông qua ngân hàng trung ương. Giới hạn của các giấy nợ này là 90 phần trăm giá trị của trái phiếu và 75 phần trăm giá trị các giấy nợ mà ngân hàng gửi tại Bộ Tài chính. Ngoài ra giấy nợ khẩn cấp mà ngân hàng sử dụng còn phải chịu một khoản thuế trên giá trị của chúng.

Tại cuộc họp với các quan chức ngân hàng vào Chủ nhật ngày 2 tháng Tám năm 1914, McAdoo nhận thấy những người này đang cần rất nhiều tiền khẩn cấp. Lượng tiền khẩn cấp này bắt đầu được mang đến New York vào thứ Hai ngày 3 tháng Tám, và các cơ sở in tiền hoạt động liên tục để in ra thêm. Việc ngay cả Ngân hàng Anh Quốc cũng không thoát khỏi rủi ro rút tiền hàng loạt càng tiếp thêm động lực cho cộng đồng tài chính Mỹ ủng

hộ việc tạo ra thêm tiền khẩn cấp. Ngược lại với năm 1907, khi lượng cung tiền giảm đi 10 phần trăm, việc tạo ra tiền khẩn cấp năm 1914 cho phép lượng cung tiền tăng lên với tốc độ 10 phần trăm mỗi năm. Nhu cầu tiền khẩn cấp lên tới đỉnh điểm vào tháng Mười năm 1914 rồi giảm dần và sau đó biến mất hẳn giữa năm 1915. Mặc dù không có động thái giúp đỡ nào từ Hội đồng dự trữ quốc gia khi ấy còn chưa hoạt động, McAdoo đã cho thấy chính phủ cũng có thể đóng vai trò người cho vay cuối cùng.

Ở London, có lẽ đi đầu may mắn là ngày thứ Hai mừng 3 tháng Tám là ngày nghỉ lễ của ngành ngân hàng. Nước Anh tuyên chiến vào thứ Ba ngày 4 tháng Tám. Kỳ nghỉ ngân hàng được kéo dài thêm ba ngày nữa. Trong tuần đầu tiên của tháng Tám, một loạt những biện pháp phi thường đã được Bộ Tài chính và Ngân hàng Anh Quốc đưa ra. Chính phủ Anh quyết định can thiệp và sử dụng tiền thuế với quy mô chưa từng thấy để “cứu Thủ đô”. Vấn đề là trước đó London đã tạo ra nhiều các khoản vay ngắn hạn bằng cách “chấp nhận” hoặc đảm bảo - ở một mức giá nhất định - các khoản vay cho người mượn ở châu Âu lục địa - điều vốn rất bình thường vào thời ấy. Các khoản đảm bảo này có thể được trao đổi và được gọi là hối phiếu. Trong giai đoạn bình thường các hối phiếu này có thể được mua bán trên thị trường London. Lloyd George đã nói: “Một tờ hối phiếu trên thị trường chứng khoán London có chữ kí của một trong những ngân hàng lớn cũng giá trị như vàng ở bất kì bến cảng nào trong thế giới văn minh”^[52].? Khi chiến tranh nổ ra ở châu Âu, việc đảm bảo đó trở nên mạo hiểm hơn. Các ngân hàng London đã cho vay những khoản mà con nợ không thể chi trả đúng hạn, thậm chí không bao giờ trả được. Lloyd George đã viết tiếp rằng: “Khi mạng lưới tài chính mỏng manh bị bàn tay thô bạo của chiến tranh xé nát, London chắc chắn sẽ rơi vào hoảng loạn.”^[53]

Biện pháp đầu tiên - vào thứ Ba - là một đạo luật khẩn cấp để đình chỉ chi trả các hối phiếu London trong một tháng. Ba ngày sau, nó trở thành lệnh đình chỉ chi trả toàn diện. Các khoản nợ, trừ tiền lương, và các khoản thuế và nợ của người nước ngoài không thể bị truy đòi. Đạo luật quy định rằng nếu cần thiết lệnh đình chỉ trả nợ có thể mở rộng sang tiền gửi ngân hàng. Đạo luật này chỉ là giải pháp tạm thời chứ chưa giải quyết vấn đề thanh toán nợ sâu xa hơn.

Thật không may là khác với năm 1825, Ngân hàng Anh Quốc không có đủ dự trữ trong hân để đáp ứng nhu cầu tiền giấy mệnh giá thấp tăng đột ngột vì tiền xu vàng đã được dự trữ để tái lập dự trữ vàng của đất nước. Vậy nên biện pháp thứ hai - vào thứ Năm - là thông qua Đạo luật Tiền tệ và Giấy nợ ngân hàng trong ngày để cho phép Bộ Tài chính in những tờ tiền 1 bảng đặc biệt với chất lượng kém hơn nhiều - nhằm tăng tốc độ - so với tiêu chuẩn của Ngân hàng Anh Quốc. Điều này cũng đồng nghĩa với việc phá bỏ giới hạn tiền ủy thác mà Ngân hàng Anh Quốc đưa ra và tạm ngừng thực hiện Đạo luật Ngân hàng năm 1844, điều đã từng xảy ra năm 1847, 1857 và 1866. Nước Anh đã không rút kinh nghiệm từ trải nghiệm của Mỹ năm 1907 khi không dự trữ tiền khẩn cấp để sử dụng khi khủng hoảng.

Biện pháp thứ ba là vào ngày thứ Sáu ngày 7 tháng Tám, chính phủ quyết định kết thúc kì nghỉ ngân hàng và các ngân hàng phải mở cửa trở lại. Cuộc khủng hoảng nếu chưa thực sự kết thúc thì cũng đã được kiểm soát. Keynes sau này đã viết:

Trong những ngày đen tối và bất định dường như vô tận từ thứ Năm cuối cùng của tháng Bảy tới thứ Năm đầu tiên của tháng Tám, cả thành phố giống như một người bị ốm nặng, mệt mỏi và sốt cao, bị buộc phải tự chẩn đoán cho mình. Các ngân hàng lớn lo sợ điều tồi tệ nhất sẽ xảy

ra, vì thế họ không thể biết được bản thân họ đang ồm nặng như thế nào; và nhiều nhà lãnh đạo của thành phố choáng váng trước mối nguy hiểm đối với tài sản và danh tiếng của mình nên không thể nghĩ gì đến lợi ích và an toàn của xã hội nữa^[54].

Trong những tuần sau đó, các biện pháp đã được tiến hành để giải quyết vấn đề thanh toán nợ tại London. Trong điều kiện thời chiến, những con nợ ở lục địa sẽ không thể trả tiền cho các ngân hàng ở London, các tổ chức tín dụng hay các tổ chức nhận giấy nợ khác. Vì thế tài sản của nhiều tổ chức tín dụng tại Anh sẽ mất giá trị, khiến họ không còn khả năng thanh toán nợ. Một tác giả đương đại đã mô tả tình thế đó là: “Nói thẳng ra thì hệ thống ngân hàng đã 'vỡ nợ'. Họ không thể trả nợ. Họ không có tiền. Cuộc chiến nổ ra đã làm lộ ra ảo tưởng vô vọng về quá trình sinh nợ chuyển từ người này sang người khác.” Trong năm tháng, Bộ trưởng Tài chính Lloyd George và các quan chức Bộ Tài chính đã tái cung cấp vốn cho cả thành phố. Ngân hàng Anh Quốc mua một lượng lớn giấy nợ lên đến hai mươi phần trăm tổng tài sản của các ngân hàng và các tổ chức tài chính khác ở London; tất cả những thiệt hại tiềm tàng đều đã được chính phủ, đại diện cho người nộp thuế, đền bù. Ngân hàng Anh Quốc mua một phần ba tổng giấy nợ với tổng giá trị lên tới 5,3 phần trăm GDP. Lloyd George đã thú nhận trong hồi ký của mình rằng bằng việc bảo đảm này, chính phủ đã “tạm thời nhận khoản nợ cực lớn”^[55]. ông chấp nhận rủi ro mất giá trị tài sản mình bảo đảm mà không có khoản bù đắp nào. Đó là một canh bạc chỉ có thể được chơi vào thời chiến.

Nó đã phát huy tác dụng. London đã được cứu. Khi quá trình tái cấp vốn hoàn tất, thị trường chứng khoán đã có thể mở cửa trở lại vào ngày

thứ Hai ngày 4 tháng Một năm 1915 và những nhà tài chính đã hát cả ba đoạn của bản quốc ca. Cuộc khủng hoảng tài chính “đã kết thúc”.

Bên kia Đại Tây Dương, vấn đề của McAdoo lại khác hẳn. Mọi người đều hiểu rằng cuộc chiến ở châu Âu sẽ dẫn tới giá cả tăng cao và tăng lượng xuất khẩu hàng hóa của Mỹ. Cuộc chiến tranh thế giới đã giúp nền kinh tế Mỹ hùng mạnh hơn. Hệ thống ngân hàng Mỹ không gặp chút vấn đề nào về thanh toán nợ. Nhưng mở cửa lại thị trường chứng khoán cũng có nghĩa là lại tái diễn tình trạng những người châu Âu bán cổ phiếu hàng loạt vì họ nóng lòng muốn đổi USD thành vàng để chuyển về nước. Giải pháp là tăng ' nhu cầu USD của châu Âu. Cách thực hiện là đáp ứng nhu cầu nhập khẩu hàng hóa Mỹ của các nước châu Âu để phục vụ chiến tranh.

Để đáp ứng nhu cầu này Mỹ cần có thêm tàu thuyền, và có hai yếu tố quyết định độ sẵn có của phương tiện này. Thứ nhất là việc thành lập Cục Bảo hiểm rủi ro chiến tranh Mỹ vào tháng Tám năm 1914 để bảo hiểm cho các tàu thuyền đăng kí ở Mỹ trước các thiệt hại do chiến tranh. Thứ hai là tuyên bố bất ngờ vào tháng Mười là nước Anh sẽ không coi những chuyến tàu chở bông vải (vật liệu quan trọng để sản xuất chất nổ) đến Đức là hàng buôn lậu và vì thế chúng không gặp rủi ro bị tịch thu. Xuất khẩu bông vải và các hàng hóa nông nghiệp nói chung tăng mạnh. Thị trường chứng khoán New York mở cửa trở lại vào ngày 15 tháng Mười hai năm 1914. Mối liên hệ giữa đô-la và vàng đã được duy trì. Chính phủ Mỹ, khác với chính phủ Anh, không cần phải chấp nhận “những khoản nợ cực lớn” để giải quyết những khó khăn trong hệ thống tài chính. Chỉ trong vài tháng, đồng đô-la bắt đầu chuyển mình trở thành đồng tiền chính trên toàn cầu và trong tương lai gần, nước Mỹ sẽ thay thế nước Anh trở thành thế lực tài chính hàng đầu thế giới.

Có hai bài học lớn được rút ra sau những diễn biến của năm 1914. Bài học đầu tiên là vai trò quan trọng của cơ quan quản lý tiền tệ, dù là chính phủ hay ngân hàng trung ương, là định đoạt nguồn cung tiền ở cả giai đoạn thuận lợi lẫn khó khăn. Năm 1914, McAdoo có lợi thế là cuộc khủng hoảng năm 1907 đã báo động cho chính quyền Mỹ về nhu cầu chuẩn bị sẵn dự trữ tiền khẩn cấp trong khi chính quyền Anh đã quên mất những sự kiện của năm 1825. Đó cũng là một ví dụ điển hình cho một quy luật mà tôi đã nhiều lần quan sát thấy - các quốc gia chỉ học từ sai lầm của chính mình chứ không rút kinh nghiệm từ sai lầm của nước khác (một ví dụ nữa là thất bại của nước Anh trong việc tạo ra một hệ thống nhằm giải quyết vấn đề của các ngân hàng gặp khó khăn mặc dù đã nhìn thấy những diễn biến xảy ra tại Mỹ trong thập niên 30). Bài học thứ hai là một cuộc khủng hoảng không thể được giải quyết bằng cách bơm thêm thanh khoản nếu đằng sau nó còn có vấn đề về khả năng thanh toán nợ; nói cách khác là cần giải quyết vấn đề thiếu vốn để hấp thụ thiệt hại và ngăn chặn việc vỡ nợ. Năm 1914, London có vấn đề về khả năng thanh toán nợ còn New York thì không. Năm 2008, bước ngoặt của cuộc khủng hoảng là khi các chính phủ sau cùng cũng nhận ra rằng hệ thống ngân hàng đã phải chịu không chỉ tình trạng thiếu thanh khoản mà còn thiếu vốn, và vì thế cần tái cấp vốn bắt buộc nếu cần thiết^[56].

Khái niệm “tiền khẩn cấp” đóng vai trò rất quan trọng. Nó bao hàm nhu cầu tăng lượng tiền đột ngột nếu nhu cầu thanh khoản đột nhiên tăng cao. Nhu cầu thanh khoản tăng vọt có thể nảy sinh do nhiều yếu tố, trong đó bao gồm sự mất lòng tin với khối chính phủ. Không lâu sau khi McAdoo gửi giấy bạc ngân hàng tới New York thì các chính phủ địa phương ở Đức bắt đầu in thêm giấy bạc: *Notgeld*, theo tiếng Đức nghĩa là

tiền khẩn cấp. Ở Đức (và cả Pháp và Bỉ), cuộc chiến đã khiến nhu cầu kim loại tăng lên rất mạnh và vì thế giá trị của chúng cũng tăng theo. Đồng xu làm bằng kim loại biến mất vì giá trị danh nghĩa của chúng còn thấp hơn giá trị của chúng đối với các nhà sản xuất vũ khí. Chẳng bao lâu sau, xã hội bị thiếu trầm trọng tiền lẻ. Để đáp lại nhu cầu đó và trong hoàn cảnh không có một đạo luật nào từ phía trung ương, các cộng đồng trong xã hội bắt đầu in các loại giấy bạc có mệnh giá thấp. Cấm đồ sử dụng *Notgeld* để quảng bá cộng đồng địa phương quá lớn, và “những kí ức và lòng trung thành địa phương lại trỗi dậy, dưới hình thức hoa mỹ đầy màu sắc thể hiện bản sắc và lòng tự hào công dân”^[57]. Mẫu tiền bao gồm những cảnh trí nghiêm trang, có hình những người nổi tiếng như Luther và Goethe, hoặc cả những câu chuyện đời thú vị bên bờ biển. Cuối cùng không có ngân hàng trung ương nào có thể đóng vai trò là LOLR trừ khi người ta tin vào chính phủ đứng ra cho vay.

Các ngân hàng ngày nay rất khác với các ngân hàng thời Bagehot hay phần lớn thế kỷ XX. Chúng lớn hơn nhiều, tài sản phức tạp và khó định giá hơn, giữ ít tài sản có tính thanh khoản hơn, trang trải hoạt động với ít vốn chủ sở hữu hơn nhiều, trong khi quyền lực chính trị thì tăng lên. Kết quả là khẩu hiệu “cho vay thoải mái với lãi suất cao miễn là có tài sản đảm bảo tốt” đã lỗi thời. Nó gây nên hai vấn đề với vai trò LOLR mà Bagehot vạch ra.

Thứ nhất là định nghĩa “tài sản thế chấp tốt”. Cả Alexander Hamilton và Walter Bagehot đều hiểu rằng chính phủ có thể cho vay dựa trên chứng khoán chính phủ. Họ không biết liệu các ngân hàng mà mình định cho vay có đủ khả năng thanh toán nợ hay không, nhưng đi đầu này là không thành vấn đề nếu họ có thể cho vay dựa trên tài sản thế chấp tốt. Rất lâu sau

trong giai đoạn hậu chiến, các ngân hàng duy trì 30 phần trăm tài sản dưới dạng chứng khoán chính phủ, phần lớn là ngắn hạn và tất cả đều có tính thanh khoản cao. Trong thế giới đó, ngân hàng trung ương có thể cho vay 100 USD trên chứng khoán 100 USD. Tuy thế ngày nay, tài sản ngân hàng chủ yếu là những tài sản kém thanh khoản và không thể buôn bán được ví dụ như các khoản vay bao gồm các công cụ tài chính phức tạp. Những tài sản có tính thanh khoản thấp này có thể được biến thành tài sản thế chấp tốt nếu ngân hàng trung ương chỉ cho vay trên một phần giá trị các tài sản đó. Nếu một ngân hàng thương mại muốn vay 100 USD từ ngân hàng, họ sẽ phải cung cấp tài sản thế chấp lớn hơn 100 USD để nếu vì lí do nào đó họ không thể trả được nợ, họ vẫn có đủ một khoảng chênh lệch để ngân hàng trung ương tin rằng mình có thể bán các tài sản đó với giá trị thấp nhất bằng với khoản vay. Sự chênh lệch giữa giá trị mà ngân hàng trung ương cho vay và giá trị tài sản thế chấp được gọi là khoản “bảo chứng” trên dạng tài sản thế chấp đó. Trong thực tế, khoản bảo chứng có thể chỉ là một hoặc hai phần trăm khi tài sản thế chấp là tài sản tài chính thanh khoản cao như trái phiếu chính phủ, hoặc rất cao lên tới 50 phần trăm hoặc hơn trên các khoản vay cá nhân có ít thông tin.

Khi Ngân hàng trung ương châu Âu (ECB) cho các ngân hàng khắp châu Âu vay hàng tỉ euro vào tháng Mười hai năm 2011 và tháng Hai năm 2012, nhiều người cho rằng cuộc khủng hoảng trong khu vực đồng euro đã được giải quyết. Những người này đã sớm vỡ mộng. Mặc dù ECB sẵn sàng cho vay với kì hạn ba năm với lãi suất rất thấp, nó vẫn kì vọng các ngân hàng sẽ trả khoản vay đó. Một ngân hàng có quá ít vốn để hấp thụ những thiệt hại trong tương lai vẫn sẽ gặp rất nhiều khó khăn trong việc huy động vốn từ thị trường tư nhân. Vậy nên trừ khi ECB cung cấp một

khoản vốn nhất định, các ngân hàng châu Âu vẫn ở tình trạng rất bất bênh. Hơn nữa, cũng giống như bất kì ngân hàng trung ương nào khác, ECB chỉ có thể cho vay nếu có tài sản thế chấp tốt. Trong thực tế đi đầu này nghĩa là các ngân hàng phải cung cấp cho

ECB tài sản thế chấp dưới dạng quyền nhận tiền các khoản cho vay của mình trước khi ECB có thể cung cấp tiền mặt cho họ. Nhiều khoản vay kiểu này còn lâu mới được gọi là “tốt”. Vậy nên ECB chỉ có thể cho vay với một tỉ lệ nhất định tính trên giá trị của khoản tín dụng mà ngân hàng đưa ra. Trong các nghiệp vụ tiến hành vào tháng Hai năm 2012, tỉ lệ bảo chứng trên một số khoản cho vay đó lên đến 60 phần trăm giá trị danh nghĩa. Nói cách khác, các ngân hàng thế chấp các khoản cho vay sẽ chỉ nhận được 40 phần trăm giá trị danh nghĩa của chúng bằng tiền mặt. Chỉ bằng cách đó ECB mới có thể tự tin rằng tài sản thế chấp mình nhận là đủ để bù đắp trong trường hợp ngân hàng không thể trả nợ.

Nhưng đi đầu này gây ra vấn đề nghiêm trọng với những tổ chức khác trên thị trường ví dụ như quỹ lương hưu và công ty bảo hiểm, những người đang tính đến chuyện cho các ngân hàng vay tiền. Bởi vì khi ECB tăng cường cho các ngân hàng vay, ECB sẽ có một phần quyền lợi lớn hơn trong số tài sản của các ngân hàng đó. Tỉ lệ tài sản ngân hàng có thể được dùng làm tài sản thế chấp cho các khoản vay trên thị trường giảm đi. Vậy là chi phí cho các ngân hàng vay không cần tài sản đảm bảo cũng tăng lên. Các ngân hàng cần trang trải một phần đủ lớn trong bảng cân đối kế toán bằng các khoản vay không thế chấp, ví dụ như tiền gửi hoặc chứng khoán phát hành cho các quỹ hưu trí và công ty bảo hiểm, để có thể hoạt động. Việc tài trợ toàn bộ bảng cân đối kế toán bằng các khoản vay đảm bảo -

vay có tài sản thế chấp - chỉ có thể thành công nếu các tổ chức cho ngân hàng vay yêu cầu tỉ lệ bảo chứng bằng 0.

Chúng ta hãy cùng xem xét một ví dụ giả định về một ngân hàng có tổng tài sản 100 triệu USD, gồm 90 triệu USD tiền gửi ngắn hạn và 10 triệu USD vốn chủ sở hữu. Vì một lí do nào đó 30 triệu USD tiền gửi bị rút khỏi ngân hàng và ngân hàng này phải cầu cứu ngân hàng trung ương để hỗ trợ thanh khoản tạm thời. Để tự bảo vệ mình và hơn hết là bảo vệ người nộp thuế, ngân hàng trung ương yêu cầu tỉ lệ bảo chứng trên tài sản thế chấp là 25 phần trăm. Ngân hàng phải thế chấp 40 triệu USD tài sản cho ngân hàng trung ương để sau khi trừ đi khoản bảo chứng họ còn lại khoản tiền mặt 30 triệu USD. Ngân hàng vẫn duy trì lượng vốn nhưng những người gửi tiền còn lại, những người có quyền cao hơn cổ đông, có thể thấy rằng ngân hàng chỉ có 60 triệu USD tài sản để đảm bảo cho 60 triệu USD tiền gửi, trong khi trước đó ngân hàng có hẳn 100 triệu USD để đảm bảo cho 90 triệu USD tiền gửi. Ảnh hưởng của tiền bảo chứng là đặt ra giới hạn tối đa cho số tiền mà LOLR có thể hỗ trợ là 75 triệu USD.

Khi Ngân hàng Anh Quốc cho ngân hàng Northern Rock vay vào năm 2007, người ta có thể đoán được khi nào hỗ trợ từ LOLR sẽ đạt đến ngưỡng tối đa. Điều đó đã xảy ra đúng theo dự đoán và chính phủ phải tiếp quản trách nhiệm tài trợ cho ngân hàng và chấp nhận cả các rủi ro tín dụng liên quan. Ngân hàng trung ương càng cho vay nhiều, tỉ lệ tài sản trên tiền gửi để hỗ trợ các khoản vay từ khối tư nhân càng giảm đi. LOLR cung cấp nguồn vốn tạm thời nhưng đổi lại nó làm tăng động cơ rút tiền hàng loạt ở những người gửi tiền trong khối tư nhân hoặc những chủ nợ ngắn hạn. Trong những trường hợp cực đoan, LOLR sẽ là nụ hôn Judas⁺ đối với các ngân hàng bị buộc phải xin ngân hàng trung ương hỗ trợ.

Vấn đề thứ hai với vai trò LOLR là các ngân hàng có thể không sẵn lòng nhận hỗ trợ vì họ có thể phải chịu tiếng xấu khi chuyển họ cần hỗ trợ thanh khoản bị lộ ra. Việc quyết định chấp nhận hỗ trợ thanh khoản từ ngân hàng trung ương bị lộ ra thị trường có thể phá hỏng khả năng huy động vốn của ngân hàng từ các nguồn khác - một phần vì chính thông tin đó và một phần vì hiệu ứng nộ hôn Judas làm giảm lượng tài sản đảm bảo - và vì thế khiến họ do dự hơn trong việc tìm đến sự giúp đỡ của ngân hàng trung ương. Điều này trở thành một vấn đề lớn vào năm 2007 và 2008 khi những cố gắng của ngân hàng trung ương nhằm cung cấp thanh khoản lại dẫn đến sự do dự ở các ngân hàng vì họ không muốn tỏ ra là mình đang cần giúp đỡ. Kết quả là các ngân hàng trung ương phải mở những sàn đấu giá trong đó các ngân hàng có thể đấu giá thanh khoản một cách nặc danh.

Nhưng LOLR cần phải sẵn sàng cung cấp thanh khoản bất cứ lúc nào và các cuộc đấu giá không thể được tổ chức liên tục. Khi cuộc khủng hoảng lên đến đỉnh điểm, các cuộc đấu giá hàng tuần đóng vai trò quan trọng, nhưng chúng vẫn cần được hỗ trợ bởi hoạt động LOLR trực tiếp khi các ngân hàng cần thanh khoản khẩn cấp. Để giải quyết vấn đề tiếng xấu, các ngân hàng trung ương theo truyền thống sẽ không công bố thông tin chi tiết về các tổ chức hưởng lợi từ nguồn cho vay đặc biệt cho tới khi họ không cần phải nhận hỗ trợ nữa. Việc hoãn công bố các ngân hàng cần ngân hàng trung ương giúp đỡ giúp giảm bớt vấn đề tiếng xấu. Ví dụ năm 2008, những thông tin chi tiết về việc hỗ trợ ngân hàng Royal Bank of Scotland và HBoS, mặc dù đã được Bộ trưởng Tài chính phê duyệt, vẫn không được công bố cho tới mãi nhiều tháng sau khi họ không cần phải giữ bí mật chuyện đó nữa. Tuy thế, các nhà lập pháp lại muốn buộc ngân hàng trung ương phải công bố thông tin minh bạch hơn. Thông tin về

những ngân hàng tận dụng “khung thời gian chiết khấu” của ngân hàng trung ương, trong đó họ có thể đổi tài sản đảm bảo lấy tiền, được công bố chỉ sau một thời gian trì hoãn nhất định. Ở Mỹ, Quốc hội đã có trát lệnh yêu cầu công bố tên những người đi vay ở Cục dự trữ liên bang không muộn hơn hai năm kể từ ngày vay.

Vấn đề tiếng xấu không phải chuyện gì mới. Năm 1914 đã có những mối lo về “thiệt hại danh tiếng tiềm tàng từ việc đi vay từ Ngân hàng Anh Quốc” nếu người ta biết rằng đã có những người tận dụng nguồn tiền đó^[58]. Tương tự, việc tạo ra tiền khẩn cấp ở Mỹ theo Đạo luật Aldrich-Vreeland năm 1908 là một cơ hội mà các ngân hàng không chịu tận dụng cho đến khi nổ ra cuộc khủng hoảng toàn hệ thống vào tháng Bảy năm 1914. Không ngân hàng nào yêu cầu nhận tiền khẩn cấp mãi cho tới những sự kiện của mùa hè năm 1914. Đúng như Thanh tra Tài chính Mỹ đã cảnh báo khi đạo luật được thông qua: “Việc ban hành tiền giấy khẩn cấp... sẽ ngay lập tức trở thành lời thú nhận khuyết điểm và là một tín hiệu nguy hiểm không ngân hàng nào dám phát ra cho tới khi ở vào tình thế thực sự hiểm nghèo”^[59]. Nhà sử học tài chính William Silber sau này đã viết: “Tiền khẩn cấp không còn là vết nhơ trong tuấn đầu tiên của tháng Tám khi cuộc Chiến tranh thế giới đe dọa cả những ngân hàng lớn của đất nước.”^[60] Không có cách giải quyết đơn giản hay phức tạp nào cho vấn đề này, thứ tiếp tục khiến những người hoạch định cơ chế thanh khoản của ngân hàng trung ương đau đầu. Tầm quan trọng của vấn đề tiếng xấu là trong suốt chiều dài lịch sử, sự do dự của các ngân hàng không muốn bị coi là phải nhận hỗ trợ từ ngân hàng trung ương có thể đã khiến quy mô áp dụng LOLR trở nên quá nhỏ và quá muộn, từ đó càng làm khủng hoảng trầm trọng thêm. Các ngân hàng trung ương không thể tỏ ra “quá tử tế” được.

Hiếu được tầnn quan trọng của việc “cho vay tự do” trong giai đoạn khủng hoảng và vấn đề gây ra bởi nhu cầu phải có tài sản đảm bảo, tốt để cho vay với lãi suất cao, các ngân hàng trung ương và chính phủ đã nói lỏng các điềuk kiện của Bagehot về vai trò người cho vay cuối cùng và chuyển sang các biện pháp giải cứu. Điềunày gây nên rủi ro cho người nộp thuế và tạo thêm động cơ cho các ngân hàng mở rộng thuật giả kim của hệ thống. Giải pháp là biến vai trò người cho vay cuối cùng khi khủng hoảng trở thành một chế độ xác định rõ số lượng ngân hàng có thể vay ở cả thời điểm thuận lợi lẫn khó khăn, đảm bảo ngân hàng có đủ tài sản thế chấp trong giai đoạn thuận lợi và tiếp cận được thanh khoản lúc khó khăn để đáp ứng nhu cầu của các chủ nợ ngắn hạn. Tôi sẽ giải thích cơ chế này trong **Chương 7**.

Tương lai của các ngân hàng trung ương

Mặc dù có những thăng trầnn, các ngân hàng trung ương đã bắt đầu thế kỷ mới với những tiến bộ vượt bậc so với một trăm năm trước. Có nhiều ngân hàng trung ương hơn và chúng có quyền lực và tầnn ảnh hưởng lớn hơn. Nhưng liệu danh tiếng của chúng đã tới mức đỉnh điểm chưa? Liệu những nhà sử học trong tương lai có nhìn nhận ngân hàng trung ương như một hiện tượng chủ yếu chỉ tầnn tại ở thế kỷ XX? Mặc dù các ngân hàng trung ương đã trưởng thành, chúng vẫn chưa đến tuổi già. Nhưng không thể loại trừ khả năng một ngày nào đó chúng sẽ biến mất. Các xã hội trong quá khứ vẫn tầnn tại được mà không cần ngân hàng trung ương đấy thôi.

Trước cuộc khủng hoảng, nghiệp vụ ngân hàng trung ương có vẻ thật đơn giản. Chỉ có một mục tiêu duy nhất - ổn định giá cả - và một cơ chế để quyết định lãi suất - mục tiêu lạm phát. Đó có vẻ là một chiến lược thích

nghi thành công. Thông tin trở nên quan trọng hơn, và các ngân hàng trung ương chuyển từ hoạt động bí mật sang minh bạch và cởi mở. Tuy thế trong cuộc khủng hoảng, phần nhiều các giả định này đã bị thách thức, vì chúng ta nhận ra những hiểu biết của mình về nền kinh tế và hệ thống tài chính hạn chế đến thế nào. Việc quản lý nền kinh tế hóa ra phức tạp hơn nhiều so với việc đạt đến một mức lạm phát giá tiêu dùng nhất định. Phần lớn các mô hình được các ngân hàng trung ương sử dụng để dự đoán nền kinh tế tỏ ra không đủ tốt để giải thích những bất cân xứng nội tại của nền kinh tế thế giới, như đã nói đến ở **Chương 1**. Kết quả là những nhà hoạch định chính sách đã không thể nhận ra rằng giai đoạn lạm phát thấp và tăng trưởng ổn định trong thời Đại ổn định là không bền vững và có lẽ sẽ kết thúc bằng một cuộc khủng hoảng nào đó.

Các ngân hàng trung ương cũng có vai trò trong việc thay đổi quy tắc kinh nghiệm mà các hộ gia đình và doanh nghiệp vẫn sử dụng khi họ nhận thấy tình trạng mất cân bằng đang ngày càng nghiêm trọng. Trong những trường hợp đó, cần có một cách giải thích rõ ràng và thuyết phục tại sao nên để lạm phát vượt quá mục tiêu trong một giai đoạn nhất định để tái lập sự bền vững cho nền kinh tế. Việc vứt bỏ hoàn toàn mục tiêu lạm phát sẽ là một sai lầm lớn. Đó là một quy tắc hữu ích cho các ngân hàng, miễn là họ linh động khi cần thiết.

Cuộc khủng hoảng cũng khiến người ta nhận ra tầm quan trọng của cơ chế cung cấp thanh khoản cho hệ thống ngân hàng. Vì cả khối ngân hàng và ngân hàng trung ương đã thay đổi quá nhiều so với thời điểm Bagehot viết cuốn sách của mình, đã đến lúc chúng ta phải đánh giá lại những tư tưởng cũ. Khái niệm người cho vay cuối cùng của Bagehot cần phải được sửa lại. Nhiều ý tưởng và công cụ đã được phát triển trong giai đoạn khủng

hoảng và chắc chắn một số sẽ vẫn tiếp tục tồn tại. Nhưng cái còn thiếu là một cơ chế toàn diện để phân tích cách ngân hàng trung ương cung cấp tiền trong cả giai đoạn thuận lợi lẫn khó khăn. Cơ chế này chính là chìa khóa để kết thúc mộng giả kim của hệ thống tiền tệ và tài chính, và tôi sẽ trở lại với chủ đề này ở **Chương 7**.

Mặc dù có những vấn đề đó, một kết quả đáng ngạc nhiên là các ngân hàng trung ương đã được trao nhiều trọng trách hơn so với trước khủng hoảng. Ngân hàng Anh Quốc mà tôi để lại cho người kế nhiệm có quy mô lớn gấp đôi so với khi tôi bắt đầu làm việc. Có những rủi ro nhất định khi kì vọng các ngân hàng trung ương có thể làm nhiều hơn khả năng thực tế của nó. Một số người dường như tin rằng các ngân hàng trung ương chính là lời giải cho những vấn đề kinh tế của chúng ta - nó là lựa chọn duy nhất. Bất kì ngân hàng trung ương nào tự cho phép người ta mô tả mình là “lựa chọn duy nhất” nên giải thể. Việc kì vọng quá nhiều vào các ngân hàng trung ương cuối cùng lại dẫn đến sự thất vọng về sự độc lập của ngân hàng trung ương, điều đã đóng vai trò quan trọng trong việc giảm lạm phát. Bằng việc cẩn thận định ra những nhiệm vụ cho các ngân hàng trung ương, chúng có thể tiếp tục vai trò là một trong ba phát minh vĩ đại nhất trong lịch sử.

Một tờ rơi hồi giữa thế kỷ XVIII đã nhận diện được tầm quan trọng của các hoạt động của ngân hàng trung ương:

Chưa từng có một tổ chức nào đóng góp tích cực cho an ninh và lợi ích cộng đồng như Ngân hàng Anh Quốc, thế nhưng ngay cả tổ chức tuyệt vời này cũng không thoát khỏi miệng lưỡi cay độc của người đời... Chính tổ chức thịnh vượng và giàu có này trong bất kì trường hợp khẩn cấp nào vẫn luôn luôn vui vẻ sẵn sàng đáp ứng nhu cầu của đất nước... và có thể nói trong nhiều tình thế hiểm nghèo, chính nó đã cứu

đất nước thoát khỏi những khó khăn nghiêm trọng, nếu không nói là đã giúp nước ta khỏi lụn bại.

Danh tiếng của ngân hàng trung ương đã trải qua nhiều thăng trầm trong vài thế kỷ qua. Tuy thế có một điểm nổi bật. Sự tự do hành động trong giai đoạn khủng hoảng của ngân hàng trung ương phụ thuộc vào độ hợp thức của nó. Việc này đòi hỏi một trát lệnh rõ ràng để đảm bảo rằng nhà cầm quyền có thể trao quyền lực cho một ngân hàng trung ương độc lập. Sự hợp thức dân chủ đã được xây dựng qua năm tháng, một phần nhờ sự minh bạch cao hơn và một phần nhờ những biện pháp ở tầm quốc gia. Tuy thế liệu một trát lệnh dân chủ có khả thi ở cấp độ đa quốc gia hay không vẫn chưa rõ ràng. Việc cố gắng phá vỡ mối liên kết giữa tiền tệ và các quốc gia luôn luôn vấp phải rất nhiều khó khăn.



KẾT HỢP VÀ PHÂN LY: TIỀN VÀ CÁC QUỐC GIA

“Vậy là họ [chính phủ] tiếp tục hoạt động với những mâu thuẫn lạ lùng, đưa ra quyết định rồi rút lại, quyết tâm rồi lại do dự, cứng đầu và dễ dãi, cứng rắn và linh hoạt, quyên luyến và yếu đuối.”

Winston Churchill, *Hansard*, 12-11-1936

“Các cuộc bầu cử chẳng thay đổi đi đâu gì cả. Đi đâu gì cũng có luật lệ riêng.”

Wolfgang Schauble, Bộ trưởng tài chính Đức, 31-1-2015

Tiền tệ và các quốc gia có mối quan hệ như thế nào? Từ vai trò của tiền tệ trong giai đoạn bình thường và nhất là trong giai đoạn khủng hoảng, rõ ràng giữa quốc gia và tiền tệ lưu thông bên trong nó có một mối quan hệ mật thiết. Mối quan hệ này thật sự rất sâu sắc. Tòa nhà trụ sở Quỹ Tiền tệ quốc tế ở Washington DC có hình dạng gần giống như một hình elip. Khi bạn đi quanh hành lang trên tầng trên cùng, bạn sẽ thấy một bên là biểu tượng của tất cả các nước thành viên. Ở phía bên kia là tủ trưng bày tiền giấy sử dụng ở các nước đó. Có một mối quan hệ đặc biệt, gần như huyền bí giữa quốc gia và đồng tiền của nó. Tiền và quốc gia luôn song hành với nhau.

Đi đâu này có nên khiến ta ngạc nhiên không? Nó có phải một đi đâu tự nhiên không? Mặc dù tiền di chuyển xuyên quốc gia với tốc độ ngày càng

cao, chúng ta vẫn còn lâu mới có được đồng tiền chung cho toàn thế giới như Walter Bagehot hay những nhà tư tưởng khác đã tưởng tượng hồi thế kỷ XIX. Các nhà kinh tế vẫn thường cho rằng các yếu tố kinh tế sẽ quyết định hệ thống tiền tệ trên thế giới. Họ cho rằng số loại đồng tiền thường ít hơn số quốc gia vì luôn có ít nhất vài nước được lợi khi dùng chung đồng tiền với nước khác. Quan điểm tân tiến rằng tiền tệ không đi liền với quốc gia, và khái niệm “khu vực đồng tiền tối ưu” bao gồm nhiều quốc gia hoặc khu vực được phổ biến bởi nhà kinh tế học người Canada Robert Mundell năm 1961^[1]. Sử dụng chung đồng tiền giúp giảm chi phí giao dịch trong khối. Nếu mỗi bang ở Mỹ sử dụng đồng đô-la riêng, khi đó chi phí giao dịch giữa các bang sẽ lớn hơn nhiều so với hiện tại. Cũng hệt như việc có một hệ thống đơn vị đo khối lượng và kích thước chung cho cả nước, đồng đô-la là đơn vị tiền duy nhất. Nhưng trong khi thời gian, chi tiêu dài và trọng lượng có một hệ đo lường quốc tế thống nhất (cân nặng có hai dạng là hệ thống kiểu Anh và kiểu Pháp), chúng ta vẫn chưa có đồng tiền chung cho cả thế giới.

Sử dụng chung một đồng tiền cũng có nghĩa là chia sẻ chủ quyền về tiền tệ - chấp nhận lãi suất ngân hàng trung ương chung cho cả khối. Giới hạn này hạn chế hay tổn kém thế nào còn tùy thuộc vào mức độ khác biệt giữa các lãi suất khác nhau nếu các nước được phép tự quyết định. Nếu một nước muốn tăng lãi suất - vì lực cầu lớn và có thể đẩy lạm phát tăng lên - trong khi nước khác muốn giảm lãi suất - vì lực cầu yếu và lạm phát giảm - khi đó mâu thuẫn sẽ xảy ra giữa các thành viên trong liên minh tiền tệ. Những “cú sốc phi đối xứng” với lực cầu như thế sẽ đòi hỏi sự dịch chuyển lao động linh hoạt trên toàn bộ lãnh thổ của khối để lao động có thể dễ dàng chuyển từ nước có ít nhu cầu sang nước có nhu cầu cao.

Ngược lại, việc duy trì đồng tiền riêng cho phép các chính phủ có thể tự do khai thác những thay đổi về tỉ giá hối đoái nhằm đi đầu tiết những thay đổi về lương và giá cả trong nội địa so với nước ngoài sau những thay đổi lớn trong khả năng cạnh tranh, đồng thời phản ứng với sự sụt giảm lực cầu trong nước. Như thế, họ có thể tránh được tỉ lệ thất nghiệp tăng cao - tình trạng dễ dẫn đến sự suy giảm về mức lương và giá cả tính theo nội tệ trong một nền kinh tế thị trường tự do. Những trải nghiệm giữa hai cuộc chiến ở châu Âu đã cho thấy những thay đổi trong tỉ giá hối đoái còn hiệu quả hơn những sắc lệnh của chính phủ hay tình trạng thất nghiệp hàng loạt trong việc cắt giảm lương thực tế cần thiết.

Những khu vực đồng tiền “tối ưu” bao gồm những nước hoặc khu vực chịu những biến động tương tự nhau và có thị trường lao động chung. Các nước đó cũng có cách tiếp cận lạm phát tương tự nhau. Cách tiếp cận đó bao gồm lựa chọn mục tiêu lạm phát dài hạn, đưa ra các quyết định đánh đổi giữa lạm phát và tỉ lệ lao động trong ngắn hạn, và tạo uy tín trong mắt thị trường thông qua việc thực hiện các mục tiêu đó^[2]. Những yếu tố này không chỉ mang ý nghĩa kinh tế mà còn có ý nghĩa chính trị rất lớn. Vậy nên chúng ta không nên ngạc nhiên khi thấy những hệ thống đồng tiền cũng được quyết định bởi các yếu tố chính trị bên cạnh các yếu tố kinh tế.

Tiền tệ và các quốc gia đều là những thiết chế xã hội có lịch sử lâu dài. Nhà sử học Linda Colley đã viết rằng các quốc gia dân tộc (nation-states) là:

những tạo vật lai tạp, không hoàn hảo và dễ thay đổi, phần lớn xuất phát từ những xung đột bạo lực tại thời điểm nào đó... Để duy trì và phát triển, các quốc gia thường phải có những tổ chức chính trị hiệu quả, một mức độ thịnh vượng nhất định về vật chất, có phương tiện để

phòng thủ chống lại kẻ thù bên ngoài, các cơ chế để duy trì trật tự trong nước và thường có một tôn giáo hay ý thức hệ chủ đạo nào đó^[3].

Tiền tệ cũng tương tự như thế. John Stuart Mill đã viết từ thế kỷ XIX rằng: “Sự man rợ vẫn tồn tại phổ biến trong những giao dịch của các nước văn minh nhất, đến nỗi gần như tất cả các nước độc lập đều chọn cách khẳng định uy quyền quốc gia của mình bằng cách dùng đồng tiền riêng, mặc dù việc này rất bất tiện cho cả các nước ấy lẫn các nước láng giềng.”^[4] Như thế để minh họa quan điểm này, ngày 14 tháng Mười năm 2014, tổ chức Nhà nước Hồi giáo cực đoan tuyên bố sẽ phát hành đồng tiền riêng là những đồng xu làm bằng kim loại quý để tạo nên một đất nước mới - một đế chế Hồi giáo (caliphate)^[5].

Thường thì vũ lực chính là yếu tố khiến các đế quốc ra đời và sụp đổ, tạo nên những quốc gia mới. Điểm quan trọng là chúng ta không được coi các quốc gia hay tiền tệ của chúng là cố định. Rất nhiều những thứ mà chúng ta coi là hiển nhiên về bản sắc và kết cấu của các quốc gia không hề dễ thấy ở các giai đoạn lịch sử trước đó - chúng ta không nên chỉ nhìn qua kính chiếu hậu mà hãy tưởng tượng mình phải nhìn vào cả tấm kính chắn gió trước mặt để hiểu được điều gì đã góp phần tạo nên tiền tệ và các quốc gia sử dụng chúng. Số lượng các nước trên thế giới đã tăng lên rất nhiều trong giai đoạn sau Chiến tranh thế giới thứ hai. Ngày nay có 196 quốc gia trên thế giới (193 thành viên của Liên Hiệp Quốc cùng Kosovo, Đài Loan và Vatican) và 188 thành viên của Quỹ Tiền tệ quốc tế. Có khoảng 150 đồng tiền được sử dụng ở các nước đó^[6]. Vào năm 1945 khi các tổ chức đó được thành lập, số quốc gia trên thế giới ít hơn bây giờ rất nhiều - 51 thành viên Liên Hợp Quốc và 29 thành viên của IMF - và số lượng các đồng tiền tương ứng còn ít hơn. Dĩ nhiên hồi năm 1945 có nhiều nước

không tham gia Liên Hiệp Quốc. Khi tính đến yếu tố này, số lượng các quốc gia vẫn tăng hơn gấp đôi chỉ sau có hơn nửa thế kỷ. Số lượng quốc gia tăng lên phản ánh quá trình phi thực dân hóa và sự tan rã của các quốc gia trước đó được hình thành nhờ vũ lực hoặc bằng các biện pháp ngoại giao không dân chủ tại các cuộc đàm phán hòa bình. Có người cho rằng sự phát triển của thương mại quốc tế cùng với việc tiếng Anh được sử dụng phổ biến trong tài chính và thương mại sẽ khiến người ta muốn thành lập các khu vực đồng tiền chung và giảm số lượng các đồng tiền. Điều này đã không trở thành sự thật.

Các liên minh tiền tệ có lịch sử trắng đen lẫn lộn. Đã có rất nhiều những đợt kết hợp thành công, và cũng đã có nhiều vụ phân ly hoành tráng. Việc kết hợp các thuộc địa Bắc Mỹ của Anh thành Hợp chủng quốc Hoa Kỳ với đồng tiền chung và chính sách tiền tệ liên bang, được dẫn dắt bởi người khi đó là Bộ trưởng Tài chính Alexander Hamilton, là một trong những liên minh thành công nhất. Quốc hội Lục địa phê duyệt việc phát hành đồng đô-la Mỹ vào tháng Tám năm 1786, và đồng đô-la trở thành đơn vị tiền của nền cộng hòa mới khi Đạo luật Tiền tệ thông qua năm 1792. Tầm quan trọng của đồng đô-la ngày càng được nâng cao cùng với sức mạnh chính trị và kinh tế của Mỹ. Năm 1871, chính phủ Minh Trị ở Nhật đưa vào sử dụng một đồng tiền mới - đồng yên - và từ đó nó đã trở thành một trong những đồng tiền chính của thế giới. Và một trong những đồng tiền cổ nhất thế giới, đồng bảng Anh - nguồn gốc của nó đã bị thời gian che khuất - trở thành đồng tiền của Liên hiệp Vương quốc Anh sau khi Đạo luật Thống nhất nước Anh, xứ Wales và Scotland được thông qua năm 1707^[7].

Bên cạnh đó cũng đã có nhiều vụ đổ vỡ các liên minh tiền tệ. Khi các đế chế hay quốc gia bị chia tách, thường thì các liên minh tiền tệ cũng bị giải thể. Điều này đã xảy ra với Đế chế La Mã, Đế quốc Áo-Hung và gần đây là Liên Xô^[8]. Khi Liên Xô tan rã vào năm 1991, IMF khuyến cáo các nước trước đó thuộc liên bang này tiếp tục sử dụng đồng rúp. Nhưng chỉ sau một thời gian ngắn, các nước đó đều đã sử dụng đồng tiền mới. Một trường hợp không hoàn hảo bằng nhưng cũng triệt để không kém là khi Đế quốc Anh được đổi thành Khối thịnh vượng chung Anh sau Chiến tranh thế giới thứ hai, đồng bảng Anh dần đánh mất vị thế. Khi Tiệp Khắc bị chia tách thành Cộng hòa Séc và Slovakia năm 1993, hai nước mới thành lập nhanh chóng sử dụng đồng tiền riêng, và năm 2009, Slovakia đã gia nhập khu vực đồng euro. Đây là một cuộc chia tay tương đối hòa bình. Một trường hợp kém êm ái hơn là sự tan rã của Nam Tư hồi thập niên 1990 thành bảy nước độc lập, mỗi nước sử dụng chế độ tiền tệ riêng^[9].

Các liên minh tiền tệ có nhiều hơn một nước độc lập đều nhanh chóng gặp vấn đề. Năm 1866, Liên minh tiền tệ Latin (Latin Monetary Union - LMU) gồm các nước Pháp, Bỉ, Italia và Thụy Sĩ được thành lập và từ năm 1868 trở đi có thêm Tây Ban Nha và Hy Lạp. Nó không thành công do một số nước trong khối muốn tạo ra tiền nhằm mục đích riêng thay vì phục vụ lợi ích của cả khu vực. Khối LMU dựa trên bản vị kép xác định giá trị tiền tệ dựa trên số lượng vàng và bạc cố định, với giá bạc cố định theo giá vàng. Khi giá bạc trên thị trường giảm xuống, các nước thành viên bắt đầu xuất khẩu đồng xu bạc đổi lấy vàng để tận dụng sự chênh lệch giữa giá chính thức và giá thị trường của hai kim loại này. Thực tế họ đang làm giảm giá trị tiền nhằm mục đích riêng. Không có gì ngạc nhiên khi sự thiếu lòng tin giữa các nước thành viên làm xói mòn sự ủng hộ chính trị dành cho

LMU và từ năm 1878, khối này chẳng còn vai trò gì hơn một thỏa thuận tuân theo bản vị vàng^[10]. Học theo LMU, Thụy Điển và Đan Mạch thành lập Liên minh tiền tệ Scandinavia năm 1873, và hai năm sau đó Na Uy cũng gia nhập khối này. Khối giải thể năm 1914 khi Thụy Điển quyết định xóa bỏ bản vị vàng.

Trường hợp của Ireland cũng rất nổi bật. Sau cuộc nổi dậy vào lễ Phục sinh năm 1916 và những giao tranh quân sự cũng như chính trị sau đó, Ireland giành được độc lập. Năm 1921, Hiệp ước Anh - Ireland công nhận Nhà nước tự do Ireland nhưng ám chỉ nó vẫn là một phần của Đế quốc Anh. Cách hiểu này không được chấp nhận ở Dublin, mặc dù Nhà nước tự do Ireland tiếp tục dùng bảng Anh làm đồng tiền chính thức. Nó không hề thiết kế hay phát hành tiền giấy bởi những đồng tiền in tại Ngân hàng Anh Quốc - hồi đó còn là công ty tư nhân - không đại diện cho chủ quyền của Liên hiệp Anh^[11]. Khi đồng xu Ireland ra đời năm 1928 được khắc hoàn toàn bằng chữ Ireland và hình động vật thay vì khắc huy hiệu Hoàng gia Anh cùng chân dung nhà vua, họ “chú ý công bố rõ ràng với cộng đồng quốc tế về bản sắc của nước Ireland và sự ra đời của một nhà nước độc lập mới”^[12]. Sau khi giành được độc lập, Cộng hòa Ireland tiếp tục duy trì liên minh tiền tệ không chính thức với vương quốc Anh nhưng sau đó rời khỏi khối này năm 1979 để hợp tác và sau đó chính thức quan hệ với khu vực đồng euro.

Cả quyết định gia nhập và rời bỏ các liên minh tiền tệ này đều không có gì liên quan với khái niệm “khu vực đồng tiền tối ưu”. Dù có những lý luận thế nào, việc liên minh với các nước vốn không có chung mục đích và cam kết quản trị tiền tệ rõ ràng là không phù hợp. Việc lựa chọn sử dụng đồng tiền nào là một hành động chính trị.

Có ba ví dụ cho thấy mối liên hệ phức tạp giữa tiền tệ và các quốc gia. Ví dụ thứ nhất là liên minh tiền tệ ở châu Âu - một ví dụ về việc nhiều nước dùng chung một đồng tiền. Nó là ví dụ phản chứng cho xu hướng tách ra độc lập của các quốc gia trong giai đoạn sau Chiến tranh thế giới thứ hai và số phận của nó sẽ ảnh hưởng đến nền kinh tế toàn thế giới. Là một thỏa thuận hợp tác về tiền tệ nhưng không có sự ràng buộc về chính trị, liên minh tiền tệ châu Âu đã trở thành cuộc chiến giữa tham vọng chính trị và thực tế kinh tế. Ví dụ thứ hai rất khác về quy mô, nhưng cũng không kém phần thú vị. Đó là những chế độ tiền tệ ở Iraq trước và sau khi Mỹ chiếm đóng nước này năm 2003, một ví dụ về một đất nước dùng hai đồng tiền. Và ví dụ thứ ba liên quan tới chế độ tiền tệ có thể ra đời từ cuộc trưng cầu dân ý về việc Scotland tách ra thành một quốc gia độc lập năm 2014 nếu h ầ ỹ đã số chọn “đồng ý” thay vì “từ chối”.

Liên minh tiền tệ châu Âu

Liên minh tiền tệ châu Âu (European Monetary Union - EMU) là dự án tham vọng nhất từng được tiến hành trong lịch sử tiền tệ. Bắt đầu hoạt động năm 1999, giờ liên minh này có mười chín thành viên^[13]. Nó đã và vẫn là một thử nghiệm kinh tế và chính trị cực lớn. Chưa từng có liên minh tiền tệ nào có thể tồn tại mà không phát triển thành một liên minh chính trị, và thường liên minh chính trị sẽ xuất hiện trước, giống như trường hợp nước Đức sử dụng đồng tiền chung sau khi nước Đức được thống nhất dưới thời của Bismarck. EMU là một liên minh không hề suôn sẻ, phải tìm ra lối đi an toàn giữa con quái vật Scylla - các lí tưởng chính trị - và Charybdis⁺ - toán học kinh tế. Từ khi những mối lo về nền kinh tế Hy Lạp xuất hiện cuối năm 2009, đã có một loạt những cuộc khủng hoảng buộc các chính quyền châu Âu phải đối phó bằng cách xây dựng nền móng cho một

liên minh chính trị bền vững hơn. Nhưng tình hình kinh tế khác hẳn nhau giữa các nước đã gây ra mâu thuẫn trong việc xác định một mô hình phù hợp. Ngân hàng trung ương châu Âu nhận ra mình bị rơi vào giữa một cuộc tranh luận chính trị và buộc phải đưa ra những quyết định có bản chất chính trị để giữ được sự thống nhất của liên minh tiền tệ.

Gần 150 năm trước, Walter Bagehot đã quá lạc quan về khả năng tồn tại lâu dài của Liên minh tiền tệ Latin khi ông viết rằng: “Chẳng bao lâu nữa, cả châu Âu ngoại trừ nước Anh sẽ dùng một đồng tiền chung.”^[14] Liên minh tiền tệ ở châu Âu từ trước đến giờ gần như lúc nào cũng là câu chuyện giữa Pháp và Đức. Năm 1929, Gustav Stresemann, một chính trị gia của Cộng hòa Weimar từng nhận được giải Nobel Hòa bình vì những cố gắng của ông trong việc hòa giải hai nước, đã đề xuất sử dụng một đồng tiền chung châu Âu lên Hội Quốc Liên⁺. Và trong thời gian Đức chiếm đóng Pháp trong Chiến tranh thế giới thứ hai, giám đốc ngân hàng Société Générale, Henri Ardant, trong một buổi đón tiếp tại Đại sứ quán Đức ở Paris đã thể hiện “hi vọng rằng nước Đức sẽ thành lập một khu vực hải quan duy nhất ở châu Âu đồng thời tạo ra đồng tiền chung cho toàn châu Âu.”^[15]

Sau chiến tranh, những đề nghị sử dụng đồng tiền chung đã được gieo trên mảnh đất màu mỡ của chính sách hòa hợp châu Âu. Trong giai đoạn này, người ta đã cố gắng kết nối các tỉ giá chuyển đổi ở châu Âu, trong đó đáng kể nhất là Cơ chế tỉ giá chuyển đổi (Exchange Rate Mechanism - ERM). Một trong những lí do tại sao nhiều nước muốn gia nhập ERM đến vậy ở thập niên 80 là vì người ta tin rằng bằng việc liên kết tỉ giá chuyển đổi với đồng mark Đức, họ sẽ được hưởng cam kết bình ổn giá cả mà Bundesbank đã thực hiện trong nhiều năm. Nhưng cơ chế này đổ vỡ lần

đầu năm 1992 khi nước Anh và Italia rời khỏi nhóm do sức ép đầu cơ tiền tệ, rồi sau đó là một cuộc sụp đổ toàn diện hơn năm 1993 khi biên độ dao động tỉ giá giữa các đồng tiền bị nới rộng đến mức cơ chế trở nên vô dụng. Điều này xảy ra vì hai lí do. Thứ nhất, các thị trường thấy rằng thực chất các nước không hề có chung mức độ cam kết bình ổn giá cả; một vài nước không muốn phải trả giá để duy trì cam kết cố định tỉ giá so với đồng mark Đức khi cần. Thứ hai, và đặc biệt là sau khi nước Đức thống nhất, tình hình kinh tế của Đức là rất khác so với các nước khác, và vì thế cần có những chính sách tiền tệ riêng cho hợp lí.

Việc chuyển đổi sang Liên minh tiền tệ châu Âu ở thập niên 90 là để vượt qua những nhược điểm của hệ thống cố định tỉ giá bằng cách cam kết sử dụng một đồng tiền chung, đồng euro. Từ quan điểm của nước Đức, điều này có điểm yếu lớn là văn hóa chính trị trong việc quản lý tiền tệ giờ sẽ được quyết định bởi một nhóm các quốc gia chứ không còn phụ thuộc vào lịch sử và kinh nghiệm của nước Đức nữa. Tạo nên một liên minh tiền tệ gồm những nước độc lập đã và vẫn luôn là một canh bạc khổng lồ, trong đó đòi hỏi mức độ tin tưởng nhau rất cao giữa các thành viên để thành công. Những nước thành viên đầu hiểu rõ rằng chưa từng có liên minh tiền tệ nào giữa các nước độc lập thành công nếu các nước này không có khuynh hướng liên minh chặt chẽ về chính trị. Dĩ nhiên, tất cả những bước đi có tầm vóc lịch sử đều là những canh bạc. Nhưng không phải mọi canh bạc đều đem lại những tiến bộ lịch sử. Trước khi đồng euro được sử dụng, quan điểm của nhiều người ở Đức là liên minh tiền tệ chỉ nên diễn ra một khoảng thời gian sau khi có liên minh chính trị, và khoảng chênh thời gian này cần phải rất dài. Ở những nơi khác, đặc biệt là Nam Âu, người ta cho rằng việc tạo ra liên minh tiền tệ sẽ dẫn đến những cuộc khủng hoảng đầy

nhanh tiến độ liên kết chính trị^[16]. Tất cả những gì xảy ra từ đó tới giờ đã chứng tỏ sự đúng đắn của quan điểm thứ nhất và những rủi ro của quan điểm thứ hai. Liên minh lần này có thể tồn tại bao lâu thì chỉ các nước thành viên mới biết được; người ngoài không thể dễ dàng nắm được tình trạng của mối quan hệ này.

Cách đây một thế kỷ, Patrick Campbell, một nữ diễn viên người Anh đồng thời là bạn thân của nhà soạn kịch George Bernard Shaw đã nói rằng một cuộc hôn nhân đại diện cho “giai đoạn yên bình tĩnh lặng trên giường đôi sau những hoạt động nhộn nhịp trên ghế dài”^[17]. Trong giai đoạn “đỉnh hôn” kéo dài giữa các nước châu Âu trước khi đồng euro ra đời, trong đó đỉnh điểm là việc cố gắng “quan hệ” bằng cách cố định tỉ giá chuyển đổi thông qua ERM yếu mệnh, giữa các nước đã có rất nhiều những hoạt động nhộn nhịp. Nhưng dù các thành viên của EMU có dùng những từ ngữ nào để miêu tả mười lăm năm đầu tiên của cuộc hôn nhân đi nữa, thật khó có chuyện họ coi đó là khoảng thời gian yên bình tĩnh lặng được.

Để ăn mừng việc thành lập liên minh tài chính, một sự kiện hào nhoáng đã được tổ chức vào tháng Sáu năm 1998 để quy tụ tất cả giới chức châu Âu tại nhà hát Alte Oper (nhà hát cổ) ở Frankfurt, trong đó có những diễn viên trong show diễn *Riverdance* của Ireland^[18]. Đó không phải là lúc để nhắc họ về những khó khăn trong việc thuyết phục các dân tộc ở châu Âu, với tiếng nói, lịch sử và văn hóa khác nhau, chấp nhận những hi sinh to lớn về chủ quyền quốc gia để tạo nên một liên minh kinh tế và tài chính ổn định. Mười năm sau, vào một ngày cực kì nóng nực trong tháng Sáu năm 2008, giới chức châu Âu lại một lần nữa tập hợp ở Alte Oper, lần này là để dự một buổi hòa nhạc truyền thống hơn và ít hào nhoáng hơn trong dịp kỉ

niệm mười năm sử dụng đồng euro. Trong hai năm sau đó, khu vực đồng tiền chung châu Âu chìm trong khủng hoảng.

Vấn đề cơ bản với một liên minh tiền tệ gồm các nước độc lập thực ra rất đơn giản. Với những chênh lệch về tỷ lệ lạm phát dự kiến - kết quả của sự chênh lệch tỷ lệ lạm phát thực trong một thời gian dài - thì một mức lãi suất chung đương nhiên sẽ dẫn tới sự chênh lệch trong khả năng cạnh tranh. Một số nước gia nhập Liên minh tiền tệ châu Âu với mức lương và lạm phát chi phí cao hơn các nước khác. Tỷ lệ lãi suất thực (lãi suất danh nghĩa trừ đi lạm phát dự kiến) của các nước này vì thế sẽ thấp hơn các nước có lạm phát thấp hơn. Tỷ lệ lãi suất thực thấp hơn thúc đẩy tiêu dùng, tăng lương và lạm phát thêm nữa. Thay vì cho phép các nước sử dụng các lãi suất khác nhau để hạ thấp lạm phát xuống bằng với các nước khác, mức lãi suất chung lại khiến sự chênh lệch bị nới rộng thêm. Thước đo “lạm phát” tốt nhất, trong đó thể hiện rõ khả năng cạnh tranh của một quốc gia, chính là hệ số giảm phát GDP - đo lường giá trung bình tất cả hàng hóa và dịch vụ được tạo ra tại một quốc gia. Từ khi bắt đầu liên minh tiền tệ cho đến năm 2013, mức giá trong chỉ số này đã tăng 16 phần trăm ở Đức, 25 phần trăm ở Pháp, 33 phần trăm ở Hy Lạp, 34 phần trăm ở Italia, 37 phần trăm ở Bồ Đào Nha và 40 phần trăm ở Tây Ban Nha^[19]. Vậy nên mặc dù sự ra đời của đồng euro đã khiến các tỷ lệ lạm phát dự kiến xích lại gần nhau hơn, hậu quả của việc sử dụng mức lãi suất chung là kết quả lạm phát ngày càng chênh lệch.

Sự giảm sút sức cạnh tranh của các thành viên Nam Âu so với Đức là rất lớn, thậm chí dẫn đến sự định giá cao quá mức đồng mark Đức khi nó được chuyển sang đồng euro. Nó làm tăng thâm hụt thương mại ở hiệu suất tối đa (phần nhập khẩu dôi ra sau khi trừ đi xuất khẩu với nền kinh tế

hoạt động ở hiệu suất tối đa) ở những nước đang mất dần khả năng cạnh tranh, và tăng thặng dư thương mại ở những nơi sức cạnh tranh tăng lên. Các phần thặng dư và thâm hụt này chính là cốt lõi của vấn đề hiện nay. Thâm hụt thương mại cần phải được tài trợ bằng các khoản vay nước ngoài, còn thặng dư thương mại được đầu tư ra nước ngoài. Những nước như Đức trở thành những chủ nợ lớn, với tỉ lệ thặng dư thương mại năm 2015 lên tới gần 8 phần trăm GDP, và những nước ở phía Nam trở thành những con nợ chính. Mặc dù phần lớn thặng dư thương mại của Đức là với các nước ngoài khu vực đồng tiền chung châu Âu, tỉ giá trao đổi của nó bị ghìm giữ bởi việc nước này là thành viên khu vực đồng euro, và điều này dẫn đến vị thế thương mại không bền vững. Vì sự giảm sút lớn trong tiêu dùng nội địa khiến nhập khẩu giảm đi, thâm hụt thương mại của các nước kém phát triển hơn trong khối đồng euro đã giảm mạnh kể từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và đến nay thì gần như cân bằng. Nhưng trừ khi có sự cải thiện sức cạnh tranh bên ngoài, thâm hụt thương mại có thể xuất hiện trở lại nếu tiêu dùng trong nước tăng lên và hiệu suất lao động tối đa được tái lập. Khi cuộc khủng hoảng nổ ra vào năm 2008, tỉ lệ người có việc làm là cao hơn rất nhiều so với hiện nay và thâm hụt thương mại của Bồ Đào Nha và Tây Ban Nha là ở khoảng 6 phần trăm GDP còn ở Hy Lạp là khoảng 11 phần trăm GDP. Việc tái lập khả năng cạnh tranh trong một liên minh tiền tệ (nơi không có những tỉ giá trao đổi nội bộ trong khối để mà điều chỉnh) là một quá trình lâu dài, khó khăn và đau đớn gây nhiều sức ép lên một xã hội dân chủ.

Những căng thẳng là không thể tránh khỏi khi mà vai trò chính trị bị đánh đồng với vị thế khác nhau giữa chủ nợ và con nợ. Tất cả những điều này không hề liên quan tới những chính sách tài khóa mà các nước áp dụng

trước hoặc sau khi thành lập liên minh tiền tệ. Phần lớn các vấn đề tài khóa hiện nay là kết quả của sự sụt giảm về tiêu dùng và sản xuất, một phần xuất phát từ suy thoái kinh tế toàn cầu sau cuộc khủng hoảng 2007-2009 và một phần do việc mất tính cạnh tranh ở những nước kém phát triển hơn trong khối đã khiến tình trạng suy thoái ở những nước đó trầm trọng thêm. Các vấn đề tài khóa chủ yếu là hậu quả chứ không phải nguyên nhân gây ra khủng hoảng trong khu vực đồng euro.

Cuộc khủng hoảng trong khu vực đồng euro bắt nguồn ở Hy Lạp cuối năm 2009 khi chính phủ mới được bầu vào tháng Mười tiết lộ chính quyền trước đó đã không công bố đầy đủ thâm hụt thương mại, dẫn đến tăng thâm hụt thương mại ước tính từ 7 phần trăm GDP lên đến gần 13 phần trăm (sau đó con số này được chỉnh lại thành 15 phần trăm). Niềm tin vào sự chính xác của các con số mà Hy Lạp cung cấp bình thường vốn đã không cao giờ lại càng sụt giảm. Có vẻ như Hy Lạp đã gian dối để được nhận vào khối đồng euro. Vấn đề trở nên càng nghiêm trọng vào năm 2010, khi Hy Lạp dần gặp khó khăn vay mượn từ thị trường tài chính thế giới và phải tìm đến các đối tác ở châu Âu để vay khẩn cấp. Đầu tháng Năm, cuộc họp khẩn đầu tiên trong số một loạt các cuộc họp sau đó của các nhà lãnh đạo khu vực đồng euro được tổ chức ở Brussels, và mọi người nhất trí cung cấp 500 tỉ euro để giải cứu Hy Lạp và các nước khác có khả năng gặp khó khăn. Nhưng cuộc khủng hoảng không lắng xuống trong các năm sau đó. Những nước bị thâm hụt thương mại dần gặp khó khăn vay mượn từ nước ngoài và lãi suất mà các chính phủ phải đi vay bị đội lên, đặc biệt là ở Hy Lạp. Khi các ngân hàng nước ngoài và quỹ bảo hộ rút tiền, sự sụt giảm mạnh lượng tiền thu vào ở các nước kém phát triển hơn trong khối euro đòi hỏi họ phải sự cắt giảm tương ứng phần nhập siêu. Vì không

thể giảm giá đồng tiền để thúc đẩy xuất khẩu, phương pháp duy nhất để thu hẹp khoảng cách là giảm nhập khẩu. Cắt giảm chi tiêu công và tăng thuế làm giảm tiêu dùng trong nước và nhập khẩu. Kết quả là sản lượng giảm sút không phanh.

Tới tháng Bảy năm 2011, cuộc khủng hoảng trong khu vực đồng euro trở nên tồi tệ hơn. Vấn đề của những nước như Hy Lạp không chỉ là vấn đề thiếu thanh khoản tạm thời mà còn là vấn đề thiếu khả năng thanh toán nợ và mất sức cạnh tranh. Tỷ lệ lãi suất nợ nội địa (tức lãi suất trái phiếu chính phủ) của Hy Lạp, Ireland và Bồ Đào Nha lên tới gần mức kỷ lục, khiến việc vay thêm trở nên cực kỳ đắt đỏ, và Bồ Đào Nha theo bước Hy Lạp bị coi là phát hành trái phiếu rác (nghĩa là khoản vay này bị các tổ chức đánh giá là những khoản đầu tư cực kỳ mạo hiểm và vì thế không thích hợp cho nhiều loại quỹ đầu tư, trong đó có nhiều quỹ hưu trí nước ngoài). Chẳng bao lâu sau, Italia cũng bị kéo vào, một phần vì nợ của chính phủ đã lên đến 1,7 nghìn tỉ euro, cao thứ ba trên thế giới và vượt xa khả năng cung cấp của quỹ cứu trợ khu vực đồng euro.

Mùa hè năm 2011 đánh dấu sự bắt đầu của một giai đoạn sáu tháng trong đó các chính phủ và những nhà bình luận liên tục thúc giục Đức hành động quyết liệt, thể hiện quyền lực của mình nhằm thể hiện rõ lập trường ủng hộ việc duy trì đồng euro. Rủi thay cho nước Đức, hành động quyết liệt mà các nước khác chờ đợi là cung cấp đủ tiền nhằm giúp các nước kinh tế yếu trong khối tái lập lòng tin của thị trường. Các nước này vẫn thiếu lợi nhuận từ xuất khẩu để chi trả nhập khẩu và các khoản nợ nước ngoài. Vì họ cũng không thể tiếp cận thị trường tư nhân, giải pháp mà nhiều người trông đợi là chuyển một khoản tiền thuế rất lớn của Đức xuống cho các nước phía Nam khu vực đồng euro. Rõ ràng rất ít có khả

năng nước Đức sẵn sàng thực hiện một cam kết kiểu đó, và dĩ nhiên Thủ tướng Angela Merkel cũng không muốn hành động ngay.

Liên minh tiền tệ bắt đầu thách thức các chính phủ dân chủ được nhân dân bầu ra. Một lá thư bí mật, sau này bị lộ ra trong đó có chữ kí của cả chủ tịch cũ và mới của ngân hàng trung ương châu Âu ECB là Jean-Claude Trichet và Mario Draghi, đã được gửi tới Thủ tướng Italia là Silvio Berlusconi vào ngày mùng 5 tháng Tám năm 2011. Họ yêu cầu ông Berlusconi phải cắt giảm mạnh chi tiêu công, mở các dịch vụ công và đưa một loạt các cải cách, bao gồm những thay đổi trong quá trình thương lượng mức lương và cải tổ luật lao động. Khi nội dung của nó bị lộ ra, chính quyền của Berlusconi suy yếu và sau khi bị mất đa số tại quốc hội, ông ta từ chức vào ngày 12 tháng Mười một. Một thủ tướng theo xu hướng đi đầu hành xã hội bằng khoa học kĩ thuật được bầu lên: Mario Monti, một nhà kinh tế học được trọng vọng đồng thời là cựu thành viên của Ủy ban châu Âu. Theo kinh nghiệm cá nhân, tôi biết rằng khó mà tìm được ai tốt hơn Mario Monti để lãnh đạo Italia trong hoàn cảnh khó khăn đó. Tuy thế, ông ấy không được dân bầu và cũng không có đa số ở quốc hội. Khả năng thực hiện những cải cách để cải thiện sản xuất trong nền kinh tế Italia bị giới hạn nghiêm trọng, và các đề xuất của ông vấp phải những phản đối kịch liệt từ nhiều nhóm lợi ích, trong đó có cả luật sư, các tài xế taxi, và dĩ nhiên là từ cả các thành viên quốc hội.

Các chính trị gia ở khu vực đồng euro tin rằng mình đang chiến đấu chống lại các thị trường. Một chính trị gia rất cao cấp ở khu vực đồng euro từng nói tại một cuộc họp mà tôi tham dự rằng: “Chúng ta sẽ cho thị trường thấy mình sẽ chiến thắng”. Chiến lược mà chủ tịch mới của ECB là Mario Draghi, người kế nhiệm Jean-Claude Trichet ngày 1 tháng Mười một năm

2011, áp dụng là tránh tối đa việc mua trái phiếu chính phủ mà thay vào đó là phân phối tiền cứu trợ thẳng đến hệ thống ngân hàng vì bất kì mối đe dọa trước mắt nào với đồng euro cũng sẽ thể hiện rõ ràng thông qua tình trạng rút tiền hàng loạt tại một ngân hàng lớn trong khu vực đồng tiền chung. Tới tháng Hai, người ta một lần nữa dồn sự chú ý vào Hy Lạp. Mặc dù trong nhiều năm Hy Lạp đã phải chịu đựng những chính phủ kém cỏi và tham nhũng khiến các đối tác khác ở châu Âu khó mà cảm thông được, tâm trạng chung của người dân trong nước đã được Tổng giám mục Hieronymus của thành phố Athens thể hiện trong lá thư gửi tới Thủ tướng Hy Lạp trong đó nói rõ những nỗi lo của Giáo hội:

Trái tim chúng tôi đã vỡ vụn còn tâm trí thì mờ mịt sau những sự kiện gần đây trong nước ta. Mỗi ngày, những người tử tế lại mất việc làm, thậm chí cả nhà cửa. Tình trạng vô gia cư và thiếu ăn - những hiện tượng đã không xảy ra kể từ thời nước ta bị nước ngoài chiếm đóng - đã lên đến mức độ ác mộng. Số người thất nghiệp tăng lên hàng nghìn mỗi ngày... Thanh niên - những trí tuệ tuyệt vời nhất của đất nước - đang di cư ra nước ngoài... Những người hoạch định chính sách đang lờ đi tiếng nói của những người đau khổ, tiếng nói của những người Hy Lạp. Tiếc thay chúng ta đang không có được một câu trả lời - chúng ta chẳng thể giải thích những gì đã xảy ra hoặc đáp lại những đòi hỏi mà các nước khác đang đưa ra. Rõ ràng sự kiên quyết của các nước đòi hỏi chúng ta theo đuổi những biện pháp thất bại là rất đáng ngờ. Và những đòi hỏi của họ với chủ quyền nước ta là rất khiêu khích. Sự kiệt quệ của người dân không thể bị lờ đi thêm nữa^[20].

Hy Lạp trở thành nước lớn đầu tiên tại châu Âu trải qua một cuộc suy thoái với quy mô ngang với thời Đại suy thoái thập niên 30 ở Mỹ. Trong

giai đoạn từ 1929 đến 1933, tổng sản lượng ở Mỹ giảm 27 phần trăm. Ở Hy Lạp, sản lượng trong giai đoạn từ 2007 đến 2015 sụt giảm còn nhiều hơn vậy một chút, và tiêu dùng trong nước (tiêu dùng và đầu tư ở cả khối tư nhân và nhà nước) giảm không dưới 35 phần trăm - tình trạng mà chính tôi khi còn là sinh viên trong thập niên 60 không thể tưởng tượng ra nổi với những hiểu biết mới về cách ngăn chặn suy thoái. Những yếu kém trong nền kinh tế Hy Lạp đã và sẽ luôn tồn tại. Nhưng khi không có liên minh chính trị, người dân Hy Lạp sẽ quyết định cách giải quyết chúng. Vào tháng Ba năm 2012, Hy Lạp vỡ nợ hay nói chính xác hơn là “tái cơ cấu” các khoản nợ. Việc tái cơ cấu chuyển phần lớn các khoản nợ từ các chủ nợ ở khối tư nhân sang khối nhà nước. Tới năm 2015, khoảng 80 phần trăm nợ nội địa ở Hy Lạp được các cơ quan nhà nước của các nước EU hoặc Quỹ Tiền tệ quốc tế nắm giữ. Liên minh tiền tệ chưa kịp dẫn đến sự hòa nhập chính trị thì đã trở thành diễn biến gây chia rẽ nhất ở châu Âu thời hậu chiến.

Tới cuối tháng Bảy năm 2012, khả năng Hy Lạp và có lẽ là một vài nước khác rời khỏi đồng euro được đánh giá là rất cao. ECB, Ủy ban châu Âu và chính phủ Đức đã sắp sẵn những kế hoạch xử lý nếu Hy Lạp rời khỏi. Nhiều người mặc định rằng việc Hy Lạp rời khỏi sẽ khiến kiểm soát nhà nước được đẩy mạnh và có lẽ các ngân hàng sẽ tạm nghỉ để chính phủ quốc hữu hóa nhiều, nếu không nói là phần lớn, các ngân hàng địa phương. Sau đó là một bước đi chính trị đã làm thay đổi tâm trạng của thị trường. Tại Hội nghị Đầu tư Thế giới vào ngày 26 tháng Bảy để đánh dấu sự khai mạc Thế vận hội London, tôi đã chủ trì một hội thảo giữa các thống đốc ngân hàng trung ương. Một trong số họ là Mario Draghi. Khi ông ấy đứng lên phát biểu, tôi nhận ra rằng khác với thông thường, ông ấy không

có ý định đọc tài liệu đã soạn thảo sẵn. Ông nói ECB sẽ “làm tất cả những gì có thể để duy trì đồng euro. Và các vị hãy tin tôi, các biện pháp ấy chắc chắn sẽ đủ mạnh.”^[21]

Những lời của ông gây tiếng vang khắp thế giới, nhưng một sự kiện khác quan trọng không kém là tuyên bố chung vào ngày hôm sau của Thủ tướng Đức Merkel và Tổng thống Pháp Hollande thể hiện cam kết toàn diện đối với khu vực đồng euro và ủng hộ kế hoạch của Draghi. ECB sẽ mua hoặc chủ động cân nhắc mua lại nợ nội địa của Tây Ban Nha và Italia. Lãi suất trái phiếu kì hạn mười năm của Tây Ban Nha giảm từ 7,6 phần trăm xuống dưới 7 phần trăm. Cổ phiếu ngân hàng ở khu vực đồng euro tăng khoảng 5 đến 10 phần trăm cùng ngày hôm đó. Đó là điểm khởi đầu của sự thay đổi trong tâm lý thị trường, đi đầu sau đó đã giảm mạnh các mức lãi suất trái phiếu chính phủ trong hai năm sau đó. Tới cuối năm 2014, lãi suất trái phiếu chính phủ kì hạn mười năm ở Hy Lạp đã giảm từ 25 phần trăm xuống còn hơn 8 phần trăm, lãi suất trái phiếu Bồ Đào Nha giảm từ hơn 11 phần trăm xuống dưới 3 phần trăm, trong khi ở Tây Ban Nha con số này giảm từ hơn 6 phần trăm xuống dưới 2 phần trăm. Tới cuối năm 2014, Tây Ban Nha đã có thể đi vay với chi phí thấp hơn chính phủ Mỹ. Sự kiên trì của Draghi đã phát huy tác dụng.

Nhưng nó cũng làm dấy lên một vấn đề nghiêm trọng. Phạm vi hoạt động của ECB không bao gồm đến các giao dịch tài khóa. Và rõ ràng từ các bình luận công khai và bí mật, người ta có thể thấy ngân hàng Bundesbank phản đối kịch liệt việc mua lại nợ chính phủ vì họ cho rằng đi đầu này là vi hiến^[22]. Dĩ nhiên, thoát nhìn thì khó có thể coi chương trình mua lại nợ chính phủ là phù hợp với điều khoản “không giải cứu” trong Hiệp ước châu Âu. Vậy nên vài tuần sau đó, ECB công bố một chương

trình Giao dịch tiền tệ tức thời để cho phép nó mua trái phiếu chính phủ của các nước kém phát triển hơn trong khối khi các nước này yêu cầu hỗ trợ theo Cơ chế ổn định châu Âu (European Stability Mechanism - ESM). Tới năm 2015, vẫn chưa có giao dịch nào như thế. Tuy vậy, nhìn chung lời hứa “sẽ làm tất cả những gì có thể” của Draghi đã đem lại sự ổn định cho các thị trường tài chính và kết thúc một loạt những dịp cuối tuần khủng hoảng. Dường như Đức đã thôi nghĩ đến việc Hy Lạp rời khỏi khối đồng euro. Các nhà đầu tư bên ngoài khu vực đồng euro được thuyết phục mua các tài sản tài chính, đặc biệt là nợ chính phủ, của các nước kém phát triển hơn trong khối, và lãi suất trái phiếu giảm thêm còn ECB đã có thể giảm việc cho các ngân hàng vay.

Nhưng việc các nhà đầu tư nước ngoài mua lại nợ chính phủ đã làm tăng giá trị đồng euro. Tỷ giá thực của nó sẽ tăng lên khoảng 10 phần trăm trong hai năm tới. Điều này dẫn tới thách thức tiếp theo với đồng euro - lúc này là ở Pháp. Tỷ giá chuyển đổi của đồng euro cao lên làm trầm trọng thêm sự sụt giảm sức cạnh tranh ngày càng rõ rệt trong nền kinh tế Pháp. Tỷ lệ thất nghiệp tăng lên và hoạt động kinh tế bị đình trệ. Những nước như Hy Lạp và Bồ Đào Nha có thể chấp nhận sụt giảm sản xuất mạnh mẽ, nhưng về mặt chính trị Pháp không thể để mình chịu chung số phận. Đồng euro đã ra đời từ sự hợp tác giữa Pháp và Đức; sự chia rẽ giữa hai nước này sẽ là đòn chí tử với toàn bộ dự án.

Tới đầu năm 2015, ECB đã quyết định thực hiện một kế hoạch mở rộng tiền tệ, tiếp bước Cục dự trữ liên bang và Ngân hàng Anh Quốc sáu năm trước đó. Vào tháng Một năm đó nó công bố một chương trình mua trái phiếu để mở rộng bảng cân đối kế toán tới mức đỉnh điểm hai năm trước. Mục đích là rất rõ ràng - để giảm giá trị đồng euro. Hiệu ứng ban

đều đúng như mong muốn của họ. Đồng euro giảm xuống mức thấp nhất so với đồng đô-la trong hơn một thập kỉ.

Tháng Một cũng chứng kiến một chính phủ mới được bầu lên ở Hy Lạp, lãnh đạo bởi đảng Syriza với cam kết làm giảm gánh nặng thất lưng buộc bụng do nhóm Ngân hàng trung ương châu Âu, Ủy ban châu Âu và Quỹ Tiền tệ quốc tế áp đặt lên nước này. Những cuộc thương lượng vô ích diễn ra, hoàn toàn tập trung vào nghĩa vụ trả nợ của Hy Lạp, vốn đã được giảm nhiều sau cuộc tái cơ cấu và tái gia hạn nợ, thay vì tập trung vào vấn đề gốc rễ của lực cầu yếu, cụ thể là việc Hy Lạp không thể giảm tỉ giá trao đổi thực thông qua việc giảm giá trị đồng tiền.

Trong giới hạn của liên minh tiền tệ, con đường dẫn tới tỉ giá chuyển đổi thực thấp hơn là thông qua “giảm giá nội bộ”, trong đó tình trạng thất nghiệp hàng loạt được duy trì để giảm mức lương và giá cả trong các khu vực của nền kinh tế có đóng góp vào sản lượng các hàng hóa và dịch vụ trao đổi được. Tỉ lệ thất nghiệp vẫn còn rất cao ở nhiều nước khu vực đồng euro. Tới mùa thu năm 2015, tỉ lệ thất nghiệp là 10 phần trăm ở Pháp, 12 phần trăm ở Italia và Bồ Đào Nha, 22 phần trăm ở Tây Ban Nha và 25 phần trăm ở Hy Lạp. Điều đáng buồn là tỉ lệ thanh niên (dưới hai mươi lăm tuổi) thất nghiệp là gần 50 phần trăm ở cả Hy Lạp và Tây Ban Nha^[23]. Trong những năm gần đây, hàng trăm nghìn thanh niên đã di cư khỏi Hy Lạp, Italia, Bồ Đào Nha và Tây Ban Nha^[24]. Ngược lại tỉ lệ thất nghiệp đã giảm xuống còn 5 phần trăm ở cả Mỹ và Anh, và ở các nước khu vực đồng euro có thặng dư thương mại thì tỉ lệ này cũng thấp tương tự; tỉ lệ thất nghiệp ở Hà Lan là 6,9 phần trăm trong khi ở Đức chỉ có 4,5 phần trăm.

Những cuộc thương lượng ngày càng gay gắt giữa Hy Lạp và các đối tác trong khu vực đồng euro dẫn tới việc đàm phán đổ vỡ vào mùa hè năm 2015. Các ngân hàng Hy Lạp bị đóng cửa vào thứ Hai ngày 29 tháng Sáu sau quyết định ngừng cho vay khẩn cấp của ECB. Việc rút tiền từ máy ATM bị giới hạn còn 60 euro mỗi ngày và cả nền kinh tế dần dần chững lại. Vào ngày 30 tháng Sáu, Hy Lạp trở thành nền kinh tế phát triển đầu tiên không thể thanh toán nợ cho IMF. Vài ngày sau, vào Chủ nhật ngày 5 tháng Bảy, trong một cuộc trưng cầu dân ý, phần đông người dân Hy Lạp từ chối đề xuất của các “đối tác” châu Âu yêu cầu họ phải thắt lưng buộc bụng nhiều hơn nữa thì mới giải cứu. Tuy vậy, những lãnh đạo của khu vực đồng euro phản ứng với kết quả cuộc trưng cầu dân ý bằng cách đưa ra những đòi hỏi còn khắt khe hơn về các cải cách mà chính phủ Hy Lạp phải tiến hành. Triển vọng phát triển ở Hy Lạp là không có nếu họ không xóa được một phần lớn nợ nần. Thực tế, điều này sẽ đem lại những thiệt hại lớn cho người nộp thuế ở Đức và các nước trong khu vực đồng euro khác.

Tới tháng Bảy năm 2015, rõ ràng là cả hai bên đều không muốn cân nhắc việc Hy Lạp rời khỏi khu vực đồng euro. Vào ngày 13 tháng Bảy, sau các cuộc đàm phán thâu đêm, một thỏa thuận đã được thống nhất trong đó Hy Lạp chịu thực hiện gần như tất cả các yêu cầu cải cách của các chủ nợ - kể cả điều kiện kì lạ là áp dụng giờ giao dịch vào Chủ nhật - để đổi lại khoản vay cứu trợ 87 tỉ euro và lời hứa sẽ thảo luận việc tái cơ cấu nợ. Vì thỏa thuận thực chất làm tăng thêm gánh nặng nợ nần không bền vững của Hy Lạp và không có biện pháp thúc đẩy lực cầu chung nào được đưa ra, khó mà hiểu rõ được tại sao cả hai bên lại thấy thỏa thuận này có lợi trừ việc nó tiếp tục buộc nước này vào khu vực đồng euro. Thủ tướng Hy Lạp,

ông Tsipras, đã gọi đề xuất này là “vô lí” nhưng vẫn nói rằng ông sẵn lòng thực hiện nó để “cứu đất nước khỏi thảm họa.”^[25]

Trong vòng 24 tiếng, IMF đã công bố một bản báo cáo thừa nhận một cách muợn màng điếu hiễn nhiên khi tính đến vị thế của nó trong bốn năm vừa qua. Bản báo cáo nói rằng “tình trạng nợ của Hy Lạp giờ chỉ có thể được ổn định bằng các biện pháp xóa nợ lớn hơn rất nhiều những gì mà châu Âu sẵn lòng thực hiện”, và chỉ ra rằng vì các khoản nợ dự kiến sẽ đạt đỉnh ở mức khoảng 200 phần trăm GDP trong hai năm tiếp theo, châu Âu cần phải gia hạn thời gian trả nợ thêm ba mươi năm cho các nước còn lại ở khu vực đồng euro hoặc chuyển tiền hàng năm cho Hy Lạp^[26]. Kế hoạch của Đức bị một đòn giáng bất ngờ khi liên minh tiền tệ không yêu cầu tiền phải được chuyển từ các chủ nợ cho các con nợ. Bóng ma khủng hoảng lắng xuống sau khi chính quyền Syriza củng cố vị thế trong một cuộc bầu cử bất ngờ vào tháng Chín năm 2015, mặc dù với tỉ lệ cử tri đi bầu thấp nhất kể từ khi nền dân chủ được tái lập năm 1974. Thỏa thuận này sẽ phục hồi sức tăng trưởng của nền kinh tế Hy Lạp thế nào thì vẫn chưa rõ, nhưng những vấn đề gốc rễ về sự thiếu sức cạnh tranh và tình trạng nợ không bền vững thì vẫn còn đó.

Cách tiếp cận của ECB mang tính “chữa cháy”. Do nhu cầu bức thiết, nó đã áp dụng chính sách phù hợp nhất để giúp quốc gia có khả năng rời khỏi khu vực đồng euro cao nhất trong tương lai gần hoặc phải chịu hậu quả về mặt chính trị khi tiếp tục tham gia khối này. Khi Hy Lạp có nguy cơ rời khu vực đồng euro, nợ chính phủ đã được xóa bỏ; khi các nước kém phát triển hơn trong khối gặp nguy cơ tương tự, nó đã mua lại nợ chính phủ ở các nước đó để làm giảm lãi suất trái phiếu chính phủ; và khi Pháp đối mặt nguy cơ suy thoái còn nặng nề hơn, nó đã áp dụng chính sách mua

nợ chính phủ nói chung và tạo ra thêm tiền để giảm giá trị đồng euro. Kết quả là ECB đã phải lựa chọn giữa việc để khối đồng euro sụp đổ hoặc chính trị hóa bản thân. Dĩ nhiên là ECB đã chọn phương án thứ hai. Trong nhiều năm tới, điều này có thể quay trở lại ám ảnh ngân hàng này nếu họ phải đối mặt với những chỉ trích về tính độc lập của mình khi lấn sân sang lĩnh vực chính trị.

Trước khi Hiệp ước Liên minh châu Âu được kí ở Maastricht năm 1992, ngân hàng Bundesbank tranh luận rằng liên minh tiền tệ đòi hỏi sự thống nhất đặc thù của một quốc gia: “Mọi người vì một người, một người vì mọi người”^[27]. Trải nghiệm liên minh tiền tệ hiện tại đã không thể hiện được sự thống nhất và tin tưởng lẫn nhau đó. Điều này chẳng có gì đáng ngạc nhiên khi xét đến lãi suất quá thấp ở Đức hiện nay - và những người tiết kiệm ở đó đang mất tiền - trong khi ở các nước kém phát triển hơn trong khối, lãi suất thực lại quá cao khiến suy thoái càng trầm trọng thêm. Duy trì liên minh là một thách thức mà cho tới giờ ECB vẫn đang đối phó thành công. Nhưng nó làm dấy lên câu hỏi bằng cách nào người ta có thể tìm ra được một giải pháp lâu dài cho những khó khăn của khu vực đồng euro.

Về mặt kinh tế, câu trả lời là rất rõ ràng. Thách thức thực sự không phải là tình trạng tài chính công mà là sức cạnh tranh bên ngoài của một quốc gia. Vậy nên khu vực đồng euro phải theo đuổi một trong bốn cách sau hoặc kết hợp chúng với nhau:

1. Tiếp tục duy trì tỉ lệ thất nghiệp cao ở các nước kém phát triển hơn trong khối tới khi mức lương và giá cả đã giảm xuống đủ sâu để phục hồi sức cạnh tranh. Vì thâm hụt thương mại ở hiệu suất lao động tối đa của các nước này vẫn còn rất cao, việc thực hiện những cắt giảm

sâu hơn sẽ gây nhiều khó khăn. Tỷ lệ thất nghiệp hiện đã rất cao ở các nước này. Ở các nước nhỏ không thể thả nổi tỷ giá trao đổi vì quá mạo hiểm, đây có thể là con đường duy nhất.

2. Tạo ra một giai đoạn lạm phát cao ở Đức và các nước có thặng dư thương mại khác đồng thời kìm hãm lương và giá cả ở các nước kém phát triển hơn trong khối nhằm xóa bỏ chênh lệch sức cạnh tranh giữa các nước phía Bắc và phía Nam. Điều này sẽ đòi hỏi đồng euro phải giảm mạnh giá trị trong một giai đoạn dài, điều mà nhiều người ở Đức không mong muốn vì những người tiết kiệm tiền sẽ thu về ít lợi nhuận hơn từ tài sản so với hiện nay, trong khi phần còn lại của thế giới sẽ coi hành động phá giá đồng euro là một động thái công kích.
3. Từ bỏ cố gắng phục hồi sức cạnh tranh trong khu vực đồng euro, đồng thời chấp nhận sự cần thiết của việc chuyển tiền *vô thời hạn* và rõ ràng từ phía Bắc xuống phía Nam để tài trợ thâm hụt thương mại ở hiệu suất lao động tối đa của các nước kém phát triển hơn trong khối và để chi trả nợ bên ngoài. Những khoản tiền chuyển này có thể vượt xa mức 5 phần trăm GDP các nước phía Bắc và đòi hỏi rất nhiều điều kiện ở các nước nhận tiền để giới hạn mức tiền cần chuyển^[28]. Hơn nữa, ở cả các nước chi tiền lẫn các nước nhận tiền, các biện pháp với quy mô lớn như vậy sẽ không nhận được sự ủng hộ của người dân.
4. Chấp nhận giải thể một phần hoặc toàn bộ khu vực đồng euro.

Tôi sẽ trở lại với triển vọng của mỗi phương pháp trên ở **Chương 9**. Khi phải đối mặt với những lựa chọn khó khăn như vậy, các nhà lãnh đạo châu Âu thường phản ứng bằng cách tuyên bố: “Chúng tôi không thích lựa chọn nào cả”. Thế là họ loay hoay và sử dụng chiến lược thích nghi của Ông Micawber (nhân vật trong truyện *David Copperfield* của Charles

Dickens) là chờ đợi điều gì đó tự diễn ra. Vì tương lai là không thể dự đoán được, dĩ nhiên có thể sẽ có chuyện gì đó xảy ra. Nhưng thật khó mà tin được việc đó sẽ giúp cải thiện tình hình và mang lại cơ sở kinh tế bền vững cho liên minh tiền tệ. Đồng euro không còn là công cụ để đạt được mục đích, mà bản thân nó chính là mục đích. Xét về mức độ cam kết chính trị đối với toàn bộ dự án, chúng ta có thể hiểu được tình thế khó xử mà các nhà lãnh đạo ấy phải đối mặt. Thực chất họ đang làm theo quan điểm của John Maynard Keynes, người đã viết khi phải đối mặt với viễn cảnh chiến tranh ở thập niên 30 rằng:

Chúng ta không biết tương lai sẽ đem lại điều gì, trừ việc nó sẽ rất khác với mọi dự đoán. Trong một bối cảnh khác, tôi đã từng nói rằng một nhược điểm của “dài hạn” là trong dài hạn chúng ta đều sẽ chết cả. Nhưng tôi cũng đã nhấn mạnh không kém lợi thế của “ngắn hạn” là trong ngắn hạn tất cả chúng ta đều còn sống. Cuộc sống và lịch sử được cấu thành bởi nhiều cái ngắn hạn. Nếu chúng ta giữ hòa bình trong ngắn hạn, điều này cũng rất đáng ghi nhận. Chúng ta chỉ có thể cố gắng hết sức để trì hoãn thảm họa, ít nhất là với hy vọng, dù rất nhỏ nhoi rằng rồi sẽ có những chuyển biến mới^[29].

Tuy thế, vấn đề với chiến lược của Ông Micawber là dù có diễn biến nào mới đi nữa thì những chuyển biến đó cũng khó xuất hiện trong nền kinh tế.

Vì những lí do vô cùng dễ hiểu, nước Đức không muốn thực hiện các giao dịch chuyển tiền lâu dài thường thấy ở phần lớn các liên minh tiền tệ đang tồn tại (ví dụ như giữa miền Bắc và miền Nam Italia, hay giữa các bang của Mỹ). Nước này cũng chẳng mặn mà gì với việc tăng lạm phát hoặc giải thể liên minh tiền tệ. Tuy nhiên, việc cố gắng phục hồi khả năng

cạnh tranh bằng sự suy thoái lâu dài có vẻ khó thành công - nó đã không thành công vào thập niên 20 sau khi các nước quay lại chế độ bản vị vàng. Nhiều nhà bình luận có vẻ tin vào tư tưởng “tiến bộ thông qua khủng hoảng” ở châu Âu. Fred Bergsten, người từng giữ chức vụ Thư kí ngoại vụ của Bộ Tài chính dưới thời Tổng thống Carter đã tranh luận vào năm 2014 rằng: “Đức sẽ trả bất cứ giá nào, lặp lại bất kì đi đâu gì cần thiết nhằm duy trì đồng euro”^[30]. Quan điểm này vẫn chưa được kiểm chứng. Nhưng nếu các nước thành viên tin tưởng vào đi đâu này, khi đó kỉ luật tài chính sẽ bị đánh mất trừ phi nước Đức kiểm soát nền kinh tế của các nước khác.

Các chính sách mà Brussels và Frankfurt đưa ra, được các nhà hoạch định chính sách ở Washington ủng hộ, đã dằn những chi phí khổng lồ lên vai người dân khắp châu Âu. Việc các chính phủ không thể ngăn chặn nạn thất nghiệp và tránh suy giảm mức sống đã khiến nhiều người thất vọng. Chúng ta có thể dự đoán được tình trạng nhiều cử tri sẽ tìm lối thoát ở các đảng phái không chính thống. Các cuộc bầu cử ở châu Âu năm 2014 và ở Hy Lạp năm 2015 là những bằng chứng cho đi đâu này. Đặt chiếc xe trước con ngựa - thành lập liên minh tiền tệ trước liên minh chính trị - đã buộc ECB phải hành động như một cơ quan tài khóa xuyên quốc gia. Nhưng cả ECB lẫn các chính phủ đều không có nghĩa vụ phải thành lập liên minh giao dịch hoặc chính trị - các cử tri không muốn đi đâu này. Thị trường trái phiếu có thể đẩy quyền lực, nhưng niềm tin rằng một cuộc khủng hoảng tiền tệ sẽ thúc đẩy những bước tiến nhanh chóng dẫn đến liên minh chính trị thì chỉ là mong ước viễn vông.

Một vài nhà kinh tế học người Đức muốn trở lại với khái niệm liên minh tiền tệ nguyên thủy - trong đó đòi hỏi sự tuân thủ nghiêm túc đi đâu khoản không giải cứu trong Hiệp ước châu Âu và Hiệp ước Ổn định và

phát triển (Stability and Growth Pact - SGP), vốn là các quy định về chính sách tài khóa của các nước thành viên liên minh châu Âu được áp dụng từ năm 1998-1999. Trong số đó những người ủng hộ đó có cả người đã có đóng góp lớn nhất vào thành công của Ngân hàng trung ương châu Âu, Otmar Issing, Trưởng ban kinh tế đầu tiên của nó. Ông đã viết vào năm 2015: “Việc nói lỏng đi đầu khoản không giải cứu về kinh tế và chính trị sẽ mở toang cửa để các nước vi phạm quy tắc không đánh thuế nếu không có đại diện, đi đầu sẽ biến đổi mạnh mẽ liên minh tiền tệ thành liên minh chuyển tiền mà không có sự hợp thức dân chủ.”^[31] Nhưng các chính trị gia ở châu Âu có vẻ miễn nhiệm với những quan điểm mạnh mẽ như vậy. Hiệp ước đã bị lờ đi trong quá khứ và nó sẽ lại bị lờ đi lần nữa. Lí do là Liên minh tiền tệ châu Âu là một dự án chính trị chứ không phải là một dự án lập hiến. Hiến pháp đóng vai trò quan trọng trong rất nhiều trường hợp lập quốc. Chúng hợp thức hóa và phổ biến những ý thức hệ chính trị quan trọng gắn liền người dân với “quốc gia”. Hiệp ước châu Âu bao gồm nhiều đi đầu khoản liên quan tới các chính sách tiền tệ và tài chính để hỗ trợ liên minh tiền tệ, kể cả việc cấm chính phủ tài trợ trực tiếp (Điều khoản 123), đi đầu khoản không giải cứu khiến việc thành viên này gánh nợ cho thành viên khác trở nên bất hợp pháp (Điều khoản 125), giới hạn thâm hụt và nợ chính phủ (Điều khoản 126), và SGP để thực thi giới hạn thâm hụt và nợ (quy định thứ cấp dựa trên Điều khoản 121 và 126). Mặc dù các đi đầu khoản này có hình thức là các cam kết bắt buộc, trong giai đoạn khủng hoảng người ta chỉ cần lờ đi cả hiệp ước hoặc hiểu nó theo cách phù hợp với nhu cầu chính trị lúc đó. Ví dụ năm 2003, Pháp và Đức đã lờ đi những giới hạn của SGP và không một bộ trưởng hay tổ chức nào của châu Âu có phản ứng gì. Trường hợp tương tự xảy ra trong giai đoạn 2014-2015 khi những vấn đề kinh tế của Pháp và Italia đòi hỏi việc nói lỏng các ràng

buộc của SGP. Sau năm 2010, điều khoản không giải cứu đã bị âm thầm lờ đi để tái cơ cấu nợ cho Hy Lạp. Có vẻ như ý nghĩa của hiệp ước phụ thuộc vào ý muốn của các chính trị gia tại các nước lớn.

Người dân khắp châu Âu khá yêu thích ý tưởng đồng euro - nhưng họ không ưa những ảnh hưởng của nó với mình. Như một lần có người đã nói với tôi, anh ta không hề bận tâm nếu nước Anh sử dụng đồng euro miễn là chúng ta được phép giữ lãi suất riêng. Những hiểu nhầm về cơ chế kinh tế của liên minh tiền tệ là rất phổ biến. Cũng giống như những bất cân xứng nội tại giữa tiêu dùng và tiết kiệm trong các nền kinh tế lớn mà tôi đã nhắc đến ở **Chương 1**, những bất cân xứng bên ngoài giữa các nền kinh tế cũng tương tự. Sự sụt giảm mạnh nhu cầu và sản xuất khắp thế giới trong giai đoạn 2008-2009 đã làm giảm thặng dư và thâm hụt thương mại. Nhưng thặng dư và thâm hụt ở hiệu suất lao động tối đa vẫn tồn tại. Thặng dư thương mại của Đức đã lên đến gần 8 phần trăm GDP. Quan điểm của một Bộ trưởng Tài chính của Đức cho rằng điều này là hữu ích cho cả khu vực đồng euro vì thặng dư của Đức sẽ bù đắp cho thâm hụt ở nơi khác là một cách hiểu sai về hậu quả kinh tế của liên minh tiền tệ^[32]. Thặng dư của Đức và những thâm hụt ở các nước kém phát triển hơn trong khối là hai mặt của cùng một đồng xu, và chỉ có thể được quản lý bằng cách áp dụng một trong bốn giải pháp đã liệt kê ở trên.

Những gì mà châu Âu đã trải qua trong vòng mười lăm năm trở lại đây cho thấy ba bài học chính về mối quan hệ giữa các quốc gia và các liên minh tiền tệ. Thứ nhất, các nước cần đảm bảo tất cả các bên tham gia phải hoàn toàn tương đồng về mức lương và tỉ lệ lạm phát giá cả trước khi được phép gia nhập liên minh tiền tệ. Mặc dù đây chính là kế hoạch của Liên minh tiền tệ châu Âu, sức ép chính trị đã buộc liên minh phải chấp

nhận những thành viên có tỉ lệ lạm phát không hoàn toàn tương đồng. Thứ hai, khi liên minh đã được thành lập, cần phải kiểm soát và ngăn chặn những chênh lệch về mức lương và giá cả trước khi nó dẫn tới sự suy giảm sức cạnh tranh - điều chỉ có thể bị đảo ngược sau những giai đoạn thất nghiệp cao kéo dài. Thực ra phải công nhận là Ngân hàng trung ương châu Âu đã cảnh báo nhiều lần về điều này, nhưng chúng đều bị người ta lờ đi. Thứ ba, những cú sốc kinh tế trong tương lai về bản chất là không thể dự đoán và liên minh tiền tệ sẽ phải chịu sức ép lớn trừ khi các nước thành viên cực kì tin tưởng nhau và sẵn sàng chuyển tiền cho các nước phải chịu những biến động lớn. Điều này đòi hỏi sự hòa nhập về chính trị ở mức độ cao, thứ mà hiện tại châu Âu lại đang thiếu. Các tổ chức của châu Âu đã được giao rất nhiều quyền lực, nhưng sự hợp thức dân chủ vẫn nằm trong tay chính phủ của các quốc gia.

Cơn khủng hoảng của Liên minh tiền tệ châu Âu sẽ vẫn kéo dài và để giải quyết nó, các nước sẽ phải đối mặt với tham vọng xuyên quốc gia của Liên minh châu Âu hoặc bản chất dân chủ của chính phủ các nước. Một trong hai thứ phải nhường chỗ cho thứ còn lại. Chúng ta có thể tiếp tục lê bước thêm một thời gian nữa nhưng rồi sẽ đến lúc người ta không thể tránh được tình thế phải lựa chọn giữa việc trở lại dùng đồng tiền riêng được quản lý bởi các chính phủ dân chủ, hoặc chuyển giao đột ngột và hoàn toàn chủ quyền chính trị ở các nước sang một chính phủ chung của toàn châu Âu^[33]. Những nhà lãnh đạo châu Âu, kể cả nước Anh, trong nhiều năm đã thất bại trong việc giúp người dân hiểu rõ bản chất của lựa chọn này vì sợ bị coi là người gây mất ổn định, điều sẽ dẫn đến việc mất tầm ảnh hưởng. Lãnh đạo của các nước nhỏ hơn thì một đằng sợ sệt vì những đe dọa từ trung tâm châu Âu, một đằng thì bị hấp dẫn bởi triển vọng

được làm việc ở các tổ chức châu Âu khi họ rời khỏi chính phủ quốc gia. Cử tri ở ngày càng nhiều nước đã rời bỏ các đảng trung tả và trung hữu để ủng hộ các đảng cực đoan chú trọng đến chủ quyền quốc gia. Những tổn thất về kinh tế khi theo đuổi một mô hình liên bang châu Âu khi vượt quá giới hạn sẽ biến thành những phản ứng về chính trị.

Iraq giữa hai cuộc Chiến tranh vùng Vịnh

Ví dụ thứ hai minh họa mối quan hệ phức tạp giữa tiền tệ và các quốc gia chính là câu chuyện li kì về các chính sách tiền tệ ở Iraq giữa hai cuộc Chiến tranh vùng Vịnh. Đây là một câu chuyện khác thường trong đó một nước dùng hai đồng tiền, hay chính xác hơn là một đất nước bị chia thành hai nửa, một bên có chính phủ với một đồng tiền bị quản lý kém, còn nửa kia không có chính phủ nhưng đồng tiền lại ổn định.

Thời Chiến tranh vùng Vịnh lần thứ nhất năm 1991, đồng tiền của Iraq là đồng dinar. Sau chiến tranh, Iraq bị chia cắt thành hai nửa tách biệt về chính trị, quân sự và kinh tế: miền nam Iraq dưới sự kiểm soát của Saddam Hussein và miền bắc Iraq, nơi được bảo vệ bởi vùng cấm bay phía bắc vĩ tuyến 36, thực tế là một khu bảo hộ người Kurd. Ở phía Nam, chính quyền của Saddam chật vật vì lệnh cấm vận của Liên Hiệp Quốc và phải in tiền để trang trải thâm hụt ngân sách ngày càng lớn. Vì không thể nhập khẩu tiền in ở nước ngoài vì lệnh cấm vận, chính phủ Iraq bắt đầu in tiền mới có hình Saddam. Những đồng tiền này được gọi là đồng dinar “Saddam”. Người dân có ba tuần để đổi tiền cũ sang tiền mới. Quá nhiều tiền sau đó được in ra đến độ giá trị danh nghĩa của lượng tiền lưu thông nhảy vọt từ 22 tỉ dinar cuối năm 1991 lên 584 tỉ dinar chỉ bốn năm sau đó. Lạm phát tăng cao đến mức trung bình khoảng 250 phần trăm mỗi năm.

Tuy thế ở phía Bắc, người dân không có cơ hội đổi tiền. Vậy nên đồng dinar Saddam mới không được lưu thông ở miền Bắc, và mọi người tiếp tục sử dụng đồng dinar cũ. Những đồng tiền này được gọi là dinar “Thụy Sĩ” - gọi như vậy là vì dù tiền được in bởi công ty De La Rue của Anh, các khuôn in lại được chế tạo ở Thụy Sĩ. Từ dinar Thụy Sĩ đã phát triển và thực tế đã trở thành đồng tiền mới ở miền Bắc - một chiến lược thích nghi thành công. Không có đồng dinar Thụy Sĩ nào được ban hành sau năm 1989, và vì khu vực này không có chính quyền đảm nhận trách nhiệm in tiền, lượng cung tiền ở phía Bắc là cố định, đúng hơn là có phần giảm dần. Kết quả là đồng dinar Saddam và đồng dinar Thụy Sĩ trở thành hai đồng tiền riêng biệt.

Vì thế, trong mười năm trước khi Mỹ và đồng minh tấn công Iraq năm 2003, Iraq lưu hành hai đồng tiền. Ở phía Nam, đồng dinar Saddam được phát hành bởi chính phủ chính thức của Iraq. Ở phía Bắc, đồng dinar Thụy Sĩ vẫn được lưu hành mặc dù nó không được đảm bảo bởi chính phủ hợp thức hoặc ngân hàng trung ương hay bất cứ điểu luật nào. Đối với loại tiền định danh, đây quả là một trường hợp khác thường. Giá trị của đồng dinar Thụy Sĩ không bắt nguồn từ chính phủ chính thống của Iraq mà cũng chẳng phải từ một chính phủ nào khác^[34].

Mặc dù miền Bắc và miền Nam gần như không buôn bán với nhau, cả đồng dinar Thụy Sĩ lẫn đồng dinar Saddam đều được trao đổi với đô-la Mỹ. Sau năm 1993, tỉ lệ trao đổi ngầm định giữa đồng dinar Thụy Sĩ và dinar Saddam tăng từ mức bằng nhau lên gần 300 dinar Saddam đổi 1 dinar Thụy Sĩ khi Saddam bị lật đổ năm 2003^[35]. Sự tăng giá của đồng dinar Thụy Sĩ rõ ràng là hậu quả của sự thay đổi lượng cung tiền thực tế và dự

kiến ở hai vùng lãnh thổ: lượng cung tiền dinar Saddam tăng cực nhanh trong khi lượng cung tiền dinar Thụy Sĩ thì cố định.

Những biến đổi thú vị của đồng dinar Thụy Sĩ so với đồng USD thì khó nhận ra hơn. Sau biến động tỉ giá ở thập niên 90, giá trị đồng dinar Thụy Sĩ tăng mạnh so với đồng đô-la Mỹ từ giữa năm 2002 vì khả năng sụp đổ của chính quyền Saddam tăng lên. Nó tăng từ 18 đồng trên một USD vào tháng Năm năm 2002 lên khoảng 6 đồng trên một USD đầu tháng Năm năm 2003 khi chiến tranh kết thúc. Sự tăng giá này phản ánh dự đoán về hai yếu tố, thứ nhất là về khoảng thời gian Iraq tiếp tục bị chia cắt về chính trị và quân sự giữa người Kurd và chính quyền Saddam, và thứ hai là khả năng một tổ chức mới sẽ được thành lập để quản lý các chính sách tiền tệ trên cả Iraq và đảm bảo giá trị của đồng dinar Thụy Sĩ. Cục diện chính trị ở phía Bắc Iraq dẫn đến mặc định rằng đồng tiền được sử dụng ở đó sẽ có giá trị một khi chế độ cũ bị lật đổ. Nói cách khác, giá trị đồng dinar Thụy Sĩ liên quan mật thiết tới chính trị và chẳng liên quan gì tới những chính sách kinh tế của chính phủ ban hành đồng dinar Thụy Sĩ, vì chính phủ này không hết tiền tại.

Vai trò quan trọng của chế độ chính trị được minh họa bởi biến động tỉ giá ở Iraq xuất phát từ những dự đoán về khả năng của một cuộc tấn công và những hậu quả của nó. Lúc đó những nhà giao dịch tài chính có thể mua và bán những hợp đồng tương lai liên quan tới số phận của Saddam Hussein. Một hợp đồng kiểu đó sẽ thanh toán 1 USD nếu Saddam bị lật đổ cuối tháng Sáu năm 2003, còn trong trường hợp khác thì không có giá trị. Giá của hợp đồng, ở giữa mức 1 USD hoặc vô giá trị, chính là thước đo những dự đoán về tình hình chính trị ở Iraq, và những nhà đầu tư có thể đánh cược vào kết quả bằng cách mua hoặc bán số lượng hợp đồng lớn

nhất có thể trên thị trường. Vì khả năng chế độ của Saddam bị lật đổ (và giá của hợp đồng) tăng lên, đồng dinar Thụy Sĩ tăng giá so với đô-la. Sau này, một hợp đồng tương lai khác hứa hẹn sẽ thanh toán 1 USD nếu Saddam bị bắt cuối tháng Mười hai năm 2003, bằng không thì lại vô giá trị. Khi khả năng đi đầu này xảy ra (và giá của hợp đồng) giảm đi trong năm 2003 vì Saddam vẫn biệt tích, đồng dinar Thụy Sĩ giảm giá so với đô-la Mỹ. Nó lại tăng giá trở lại ngay trước khi Saddam bị bắt vào ngày 13 tháng Mười hai năm 2003.

Sau khi Mỹ và lực lượng đồng minh kiểm soát Iraq vào tháng Bảy năm 2003, lãnh đạo Chính phủ liên minh lâm thời là Paul Bremer công bố một đồng dinar Iraq mới sẽ được in ra và trao đổi với hai đồng tiền hiện tại với tỉ giá ngấn định một dinar Thụy Sĩ đổi 150 dinar Saddam. Việc trao đổi sẽ được tiến hành từ tháng Mười tới tháng Một năm sau. Đồng dinar mới, giống như đồng dinar Thụy Sĩ, đã được De La Rue in ra trong một khoảng thời gian cực ngắn ở các nhà máy tại Anh và một số nước khác, sau đó được chở sang Iraq bằng hai mươi hai chuyến bay Boeing 747 và các loại máy bay khác. Tỉ giá 150 dinar Saddam chỉ mới gần bằng một nửa giá trị đỉnh điểm của dinar Thụy Sĩ. Nhưng nó vẫn cao hơn tỉ giá trung bình của sáu năm trước đó, và tỉ giá này sẽ cân bằng sức mua của hai đồng tiền. Ví dụ, khi tỉ giá trao đổi mới còn đang được xác định, người ta đã ước tính 128 dinar Saddam đổi lấy 1 dinar Thụy Sĩ sẽ cân bằng lương một kĩ sư ở hai miền của Iraq, tỉ giá 100:1 sẽ cân bằng giá giày mà anh ta mang đến chỗ làm, và 133:1 thì cân bằng giá trị bộ com-lê mà anh ta mặc^[36]. Đồng dinar Iraq mới vẫn được giữ cố định tỉ giá với USD từ đó tới nay, trừ giai đoạn từ tháng Mười hai năm 2006 tới tháng Mười hai năm 2008 khi Ngân hàng

trung ương Iraq từ từ định giá lại đồng tiền để tránh tăng lạm phát, vậy nên sau hai năm nó đã tăng giá khoảng 20 phần trăm.

Việc lưu hành đồng dinar Thụy Sĩ ở vùng đất do người Kurd kiểm soát hồi thập niên 90 chính là giải pháp thị trường cho vấn đề về phương tiện trao đổi khi không có chính phủ ban hành tiền tệ. Những thay đổi về tỉ giá giữa dinar Thụy Sĩ và dinar Saddam cho thấy giá trị của tiền phụ thuộc vào những dự đoán về khả năng tồn tại của những thiết chế cấu thành một quốc gia chứ không chỉ phụ thuộc vào các chính sách mà chính phủ hiện tại đang theo đuổi. Lịch sử tiền tệ gần đây tại Iraq là một ví dụ điển hình về tầm quan trọng của sự ổn định chính trị và những hậu quả khi mất đi điều này.

Điểm thú vị là một trường hợp tương tự đã diễn ra trong Chiến tranh thế giới thứ hai ở các lãnh thổ Pháp ở nước ngoài bị phân chia giữa chính quyền Vichy và lực lượng Pháp Tự do của Charles de Gaulle. Ở khối thuộc địa Trung Phi, Cameroon và các thuộc địa khác của Pháp ở vùng hạ Sahara, quyền ban hành tiền giấy thuộc về Ngân hàng Tây Phi (Banque de l'Afrique Occidentale - BAO) dưới sự kiểm soát của chính quyền Vichy cho tới năm 1943. Nhưng khi lực lượng Pháp Tự do bắt đầu giành lại lãnh thổ từ tay chính quyền Vichy, họ sử dụng một chính sách tiền tệ khác - cụ thể là tỉ giá trao đổi cố định với đồng bảng Anh. Vậy nên đồng "franc" có ý nghĩa khác nhau ở hai vùng lãnh thổ, mặc dù các tờ tiền ban đầu nhìn giống hệt nhau. Điều này mở ra cơ hội kiểm tiền bằng cách đổi tiền franc sang ngoại tệ ở vùng này rồi trao đổi ngược lại ở vùng kia. Để ngăn chặn hoạt động này, năm 1941, lực lượng Pháp Tự do thiết lập Quỹ Trung ương Pháp (Caisse Centrale de la France - CC), hoạt động tại trụ sở Ngân hàng Anh Quốc để phát hành tiền giấy và tiền xu của riêng mình^[37]. Các tờ tiền

do BAO phát hành được trao đổi ngang giá với tiền của cc vào mùa hè năm 1942 và không còn giá trị pháp lí. Chính phủ Pháp Tự do quảng bá nguồn gốc tờ tiền bằng cách in hình chim phượng hoàng và hình “Marianne ở London” nhằm biểu trưng cho sự tự do.⁺

Trong những hoàn cảnh rất khác nhau ở cả Iraq và thuộc địa Pháp, giá trị của đồng tiền phụ thuộc rất nhiều vào dự đoán về cơ cấu chính trị của “quốc gia” bảo trợ tờ tiền đó. Vậy rõ ràng là giá trị của tiền không chỉ phụ thuộc vào các vấn đề kinh tế được đưa tin dày đặc trên báo chí.

Scotland độc lập

Ví dụ thứ ba về mối quan hệ giữa tiền và quốc gia là về một đất nước khi nó cân nhắc việc tách khỏi một khối liên hiệp và kết thúc một liên minh tiền tệ đã có lịch sử lâu đời. Vào ngày 18 tháng Chín năm 2014, người dân Scotland đã được hỏi trong một cuộc trưng cầu dân ý: “Liệu Scotland có nên tách ra thành một nước độc lập?” Với tỉ lệ người dân bỏ phiếu lên đến 85 phần trăm, đề xuất này đã bị phủ quyết với tỉ lệ 55 phần trăm từ chối trên 45 phần trăm đồng thuận. Phần lớn chiến dịch trưng cầu dân ý tập trung vào việc lựa chọn chính sách tiền tệ cho một nước Scotland độc lập. Bên vận động ủng hộ độc lập không sẵn sàng đưa ra câu trả lời rõ ràng cho câu hỏi liệu đồng tiền nào sẽ được sử dụng khi đất nước tách ra độc lập; còn bên phía phản đối độc lập đưa ra một loạt những khẳng định vô căn cứ về những khó khăn trong việc tìm ra câu trả lời thỏa đáng. Thực ra có một câu trả lời đơn giản mà, thú vị thay, chẳng bên nào dám công bố vì những lí do riêng.

Tầm nhìn ban đầu được những người theo chủ nghĩa dân tộc của Scotland đưa ra trước cuộc khủng hoảng là thành lập một vòng cung phát

triển bao gồm Ireland, Iceland và Scotland, tất cả sẽ nằm trong khối đồng euro với hệ thống ngân hàng thành công ở cả ba nước. Sau khi cuộc khủng hoảng nổ ra năm 2008, rõ ràng tham vọng này chỉ là ảo ảnh: Iceland và Ireland oằn mình vì chi phí hỗ trợ khối ngành ngân hàng đã vượt quá khả năng của một nước nhỏ, còn đồng euro thì đang vật lộn để tồn tại trong khi hai ngân hàng trên đảo Anh cần tái cấp vốn nhiều nhất từ phía nhà nước - nói cách khác là từ người nộp thuế ở toàn Liên hiệp Anh - lại là hai ngân hàng của Scotland (Royal Bank of Scotland và Halifax Bank of Scotland, ngân hàng thứ hai này sau đó trở thành một phần của ngân hàng Lloyds). Gia nhập khối đồng euro không còn là một lựa chọn hợp lý nữa. Tương tự, lựa chọn phát hành một đồng tiền riêng của Scotland có tỉ giá thả nổi so với đồng bảng Anh và euro ở những nơi đã trở thành môi trường tiền tệ bất ổn cũng không còn phù hợp nữa. Với tỉ lệ thương mại và hoạt động kinh tế chiếm tỉ lệ lớn trong Liên hiệp Anh, lựa chọn tiếp theo là neo giá một đồng tiền mới của Scotland vào đồng bảng Anh thông qua một ủy ban tiền tệ. Điều này sẽ đòi hỏi một nguồn dự trữ vô tận đồng bảng Anh để thuyết phục thị trường rằng việc neo giá này là an toàn. Và điều đó cũng đồng nghĩa với việc Scotland phải tiến hành vay với quy mô lớn bằng đồng bảng Anh - đây không phải là một viễn cảnh hấp dẫn cho một nước vừa mới độc lập đang cố thuyết phục thị trường về sự thận trọng tài chính của nó.

Vậy nên ở thời điểm trưng cầu dân ý, phe ủng hộ độc lập đề xuất khi Scotland tuyên bố độc lập sẽ có một liên minh tiền tệ chính thức với phần còn lại của Liên hiệp Anh, trong đó duy trì những cơ cấu hiện tại nhưng có thêm đại diện của Scotland tại Ngân hàng Anh Quốc trong quá trình quyết định các chính sách tiền tệ. Phe phản đối độc lập thẳng thừng gạt bỏ đề

xuất này, dẫn chứng bằng tình hình liên minh tiền tệ ở châu Âu, và cho rằng khi đó nhu cầu cần có những quy định tài khóa để quản lý đất nước mới độc lập sẽ khiến việc tách ra trở nên vô nghĩa. Phía ủng hộ độc lập đáp lại bằng cách chỉ ra rằng dù trong chiến dịch vận động có những đề xuất nào được đưa ra đi chăng nữa, nếu đa số nhân dân bỏ phiếu đồng ý độc lập thì sáng hôm sau một tình thế mới với những vị thế thương lượng mới sẽ xuất hiện. Vì cuộc trưng cầu dân ý không tán thành đề xuất độc lập, đi đầu này cũng không xảy ra. Nhưng một liên minh tiền tệ chính thức không thể được thành lập mà không có sự đồng thuận của cả Scotland và phần còn lại của Liên hiệp Anh, và xét theo những yêu cầu của Scotland và sự phản đối của các nước còn lại, đi đầu này khó có thể xảy ra trong thực tế.

Khi cuộc trưng cầu dân ý được tiến hành, câu hỏi về đồng tiền vẫn chưa có lời giải. Tuy vậy, khi đó có một câu trả lời cho câu hỏi này. Giải pháp đơn giản và thẳng thắn chính là chấp nhận “bảng Anh hóa”. Nếu đa số phiếu bầu ủng hộ độc lập, chính phủ Scotland có thể công bố ngay hôm sau rằng nước Scotland độc lập không có ý định phát hành đồng tiền riêng và tất cả các hợp đồng sử dụng đồng bảng Anh vẫn sẽ được thực hiện bằng đồng tiền này. Sẽ không có liên minh tiền tệ chính thức nào. Scotland sẽ tiếp tục sử dụng đồng bảng Anh. Không có gì thay đổi cả. Tuy thế phe ủng hộ độc lập không thể công khai cổ xúy giải pháp này vì nó sẽ nhấn mạnh việc tuyên bố độc lập sẽ chẳng đem lại cho Scotland quyền lực thực sự nào về chính sách tiền tệ - họ sẽ phải vay mượn chính sách từ nước Anh, hết như tình trạng hiện giờ, vì sự chênh lệch quy mô giữa hai nền kinh tế sẽ khiến lãi suất gần như không bị ảnh hưởng bởi tình hình ở Scotland, về mặt chính trị, việc bảng Anh hóa sẽ đem lại câu trả lời cho câu hỏi tiền tệ, nhưng nó sẽ làm giảm sức mạnh của đề xuất độc lập.

Phe phản đối độc lập cũng che giấu sự thật. Việc thừa nhận có một câu trả lời đơn giản và thẳng thắn cho câu hỏi về đồng tiền sẽ làm suy yếu luận điểm của họ cho rằng tuyên bố độc lập sẽ dẫn đến thảm họa kinh tế. Luận điểm này lúc nào cũng bất hợp lý. Có rất nhiều nước nhỏ và thành công trên thế giới nên chẳng có lý do gì Scotland không thể trở thành một nước như thế. Tranh luận ủng hộ và phản đối liên minh liên quan tới vấn đề tự tôn dân tộc nhiều hơn là vấn đề kinh tế, đồng thời họ còn tranh luận về cái giá về mặt chính trị khi Scotland phá vỡ quan hệ đối tác ba trăm năm và liệu Scotland có cần độc lập hoàn toàn để quản lý các vấn đề trong nước không khi hiện tại họ đã được ủy thác quyền lực rất nhiều. Sau cuộc trưng cầu dân ý, Nghị viện Westminster đã nhanh chóng cấp thêm quyền lực cho Nghị viện Scotland.

Bảng Anh hóa là một chính sách hoàn toàn hợp lý với một nước sẵn sàng chấp nhận những hậu quả kinh tế của một tỉ giá cố định với đồng bảng Anh nhưng không thể lựa chọn gia nhập liên minh tiền tệ chính thức với Liên hiệp Anh. Điểm hấp dẫn của giải pháp này với Scotland là họ chẳng cần thay đổi điều gì lớn lao cả. Nhiều tờ tiền được phát hành bởi các ngân hàng ở Scotland đã có thiết kế đặc trưng của nước này, và điều tương tự cũng có thể được áp dụng với tiền xu nếu người ta muốn dùng một biểu tượng đặc trưng cho Scotland khác, giống như những gì Ireland đã làm sau khi giành độc lập^[38].

Đô-la Mỹ hóa đã phát huy tác dụng tốt với những nước tìm kiếm hướng đi an toàn trong môi trường tiền tệ đầy sóng gió - bao gồm Campuchia, Ecuador và Panama - và bảng Anh hóa sẽ phát huy tác dụng ở Scotland^[39]. Đó chính là giải pháp đúng đắn vì Scotland đã tồn tại thành công trong liên minh tiền tệ với Anh và xứ Wales trong ba trăm năm.

Những dự đoán hiện tại về tỷ lệ lạm phát và mức lương là phù hợp với một mối liên kết lâu dài về tỷ giá trao đổi. Scotland sẽ không gia nhập một cơ cấu tiền tệ mới như các nước thuộc Liên minh tiền tệ châu Âu. Scotland hiện tại ít có nhu cầu đòi hỏi những khoản tài trợ lớn từ nước Anh để bù đắp cho những biến động tiêu cực chỉ có riêng ở Scotland vì những thay đổi về kết cấu công nghiệp ở Scotland và Anh, cụ thể là giảm công nghiệp nặng và khai khoáng đồng thời giảm khai thác dầu ở biển Bắc, đồng nghĩa với việc hai nền kinh tế có xu hướng biến động cùng nhau. Scotland cũng không phải đối mặt với gánh nặng to lớn nếu xảy ra một cuộc khủng hoảng ngân hàng nữa. Đúng là dưới chế độ bảng Anh hóa, các ngân hàng lớn ở Scotland độc lập sẽ phải tháo biển đồng ở trụ sở tại Edinburgh và chuyển sang làm việc ở London. Kết quả là Scotland sẽ chỉ có các ngân hàng nước ngoài. Vì thế Scotland không cần phải đóng vai trò là người cho vay cuối cùng với các ngân hàng đó. Vai trò đó sẽ tiếp tục được thực hiện bởi Ngân hàng Anh Quốc cũng giống như những gì nó đang làm hiện nay với các ngân hàng của Liên hiệp Anh hoạt động quốc tế, ví dụ như Barclays. Nhưng chẳng có lý do gì để xuất hiện những thay đổi lớn về số lượng hay địa điểm làm việc của các ngân hàng ở Scotland - động cơ kinh tế thúc đẩy việc phân bổ việc làm ở các địa điểm khác nhau là không thay đổi^[40].

Dĩ nhiên, trong nhiều thập kỷ, mối liên kết kinh tế giữa hai cựu đối tác có thể yếu dần. Nhưng đó là chuyện ở tương lai xa; trước mắt thì bảng Anh hóa là một giải pháp hoàn toàn hợp lý. Nói ngắn gọn, bất kể vị thế của cả hai phe, câu hỏi tiền tệ không cần phải là trung tâm tranh luận về tương lai của Scotland. Tình trạng độc lập đã và vẫn sẽ là một câu hỏi về bản sắc chính trị. Cho tới khi vấn đề này được giải quyết, và tác giả cuốn sách này sẽ cực kỳ đau buồn nếu Scotland rời khỏi Liên hiệp Anh, số phận của khối

liên hiệp này vẫn sẽ bất định. Trong cuộc Tổng tuyển cử năm 2015, Đảng Quốc gia Scotland giành được 56 trên 59 ghế ở Nghị viện. Vì vậy, việc tuyên bố độc lập sẽ vẫn là một vấn đề nổi cộm. Nếu ví dụ cả Liên hiệp Anh trong tương lai bỏ phiếu để rời liên minh châu Âu trong khi ở Scotland phần lớn bỏ phiếu ở lại, mong muốn độc lập sẽ càng khó cưỡng lại so với năm 2014.

Ba ví dụ này cho chúng ta thấy gì về mối quan hệ giữa các quốc gia và tiền tệ? Như chúng ta đã thấy trong **Chương 2**, vai trò quan trọng của chính phủ là cung cấp đủ tiền kịp thời để tránh những diễn biến cực đoan như siêu lạm phát hoặc suy thoái và tạo ra tiền khẩn cấp trong giai đoạn khó khăn. Cả hai trường hợp đều đòi hỏi sự xét đoán về mặt chính trị trong hoàn cảnh bất định đột biến. Trong giai đoạn thuận lợi, chính sách tiền tệ sẽ kết hợp mục tiêu lạm phát, công khai hoặc ngầm định, với một chính sách định ra tốc độ phản ứng với những biến động nhất thời về lạm phát và tăng trưởng. Những xét đoán về tỉ lệ lạm phát dài hạn lý tưởng và những đánh đổi giữa lạm phát và sản xuất trong ngắn hạn có bản chất chính trị. Trong giai đoạn khó khăn, những quyết định về việc tạo ra bao nhiêu tiền khẩn cấp và phân bổ cho ai cũng mang nặng tính chính trị, đi đâu mà sự phẫn nộ của dân chúng đối với việc giải cứu các ngân hàng trong cuộc khủng hoảng đã cho thấy. Các thiết chế, dù ở tầm quốc gia hay xuyên quốc gia, là những phương thức quan trọng thể hiện những xét đoán chính trị đó để việc quản trị tiền tệ trong cả giai đoạn thuận lợi lẫn khó khăn đều mang lại hiệu quả. Hơn nữa, lòng tin vào chính phủ là một yếu tố quan trọng cho bất kì cơ chế tiền tệ nào.

Những tranh luận kinh tế truyền thống về “khu vực đồng tiền tối ưu” - đánh đổi sự linh hoạt trong việc đối phó với các biến động nhờ sử dụng

đồng tiền riêng để có được tần suất thương mại lớn hơn nhờ khu vực tiền tệ chung - chỉ đóng vai trò thứ yếu trong việc định hình các cơ chế tiền tệ ở châu Âu, Iraq và Scotland. Hội nhập tiền tệ ở châu Âu được thúc đẩy bởi kế hoạch chính trị và trong một số trường hợp là niềm tin rằng các vấn đề kinh tế xuất phát từ việc sử dụng đồng tiền chung sẽ thúc đẩy sự hòa nhập chính trị nhanh hơn. Ở Iraq, giá thị trường phản ánh tầm quan trọng của các thiết chế chính trị trong việc định giá đồng tiền. Và trong cuộc tranh luận trước thềm cuộc trưng cầu dân ý ở Scotland, không bên nào sẵn sàng chấp nhận giải pháp kinh tế hiển nhiên cho câu hỏi tiền tệ vì sợ rằng nó sẽ làm suy yếu vị thế chính trị của mình. Ở cả Iraq và Scotland, các câu hỏi trước mắt đã được trả lời. Nhưng ở khu vực đồng euro, các chính trị gia và các phương pháp kinh tế số học vẫn đang giao tranh trong một cuộc chiến sinh tử. Mặc dù kết quả trong tương lai vẫn chưa rõ ràng, lịch sử đang đứng về phía số học. Bi kịch của liên minh tiền tệ ở châu Âu không phải là sự sụp đổ mà là sự tiếp tục tồn tại của nó, xét theo những cam kết chính trị của các nhà lãnh đạo châu Âu. Điều này sẽ gây trì trệ kinh tế cho khối liên minh tiền tệ lớn nhất thế giới và kìm hãm quá trình hồi phục của nền kinh tế toàn cầu. Liên minh này là một phần cốt lõi của tình trạng bất cân xứng trên thế giới hiện nay.

Tham vọng của Pháp muốn kiềm chế sức mạnh kinh tế của Đức và đặc biệt là ngân hàng trung ương của nước này là Bundesbank bằng cách kéo Đức vào một liên minh tiền tệ do các quan chức Pháp điều khiển đã thất bại. Nền kinh tế Pháp yếu hơn Đức và liên minh tiền tệ đã làm tăng thêm chứ không giảm đi sự thống trị về mặt chính trị của nước Đức. Trách nhiệm đối với tình hình kinh tế của các nước thành viên khác sẽ được đặt lên vai nước Đức. Ý tưởng liên minh được cho là sẽ đại diện cho sự ra đời

của một châu Âu mới, bắt nguồn từ trải nghiệm bị chiếm đóng trong Chiến tranh thế giới thứ hai của tất cả các thành viên sáng lập Cộng đồng kinh tế châu Âu. Những cố gắng để tái lập Đế chế La Mã Thần thánh là rất hấp dẫn với giới chức châu Âu, nhưng lại đổ sụp vì sự phản kháng của người dân. Mối liên hệ giữa các nước và tiền tệ phản ánh khía cạnh chính trị nhiều hơn là kinh tế. Và điểu tương tự cũng đúng với mối quan hệ giữa các quốc gia và các ngân hàng của họ.



TÌM LẠI SỰ TRONG SÁNG: CẢI CÁCH TIỀN TỆ VÀ NGÀNH NGÂN HÀNG

“Làm thế nào mà ta có thể kì vọng loài người sẽ lắng nghe lời khuyên trong khi họ còn chẳng thèm để ý đến những cảnh báo?”

Jonathan Swift, trong bài tiểu luận *Thoughts on Various Subjects* (Suy ngẫm về nhiều chủ đề), năm 1703

“Chúng tôi kêu gọi tất cả những người quan tâm tới những nguyên tắc của nền dân chủ hãy ủng hộ chúng tôi để hoàn thành công cuộc vĩ đại cứu đất nước này khỏi hệ thống ngân hàng kém cỏi.”

William Leggett, trên báo *Evening Post*, 6-8-1834

Trong nhiều thế kỷ, thuật giả kim chính là cốt lõi của hệ thống tiền tệ và ngân hàng của chúng ta. Các chính phủ giả vờ rằng tiền giấy có thể được chuyển thành vàng thậm chí ngay cả khi lượng tiền giấy nhiều hơn lượng vàng. Các ngân hàng giả vờ rằng các khoản tiền gửi ngắn hạn không rủi ro có thể được dùng để chi cho các khoản đầu tư dài hạn rủi ro. Trong cả hai trường hợp, thuật giả kim là sự chuyển đổi rủi ro thành sự an toàn. Trong đa số trường hợp, thuật giả kim có vẻ phát huy tác dụng. Tuy thế, có lúc người ta nhận ra rằng Hoàng đế mặc ít quần áo hơn hẳn so với những gì Đấng tối cao muốn chúng ta phải tin. Một khi niềm tin vào giá trị tiền tệ hay sự bền vững của các ngân hàng mất đi, khủng hoảng tiền tệ

hoặc ngân hàng sẽ nổ ra. Như Bagehot đã viết trong cuốn *Lombard Street*: “Điều cốt lõi kì quặc trong hệ thống tài chính của chúng ta là mức độ tin tưởng nhau chưa từng có trước đây giữa người với người, và khi lòng tin này bị suy yếu vì những nguyên do tiềm ẩn nào đó, chỉ một tai nạn nhỏ cũng có thể gây giảm sút lòng tin mạnh mẽ còn một tai nạn lớn sẽ có thể phá hủy gần như cả hệ thống.”^[1] Một xã hội dùng thuật giả kim làm nền tảng cho hệ thống tài chính rõ ràng là không lí trí chút nào. Chìa khóa để kết thúc thuật giả kim này là đảm bảo những rủi ro trong hoạt động tiền tệ và ngân hàng được nhận diện đúng đắn và phải được những người hưởng lợi từ hệ thống tài chính gánh chịu.

Làm thế nào chúng ta có thể lấy lại sự trong sáng và niềm tin vào hệ thống ngân hàng mà, như đã nói tới ở **Chương 3**, đã bị đánh mất trong một thời gian dài, khi các cuộc khủng hoảng được cho là đặc điểm tự nhiên của cơ chế tài chính? Nhiều trẻ em ở Anh từng lớn lên cùng tác phẩm *Pilgrim's Progress* (tạm dịch: Bước chân của người hành hương) của John Bunyan, xuất bản năm 1678 - một câu chuyện tôn giáo kể về những thử thách và nổi cực khổ của Christian trên hành trình dài và khó khăn từ quê nhà ở Thành phố Tàn phá tới Thành phố Thiên đàng trên đỉnh Zion, trên đường đi phải vượt qua những Vực lầy Thất vọng, Đồi Khó khăn, Hội chợ Phù hoa, Đồi Lợi lộc và Lâu đài Hồn ghi. Một cuốn sách ít người biết đến và ít người đọc hơn tác phẩm của Bunyan là cuốn *The Political Pilgrim's Progress* (tạm dịch: Bước chân của người hành hương chính trị), được xuất bản năm 1839^[2]. Nó kể về cuộc hành trình của Đột biến (Radical) từ Thành phố Cướp bóc tới thành phố Cải cách. Ở thành phố Cướp bóc thì:

Mọi người có vẻ năng động, chăm chỉ và mạnh dạn nhưng dường như có một phong tục chung cho tất cả đã làm giảm đáng kể sự hạnh phúc và đồng lòng trong xã hội, và phong tục ấy là gần một nửa người dân có thói cho tay vào túi người khác và lấy tiền của họ. Dĩ nhiên ở đây có luật lệ cho phong tục này... được củng cố bởi thứ gọi là “chính phủ” [vốn] lúc nào cũng rêu rao rằng chế độ bắt một nửa số người làm việc và hỗ trợ nửa kia là chân lí hoàn hảo^[3].

Cũng giống như Christian, Đột biến phải đối mặt với nhiều thử thách và khổ ải khi du hành qua những nơi tương tự, đặc biệt là Hội chợ Phù hoa. Ở chốn tội lỗi đó, cùng người bạn Lẽ thường (Common-sense), Đột biến đã thấy những Tòa nhà Diều giấy:

Ở đây người ta dường như nói một thứ tiếng khác hẳn với bất kì ngôn ngữ nào mà người hành hương này đã nghe ở thành phố này. Những cuộc nói chuyện kéo dài vô tận như tiếng kêu của bầy quạ về cỗ phiếu, quỹ, tổng giá trị cỗ phiếu, chứng khoán tạm thời, giấy nợ, tiền thuê, tiền kim loại, chiết khấu, phí thêm, trái phiếu chính phủ, cỗ phần, tài khoản, cân đối, trả trước, công trái hợp nhất, cỗ phiếu Ấn Độ, cỗ phiếu ngân hàng, trao đổi, ngày thanh toán, tài khoản chứng khoán lên xuống, mất uy tín, sức ép, hoảng loạn, công trái dài hạn, vàng thỏi, vàng khối, xu, giá đúc tiền... Sự sôi động và bồn chồn giữa những người chuyển động liên tục trong các Tòa nhà là cực kì thú vị. Những người này trao đổi với nhau những mảnh giấy và hành động này được gọi là “lưu thông phương tiện trung gian”; rất nhiều cuốn sách viết về hoạt động này và nó cũng được coi là một môn khoa học huyền bí ở vùng này^[4].

Nhưng khi đến được đích, Đột biến nhận ra rằng ở Thành phố Cải cách, “không hề có thị trường chứng khoán hay ngân hàng tiết kiệm, hay tiền giấy cho các khoản dưới NĂM MƯƠI bảng”^[5].

Lấy cảm hứng từ Đột biến, chúng ta cũng có thể đặt ra câu hỏi làm thế nào để tìm được đường đến Thành phố Cải cách. Quan điểm sai lầm cho rằng những tài sản vật lý kém thanh khoản của nền kinh tế - các nhà máy, thiết bị, nhà cửa và văn phòng - có thể bỗng chốc được chuyển thành tiền hoặc tài sản thanh khoản cao là cốt lõi của thuật giả kim trong hệ thống hiện tại. Các ngân hàng và những tổ chức trung gian tài chính sẽ luôn cố gắng tài trợ các tài sản thanh khoản thấp bằng cách phát hành nợ thanh khoản cao vì họ muốn kiếm lợi nhuận từ việc trả nợ ít hơn so với số tiền họ kiếm được. Đó chính là lí do tại sao mặc dù tiền tệ là một thứ hàng hóa công cộng, một phần đáng kể nguồn cung tiền lại đến từ các ngân hàng thương mại. Vấn đề là thanh khoản được hứa hẹn với các nhà đầu tư và người gửi tiền chỉ có thể được cung cấp nếu ở mỗi thời điểm chỉ có một số ít người muốn chuyển các quyền lợi của mình tại ngân hàng thành tiền mặt. Thanh khoản sẽ biến mất nếu tất cả mọi người đều muốn chuyển các quyền lợi của mình thành tiền mặt cùng một lúc. Điều có thể thực hiện với một số ít người rõ ràng là không thể thực hiện với cả cộng đồng. Vấn đề càng trầm trọng thêm vì nếu một người gửi tiền tin rằng những người khác nhiều khả năng cũng muốn rút tiền ra, người đó sẽ rút tiền trước và cố lao lên xếp hàng đầu nhanh nhất có thể - một đợt rút tiền hàng loạt. Các làn sóng rút tiền phản ánh thuật giả kim tiền ẩn và khiến cả hệ thống không ổn định.

Thanh khoản là một ảo ảnh; nó thoát ẩn thoát hiện. Nó khiến tôi nhớ đến những bong bóng xà phòng xinh xinh mà chúng ta có thể thổi bay vào

không khí. Từ xa nhìn thì chúng thật đẹp nhưng nếu thử bắt lấy chúng, những bong bóng sẽ biến mất ngay. Khi có nhiều người cố chuyển tài sản của mình thành dạng có tính thanh khoản cao, họ thường nhận ra rằng thanh khoản đã biến mất không còn dấu vết. Khi có sự tăng đột biến về nhu cầu thanh khoản và các nhà đầu tư vội vàng lấy lại các khoản đầu tư vào tài sản thanh khoản kém dưới dạng tiền mặt, nó thường dẫn đến khủng hoảng và làm lộ ra bản chất của thuật giả kim. Tuy thế thanh khoản chỉ là một khía cạnh của thuật giả kim trong hệ thống của chúng ta hiện nay. Rủi ro và ảnh hưởng của nó lên khả năng thanh toán nợ của các ngân hàng chính là khía cạnh còn lại. Trong cuộc khủng hoảng mới đây, những mối lo về khả năng thanh toán nợ chính là động cơ chính dẫn đến vấn đề thanh khoản của các ngân hàng. Khi các chủ nợ bắt đầu lo rằng vốn ngân hàng không đủ để hấp thu các thiệt hại tiềm tàng, họ quyết định nên rút ra khi vẫn còn thuận lợi. Những mối lo về khả năng thanh toán nợ, đặc biệt là trong thế giới bất định đột biến, dẫn đến các vụ rút tiền hàng loạt. Để giảm thiểu hoặc xóa bỏ thuật giả kim, chúng ta cần nhiều giải pháp để đối phó với cả vấn đề thanh toán nợ và thanh khoản.

Để nền kinh tế thị trường hoạt động hiệu quả, các công ty và hộ gia đình cần có những cơ chế an toàn để chi trả hóa đơn và nhận lương. Các tài khoản vắng lai không phải là công cụ để đầu cơ và điều quan trọng là chúng phải có giá trị ổn định tính bằng đơn vị đồng tiền dùng để thanh toán. Nhưng nếu một ngân hàng có những tài sản cực kì mạo hiểm - phần lớn các khoản cho vay đầu thuộc loại này - khi đó thuật giả kim sẽ tạo ra ảo giác rằng tiền gửi vẫn được an toàn. Vậy là các chính phủ quyết định bảo đảm tiền gửi, đầu tiên bằng cách tạo ra dịch vụ bảo hiểm tiền gửi và rồi trong cuộc khủng hoảng gần đây thì mở rộng phạm vi bảo hiểm tới tất cả

các chủ nợ của ngân hàng. Vì tầm quan trọng của họ với nền kinh tế và quyền lực chính trị lớn, các ngân hàng đã trở nên quá quan trọng để sụp đổ. Quy mô ngân hàng càng lớn, khả năng chính phủ giải cứu họ trong giai đoạn khó khăn là càng cao. Các ngân hàng trung ương đã cho những ngân hàng thương mại vay các khoản cực lớn. Điều này ngăn chặn sự sụp đổ bằng cách làm giảm động cơ rút tiền hàng loạt, nhưng đồng thời cũng chuyển rủi ro trên tài sản ngân hàng sang cho người nộp thuế. Trong trường hợp của Ireland, điều đó đã suýt làm nước này vỡ nợ.

Mối liên hệ tai hại giữa trách nhiệm hữu hạn, bảo hiểm tiền gửi và người cho vay cuối cùng đồng nghĩa với việc các ngân hàng được hậu thuẫn ngầm rất lớn để hoạt động mạo hiểm. Sau thập niên 80, khi hệ thống ngân hàng được giải phóng, mức độ giả kim và mức độ hậu thuẫn gắn liền với việc chuyển đổi rủi ro và chuyển đổi kì hạn trong hệ thống tăng lên. Không ngân hàng nào có thể dễ dàng thoát khỏi cám dỗ của việc lợi dụng sự hậu thuẫn đó. Mỗi ngân hàng phải đối mặt với thế khó của người tù. Chỉ khi họ giảm tỉ lệ tài sản có tính thanh khoản cao và tự tài trợ theo cách ít tốn kém nhất bằng những khoản nợ ngắn hạn, các ngân hàng mới có thể bắt kịp mức lợi nhuận ngày càng tăng của các đối thủ.

Nói ngắn gọn, so với cách đây một thế kỷ hoặc 50 năm trước, các ngân hàng đang trang trải tài chính với quá ít vốn và giữ quá ít tài sản có tính thanh khoản cao. Trước cuộc khủng hoảng, vốn chủ sở hữu không còn đủ để hấp thụ thiệt hại tiềm tàng từ việc chấp nhận rủi ro, nghĩa là khả năng những người gửi tiền hoặc chủ nợ ngắn hạn của ngân hàng đến rút tiền hàng loạt khi nhận tin xấu tăng lên. Trong trường hợp bị rút tiền hàng loạt, ngân hàng không có đủ tài sản có tính thanh khoản cao để chi trả và dập tắt

đám cháy. Ngay cả các chính phủ cũng thừa nhận là cần phải có những thay đổi trong hệ thống.

Cải cách từ phía các quan chức

Kể từ cuộc khủng hoảng, các quan chức đã cực kì tích cực trong việc cải cách. Ở cả cấp độ quốc gia và quốc tế, các nhà lập pháp đã bắt đầu giới hạn các quyền tự do của ngân hàng trong việc trang trải tài chính, cơ cấu và phương thức hoạt động. Ở cấp độ quốc tế, các nước lớn trong khối G20 đã hợp tác với nhau, làm việc thông qua Hội đồng Basel của Ngân hàng Thanh toán Quốc tế để sửa đổi một số sai lầm về quy định trước khủng hoảng. Tỷ lệ vốn chủ sở hữu tối thiểu của ngân hàng, còn gọi là vốn pháp định, đã được tăng lên và các ngân hàng cũng phải duy trì một tỷ lệ tài sản thanh khoản cao tối thiểu so với lượng tiền gửi và các khoản nợ ngắn hạn có thể bị rút ra trong vòng ba mươi ngày, gọi là tỷ lệ thanh khoản an toàn. Các nhà lập pháp cũng để tâm nhìn ra bên ngoài những giới hạn của khối ngân hàng truyền thống để biết liệu các yếu tố giả kim có đang xuất hiện trong khối ngân hàng “ngầm” và thực hiện các đợt thanh tra để xem các ngân hàng có thể chịu đựng được các thiệt hại xảy ra trong trường hợp xấu hay không.

Ủy ban Bình ổn Tài chính, một nhóm các quan chức của G20, đang lãnh đạo các công tác điều tra và giải quyết các thách thức nảy sinh từ khả năng các ngân hàng xuyên quốc gia sụp đổ. Ở tầm quốc gia, các nhà lập pháp ở những nước như Thụy Điển, Thụy Sĩ và Mỹ đã áp đặt mức vốn pháp định cao hơn mức tối thiểu theo quy định quốc tế. Các nước như Anh và Mỹ đã đưa ra các điều luật tách biệt các hoạt động ngân hàng cơ bản với những hoạt động buôn bán phức tạp hơn của ngân hàng đầu tư^[6]. Và phần lớn các

nước đã cải thiện hoặc áp dụng các cơ chế đặc biệt trong các trường hợp phá sản - được gọi là cơ chế giải quyết - để cho phép các ngân hàng gặp khó khăn tiếp tục cung cấp các dịch vụ cơ bản cho người gửi tiền trong khi vấn đề tài chính được giải quyết và nếu cần thiết thì hỗ trợ việc chuyển người gửi tiền từ ngân hàng đang phá sản sang ngân hàng đang hoạt động tốt. Điều này thể hiện sự thay đổi quan điểm rõ ràng so với trước khủng hoảng, khi phần lớn các nước chủ yếu chỉ tính tới việc đảm bảo sao cho hệ thống ngân hàng không bị kìm hãm bởi các quy định ngặt nghèo hơn các nước khác. Việc đảm bảo một hệ thống ngân hàng an toàn giờ được coi là vì lợi ích quốc gia. Các nhà hoạch định chính sách trong nước thường hợp tác với nhau để theo sát các vụ việc gian lận của các nhân viên ngân hàng và đưa ra các án phạt nghiêm khắc, như đã nói đến ở **Chương 3**, cũng như giới hạn mức lương dành cho các lãnh đạo ngân hàng.

Hơn nữa, bản thân thị trường cũng đã tự áp đặt kỉ luật lên các ngân hàng và những tổ chức tài chính. Kết quả là hệ thống ngân hàng đã thay đổi rất nhiều kể từ năm 2008. Những ngân hàng lớn nhất đã thu nhỏ quy mô; bảng cân đối kế toán của Goldman Sachs năm 2015 đã giảm đi khoảng một phần tư so với năm 2007. Các hoạt động của ngân hàng đầu tư không còn thu lợi nhuận cao như trước đây khi giá tài sản tăng lên do lãi suất thực giảm đi. Nhiều ngân hàng đã giảm quy mô hoạt động đầu tư và một số ngân hàng như Citigroup và Bank of America đã từ bỏ hoạt động giao dịch tự túc (proprietary trading), vốn là hoạt động mua và bán các khoản đầu tư bằng tiền của ngân hàng, để chuyển thành các ngân hàng thương mại truyền thống hơn.

Liệu tất cả những điều này đã đủ chưa? Tôi e là chưa vì một lí do đơn giản. Ấn số đột biến khiến tâm lý đối với các hãng tài chính có thể thay đổi

nhanh chóng đến độ các quy định có vẻ quá nghiêm ngặt lúc này lại trở nên quá dễ dãi lúc khác. Những diễn biến trong năm 2007-2008 cho thấy điều gì có thể xảy ra. Hãy đặt ra câu hỏi: một ngân hàng cần bao nhiêu vốn để thuyết phục các chủ nợ tiềm năng rằng việc cho ngân hàng đó vay là rất an toàn? Trước cuộc khủng hoảng, câu trả lời là gần như chẳng cần chút vốn nào. Các thị trường sẵn sàng cho các ngân hàng vay các khoản lớn với lãi suất thấp mặc dù các ngân hàng có tỉ lệ đòn bẩy rất cao. Sau năm 2008, câu trả lời là một lượng vốn rất lớn. Thậm chí ngay cả yêu cầu vốn pháp định cũng không đủ để đảm bảo rằng thị trường sẽ sẵn sàng cho vay với mức như trước. Sự ngây thơ bị đánh mất trong cuộc khủng hoảng có vẻ như rất khó lấy lại. Với các nhà đầu tư, lời biện giải về việc cho các ngân hàng vay giờ đã thay đổi. Vậy nên rất khó để biết lượng vốn chủ sở hữu mà một ngân hàng cần phải duy trì là bao nhiêu trong một thế giới mà thuật giả kim vẫn là một điểm đặc trưng của hệ thống ngân hàng. Câu trả lời có thể thay đổi mỗi ngày. Năm 2012, ngân hàng Tây Ban Nha Bankia báo cáo tỉ lệ vốn trên tài sản rủi ro trên 10 phần trăm, vượt xa mức tối thiểu theo quy định; ba tháng sau, ngân hàng này cần được bơm thêm tới 25 tỉ euro tiềm vốn.

Hai khía cạnh khác của các quy định hiện tại rất khó tương thích với ảnh hưởng đột biến. Thứ nhất là yêu cầu vốn pháp định được tính dựa trên các ước tính độ rủi ro của các tài sản trên báo cáo tài chính của ngân hàng. Như đã nói trong **Chương 4**, mỗi loại tài sản được ấn định một tỉ lệ rủi ro do các nhà lập pháp quốc tế thống nhất, và nó được dùng để tính toán tổng vốn chủ sở hữu của một ngân hàng. Ví dụ cho vay thế chấp được coi là khá an toàn dựa trên những trải nghiệm xưa nay và vì thế có tỉ lệ rủi ro thấp. Nợ chính phủ từng được cho là rất an toàn đến nỗi người ta cho nó tỉ lệ rủi ro

bằng 0, nghĩa là các ngân hàng không cần huy động vốn để đầu tư vào các dạng chứng khoán này và vì thế, họ cũng không có khả năng hấp thụ thiệt hại từ chúng. Hệ thống này trở nên quá phức tạp đến nỗi các ngân hàng được phép đề xuất các mô hình của riêng mình để tính tỉ lệ rủi ro. Hóa ra các ngân hàng khác nhau lại có những ước tính rủi ro rất khác nhau về cùng một tài sản. Điều này làm suy giảm độ tin cậy vào sự công bằng của các quy định^[7].

Những người tính toán độ rủi ro đã làm điều này sau khi đã cân nhắc và đánh giá kĩ càng các trải nghiệm quá khứ. Nhưng họ không thể tưởng tượng được cho vay thế chấp và nợ chính phủ của những nước như Hy Lạp sẽ trở nên mạo hiểm thế nào trong cuộc khủng hoảng, hay cả mức rủi ro nội tại trong các công cụ tài chính phức tạp hơn. Thay vì oán trách các nhà lập pháp vì đã không thể dự đoán trước các diễn biến đó, chúng ta nên thừa nhận rằng mình không thể tính toán độ rủi ro. Việc sử dụng vốn để hấp thụ thiệt hại của các ngân hàng đóng vai trò quan trọng nhất khi có những diễn biến hoàn toàn bất ngờ xảy ra và các tính toán rủi ro trước đó không còn ý nghĩa. Đó chính là lí do tại sao, trong cuộc khủng hoảng, tỉ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản phản ánh sức khỏe của ngân hàng tốt hơn nhiều so với tỉ lệ vốn trên tổng tài sản tính theo độ rủi ro. Việc đặt độ rủi ro vào các quy định về vốn thoát nhìn có vẻ hấp dẫn, nhưng chúng hoàn toàn vô dụng khi chúng ta định sử dụng chúng. Một tỉ lệ đòn bẩy đơn giản là con số toàn diện hơn nhiều để sử dụng vào mục đích lập pháp.

Khía cạnh rắc rối thứ hai của các quy định hiện tại là về điều kiện các ngân hàng phải duy trì một lượng tối thiểu các tài sản có tính thanh khoản cao - tỉ lệ thanh khoản an toàn - để họ có thể đáp ứng nhu cầu trả nợ hoặc tiền gửi cao bất thường. Tôi đã chủ trì các cuộc họp để thống nhất định

nghĩa của tỉ lệ này. Những cuộc thảo luận bị một vấn đề khái niệm bao trùm. Làm sao chúng ta có thể xác định được tài sản nào luôn có tính thanh khoản? Trước cuộc khủng hoảng, trái phiếu chính phủ có vẻ như là một tài sản an toàn và có tính thanh khoản cao. Nhưng trải nghiệm thực tế cho thấy trái phiếu chính phủ của một số nước không thể được coi là an toàn và có tính thanh khoản cao được. Hơn nữa, các nước khác, ví dụ như Australia, đã quản trị tài chính công cực kì cẩn thận đến nỗi gần như chẳng có nợ chính phủ để đáp ứng nhu cầu mua tài sản có tính thanh khoản cao. Việc trừng phạt các nước quản lý tài chính tốt vì không phát hành các khoản nợ chính phủ lớn nghe thật kì quặc! Cốt lõi vấn đề là thất bại trong việc thừa nhận rằng trong một thế giới bất định đột biến, chỉ có ngân hàng trung ương mới có thể tạo ra thanh khoản, và vì thế quy định thanh khoản phải được kết hợp chặt chẽ với chức năng làm người cho vay cuối cùng của ngân hàng trung ương.

Tất cả những đi đầu này không có nghĩa là những cố gắng phi thường của các nhà lập pháp trong những năm gần đây để cải thiện hệ thống là sai lầm, nhưng họ đang gặp rủi ro không nhìn thấy tổng thể. Các quy định đã trở nên cực kì phức tạp nhưng không đánh thẳng vào cốt lõi của vấn đề giả kim. Mục tiêu của các chi tiết trong các quy định là để đem lại sự rõ ràng, không phải để khiến các nhà lập pháp và người tuân thủ các quy định đó cảm thấy mơ hồ về tình trạng pháp luật^[8]. Đa phần sự phức tạp đó phản ánh sức ép đến từ các công ty tài chính. Bằng hành động khuyến khích văn hóa trong đó việc tuân thủ quy định chi tiết là cách biện minh khi họ bị cáo buộc gian lận, các ngân hàng và những nhà lập pháp đã cấu kết với nhau trong một vòng xoáy tai hại của sự phức tạp. Không một nền kinh tế tư bản nào có thể phát triển mà không làm rõ việc các quyền và nghĩa vụ sẽ được

hiệu và thực hiện như thế nào. Các phán xét chủ quan về các quy định thực chất đang áp đặt một mức thuế rất cao lên tất cả các khoản đầu tư và tiết kiệm. Cuộc Cách mạng công nghiệp diễn ra đầu tiên ở Anh một phần cũng là nhờ các cơ chế giao dịch ổn định và dễ hiểu. Lord Mansfield đã nói vào năm 1761 khi cuộc Cách mạng công nghiệp đang diễn ra ngày càng mạnh mẽ rằng: “Các cuộc thương lượng hàng ngày và tài sản của các thương nhân không nên phụ thuộc vào những thứ tinh tế và đẹp đẽ, mà nên phụ thuộc vào những luật lệ dễ biết và dễ nhớ, vì chúng chính là nền tảng của lẽ thường được rút ra từ thực tế cuộc sống.”^[9]

Không nhiều người có thể tiếp thu và ghi nhớ toàn bộ các quy định tài chính hiện thời, và những người cố gắng làm điều này không cảm thấy nó là hiện thân của lẽ thường. Đạo luật Dodd-Frank được thông qua ở Mỹ năm 2010 dài 2.300 trang và người ta dự đoán hàng nghìn trang nữa sẽ được viết ra để quy định các điểm chi tiết sau đó, trong khi Đạo luật Glass-Steagall năm 1933 phân biệt hoạt động ngân hàng thương mại với ngân hàng đầu tư chỉ dài có 37 trang^[10]. Ở Anh, Cơ quan Kỷ luật tài chính và Cơ quan quản lý Hoạt động tài chính đã tổng hợp các cuốn sách luật dày hơn mười nghìn trang^[11]. Sự phức tạp này tự nó ngày càng tăng lên và khiến cả hệ thống trở nên kém minh bạch. Sự khó khăn trong việc tuân thủ các quy định tài chính là rào cản đối với các công ty nhỏ mới thành lập khi tham gia vào khối tài chính và ở các nước phát triển, điều này dẫn đến việc phải thuê thêm hàng vài nghìn người. Việc thuê thêm từng đó những con người tài giỏi để thích nghi với những quy định phức tạp gây nên thiệt hại lớn cho cả xã hội.

Như chúng ta đã thấy ở **Chương 4**, sự phức tạp là một cách thiếu hiệu quả để đối phó với ẩn số đột biến. Liệu chúng ta có thể tìm cách khác hay

hơn không?

Những cải cách táo bạo hơn

Những hoạt động không ngừng nghỉ của các quan chức không thể che đậy sự thật rằng mặc dù những chi tiết quy định đã được sửa đổi, thực chất vẫn chưa có sự thay đổi cơ bản nào. Thuật giả kim trong hệ thống ngân hàng vẫn tồn tại. Vì các cuộc giải cứu ngân hàng ở các nền kinh tế phát triển có quy mô rất lớn, điều đáng ngạc nhiên là người ta đã không làm gì nhiều kể từ cuộc khủng hoảng để giải quyết vấn đề cơ bản. Ngân hàng trung ương cho một số lượng tương đối ít các tổ chức tài chính vay với quy mô quá lớn đến nỗi chúng ta có thể trích lại lời của Winston Churchill mà nói rằng trong lĩnh vực tài chính, chưa bao giờ có chuyện một số ít người lại nợ nhiều người nhiều đến thế - và những cải cách lớn thì lại quá ít. Dĩ nhiên, chính phủ, các nhà lập pháp tài chính và các ngân hàng trung ương đều biết rõ bản chất vấn đề, nhưng cách họ giải quyết vấn đề lại trái ngược hẳn với những ý tưởng đột phá của những thế hệ nhà kinh tế đi trước, mặc dù chúng chưa từng được áp dụng.

Mặc dù mức độ giả kim trong hệ thống ngân hàng hiện tại thấp hơn nhiều so với hơn 50 năm về trước, điều thú vị là nhiều nhà kinh tế nổi tiếng từ nửa đầu thế kỷ XX tin vào việc bắt buộc các ngân hàng phải duy trì đủ tài sản thanh khoản để chi trả 100 phần trăm tiền gửi. Họ khuyến cáo chấm dứt hệ thống “dự trữ ngân hàng một phần”, trong đó các ngân hàng tạo ra tiền gửi để chi vào các khoản cho vay mạo hiểm và vì thế không có đủ lượng tiền mặt an toàn để bảo trợ tiền gửi^[12]. Việc chấm dứt hệ thống dự trữ ngân hàng một phần đã được đề xuất năm 1933 với cái tên “Kế hoạch Chicago”^[13]. Những người ủng hộ kế hoạch này bao gồm nhà lí

thuyết tiền tệ lỗi lạc người Mỹ là Irving Fisher và một nhóm các nhà kinh tế nổi tiếng ở Chicago như Frank Knight, Henry Simons và Paul Douglas; sau đó quan điểm này được cổ xúy bởi nhiều nhà kinh tế thời hậu chiến, từ Milton Friedman cho tới James Tobin và Hyman Minsky^[14]. Điều thú vị là John Maynard Keynes không nằm trong nhóm này, chủ yếu là do nước Anh không phải trải qua cuộc khủng hoảng ngân hàng thập niên 30 và ông chỉ phải tập trung phục hồi sản xuất và tạo công ăn việc làm^[15]. Gần đây hơn, một nhóm các nhà kinh tế đã đưa ra các đề xuất gần tương tự: John Cochrane từ Chicago, Jaromir Benes và Michael Kumhof ở IMF, các nhà kinh tế người Anh là Andrew Jackson, Ben Dyson và John Kay, Laurence Kotlikoff từ Boston và nhà bình luận nổi tiếng của tờ *Financial Times* là Martin Wolf^[16].

Có hai cách nhìn nhận những cách tiếp cận quyết liệt này đối với việc cải cách hệ thống ngân hàng, một là tập trung vào các tài sản ngân hàng và hai là tập trung vào nợ ngân hàng. Bản chất của Kế hoạch Chicago là buộc các ngân hàng giữ tỉ lệ dự trữ thanh khoản bằng 100 phần trăm tiền gửi. Dự trữ sẽ chỉ bao gồm các tài sản an toàn, ví dụ như trái phiếu chính phủ hoặc tiền dự trữ ở ngân hàng trung ương. Nhờ thế sẽ chẳng lí do gì để người gửi rút tiền hàng loạt khỏi ngân hàng và thậm chí ngay cả khi có một số người rút tiền, những người khác cũng sẽ không rút theo vì ngân hàng luôn có đủ tiền để đảm bảo các khoản tiền gửi còn lại.

Mọi thứ có vẻ vẫn ổn thỏa. Nhưng ai sẽ thực hiện những vai trò mà các ngân hàng đang đảm nhiệm ngày nay, đặc biệt là việc cho các doanh nghiệp và hộ gia đình vay để nhờ thế họ có thể xây nhà máy hoặc mua nhà? Nói cách khác, ai sẽ tài trợ việc giao dịch các tài sản hiện đang tồn tại và chịu rủi ro trong việc tài trợ các khoản đầu tư mới? Điều này liên quan đến các

khoản nợ của ngân hàng trong các phương pháp cải cách quyết liệt này. Nếu tiền gửi phải được đảm bảo bằng các trái phiếu chính phủ an toàn, vậy theo logic có thể suy ra tất cả các tài sản mạo hiểm khác, chủ yếu là các khoản vay mạo hiểm cho khối tư nhân, phải được tài trợ bằng cách huy động vốn hoặc vay nợ dài hạn để hấp thu bất kì thiệt hại nào có thể nảy sinh từ các tài sản mạo hiểm đó. Kết quả là cách tiếp cận này thực chất sẽ tách bạch các ngân hàng “hẹp” an toàn và có thanh khoản cao thực hiện các dịch vụ thanh toán ra khỏi các ngân hàng “rộng” kém thanh khoản thực hiện tất cả các hoạt động khác^[17]. Khi đó các ngân hàng rộng, kể cả khối ngân hàng “ngầm”, không được phép huy động tiền gửi không kỳ hạn hoặc ngắn hạn^[18].

Lợi thế lớn của các phương pháp cải cách kiểu Kế hoạch Chicago là các vụ rút tiền hàng loạt và sự bất ổn mà nó gây ra sẽ không còn là một mối nguy hại nữa. Kế hoạch Chicago phá vỡ mối liên kết giữa việc tạo ra tiền tệ và tạo ra nợ. Việc cho vay sẽ được đảm nhận bởi các ngân hàng rộng và tài trợ bằng vốn hoặc nợ dài hạn, chứ không phải thông qua việc tạo ra tiền. Tiền tệ một lần nữa sẽ trở thành hàng hóa công cộng với nguồn cung được định đoạt bởi chính phủ hoặc ngân hàng trung ương^[19]. Các chính phủ sẽ không phải chống lại những biến động trong việc mở rộng hay thu hẹp nguồn cung tiền - điều vẫn tự động diễn ra ngày nay khi các ngân hàng quyết định mở rộng hay thắt chặt tín dụng. Sự sụt giảm mạnh tín dụng và tiền tệ sau năm 2008 đã dẫn tới sự mở rộng nguồn cung tiền thông qua hoạt động nới lỏng định lượng. Như Irving Fisher đã viết: “Chúng ta có thể để các ngân hàng tự do... cho vay bao nhiêu cũng được, miễn là chúng ta không cho phép họ tạo ra tiền để cho vay... Nói ngắn gọn: hãy quốc hữu hóa tiền tệ nhưng đừng quốc hữu hóa ngân hàng”^[20]. Sự rành

mạch và nhiệt huyết của Fischer trong những năm 1930 lại vọng ra từ những tranh luận của John Cochrane và Martin Wolf ngày nay. Những cải cách như vậy sẽ chấm dứt thuật giả kim trong hệ thống ngân hàng của chúng ta, đi đầu mà những cải cách về quy định chưa làm được.

Vậy tại sao ý tưởng này vẫn chưa được áp dụng? Có thể giải thích là nó sẽ xóa bỏ sự hậu thuẫn ngầm với khối ngân hàng do bản chất “quá quan trọng để sụp đổ” của phần lớn ngân hàng. Các ngân hàng sẽ cố gắng vận động hành lang để ngăn cản các cải cách đó. Để bảo vệ hệ thống thanh toán, thứ cũng quan trọng với nền kinh tế hết như điện với cuộc sống hàng ngày của chúng ta, các chính phủ sẽ luôn đảm bảo giá trị của tài khoản ngân hàng được sử dụng để thanh toán, và vì thế các ngân hàng sẽ được lợi khi tìm cách đặt các tài sản mạo hiểm vào chung bảng cân đối kế toán với tiền gửi. Tuy thế, đi đầu quan trọng hơn là việc xóa bỏ thuật giả kim theo cách này cũng có một vài nhược điểm. Thứ nhất, việc chuyển đổi từ hình thức hiện tại sang phân tách hoàn toàn các ngân hàng rộng và hẹp có thể gây nên nhiều xáo trộn, bắt buộc các tổ chức hiện tại phải thực hiện một sự thay đổi khá tốn kém trong cơ cấu và bảng cân đối kế toán. Cộng đồng ngân hàng hoàn toàn có thể khắc họa động thái này như một sự can thiệp vô lý vào việc quản trị ngân hàng tư nhân, và ngay cả những biện pháp phân tách có quy mô hạn chế hơn nhiều ở Anh cũng đã vấp phải chỉ trích vì lý do này.

Thứ hai, việc phân tách hoàn toàn các ngân hàng thành hai dạng - rộng và hẹp - khiến chúng ta không thể tận dụng lợi ích kinh tế của việc cho phép các trung gian tài chính khám phá và phát triển nhiều phương pháp khác nhau để kết nối người tiết kiệm tiền, vốn luôn mong muốn có sự an toàn và tính thanh khoản, với người vay tiền, vốn luôn muốn được vay linh hoạt dài hạn. Trói buộc các trung gian tài chính sẽ làm chi phí đầu tư

vào nhà xưởng và thiết bị, nhà cửa và các tài sản thực khác tăng lên. Những lợi ích tiềm tàng của việc sử dụng các cách khác nhau để kết nối người tiết kiệm và các nhà đầu tư sẽ mất đi khi chúng ta ngăn cấm việc tài trợ các tài sản mạo hiểm bằng tiền gửi an toàn - trong trường hợp chúng ta có thể tìm được những cách khác, như tôi sẽ nói đến dưới đây, để chấm dứt thuật giả kim.

Thứ ba và cũng là đi đầu quan trọng nhất, ẩn số đột biến khiến thị trường không thể đề phòng tất cả các rủi ro có thể xảy ra, và một trong các vai trò của chính phủ là cung cấp bảo hiểm khi những tình huống cực kỳ xấu không thể lường trước xảy ra. Việc chấm dứt thuật giả kim không có nghĩa là chấm dứt những biến động lớn trong tiêu dùng và sản xuất. Trong thế giới bất định đột biến, nơi mà các hộ gia đình và doanh nghiệp có thể phạm những “sai lầm” lớn trong tính toán khả năng sinh lời tương lai của các dự án, sẽ luôn luôn có rủi ro biến động lớn về tổng tiêu dùng.

Việc đảm bảo việc tạo ra tiền được đặt trở lại vào tay nhà nước bằng cách yêu cầu các ngân hàng hẹp đảm bảo tất cả các khoản tiền gửi bằng chứng khoán chính phủ đúng là có thể ngăn chặn tình trạng rút tiền hàng loạt trong khối ngân hàng và ngân hàng ngân lán lan sang khối tài chính, những diễn biến đã gây hậu quả nghiêm trọng vào năm 2008. Nhưng rủi ro từ những sự kiện không thể dự đoán trước khi đó được tập trung vào giá của tài sản sở hữu trực tiếp bởi các hộ gia đình và doanh nghiệp cũng như khả năng thanh toán nợ của các ngân hàng rộng. Chính phủ có thể không can thiệp và để mặc cho giá cả tài sản thực và các quyền trên những tài sản đó, bao gồm giá trái phiếu và cổ phiếu của các ngân hàng rộng, chịu ảnh hưởng. Như đã nói đến ở **Chương 5** và một lần nữa ở **Chương 9**, một trong những vấn đề khó khăn nhất của chính sách tiền tệ hiện nay là mức

độ can thiệp của ngân hàng trung ương vào thị trường các tài sản đó - để ngăn giá tài sản tăng lên “quá mức” ngay từ đầu hoặc để trợ giá khi giá giảm xuống quá mạnh. Đây là một vấn đề khó giải quyết vì những luận điểm ủng hộ việc can thiệp được dựa trên quan điểm rằng ngân hàng trung ương là cơ quan hiểu rõ nhất khi nào thì giá cả thị trường phản ánh “những sai lầm”. Tôi không nghĩ những thành tích trong lịch sử của các ngân hàng trung ương ủng hộ quan điểm lạc quan như vậy. Việc cung cấp tiền khẩn cấp để đối phó với sự tăng cao đột biến trong nhu cầu thanh khoản và dự trữ ngân hàng trung ương là một chuyện; nhưng việc ngăn chặn sự chuyển động của nền kinh tế và giá thị trường trên quá trình tiến tới một mức cân bằng mới thì lại là một chuyện khác.

Nhưng còn có một luận điểm thuyết phục hơn cho việc cung cấp bảo hiểm khi khẩn cấp cho các trung gian tài chính. Nó bắt nguồn từ tầm quan trọng của việc quản lý nợ trong hoạt động cung cấp tài chính cho nền kinh tế thực. Kể từ cuộc khủng hoảng, ai cũng chăm chăm vào vai trò của nợ - đúng là không nên nợ quá nhiều phòng trường hợp một bất ngờ nào đó xảy ra sẽ dẫn tới các khó khăn tài chính. Nhưng nợ cũng có vai trò đặc biệt, nhất là khi có tài sản đảm bảo; nghĩa là khi người cho vay có quyền đối với tài sản mà người vay thế chấp để đảm bảo cho khoản vay trong trường hợp không trả nợ được. Chủ nợ thường chỉ cho vay bằng một phần giá trị của tài sản đảm bảo, áp dụng một tỉ lệ chiết khấu để bù đắp rủi ro người vay vỡ nợ, khi ấy tài sản đảm bảo vẫn đủ để thu hồi tiền nợ. Tài sản đảm bảo càng có tính thanh khoản cao và càng ít thay đổi giá trị, phần chiết khấu sẽ càng nhỏ đi.

Người cho vay trong trường hợp này không cần theo dõi cẩn thận những diễn biến của dự án - đôi khi không thể thực hiện được trong

trường hợp các doanh nghiệp nhỏ hoặc phức tạp - mà chỉ cần theo dõi giá trị tài sản thế chấp. Đó chính là lí do tại sao nhiều doanh nghiệp nhỏ gặp khó khi huy động vốn và các lãnh đạo của chúng phải lấy giá trị ngôi nhà của mình để làm tài sản thế chấp khi đi vay. Đó là lí do tại sao các ngân hàng không thích cho sinh viên vay mượn: rất khó để theo dõi khả năng trả nợ của họ, trong khi những người này lại có ít tài sản đảm bảo. Tài sản thế chấp rất đáng giá bởi vì giá trị của nó không phụ thuộc vào uy tín của người vay. Việc cho vay dựa trên tài sản thế chấp giúp giải quyết vấn đề thiếu thông tin về độ đáng tin của người vay^[21]. Nó trôi nổi những bánh xe ở các khu vực của nền kinh tế mà các nguồn tài chính khác, ví dụ như vốn, không với tới được. Và một trong những vai trò chủ chốt của các trung gian tài chính là cho vay dựa trên tài sản thế chấp.

Chính vì vậy, huy động vốn thông qua đi vay có tài sản đảm bảo là một đặc điểm quan trọng của hệ thống tài chính, và nó sẽ vẫn tồn tại ngay cả khi ta xóa bỏ động cơ rút tiền hàng loạt hay các dạng nợ ngắn hạn không đảm bảo khác. Mặc dù các ngân hàng rộng không thể tạo ra tiền dưới dạng tiền gửi, họ vẫn có thể vay ngắn hạn và cho vay dài hạn. Trong cả hai trường hợp, họ đều sử dụng tài sản thế chấp. Họ cho các hộ gia đình và doanh nghiệp vay dựa trên tài sản thực, và vay bằng cách phát hành chứng khoán chuyên dùng cho mục đích vay ngắn cho vay dài. Điều này khiến những người mua nợ của ngân hàng có cảm giác chúng thật an toàn và có tính thanh khoản, nhưng thực ra các khoản này đều được đảm bảo bằng các khoản cho vay dài hạn hay các tài sản khác của ngân hàng. Một lượng lớn giấy nợ đối với các tài sản cơ sở đã được tạo ra để thỏa mãn nhu cầu tài sản thế chấp. Theo cách này, ngay cả các ngân hàng rộng cũng tạo ra một mức độ giả kim nhất định. Khi những diễn biến xấu đột ngột xảy đến, giá

trị tài sản thế chấp giảm xuống và chúng bị coi là bất ổn và có tính thanh khoản kém hơn trước. Những chủ nợ sẽ đòi nhiều tài sản thế chấp hơn để duy trì hoặc gia hạn nợ. Những người đi vay, dù là doanh nghiệp hay các ngân hàng, có thể bị buộc phải bán tài sản để thay thế các khoản nợ không được gia hạn, gây nên phản ứng dây chuyền làm giá tài sản càng giảm sâu thêm. Tất cả những điều này đều có ảnh hưởng xấu đến hệ thống ngân hàng và tài chính, dẫn đến tình trạng rút tiền hàng loạt. Nhưng nó cũng không bao giờ biến mất hoàn toàn trong thế giới của các ngân hàng rộng. Nó sẽ tạo ra nhu cầu đòi hỏi các chính phủ hoặc ngân hàng trung ương phải cung cấp bảo hiểm khi nguy cấp dưới hình thức trợ giá và thanh khoản cho tài sản đảm bảo. Chắc chắn một trong những động cơ khiến những chủ nợ của ngân hàng và các tổ chức tài chính khác tháo chạy hàng loạt năm 2008 là vì họ dự đoán sự sụp đổ của các hãng này sẽ khiến cả hệ thống tài chính đóng băng và thu hẹp nguồn tín dụng cho nền kinh tế thực. Cựu Bộ trưởng Tài chính Mỹ là Timothy Geithner đã viết trong hồi ký: “Cách duy nhất để những người đối phó với khủng hoảng ngừng cơn hoảng loạn tài chính là xóa bỏ động cơ gây hoảng loạn, nghĩa là ngăn chặn sự sụp đổ ngổn ngang của các tổ chức trong toàn hệ thống, đồng thời đảm bảo cho chủ nợ của các tổ chức tài chính rằng các khoản cho vay của họ sẽ được thanh toán, và... khiến người nộp thuế phải chịu nhiều rủi ro ngắn hạn hơn”^[22].

Dù những ưu điểm của biện pháp được thực hiện năm 2008 là gì đi nữa thì chắc chắn một người quan sát cũng có thể nói gượng gạo, “Đó chỉ là giải pháp chữa cháy thôi.” Các vụ rút tiền hàng loạt trong hệ thống ngân hàng chính thống và ngân hàng ngầm đã dẫn tới sự sụp đổ của cả hai. Quy mô và chi phí giải cứu các chủ nợ tăng lên đáng kể vì hệ thống ngân hàng không có đủ số vốn cần thiết để hấp thu thiệt hại. Những nỗ lực cung cấp

bảo hiểm thanh khoản thông qua vai trò người cho vay cuối cùng của ngân hàng trung ương không trừng phạt các ngân hàng lợi dụng sự hỗ trợ này, một phần vì việc thu phí bảo hiểm khi thực hiện chính sách này đã quá muộn và có thể làm tình hình tồi tệ thêm. Hệ thống tồn tại trước cuộc khủng hoảng tạo điều kiện cho các ngân hàng xây dựng cơ cấu khiến các cuộc khủng hoảng dễ xảy ra hơn - và đó chính là ý nghĩa những mối lo về sự “suy giảm đạo đức nghề nghiệp”. Việc sẵn sàng thực hiện đủ mọi biện pháp để duy trì hoạt động của hệ thống tài chính thôi vẫn chưa đủ. Bản thân hệ thống cần được thiết kế cẩn trọng để giảm tần suất và độ nghiêm trọng của các cuộc khủng hoảng. Dĩ nhiên việc cung cấp bảo hiểm khẩn cấp cũng có cái lí của nó - nhưng biện pháp này không thể được áp dụng một cách vô điều kiện và bắt buộc như trong năm 2008 được.

Một số nhà bình luận đã bác bỏ những lo lắng về sự suy giảm đạo đức nghề nghiệp. Họ tranh luận thông qua phép loại suy rằng sở cứu hỏa chỉ phải dập lửa khi người ta hút thuốc trên giường thôi. Nhưng với tư cách là một xã hội chúng ta phải bổ sung thêm vào dịch vụ chữa cháy những quy định để khiến hỏa hoạn ít xảy ra hơn. Chúng ta cũng phải làm điều tương tự với khối tài chính. Người ta đã bỏ quá nhiều công sức nghĩ cách đối phó với khủng hoảng bằng cách ném tiền ra khi ngọn lửa đã bùng lên, đặc biệt là ở Mỹ. Chúng ta cần phải phòng ngừa trước vấn đề Câu tục ngữ Latin này cũng có lí “*Si vis pacem, para bellum*” - nếu bạn muốn hòa bình, hãy chuẩn bị cho chiến tranh.

Liệu chúng ta có thể tìm được cách nào để giữ những điểm mạnh của Kế hoạch Chicago - giúp ngăn làn sóng rút tiền - đồng thời giảm tình trạng giả kim trong hệ thống ngân hàng rộng không? Hay nói cách khác, liệu chúng ta có thể làm giảm chi phí của việc xóa bỏ thuật giả kim không?

Một cách tiếp cận mới - chủ hiệu cầm đồ thường trực

Cách để cải tiến là phải nhận ra việc cấm các ngân hàng tự nhân tạo ra tiền chưa đủ để xóa bỏ thuật giả kim trong hệ thống tài chính. Ấn số đột biến khiến việc cung cấp bảo hiểm rủi ro trong một số trường hợp trở nên cần thiết. Khái niệm người cho vay cuối cùng của Bagehot đã lạc hậu trong một số khía cạnh, ông hiểu rằng trong một cuộc khủng hoảng, chúng ta không thể biết một ngân hàng có đủ khả năng thanh toán nợ hay không, nhưng điều đó không quan trọng nếu ngân hàng trung ương có thể cho vay trên “tài sản thế chấp tốt”. Ở thời đại của ông và mãi cho tới gần đây, các ngân hàng luôn giữ một lượng lớn chứng khoán chính phủ và giấy nợ có bảo đảm trên bảng cân đối kế toán. Vậy là họ có rất nhiều tài sản thế chấp tốt. Nhưng khi các ngân hàng rút cạn dự trữ tài sản thanh khoản cao, mọi thứ bắt đầu thay đổi. Kết quả là trong giai đoạn khủng hoảng họ không có đủ tài sản thế chấp tốt và các ngân hàng trung ương phải chấp nhận tài sản thế chấp “kém”, tức các tài sản thanh khoản kém và mạo hiểm. Vì thế, mức bảo chứng phải rất cao để tránh rủi ro cho người nộp thuế. Hậu quả là các ngân hàng trung ương chỉ có thể cho vay một phần lượng thanh khoản mà ngân hàng cần. Như đã nói đến trong **Chương 5**, việc cho vay của ngân hàng trung ương làm rối loạn bảng cân đối kế toán, làm giảm lượng tài sản thế chấp cho các chủ nợ khác và vì thế các chủ nợ này không gia hạn nợ cho ngân hàng.

Vấn đề cơ bản với hình thức LOLR truyền thống là khi tiền tại thuật giả kim, cách duy nhất để cung cấp đủ thanh khoản trong giai đoạn khủng hoảng là cho vay trên tài sản thế chấp kém - với mức bảo chứng không đủ cao và mức lãi suất cực nhỏ hoặc bằng không. Công bố từ trước rằng ngân

hàng trung ương sẽ làm theo quy tắc của Bagehot - cho vay thoải mái trên tài sản đảm bảo tốt với mức lãi suất cao nhất định - sẽ không ngăn được việc ngân hàng trung ương không chấp hành quy tắc đó khi khủng hoảng nổ ra. Đoán trước được điều này, các ngân hàng càng có thêm động cơ để rút cạn nguồn tài sản thanh khoản cao và tài trợ hoạt động của mình bằng tỉ lệ nợ lớn, điều mà thực tế họ đã làm. Chỉ bơm tiền vào hệ thống để dập lửa rồi dẫn lời của Bagehot thôi là không đủ để đối phó với cuộc khủng hoảng; việc đảm bảo các ngân hàng có động lực để chuẩn bị trong giai đoạn bình thường sao cho lúc khó khăn vẫn tiếp cận được thanh khoản cũng quan trọng không kém.

Đã đến lúc chúng ta thay vai trò người cho vay cuối cùng bằng vai trò chủ hiệu cầm đồ thường trực (pawnbroker for all seasons - PFAS). Chủ hiệu cầm đồ là người luôn sẵn sàng cho bất kì ai vay miễn là tài sản đủ đảm bảo cho khoản vay - một người rất cần tiền mặt hôm nay có thể đem cầm một chiếc đồng hồ vàng lấy 25 USD. Từ năm 2008, các ngân hàng trung ương đã quen cho vay trên nhiều loại tài sản bảo đảm hơn trước đây, và thật khó để họ sẽ có thể cung cấp bảo hiểm thanh khoản mà không tiếp tục mở rộng thêm. Vì không muốn bỏ phí những cải cách sau khủng hoảng, tôi cho rằng chúng ta có thể cải thiện hai trong số các cải cách quan trọng nhất trong công tác ngân hàng trung ương kể từ cuộc khủng hoảng - mở rộng cho vay trên nhiều loại tài sản thế chấp hơn và tạo ra tiền bằng nói lỏng định lượng - để tạo nên vai trò mới cho ngân hàng trung ương với tư cách chủ hiệu cầm đồ thường trực. Tôi nhấn mạnh điểm này vì nhiều đề xuất cải cách đã khiến giới ngân hàng và cả các chính phủ chột dạ vì tất cả những biện pháp đó đều mang tính đánh liêu. Ngược lại, PFAS là một sự mở rộng tự nhiên của các biện pháp đã được áp dụng.

Khi nhu cầu thanh khoản đột ngột tăng vọt, người chủ hiệu cần đồ thường trực sẽ cung cấp thanh khoản, tức tiền khẩn cấp, dựa trên các tài sản kém thanh khoản và mạo hiểm. Một ngân hàng trung ương đại diện cho chính phủ có thể làm điều này, nhưng nó sẽ làm điều này trong khuôn khổ của một cơ chế có khả năng xóa bỏ động cơ rút tiền hàng loạt. Ý tưởng PFAS là một chiến lược thích nghi trong môi trường bất định đột biến.

Cảm hứng cho nguyên tắc PFAS được lấy từ nhà báo người Mỹ là William Leggett, người đã viết trong một bài báo trên tờ *New York Evening Post* vào tháng Mười hai năm 1834 rằng:

Hãy gỡ bỏ các điều luật hiện giờ đi; hãy thay thế chúng bằng cách chỉ cần yêu cầu bất kì ai bước chân vào ngành ngân hàng cũng phải trình ra cho một cơ quan chuyên trách một loại bất động sản hay chứng khoán được công nhận nào đó có giá trị bằng toàn bộ giá trị giấy nợ mà người đó muốn ban hành... Ngành ngân hàng dựa trên cơ sở này sẽ không phải đối mặt với những khó khăn do tình trạng hoảng loạn gây ra; vì mỗi ngân hàng sở hữu giấy nợ đều có quyền sở hữu thực tế với một tài sản có giá trị tương đương^[23].

Vai trò PFAS có ba mục đích. Thứ nhất là để đảm bảo tất cả tiền gửi được dựa trên tiền mặt thực tế hoặc một khoản dự trữ đảm bảo trong ngân hàng trung ương. Thứ hai là để đảm bảo việc bảo hiểm thanh khoản mang tính bắt buộc và phải được thanh toán từ trước. Thứ ba là thiết kế một hệ thống có khả năng áp thuế lên mức độ giả kim trong hệ thống tài chính - các trung gian tài chính tư nhân phải chịu chi phí xã hội của thuật giả kim^[24].

Nguyên tắc cơ bản là đảm bảo các ngân hàng sẽ luôn có thể tiếp cận đủ tiền để đáp ứng nhu cầu của người gửi tiền và các chủ nợ ngắn hạn không

có đảm bảo. Chìa khóa ở đây là nhìn vào cả hai phần của bảng cân đối kế toán của ngân hàng. Hãy bắt đầu với phần tài sản. Mỗi ngân hàng sẽ quyết định nó sẽ đặt trước bao nhiêu tài sản ở ngân hàng trung ương - nghĩa là bao nhiêu tài sản liên quan mà ngân hàng trung ương được phép kiểm tra và những tài sản nào trong đó sẽ được phép dùng làm tài sản đảm bảo^[25]. Với mỗi loại tài sản, ngân hàng trung ương sẽ tính mức bảo chứng để quyết định xem nên cho vay bao nhiêu tiền mặt trên tài sản đó. Cộng tất cả các tài sản được đặt trước lại, khi đó chúng ta sẽ biết ngân hàng được quyền vay bao nhiêu tiền tức thời tại ngân hàng trung ương. Vì các thỏa thuận này sẽ được áp dụng trước khi bất cứ cuộc khủng hoảng nào nổ ra rất lâu, ngân hàng trung ương có thể chấp nhận cho vay bất cứ lúc nào mà không gặp khó khăn gì. Việc đánh giá tài sản đảm bảo và tính toán tỉ lệ bảo chứng đã trở thành quy trình thường lệ kể từ cuộc khủng hoảng và sẽ trở thành một chức năng của ngân hàng trung ương trong tư cách PFAS. Lượng tiền mà một ngân hàng được quyền vay dựa trên tài sản đảm bảo đặt trước cộng với dự trữ hiện tại của nó tại ngân hàng trung ương sẽ chỉ ra “lượng tài sản thanh khoản thực tế” của ngân hàng.

Bước thứ hai là nhìn vào phần nợ của bảng cân đối kế toán - tổng tiền gửi không kỳ hạn và nợ ngắn hạn không đảm bảo (coi như dưới một năm), tức phần tiền có thể bị rút ra bất cứ lúc nào. Tổng số đó sẽ cho thấy “nợ thanh khoản thực tế” của ngân hàng^[26]. Khi đó chúng ta có thể quy định buộc các ngân hàng hay tổ chức trung gian tài chính phải có tài sản thanh khoản thực tế nhiều hơn nợ thanh khoản thực tế. Gần như tất cả các quy định thận trọng về vốn và thanh khoản hiện tại, trừ mức giới hạn đòn bẩy, đều có thể được thay thế bằng quy tắc đơn giản này. Quy tắc này sẽ đóng vai trò là một dạng bảo hiểm bắt buộc để khi khủng hoảng nổ ra, ngân hàng

trung ương có thể tự do cho vay dựa trên các điều khoản đã thống nhất từ trước mà không cần đặt thêm mức phạt trên các khoản cho vay. Mức phạt, hay giá bảo hiểm, sẽ được bao gồm trong tỉ lệ bảo chứng mà ngân hàng trung ương yêu cầu cho mỗi loại tài sản đảm bảo. Cũng giống như những người đi mô tô bắt buộc phải mua bảo hiểm cho xe ô tô của bên thứ ba để bảo vệ những người đi đường khác⁺, các ngân hàng cũng phải bỏ ra một khoản bảo hiểm thanh khoản lúc bình thường để có thể tiếp cận nguồn thanh khoản từ ngân hàng trung ương khi khủng hoảng.

Hãy cùng xem xét một ví dụ đơn giản về ngân hàng với tổng tài sản và nợ mỗi bên đều bằng 100 triệu USD. Giả sử nó có 10 triệu USD tài sản dưới dạng dự trữ ở ngân hàng trung ương, 40 triệu USD các chứng khoán có tính thanh khoản tương đối cao và 50 triệu USD dưới dạng các khoản cho vay thanh khoản kém cho doanh nghiệp. Nếu ngân hàng trung ương quyết định tỉ lệ bảo chứng phù hợp trên các chứng khoán có tính thanh khoản cao là 10 phần trăm và trên các khoản cho vay thanh khoản kém là 50 phần trăm, khi đó nghĩa là ngân hàng trung ương sẵn lòng cho vay 36 triệu USD cho dạng tài sản thứ nhất và 25 triệu USD cho dạng tài sản thứ hai, miễn là tất cả tài sản của ngân hàng có thể được đặt trước làm tài sản đảm bảo. Khi đó tài sản thanh khoản thực sẽ là $10 + 36 + 25$ triệu USD, tổng cộng là 71 triệu USD. Ngân hàng chỉ được phép dùng tối đa 71 triệu USD tiền gửi và nợ ngắn hạn để tài trợ các hoạt động của mình.

Các ngân hàng sẽ được tự do quyết định thành phần tài sản và nợ, cho phép họ áp dụng và thử nghiệm nhiều hình thức hoạt động, với điều kiện là thuật giả kim trong khối kinh tế tư nhân phải bị xóa bỏ. PFAS sẽ đem lại sự linh hoạt cần thiết cho Kế hoạch Chicago.

Hình thức này hoàn toàn khả thi và nên được áp dụng một cách từ từ trong một khoảng thời gian như từ mười tới hai mươi năm. Mức độ giả kim hiện tại có thể được tính là phần dôi ra của nợ thanh khoản thực so với tài sản thanh khoản thực theo phần trăm trên tổng quy mô bảng cân đối kế toán. Như trong ví dụ trên, ngân hàng hiện tại có nợ gồm 50 triệu USD tiền gửi, 35 triệu USD nợ ngắn hạn không đảm bảo (với kì hạn dưới một năm), 10 triệu USD nợ dài hạn và 5 triệu USD vốn chủ sở hữu. Tổng nợ thanh khoản thực của nó sẽ là 85 triệu USD (gồm tiền gửi và nợ ngắn hạn), cao hơn 14 triệu USD so với mức tài sản thanh khoản thực là 71 triệu USD, tức mức giả kim hiện tại là 14 phần trăm. Với thời hạn chuyển đổi là hai mươi năm, ngân hàng sẽ phải giảm mức độ giả kim này 0,7 phần trăm mỗi năm để đến hết thời hạn đó nó sẽ thỏa mãn điều kiện rằng tài sản thanh khoản thực cao hơn nợ thanh khoản thực, và tỉ lệ giả kim bằng 0. Trong giai đoạn chuyển đổi, chúng ta nên giữ lại các quy định cân trọng hiện tại và các giới hạn phân tách hoạt động trong các đạo luật gần đây, một phần để xem chúng phát huy tác dụng thế nào và một phần cũng là động cơ để khối tài chính thực hiện việc chuyển đổi. Vì PFAS tận dụng một số diễn biến khác thường trên các bảng cân đối kế toán của ngân hàng trung ương, giờ chính là lúc lí tưởng để bắt đầu cải cách. Có thể phải mất đến khoảng hai mươi năm để loại bỏ hoàn toàn thuật giả kim khỏi hệ thống của chúng ta, nhưng chẳng có lí do gì để chúng ta trì hoãn quá trình này cả.

Cũng giống như mọi cải cách kiểu này, hình thức đó sẽ áp dụng cho tất cả các tổ chức trung gian tài chính, ngân hàng và ngân hàng ngầm đã phát hành nợ không bảo đảm với kì hạn dưới một năm nhiều hơn mức cho phép trong bảng cân đối kế toán. Mức cho phép sẽ là một con số mang tính chủ quan và có thể dẫn đến tranh luận. Thách thức chủ yếu là phải đảm bảo

thuật giả kim không di chuyển ra khỏi khu vực bị quy định bó buộc và hưởng lợi từ sự hậu thuẫn ngầm của xã hội^[27]. Chắc chắn là sẽ có những vấn đề thực tế khác phải giải quyết, nhưng lí do chúng ta tuyển chọn các quan chức nhà nước tài giỏi chính là để giải quyết vấn đề và không để đám chuyên gia vận động hành lang sử dụng chúng làm lí do chống lại các cải cách.

Ý tưởng người chủ hiệu cầu đầu thường trực được xây dựng trên nền tảng vai trò người cho vay cuối cùng và trải nghiệm khủng hoảng năm 2008. Nó có sáu ưu điểm chính:

Thứ nhất, đề xuất này thừa nhận rằng trong một cuộc khủng hoảng thực sự, nguầu thanh khoản duy nhất là ngân hàng trung ương với sự hậu thuẫn của một chính phủ có khả năng thanh toán, có thể chuyển các tài sản thanh khoản kém thành các quyều lợi thanh khoản cao.

Thứ hai, ý tưởng này tạo ra một sự chuyển đổi tự nhiên sang một hệ thống không có thuật giả kim trong khối tiều tệ và ngân hàng tư nhân.

Thứ ba, nó giúp ta tránh khỏi việc lựa chọn giữa tình trạng hiện tại và cách giải quyết cực đoan, trong đó 100 phần trăm dự trữ ngân hàng và tất cả các khoản cho vay phải được tài trợ bằng vốn. Nó cho phép ngân hàng và các tổ chức tài chính trung gian tự xây dựng kết cấu cân đối tài chính và phương thức kết nối các loại tài sản vào kết cấu nợ. Nhờ thế, nó khuyến khích cạnh tranh trong khối tài chính trong khi vẫn hạn chế thuật giả kim. So với Kế hoạch Chicago, nó làm giảm chi phí xóa bỏ tình trạng rút tiều hàng loạt.

Thứ tư, nó giải quyết vấn đề suy giảm đạo đức nghề nghiệp trong mô hình người cho vay cuối cùng chính thống. Các ngân hàng sẽ buộc phải trả bảo hiểm dưới dạng tài sản bảo đảm đặt trước tại ngân hàng trung ương để

khi cần thiết họ có thể nhận được thanh khoản nhanh chóng với chi phí thấp. Chúng ta không cần phải áp dụng tỉ lệ phạt trên các khoản vay trong giai đoạn khủng hoảng vì bản thân tỉ lệ bảo chứng trên tài sản đảm bảo đã loại bỏ sự ỷ lại vào nguồn cung cấp thanh khoản của ngân hàng trung ương. Ngân hàng trung ương có thể tiếp cận tài sản đảm bảo trong giai đoạn bình thường và không bị buộc phải đưa ra những quyết định tức thời về tài sản đảm bảo trong giai đoạn sóng gió giống như những gì đã xảy ra trong cuộc khủng hoảng. Dĩ nhiên trong giai đoạn bình thường, ngân hàng trung ương sẽ phải chịu sức ép đặt tỉ lệ bảo chứng có lợi cho các loại tín dụng ngân hàng phổ biến về mặt chính trị và cả sức ép từ các cuộc vận động hành lang của ngân hàng để giảm tỉ lệ bảo chứng. Nhưng các ngân hàng trung ương đang có vị thế vững chắc hơn để chống lại những sức ép đó trong giai đoạn bình thường so với giai đoạn hậu khủng hoảng vừa qua. Hơn nữa, việc thay đổi tỉ lệ bảo chứng cũng sẽ không thay đổi thực tế rằng với việc ngân hàng trung ương đảm bảo khả năng tiếp cận thanh khoản cho các ngân hàng dưới hình thức PFAS, nguyên nhân gây ra làn sóng rút tiền hoặc không gia hạn nợ ngắn hạn cho ngân hàng sẽ được giải quyết. Vậy nên tiếng xấu của việc khai thác sự hỗ trợ từ người cho vay cuối cùng (xem **Chương 5**) cũng sẽ giảm đi nhiều.

Thứ năm, nó tích hợp hai hoàn cảnh đặc biệt hiện nay vào thành đặc điểm chính. Thứ nhất, bằng cách tạo ra tiền thông qua nói lỏng định lượng, các ngân hàng trung ương đã mở rộng quy mô bảng cân đối kế toán rất nhiều. Việc tạo ra tiền khẩn cấp này đã tăng tỉ lệ tài sản thanh khoản trên các bảng cân đối kế toán của các ngân hàng. Ví dụ, dự trữ của các ngân hàng Mỹ tại Cục dự trữ liên bang tăng từ mức 1 phần trăm trên tổng tài sản trước khủng hoảng lên tới hơn 20 phần trăm vào tháng Chín năm

2015^[28]. Mức cao hơn này nên được duy trì, nếu cần thiết thì ngân hàng trung ương có thể tiếp tục mua nợ chính phủ khi các khoản nợ hiện tại đáo hạn. Thứ hai, cơ sở hạ tầng được thiết lập trong ngân hàng trung ương nhằm đánh giá và quản lý tài sản đảm bảo trong cuộc khủng hoảng nên được duy trì làm một chức năng chính thức. Hiện giờ nó đã là một phần trong các hoạt động thông thường của Ngân hàng Anh Quốc và Ngân hàng quốc gia Australia^[29].

Thứ sáu, các quy định sẽ được đơn giản hóa rất nhiều: quy định của PFAS là tài sản thanh khoản thực phải lớn hơn nợ thanh khoản thực và xác định một mức đòn bẩy tối đa. Phần lớn các quy định khác về vốn và thanh khoản có thể được gỡ bỏ sau giai đoạn chuyển đổi. Điều này sẽ đem lại lợi ích to lớn trong việc đơn giản hóa các quy định và cho phép gỡ bỏ rất nhiều điều luật phức tạp.

Mỗi nước có thể chọn con đường riêng để kết thúc thuật giả kim, và sẽ không cần có thỏa thuận quốc tế nào về chi tiết các quy định ngân hàng. Nguyên tắc của các quy định Basel là áp đặt mức tiêu chuẩn tối thiểu cho tất cả các nước, nhưng phương pháp xóa bỏ thuật giả kim lại rất tự nhiên và các nước nên được phép áp dụng phương pháp này với tốc độ phù hợp. Khả năng ngân hàng trung ương hành động với tư cách LOLR hay PFAS phụ thuộc vào khả năng thanh toán nợ của nhà nước. Một chính phủ vỡ nợ hoặc không thể tự in tiền không thể dễ dàng hỗ trợ hệ thống ngân hàng trong cuộc khủng hoảng. Việc thiết lập quy định đang dần trở lại với các chính phủ vì việc cung cấp bảo hiểm thanh khoản hiển nhiên là có rủi ro tài khóa. Đó là một lý do tại sao việc giải quyết các vấn đề ngân hàng ở khu vực đồng euro lại đầy gian nan khi không có sự liên kết về tài khóa và chính trị. Nhiều khả năng các chính phủ sẽ ngày càng cho rằng để quản trị

các hoạt động ngân hàng một cách hợp lý, họ phải buộc tất cả ngân hàng hoạt động trong biên giới nước mình phải trở thành các công ty con riêng rẽ chứ không được làm chi nhánh của các ngân hàng nước ngoài.

Cốt lõi của một người chủ hiệu cần để thành công là sẵn sàng cho bất kì ai vay dựa trên tài sản đảm bảo cực kì giá trị. Năm 2008, các ngân hàng có rất ít “đồng hồ vàng” và rất nhiều đồng hồ hồng, và ngân hàng trung ương bị buộc phải cho vay trên các tài sản đảm bảo không đủ tốt để cứu cả hệ thống. Trước cuộc khủng hoảng tiếp theo, chúng ta cần bảo đảm hệ thống ngân hàng có đủ tài sản thế chấp đặt trước, bao gồm cả dự trữ ở ngân hàng trung ương, để có thể nhanh chóng huy động tài chính đáp ứng nhu cầu của người gửi tiền rút ra hàng loạt hoặc các chủ nợ không muốn gia hạn nợ. Khác với một chủ hiệu cần để thông thường trên phố, các ngân hàng trung ương sẽ muốn nhận các tài sản đảm bảo có quy trình định giá khó khăn và mất thời gian hơn đồng hồ vàng. Quy định PFAS là một động cơ lớn thúc đẩy các ngân hàng gửi tài sản đảm bảo cho ngân hàng trung ương trước khi khủng hoảng nổ ra.

Vấn đề lớn nhất trong việc yêu cầu ngân hàng trung ương đóng vai trò PFAS là những khó khăn trong việc đặt ra tỉ lệ bảo chứng hợp lý. Nếu việc tính toán độ rủi ro cho các tài sản ngân hàng khó khăn thì việc tính toán tỉ lệ bảo chứng cũng chẳng dễ dàng hơn. Điều cốt lõi ở đây là mục đích của hai phép tính này hoàn toàn khác nhau. Một phép tính có mục đích là tính toán rủi ro tổng thể trong danh sách các tài sản ngân hàng khác nhau, đòi hỏi người tính phải biết rõ tất cả các khả năng có thể xảy ra và những biến đổi lợi nhuận trên các tài sản khác nhau. Trong khi đó, phép tính tỉ lệ bảo chứng có mục đích hạn chế hơn là tính toán đại khái và tức thời tỉ lệ chiết khấu để một tài sản đảm bảo có thể được bán đi khi ngân hàng không trả

được nợ cho ngân hàng trung ương, cho phép ngân hàng trung ương giữ tài sản đảm bảo trong một cuộc khủng hoảng tới khi thị trường tài chính trở lại bình thường. Tỷ lệ bảo chứng một khi tính toán xong sẽ được giữ nguyên trong khoảng ba năm và không thay đổi thường xuyên. Giống như bất kỳ chủ hiệu cầ n đ ồ nào, ngân hàng trung ương nên đặc biệt thận trọng khi đặt tỷ lệ bảo chứng và nếu không chắc chắn thì tốt nhất nên đặt tỷ lệ này cao lên. Quy mô bảo chứng trên các loại tài sản khác nhau cũng giống như phí bảo hiểm mà các ngân hàng phải trả để tiếp cận thanh khoản ngay lập tức, nhờ đó họ không gặp nguy hiểm khi bị rút tiền hàng loạt và có thể chống chịu các biến động không thể lường trước. Đó chính là phần thuế trên thuật giả kim. Quy mô của sắc thuế này nên phản ánh chi phí của người nộp thuế trong việc cung cấp bảo hiểm ng ầ n để các ngân hàng có thể tiếp cận thanh khoản tức thời trên tài sản đảm bảo đặt trước.

Trong một thế giới t iền tại ầ n số đột biến, không có phương pháp toán học nào có thể định giá hình thức bảo hiểm đó. Đối với phần lớn tài sản ngân hàng trừ dự trữ ở ngân hàng trung ương, tỷ lệ bảo chứng nên được đặt ở mức cao. Theo Kế hoạch Chicago - một trường hợp giới hạn - tỷ lệ này là 100 phần trăm. Với PFAS, các tỷ lệ chiết khấu phản ánh khả năng của ngân hàng trung ương có thể giữ các tài sản đảm bảo trong giai đoạn khủng hoảng và bán đi khi tình hình trở lại bình thường. Chúng sẽ phản ánh độ bất ổn và tính thanh khoản kém của các tài sản, và một khi đã được đặt ra, các tỷ lệ này sẽ không thể bị thay đổi khi khủng hoảng, bằng không chúng sẽ không còn là một ngu ồ n thanh khoản đặc dụng nữa. Vậy nên khi đặt tỷ lệ bảo chứng trên các tài sản khác nhau, các ngân hàng trung ương cầ n đảm bảo chúng có thể hấp thu thiệt hại t iền tàng trên các tài sản đó - mặc dù các ngân hàng trung ương không cầ n phải nhanh chóng bán đi những tài sản

mà mình nắm giữ sau một cơn hoảng loạn. Khác với các tổ chức tài chính cần thanh khoản, ngân hàng trung ương có thể chờ tới khi tình hình trở lại bình thường.

Nhưng đi đầu này có thể vẫn đòi hỏi những thay đổi vĩnh viễn về giá tài sản tương đối so với nhau và các tỉ lệ bảo chứng cần tính đến rủi ro này. Vì thế nhiều khả năng chúng sẽ cao hơn nhiều so với mức các ngân hàng thương mại cho vay ngắn hạn. Và với một số tài sản chúng có thể lên đến mức 100 phần trăm. Trong những năm gần đây, các ngân hàng trung ương đã cho vay với tỉ lệ bảo chứng từ chỉ vài phần trăm lên đến 60 phần trăm hoặc hơn, tùy vào loại tài sản. Việc đặt các tỉ lệ bảo chứng cao trong giai đoạn bình thường trong mô hình PFAS cũng giống như việc cất hũ rượu khi bữa tiệc bắt đầu rôm rả vậy. Có một điều quan trọng là các ngân hàng trung ương không được coi mình là cột chống lưng cho một số thị trường thanh khoản của một vài loại tài sản nhất định. Vai trò của ngân hàng trung ương không phải là bảo trợ cho sự tồn tại của các thị trường không thể tồn tại nếu không có họ. Với các tài sản phức tạp hoặc không rõ ràng, một quy tắc kinh nghiệm hữu ích để đặt các tỉ lệ bảo chứng là quy tắc của Dennis Weatherstone ở ngân hàng J.P. Morgan (xem **Chương 4**). Nếu quan chức ngân hàng trung ương chịu trách nhiệm quản lý tài sản đảm bảo không thể hiểu rõ bản chất của tài sản đó trong ba buổi họp kéo dài mười lăm phút, khi đó tỉ lệ chiết khấu sẽ là 100 phần trăm.

Thỉnh thoảng cũng sẽ có ngân hàng sụp đổ - phá sản thực ra là một phần không thể thiếu của một nền kinh tế thị trường thịnh vượng. Với PFAS, các ngân hàng có nguy cơ phá sản sẽ có một năm để được tái cơ cấu. Sẽ không có những cuộc giải cứu trong hoảng loạn dịp cuối tuần, cũng không có những câu chuyện để mà kể trong hồi kí. Giải thể ngân hàng -

một cơ chế phá sản đặc biệt dành cho các ngân hàng - sẽ đơn giản hơn hiện nay vì tiền gửi (nợ) và tài sản đảm bảo đặt tại ngân hàng trung ương (tài sản) có thể được lấy đi từ ngân hàng phá sản, còn tiền gửi sẽ được chuyển tới ngân hàng khác cùng với lượng dự trữ thanh khoản tương ứng với tài sản đảm bảo. Điều này sẽ cho phép cơ quan phụ trách việc giải thể thực hiện các nghiệp vụ với phần còn lại của ngân hàng mà không gây nên xáo trộn lớn cho người gửi tiền.

Về bản chất, khi một ngân hàng phá sản, nó phải được phân tách thành các thành phần “hẹp” và “rộng”. Thực hiện quy trình phá sản cho ngân hàng lớn và phức tạp là một quá trình tốn kém và rối rắm, như ví dụ về sự sụp đổ của Lehman Brothers năm 2008 đã chỉ ra quá rõ. Có những người lập nghiệp bằng công tác quản lý quá trình này, và điều đó vẫn tiếp diễn. Các cơ quan luật pháp cần phải khiến các ngân hàng nhận ra tình trạng thực của bảng cân đối kế toán của mình sớm hơn. Một bài học từ cuộc khủng hoảng ngân hàng ở Phần Lan và Thụy Điển đầu thập niên 90, cũng như từ những vấn đề kéo dài hàng thập kỷ trong hệ thống ngân hàng Nhật Bản, là tầm quan trọng của việc nhận diện thiệt hại từ sớm và khuyến khích sự minh bạch về tình trạng thật của bảng cân đối kế toán. Sự thiếu minh bạch tạo điều kiện cho các ngân hàng trì hoãn việc ghi nhận thiệt hại. Điều đó nghĩa là các khoản vay bị giữ lại trong các doanh nghiệp có khả năng thu lời thấp, khiến các công ty có khả năng mở rộng lại bị thiếu nguồn tài chính. Đó chính là công thức gây nên trì trệ.

Cuộc tranh luận liệu các ngân hàng có “quá quan trọng để sụp đổ” hay không có thể được rút gọn thành một câu hỏi đơn giản: các ngân hàng là một phần mở rộng của nhà nước như trong nền kinh tế bao cấp, hay là một phần của nền kinh tế thị trường? Nếu về thứ hai là đúng, khi đó để bù đắp

các thiệt hại xã hội mà mình gây ra trong giai đoạn khủng hoảng, các ngân hàng nên bị buộc phải trả bảo hiểm bắt buộc thông qua PFAS và phải có đủ “khả năng hấp thu thiệt hại” ở phần nợ của bảng cân đối để giảm sự bảo đảm ngầm của người nộp thuế cho các chủ nợ của ngân hàng. Chỉ có cách tài trợ bằng vốn sở hữu mới có thể đảm bảo khả năng này^[30]. Việc áp dụng hình thức PFAS sẽ hỗ trợ việc thay đổi tâm lý của mọi người theo hướng rằng các ngân hàng sẽ không còn được giải cứu nữa. Đây là bài toán tạo ra hệ thống ngân hàng và tài chính trong đó các chính phủ không cần can thiệp nhiều để giải cứu các công ty đang phá sản.

Trước cuộc khủng hoảng, các ngân hàng có quá ít vốn sở hữu và sở hữu quá ít tài sản có tính thanh khoản cao. Phương thức giải quyết đúng đắn là yêu cầu các ngân hàng sử dụng vốn sở hữu nhiều hơn và tuân thủ quy định PFAS. Tỷ lệ vốn sở hữu 10 phần trăm trên tổng tài sản sẽ là một mức khởi điểm tốt, so với mức phổ biến 3-5 phần trăm hiện nay. Một thế kỷ trước, tỷ lệ này cho nhiều ngân hàng là 25 phần trăm!^[31] Nếu lượng vốn sở hữu thấp, khi đó bất kỳ tin xấu nào cũng có nhiều khả năng khiến các chủ nợ ngắn hạn từ bỏ ngân hàng, còn các cổ đông thì muốn “đánh cược để thu hồi”, vì những thiệt hại cuối cùng sẽ rơi lên đầu chủ nợ và người nộp thuế.

Quy định PFAS không phải một giấc mơ viễn vông. Một số ngân hàng trung ương đã đi theo hướng này. Ví dụ, Ngân hàng Anh Quốc trong một thời gian đã khuyến khích các ngân hàng đặt trước tài sản đảm bảo để được bảo hiểm thanh khoản. Mùa xuân năm 2015, giá trị tài sản đảm bảo đặt trước tại Ngân hàng Anh Quốc là 460 tỉ bảng và tỷ lệ bảo chứng trung bình là 33 phần trăm. Cùng với lượng dự trữ tại Ngân hàng Anh Quốc là 317 tỉ bảng, nợ thanh khoản thực của hệ thống ngân hàng là 632 tỉ bảng so với

tổng tài sản gửi 1.820 tỷ bảng^[32]. Mức độ giả kim khi đó vẫn rất lớn nhưng khoảng một phần ba tài sản gửi được hỗ trợ bởi các tài sản thanh khoản “thực” và ý đồ xóa bỏ thuật giả kim thông qua PFAS hoàn toàn khả thi. Thuật giả kim có thể bị loại bỏ khỏi hệ thống bằng cách tạo áp lực từ hai đầu - nâng tỉ lệ vốn tối thiểu và giữ bảng cân đối kế toán của ngân hàng trung ương và lượng tài sản dự trữ của nó ở mức hiện tại. Điều này sẽ giúp quy định PFAS phát huy tác dụng. Mục tiêu này không hề táo bạo và phi thực tế bởi việc xóa bỏ thuật giả kim có thể được thực hiện thông qua việc mở rộng các biện pháp đã được tiến hành trong cuộc khủng hoảng và áp dụng quy định PFAS. Ý tưởng này tuy mới nhưng các phương thức để áp dụng thì không. Các biện pháp “đặc biệt” hiện tại hoàn toàn có thể dẫn tới một giải pháp cho thuật giả kim.

Tương lai của tiền tệ

Trong một thế giới tài sản tại ẩn số đột biến, nhu cầu thanh khoản có thể bất ngờ thay đổi theo hướng không thể đoán trước. Trong các vai trò của tiền tệ đã nói đến trong **Chương 2**, vai trò cung cấp thanh khoản được giải quyết bởi hình thức người chủ hiệu cần thường trực. Nhưng liệu chúng ta có thực sự cần tiền cho hai vai trò còn lại - để cho phép chúng ta mua “đỡ” và dùng nó làm đơn vị tính, hay thước đo, để đánh giá sản xuất? Liệu những tiến bộ về công nghệ thông tin có khiến hai vai trò này của tiền tệ trở nên dư thừa?

Chúng ta không còn cần tiền mặt để mua “đỡ” và thậm chí việc sử dụng séc để thanh toán cũng đã giảm mạnh. Thay vào đó chúng ta dùng hệ thống thanh toán điện tử. Vậy liệu chúng ta có nên ngừng in tiền giấy? Điều này có vài ưu điểm. Một lượng lớn tiền giấy, đặc biệt là tiền có mệnh

giá lớn, được sử dụng vào các giao dịch bất hợp pháp, vừa để lách thuế, vừa để phục vụ các hành vi phạm tội khác. Ở Mỹ, hơn 4.000 USD tiền mặt và tiền xu được lưu thông tính trên mỗi người đàn ông, phụ nữ và trẻ em^[33]. Ở Nhật, con số này là gần gấp đôi. Hơn 75 phần trăm lượng tiền này là dưới dạng tiền mặt với mệnh giá lớn nhất, tờ 100 USD và tờ 10.000 yên.

Rõ ràng người ta có mong muốn được ẩn danh khi thanh toán. Mong muốn này đã bị bào mòn nhiều vì việc sử dụng hình thức thanh toán điện tử dưới hệ thống theo dõi chống khủng bố và các quy định cấm rửa tiền buộc người ta phải cung cấp thông tin cho chính phủ. Vậy nên nhu cầu sử dụng tiền mặt khó mà biến mất nhanh chóng được, và việc được ẩn danh trong các giao dịch bất hợp pháp là mặt trái của quyền riêng tư cá nhân.

Tuy thế, thanh toán điện tử là hình thức phù hợp cho sự phát triển trong tương lai. Ngay cả các vụ cướp ngân hàng kiểu cũ cũng đang giảm đi - số các vụ cướp ở Mỹ trong giai đoạn 2004-2014 giảm gần một nửa - để nhường chỗ cho sự bùng nổ tội phạm tin học^[34]. Hiện tại, việc chuyển tiền điện tử đơn giản chỉ là chuyển tiền từ tài khoản ngân hàng này sang tài khoản khác - tiện dụng nhưng không hề mang tính cách mạng - và các ngân hàng sau đó thanh toán các giao dịch với nhau thông qua tài khoản tại ngân hàng trung ương. Thay vào đó, về nguyên tắc, hai bên đối tác trong một giao dịch có thể thanh toán trực tiếp bằng cách chuyển tiền từ tài khoản điện tử này sang tài khoản kia trong “thời gian thực”.

Sự ra đời của bitcoin là một diễn biến theo chiều hướng đó - một “đồng tiền ảo” ra đời năm 2009, được cho là phát minh của một hoặc nhiều cá nhân dưới bí danh Satoshi Nakamoto. Quyền sở hữu bitcoin được trao đổi thông qua các giao dịch song phương mà không cần chứng nhận

của bên thứ ba (điều cần thiết trong tất cả các hệ thống giao dịch điện tử hiện tại). Các giao dịch được chứng nhận bởi một hệ thống kế toán điện tử mà tất cả người dùng đều có thể tiếp cận^[35]. Nguồn cung cấp bitcoin được định đoạt thông qua một thuật toán trong phần mềm vận hành hệ thống (với số lượng tối đa là hai mươi một triệu). Nếu bạn thuyết phục được ai đó chấp nhận thanh toán bằng bitcoin, khi đó bạn có thể dùng nó để mua “đồ”. Giá bitcoin tính trên hàng hóa và dịch vụ, hoặc các đồng tiền như đồng đô-la Mỹ, được định đoạt bởi thị trường. Khi không có cơ quan chính phủ nào đặt tiêu chuẩn cho bitcoin làm đơn vị thanh toán, giá của chúng cực kỳ bất ổn - khi mới ra đời chúng có giá chưa tới 1 USD nhưng đã đạt đỉnh hơn 1.100 USD vào tháng Mười hai năm 2013, và rồi trở lại mức dưới 400 USD cuối năm 2015^[36]. Vì không có cơ quan thường trực quy đổi chúng thành hàng hóa hoặc đồng tiền khác, bitcoin là một hình thức đầu tư mang nặng tính đầu cơ. Chúng không có giá trị cơ bản: giá của chúng đơn giản phản ánh giá trị bitcoin dự kiến trong tương lai.

Sự minh bạch của thuật toán xác định nguồn cung bitcoin là vô cùng quan trọng. Một ví dụ về những gì có thể xảy ra khi lòng tin vào quá trình đó bị đánh mất là số phận của một đồng tiền tương tự, đồng auracoin, một loại tiền ảo của Iceland. Là một hình thức thay thế cho tiền giấy do chính phủ phát hành, các đồng auracoin được lưu thông ở Iceland bởi một doanh nghiệp khởi nghiệp tư nhân vào tháng Ba năm 2014 thông qua phân phối trực tiếp cho từng người dân trong danh sách mã số cá nhân. Trong vài tháng, nó đã mất giá 96 phần trăm so với giá trị khi mới phát hành^[37]. Hơn nữa, như đã nói đến ở **Chương 2**, với các đồng tiền định danh do tư nhân phát hành, các hãng mới gia nhập thị trường có thể làm giảm giá trị các đồng tiền hiện tại. Điều gì có thể ngăn cản một nhóm lập

trình viên phát hành tiền ảo dưới cái tên “đô-la điện tử”? Tổng ngân cung tiền ảo không thể được kiểm soát bởi một bên phát hành nào, và đó chính là lí do tại sao các chính phủ quốc hữu hóa việc in tiền giấy.

Tiền ảo hấp dẫn những người muốn thanh toán匿 danh^[38]. Là một phương tiện thanh toán mới được phát minh, bitcoin đã thu hút được nhiều sự quan tâm. Nhưng trong vai trò làm tiền tệ, chúng giống một loại vàng ảo hơn - hấp dẫn với những ai không tin tưởng các chính phủ trong việc quản trị ngân cung tiền tệ, nhưng lại có giá trị cực kì bất ổn^[39].

Nhưng tại sao ta phải dùng tiền tệ để giao dịch khi máy tính cho phép chúng ta đổi hàng hóa và tiền lấy tài sản? Với các hệ thống giao dịch điện tử tốc độ nhanh, giờ ta có thể chuyển thẳng cổ phiếu, cổ phần và các dạng của cải khác có thể giao dịch được từ người mua sang người bán thay vì chuyển tiền, nhờ thế cho phép người mua và người bán khỏi phải giữ tài sản của mình dưới những hình thức có lãi suất thấp hoặc không sinh lãi. Những cơ chế được thống nhất từ trước trong các thuật toán sẽ định đoạt quá trình bán các tài sản tài chính của người mua và tăng lượng tài sản tài chính của người bán, cũng theo một quy trình được thống nhất trước. Bất cứ tài sản nào đạt đến giá cân bằng thị trường trong “thời gian thực” cũng có thể được giao dịch theo hình thức này. Ai đó trả tiền cho một bữa ăn ở nhà hàng vẫn có thể dùng thẻ như hiện nay nhưng kết quả sẽ không phải là việc chuyển tiền qua tài khoản ngân hàng của nhà hàng, mà sẽ có một giao dịch bán cổ phiếu trong hồ sơ của khách hàng và giao dịch mua các cổ phiếu khác hoặc tài sản khác có giá trị tương đương của nhà hàng. Chìa khóa để phát triển hình thức này là khả năng liên lạc trong “thời gian thực” giữa các máy tính để chúng có thể đánh giá ngay uy tín của người mua và

người bán, qua đó cho phép giao dịch trong khối tư nhân được hoàn tất. Tiền sẽ không còn đóng vai trò làm phương tiện để mua “đồ” nữa.

Chuyển của cải “tức thời” nghe có vẻ hấp dẫn vì nó có thể giúp việc sử dụng tiền trở nên kinh tế hơn. Nhưng các tin nhắn điện tử mang theo chỉ dẫn giao dịch không được chuyển đi tức thời mà chỉ với tốc độ giới hạn bằng vận tốc ánh sáng. Dĩ nhiên tốc độ này là cực nhanh - khoảng 186.000 dặm (300.000 km) một giây - nhưng vẫn không đủ nhanh để ngăn ngừa vấn đề. Một số người thường xuyên giao dịch trên các thị trường tài chính đã đầu tư mạnh vào công nghệ vì sóng thậm chí có tốc độ còn nhanh hơn truyền tín hiệu bằng cáp quang để cho phép họ áp dụng chiến lược đi trước (xem **Chương 4**). Những nhà lập pháp đã tỏ ra lo lắng về kiểu hành vi này; hãy thử tưởng tượng hành vi đi trước sẽ nghiêm trọng thế nào nếu tất cả các loại thanh toán đều được thực hiện bằng cách bán và mua các tài sản tài chính. Vì các giao dịch không bao giờ có thể thực sự diễn ra tức thời, tôi cho rằng ít có khả năng chúng ta sẽ chuyển sang dùng một hệ thống thanh toán không cần tiền tệ trong tương lai trước mắt. Các tài khoản ngân hàng để thực hiện giao dịch hoặc để dự trữ thanh khoản sức mua sẽ tiếp tục đi cùng chúng ta, cùng với cả nhu cầu cần đến mô hình người chủ hiệu cần đồ thường trực.

Một cách để giảm nhu cầu tiền gửi, và giảm quy mô hoạt động của mô hình người chủ hiệu cần đồ thường trực là các ngân hàng trung ương cho phép tất cả mọi người mở tài khoản ở chỗ mình để thanh toán cho người khác và dự trữ thanh khoản. Hiện tại, các ngân hàng trung ương không thể đáp ứng cho quá nhiều khách hàng, mặc dù các công nghệ mới sẽ giúp việc quản lý nhiều tài khoản trở nên dễ dàng hơn. Biện pháp này sẽ đơn giản hóa và giảm rủi ro trong hệ thống chuyển tiền. Các giao dịch quốc tế khi

đó có thể được thực hiện qua ngân hàng trung ương. Nhưng ngay cả khi chúng ta có thể sử dụng hình thức người chủ hiệu cần đồ thường trực để cung cấp thanh khoản cho hệ thống ngân hàng cạnh tranh, chúng ta cũng không có một lý do rõ ràng để từ bỏ các lợi thế của sự cạnh tranh trong việc cung cấp dịch vụ khách hàng. Dù cơ chế nào quyết định cách chúng ta gửi và nhận thanh toán trong tương lai đi nữa, một điều chắc chắn là hệ thống máy tính được sử dụng cho mục đích thanh toán cũng phải được canh gác cẩn mật như vàng ở Fort Knox hiện nay.

Nếu đến một lúc nào đó chúng ta chuyển hẳn sang mua và bán “đồ” bằng việc chuyển tài sản, khi đó cả tiền tệ và ngân hàng trung ương dưới hình thức hiện tại đều sẽ không còn cần thiết nữa^[40]. Nhu cầu kiểm soát nguồn cung tiền tệ sẽ được thay thế bằng mối lo làm sao đảm bảo an toàn cho hệ thống máy tính sử dụng cho mục đích thanh toán. Tuy thế, ẩn số đột biến sẽ duy trì nhu cầu giữ thanh khoản làm công cụ dự trữ sức mua trong tương lai, và nguồn thanh khoản cuối cùng chính là ngân hàng trung ương. Hơn thế nữa, có một vai trò nữa của chính phủ nên được giao cho ngân hàng trung ương - quy định đơn vị trao đổi. Ngay cả nếu tiền tệ không giữ vai trò làm phương tiện thanh toán, chúng ta vẫn cần một đơn vị tính để định giá hàng hóa và dịch vụ^[41].

Nếu tất cả chúng ta cùng thống nhất một đơn vị trao đổi thay vì sử dụng các đồng tiền khác nhau như hiện nay, điều đó sẽ đem lại một ưu điểm cực lớn. Chúng ta dùng các thước đo đơn vị trọng lượng và kích thước để đảm bảo những người buôn bán sử dụng đơn vị yard (hoặc mét) và pound (hoặc kilogram) làm đơn vị khối lượng và kích thước có cùng định nghĩa về các đơn vị này. Thật bất tiện làm sao nếu một “yard” ở New York lại khác với một “yard” ở San Francisco hay London. Chúng ta chỉ có

thể chấp nhận đổi đơn vị từ yard sang mét và từ độ Fahrenheit sang độ Celcius, nhưng hãy thử tưởng tượng sẽ khó khăn thế nào để đặt hàng ở một địa điểm khác trên Trái đất nếu mỗi vùng lại định nghĩa đơn vị kích thước và khối lượng khác nhau. Thống nhất sử dụng một đơn vị chung có lợi ích cực kì to lớn, tương tự như việc điện thoại sẽ chỉ hữu dụng khi người khác cũng dùng cùng một hệ thống (hay nói theo thuật ngữ của giới kinh tế là có “kết nối ngoại tác”⁺). Một điều đáng chú ý là Mục 1, phần 8 của Hiến pháp Hoa Kỳ đã kết hợp các tiêu chuẩn đơn vị khối lượng và kích thước với quy định tiền tệ: “Quốc hội có quyền... in tiền, quy định giá trị..., và cố định tiêu chuẩn khối lượng và kích thước.” George Washington đã viết trong thông điệp đầu tiên gửi tới Quốc hội với tư cách Tổng thống rằng: “Sự thống nhất đơn vị tiền tệ, khối lượng và kích thước ở Mỹ là một mục tiêu cực kì quan trọng.” Ngoài ra người ta đã viết trong bản Đại Hiến Chương⁺ 800 năm trước rằng “Sẽ chỉ có một Đơn vị trong toàn Vương quốc.”^[42]

Chúng ta có thể cho phép mọi người tự phát hành đồng tiền như đề xuất của nhà kinh tế từng nhận giải Nobel là Friedrich Hayek và tin tưởng rằng sự cạnh tranh sẽ đảm bảo chỉ có một đồng tiền “tốt nhất” được sử dụng (người phát hành đồng tiền đó được mọi người tin tưởng sẽ không lạm dụng quyền in tiền của mình)^[43]. Nhưng trường hợp tiền tệ cạnh tranh chỉ thỉnh thoảng mới xuất hiện, và thường chỉ trong hoàn cảnh tiền của chính phủ không tồn tại (ví dụ như việc sử dụng thuốc lá làm tiền trong trại tù binh chiến tranh) hoặc bị quản lý một cách kém cỏi (như trong giai đoạn siêu lạm phát). Mặc dù trường hợp này xóa bỏ việc kiểm soát tỉ giá trao đổi, sự cạnh tranh giữa các đồng tiền trong một quốc gia không làm giảm sự thống trị của một đồng tiền chung trong nền kinh tế. Vẫn có những

ngoại lệ nhưng chúng rất hiếm gặp. Việc từ bỏ đồng tiền riêng ở Panama và Ecuador để sử dụng đồng đô-la Mỹ (xem **Chương 7**) là một ví dụ. Ở Đức, tiền *notgeld* (xem **Chương 5**) là một ví dụ của trường hợp trăm hoa đua nở - nhưng chúng tàn héo rất nhanh khi đồng tiền quốc gia được tái lập. Hiệu ứng mạng lưới khiến các đồng tiền cạnh tranh khó có thể ra đời^[44].

Một đơn vị tính duy nhất đòi hỏi phải có những quyết định chung về định nghĩa và cách quản lý đơn vị đó. Khác với các đơn vị đo kích thước và khối lượng trong đó các định nghĩa vật lý được đưa ra và kiểm soát bằng các công cụ kiểm định khối lượng và kích thước, giá trị tiền tệ cần một mức độ quản lý tự do nhất định để tránh gây ra những biến động lớn về sản xuất và việc làm. Đó chủ yếu là nhiệm vụ của ngân hàng trung ương với nhiệm vụ phải đạt mục tiêu lạm phát trong dài hạn, như đã thảo luận ở **Chương 5**.

Dù có điều gì xảy ra với vai trò làm phương thức mua “đỡ” của tiền tệ đi nữa, trong tương lai nó vẫn sẽ luôn là hình thức thanh khoản thuần túy duy nhất. Nhu cầu mua các khoản nợ của ngân hàng trung ương và nhu cầu cần có một đơn vị trao đổi ổn định sẽ luôn tồn tại. Vì thế các ngân hàng trung ương sẽ giữ khả năng đặt lãi suất và quy mô bảng cân đối kế toán của mình. Thật hấp dẫn khi tưởng tượng rằng các tiến bộ về khoa học kỹ thuật sẽ giúp các hậu duệ của Bill Gates (người sáng lập Microsoft) và Steve Jobs (người sáng lập Apple) thay thế các hậu duệ của Ben Bernanke và Janet Yellen, mặc dù họ không tự phát hành đồng tiền riêng mà chỉ cung cấp một phương pháp để trao đổi cổ phiếu và cổ phần lấy hàng hóa và dịch vụ. Tuy nhiên, việc quản lý hệ thống tiền tệ và ngân hàng cần có những quyết định tập thể.

Tôi hi vọng rằng tới giờ mình đã thuyết phục được độc giả rằng chỉ có cách thay đổi nền tảng tư duy về phương thức tổ chức hệ thống tiền tệ và ngân hàng của cả xã hội mới ngăn chặn được sự tái diễn của cuộc khủng hoảng năm 2008 và cả những khủng hoảng tương tự của các thế hệ trước. Một nhược điểm lớn trước năm 2007 là cơ cấu chính sách tiền tệ được thiết kế để hoạt động trong giai đoạn thuận lợi và cơ chế người cho vay cuối cùng trong giai đoạn khó khăn không được tích hợp vào hệ thống một cách đúng đắn. Trong cuộc khủng hoảng, những khoản hỗ trợ cực lớn đã được tung ra không phải để cứu các ngân hàng mà để cứu nền kinh tế khỏi các ngân hàng. Vai trò người chủ hiệu cần đồ thường trực đòi hỏi rất nhiều từ các ngân hàng trung ương nhưng cũng giống như với các chính sách tiền tệ, các ngân hàng trung ương sẽ được hoạt động một cách tự do trong một cơ chế rõ ràng được thiết kế để đối phó với ẩn số đột biến.

Trước cuộc khủng hoảng, sự ngạo mạn - tính kiêu ngạo gây nên bao đau khổ cho những người vô tội - đã dâng lên quá cao làm thay đổi văn hóa của khối dịch vụ tài chính sang hướng tận dụng cơ hội để quản lý tiền của người khác thay vì đóng vai trò là người quản gia cho khách hàng^[45]. Nhưng một “người quản gia chân chính không bao giờ quên rằng mình chỉ là người giám sát và đại diện cho khách hàng”^[46]. Khẩu hiệu “lời nói của tôi cũng chính là cam kết”, vốn là cốt lõi của các truyền thống của Phố cổ London trong nhiều năm, sẽ chẳng có ý nghĩa gì nếu không ai hiểu nổi những lời nói ấy. Việc những người chỉ hiểu sơ sài những rủi ro của các sản phẩm tài chính phức tạp bán chúng cho những người hiểu còn ít hơn không phải là một hình ảnh đẹp của ngành công nghiệp dịch vụ tài chính. Loại người nào lại thấy tự hào với việc lấy được tiền của người khù khờ chứ?

Tôi đã giải thích các nguyên tắc để có thể cải cách hệ thống thành công. Đó là một chương trình sẽ kéo dài nhiều năm, nếu không nói là nhiều thập kỷ. Chúng ta vẫn còn đủ thời gian để áp dụng chương trình đó nhằm bảo vệ các thế hệ tương lai. Nhưng việc cải tổ tiền tệ và ngân hàng sẽ không hề dễ dàng. Phần lớn các tổ chức tài chính và nhóm lợi ích chính trị mà họ hậu thuẫn sẽ chống trả quyết liệt. Cuối năm 2014, Paul Volcker đã phê phán “các động thái vận động hành lang bất tận” của Phố Wall^[47]. Đúng như những gì mà Đột biến đã nhận ra khi rời khỏi Thành phố Cướp bóc để đi tìm Thành phố Cải cách:

Nhóm người trong thời gian dài được tận hưởng đặc quyền thò tay vào túi người khác bao gồm hai loại người: một là những người “bàn ra” và thứ hai là những người “bàn vào” - nhóm “ra” khẳng khái là không hề có thành phố nào là “Cải cách” cả; trong khi nhóm “vào” cho rằng có thể thành phố “Cải cách” là có thực, nhưng nó ở quá xa, trong khi đường đi lại quá rắc rối và đầy chông gai khiến việc ai đó bắt đầu hành trình ngay lúc này là quá nguy hiểm^[48].

Sự lạc quan của Keynes khi cho rằng “những ý tưởng của các nhà kinh tế học và những nhà triết học chính trị, cả khi họ đúng lẫn khi họ sai, luôn mạnh hơn nhiều so với người ta vẫn tưởng” đã nịnh nọt các học giả từ hồi ấy tới giờ^[49]. Sẽ là chính xác hơn khi đảo ngược câu nói nổi tiếng của Keynes về tầm ảnh hưởng của các nhà kinh tế học so với người thường rằng “các nhà kinh tế học, những người coi mình là không chịu bất kỳ ảnh hưởng nào từ bên ngoài, thường là nô lệ của một tay chủ ngân hàng vô lại nào đó”^[50]. Nhưng tài chính chẳng có gì đặc biệt để buộc chúng ta phải từ bỏ lí trí mà đặt tương lai của mình vào tay các vị thần tài chính cả.



HỒI PHỤC VÀ SỰ NGẠO MẠN: NỀN KINH TẾ THẾ GIỚI HIỆN TẠI

“Hiện tại và quá khứ
Có lẽ đều xuất hiện trong tương lai
Và tương lai lại nằm trong quá khứ.”

T.S. Eliot, trong tập thơ *Four Quartets*, năm 1935

“Làm thế nào mà ta có thể kì vọng loài người sẽ lắng nghe lời khuyên
trong khi họ còn chẳng thèm để ý đến những cảnh báo?”

Jonathan Swift, trong bài tiểu luận *Thoughts on Various Subjects* (Suy
ngẫm về nhiều chủ đề), năm 1703

Trong cuộc sống còn nhiều thứ khác ngoài tài chính, và trong tài chính còn nhiều thứ khác ngoài các sự kiện năm 2008. Nền kinh tế thế giới hiện tại dường như không thể tái lập sự thịnh vượng mà chúng ta đã từng coi là đi đâu hiển nhiên trước cuộc khủng hoảng. Nhiều vấn đề đang khiến chúng ta choáng ngợp - nghèo đói, bất bình đẳng, hạ tầng xuống cấp, căng thẳng sắc tộc trong và ngoài nước - sẽ được xoa dịu bằng tỉ lệ tăng trưởng mà trước cuộc khủng hoảng còn được coi là bình thường. Nhưng tỉ lệ tăng trưởng kinh tế ở các nước phát triển đều đã giảm xuống. Nhiều người đổ lỗi cho tốc độ sáng tạo và sản xuất chậm chạp khi cuộc cách mạng thông tin tỏ ra ít đột phá hơn các cuộc cách mạng công nghệ

trước đó. Tôi nhìn vấn đề này theo hướng khác hẳn - khó khăn trong việc phục hồi nền kinh tế thế giới là hậu quả của những bất cân xứng từng dẫn đến cuộc khủng hoảng vừa qua.

Như chúng ta đã thấy ở **Chương 1**, cả Anh và Mỹ đã “mất” khoảng 15 phần trăm thu nhập quốc gia so với trước khủng hoảng. Sử dụng tỉ lệ tăng trưởng thực trong giai đoạn 2008-2014, cùng với những dự đoán của IMF cho ba năm tiếp theo, các nền kinh tế phát triển nói chung sẽ đánh mất một tỉ lệ lớn thu nhập và sản xuất trong thập kỉ ngay sau cuộc khủng hoảng. Với các nền kinh tế trong khối G7 nói chung, tỉ lệ GDP “bị mất” lên đến khoảng 15 phần trăm^[1]. Thập kỉ mất mát đã đến với chúng ta. Tăng trưởng kinh tế dường như đang bị phụ thuộc vào việc giảm lãi suất liên tục. Gần như không có dấu hiệu nào cho thấy chúng ta đang bù đắp lại phần sản lượng bị đánh mất.

Những kết quả kém cỏi này không hẳn là do chính phủ và ngân hàng trung ương không cố gắng. Từ năm 2008, chúng ta đã chứng kiến những chính sách kích thích lớn chưa từng có trong lịch sử. Lãi suất chính phủ ở các nước công nghiệp đã bị cắt giảm xuống mức thấp kỉ lục - đầu tiên là xuống mức bằng 0 năm 2015 rồi sau đó là mức số âm ở nhiều nước châu Âu - và các chương trình mua tài sản của các ngân hàng trung ương đã tăng lượng tiền lên nhiều lần - mức tăng cực cao chưa từng có tiền lệ.

Mặc dù đã có những chính sách kích cầu, các nền kinh tế vẫn lê lết. Công cuộc phục hồi sau các cuộc khủng hoảng tài chính trong lịch sử thường chậm chạp hơn so với quá trình hồi phục sau các đợt suy giảm mà không khủng hoảng^[2]. Nhưng không có một quy luật đặc biệt nào giữa các thời kỳ khác nhau. Những chẩn đoán bằng các thuật ngữ như “thu hẹp bằng cân đối”, “gió ngược” và “trì trệ trường kì” vốn đầu đã được sử dụng trong

các cuộc tranh luận công khai chỉ có thể miêu tả triệu chứng chứ không phải nguyên nhân^[3]. Vậy đâu mới là những động cơ ẩn sau giai đoạn lực cầu thấp và tăng trưởng yếu kéo dài như thế này? Tại sao “các cuộc khủng hoảng” lại dẫn tới một giai đoạn trì trệ kéo dài? Để trả lời các câu hỏi này, chúng ta phải nhìn sâu hơn vào kinh tế vĩ mô - ngành khoa học nghiên cứu sự vận động của nền kinh tế một cách tổng thể.

Kinh tế vĩ mô theo trường phái Keynes và tân cổ điển

Tôi vào đại học năm 1965. Thời điểm đó chỉ sau điểm kết của Chiến tranh thế giới thứ hai có hai mươi năm, nhưng cảm giác cứ như là hai thế giới khác hẳn nhau vậy. Hệ thống tư bản hà khắc của thời đại giữa hai cuộc chiến với những suy thoái, thất nghiệp hàng loạt và nghèo đói đã bị xóa bỏ. Bí quyết chính là cuộc cách mạng tư tưởng do John Maynard Keynes khởi xướng từ tác phẩm kinh điển *Lý thuyết chung về việc làm, lãi suất và tiền tệ* xuất bản năm 1936. Tất cả chúng ta đều cảm thấy ông đã đưa ra được lời giải cho tình trạng thất nghiệp. Sự can thiệp của chính phủ thông qua các chính sách tài khóa có thể ổn định nền kinh tế ở mức hiệu suất lao động tối đa. Trường phái kinh tế Keynes vạch ra một ranh giới tư tưởng rõ ràng giữa nền kinh tế tư bản trước chiến tranh và niềm tin thời hậu chiến vào chính sách kinh tế của chính phủ. Chúng ta đã tránh được một cuộc Đại suy thoái nữa nhờ có sự can thiệp của chính phủ. Vậy nên tôi quyết định đăng kí học tại trường King's College, Cambridge, nơi Keynes đã dành phần lớn cuộc đời của ông ở đó.

Tôi chỉ vừa mới đặt chân đến Cambridge thì kinh tế học kiểu Keynes đã trở nên lỗi mốt. Chi tiêu công đã khiến nền kinh tế quá nóng còn lạm

phát thì tăng cao. Câu hỏi chủ yếu về chính sách khi đó là làm sao để giảm lạm phát chứ không phải là làm sao để tăng việc làm. Những người theo trường phái Keynes, bao gồm một vài người bạn và đồng nghiệp của ông như Richard Kahn và Joan Robinson đã cố gắng giữ lòng tin và dạy cho chúng ta những tư tưởng của Keynes. Những người khác lại muốn chủ đề này được phát triển thêm, và cụ thể là tận dụng những phát triển mới về toán học và xác suất thống kê khi ấy đang thịnh hành ở Mỹ. Động cơ của họ rất dễ hiểu. Tác phẩm *Lý thuyết chung*, mặc dù có những đoạn văn trau chuốt và hấp dẫn, vẫn chứa nhiều luận điểm mập mờ không rõ ràng, đôi khi không thể hiểu nổi.

Kinh tế vĩ mô ở thời đại này bị chia cắt thành hai trường phái lí luận: phái Keynes và phái tân cổ điển^[4]. Trường phái thứ nhất tập trung vào vai trò của nhà nước trong việc phục hồi một nền kinh tế từ suy thoái trở lại trạng thái hoạt động tối đa hiệu suất. Trường phái thứ hai nghiên cứu những điều kiện để nền kinh tế thị trường tự trở lại trạng thái công ăn việc làm ổn định sau khi tạm thời dao động khỏi mức cân bằng bình thường. Các nhà kinh tế học tân cổ điển thường tranh luận rằng phân tích của phái Keynes là một trường hợp đặc biệt trong đó số lượng việc làm chỉ tạm thời thấp hơn mức có thể đạt được, thường là do các chính sách sai lầm của nhà nước. Nhưng Keynes không cầu thả trong việc chọn tựa đề cho cuốn sách - ông có dụng ý muốn cuốn sách nói đến lí thuyết chung về cách các nền kinh tế tư bản có thể vận hành vô thời hạn với mức nhu cầu và sản xuất thấp hơn tiềm năng có thể đạt tới rất nhiều. Và cũng những luận điểm đó lại được người ta để ý tới khi giai đoạn suy giảm năm 2008-2009 chuyển thành một giai đoạn tăng trưởng yếu kéo dài hay thậm chí trì trệ, với mức

sản xuất ở phần lớn các nền kinh tế phát triển thấp hơn nhiều so với xu hướng trong quá khứ.

Sự quyết liệt của cuộc chiến tư tưởng, không chỉ giữa các ý tưởng mà cả các cá nhân, làm mờ đi một điểm quan trọng mà những người ủng hộ phái Keynes đã đưa ra nhưng không thể dịch sang ngôn ngữ kinh tế học hiện đại. Những dự đoán về tương lai đóng vai trò cốt lõi trong việc định đoạt tiêu dùng hiện tại. Keynes coi vai trò của tâm lý và dự đoán là cực kỳ quan trọng trong việc định đoạt lượng đầu tư, từ đó quyết định tốc độ thoát khỏi suy thoái của nền kinh tế:

Một tỉ lệ lớn các hoạt động tích cực của chúng ta phụ thuộc vào sự lạc quan tức thời hơn là các dự đoán toán học, dù các hoạt động đó thuộc phạm trù đạo đức, khoái lạc hay kinh tế đi nữa. Có lẽ phần lớn các quyết định làm điều gì đó tích cực của chúng ta, với những hậu quả kéo dài trong nhiều ngày sau đó, có thể được coi là kết quả của bản năng động vật - sự thôi thúc hành động tức thời thay vì ngồi im - chứ không phải là kết quả của phép tính trung bình các lợi ích định lượng nhân với xác suất định lượng^[5].

Keynes đặt niềm tin vào ẩn số đột biến. Các giai đoạn bùng nổ và suy thoái đến và đi cũng như bản năng động vật, vốn không ổn định, cứ dâng lên rồi hạ xuống. Nhưng nếu không có lời giải thích cho câu hỏi tại sao và khi nào bản năng động vật dâng lên và hạ xuống, lý thuyết này vẫn chưa thể trở thành một lý thuyết mạch lạc về chu kỳ bùng nổ và suy thoái. Kết quả là những người ủng hộ phái Keynes dễ bị coi là những nhà trí thức hoài cổ, những người canh gác ngọn lửa từ lâu đã lụi tàn, không chịu cập nhật xu hướng phát triển của chủ đề. Các nhà kinh tế học tân cổ điển muốn xây dựng nền móng cho kinh tế học trên khái niệm hành vi lý trí “tối ưu hóa”.

Tuy thế, vì bỏ qua ẩn số đột biến mà họ đã không thể nắm được những khía cạnh sâu sắc của cuốn *Lý thuyết chung*.

Luận điểm cơ bản của Keynes là chủ nghĩa tư bản có thể không thể đem lại hiệu suất lao động tối đa vì nó không thể phối hợp kế hoạch tiêu dùng của các bên khác nhau trong nền kinh tế. Quan điểm này ngược với quan điểm có vẻ hợp lý rằng nếu tất cả các thị trường có cung và cầu bằng nhau thì khi cộng tất cả lại thì tổng cầu phải bằng tổng cung trong nền kinh tế. Làm sao có thể giải thích mâu thuẫn này? Keynes không nói rõ điểm này, và thật không may là ông viết cuốn *Lý thuyết chung* hai mươi năm trước khi các nhà lý thuyết kinh tế đưa ra được một hệ thống lý luận chặt chẽ để hiểu được trực giác của ông. Như đã nói đến ở **Chương 2**, Kenneth Arrow và Gerard Debreu đã miêu tả cách một cuộc đấu giá khổng lồ có thể cân bằng tổng cung và cầu khi và chỉ khi tất cả các thị trường cho hàng hóa và dịch vụ tương lai được đưa vào cuộc đấu giá. Hiển nhiên một thế giới như vậy là không có thực - việc tồn tại ẩn số đột biến đồng nghĩa với việc nhiều thị trường cho các hàng hóa và dịch vụ tương lai vẫn chưa xuất hiện. Khái niệm cuộc đấu giá khổng lồ tuy thế vẫn có giá trị bởi nó chỉ ra tại sao trực giác của Keynes là đúng. Khi thiếu đi các thị trường cho những hàng hóa và dịch vụ mà các doanh nghiệp đang có kế hoạch cung cấp và người tiêu dùng có kế hoạch mua trong tương lai, sẽ không có cơ chế nào để đảm bảo được sự phối hợp giữa các kế hoạch chi tiêu trong tương lai của các nhân tố kinh tế.

Thị trường dầu mỏ là một ví dụ điển hình. Sản lượng dầu mỏ toàn thế giới là khoảng 90 triệu thùng mỗi ngày^[6]. Với giá 50 USD một thùng, tổng doanh thu mỗi năm là 1,6 nghìn tỉ USD - rất nhiều tiền. Giá dầu cao lên về lý thuyết sẽ kích thích đầu tư vào sản xuất và khai thác dầu. Nhưng phản

ứng của lượng cung đối với giá dầu cao hơn bị bóp nghẹt vì những nhà sản xuất tiềm năng không thể tự tin về giá dầu họ sẽ nhận được trong tương lai. Với độ trễ thời gian cao từ khi đầu tư đến lúc sản xuất, chỉ có những tín hiệu về giá dầu trên thị trường trong tương lai mới có thể cung cấp đủ động cơ để khuyến khích khai thác và phát triển. Mặc dù có một số giao dịch hợp đồng dầu tương lai ở London và New York, các hợp đồng chỉ có thời hạn giao dịch không quá năm hoặc sáu năm trong tương lai, trong khi một mỏ dầu có thể phải cần đến ba mươi năm hoặc hơn để phát triển và khai thác^[7]. Có một lý do kinh tế rất hợp lý giải thích tại sao một thị trường dầu giao dịch trong tương lai có tính thanh khoản cao lại không phát triển. Nhiều nhà sản xuất dầu tiềm năng, ví dụ như các công ty đang phát triển khu cát dầu ở Canada, muốn có khả năng bán dầu hôm nay nhưng giao hàng trong tương lai. Điều này sẽ xóa bỏ sự mơ hồ về giá cả và khiến quyết định đầu tư chỉ còn là vấn đề tính toán chứ không cần đến khả năng đánh giá của doanh nghiệp. Tương tự, những người đang cân nhắc đầu tư vào các dạng năng lượng thay thế sẽ tự tin hơn về tương lai vì họ sẽ biết mức giá cả mà mình phải cạnh tranh.

Nhưng một thị trường hợp đồng tương lai không thể phát triển trừ phi có cả cung và cầu. Thoạt nhìn, chúng ta có thể nghĩ rằng những doanh nghiệp sử dụng nhiều dầu, ví dụ các hãng hàng không, sẽ muốn mua dầu trên thị trường hợp đồng tương lai. Điều này sẽ làm giảm những bất định đối với giá nhiên liệu của họ trong tương lai. Nhưng vấn đề với bất kỳ hãng hàng không nào cân nhắc thực hiện việc này là họ không thể bán trước sản phẩm của chính mình, tức là vé máy bay. Vậy khi mua dầu trong tương lai với mức giá thị trường hiện tại, họ sẽ dễ bị ảnh hưởng khi các đối thủ cạnh tranh gia nhập thị trường trong trường hợp giá dầu thực tế trong

tương lai thấp hơn nhiều so với giá tương lai được dự đoán hôm nay. Chỉ khi có thể bán trước cả đầu ra và đầu vào, các hãng hàng không và doanh nghiệp sử dụng năng lượng khác mới thấy việc sử dụng thị trường hợp đồng tương lai là hấp dẫn. Và lí do tại sao không có thị trường hợp đồng tương lai cho vé máy bay là bởi vì những hành khách hôm nay không biết họ muốn bay đi đâu trong tương lai xa và số tiền họ sẵn sàng trả cho chuyến bay đó. Yếu tố quan trọng định đoạt nhu cầu mua máy bay mới là những dự đoán của các hãng hàng không về nhu cầu bay tính tới một thời điểm trong tương lai. Dù các nhà phân tích hàng không có tốn nhiều công sức đến đâu đi nữa, những dự đoán đó sẽ chỉ luôn mang tính chủ quan. Nếu hôm nay họ có thể bán vé cho một thời điểm nhất định trong tương lai, khi đó thị trường sẽ phối hợp cung và cầu của chuyến bay, cũng như của lượng dầu. Nhưng vì không có các thị trường hợp đồng tương lai, sự phối hợp này là bất khả thi.

Vấn đề phối hợp này được lặp lại ở khắp các khối ngành khác trong nền kinh tế. Vậy nếu các hộ gia đình và doanh nghiệp vì một lí do nào đó trở nên cẩn trọng hơn trong hiện tại và giảm chi tiêu, sẽ không có tín hiệu nào để các nhà sản xuất biết được liệu sự sụt giảm này có tương ứng với kế hoạch tăng chi tiêu trong tương lai hay không, và nếu có thì với loại hàng hóa và dịch vụ nào. Sự thiếu khả năng phối hợp các kế hoạch chi tiêu tương lai của các hộ gia đình và doanh nghiệp thông qua các thị trường nghĩa là tổng cầu có thể xuống dưới mức tiềm năng ở hiệu suất lao động tối đa. Nếu độ tự tin giảm đi, người ta sẽ chỉ chi tiêu nhiều lên khi tin rằng những người khác sẽ hành động tương tự^[8]. Thất bại trong việc phối hợp có thể tạo ra thặng dư nhu cầu nếu mọi người quá lạc quan về chi tiêu trong tương lai, dẫn đến những đầu tư không cần thiết và sự bùng nổ

không bền vững. Sự tồn tại của các vấn đề phối hợp cho chúng ta rất ít thông tin về việc nên dự đoán một sự bùng nổ hay suy thoái, và dưới những điều kiện nào thì điều này dẫn đến điều còn lại. Trong bối cảnh thập niên 30, điều này có vẻ không quan trọng - tình trạng thất nghiệp hàng loạt là rất rõ ràng - nhưng với tư cách là một lý thuyết, nó vẫn có kẽ hở.

Luận điểm của Keynes ám chỉ một điều là chúng ta sẽ phạm sai lầm khi coi nền kinh tế tổng thể như một hộ gia đình. Nếu một hộ gia đình tiết kiệm hôm nay để chi tiêu nhiều hơn trong tương lai, thu nhập của họ không bị ảnh hưởng. Nhưng nếu nhiều hộ gia đình cố gắng tiết kiệm hôm nay, tổng chi tiêu sẽ giảm xuống và vì thế tổng thu nhập và mức tiết kiệm thực tế cũng giảm đi - hiện tượng này được gọi là “mâu thuẫn tiết kiệm”. Chỉ khi dự định tiết kiệm hôm nay và chi tiêu ngày mai của các hộ gia đình được thông báo cho các nhà sản xuất, mức đầu tư mới tăng lên để bù đắp lượng sụt giảm về tiêu dùng. Nhưng khi thiếu một nhóm thị trường hoàn chỉnh, không nhà sản xuất nào có thể nhận được tín hiệu rằng nhu cầu trong tương lai cho sản phẩm của mình đã tăng lên. Vấn đề phối hợp là một ví dụ về thế khó của người tù. Hành động mang tính tập thể là cần thiết để ổn định nền kinh tế - ví dụ bằng cách tăng chi tiêu công trong giai đoạn suy thoái hoặc kiềm chế chi tiêu cá nhân trong giai đoạn bùng nổ.

Thách thức đối với Keynes xuất hiện dưới hình thức hai câu hỏi. Thứ nhất, tại sao nạn thất nghiệp không thể được giải quyết bằng cách giảm lương nhằm kích thích nhu cầu lao động? Keynes đã kiên quyết khẳng định rằng - ngược với lý thuyết của phần lớn các nhà kinh tế học trong quá khứ và đương thời - cắt giảm lương không phải là câu trả lời cho sự sụt giảm nhu cầu. Phải cần đến sự chặt chẽ của mô hình cuộc đấu giá để chứng minh tại sao trực giác của ông là đúng. Trong cuộc đấu giá khổng lồ, giảm

giá một loại hàng hóa có cung vượt quá cầu có thể tái lập sự cân bằng giữa hai vế vì việc giảm giá đó chỉ diễn ra trong hoàn cảnh giá cả ở mọi thị trường được điều chỉnh lại toàn bộ để đảm bảo cân bằng cung và cầu trên tất cả các thị trường đó. Trong thế giới thực, Keynes đã tranh luận rằng việc cắt giảm lương có thể dẫn tới sự suy giảm chi tiêu do thu nhập giảm, điều này sẽ làm biến đổi các dự đoán của doanh nghiệp và hộ gia đình về nhu cầu tương lai. Nó có thể dẫn tới một sự sụt giảm tổng chi tiêu tự củng cố - hiệu ứng “cấp số nhân”. Sự linh hoạt về lương và giá cả đúng là có thể giúp phối hợp các kế hoạch khi mọi thị trường liên quan tới các kế hoạch chi tiêu trong tương lai có tồn tại. Nhưng trong thực tế chúng chưa tồn tại và trong các hoàn cảnh đó, việc cắt giảm lương và giá cả có thể giảm thu nhập nhưng không kích thích nhu cầu hiện tại.

Câu hỏi thứ hai cũng có liên quan là tại sao việc tăng nguồn cung tiền lại không kích thích chi tiêu và đưa nền kinh tế trở lại hiệu suất lao động tối đa? Câu trả lời của Keynes là trong giai đoạn suy thoái, nhu cầu thanh khoản - tiền khẩn cấp - quá cao đến nỗi tiền bơm vào nền kinh tế sẽ bị hấp thụ hết vào các tài khoản tiết kiệm nhàn rỗi để dự trữ sức mua tổng quan trong tương lai mà không tạo được hiệu ứng gì lên mức chi tiêu hiện tại. Nền kinh tế sẽ bị mắc vào “bẫy thanh khoản”. Luận điểm này được đưa ra trong chương 13 và 14 của cuốn *Lý thuyết chung*. Chúng cũng nằm trong số các phần khó hiểu và mập mờ của cuốn sách. Chúng chỉ được giải thích bởi người Anh đầu tiên đoạt giải Nobel kinh tế, Sir John Hicks, trong một bài báo nổi tiếng xuất bản năm 1937 với tiêu đề “Ông Keynes và các tác phẩm kinh điển”. Ngay cả sau gần tám mươi năm, bài báo đó vẫn là một thành tựu và là một lời giải thích tuyệt vời cho các lý thuyết của Keynes bằng ngôn ngữ hiện đại hơn. Nó dựa trên một thực tế là lãi suất không thể

giảm xuống dưới một mức nhất định (mức “giới hạn dưới”) và vì vậy, chính sách tiền tệ có thể không giảm được lãi suất xuống mức cần thiết để kích thích nhu cầu và đạt hiệu suất lao động tối đa.

Giới hạn dưới của lãi suất ngắn hạn từng được cho là bằng 0 - những cố gắng xác lập lãi suất âm sẽ khiến các hộ gia đình và doanh nghiệp chuyển từ việc giữ tiền gửi hoặc trái phiếu chính phủ có lãi suất âm sang giữ tiền mặt với lãi suất bằng 0. Nhưng tới năm 2015, một số ngân hàng trung ương thực tế đã đưa ra lãi suất âm trên các tài khoản của ngân hàng thương mại. Hiện vẫn chưa rõ người ta có thể duy trì mức lãi suất thấp như vậy trong bao lâu và liệu điểu này có dẫn đến lãi suất âm trên tiền gửi của những người gửi tiền bình thường không, dù điểu đó khó có thể xảy ra. Vậy nên giới hạn dưới của lãi suất ngắn hạn là dưới 0 một chút, nhưng cũng không thấp hơn quá nhiều.

Giới hạn dưới của lãi suất dài hạn xuất phát từ một lí do hơi khác. Trái phiếu chính phủ trả lãi cho người sở hữu một khoản lãi cố định định kì, giống như cổ tức đối với cổ phiếu. Nhưng khác với cổ tức, lãi trái phiếu là cố định về mặt tiền tệ khi trái phiếu được phát hành lần đầu. Khi lãi suất dài hạn (mức lãi suất để chiết khấu trái phiếu trong tương lai về hiện tại) tăng lên và giảm đi, giá trái phiếu chính phủ biến động theo tỉ lệ nghịch. Vậy nên khi lãi suất dài hạn gần bằng 0, giá trái phiếu ít có khả năng tăng thêm mà còn dễ giảm mạnh. Đầu tư vào trái phiếu là một kiểu đầu tư gần như được ăn cả ngã về không, và tất cả rủi ro đổ dồn vào trường hợp xấu. Vì phần lớn các nhà đầu tư muốn tránh rủi ro, giá trái phiếu bị áp một mức trần, tương ứng với mức giới hạn dưới của lãi suất dài hạn. Mức lãi suất này cao hơn 0 phần trăm bao nhiêu còn tùy thuộc vào mức độ tránh rủi ro của các nhà đầu tư.

Keynes tranh luận rằng khi các lãi suất ngắn hạn và dài hạn đã chạm giới hạn dưới, nguồn cung tiền sẽ bị việc tích trữ tiền hấp thụ hết và sẽ không dẫn đến việc giảm lãi suất hay tăng chi tiêu. Một khi đã mắc vào bẫy thanh khoản, nền kinh tế có thể bị kẹt trong tình trạng suy thoái vô thời hạn. Vì các nền kinh tế hiếm khi rơi vào tình trạng này, Hicks đã mô tả lý thuyết của Keynes là trường hợp đặc biệt chứ không phải lý thuyết chung, và chỉ có ý nghĩa trong các điều kiện khủng hoảng. Và đây vẫn là cách hiểu tiêu chuẩn về lý thuyết Keynes từ hồi đó đến giờ. Cách hiểu này chỉ ra rằng trong bẫy thanh khoản, các chính sách tiền tệ không có tác dụng, trong khi đó các chính sách tài khóa lại phát huy tác dụng mạnh mẽ vì chi tiêu công sẽ nhanh chóng dẫn đến mức sản lượng cao hơn.

Tuy thế, quan điểm của Keynes theo ngôn ngữ “hiện đại” không thực sự nhận thức được hết bản chất của những vấn đề phối hợp trong nền kinh tế tư bản. Ngay cả khi nền kinh tế không bị mắc vào bẫy thanh khoản, việc không thể phối hợp kế hoạch chi tiêu vẫn có khả năng ức chế phản ứng của tổng cầu với các biện pháp kích thích tiền tệ và tài chính. Tất cả phụ thuộc vào các dự đoán. Và chúng sẽ phản ánh những hoàn cảnh lịch sử đặc trưng trong đó các biện pháp kích thích được thực hiện.

Tôi thì thấy ngạc nhiên rằng luận điểm của Keynes cho rằng việc giảm lương không giảm được tỉ lệ thất nghiệp lại không được mở rộng sang bài toán lãi suất. Trong vài năm gần đây, các nhà kinh tế đã mặc định rằng chỉ khi lãi suất thực ở mức âm đủ lớn thì mới có thể kích thích đầu tư và tiêu dùng, đưa sản lượng trở lại mức bình thường. Người ta cho rằng giới hạn dưới bằng 0 của lãi suất ngân hàng trung ương là lý do khiến các ngân hàng trung ương không thể kích thích nền kinh tế. Nhưng trong một thế giới mà

các thị trường chủ chốt vẫn chưa xuất hiện, các vấn đề phối hợp khiến quan điểm này trở nên sai lầm.

Nếu việc giảm lương không thể phục hồi số lượng việc làm, tại sao cắt giảm lãi suất lại có thể phục hồi chi tiêu? Giả sử mọi thứ giữ nguyên, việc giảm lãi suất được kì vọng sẽ kích thích cả tiêu dùng và đầu tư. Nhưng mọi thứ không được giữ nguyên. Ví dụ việc áp dụng lãi suất thực âm - thực chất là thuế tài sản - lên tất cả các dạng của cải tài chính sẽ lấy đi thu nhập của những người tiết kiệm và có thể thay đổi dự đoán về thuế suất tài sản thực trong tương lai. Ví dụ, nếu có người nói với bạn rằng tất cả tài sản tiết kiệm của bạn trong các tài khoản cố định về giá trị sẽ phải chịu thuế tài sản 5 phần trăm, có thể bạn sẽ quyết định tiêu tiền ngay hôm nay, nhưng bạn cũng có thể lo lắng về những gì mà chính phủ có thể làm năm tới, thế là bạn bế quan tỏa cảng và giảm chi tiêu. Các hộ gia đình và doanh nghiệp có thể tích trữ các nguồn lực để đối phó với tương lai bất định không thể dự đoán. Kết quả sẽ phụ thuộc vào các dự đoán của họ.

Các phân tích về “bẫy thanh khoản”, vốn là cơ sở của phần lớn những phân tích gần đây về lí do tăng trưởng chậm, được dựa trên mô hình kinh tế học “mua đỡ” nhiều hơn là kinh tế học “chuyện gì cũng có thể xảy ra”. Nhược điểm chung của mô hình các biến động tổng thể trong nền kinh tế của phái Keynes và phái tân cổ điển là chúng đều tập trung vào kinh tế học “mua đỡ”. Ý tôi là chúng tập trung vào tổng chi tiêu - tổng cầu - chứ không xem xét nghiêm túc thực tế rằng chính vì các hộ gia đình có hàng hà sa số những thứ có thể mua mà vấn đề phối hợp kế hoạch chi tiêu trong nền kinh tế mới nảy sinh. Nếu các hộ gia đình và doanh nghiệp chỉ có mỗi một việc là mua “đỡ”, khi đó việc phối hợp các kế hoạch chi tiêu sẽ dễ dàng hơn nhiều vì chỉ có một mức giá - mức lãi suất thực (giá “đỡ” ngày nay

tính theo “đô” trong tương lai) - cần phải thay đổi để phối hợp lượng tổng tiết kiệm cần thiết với lượng đầu tư cần thiết. Nhưng mục đích của nền kinh tế thị trường là làm sao để các hộ gia đình và doanh nghiệp có càng nhiều cơ hội để tiêu tiền cho hàng hóa và dịch vụ càng tốt, đồng thời tiết kiệm cho những sự kiện không thể đoán trước trong tương lai. Ấn số đột biến

(“chuyện gì cũng có thể xảy ra”) đồng nghĩa với việc sẽ không tồn tại nhiều thị trường có giá cả thay đổi để đạt mức cân bằng. Vì thế nền kinh tế thị trường không thể phối hợp các kế hoạch chi tiêu. Chúng ta còn thiếu quá nhiều thị trường. Kết quả là nền kinh tế thị trường không thể tự bình ổn, dẫn đến những tăng giảm mạnh về tổng chi tiêu. Kinh tế học vĩ mô truyền thống là kinh tế học “mua đờ”. Thay vào đó chúng ta cần loại kinh tế học “chuyện gì cũng có thể xảy ra”.

Ngay cả nếu chính sách tài tệ có thể giảm lãi suất thực xuống mức âm, vẫn chẳng có gì đảm bảo được nhu cầu sẽ tăng lên. Trong thế giới kinh tế học “mua đờ”, biện pháp này có thể phát huy tác dụng bằng cách kéo tiêu dùng trong tương lai về hiện tại. Nhưng trong một thế giới “chuyện gì cũng có thể xảy ra”, các thị trường hàng hóa và dịch vụ tương lai chưa xuất hiện không thể cung cấp những tín hiệu giá cả để khuyến khích đầu tư đáp ứng nhu cầu tương lai. Đục khoét nhu cầu chi tiêu trong tương lai thực ra còn khiến lượng đầu tư giảm đi. Nhiều người đã phóng đại tầm quan trọng của giới hạn dưới bằng 0 khi cho rằng đó là nguồn gốc của các vấn đề kinh tế vĩ mô hiện nay.

Trong một bài bình luận gần như hoàn hảo về mô hình của Keynes, Paul Krugman (cũng là người từng đoạt giải Nobel) đã phân những người thuộc phái Keynes thành hai loại: những người cho rằng thông điệp quan

trọng nhất của ông là tầm quan trọng của sự bất định, và những người tin rằng thông điệp quan trọng nhất là khả năng thiếu hụt tổng nhu cầu^[9]. Krugman tự đặt mình vào nhóm thứ hai. Nhưng việc phân tách này không chính xác, vì hai vấn đề này có liên quan mật thiết với nhau - hậu quả của biến động đột biến là vấn đề phối hợp, điều có thể dẫn đến khả năng bùng nổ và suy thoái. Tiếc rằng việc không hiểu được điều này đã khiến các lý thuyết Keynes và tân cổ điển ngày càng tách xa nhau. Những người theo phái Keynes ở Cambridge gạt bỏ lời giải thích của Hicks về những ý tưởng của Keynes vì những biểu đồ tuy đẹp nhưng không thể rút vấn đề phối hợp ra khỏi bài phân tích. Phát hiện chủ chốt của Keynes là biến động đột biến khiến nền kinh tế tư bản cần tiền và tín dụng, dẫn đến một mô hình khác xa mô hình cân bằng tổng quan của nền kinh tế có tiền tại cuộc đấu giá không lời. Thế khó của người tù trong việc phối hợp kế hoạch chi tiêu của các cá nhân và duy trì hiệu suất lao động tối đa luôn luôn hiện hữu. Các nhà kinh tế học tân cổ điển thì cho rằng lý thuyết của Keynes thiếu cơ sở chặt chẽ, và họ đưa ra những lý thuyết dựa trên giả định rằng sự bất định về tương lai có thể được trình bày thành một sơ đồ phân bổ xác suất cho tất cả các khả năng có thể xảy đến trong tương lai. Nói cách khác, biến động không hiện hữu tại.

Hiển nhiên là nhiều khía cạnh quan trọng của hành vi kinh tế có thể được thấu hiểu thông qua cơ sở xác suất. Cụ thể là vai trò cực kỳ quan trọng của những dự đoán trong việc giải thích lý do tại sao lạm phát tăng lại trùng với thời điểm tỷ lệ thất nghiệp cao hơn thập niên 70. Cốt lõi của việc giải câu đố này là khái niệm dự đoán “lý trí”, nghĩa là những dự đoán phù hợp với hoàn cảnh thực tế, được John Muth ở Đại học Carnegie Mellon đề xuất và được phát triển bởi nhà kinh tế học Chicago từng đoạt giải Nobel

là Robert Lucas^[10]. Dự đoán lí trí là phiên bản của các nhà kinh tế học cho câu nói “Bạn có thể thỉnh thoảng lừa được tất cả mọi người, lúc nào cũng lừa được vài người, nhưng không thể lúc nào cũng lừa được tất cả mọi người”. Và khái niệm này giúp giải thích tại sao việc để lạm phát tăng lên lại không thật sự giảm tỉ lệ thất nghiệp. Hãy tưởng tượng một nền kinh tế trong đó tỉ lệ thất nghiệp đang ở mức “tự nhiên”, với thị trường lao động cân bằng và lạm phát cố định. Nếu chính phủ thúc đẩy chi tiêu để giảm tỉ lệ thất nghiệp xuống dưới mức tự nhiên, khi đó nhu cầu tuyển lao động tăng sẽ đẩy lương cao lên. Nhưng để tái lập lợi nhuận của các công ty, giá cả cũng phải tăng lên, và mức lương thực tế sẽ trở lại mức ban đầu. Nếu mọi người kì vọng rằng chính phủ sẽ tiếp tục cố gắng giảm tỉ lệ thất nghiệp, khi đó lương và giá cả sẽ tiếp tục đuổi nhau trong một vòng xoáy tăng cao mãi. Cuối cùng, tỉ lệ thất nghiệp sẽ trở về mức tự nhiên và việc tăng lạm phát chẳng giảm được lâu dài tỉ lệ thất nghiệp. Đó chính là số phận của chính phủ Anh sau thời kì lạm phát và thất nghiệp tăng cao vào thập niên 60 và 70, khi cuối cùng họ cũng nhận ra rằng chẳng có sự đánh đổi thật sự nào giữa hai đi đầu này cả.

Yếu tố quan trọng ở đây là những dự đoán của khối tư nhân phản ánh các quy luật hành động mang tính hệ thống của các chính phủ và ngân hàng trung ương vì mọi người có thể tìm hiểu về cách hành xử của chính quyền. Đây là đi đầu cốt lõi trong sự phát triển của chính sách tiền tệ và quan điểm ủng hộ sự độc lập của các ngân hàng trung ương. Ảnh hưởng của những thay đổi về lãi suất tùy thuộc vào việc liệu chúng có phải là những kết quả có thể đoán trước của một “quy tắc chính sách” nào đó hay không. Như chúng ta đã thấy ở **Chương 5**, lối suy nghĩ này có ảnh hưởng lớn đến cách

các ngân hàng trung ương thực hiện chính sách tiền tệ. Vì thế, dự đoán lí trí trở thành khái niệm cốt lõi của kinh tế học vĩ mô hiện đại.

Tuy là một khái niệm rất quan trọng trong việc phân tích các can thiệp bằng chính sách, dự đoán lí trí không đúng trong mọi hoàn cảnh. Trong một thế giới tiền tại ẩn số đột biến, sẽ chẳng có cách nào để nhận diện xác suất của các diễn biến trong tương lai và cũng không có dạng thức nào để mô tả cách mọi người cố gắng thích nghi, thay vì hành xử tối ưu, trước những bất định đó. Có một câu nói phổ biến trong giới kinh tế học rằng: “Cần phải có một mô hình mới để gạt bỏ mô hình cũ”. Nhưng quan điểm này bỏ qua một thực tế là trong khi một thế giới chỉ tiền tại rủi ro có thể được mô tả bằng những dạng thức hành xử tối ưu, một thế giới tiền tại ẩn số đột biến thì không thể có chuyện đó. Trong thế giới thứ hai này, các mối quan hệ kinh tế giữa tiền, thu nhập, tiết kiệm và lãi suất là không thể đoán trước, mặc dù chúng là thành quả của các cố gắng thích nghi của những người lí trí với thế giới bất định^[11]. Không có hành vi “tối ưu hóa” đặc trưng để làm cơ sở cho những dạng thức trong các mô hình được ngân hàng trung ương và các nhà kinh tế học sử dụng để dự đoán. Không phải con người hay thị trường hành động phi lí trí; chỉ là chúng ta không hiểu các doanh nghiệp và hộ gia đình sẽ làm gì để thích nghi với ẩn số đột biến, vì thế chúng ta không thể dự đoán những biến động lớn trong nền kinh tế. Hậu quả là nhiều ước tính thống kê về các mối quan hệ kinh tế tỏ ra không vững vàng và đổ vỡ trong giai đoạn khủng hoảng.

Tuy thế khi cuộc khủng hoảng lên tới đỉnh điểm năm 2008, phương thức lí luận kiểu tân cổ điển đã lấn át cách tiếp cận kém chặt chẽ hơn của phái Keynes. Tuy thế, người ta cũng phải thừa nhận đôi khi các thị trường không vận hành êm xuôi. Những mô hình có tên “Keynes mới” (mới hơn

mô hình Keynes) mặc định rằng giá cả và lương thay đổi với tốc độ chậm hơn, dù chúng không cứng nhắc, trước các tin tức mới so với lãi suất hoặc giá cả thị trường^[12]. Những thay đổi nguồn cung tiền và lãi suất vì thế không phản ánh ngay lập tức vào giá cả mà dẫn đến những thay đổi lãi suất tạm thời. Vì các quyết định chi tiêu chịu ảnh hưởng của lãi suất thực, các ngân hàng trung ương có thể định hướng những biến động sản xuất ngắn hạn bằng cách tăng hoặc giảm lãi suất ngân hàng trung ương. Trong giai đoạn Đại Ổn định, các mô hình kiểu này tỏ ra hữu ích trong việc dự đoán những tăng giảm nhỏ về sản xuất và lạm phát, những điểu đặc trưng của giai đoạn trước khủng hoảng. Nhưng trong giai đoạn khủng hoảng, chúng lại tỏ ra kém hiệu quả.

Phần lớn những mô hình kinh tế lượng quy mô lớn mà chính phủ và ngân hàng trung ương sử dụng để đưa ra dự đoán được dựa trên các phiên bản tinh vi của các mô hình “Keynes mới”^[13]. Chúng không coi trọng vai trò của tiền tệ và ngân hàng, một tính chất đã gây ra nhiều sự bối rối cả về lí thuyết lẫn thực tiễn. Chúng cũng có một đặc điểm không hay nữa, đó là lạm phát trong dài hạn được định đoạt không phải bởi lượng tiền lưu thông mà bởi dự đoán của khối tư nhân. Hơn nữa, mục tiêu lạm phát được mặc định là hoàn toàn đáng tin cậy, nghĩa là mọi người được cho là sẽ thiết lập mức lương và giá cả sao cho mục tiêu lạm phát có thể tự hoàn thành. Kết quả là những dự đoán về mức lạm phát do các ngân hàng trung ương đưa ra luôn có xu hướng trở về mục tiêu trong trung hạn^[14]. Vì chúng thường mặc định thay vì giải thích lạm phát trong dài hạn, các mô hình này gợi lại câu chuyện cười về nhà vật lí, nhà hóa học và nhà kinh tế bị mắc kẹt trên đảo hoang với chỉ một hộp đồ ăn duy nhất. Làm thế nào để mở được nó?

Câu trả lời của nhà kinh tế là: “Bằng cách giả định rằng chúng ta có dụng cụ mở hộp.”

Vì thế không có gì đáng ngạc nhiên khi cuộc khủng hoảng đã tạo ra một thách thức lớn cho lý luận kinh tế thường quy. Nhiều biến động lớn trong các biến số kinh tế vĩ mô, ví dụ như hiệu quả lao động và mức lương thực tế, sản lượng và lạm phát, di cư và quy mô dân số được định đoạt bởi những diễn biến không thể quan sát hay dự đoán được: những thay đổi về chính trị dẫn đến cú sốc giá dầu năm 1970; Chiến tranh Việt Nam dẫn đến quyết định chấp nhận tỉ lệ lạm phát cao ở Mỹ và các nước khác; quyết định chính trị thành lập Liên minh tiền tệ châu Âu năm 1999; những cải cách ở Trung Quốc dẫn tới tăng trưởng nhanh và hòa nhập với nền kinh tế thế giới. Những sự kiện này không thể xuất hiện trong các mô hình dự đoán kinh tế mà các ngân hàng trung ương sử dụng, chúng là các biến số “kinh tế chính trị”. Tuy nhiên, những bất ngờ lớn đó thực chất lại là lực đẩy đem lại những thay đổi lớn trong nền kinh tế thế giới. Chúng không đại diện cho những cú sốc ngẫu nhiên trong mô hình dự đoán mà là hiện thân của ẩn số đột biến^[15]. Cơ sở lý luận của mô hình tân cổ điển được áp dụng thực tế trong mô hình Keynes mới có vẻ hợp lý, nhưng nó vẫn không đủ để giải thích cho tình trạng bất cân xứng ngày càng lớn, đi đầu đã dẫn đến cuộc khủng hoảng^[16].

Tóm tắt lại, cả mô hình Keynes lẫn các lý thuyết tân cổ điển đều không thể giải thích đầy đủ những đợt bùng nổ hay suy thoái. Sau cuộc khủng hoảng gần đây, người ta đang quan tâm trở lại tới các lý thuyết tự nhận là có thể giải thích sự biến đổi từ giai đoạn bùng nổ sang giai đoạn suy thoái. Đi đầu trong các lý thuyết này là lý thuyết của Hyman Minsky, một nhà kinh tế học người Mỹ cố gắng đưa ra một cách hiểu khác về lý thuyết Keynes

rằng các nền kinh tế sớm muộn gì cũng phải trải qua bất ổn tài chính^[17]. Ông tranh luận rằng những giai đoạn ổn định dài sẽ dẫn đến sự tự tin thái quá về tương lai, đánh giá thấp rủi ro và đánh giá quá cao tài sản, bùng nổ chi tiêu và hoạt động kinh tế, tích tụ nợ quá lớn, sau cùng dẫn tới sụp đổ tài chính, sau đó tình trạng nợ quá nhiều gây ra suy thoái. Sau cuộc khủng hoảng, những ý tưởng như vậy có vẻ hợp lý và có khả năng cao là đúng; và ở một chừng mực nào đó thì đúng là như vậy. Nhưng chúng gặp phải hai vấn đề

Vấn đề thứ nhất là Minsky tin rằng sẽ luôn có bùng nổ trước khủng hoảng. Nhưng trong cuộc khủng hoảng mới đây không hề có giai đoạn bùng nổ nào trước đó cả - sự tăng trưởng ở các nền kinh tế lớn trong 5 năm trước khủng hoảng gần bằng mức trung bình dài hạn - mặc dù dĩ nhiên là có suy thoái sau khủng hoảng. Giá tài sản đã tăng cực nhanh, cùng với đó là nợ và đòn bẩy trong hệ thống ngân hàng, nhưng tỉ lệ tăng trưởng sản xuất, thất nghiệp và lạm phát đều tương đối ổn định. Mỗi cuộc khủng hoảng lại có những quy luật riêng biệt. Không có cuộc khủng hoảng nào giống cuộc khủng hoảng nào. Lí do dẫn tới mỗi giai đoạn khủng hoảng là khác nhau, mặc dù phần lớn đều đi kèm những biến động mạnh về lượng tiền và tín dụng dẫn đến các vấn đề trong khối ngân hàng. Đôi khi một cuộc khủng hoảng là phản ứng trước những sự kiện kịch tính và không thể dự đoán, giống như năm 1914, khi người ta bị sốc vì nhận ra Chiến tranh thế giới thứ nhất chắc chắn sẽ xảy ra. Đôi khi hậu quả của sự tích tụ dần dần của phương thức kinh doanh không bền vững đến mức chỉ cần thêm một phần khiêm tốn vào khối tín dụng và nợ cũng trở thành giọt nước tràn ly, giống như năm 2008. Vào các giai đoạn khác, những suy xét sai lầm về chính sách từ phía chính phủ hoặc ngân hàng trung ương - chính sách tài

khóa và tiền tệ hoặc những quyết định can thiệp vào các thị trường đang vận hành tốt - có thể gây nên vấn đề, giống như những gì đã xảy ra hồi thập niên 70 khi các chính phủ ở một số nước kiểm soát trực tiếp lương và giá cả để đối phó với lạm phát, và những năm 2000 khi chính phủ Mỹ phóng đại nguồn tài chính cho thị trường nhà cửa.

Vấn đề thứ hai với lý thuyết của Minsky là nó phụ thuộc vào hành vi phi lý của các hộ gia đình và doanh nghiệp. Những giai đoạn ổn định có điểm đặc trưng là sự lạc quan thái quá, sau đó sớm muộn gì cũng dẫn đến bi quan thái quá. Quan điểm rằng con người có xu hướng tâm lý tự nhiên coi nhẹ những chuyện đã lâu không xảy đến - và vì thế coi nhẹ khả năng xảy ra khủng hoảng - là cơ sở của nhiều nghiên cứu gần đây về tâm lý của các cuộc khủng hoảng tài chính^[18]. Một câu chuyện tương tự được sử dụng trong nghiên cứu mối liên kết giữa nợ và khủng hoảng của Reinhart và Rogoff. Lý thuyết của họ được đưa ra trong cuốn sách có cái tên khá mỉa mai là *This Time Is Different* (tạm dịch: Lần này sẽ khác). Vấn đề với những cách giải thích như vậy là chúng có chung điểm yếu của kinh tế học hành vi như đã nói đến ở **Chương 4**: chúng tăng độ phức tạp để giải thích các “biến dị” quan sát được mà không làm tăng khả năng dự đoán của chúng ta. Chẳng phải ngẫu nhiên mà sự quan tâm dành cho lý thuyết của Minsky tăng vọt sau khủng hoảng. Những phê bình tương tự có thể được đưa ra cho những nỗ lực sau cuộc khủng hoảng nhằm kết hợp các đặc điểm của hệ thống ngân hàng và tài chính vào các mô hình chính quy^[19].

Thay vì dựa vào các trường hợp cụ thể về hành vi phi lý trí, tôi cho rằng sẽ tốt hơn nếu xem các “sai lầm” hoặc “lỗi nhận thức” là kết quả của việc các tổ chức kinh tế cố gắng hành xử lý trí trong thế giới bất định đột biến. Theo cách này, chúng ta có thể hiểu được tại sao có những giai đoạn khủng

hoảng không có bùng nổ trước đó, như tôi sẽ thảo luận dưới đây. Để làm được điều này, chúng ta cần nghiên cứu sâu hơn cách mà các hộ gia đình và doanh nghiệp phân bổ chi tiêu trong hiện tại và tương lai. Phân tích của Keynes về việc tiết kiệm rất đơn giản - thậm chí quá đơn giản. Keynes cho rằng “quy luật tâm lý cơ bản, thứ mà chúng ta có thể tin tưởng dựa trên những gì chúng ta biết về bản chất con người và kinh nghiệm cụ thể - là về mặt nguyên tắc, con người có xu hướng tăng tiêu dùng khi thu nhập tăng lên, nhưng không tăng nhiều như mức tăng thu nhập”^[20]. Nếu không nhờ hoàn cảnh thời đại lúc Keynes viết nên lý luận này khiến lý thuyết không quan trọng bằng nhu cầu khẩn thiết phải đối phó với nạn thất nghiệp tràn lan thì việc khẳng định đây là một quy luật tâm lý cơ bản thay vì là một quan sát thực tế sẽ có vẻ hơi nực cười.

Keynes có thể dựa vào lời nói đùa trước đó rằng “trong dài hạn chúng ta đều sẽ chết”^[21]. Đó là một luận điểm tranh luận tuyệt vời, nhưng cũng là một ví dụ điển hình về sự hóm hỉnh của một câu nói khiến luận điểm thực sự trở nên không rõ ràng. Điều này không những là không đúng - các thế hệ tương lai sẽ thay thế những người đang sống ngày nay và tất cả chúng ta đều quan tâm ít nhiều đến tương lai - mà nó còn hạ thấp ảnh hưởng của dự đoán về tương lai lên hiện tại. Có lẽ Keynes đã quá nóng vội trong việc gây ảnh hưởng lên chính sách kinh tế; như Hicks đã viết một cách không mấy tử tế rằng: “Những gì mà ông ta [Keynes] phản đối đã từng xảy ra rất thường xuyên, vậy nên ông ta chỉ thay đổi chiều hướng của các sự việc được một chút thôi”^[22].

Mô hình “tối ưu hóa” của phái tân cổ điển giải thích các quyết định tiết kiệm và đầu tư một cách hợp lý hơn. Nó thừa nhận khi một hộ gia đình có thể vay và tiết kiệm, chi tiêu của họ bị giới hạn bởi thu nhập trong suốt

cuộc đời chứ không phải mức thu nhập hiện tại. Nói cách khác, họ phải đối mặt với “giới hạn ngân quỹ suốt đời”. Dĩ nhiên một số gia đình có thể không vay được tiền và bị giới hạn bởi khả năng tiếp cận tín dụng. Nhưng phần lớn lượng chi tiêu đến từ các hộ gia đình có thể vay tiền thông qua thế chấp và tiết kiệm thông qua quỹ lương hưu. Với những gia đình kiểu này, chi tiêu ngày nay bị đánh đổi với chi tiêu ngày mai. Phần lớn mọi người không muốn chịu đựng những sụt giảm quá mạnh về mức sống từ năm này qua năm khác, vậy nên họ cố gắng cân đối tiêu dùng. Kết quả là những thay đổi lâu dài về thu nhập của một gia đình dẫn đến sự tăng trưởng chi tiêu ở mức tương ứng, trong khi đó những thay đổi tạm thời ít có ảnh hưởng hơn. Vấn đề với cách tiếp cận của phái tân cổ điển là nó mặc định những bất ngờ không thể dự đoán được mà các hộ gia đình phải đối mặt là những cú sốc tạm thời có xác suất được phân bố ổn định và có thể biết trước. Cách tiếp cận bất định này khiến mô hình không thể giải thích được các cuộc khủng hoảng, ngoại trừ theo kiểu coi chúng là những sự kiện cực kì bất thường xảy đến với chúng ta giống như đại họa châu chấu trong Kinh Thánh vậy.

Một câu chuyện khác: những giới hạn ngân sách mờ mịt, những lời biện giải và tình trạng bất cân xứng

Cuộc khủng hoảng làm dấy lên những câu hỏi sâu sắc về cơ sở của các mô hình kinh tế được các ngân hàng trung ương khắp thế giới sử dụng. Những mô hình này đã lờ đi ảnh hưởng đột biến và mặc định rằng bất kì ai cũng có những dự đoán lí trí. Khi làm vậy, chúng đã mặc nhiên gạt đi vấn đề phối hợp vốn là hậu quả của ảnh hưởng đột biến. Thế nhưng khái niệm dự đoán “lí

trí” chẳng có ý nghĩa rõ ràng nào trong thế giới bất định đột biến cả. Nhiều nhà kinh tế học sẽ do dự không muốn từ bỏ giả định về dự đoán lí trí bởi khi đó tính khoa học của môn kinh tế học sẽ bị nghi ngờ và mở ra một dòng lí luận mới trong đó các dự đoán trở thành chủ thể phát triển độc lập - sự vô kỉ luật của kinh tế học hành vi. Tôi thông cảm với những mối lo đó. Người ta đã gây ra những thiệt hại lớn trong lịch sử vì rút ra những kết luận chính sách từ các mô hình kinh tế có giả định tùy tiện về các dự đoán. Nhưng những ý niệm có bản chất không thể được mô tả dưới dạng công thức toán học không nên bị gạt bỏ ngay. Tôi không đề xuất rằng chúng ta phải từ bỏ giả định rằng con người luôn cố gắng hành xử lí trí. Nhưng như tôi đã nói đến ở **Chương 4**, câu hỏi mà các hộ gia đình và doanh nghiệp phải đối mặt là hành động như thế nào mới là lí trí khi đối mặt với ẩn số đột biến. Tôi cho rằng các quyết định tiết kiệm và đầu tư có thể được hiểu rõ hơn bằng cách coi chúng là những cách “thích nghi” thay vì là những hành vi “tối ưu hóa”.

Khi phải đối mặt với tương lai bất định, các doanh nghiệp và hộ gia đình tạo ra một lời biện giải để định hướng các quyết định chi tiêu và tiết kiệm. Lời biện giải đó được tích hợp vào chiến lược thích nghi để tạo ra quy tắc kinh nghiệm giúp họ phản ứng trước các thông tin về giá cả và thu nhập. Việc lựa chọn lời biện giải và quy tắc kinh nghiệm không tạo nên lí thuyết chung về hành vi - chúng mang tính đặc thù cho từng hoàn cảnh lịch sử nhất định.

Cốt lõi của việc lựa chọn chiến lược thích nghi là những ảnh hưởng của ẩn số đột biến lên giới hạn ngân sách cả đời. Hãy hỏi một người bất kì rằng họ nghĩ thu nhập cả đời của mình là bao nhiêu, và câu trả lời sẽ cho thấy đi đâu này bị che phủ trong làn sương bất định. Những độc giả lớn tuổi

có thể nhớ lại khi họ mới bắt đầu đi làm. Có bao nhiêu chuyện xảy ra với bạn từ hồi đó tới giờ mà bạn có thể được lường được trước, và liệu lúc ấy bạn có thể ước lượng tương đối thu nhập cả đời của mình không? Không ai có thể thật lòng nói rằng mình biết rõ giới hạn thu nhập cả đời của mình. Ấn số đột biến khiến giới hạn ngân sách cả đời có phần “mờ mịt”. Điều này không có nghĩa là các hộ gia đình hành động như thể họ không phải đối mặt với giới hạn ngân sách, nhưng xu hướng hành vi của họ là không rõ ràng và không thể được miêu tả dưới dạng phân bố xác suất.

Vấn đề không phải chỉ nằm ở sự phức tạp mà còn ở các kiến thức sai lầm. Vì chúng ta không thể tự tin mình đoán được xác suất từng mức thu nhập trong tương lai, ví dụ như rủi ro mất việc, hay mối liên hệ giữa những cơ hội đầu tư khác nhau và vô vàn các yếu tố liên quan khác, mối nguy hiểm trong việc cố gắng “tối ưu hóa”, ngay cả khi người đó sở hữu một chiếc máy tính thật lớn, chính là việc những hiểu biết sai lầm sẽ dẫn đến một quyết định dựa trên những giả định gần như chắc chắn là sai - tức là đưa ra câu trả lời đúng cho một câu hỏi sai. Tối ưu hóa dựa trên một mô hình sai lầm trong nhiều trường hợp còn tệ hơn là sử dụng chiến lược thích nghi phát huy tác dụng trong một trường hợp cụ thể. Thay vì cố gắng áp dụng các tính toán thống kê phức tạp, tốt hơn là hãy cứ đưa ra những quyết định đầu tư dựa trên các quy tắc kinh nghiệm có lời biện giải hợp lý.

Những giới hạn mờ mịt có tầm quan trọng lớn vì nếu các hộ gia đình có thể vay và cho vay, mức độ giới hạn mà giới hạn ngân sách suốt đời áp đặt lên họ là cực kỳ yếu trong ngắn hạn. Chi tiêu có thể chệch khỏi mức bền vững trong một thời gian dài. Những tín hiệu phản hồi từ giới hạn mờ mịt có thể mất đến vài năm mới tạo ra ảnh hưởng lên các quyết định chi tiêu, dẫn đến khả năng tích tụ dần dần những nhận thức sai, gọi là những “sai

lần”, về những giới hạn của thu nhập tương lai. Kết quả cuối cùng là sự mất cân bằng giữa chi tiêu và tiết kiệm.

Lời biện giải mà mọi người sử dụng để ước lượng thu nhập cả đời sẽ liên quan đến cả các yếu tố cá nhân, ví dụ như thu nhập hiện tại, triển vọng công việc và sức khỏe, và quan điểm về nền kinh tế nói chung, tức khả năng chuyển biến và sự ổn định trong tương lai của nó. Điều này dẫn đến một quy tắc kinh nghiệm bao gồm hai phần cho các quyết định chi tiêu. Thứ nhất, nếu con đường chi tiêu trong cả nền kinh tế tỏ ra bền vững, khi đó một người có thể giữ nguyên dự đoán về mức thu nhập cả đời. Nói cách khác, mọi người ước lượng những thay đổi trong thu nhập tương lai “mờ mịt” từ các nhận thức về độ bền vững của chi tiêu hiện tại thay vì ngược lại như trong các mô hình kinh tế học chính quy. Thứ hai, chúng ta chỉ nên thay đổi ước tính thu nhập cả đời để đối phó với các tin tức riêng lẻ (ví dụ, một thay đổi lớn trong cuộc đời như ốm đau, thăng chức bất ngờ, kết hôn hay li dị) hoặc trong trường hợp có những thay đổi lớn về lòng tin trong nền kinh tế làm nhận thức về độ bền vững của hướng đi hiện tại thay đổi.

Những ước tính về thu nhập cả đời có thể được chia thành chi tiêu hiện tại và tương lai theo phương pháp tân cổ điển - hoãn chi tiêu nếu lãi suất cao và chuyển chi tiêu ở tương lai về hiện tại nếu lãi suất thấp. Trong hoàn cảnh bình thường, với mức lãi suất thực dương ở mức trung bình lịch sử, chi tiêu có kế hoạch sẽ tăng lên ổn định theo thời gian vì lợi ích của việc hoãn chi tiêu - để kiếm lãi trên tiền tiết kiệm - đủ để giúp chúng ta vượt qua xu hướng muốn chi tiêu ngay hôm nay thay vì để tới ngày mai. Trong điều kiện ngày nay, với lãi suất thực gần bằng không, đường đồ thị của việc chi tiêu có kế hoạch có thể sẽ gần như nằm ngang hoặc thậm chí đi xuống.

Quy tắc kinh nghiệm hai phần này - quy tắc ổn định - có hai ý nghĩa với tổng chi tiêu. Thứ nhất, khi không có những cú sốc lớn trong nhận thức về sự bền vững của nền kinh tế, tiêu dùng nhiều khả năng sẽ tương đối ổn định. Những thay đổi về hoàn cảnh cá nhân có thể dẫn đến thay đổi lớn về chi tiêu trong từng hộ gia đình, nhưng nói chung khó có ảnh hưởng lớn - những thay đổi nhận thức về giới hạn ngân sách suốt đời chỉ mang tính cá nhân và ít có ảnh hưởng tới tổng số. Số trường hợp ốm đau, ra đời và chết đi, kết hôn và li dị, thăng chức hoặc thất bại trong sự nghiệp không thay đổi mạnh từ năm này sang năm khác, ngay cả khi chúng có ảnh hưởng cực lớn đến người trong cuộc. Vậy nên chúng sẽ không có ảnh hưởng đáng kể lên tổng chi tiêu. Chỉ một cú sốc lớn trong nhận thức về độ bền vững mới khiến các hộ gia đình xem lại ước tính thu nhập cả đời của mình và cả mức chi tiêu hiện tại. Trong giai đoạn Đại ổn định, quy tắc kinh nghiệm nói trên đã dẫn đến dự đoán rằng tổng thu nhập cả đời là cực kỳ ổn định.

Ý nghĩa thứ hai là các hộ gia đình và doanh nghiệp dễ nhận thức “sai” mức độ tương thích giữa ước tính thu nhập cả đời với tình hình thực tại. Một xu hướng tổng tiêu dùng có vẻ ổn định nhưng thực chất không bền vững, giống như những gì đã xảy ra trong giai đoạn Đại ổn định, có thể khiến các hộ gia đình cho rằng mức tiêu dùng hiện tại là phù hợp với giới hạn ngân sách suốt đời. Vì tất cả các hộ gia đình đều đang sử dụng tổng chi tiêu để đưa ra những quyết định, họ sẽ mắc cùng một sai lầm. Những sai lầm không bù trừ lẫn nhau trong cả nền kinh tế, và chúng dẫn tới sự bất cân xứng trong đó các kế hoạch chi tiêu đi chệch khỏi con đường hợp lý với thực tại một cách chậm mà chắc. Sự bất cân xứng này có thể nhìn bề ngoài thì ổn định, nhưng nó không thể được duy trì mãi. Nó sẽ được duy trì tới khi đi đâu gì đó xảy ra khiến mọi người xét lại lời biện giải về thu nhập

cả đời, khi đó các sai lầm trong quá khứ phải được sửa chữa. Tôi cho rằng đó chính là những gì đã xảy ra trong cuộc khủng hoảng khi người ta nhận ra rằng những dự đoán trước đó về chi tiêu tương lai ở các nước như Mỹ và Anh là quá lạc quan.

Sự tồn tại của những giới hạn mờ mịt về ngân sách khiến các sai lầm trong nhận thức và hành vi và cả việc sửa sai sau đó là gần như không thể tránh khỏi. Trong thập niên trước cuộc khủng hoảng - quãng thời gian mà tôi gọi là thập kỉ NICE (non-inflationary consistently expansionary - mở rộng quy mô liên tục không lạm phát⁺) - các bài hùng biện của các nhà kinh tế học, ngân hàng trung ương và các chính trị gia phần lớn, nếu không nói là hoàn toàn, nhắm tới niềm tin rằng giai đoạn Đại ổn định sẽ tiếp diễn^[23]. Nhưng mục đích của cái tên NICE chính là để chỉ ra rằng nó sẽ không tiếp tục và các thập niên trong tương lai sẽ không còn tốt đẹp như thế. Sự bất cân xứng càng kéo dài, thời gian sửa sai sẽ càng lâu. Và khi lời biện giải đã được xét lại, đó là lúc phải thay đổi định hướng chi tiêu thật nhanh.

Khái niệm dự đoán lí trí đóng vai trò quan trọng trong việc khiến các nhà kinh tế học nhận ra rằng các can thiệp bằng chính sách có thể kém hiệu quả hơn so với giả định của phái Keynes, nhưng nó bỏ qua một thực tế là trong một thế giới bất định, các doanh nghiệp và hộ gia đình có thể liên tục đánh giá quá cao hoặc quá thấp tiềm năng chi tiêu hoặc của cải của mình. Những sai lầm này có thể gây ra hiệu nhàn về lượng của cải và làm ảnh hưởng đến giá tài sản. Sự tồn tại của các thị trường tài chính có thể khiến vấn đề càng trầm trọng thêm.

Hãy lấy một ví dụ cực kì đơn giản, dù có phần phóng đại. Hai người bạn gặp và nói chuyện với nhau về triển vọng của thị trường chứng khoán

trong năm sau. Một người khẳng định là thị trường sẽ tăng trưởng; người kia thì nói ngược lại. Họ chấp nhận rằng họ có quan điểm khác nhau và đang sửa soạn về nhà thì một người ở bàn bên đề xuất đặt cược 1 triệu USD về mức điểm của thị trường một năm tới. Người thứ nhất vì quá tin rằng thị trường sẽ tăng trưởng nên đặt 1 triệu USD rằng nó sẽ có mức điểm cao hơn hiện nay. Vì chắc chắn là trong một năm nữa mình sẽ giàu lên, anh ta bắt đầu chi tiêu từ hôm nay. Người kia thì đặt cược là thị trường sẽ giảm điểm trong năm tới và vì cực kỳ tự tin là mình sẽ giàu lên, anh ta cũng bắt đầu chi tiêu. Vậy là nhà cái chắc chắn sẽ có tiền để trả cho người thắng.

Các thị trường tài chính phát triển nhờ vào các ý kiến trái chiều - chúng tạo nên cuộc đua. Chúng cũng gây ra “sai lầm” trong nhận thức về lượng của cải và khả năng chi tiêu. Sau khi mọi người đã đặt cược, tổng lượng tài sản dự kiến cao hơn trước 2 triệu USD - cả hai người đều cho rằng mình sẽ có thêm 1 triệu USD. Sau một năm, một người sẽ thắng 1 triệu USD như kì vọng còn người kia sẽ mất 1 triệu USD và nghèo hơn mức kì vọng 2 triệu USD. Khả năng đặt cược hoặc thực hiện giao dịch trên thị trường tài chính tạo nên những biến động mạnh trong quan niệm về khả năng chi tiêu và mức chi tiêu thực tế hiện tại. Trong thế giới có cuộc đấu giá khổng lồ đã nói đến ở **Chương 2**, các thị trường giúp con người được hưởng lợi. Trong thế giới bất định đột biến, chúng có thể dẫn tới những sai lầm lớn. Đây là một trong những cách mà thị trường tài chính ảnh hưởng đến sự vận hành của nền kinh tế thực và gây nên biến động về giá tài sản, đi đâu có thể ảnh hưởng đến sự ổn định của hệ thống ngân hàng.

Một câu hỏi lớn cho các ngân hàng trung ương là liệu họ có nên cố gắng sửa chữa những niềm tin sai lầm có thể dẫn tới con đường không bền vững cho nền kinh tế không. Theo tôi, đây là thách thức quan trọng nhất

cho chính sách tiền tệ, và đặc biệt là cho mục tiêu lạm phát trong tương lai. Để cách tiếp cận này có hiệu quả, một ngân hàng trung ương không những phải tự tin rằng mình có thể nhận diện các sai lầm của người khác mà còn phải tìm được phương hướng để thay đổi các nhận thức sai lầm của doanh nghiệp và hộ gia đình mà không khiến tình trạng của nền kinh tế xấu đi. Đây là một nhiệm vụ khó khăn, như chúng ta sẽ thấy dưới đây khi phân tích một cách làm khác so với những chính sách tiền tệ được áp dụng trong giai đoạn Đại ổn định.

Câu chuyện của phái Keynes là câu chuyện của việc thiếu khả năng phối hợp các kế hoạch chi tiêu tương lai, trong đó một sự mất niềm tin vào mong muốn chi tiêu của người khác khiến các doanh nghiệp giảm đầu tư và sản xuất, gây nên tình trạng giảm lực cầu - đúng như Tổng thống Franklin Roosevelt đã nói năm 1933: “Thứ duy nhất chúng ta phải sợ chính là bản thân nỗi sợ”^[24]. Khi nhìn nhận những vấn đề mà các hộ gia đình và doanh nghiệp phải đối mặt theo hướng các chiến lược thích nghi, chúng ta có thể thấy rằng còn một lí do nữa để giải thích cho các giai đoạn tổng lực cầu yếu. Có thể có những giai đoạn kéo dài trong đó thông tin để ước tính thu nhập suốt đời (ở đây là sự ổn định của xu hướng chi tiêu hiện tại) không cung cấp tín hiệu nào cho các hộ gia đình rằng mức chi tiêu hiện tại của họ là không bền vững. Đến một lúc nào đó một tín hiệu mới sẽ xuất hiện khiến tất cả các hộ gia đình cùng đi đầu chỉnh chi tiêu. Khi lời biện giải về thu nhập cả đời thay đổi, khi đó một sự đi đầu chỉnh lớn trong các kế hoạch chi tiêu sẽ diễn ra. Mức tiêu dùng mới này không phải là sự sụt giảm tổng lực cầu như quan điểm của phái Keynes, mà là một phản ứng lí trí khi người ta nhận ra rằng những chi tiêu trong quá khứ dựa trên những tính toán sai lầm về mức thu nhập cả đời.

Cả hai cách giải thích giai đoạn suy thoái đều dựa trên ẩn số đột biến, và chúng không hề loại trừ lẫn nhau. Nhưng sự khác nhau cơ bản giữa hai cách giải thích này nằm ở chính sách hợp lý để đối phó với lực cầu yếu. Trong giai đoạn suy thoái kiểu Keynes, các chính sách để thúc đẩy lực cầu trong ngắn hạn, như các gói kích thích tài chính hay tài chính, có thể giúp xoa dịu nỗi sợ hãi và tái lập sự tự tin và mức chi tiêu về như ban đầu. Trong giai đoạn suy thoái do sự đi đầu chính lời biện giải, việc cố trở lại mức chi tiêu trước đó là sai lầm. Các chính sách để thúc đẩy tiêu dùng trong ngắn hạn có vẻ hữu dụng nhưng chúng không thay đổi được nhu cầu đi đầu chính lại trạng thái bất cân xứng.

Các cuộc khủng hoảng tài chính thường được coi là hiện thân của một sự kiện có xác suất thấp mà người ta không ngờ đến. Mọi người ai nấy đều bất ngờ. Nhưng như đã nói ở **Chương 1**, các cuộc khủng hoảng tài chính xảy ra khá thường xuyên. Vậy nên có vẻ kì quặc khi chúng ta lại coi chúng là kết quả của những sự kiện rất hiếm gặp. Một cách giải thích nữa là con người đánh giá quá thấp khả năng những kịch bản cực đoan xảy ra trong khi chúng nằm trên biểu đồ phân phối xác suất có hai đầu mở rộng, nghĩa là khả năng các sự kiện cực đoan xảy ra là lớn hơn nhiều so với thông thường. Alan Greenspan đã nhận xét, “Hai đầu biểu đồ không những phải béo mà còn phải béo phì đến mức kinh khủng thì mới có thể giải thích những gì đã xảy ra trong những năm qua”^[25]. Vấn đề với tất cả những cách hiểu này là chúng ta coi khủng hoảng là kết quả trực tiếp của các vị thần kinh tế, những sự kiện ngẫu nhiên đánh lừa người trần mắt thịt. Đi sâu thiếu sót ở những cách hiểu này là việc khả năng biến đổi của bản thân nền kinh tế đã tạo nên một sự tích tụ các nhận thức và hành động sai lầm. Những biến động mạnh về niềm tin không hề phi lý trí, cũng không phải là

sản phẩm của những thay đổi ngẫu nhiên trong “bản năng động vật” không liên quan đến hoàn cảnh kinh tế, mà là kết quả của những cố gắng lý trí nhằm thích nghi với ẩn số đột biến. Và khi những xét đoán về thu nhập cả đời được điều chỉnh khi người ta nhận ra tình hình thực tế, chúng gây ra những thay đổi đột ngột và quyết liệt về giá tài sản, điểm đặc trưng của một cuộc khủng hoảng.

Nguyên nhân và hậu quả của cuộc khủng hoảng năm 2008

Các nền kinh tế phát triển trong giai đoạn từ 1950 đến 1970 đã đạt được nhiều thành công. Quá trình tái thiết sau chiến tranh dẫn tới sự phát triển kinh tế nhanh chóng và tăng mức sống ở tất cả các nước công nghiệp, kể cả những nước phải chịu hậu quả nặng nề nhất trong Chiến tranh thế giới thứ hai. Một lời giải thích cơ bản cho thành công và sự ổn định trong những thập kỷ sau chiến tranh là người ra tin rằng mô hình kinh tế kiểu Keynes có thể đảm bảo cho sự ổn định. Dù các doanh nghiệp tin vào quy tắc kinh nghiệm rằng các chính phủ có thể và sẽ luôn đảm bảo tăng trưởng kinh tế, việc đầu tư lại có vẻ ít mạo hiểm hơn so với giai đoạn bất ổn giữa hai cuộc chiến tranh thế giới. Vậy nên lượng đầu tư tiếp tục tăng lên với tốc độ ổn định, tạo nên sự tăng trưởng ổn định. Những kì vọng về tăng trưởng ổn định ngày càng tự củng cố^{126]}.

Thật không may là niềm tin rằng các chính phủ có thể xóa bỏ chu kì kinh tế hóa ra chỉ là ảo vọng. Sau thành công của giai đoạn ngay sau chiến tranh, các vấn đề bắt đầu nảy sinh và không thể bị che giấu bởi niềm tin vào sự hiệu quả của các chính sách kích thích kiểu Keynes. Những cơn sốc giá dầu năm 1973 và 1979 làm tăng lạm phát, giảm sản xuất tiềm năng ở

các nước công nghiệp. Tỷ lệ thất nghiệp chỉ có thể được duy trì ở mức thấp trước đó bằng cách cắt giảm mức lương thực tế. Những nỗ lực loại bỏ những cú sốc đó bằng việc tiếp tục duy trì tỷ lệ thất nghiệp thấp mà không cắt giảm mức lương thực tế đã dẫn tới lạm phát tăng, thậm chí với tốc độ ngày càng cao. Người ta nhanh chóng nhận ra rằng sự sụt giảm mức lương thực tế do giá dầu tăng cao là điều không thể tránh khỏi, và điều đó sẽ dẫn đến tỷ lệ thất nghiệp cao. Tình trạng này nếu kéo dài có thể làm xói mòn các kỹ năng lao động và càng khiến nhiều người rời khỏi lực lượng lao động hơn. Cách duy nhất để giảm tỷ lệ thất nghiệp đang tăng lên, đặc biệt là ở châu Âu với các thị trường lao động kém linh hoạt, là giảm tỷ lệ thất nghiệp “tự nhiên” - được định đoạt bởi cung và cầu lao động - bằng những cải cách lớn. Chúng bao gồm các đạo luật để kiểm soát quy định lực công đoàn, giảm phúc lợi thất nghiệp tương đối so với mức lương trung bình, và các biện pháp giảm bảo hộ việc làm bằng cách đưa ra hợp đồng ngắn hạn^[27]. Các chính sách kinh tế vĩ mô nhằm tới sự ổn định nhờ đó có thể đảm bảo lạm phát thấp và ổn định. Cách tiếp cận này thành công đến độ lạm phát đã giảm xuống ở tất cả các nước công nghiệp, và những nước này sau đó trải qua một giai đoạn phát triển ổn định với lạm phát thấp chưa từng có - giai đoạn Đại ổn định.

Việc chinh phục được lạm phát là một thành tựu lớn. Giờ đây người ta đã có thể quản lý tiền giấy trong một nền dân chủ. Nhưng nhược điểm của giai đoạn Đại ổn định là nhiều người đã nhầm lẫn giữa sự ổn định và sự bền vững. Ở các nền kinh tế lớn, mức sản lượng trong giai đoạn Đại ổn định tăng lên ở mức gần bằng mức trung bình lịch sử. Từ quan điểm kinh tế học “mua đũa” và kinh tế vĩ mô chính quy, vị thế này nhìn có vẻ bền vững. Nhưng các thành phần tạo nên lực cầu khi đó thì không. Nguồn gốc

của sự bất cân xứng ngày càng lớn này đã được thảo luận ở **Chương 1**. Những nước như Trung Quốc và Đức, vì các lí do khác nhau, đã theo đuổi các chính sách khuyến khích xuất khẩu, đảm bảo tỉ giá chuyển đổi thấp, và kết quả là có thặng dư thương mại cao^[28]. Kết quả số học của thặng dư thương mại là các khoản cho vay lớn cho phần còn lại của thế giới. Từ đầu thập niên 90, ngày càng nhiều tiền tiết kiệm đã được đầu tư vào thị trường vốn thế giới. Lãi suất thực dài hạn - vốn biến đổi tương ứng với lượng tiết kiệm và đầu tư - bắt đầu giảm đi. Tới năm 2008, chúng đã giảm từ hơn 4 phần trăm xuống dưới 2 phần trăm một năm. Một hậu quả tức thời của việc tỉ số để chiết khấu lợi nhuận và cổ tức trong tương lai giảm mạnh như vậy là giá tài sản - cổ phiếu, trái phiếu, nhà cửa và phần lớn các tài sản khác - tăng lên trong giai đoạn trung gian này. Các hộ gia đình và doanh nghiệp được tỉ lệ lãi suất thực thấp khuyến khích tiêu dùng và đầu tư vào hiện tại thay vì trong tương lai. Các nước như Mỹ và Anh khi phải đối mặt với tình trạng thâm hụt thương mại có hệ thống đã giảm tỉ lệ lãi suất thực ngắn hạn để thúc đẩy nhu cầu trong nước.

Lời biện giải phổ biến khi đó tập trung vào sự ổn định. Dù gì thì GDP cũng đang đi trên con đường bền vững, với mức tăng trưởng gần bằng trung bình lịch sử trong khi lạm phát thì thấp và ổn định. Thâm hụt thương mại và tỉ lệ tiết kiệm đều ổn định so với GDP. Vậy nên khi sử dụng quy tắc kinh nghiệm về sự ổn định đã nói đến ở trên, các hộ gia đình cho rằng thu nhập cả đời của họ đang đi theo con đường ổn định. Dường như chẳng có gì xảy ra để bác bỏ lời biện giải ấy. Vậy là các hộ gia đình và doanh nghiệp tin rằng mức độ nhu cầu nội địa hiện tại cũng bền vững.

Làm thế nào mà các hộ gia đình có thể sai lầm lâu như thế? Tại sao họ lại không hiểu quan điểm cho rằng nhu cầu khi đó là quá cao đến mức

không bền vững? ít hộ gia đình nào lại nói chuyện kiểu này trong bữa tối: “Cưng à, em lo rằng chi tiêu nội địa trong nền kinh tế là quá cao, và đến lúc nào đó tỉ lệ lãi suất thực sẽ phải tăng lên còn thâm hụt thương mại giảm đi. Lúc ấy tiêu dùng nội địa sẽ giảm xuống và chúng ta cũng sẽ phải đi điều chỉnh. Có lẽ chúng mình nên đi điều chỉnh chi tiêu ngay lúc này theo hướng bền vững hơn.” Hơn nữa, tại bất cứ thời điểm nào mà một cuộc nói chuyện kiểu này có thể diễn ra, các thị trường tài chính và nhà đầu tư chuyên nghiệp cũng tỏ ra tự mãn với tình trạng bất cân xứng ngày càng nghiêm trọng. Các thị trường đặt mức giá với niềm tin phổ biến rằng các lãi suất thực sẽ vẫn thấp như vậy trong một thời gian dài. Các hộ gia đình chẳng việc gì phải lo cả.

Câu hỏi thú vị là tại sao các doanh nghiệp và hộ gia đình, các nhà đầu tư trên thị trường tài chính và những người hoạch định chính sách đầu tin là việc lãi suất thực dài hạn ở mức thấp đến thế trong giai đoạn dài như vậy lại phù hợp với nền kinh tế thị trường đang phát triển. Câu trả lời là cơ sở lý luận chủ đạo trong tư tưởng kinh tế, kể cả của các ngân hàng trung ương, đã gạt bỏ giả định về tình trạng bất cân xứng nói trên.

Tuy thế vẫn có nhiều lý do để tranh cãi về ảnh hưởng của việc giá tài sản tăng lên. Trước khi cuộc khủng hoảng nổ ra, đã có một cuộc tranh luận giữa Cục dự trữ liên bang và Ngân hàng Anh Quốc về ảnh hưởng của giá nhà đất lên mức tiêu dùng. Cục dự trữ liên bang cho rằng việc của cải của các hộ gia đình tăng lên sẽ thúc đẩy tiêu dùng. Vì nhà đất đóng góp một phần đáng kể trong tổng tài sản cá nhân, giá nhà tăng lên sẽ tăng tiêu dùng. Các số liệu trong giai đoạn sau chiến tranh có vẻ ủng hộ luận điểm này. Ngược lại, Ngân hàng Anh Quốc cho rằng bản thân việc tăng giá nhà đất sẽ không tăng chi tiêu của các hộ gia đình. Suy cho cùng, nếu bạn nghe được

tin giá nhà mình đã tăng lên 25 phần trăm trong tuần vừa rồi, bạn có thể cảm thấy giàu có hơn nhưng đâu có thêm thu nhập để chi tiêu. Cách duy nhất để có thêm tiền là bạn phải chuyển đến một căn nhà nhỏ hơn hoặc đi vay dựa trên giá trị tăng lên của ngôi nhà (và với phần lớn gia đình, nhà cửa là tài sản đảm bảo tốt nhất mà họ có)^[29]. Một người sở hữu nhà sẽ vừa là chủ đất vừa là người thuê nhà trên phần đất của mình. Việc tăng giá nhà làm tăng của cải của người sở hữu nhà với tư cách chủ đất nhưng lại tăng giá thuê nhà ngấm định của người chủ nhà - người ở trong nhà cũng hết như khách thuê nhà. Đó là cách một nhà kinh tế học sẽ sử dụng để mô tả một thực tế đơn giản rằng việc tăng giá nhà không có nghĩa là bạn sẽ có đủ tiền ngay lúc đó để mua xe mới hay chi trả cho một chuyến đi nghỉ đắt tiền^[30].

Quy tắc kinh nghiệm về sự ổn định có vẻ đã được cả các hộ gia đình và các nhà hoạch định chính sách áp dụng và trong một khoảng thời gian, nó đã củng cố sự ổn định trong mức chi tiêu. Mức chi tiêu được duy trì ở mức cao thiếu bền vững ở Mỹ, Anh và một số nước châu Âu khác, và ở mức thấp thiếu bền vững ở Đức và Trung Quốc. Điều này tạo nên sự mất cân bằng tại các nước đó, với tỉ lệ chi tiêu quá cao hoặc quá thấp so với mức thu nhập hiện tại và tương lai. Và sự mất cân bằng giữa các nước - thặng dư và thâm hụt lớn - càng tăng lên. Những diễn biến này không phi lý, mà là hậu quả của việc mọi người cố gắng hành xử lý trí trong một thế giới bất định đột biến, một đặc trưng của nền kinh tế thị trường.

Tất cả những điều này kết hợp với nhau tạo nên tình trạng bất cân xứng trong nội địa các nước và giữa các nền kinh tế lớn với nhau. Không có sự cân bằng trong cả nội địa lẫn với bên ngoài. Từ giữa thập niên 90, các cuộc họp quốc tế luôn đi theo một quy luật chung, trong đó các quan chức

châu Âu trách cứ nước Mỹ tiết kiệm quá ít, trong khi các quan chức Mỹ sẽ đáp trả lại rằng người châu Âu chẳng hiểu gì về nhu cầu thay đổi cán cân thương mại, còn các quan chức Nhật thì im lặng ra vẻ hiểu biết. Quan chức Trung Quốc sẽ báo cáo tỉ lệ tăng trưởng cao nhất trong lịch sử. Nhưng dường như chẳng ai hiểu tất cả những yếu tố đó sẽ kết hợp với nhau như thế nào.

Sự bất cân xứng trong nền kinh tế thế giới ngày càng trở nên nghiêm trọng. Lãi suất thực bị bóp méo thấp hơn hẳn mức lợi nhuận kì vọng từ vốn đầu tư trong một nền kinh tế phát triển ở tốc độ bình thường, từ đó khuyến khích đầu tư vào các lĩnh vực mà nhu cầu lên cao đến mức không bền vững. Tỉ giá chuyển đổi thực bị bóp méo, tạo ra thâm hụt và thặng dư thương mại không bền vững, kèm theo đó là sự chuyển dịch vốn từ các nước có tỉ suất lợi nhuận đầu tư cao sang nước có tỉ suất thấp. Các quyết định đầu tư sai lầm được đưa ra - vào nhà cửa ở Mỹ và một số nước châu Âu, vào bất động sản thương mại ví dụ như trung tâm thương mại ở Anh, vào xây dựng ở Trung Quốc và vào khối xuất khẩu ở Đức. Để khuyến khích sự dịch chuyển tài nguyên vào khối ngành xuất khẩu ở các nước có thâm hụt thương mại, họ cần phải nâng giá các hàng hóa và dịch vụ trao đổi được so với giá của các hàng hóa dịch vụ không trao đổi được. Nhưng sự cứng nhắc của tỉ giá chuyển đổi và việc theo đuổi lạm phát thấp kết hợp với nhau khiến mức tăng cần thiết khó mà đạt được.

Một ví dụ điển hình về những mâu thuẫn ngầm trong thời Đại ổn định là những diễn biến ở Anh. Chỉ sau khi cuộc khủng hoảng nổ ra, người ta mới có thể bắt đầu quá trình lấy lại cân bằng cho nền kinh tế thông qua việc giảm mạnh tỉ giá chuyển đổi của đồng bảng Anh và cho phép lạm phát vượt qua mức mục tiêu 2 phần trăm trong vài năm để hấp thụ bớt giá cả

cao hơn của hàng nhập khẩu và các hàng hóa trao đổi được khác. Quá trình này bị gián đoạn trong giai đoạn 2014-2015 vì mong muốn có phần dễ hiểu của Ngân hàng trung ương châu Âu muốn giảm giá đồng euro để kích thích nền kinh tế Pháp và Italia, điều đã đảo ngược việc giảm giá đồng bảng Anh. Trên khắp thế giới, các chính sách của chính phủ dù là vô tình hay hữu ý cũng đã ngăn cản những thay đổi tỉ giá và khiến lãi suất dài hạn giảm xuống mức thấp thiếu bền vững.

Trong dài hạn, các giá cả chủ chốt - lãi suất thực, tỉ giá trao đổi thực và giá các loại hàng hóa trao đổi được so với hàng hóa không trao đổi được - phải được điều chỉnh sang mức cân bằng mới và bền vững hơn. Nếu các chính phủ không cho phép điều này xảy ra, khi đó nợ và tín dụng tích tụ trong giai đoạn mất cân bằng rồi sẽ phải bị xóa bỏ. Các luồng chuyển dịch vốn sẽ bị biến từ dạng cho vay thành dạng quà tặng hay “chuyển tiền”. Những diễn biến này nhiều khả năng sẽ làm dấy lên mâu thuẫn giữa các nước chủ nợ và các nước vay nợ. Quy tắc kinh nghiệm về sự ổn định giải thích tại sao tình trạng bất cân xứng lại có thể tồn tại trong một khoảng thời gian dài. Và giai đoạn này càng dài thì nhu cầu sẽ càng yếu khi kì vọng về thu nhập trong tương lai được điều chỉnh cho phù hợp với thực tế.

Có những thứ chúng ta phải đánh đổi. Sự ổn định không nhất thiết phải hàm chứa mầm mống của sự tự hủy diệt - về mặt này Minsky đã sai. Nhưng sự ổn định đi kèm với sự thiếu bền vững chỉ đem lại vẻ ngoài ổn định và đến một lúc nào đó, tình trạng này sẽ kết thúc. Giống như trong nhiều cuộc khủng hoảng, khối ngành chịu ảnh hưởng nhiều nhất là ngành ngân hàng. Nó đã có mức đòn bẩy quá cao đến nỗi chỉ vài thông tin tương đối vặt vãnh từ thị trường nhà đất ở Mỹ năm 2006 và tình trạng của một số ngân hàng châu Âu năm 2007 cũng đã dẫn đến lo lắng về tình trạng của cả

khối ngành, như đã nói đến ở **Chương 1**. Sau sự sụp đổ của Lehman Brothers vào tháng Chín năm 2008, khắp thế giới đồng loạt nổ ra một cuộc khủng hoảng ngân hàng và một cú sốc về niềm tin. Quy tắc kinh nghiệm về sự ổn định không còn đúng nữa. Lời biện giải đã thay đổi. Khi đó người ta không còn ước đoán được thu nhập cả đời một cách dễ dàng nữa. Rõ ràng là quy luật chi tiêu phải thay đổi. Sự dè dặt lan rộng: người đi vay dè dặt vay tiền còn chủ nợ dè dặt cho vay. Việc giảm đòn bẩy trên bảng cân đối kế toán được tiến hành hàng loạt, mức chi tiêu và sản xuất được điều chỉnh xuống mức thấp hơn hẳn ở những nước mà trước đó nhu cầu tiêu dùng ở mức cao thiếu bền vững. Điều này gây nên ảnh hưởng lớn với các nước dựa vào thương mại để tăng trưởng. Ví dụ, Trung Quốc đã phải chấp nhận giảm mạnh xuất khẩu, đặc biệt là sang châu Âu. Từ năm 2000 đến 2008, mức tăng xuất khẩu trung bình của Trung Quốc là hơn 20 phần trăm. Năm 2009, xuất khẩu giảm 11 phần trăm, và mặc dù mức tăng trưởng được phục hồi vào năm 2010 và các năm sau đó, nó vẫn đang chỉ ở mức một con số^[31]. Khắp thế giới, việc nhiều người nhận ra họ nên tiêu dùng ở mức thấp hơn kết hợp với sự mơ hồ về mức tiêu dùng cụ thể dẫn đến một giai đoạn cả tiêu dùng và đầu tư đều yếu.

Sau năm 2008, quan điểm phổ biến là cuộc khủng hoảng bắt nguồn từ khối tài chính, hoặc có thể ở Mỹ là từ thị trường nhà đất. Đây chính là sự nhầm lẫn giữa triệu chứng và nguyên nhân. Dĩ nhiên bản chất mong manh của hệ thống ngân hàng khiến cuộc khủng hoảng trở nên nghiêm trọng và lan rộng nhanh chóng. Nhưng trên thế giới đã tồn tại sự mất cân bằng kinh tế vĩ mô khổng lồ cả trong nội địa các nước lẫn giữa các nền kinh tế lớn với nhau. Việc không hiểu được bản chất của sự bất cân xứng này không chỉ làm trầm trọng thêm quy luật cho vay tín dụng và nợ kém bền vững mà

còn dẫn đến những chẩn đoán sai lầm về quá trình hồi phục chậm chạp yếu ớt của các nền kinh tế phát triển sau khi cuộc khủng hoảng ngân hàng kết thúc năm 2009.

Năm 2014, Jaime Caruana, Tổng giám đốc Ngân hàng thanh toán quốc tế, đã nói “lượng nợ trên khắp thế giới là quá cao”^[32]. Còn Adair Turner, cựu Chủ tịch Cơ quan Dịch vụ tài chính, đã khẳng định rằng “lí do cơ bản nhất giải thích cho việc tại sao cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 được tiếp nối bởi một giai đoạn suy thoái nghiêm trọng kéo dài chính là sự tăng lên của đòn bẩy kinh tế thực ở các nền kinh tế phát triển trong nửa thế kỷ qua.”^[33] Vấn đề với những khẳng định kiểu này là mặc dù chúng chỉ ra một cách đúng đắn sự mong manh do đòn bẩy cao, lượng nợ chỉ là hậu quả chứ không phải nguyên nhân dẫn tới khủng hoảng. Nợ không tự xuất hiện như lộc trời mà là một phản ứng có ý thức của người đi vay đối với tình thế của mình. Phần lớn các ngân hàng cho các hộ gia đình và doanh nghiệp vay trong những năm gần đây để chi trả cho tài sản của họ^[34]. Nhưng các ngân hàng không cố ý tạo nên bong bóng giá nhà đất. Thay vào đó, họ chỉ phản ứng với nhu cầu đi vay bắt nguồn từ nhu cầu chi trả cho giá trị tài sản cao hơn. Giá tài sản cao là một sự phản ánh hợp lý của mức lãi suất thực dài hạn thấp đã nói đến ở **Chương 1**. Những nguyên nhân thực sự của việc lượng nợ tăng lên là do xu hướng “tiết kiệm thừa mứa” và phản ứng của các ngân hàng trung ương phương Tây dẫn đến lãi suất thực giảm kéo dài^[35].

Mối nguy của “kinh tế học mua đỡ”, bất kể trường phái Keynes hay tân cổ điển, là nó dẫn đến quan điểm tự mãn cho rằng sự thiếu hụt lực cầu kéo dài luôn đi theo hình mẫu kiểu Keynes và là lí do duy nhất gây ra tình trạng tăng trưởng chậm trên thế giới ngày nay. Một khi chúng ta nhận ra

rằng nhu cầu được chia ra thành chi tiêu hiện tại và chi tiêu tương lai, đồng thời cũng chia thành chi tiêu cho hàng hóa nội địa và hàng hóa giao thương quốc tế (xuất khẩu hoặc nhập khẩu), và tổng chi tiêu có thể bao gồm cả tiêu dùng và đầu tư, khi đó rõ ràng “tổng nhu cầu” là một khái niệm chưa đầy đủ để hiểu được tình hình hiện tại. Vấn đề với việc giới hạn nguyên nhân trong một lý do duy nhất là sự thiếu hụt tổng nhu cầu đã khiến các nhà kinh tế học suy luận rằng giải pháp là thúc đẩy chi tiêu hiện tại bằng mọi phương pháp hiện có - nới lỏng chính sách tiền tệ, mở rộng quy mô tài chính hoặc những lời trấn an từ chính phủ rằng giai đoạn tồi tệ nhất đã trôi qua.

Các phương pháp theo trường phái Keynes cũng có vai trò nhất định để giải quyết cú sốc niềm tin đã xảy ra trong năm 2008-2009. Nhưng ẩn bên dưới là sự mất cân bằng nghiêm trọng giữa chi tiêu và tiết kiệm, vì lựa chọn giữa chi tiêu hiện tại hay tương lai đã bị làm lệch lạc quá nhiều do lãi suất thực liên tục giảm. Kết quả là đầu tiên chúng ta được trải nghiệm sự bình yên trong giai đoạn Đại ổn định, sau đó là những rối loạn thời khủng hoảng, rồi đến cuộc Đại khủng hoảng. Các nhà hoạch định chính sách đã để sự mất cân bằng này tích tụ quá lâu, sau đó áp dụng đúng cách giải quyết theo kiểu Keynes trong giai đoạn lao dốc năm 2008-2009 nhưng vẫn không giải quyết sự bất cân xứng ẩn sâu bên trong. Vì những lo ngại có phần dễ hiểu trước mâu thuẫn tiết kiệm, họ đã áp dụng những chính sách dẫn đến mâu thuẫn chính sách - trong đó các chính sách có lợi trong ngắn hạn lại ngược hẳn với những gì cần thực hiện trong dài hạn.

Các phương pháp kích thích kiểu Keynes thúc đẩy tiêu dùng, giảm tiết kiệm và khuyến khích các hộ gia đình vay tiền thêm. Nhưng trong dài hạn, các chính sách ở Mỹ và Anh cần phải giảm tiêu dùng nội địa và thúc đẩy

xuất khẩu, giảm thâm hụt thương mại, giảm đòn bẩy của hộ gia đình và trong bảng cân đối kế toán các ngân hàng, nâng tỉ lệ tiết kiệm và đầu tư quốc gia. Điều mỉa mai là chính những nước cần có sự điều chỉnh dài hạn nhất - Mỹ và Anh - lại là những nước tích cực theo đuổi chính sách kích thích ngắn hạn nhất.

Khi nhìn lại, một ví dụ về giai đoạn suy thoái trong đó các nhà hoạch định chính sách không ngăn cản việc nền kinh tế chuyển sang mức cân bằng mới và vì thế không gây nên mâu thuẫn chính sách là giai đoạn năm 1920-1921. Năm 1919, Cục dự trữ liên bang đã bắt đầu nâng lãi suất để chống lạm phát. Năm 1920, nền kinh tế Mỹ suy thoái nặng. Giá hàng hóa khắp thế giới bắt đầu giảm đi mùa xuân năm đó. Trong cuộc khủng hoảng, giá hàng hóa giảm 41 phần trăm và sản xuất công nghiệp giảm 30 phần trăm. Giá cổ phiếu giảm gần một nửa^[36]. Nông dân và các nhà sản xuất khác bị vỡ nợ. Thời đó không có cơ quan chính phủ nào tính toán GDP, nhưng các nhà nghiên cứu sau này ước tính tổng sản xuất đã giảm từ 3 tới 7 phần trăm^[37]. Tỉ lệ thất nghiệp tăng lên đến gần 20 phần trăm. Nhiều người lao động chấp nhận giảm lương sâu và tới mùa thu năm 1921, các hoạt động bắt đầu phục hồi. Cuộc suy thoái kết thúc, hoạt động kinh tế và giá cả trở lại ổn định. Điểm đáng chú ý là trong suốt giai đoạn này không hề có chính sách ổn định chủ động nào từ phía chính phủ hoặc ngân hàng trung ương, và giá cả thì thay đổi chóng mặt. Theo lời của James Grant, nhà báo tài chính của tờ *Wall Street*, thì đó là một “cuộc suy thoái tự khỏi”^[38].

“Sai lầm” trong trường hợp này của người tiêu dùng, doanh nghiệp và các ngân hàng là mặc định rằng việc giá hàng hóa tăng sau Chiến tranh thế giới thứ nhất - từ bông, đường đến ô tô và thép - sẽ kéo dài mãi. Nó dẫn

đến việc đầu tư quá mức vào hàng tồn kho, dự trữ nguyên liệu và thành phẩm, gây ra tình trạng giảm giá tự nhiên khi thặng dư nguồn cung trở nên rõ ràng. Phần dự trữ thừa bị tiêu hủy và giá cả hạ thấp kích thích hồi phục tiêu dùng và lao động. Grant tranh luận rằng chính sự linh hoạt về lương và giá cả trong giai đoạn đó đã cho phép nền kinh tế hồi phục nhanh sau giai đoạn suy thoái nặng ban đầu. Có thể sự linh hoạt về lương và giá cả đầu thập niên 20, ít nhất là so với thập niên 30 và thời hậu chiến, đã giúp kích thích hồi phục nhanh hơn. Nhưng một phần lí do là sự tăng lên của lượng dự trữ tiền thực tế khi giá cả giảm đi - một kiểu chính sách ổn định tiền tệ thụ động.

Bài học chủ yếu từ những trải nghiệm năm 1920-1921 là chúng ta sẽ phạm sai lầm nếu cho rằng tất cả các cuộc suy thoái đều có nguyên nhân tương tự và cách giải quyết giống nhau. Những thay đổi mạnh trong giá hàng tồn kho và dự trữ có thể tự đi đầu chỉnh. Một giai đoạn suy thoái kiểu Keynes bắt nguồn từ sự thiếu niềm tin có thể được giải quyết bằng các chính sách tái lập niềm tin vào mức độ tổng chi tiêu tương lai. Một giai đoạn suy thoái do các ngân hàng trung ương cố gắng giảm lạm phát có thể được giải quyết bằng cách phục hồi các chính sách tiền tệ về lại cấu trúc bình thường khi các dự đoán về lạm phát đã được giảm xuống mức mong muốn. Và một giai đoạn suy thoái do lời biện giải thay đổi chỉ có thể được giải quyết bằng cách chuyển nền kinh tế sang một điểm cân bằng mới trong đó mức chi tiêu phù hợp với những nhận định thực tế về giới hạn thu nhập cả đời.

Vì thế, chính sách phản ứng phù hợp phụ thuộc vào bản chất của cuộc suy thoái. Đôi khi có nhiều nguyên nhân dẫn đến một cuộc suy thoái. Năm 2008, cú sốc niềm tin sau sự sụp đổ của khối ngân hàng dẫn tới một giai

đoạn suy thoái kiểu Keynes khắp thế giới, kèm theo đó là sự sửa đổi các “sai lầm” trước đó của doanh nghiệp và hộ gia đình trong việc đánh giá mức độ chi tiêu bền vững. Như đã giải thích ở trên, điều này làm phức tạp hóa các chính sách phản ứng và dẫn đến mâu thuẫn chính sách. Cuộc Đại suy thoái thập niên 30 chứng kiến những biến động mạnh về sản xuất và việc làm. Trong một nghiên cứu kinh điển về lịch sử tiền tệ Mỹ, Friedman và Schwartz tranh luận rằng Cục dự trữ liên bang đã có lỗi khi tỏ ra quá thụ động trước tình trạng lượng tiền giảm quá sâu do ngân hàng sụp đổ và giảm cho vay. Trải nghiệm này sinh ra quan điểm rằng chính sách tiền tệ và tài khóa chủ động là những điều mang tính thiết yếu. Chính sách bình ổn trở thành một thuật ngữ được đưa vào sách giáo khoa. Nhưng các chính sách cũng phải giải quyết vấn đề thanh toán nợ ẩn bên trong khối ngân hàng. Điều đó dẫn đến sự ra đời của Công ty Bảo hiểm Tiền gửi Liên bang. Không có một mô hình nào thu tóm được tất cả những đặc điểm liên quan đến một cuộc khủng hoảng, và đó là một trong những mối nguy của tư duy “kinh tế học mua đồ”.

Một cách hiểu khác về giai đoạn trước khủng hoảng

Liệu các nhà hoạch định chính sách có đủ khả năng và có nên phản ứng sớm hơn với những mất cân bằng tích tụ trước cuộc khủng hoảng? Những chiến lược nào lẽ ra nên được các nước G7 áp dụng trước khủng hoảng? Giờ khi nhìn lại, liệu lãi suất có nên được đặt cao hơn trong giai đoạn Đại ổn định? Chúng ta có thể khám phá các câu hỏi này bằng cách đi ngược lại giai đoạn trước khủng hoảng và tự hỏi liệu có một chính sách nào khác có thể đem lại kết quả khác hay không.

Với tư cách là một nền kinh tế mở tầ n trung, Liên hiệp Anh là một ví dụ tốt về cách hình dung một chính sách tầ n tệ khác trước khủng hoảng. Trong giai đoạn ngay trước cuộc khủng hoảng 2007-2009, tỉ lệ tăng trưởng GDP trung bình của khối này chỉ bằng một phần nhỏ của con số trung bình trong 50 năm là 2,75 phần trăm. Không có sự “bùng nổ” sản lượng nào làm tầ n đề cho sự “sụp đổ” cả. Lạm phát khi đó ở mức ổn định, gần bằng mục tiêu 2 phần trăm; tỉ lệ thất nghiệp gần bằng mức ước lượng tự nhiên. Nhìn tổng thể nền kinh tế, nó có vẻ vừa ổn định vừa bền vững. Nhưng mặc dù tỉ lệ tăng trưởng sản lượng bền vững, cấu trúc của nó thì lại không. Kể từ cuối thập niên 90, khối Liên hiệp Anh, giống như Mỹ, đã phải chịu thâm hụt thương mại lớn, đối lập với thặng dư mang tính hệ thống lớn của những nước như Trung Quốc, đồng thời tỉ giá trao đổi đồng bảng Anh với các đồng tầ n khác tăng lên khoảng 25 phần trăm. Nhu cầu tiêu dùng nội địa tăng lên tỉ lệ nghịch với xuất khẩu. Tầ n đầu tư được rót vào các khối ngành sản xuất nhằm đáp ứng nhu cầu trong nước - kể cả các bất động sản thương mại (bất động sản nhà ở thì phải chịu giới hạn quy hoạch). Để đạt được mục tiêu lạm phát, việc cần làm là phải kích thích nhu cầu trong nước để bù đắp nhu cầu ngoài nước yếu, trong khi đó cái giá phải trả là những bất cân xứng bên trong và bên ngoài ngày càng trầm trọng thêm.

Ngay từ cuối thập niên 90, trong Ủy ban Chính sách Tầ n tệ (Monetary Policy Committee - MPC) của Ngân hàng Anh Quốc đã nổ ra một cuộc tranh luận quyết liệt về việc liệu chúng ta có nên cố gắng xóa bỏ sự bất cân xứng không bền vững này trong quy luật nhu cầu hay không^[39]. Vấn đề là nếu nhu cầu trong nước tăng quá nhanh trong một khoảng thời gian quá dài, khi đó càng trì hoãn lâu chúng ta càng phải đi ều chỉnh mạnh hơn - đi ều đã trở thành sự thật khi quá trình đi ều chỉnh cuối cùng cũng bắt đầu trong

giai đoạn 2008-2009^[40]. Ủy ban đã phải đối mặt với hai lựa chọn không mấy dễ chịu là duy trì tỉ lệ tăng trưởng ổn định với lạm phát thấp mặc dù biết nó sẽ làm trầm trọng thêm sự bất cân xứng và làm tăng rủi ro suy thoái sâu rộng sau này, hoặc chấp nhận tăng trưởng chậm lại để đưa nhu cầu trong nước trở về mức bền vững hơn trong khi tỉ lệ thất nghiệp tăng lên và lạm phát dưới mức mục tiêu bắt buộc trong ngắn hạn. Có lẽ không có gì bất ngờ khi Ủy ban đã chọn phương án thứ nhất^[41]. Tình thế này đã được người tiền nhiệm của tôi ở vị trí Thống đốc Ngân hàng Anh Quốc là Eddie George tóm tắt năm 2002: “Thực tế chúng ta đã chấp nhận quan điểm rằng tăng trưởng không cân bằng như lúc ấy còn tốt hơn là không tăng trưởng - hay như một số nhà bình luận đã phát biểu là phát triển kinh tế lệch lạc còn hơn là đứng im.”^[42]

Vì lựa chọn “tăng trưởng lệch lạc còn hơn là không tăng trưởng” ấy, Ủy ban Chính sách Tiền tệ đã chấp nhận tình trạng bất cân xứng ngày càng trầm trọng và tăng rủi ro nhu cầu nội địa giảm sâu sau đó. Liệu chính sách khi đó có nên ngả theo hướng tăng trưởng chậm và để lạm phát ở mức dưới mục tiêu để giảm rủi ro điều chỉnh sau này không? Chính sách thay thế khi đó là giữ lãi suất cao nhằm hi vọng rằng nhu cầu trong nước giảm đi sẽ thay đổi lời biện giải thúc đẩy quyết định chi tiêu. Giá tài sản, nợ và đòn bẩy ngân hàng có thể sẽ tăng lên ít hơn. Bất kì con đường nào khác cho nền kinh tế cũng đồng nghĩa với suy thoái và thất nghiệp, kèm theo đó là lạm phát thấp hơn mục tiêu. Nhưng có khả năng nếu lúc đó chúng ta chấp nhận một giai đoạn suy thoái nhỏ, ta sẽ giảm được độ trầm trọng của cuộc Đại khủng hoảng một thập kỉ sau đó.

Vậy điều gì sẽ xảy ra nếu khi đó MPC sử dụng chính sách thay thế là giữ lãi suất cao hơn trong giai đoạn trước 2008? Chúng ta khó mà nói chắc

được, và nó cũng tùy thuộc vào các chiến lược thích nghi của các hộ gia đình và các nhà đầu tư. Ở Ủy ban, người ta thảo luận hai quan điểm. Một là thiết lập mức lãi suất cao hơn rất nhiều, giảm tăng trưởng nhu cầu và sản xuất, qua đó có thể “giật” dự đoán về mức độ chi tiêu bền vững xuống mức thấp và thực tế hơn. Theo quy tắc kinh nghiệm về sự ổn định, đi đầu này sẽ dẫn đến những dự đoán về sự sụt giảm tỉ giá trao đổi trong dài hạn cho phù hợp với mức nhu cầu nội địa bền vững, cũng như cho phù hợp với mức lương và chi tiêu nội địa thấp hơn. Lờn biện giải cho mức nhu cầu nội địa cao sẽ được thay đổi dựa trên những dự đoán thấp hơn và thực tế hơn về mức tiêu dùng tiềm năng. Tỉ giá trao đổi sẽ giảm đi khiến nhu cầu nước ngoài tăng lên (xuất khẩu trừ đi nhập khẩu) để bù đắp cho nhu cầu trong nước yếu đi. Sau một thời gian, chúng ta có thể đạt được mức tăng trưởng “đồng đều”, tránh được việc phải lựa chọn giữa tăng trưởng “lệch lạc” và không tăng trưởng.

Quan điểm còn lại là chỉ chính sách tiền tệ của khối Liên hiệp Anh thôi - tăng lãi suất lên mức cao hơn các nước khác - thì sẽ không có nhiều ảnh hưởng lên niềm tin về độ bền vững dài hạn của nền kinh tế hay mức giá trị cân bằng dự kiến của đồng bảng Anh. Nói cách khác, quy tắc kinh nghiệm về sự ổn định sẽ tạo ra những niềm tin vững vàng về tỉ giá trao đổi dài hạn. Trong trường hợp đó, lãi suất cao sẽ khiến tỉ giá trao đổi ngắn hạn ngay lập tức tăng lên vì các nhà đầu tư có thể kiếm được nhiều tiền từ bảng Anh hơn các đồng tiền khác. Thay vì lấy lại thăng bằng cho nền kinh tế, tỉ giá trao đổi cao hơn sẽ khiến nhu cầu ngoài nước ngày càng yếu, và tăng trưởng thì chậm lại đôi chút^[43].

Thế khó này là một hệ quả tất yếu của tình trạng mất cân bằng trong nền kinh tế thế giới. Quy tắc kinh nghiệm về sự ổn định chỉ ra rằng làm

giảm niềm tin của người tiêu dùng vào độ bền vững của mức độ chi tiêu hiện tại là tiền đề cần thiết để lấy lại thăng bằng cho nền kinh tế khối Liên hiệp Anh, nhưng đề xuất này chưa từng được thử nghiệm. Mãi cho tới nhiều năm sau, khi cuộc khủng hoảng nổ ra, người ta mới đi đầu chỉnh dự đoán về thu nhập thực tế.

Khối Liên hiệp Anh không phải là nước duy nhất đối mặt với thế khó này. Nếu tất cả các nước hời đó đặt lãi suất cao lên, có thể sự tăng trưởng chậm sẽ làm thay đổi lời biện giải làm nền tảng cho cả những dự đoán và chi tiêu ở những nước có thâm hụt cũng như thặng dư thương mại. Nhưng không có nước nào làm được điều này. Mỗi ngân hàng trung ương hoạt động độc lập phải đối mặt với hai lựa chọn: nâng lãi suất đủ cao để giảm mức tiêu dùng trong nước, dù biết rằng nó có thể dẫn đến suy thoái trong nước, hoặc tiếp tục đi trên con đường không bền vững để cuối cùng dẫn tới khủng hoảng trầm trọng hơn. Và ngay cả con đường thứ nhất cũng không thể ngăn chặn cuộc khủng hoảng tài chính thế giới. Việc làm ăn mạo hiểm và tăng đòn bẩy ngân hàng là kết quả của lãi suất dài hạn thấp khắp thế giới chứ không phải lãi suất ngắn hạn chính thức của một nước nào. Kể từ cuộc khủng hoảng, thử thách kép hời phục nền kinh tế và vượt qua sự ngạo mạn đã trở nên khó khăn hơn vì các ngân hàng trung ương, cùng với các nhân vật chính trong tấn kịch, đang phải đối mặt với thế khó của người tù.

Trong một cuộc khủng hoảng theo kiểu Keynes, việc các thành phần kinh tế không thể phối hợp trong hiện tại các kế hoạch chi tiêu trong tương lai dẫn đến khả năng nhu cầu có thể thấp hơn nhiều mức tiền năng ở hiệu suất lao động tối đa. Tuy thế, với ần số đột biến, chúng ta vẫn còn những cách giải thích khác cho các đợt suy thoái trong nền kinh tế. Trong một đợt

suy thoái do lời biện giải bị thay đổi, chỉ một phần nhỏ sự biến đổi của nền kinh tế là do những cú sốc về niềm tin đến từ bên ngoài, trong khi phần nhiều là do việc điều chỉnh những nhận định sai lầm về tương lai. Những giai đoạn nhận định sai về của cải và thu nhập tương lai kéo dài - được củng cố bằng quy tắc kinh nghiệm về sự ổn định - có thể dẫn đến sự bất cân xứng, khiến cán cân chi tiêu và tiết kiệm và cả mức giá tài sản bị lệch lạc. Khi lời biện giải thay đổi, sự điều chỉnh chi tiêu và giá tài sản có thể rất quyết liệt - đây là dạng kinh tế học “chuyện gì cũng có thể xảy ra”. Cả trước và trong giai đoạn điều chỉnh, các thị trường tài chính chỉ là người đưa tin chứ không phải nguyên nhân dẫn đến những nhận định sai lầm.

Thất bại trong việc tính đến những “sai lầm” đó hoàn toàn có thể dẫn đến việc nhận định sai lầm về tình trạng nền kinh tế và chính sách đối phó phù hợp, đúng như những gì đã xảy ra trong cuộc khủng hoảng. Chỉ dựa trên các phương pháp kích thích tài chính và tài chính kiểu Keynes có thể dẫn đến rủi ro tái lập lại tình trạng mất cân bằng chi tiêu trước đó trong khi điều cần làm là đưa nó sang mức cân bằng mới. Những phương pháp kích thích chỉ có thể làm dịu đi giai đoạn điều chỉnh sang trạng thái cân bằng mới chứ không thể thay thế giai đoạn này được. Đến một lúc nào đó, chúng ta sẽ phải đối mặt với “mâu thuẫn chính sách”.

Vấn đề chẩn đoán tình trạng mất cân bằng trong giai đoạn trước khủng hoảng càng trầm trọng thêm vì không một quốc gia đơn lẻ nào có thể dễ dàng đạt đến điểm cân bằng mới khi các nước khác không tiến hành những điều chỉnh tương tự. Tất cả các nền kinh tế lớn đều phải đối mặt với thế khó của người tù. Sau cuộc khủng hoảng, gánh nặng phục hồi sức khỏe cho nền kinh tế thế giới đã dồn hoàn toàn lên vai các ngân hàng trung ương. Họ tiếp tục chật vật với trách nhiệm phục hồi nền kinh tế toàn cầu. Liệu

còn có những công cụ chính sách nào khác mà ngân hàng trung ương không có nhưng lại đủ khả năng giải quyết các vấn đề phối hợp này không? Chúng có thể đóng góp vào quá trình hồi phục ngày nay hay không? Hay chúng ta đang tiến đến một cuộc khủng hoảng mới?



SỰ BI QUAN TÁO BẠO: THẾ KHÓ CỦA NGƯỜI TÙ VÀ CUỘC KHỦNG HOẢNG SẮP TỚI

“Hãy hi vọng ngay cả khi đối mặt với khó khăn, hãy hi vọng ngay cả khi đối mặt với thử thách, đó chính là sự táo bạo của niềm hi vọng.”

Barack Obama, trong bài phát biểu tại Đại hội đảng Dân chủ, Boston, 27-7-2004

“Kinh nghiệm và lịch sử dạy cho chúng ta thấy rằng con người và các chính phủ chẳng học được gì từ quá khứ, cũng chẳng hành động dựa trên các quy tắc rút ra từ quá khứ.”

Georg Wilhelm Friedrich Hegel, trong tác phẩm *Lectures on the Philosophy of History* (Những bài giảng triết học về lịch sử) (1832)

Trong các chương trước tôi chỉ nói về những cuộc khủng hoảng trong quá khứ. Thế còn cuộc khủng hoảng trong tương lai thì sao? Nếu không có sự cải tổ hệ thống tài chính như đã đề cập ở **Chương 7**, một cuộc khủng hoảng nữa sớm muộn gì cũng xảy ra và thất bại trong việc xóa bỏ sự bất cân xứng trong nền kinh tế thế giới khiến cho nó nhiều khả năng sẽ đến sớm hơn. Tuy thế thay vì tỏ ra bi quan, chúng ta vẫn còn cơ hội hành động để giải quyết nó.

Dấu hiệu rõ ràng nhất của tình trạng bất cân xứng hiện tại là mức lãi suất cực thấp ngày càng giảm sâu hơn kể từ cuộc khủng hoảng. Điều này

dẫn đến hậu quả là giá tài sản ngày càng tăng và người ta cố sống cố chết để kiếm lợi nhuận đầu tư khi các nhà đầu tư, cả các cá nhân lẫn các công ty bảo hiểm, nhận ra rằng tỉ suất lợi nhuận đầu tư hiện tại là không đủ để trang trải nhu cầu chi tiêu. Các ngân hàng trung ương bị mắc kẹt trong chính sách lãi suất thấp vì vẫn một mực tin rằng giải pháp cho tình trạng lực cầu yếu là kích thích tiền tệ. Họ đang vướng phải thế khó của người tù: nếu một ngân hàng trung ương nâng lãi suất, khi đó họ phải chịu rủi ro tăng trưởng chậm hay thậm chí một giai đoạn suy thoái nữa.

Khi lãi suất được giảm xuống gần mức 0 phần trăm trong giai đoạn khủng hoảng cực điểm, không ai kì vọng là nó sẽ tiếp tục nằm ở mức khẩn cấp này sáu năm sau đó. Một giai đoạn dài như vậy với lãi suất bằng 0 là chưa từng có tiền lệ. Trong phần lớn giai đoạn hậu chiến tranh, người ta chỉ lo là lãi suất có thể quá cao. Giờ thì người ta lại lo lắng lãi suất thấp đang làm xói mòn lượng tiền tiết kiệm. Nó gợi lại châm ngôn của Walter Bagehot về một người Anh điển hình: “John Bull⁺ có thể chịu đựng rất nhiều thứ, nhưng anh ta không thể chịu được mức hai phần trăm.”^[1] Hơn sáu năm rồi, người dân Anh phải chịu mức lãi suất còn thấp hơn thế nữa.

Từ khi được thành lập năm 1694 đến 315 năm sau là 2009, Ngân hàng Anh Quốc chưa bao giờ đặt tỉ lệ lãi suất ngân hàng⁺ dưới 2 phần trăm. Đến năm 2015, các ngân hàng trung ương lớn đều đã giảm tỉ lệ lãi suất ngân hàng trung ương xuống gần bằng 0, và một số nền kinh tế châu Âu, bao gồm khu vực đồng euro cùng với Đan Mạch, Thụy Điển và Thụy Sĩ đã chấp nhận lãi suất âm. Một số người đi vay thế chấp bằng lãi suất thả nổi thực chất đang được trả tiền để đi vay. Trong suốt chiều dài lịch sử, lãi suất thực dài hạn hàng năm trung bình là khoảng từ 3 tới 4 phần trăm. Lãi

suất thực thế giới đối với trái phiếu chính phủ kì hạn mười năm có đi đầu chỉnh theo lạm phát đã gần ở mức 0 phần trăm trong vài năm và đến năm 2015 con số này chỉ hơn 0,5 phần trăm một chút. Một phần nó phản ánh niềm tin rằng lãi suất ngân hàng trung ương ngắn hạn sẽ ở mức thấp trong vài năm nữa.

Thị trường cho rằng đi đầu gì sẽ xảy đến trong tương lai? Họ cho rằng phải mất mười năm để mọi thứ trở lại gần như bình thường - một quan điểm bi quan của phần lớn các ngân hàng trung ương. Hiện tại, thị trường kì vọng lãi suất thực kì hạn mười năm sẽ là bao nhiêu sau mười năm nữa? Chúng ta có thể ước lượng con số này khi biết lãi suất hiện tại cho các chứng khoán kì hạn hai mươi năm là trung bình của lãi suất mười năm đầu (lãi suất hiện tại với chứng khoán kì hạn mười năm) và mười năm tiếp theo (lãi suất kì hạn mười năm được dự kiến sau mười năm nữa). Vậy chúng ta có thể suy ra con số cho mười năm tiếp theo bằng cách quan sát lãi suất thị trường của các trái phiếu chính phủ kì hạn mười năm và hai mươi năm có đi đầu chỉnh theo giá cả sinh hoạt. Phép tính này cho thấy lãi suất kì hạn mười năm dự kiến ở thời điểm mười năm tới ở mức trung bình hơn 1 phần trăm trong những năm gần đây và đến cuối năm 2015 vẫn dưới 1,5 phần trăm, thấp hơn nhiều mức được coi là “bình thường”. Các thị trường không kì vọng lãi suất sẽ trở lại bình thường trong nhiều năm nữa.

Nếu lãi suất thực vẫn ở mức gần bằng 0, tình trạng mất cân bằng chi tiêu và tiết kiệm sẽ vẫn tiếp diễn và quá trình đi đầu chỉnh sang mức cân bằng mới sẽ càng gian nan hơn. Nếu lãi suất thực bắt đầu trở lại mức bình thường, các thị trường sẽ đánh giá lại nhận định về tương lai và giá tài sản có thể giảm sâu. Cả hai khả năng này đều không đem lại sự chuyển đổi từ từ và êm ả sang mức ổn định mới cho nền kinh tế. Chúng ta nên chuẩn bị

cho những biến động mới trong nền kinh tế thế giới, hay thậm chí một cuộc khủng hoảng mới. Tâm chấn của cuộc khủng hoảng tài chính tiếp theo cũng khó dự đoán hết như tâm chấn động đất vậy. Nó khó có thể xảy ra với các ngân hàng ở New York hoặc London, nơi những dư chấn của năm 2008 đã khiến người ta cố gắng cải thiện sự bền vững của hệ thống tài chính. Nhưng vẫn còn nhiều nơi khác mà những xung lực ngầm của sự bất cân xứng trong các nền kinh tế có thể dẫn đến những vết nứt trên bề mặt - các nền kinh tế đang phát triển có mức nợ cao; khu vực đồng euro với những rạn nứt của nó; Trung Quốc với khối ngành tài chính đang phải đối mặt với thiệt hại lớn; hay khu vực Trung và Cận Đông, nơi căng thẳng chính trị đang dâng cao.

Kể từ khi cuộc khủng hoảng ngân hàng gần đây nhất kết thúc năm 2009, quá trình phục hồi diễn ra cực kỳ yếu ớt. Tới cuối năm 2015, quá trình phục hồi trên toàn thế giới tỏ ra chậm chạp hơn dự đoán của các nhà hoạch định chính sách, và các ngân hàng trung ương đã trì hoãn việc tăng lãi suất lâu hơn dự kiến rất nhiều. Nhu cầu và sản xuất vẫn thấp hơn mức trước khủng hoảng gần 15 phần trăm. Sự trì trệ - nghĩa là sản xuất luôn thấp hơn mức dự đoán trước - một lần nữa lại đồng nghĩa với chủ nghĩa tư bản. Thiệt hại về sản lượng và việc làm ở mức độ lớn như vậy đã làm lộ ra chi phí thực sự của cuộc khủng hoảng và làm lung lay niềm tin vào nền tảng hiểu biết của chúng ta về những hành vi của nền kinh tế. Làm sao chúng ta có thể tái lập tốc độ tăng trưởng? Và điều gì sẽ xảy ra nếu chúng ta không làm được việc đó?

Cuộc khủng hoảng tương lai: xóa nợ công - cần thiết nhưng chưa đủ

Việc giữ lãi suất ở mức cực thấp trong nhiều năm đã góp phần khiến giá tài sản và lượng nợ tăng cao. Lượng nợ giờ đã lên tới mức khiến người ta ngại chi tiêu hơn và cũng có thể châm ngòi cho cuộc khủng hoảng trong tương lai. Những rủi ro chính đến từ khả năng giảm giá tài sản khi lãi suất trở về mức bình thường và sự giảm giá trị các khoản đầu tư khi các ngân hàng và công ty bắt đầu phản ánh thực tế nền kinh tế trong bảng cân đối kế toán của họ. Trong cả hai trường hợp, làn sóng vỡ nợ có thể dẫn đến tình trạng phá sản của các doanh nghiệp và hộ gia đình. Tới năm 2015, nợ không chi trả nổi của các công ty tại các nền kinh tế phát triển và đang phát triển đang tăng lên^[2]. Mặc dù làn sóng vỡ nợ sẽ gây ra những ảnh hưởng lớn trong ngắn hạn, nó có thể đem lại sự khởi đầu mới cho nền kinh tế để phát triển theo hướng bền vững cân đối hơn. Vấn đề khó khăn hơn ở đây là nợ nước ngoài - các khoản nợ của người dân một nước do người dân của nước khác sở hữu - đặc biệt là khi các khoản nợ này là dưới dạng ngoại tệ.

Khi tỉ giá trao đổi được phép biến động tự do, chúng phản ánh tình trạng cơ bản các nền kinh tế. Chính phủ một số nước, ví dụ như Trung Quốc đối với đồng đô-la Mỹ và Đức đối với các nước láng giềng ở châu Âu, đã giới hạn sự tự do này để các nền kinh tế buộc phải thích nghi với tỉ giá trao đổi thay vì ngược lại. Kết quả là thặng dư và thâm hụt thương mại cũng đã đóng góp vào việc tích tụ nợ và tín dụng, từ đó đe dọa khả năng duy trì hiệu suất lao động tối đa ở tỉ giá trao đổi hiện tại của các quốc gia. Điều này được thể hiện rõ nhất ở khu vực đồng euro, mặc dù các thị trường mới nổi cũng có thể gặp khó khăn. Nợ chính phủ nhiều khả năng sẽ trở thành một vấn đề đau đầu cho cả thế giới trong các năm tới, cả tại các

nền kinh tế mới nổi lần khu vực đồng euro. Liệu các khoản nợ này có nên được xóa bỏ?

Tình trạng ở Hy Lạp đã nói lên các vấn đề về nợ nước ngoài trong một liên minh tiền tệ. GDP ở Hy Lạp đã giảm sâu hơn GDP của Mỹ trong cuộc Đại suy thoái. Ngay cả khi đã áp dụng các biện pháp thắt chặt tài chính cực mạnh giúp giảm thâm hụt ngân sách từ 12 phần trăm GDP năm 2010 xuống dưới 3 phần trăm năm 2014, tỉ lệ nợ chính phủ trên GDP của Hy Lạp vẫn tăng lên và giờ đã ở mức gần 200 phần trăm^[3]. Tất cả nợ này là dưới dạng ngoại tệ, nhu cầu khả năng sẽ tăng giá khi so với mức thu nhập của người Hy Lạp. Lãi suất thị trường là cực kì cao và Hy Lạp khó có thể tiếp cận thị trường tài chính thế giới. Khi nợ được tái cơ cấu năm 2012, các chủ nợ trong khối tư nhân đã được thanh toán. Phần lớn nợ của Hy Lạp hiện nay là nợ các tổ chức công ví dụ như Ngân hàng trung ương châu Âu, các nước thành viên khác của khu vực đồng euro và IMF. Hành động thắt lưng buộc bụng có vẻ thất bại vì tỉ giá trao đổi không thể giảm đi để kích thích thương mại. Trong cuộc khủng hoảng nợ thập niên 80, các nước Mỹ Latin chỉ tìm được đường dẫn đến tăng trưởng kinh tế sau khi thoát được gánh nặng nợ nước ngoài khổng lồ. Nói cách khác, có rất ít khả năng Hy Lạp chi trả được hết nợ chính phủ và chương trình thắt lưng buộc bụng càng kéo dài, khả năng chi trả của Hy Lạp càng kém đi.

Những gì xảy ra ở Hy Lạp cũng rất giống với một trường hợp trước đó ở Argentina. Năm 1991, Argentina cố định tỉ giá trao đổi của đồng peso với đồng USD. Nước này đưa ra một loạt những cải cách hời thập niên 90 và thường được coi là một nền kinh tế kiểu mẫu. Tới cuối thập niên 90, giá hàng hóa ở Argentina sụt giảm sâu và nước này rơi vào suy thoái. Vì tỉ giá trao đổi bị khóa chặt, tỉ giá trao đổi thực đã lên rất cao và cách duy nhất để

cải thiện khả năng cạnh tranh là trải qua một cuộc suy thoái làm giảm lương nội địa và giá cả. Tình trạng nợ nần của Argentina cũng tương tự như Hy Lạp và tỉ lệ thất nghiệp cũng tương tự. Vậy nên khi phải đối mặt với suy thoái nặng nề, người ta đã xóa bỏ chế độ cố định tỉ giá, thay vào đó là các biện pháp kiểm soát vốn. Tài khoản ngân hàng được định giá theo đồng peso mới, khiến người sở hữu phải chịu thiệt hại nặng nề. Ban đầu, sự rối loạn đã khiến GDP của Argentina giảm 10 phần trăm năm 2002. Nhưng sau những rối loạn ban đầu, Argentina đã phục hồi được sức tăng trưởng kinh tế. Giá hàng hóa tăng ổn định trong một thập kỉ và Argentina đã có được tỉ lệ tăng trưởng GDP rất cao - gần 10 phần trăm mỗi năm trong vòng năm năm.

Từ lâu người ta đã thấy rõ con đường duy nhất cho Hy Lạp là ngưng chi trả (hoặc được xóa bỏ) một phần lớn lượng nợ và phá giá đồng tiền của mình để tăng xuất khẩu, đồng thời hàng hóa nội địa có thể thay thế hàng xuất khẩu nhằm bù đắp những ảnh hưởng tiêu cực của chính sách thắt chặt tài chính được áp dụng trong những năm vừa qua. Những cải cách về cơ cấu có thể giúp xoa dịu giai đoạn chuyển đổi, nhưng những cải cách đó chỉ có tác dụng nếu chúng được áp dụng theo quyết định của người dân Hy Lạp, thay vì bị áp đặt bởi các điều kiện bên ngoài từ phía IMF hoặc Ủy ban châu Âu. Sự thiếu tin tưởng giữa Hy Lạp và các chủ nợ khiến người dân nước này không thể nhận định rõ ràng thực tế tiền ẩn phía sau.

Sự tất yếu của việc tái cơ cấu nợ Hy Lạp đồng nghĩa với việc người nộp thuế ở Đức và các nước khác sẽ phải chịu những thiệt hại lớn. Một hình ảnh đáng buồn là các nước trong khu vực đồng euro tranh cãi nhau nên cho Hy Lạp vay bao nhiêu để nước này có thể trả một phần nợ trước đó. Thanh toán vòng tròn kiểu này chẳng cải thiện được mấy sức khỏe của

nền kinh tế Hy Lạp. Điều đặc biệt không may là nước Đức dường như đã quên mất lịch sử của chính mình.

Sau Chiến tranh thế giới thứ nhất, Hòa ước Versailles đòi hỏi các nước thua trận phải bồi thường chiến phí - chủ yếu là Đức, nhưng ngoài ra còn cả Áo, Hungary, Bulgaria và Thổ Nhĩ Kỳ^[4]. Một phần bồi thường là bằng hiện vật (ví dụ như than đá và gia súc), nhưng với Đức phần lớn tiền bồi thường là dưới dạng vàng hoặc ngoại tệ. Ủy ban Bồi thường đặt ra con số ban đầu là 132 tỉ mark. Bất mãn vì sự chậm chạp của Đức trong việc chi trả, Pháp và Bỉ đã chiếm đóng vùng Ruhr vào tháng Một năm 1923 nhằm ép buộc Đức thanh toán. Điều này dẫn đến một thỏa thuận giữa các nước Đồng minh - Kế hoạch Dawes năm 1924 - để tái cơ cấu và giảm gánh nặng bồi thường. Nhưng ngay cả những khoản thanh toán sau đó vẫn phải được trang trải bằng cách vay của nước ngoài, điều này tạo nên tình trạng kém bền vững. Vậy là một hội nghị mới được nhóm họp vào mùa xuân năm 1929. Sau bốn tháng tranh luận người ta đưa ra kế hoạch Young, và nó được kí ở Paris vào tháng Sáu tại Khách sạn George V. Kế hoạch này giảm tổng số tiền thanh toán xuống còn 112 tỉ mark và kéo dài thời hạn đến năm 1988. Nhưng thực tế là trừ khi Đức xuất siêu, cách duy nhất để trang trải các khoản bồi thường là đi vay nước ngoài. Vào tháng Năm năm 1931, sự sụp đổ của ngân hàng Creditanstalt ở Áo dẫn đến một cuộc khủng hoảng trong hệ thống ngân hàng Áo và Đức, và một tháng sau Lệnh đình trệ nợ Hoover được đưa ra nhằm trì hoãn quá trình bồi thường. Các khoản bồi thường gần như đã bị xóa bỏ hoàn toàn tại Hội nghị Lausanne năm 1932. Tổng cộng nước Đức thanh toán được 21 tỉ mark, trong đó phần lớn đến từ các khoản đi vay từ nước ngoài mà sau đó Đức cũng không thể thanh toán được.

Sau khi Hòa ước Versailles được kí kết, Keynes và nhiều người khác tranh luận rằng việc đòi hỏi những khoản bồi thường lớn từ nước Đức sẽ phản tác dụng, dẫn đến sự sụp đổ của đồng mark và nền kinh tế Đức, từ đó phá hoại cả nền kinh tế châu Âu^[5]. Nhưng khẳng định thuyết phục nhất về tình trạng nguy ngập của nước Đức đến từ Thống đốc ngân hàng trung ương của nước này, Hjalmar Schacht^[6]. Năm 1934, khi viết trên tờ báo danh tiếng đậm chất Mỹ nhất, tờ *Foreign Affairs*, Schacht giải thích rằng “một nước thiếu nợ chỉ có thể thanh toán khi nó có được thặng dư thương mại, và... sự tấn công vào xuất khẩu của Đức thông qua thuế, quota, tẩy chay, v.v. chỉ đem đến kết quả ngược lại”^[7]. Ông là người luôn kiên định với những xét đoán của mình (bản tiếng Anh cuốn hồi kí của ông có nhan đề *Bảy mươi sáu năm đầu tiên của tôi*, mặc dù tiếc là tập hai không bao giờ được xuất bản), và quả thực Schacht đã hoàn toàn đúng đắn. Ông viết trong hồi kí về chuyến thăm Paris vào tháng Một năm 1924:

Phải mất tám năm các chính trị gia của phe Đồng minh mới nhận ra rằng toàn bộ chính sách đòi bồi thường là một con quỷ kinh tế, rồi sẽ gây nên những tổn thương trầm trọng không chỉ với Đức mà còn với cả các nước Đồng minh. Trong 120 tỉ mà Đức phải chi trả, từ 10 đến 12 tỉ đã được thanh toán từ năm 1924 đến 1932. Và chúng không được chi trả bằng thặng dư xuất khẩu như đúng ra phải thế. Trong tám năm đó, nước Đức chưa hề có được thặng dư xuất khẩu. Thay vào đó, họ chi trả bằng cách vay nợ từ các nước khác. Những nước này đánh giá sai nguồn lực của nước Đức nên sau này đã thúc giục Đức trả nợ đến độ vào năm 1931, các nước này mới nhận ra nước Đức thậm chí còn không thanh toán nổi phần lãi. Cuối cùng vào năm 1932, Hội nghị

Lausanne diễn ra và khi đó các nghĩa vụ bồi thường coi như đã được xóa bỏ^[8].

Sau Chiến tranh thế giới thứ hai, khi nước Đức bị chia cắt, vấn đề nợ của Đức lại lộ cái đầu xấu xí của nó ra. Năm 1953, Thỏa thuận London đã tái gia hạn nợ nước ngoài của Đức và tái cơ cấu nợ của Cộng hòa Liên bang Đức mới. Việc thanh toán một số khoản nợ trước đó của Đức đã được hoãn lại cho tới khi nước này thống nhất. Năm 1990, điều kiện này được thỏa mãn và vào ngày 3 tháng Mười năm 2010, việc thanh toán 69,9 triệu euro nợ chiến tranh cuối cùng của nước Đức được tiến hành. Nhìn từ quan điểm ngày nay, điều thú vị là điều khoản trong thỏa thuận quy định rằng Tây Đức chỉ phải thanh toán khi có thặng dư thương mại, và việc thanh toán được giới hạn ở mức 3 phần trăm thu nhập xuất khẩu. Khu vực đồng euro có thể học từ trải nghiệm này^[9]. Một cách để giảm nhẹ vấn đề tài chính với các nước kém phát triển hơn trong khối là hoãn thanh toán nợ nước ngoài cho các nước thành viên của khu vực đồng euro tới khi nước vay nợ có thặng dư thương mại, tạo ra động cơ khuyến khích cả chủ nợ và con nợ hợp tác với nhau để giảm chênh lệch thương mại.

Điều trở trêu là nước Đức hiện nay lại đang cố đòi tiền thanh toán từ các nước không có thặng dư xuất khẩu - nguồn để chi trả các khoản nợ nước ngoài - vì những giới hạn của liên minh tiền tệ. Schacht hẳn cũng chẳng thể yên tâm dưới mô hình này. Trong khi các nước kinh tế yếu hơn ở khu vực Nam Âu bắt đầu quá trình khôi phục công ăn việc làm lâu dài và chậm chạp, thâm hụt của các nước đó sẽ càng nặng nề thêm, và khó mà biết được làm thế nào mà họ có thể trả được phần nợ nước ngoài hiện có chứ chưa nói đến các khoản vay mới. Các luồng tiền từ khối tư nhân đã giúp khu vực đồng euro sống sót qua năm 2012, nhưng chúng

khó có thể duy trì vĩnh viễn. Chúng ta nên xem xét phân tích của Keynes trong giai đoạn giữa hai cuộc chiến, chỉ thay nước Đức năm 1922 bằng Hy Lạp năm 2015, và nước Pháp khi đó với nước Đức bây giờ: “Ý tưởng rằng cả thế giới cho Hy Lạp vay gần 100 phần trăm phần tiết kiệm thanh khoản cao - thực tế cũng gần như vậy - chỉ để nước này trao chúng lại cho Đức thật là lỗ bịch. Chúng ta càng nhận ra điều này sớm bao nhiêu thì càng tốt bấy nhiêu.”^[10]

Phần lớn khu vực đồng euro tạo ra hoặc hòa theo ảo tưởng rằng các nước chủ nợ sẽ luôn nhận được thanh toán đầy đủ. Khi một nước vay nợ gặp khó khăn trong việc thanh toán nợ, câu trả lời là “gia hạn và giả bộ” bằng cách kéo dài thời hạn trả nợ và định giá các tài sản của khoản vay trên giá trị danh nghĩa. Đó là một chiến thuật quen thuộc của các ngân hàng không sẵn lòng đối mặt với thiệt hại do nợ xấu và nó đã lan qua cả lĩnh vực nợ chính phủ.

Ở đây tôi muốn cải biên bài thơ của Samuel Taylor Coleridge (trong bài *The Rime of the Ancient Mariner* [tạm dịch: Khúc hát của người thủy thủ xưa]), “Con nợ thì ở khắp nơi, còn thiệt hại thì chưa thấy đâu.”^[11]

Việc xóa nợ là một điều tự nhiên hơn trong một liên minh chính trị. Nhưng với lịch sử và truyền thống chính trị khác nhau, khó mà có chuyện người ta đạt được sự ủng hộ của đông đảo nhân dân để tạo nên liên minh chính trị nhanh chóng. Nói thẳng ra, liên minh tiền tệ đã tạo nên mâu thuẫn giữa một bên là các quan chức chính phủ cấp cao và một bên là các thế lực dân chủ ở mức độ quốc gia. Điều này là cực kì nguy hiểm. Năm 2015, các chủ tịch của Ủy ban châu Âu, Ban thượng đỉnh châu Âu (Euro Summit), Eurogroup, Ngân hàng trung ương châu Âu và Nghị viện châu Âu (sự tồn tại cùng lúc của năm chủ tịch là minh chứng cho kĩ năng tổ chức của các

quan chức) đã đưa ra một báo cáo ủng hộ liên minh tài chính trong đó “sẽ có ngày càng nhiều quyết định chung được đưa ra dựa trên tập thể” và ngân ủng hộ ý tưởng chỉ có một bộ trưởng tài chính cho cả khu vực đồng euro^[12]. Cách tiếp cận chuyển chủ quyền quốc gia vào tay một trung tâm không qua bầu cử là rất sai lầm và sẽ vấp phải phản đối từ phía người dân. Otmar Issing, Trưởng ban kinh tế đầu tiên của Ngân hàng trung ương châu Âu (ECB) và cũng là thế lực tư tưởng phía sau ECB trong nhiều năm, đã tranh luận rằng “Liên minh chính trị... không thể được thiết lập qua cửa sau bằng cách giảm bớt chủ quyền về chính sách tài chính của các nước thành viên. Việc cố gắng ép buộc các nước chuyển tiền biểu không sẽ gây suy thoái đạo đức ở nước nhận và chịu sự phản đối từ phía nước cho.”^[13] Trong quá trình gìn giữ hòa bình, giới chức châu Âu, Mỹ và tại các tổ chức quốc tế như IMF lại gieo mìn mìn chia rẽ ở châu Âu và tạo sự hậu thuẫn cho những đảng phái và ứng viên trước đó được coi là cực đoan thông qua việc thúc giục giải cứu nợ, đồng thời có những động thái chuyển đổi thành liên minh chuyển tiền để giải quyết các cuộc khủng hoảng. Điều này sẽ dẫn tới không chỉ khủng hoảng kinh tế mà còn cả khủng hoảng chính trị.

Năm 2012, khi những mối lo về tình trạng nợ chính phủ ở một số nước kinh tế yếu trong khối đồng euro đã lên đến mức đỉnh điểm, người ta có thể chia khối này thành hai hạng, và một số nước sẽ tạm thời bị gạt xuống hạng nhì với kì vọng là sau một thời gian hòa nhập - có lẽ khoảng mười hay mười lăm năm - các thành viên này có thể được nhấc lên hạng nhất. Giờ có thể đã là quá muộn cho việc này. Sự khác biệt cơ bản giữa các nước và chi phí chính trị của việc chấp nhận thất bại đã trở nên quá lớn. Đây quả là điều không may với các nước trong cuộc - bởi vì đôi khi lên hạng quá sớm có thể là điều không may trong khi rớt hạng lại là cơ hội để bắt đầu lại

- và cả thế giới nói chung vì khu vực đồng euro ngày nay đang kéo chậm tốc độ tăng trưởng của thế giới.

Nước Đức phải đối mặt với một lựa chọn kinh khủng. Liệu họ có nên hỗ trợ các nước nghèo hơn trong khu vực đồng euro mặc dù người nộp thuế sẽ phải chịu những chi phí to lớn kéo dài bất tận, hay họ nên ngừng dự án liên minh tiền tệ châu Âu? Những cố gắng dung hòa hai phương án này vẫn không thành công. Đến một lúc nào đó, những cử tri Đức có thể phản kháng lại những thiệt hại mà họ phải gánh chịu vì nhu cầu hỗ trợ các nước yếu kém hơn, và hiển nhiên cách dễ dàng nhất để chia rẽ khối đồng tiền chung euro là Đức rời khỏi khối này. Nhưng nhiều khả năng nguyên nhân chính cho sự tan vỡ của khối đồng euro sẽ là do các cử tri ở các nước phía Nam cảm thấy mệt mỏi vì sự khổ sở và những gánh nặng không dứt do nạn thất nghiệp hàng loạt và những người trẻ tài năng di cư ra nước ngoài. Luận điểm ngược lại - cho rằng việc rời khỏi khối đồng euro sẽ gây hỗn loạn, giảm mức sống và khiến cả liên minh tiền tệ chưa chắc còn tồn tại được - cũng có sức nặng. Nhưng nếu phương án còn lại là thất lưng buộc bụng mạnh, thất nghiệp hàng loạt kéo dài, gánh nặng nợ không dứt, khi đó rời khỏi khối đồng euro có lẽ là cách duy nhất để tìm lại tăng trưởng kinh tế và hiệu suất lao động tối đa. Những lợi ích dài hạn nhiều hơn hẳn chi phí ngắn hạn. Các nước ngoài khối không thể thực hiện phương án đó, nhưng họ có thể khuyến khích nước Đức và phần còn lại của khối đồng euro chấp nhận nó.

Nếu các thành viên của khối đồng euro quyết định vẫn gắn bó với nhau, gánh nặng trả nợ nước ngoài có thể sẽ trở nên quá lớn để duy trì ổn định chính trị. John Maynard Keynes đã viết năm 1922 rằng: “Thật là ngu ngốc... khi cho rằng trên đời này vẫn tồn tại những phương pháp cho phép

một quốc gia hiện đại thu tiền cống nộp hàng năm từ một nước khác trong nhiều năm.”^[14] Vì thế sẽ tốt hơn nếu chúng ta có thể tạo ra một cơ chế trong đó nợ chính phủ có thể được tái cơ cấu trong một khuôn khổ được hậu thuẫn bằng trình độ và sự trung lập của IMF, nhờ thế tránh được ít nhất là một phần sự hận thù và nhục nhã đi kèm với thỏa thuận mới nhất về nợ giữa Hy Lạp và phần còn lại của khối đồng euro năm 2015. Tôi lấy làm tiếc phải nói rằng một người Anh, cố Bộ trưởng Hải quân Sir Eric Campbell-Geddes, đã khởi xướng phương thức đối xử gay gắt với các nước có nợ khi ông nói trong một bài phát biểu tại Hội nghị Hòa bình Versailles sau Chiến tranh thế giới thứ nhất rằng: “Chúng ta sẽ vắt kiệt quả chanh Đức đến khi chỉ còn hạt!”

Ngay từ năm 2003, IMF đã đề xuất tạo ra “cơ chế tái cơ cấu nợ chính phủ”. Ý tưởng chính là việc đảm bảo giải quyết các vấn đề nợ kịp thời để giúp cả nước vay nợ và chủ nợ, đồng thời thừa nhận thế khó của người tù trong đó một chủ nợ đơn lẻ muốn chờ đợi được thanh toán toàn bộ mặc dù lẽ ra sẽ là tốt hơn nếu tập thể các chủ nợ cùng thương lượng với con nợ. Những tiến triển trong quá trình tạo nên cơ chế này đã bị đảo ngược vì phản đối từ phía Mỹ, vì nước này muốn giải cứu thay vì để các nước vỡ nợ, và Đức, vì nước này không muốn các nước khác nghĩ rằng nếu không thanh toán nợ chính phủ cũng không sao. Cả hai ý kiến phản đối này đều không hợp lí. Vì không muốn để các chủ nợ khối tư nhân của các nước kinh tế yếu trong khối đồng euro phải chịu thiệt hại năm 2012, IMF và các tổ chức châu Âu đã phải nhận trách nhiệm để rồi sau đó chính họ đã phải chịu thiệt hại. Chúng ta hoàn toàn có thể giả bộ rằng việc bơm thêm tiền cho một nước thiếu nợ sẽ giải quyết được ngay cuộc khủng hoảng hiện tại. Vấn đề là đằng nào chúng ta cũng cần có cơ chế tái cơ cấu nợ chính phủ

trong tương lai. Thiếu đi cơ chế này, chúng ta cần có một hội nghị quốc tế chuyên biệt để giải quyết nợ chính phủ.

Nhưng việc xóa nợ, dù sớm muộn gì cũng sẽ được tiến hành, vẫn không phải là giải pháp toàn diện cho tất cả các vấn đề chúng ta đang gặp phải. Trong ngắn hạn, nó thậm chí có thể đem lại tác động tiêu cực là làm chậm tăng trưởng. Các nước vay nợ thực ra đã được gia hạn nợ và giảm sức ép tài chính. Nếu có xóa nợ thì cũng chẳng có nhiều thay đổi về vị thế của các nước này. Ngược lại, các chủ nợ có thể lầm tưởng rằng họ sẽ nhận lại được toàn bộ khoản tiền, và khi nhìn ra sự thật, họ có thể giảm chi tiêu. Thách thức cơ bản là chuyển sang trạng thái cân bằng mới trong đó các khoản nợ mới không còn được tạo ra với quy mô như trước.

Thoát khỏi thế khó của người tù: cải cách quốc tế trên quy mô rộng hơn

Một trở ngại lớn trong việc giải quyết tình trạng bất cân xứng mà nhiều nền kinh tế đang phải đối mặt hiện nay là thế khó của người tù - nếu một mình họ hành động, bản thân họ có thể phải chịu thiệt hại (xem **Chương 8**). Nhiệm vụ hiện nay là làm thế nào để giải quyết thế khó của người tù trong đó bao gồm cả khát vọng của con người muốn kiểm soát vận mệnh của mình. Thế khó của người tù khiến các nước không thể lấy lại cân bằng cho nền kinh tế. Một chiến lược phối hợp hành động để tiến đến điểm cân bằng mới có thể đem lại kết quả tốt nhất cho tất cả. Ở đây tôi không nói đến những nỗ lực phối hợp các chính sách tiền tệ và tài khóa. Những cố gắng kiểu này trong quá khứ đã tỏ ra kém hiệu quả, từ các chính sách của Cục dự trữ liên bang thập niên 20 - ghìm lãi suất để giúp các nước khác trở lại bản vị vàng và nhờ thế tạo ra cuộc bùng nổ dẫn đến khủng hoảng thị

trường chứng khoán năm 1929 và cuộc Đại suy thoái - cho tới những cố gắng hồi giữa thập niên 80 để ổn định tỉ giá trao đổi giữa các nền kinh tế lớn dẫn đến cuộc khủng hoảng thị trường chứng khoán năm 1987. Hơn nữa, các chính sách tiền tệ và tài khóa không phải con đường đi đến điểm cân bằng mới.

Nhiều nước giờ có thể nhận ra họ đã khai thác hết tác dụng của các chính sách tiền tệ. Lực cầu yếu khắp thế giới nghĩa là rất nhiều nước, nếu không phải hầu hết các nước, có thể cho rằng giá mà phần còn lại của thế giới tăng trưởng bình thường thì tình trạng của mỗi nước sẽ khá hơn. Nhưng vì thực tế không phải như vậy, các quốc gia này cũng không thể khá hơn. Vậy với lãi suất gần như bằng 0 và các chính sách tài khóa bị giới hạn vì nợ chính phủ cao, mục đích của chính sách kinh tế ở nhiều nước chính là giảm tỉ giá trao đổi^[15]. Ở những nước rất xa nhau về địa lí như New Zealand, Australia, Nhật Bản, Pháp và Italia, các ngân hàng trung ương và chính phủ đang trở nên kiên quyết hơn trong việc cố hạ tỉ giá trao đổi. Cạnh tranh giảm giá là một cuộc chơi chỉ có một bên thắng cuộc vì các nước cố gắng “cướp” lực cầu của nhau. Hồi thập niên 30, việc từ bỏ bản vị vàng và kèm theo đó là xóa bỏ tỉ giá trao đổi cố định giữa các nước đã cho phép các ngân hàng trung ương khắp thế giới áp dụng các chính sách tiền tệ thoải mái hơn. Mặc dù những lợi ích của việc giảm tỉ giá trao đổi trung hòa lẫn nhau, những chính sách tiền tệ thoải mái hơn giúp các nước hồi phục sau cuộc Đại suy thoái. Ngày nay, các chính sách tiền tệ đã lỏng hết mức có thể. Chúng ta phải đối mặt với rủi ro ngấm ngầm hoặc rõ ràng về một cuộc “chiến tranh tiền tệ”.

Những câu hỏi kiểu này là dấu hiệu của một vấn đề lớn hơn trong nền kinh tế thế giới - một vấn đề mà Dani Rodrik của trường Đại học Harvard

đã gọi là “nan đề tam giác của nền kinh tế toàn cầu”^[16]. Đó là sự không tương thích giữa thể chế dân chủ, chủ quyền quốc gia và hòa nhập kinh tế. Chúng ta biết đánh đổi cái nào đây? Nếu chủ quyền quốc gia bị xói mòn mà không có được sự ủng hộ của toàn dân, nền dân chủ sẽ chịu sức ép, giống như những gì chúng ta đang chứng kiến ở châu Âu, nơi thể chế dân chủ và chủ quyền quốc gia gắn bó chặt chẽ với nhau. Chiến lược liên minh chính trị, nghĩa là tạo nên một liên bang châu Âu thực sự, đang trì trệ. Việc hòa hợp nền dân chủ và liên minh tiền tệ đòi hỏi phải có những quy trình được định nghĩa rõ ràng để một nước có thể rời khỏi liên minh. Hiện tại thì không hề có quy trình nào như vậy cả. Mức độ hòa nhập chính trị cần thiết cho sự tồn tại của liên minh tiền tệ là lớn hơn nhiều và rất khác so với sự hợp tác chính trị cần thiết để tìm đường tiến tới sự phục hồi kinh tế bền vững ở châu Âu. Ngay cả nếu về thứ nhất có thể được một cơ quan trung ương áp đặt lên các chính quyền của những quốc gia trong khu vực đồng euro - ít có dấu hiệu nào cho thấy đây sẽ là một diễn biến được ủng hộ - nếu mở rộng mức độ hòa nhập đó ra tới những nước ngoài khối đồng euro, chắc chắn liên minh châu Âu sẽ rạn nứt. Trong tương lai có thể nhìn thấy được, Liên minh châu Âu sẽ có hai nhóm thành viên: những nước trong và ngoài khối đồng tiền chung euro. Những tính toán để phát triển Liên minh châu Âu cần phải phản ánh thực tế này.

Những vấn đề kiểu này là hình mẫu vi mô của những thách thức lớn hơn với trật tự thế giới. Cuộc khủng hoảng tài chính châu Á thập niên 90 - khi Thái Lan, Hàn Quốc và Indonesia đã vay hàng chục tỉ USD từ các nước phương Tây thông qua IMF để hỗ trợ ngân hàng và đồng tiền của mình - đã cho thấy sự khó khăn trong việc đối phó với sự đảo chiều dòng vốn đột ngột do thái độ đối với mức độ chênh lệch đồng tiền hoặc chênh lệch kì

hạn trong bảng thu chi của một quốc gia thay đổi, đặc biệt là nếu thay đổi này xảy ra trong hệ thống ngân hàng của quốc gia đó. IMF không thể dễ dàng đóng vai trò người cho vay cuối cùng vì nó không sở hữu hay quản lý một đồng tiền nào. Thế nên trong cuộc khủng hoảng châu Á, người ta đã thấy rõ là gần như chắc chắn các điều kiện sẽ được Mỹ đặt ra vì các nước kia có nhu cầu với đồng đô-la Mỹ. Kết quả là nhiều nước châu Á đã tự áp dụng chính sách người cho vay cuối cùng, bao gồm việc tích lũy một lượng dự trữ đồng USD khổng lồ thông qua thặng dư thương mại. Điều này đi kèm với chiến lược tăng trưởng dựa trên xuất khẩu, điều đã trực tiếp dẫn đến sự sụt giảm của lãi suất thực trên khắp thế giới sau khi Bức tường Berlin sụp đổ. Sự bất mãn với những điều kiện mà IMF (hay Mỹ) đặt ra để đổi lấy hỗ trợ tài chính đã dẫn tới sự ra đời của những tổ chức mới ở châu Á, từ Tổ chức Sáng kiến Chiang Mai (Chiang Mai Initiative) - một hệ thống hoán đổi song phương giữa Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc và các nước ASEAN đóng vai trò làm cơ chế đảm bảo an toàn giờ đã có giá trị lên đến 240 tỉ USD - cho tới Ngân hàng Đầu tư Hạ tầng châu Á (Asian Infrastructure Investment Bank) do Trung Quốc lãnh đạo, được thành lập năm 2015. Nhiều khả năng châu Á sẽ tự phát triển những thỏa thuận không chính thức mà về bản chất sẽ tạo nên một IMF của châu Á, một ý tưởng đã bắt đầu hình thành từ năm 1997 tại buổi họp thường niên của IMF tại Hồng Kông nhưng đã bị Mỹ dập tắt. Hai mươi năm sau, quyền lực của Mỹ để ngăn chặn một thỏa thuận bảo hiểm chung giữa các nước châu Á đã bị hạn chế rất nhiều.

Việc lãnh đạo trật tự tiền tệ thế giới đang gặp nguy cơ bị chia nhỏ. Trong thế giới đa cực đang phát triển hiện nay, những tàn dư của lý tưởng Bretton Woods không còn lại bao nhiêu. Sự kết hợp giữa thương mại tự do

và quyền lực của nước Mỹ là một thế lực đem lại sự ổn định. Nhà tài chính và sử học James Macdonald đã miêu tả đi đầu này như sau: “Giao kèo ngầm ở đây chính là nước Mỹ sẽ có quyền lực gần như độc tôn về quân sự. Tuy thế, nước này sẽ không sử dụng vũ lực để giành lấy lợi ích kinh tế mà sẽ dùng nó để làm người bảo hộ khách quan cho lợi ích của các nước phương Tây. Dưới tán ô của Mỹ, thế giới phi cộng sản đã phát triển mạnh mẽ.”^[17]

Thế giới của hệ thống Bretton Woods đã biến mất từ lâu và cùng với đó là sự hiệu quả của các tổ chức định hình hệ thống này sau Chiến tranh thế giới thứ hai - Quỹ Tiền tệ quốc tế, Ngân hàng thế giới, và Tổ chức hợp tác kinh tế và phát triển (OECD). Quyền phủ quyết của Mỹ trong IMF và sự phân bổ quyền bỏ phiếu nói chung đã làm giảm tính hợp thức của các tổ chức thuộc hệ thống Bretton Woods trong một thế giới nơi các thế lực kinh tế và chính trị đang đi theo những hướng mới. Các tổ chức đa phương sẽ không dễ thích nghi với những thay đổi lớn trong các giả định nền tảng, vốn được dùng để thành lập các tổ chức đó. Việc Quốc hội Mỹ liên tục từ chối phê chuẩn những thay đổi nhỏ trong việc đi đầu hành IMF đe dọa làm suy giảm vai trò của tổ chức này. Vị thế của IMF trong cuộc khủng hoảng ở châu Á, trong bộ ba trong cuộc khủng hoảng ở châu Âu⁺, và tai tiếng của nó ở các nước Mỹ Latin khiến tổ chức này có nguy cơ trở nên kém hiệu quả. Một vai trò quan trọng của IMF là nói lên sự thật chống lại các quyền lực mạnh hơn, chứ không phải ngược lại như nó gần như đã làm ở châu Á trong thập niên 90 và ở châu Âu gần đây. Nước Mỹ vẫn là nước lớn nhất trong nền kinh tế thế giới, và đồng đô-la Mỹ vẫn là đồng tiền chủ đạo. Nhưng ngoài những đi đầu đó ra thì mọi thứ khác gần như đều đã thay đổi. Ở châu Á và châu Âu, những thế lực khác đã nổi lên. Trung Quốc - nếu tính sản lượng trên cùng mức giá cả - giờ là nền kinh tế lớn nhất thế giới, trở

lại với vị thế mà nó từng có ở thế kỷ XIX nhờ dân số đông đảo^[18]. Trung Quốc và Mỹ sẽ gặp khó khăn để cùng tồn tại với tư cách là hai cường quốc ở châu Á và cho tới khi một mối quan hệ kiểu mới công bằng hơn được thiết lập, những bất định tại khu vực năng động nhất thế giới sẽ phủ bóng đen lên triển vọng kinh tế của cả châu lục^[19]. Một thế giới đa cực có bản chất kém ổn định hơn so với giai đoạn sau chiến tranh thế giới dưới tán ô của Mỹ^[20].

Những cố gắng sai lầm để trấn áp chủ quyền quốc gia trong việc quản lý hợp tác kinh tế thế giới sẽ đe dọa thể chế dân chủ và sự hợp thức của trật tự thế giới. Tuy thế, nếu hành động một mình, các nước có thể sẽ không thể đạt được hiệu suất lao động tối đa. Hiện tại đã có quá nhiều nước trên thế giới để chúng ta có thể tái áp dụng những lí tưởng đột phá của Hội nghị Bretton Woods. Trong một giai đoạn ngắn từ năm 2008-2009, các nước đã hợp tác cùng nhau, và đỉnh điểm là cuộc họp thượng đỉnh G20 tại London mùa xuân năm 2009. Nhưng kể từ đó, sự lãnh đạo của các nước lớn, các tổ chức tài chính quốc tế và những khối như G7 và G20 lại thiếu hụt nghiêm trọng. Những tổ chức này cung cấp việc làm cho nhân viên an ninh và nhà báo nhiều hơn là tăng cường sự hiểu biết của chúng ta về nền kinh tế thế giới như trong thông cáo của các tổ chức đó. Các tổ chức tranh luận có thể hữu ích, nhưng chỉ khi những cuộc tranh luận của họ hữu ích.

Dần dần, những sự tương đồng trong giai đoạn giữa hai cuộc chiến và ngày nay càng trở nên rõ ràng đến mức khó chịu. Thập niên trước năm 2007 khi cuộc khủng hoảng tài chính nổ ra có vẻ giống với thập niên 20 hơn là chúng ta tưởng. Cả hai đều là những giai đoạn có tốc độ tăng trưởng khá nhưng không vượt trội, trong đó khối tài chính mở rộng quy mô và các nhà bình luận đã bắt đầu nói tới một “hình mẫu mới”. Sau năm 2008,

những nét giống nhau với thập niên 30 ngày càng phát triển. Sự sụp đổ của bản vị vàng cũng tương tự như một số các vấn đề gần đây với tỉ giá trao đổi cố định. Nỗ lực duy trì đồng euro tạo nên một giai đoạn thất vọng buộc bụng với quy mô chưa từng thấy kể từ cuộc Đại suy thoái, và nó dẫn đến sự trỗi dậy của các đảng phái cực đoan khắp châu Âu.

Thế khó của người tù vẫn tìm hãm tốc độ hồi phục. Một chiến lược đối phó phù hợp để giải quyết vấn đề này không phải là cưỡng ép việc phối hợp các chính sách, vốn là nhiệm vụ của chính phủ, mà là tìm kiếm một sự đồng thuận để hồi phục một cách có hệ thống và lấy lại cân bằng cho nền kinh tế toàn cầu. Phương pháp mà mỗi nước lựa chọn để lấy lại cân bằng là chuyện của riêng họ, nhưng tất cả các nước đều được hưởng lợi khi lập ra một thời gian biểu chung cho quá trình lấy lại thăng bằng đó. Bên trung gian cho thỏa thuận này sẽ là IMF. Cách tốt nhất để chúng ta giải quyết thế khó của người tù trong khi vẫn giữ được chủ quyền quốc gia là sử dụng cơ chế giá cả chứ không phải kìm hãm nó. Những thỏa thuận để cố định hoặc giảm những biến động tỉ giá thường phản tác dụng vì các sự kiện bất ngờ đòi hỏi phải có sự thay đổi tỉ giá để tránh các khó khăn về kinh tế. Cốt lõi của vấn đề là câu hỏi đã khiến các chính trị gia trong Hội nghị Bretton Woods phải trăn trở: làm sao chúng ta có thể tạo ra được những nghĩa vụ cân xứng giữa các nước có thặng dư và thâm hụt thương mại? Trật tự tiền tệ thế giới được xác lập sau Chiến tranh thế giới thứ hai đã thất bại trong việc này, và kết quả là chiến lược cố định tỉ giá đã gây ra giảm phát. Trong một khoảng thời gian rất dài, quan điểm chính quy của các ngân hàng trung ương là nếu mỗi nước theo đuổi chính sách tiền tệ và tài khóa ổn định, khi đó họ sẽ tiến gần hơn đến một kết quả có lợi cho tất cả các bên^[21]. Quan điểm này hiển nhiên là có phần đúng. Nhưng khi thế

giới bị mắc kẹt trong tình trạng bất cân xứng, thế khó của người tù lại càng tai hại. Khi đó việc hợp tác trở nên cực kì thiết yếu. Việc đặt trách nhiệm lên các nước có thặng dư đã và sẽ không có tác dụng. Không có phương pháp đáng tin cậy nào có thể đảm bảo các trách nhiệm đó sẽ được thi hành. Việc khuyến khích các nước tự làm lợi cho mình một cách sáng suốt để giúp họ tìm lại mức tăng trưởng mạnh là hi vọng duy nhất của chúng ta. Việc này có bốn mục tiêu: để tiếp thêm sinh lực cho IMF và củng cố sự hợp thức của nó bằng cách cải tổ hệ thống bỏ phiếu, bao gồm cả việc tước bỏ quyền phủ quyết của bất kỳ nước nào; xác lập một hệ thống lâu dài các thỏa thuận hoán đổi giữa các ngân hàng trung ương, nhờ đó họ có thể nhanh chóng cho nhau vay tiền bằng bất kì đồng tiền nào cần thiết để đáp ứng nhu cầu thanh khoản ngắn hạn; chấp nhận tỉ giá trao đổi thả nổi; thống nhất một thời gian biểu để lấy lại cân bằng cho các nền kinh tế lớn và trở lại lãi suất bình thường với IMF là người quản lý. IMF cần phải đảm nhận trách nhiệm lãnh đạo nhiều hơn nữa.

Hai mối đe dọa chính với nền kinh tế thế giới hiện nay là tình trạng mất cân bằng kéo dài giữa chi tiêu và tiết kiệm cả trong mỗi nước và giữa các nền kinh tế lớn với nhau, và khả năng tái lập thế giới đa cực giống như tình trạng bất ổn trước Chiến tranh thế giới thứ nhất. Cuộc khủng hoảng tiếp theo sẽ là một sự sụp đổ nữa của hệ thống kinh tế và tài chính? Hay nó sẽ có dạng một cuộc xung đột chính trị hoặc thậm chí quân sự? Chúng ta khó mà nói trước được. Cả hai khả năng này đều có thể tránh được. Nhưng chỉ một trật tự thế giới mới mới có thể ngăn chặn chúng. Chúng ta phải hi vọng rằng sức ép của các diễn biến hiện tại sẽ buộc các chính trị gia, thậm chí cả những người “ngu ngốc không thể tưởng tượng được”, phải hành động.

Sự bi quan táo bạo

Trải nghiệm tăng trưởng yếu kéo dài khắp thế giới kể từ cuộc khủng hoảng đã dẫn đến cảm giác bi quan mới về khả năng các nền kinh tế thị trường ngày nay có thể đem lại sự thịnh vượng. Một quan điểm ngày càng phổ biến là tỉ lệ tăng trưởng kinh tế dài hạn đã giảm đi^[22]. Ở Mỹ, có không ít những lời giải thích hợp lý cho sự thay đổi này - sự sụt giảm tỉ lệ dân số có thể lao động kể từ sau cuộc khủng hoảng, tốc độ tăng trưởng dân số chậm, gánh nặng quy định đối với các nhà tuyển dụng. Quan trọng là chúng ta không được để những thay đổi trong các giai đoạn ngắn làm xao nhãng. Cục Thống kê Lao động Mỹ (Bureau of Labor Statistics - BLS) ước tính mức đóng góp vào tăng trưởng kinh tế của sự tăng trưởng nguồn lao động (số giờ lao động), lượng vốn mà mọi người sử dụng, và mức độ hiệu quả của việc sử dụng lao động và vốn. Suy cho cùng, các lợi ích của tăng trưởng kinh tế xuất phát từ yếu tố sau cùng này, vốn phản ánh những tiến bộ về khoa học kỹ thuật - theo thuật ngữ của các chuyên gia thống kê tại BLS là “năng suất đa yếu tố”. Từ giữa thập niên 80 đến khi cuộc khủng hoảng bắt đầu nổ ra năm 2007, năng suất đa yếu tố đã tăng khoảng 1 phần trăm mỗi năm^[23]. Từ năm 2007 đến 2014, nó tăng 0,5 phần trăm một năm^[24]. Kết quả là tỉ lệ tăng trưởng sản lượng trên mỗi giờ lao động hằng năm - phản ánh cả tiến bộ kỹ thuật và lượng vốn mỗi người sử dụng - giảm từ hơn 2 phần trăm trong giai đoạn giữa thập niên 80 đến năm 2007 xuống còn khoảng 1,5 phần trăm trong giai đoạn từ 2007 đến 2014^[25]. Nếu sự sụt giảm này tiếp diễn, nó sẽ ảnh hưởng đến mức sống trong dài hạn. Nhưng tốc độ tăng trưởng năng suất là khá bất ổn trong những giai đoạn ngắn và vẫn chưa rõ liệu chúng có thể hiện một sự thay đổi lớn trong tiềm năng tương lai của nền kinh tế hay không.

Có lí do nào để bi quan về tốc độ tăng trưởng trong tương lai của các nền kinh tế không? Có ba lí do để chúng ta phải cân trọng khi ngã theo xu hướng bi quan kiểu mới này. Thứ nhất, luận điểm cho rằng thời đại của những phát kiến vĩ đại đã kết thúc vì các phát minh vĩ đại như điện và máy bay đã được thực hiện hết và con người đã có thể làm mọi thứ dễ dàng chẳng thuyết phục chút nào. Trong các lĩnh vực như công nghệ thông tin và nghiên cứu sinh học về gene và tế bào gốc, chúng ta đang sống trong thời hoàng kim của các phát kiến khoa học. Ngay từ định nghĩa của nó, các ý tưởng đột phá đã mang tính không thể dự đoán trước. Vậy nên chúng ta rất dễ rơi vào cái bẫy cho rằng trong tương lai chúng ta sẽ chứng kiến ít phát kiến hơn quá khứ. Khi Alvin Hansen đề xuất khái niệm “trì trệ trường kì” hồi thập niên 30, ông đã rơi vào chính cái bẫy này. Thực ra thập niên 30 đã chứng kiến những phát kiến quan trọng nhưng chúng bị che mờ đi vì những hậu quả kinh tế vĩ mô của cuộc Đại suy thoái. Alexander Field, một nhà kinh tế người Mỹ đã ghi lại những cải tiến kĩ thuật lớn trong các ngành công nghiệp như hóa chất, vận tải và năng lượng^[26]. Tới năm 1950, GDP thực ở Mỹ đã trở lại quỹ đạo trước suy thoái và tăng 90 phần trăm trong một thập kỉ sau khi cuộc Đại suy thoái kết thúc.

Thứ hai, mặc dù quá trình hồi phục sau giai đoạn suy thoái 2008-2009 là chậm chạp bất thường ở phần lớn các quốc gia, các yếu tố đóng góp cho sự tăng trưởng của nguồn lao động thay đổi khác hẳn nhau giữa các nước. Ví dụ, ngược với ở Mỹ, nước Anh đã chứng kiến dân số tăng nhanh và số người gia nhập đội ngũ lao động cao hơn. Ngay cả một số nước kinh tế yếu trong khối đồng euro như Tây Ban Nha gần đây cũng đã chứng kiến mức tăng trưởng năng suất trung bình cao hơn. Các yếu tố định đoạt mức tăng trưởng dài hạn ở mỗi nước có vẻ khác nhau nhiều hơn là trải nghiệm

chung về sự hồi phục chậm chạp kể từ cuộc khủng hoảng, và điều này cho thấy lý do của sự chậm chạp đó bắt nguồn từ các hành vi kinh tế vĩ mô chứ không phải vì tốc độ sáng tạo chậm đi.

Thứ ba, các nhà kinh tế học chưa bao giờ giỏi trong việc dự đoán các thay đổi về nhân khẩu. Những cuốn sách viết về các hậu quả kinh tế của sự sụt giảm dân số từng rất phổ biến hồi thập niên 30. Sau một thập kỷ và một cuộc chiến tranh thế giới, dân số toàn thế giới lại bùng nổ trở lại^[27]. Quan điểm cho rằng chúng ta không thể biết trước những tiến bộ tương lai là hợp lý; nhưng bị quan về tương lai thì không. Lịch sử cho thấy những thay đổi năng suất cơ bản chỉ xảy ra rất chậm. Nhiều nhà kinh tế học trong quá khứ đã sai lầm cho rằng xu hướng tăng trưởng đã thay đổi khi chỉ dựa trên các biến động ngắn hạn.

Những lý lẽ ủng hộ cho quan điểm bị quan nhằm tới tăng trưởng nhu cầu tương lai. Sau cú sốc lớn về niềm tin, phương pháp kích thích tiền tệ và tài chính năm 2008 và 2009 là các giải pháp đúng đắn. Nhưng hiệu quả của chúng thì đang kém dần. Trong những năm gần đây, những biện pháp kích thích tiền tệ phi thường đã đưa chi tiêu từ tương lai về hiện tại, từ đó khoét một lỗ hổng trong mức tiêu dùng tương lai. Với khả năng trong tương lai lực cầu vẫn sẽ yếu, lợi nhuận đầu tư dự kiến có thể rất thấp. Ngay cả với lãi suất thấp chưa từng có và việc in tiền hàng loạt, việc kích thích chi tiêu và đầu tư nội địa giờ đây đang ngày càng trở nên khó khăn hơn. Điều mà lúc đầu chỉ là sự bất cân xứng giữa các nước dần dần đã trở thành sự bất cân xứng nội địa lớn giữa tiết kiệm và chi tiêu. Chi tiêu hiện tại yếu không phải vì sự cản trở vô lý của các hộ gia đình và doanh nghiệp sau cuộc khủng hoảng, mà vì một lời biện giải lý trí cho rằng ở các nước như Mỹ và Anh, tiêu dùng đã lên cao đến mức không bền vững trước

cuộc khủng hoảng và giờ phải được điều chỉnh xuống dưới mức đó. Ở các nước như Trung Quốc và Đức, xuất khẩu lại cao quá mức bền vững, và giờ cả các nước này cũng đang trải qua giai đoạn tăng trưởng chậm vì nhu cầu ngoài nước yếu. Các nước này chưa thể tự thân hoặc cùng nhau chuyển tới một điểm cân bằng mới, và chừng nào họ còn chưa làm được điều này thì quá trình hồi phục sẽ vẫn còn bị cản trở. Trong những hoàn cảnh có mâu thuẫn chính sách - trong đó các kích thích chi tiêu ngắn hạn khiến chúng ta đi xa khỏi điểm cân bằng dài hạn - phương pháp kích thích kiểu Keynes có thể thúc đẩy chi tiêu trong ngắn hạn, nhưng hiệu quả của nó sẽ giảm dần khi mâu thuẫn chính sách lộ diện. Chỉ khi chuyển tới một điểm cân bằng mới phù hợp với lời biện giải mới thì chúng ta mới có thể kết thúc tình trạng trì trệ. Nếu kinh tế toàn cầu tăng trưởng chậm chạp không phản ánh sự thiếu hụt “bản năng động vật” mà phản ánh việc thị trường không thể đi tới một nhóm các lãi suất và tỉ giá trao đổi mới do bị các chính phủ kiềm chế, vì vậy không thể đi đến một điểm cân bằng mới.

Tìm đường tới điểm cân bằng mới là thách thức mà chúng ta đang phải đối mặt. Tất cả các nước đều phải đối mặt với mâu thuẫn chính sách, kể cả các nước trước đó đã chi tiêu và đi vay quá nhiều lần những nước chi tiêu quá ít. Kích thích ngắn hạn càng củng cố sự phân bổ đầu tư lệch lạc giữa các khối ngành trong nền kinh tế, và ảnh hưởng của nó lên mức chi tiêu giảm dần khi các hộ gia đình và doanh nghiệp nhận ra rằng quy luật chi tiêu đang không bền vững. Trung Quốc và Đức cần các khoản đầu tư để sản xuất hàng hóa dịch vụ đáp ứng nhu cầu trong nước thay vì hỗ trợ khối xuất khẩu. Trong khi đó Mỹ, Anh và một số nước châu Âu khác lại phải làm ngược lại.

Phần lớn những tranh luận về quan điểm bi quan về lực cầu này có thể được chia làm hai nhóm. Một bên là những người tranh luận rằng các nền kinh tế đang phải đối mặt với “gió ngược” mạnh bất thường mà rồi sẽ giảm đi, nhờ thế các ngân hàng trung ương có thể nâng lãi suất lên mức bình thường hơn mà không làm giảm tăng trưởng. Chúng ta chỉ cần kiên nhẫn, rồi mọi thứ sẽ tự phục hồi. Như đã nói đến ở trên, quan điểm này theo tôi là một cách hiểu chưa đầy đủ và sai lầm về những yếu tố khiến tăng trưởng yếu kéo dài. Sự thay đổi lời biện giải của các hộ gia đình khi đánh giá thu nhập tương lai không phải là “gió ngược” rồi dần dần sẽ tắt, mà là những thay đổi lâu dài về mức độ chi tiêu mong muốn. Chúng ta không thể kì vọng nước Mỹ tiếp tục duy trì vai trò là “người tiêu dùng cuối cùng” và Trung Quốc duy trì tỉ lệ tăng trưởng bằng việc đầu tư vào các dự án xây dựng lợi nhuận kém. Các ngân hàng trung ương, cũng giống như những vận động viên xe đạp phải leo lên ngọn đồi dốc đứng, rồi sẽ kiệt sức. Và nếu không đem lại sự hồi phục, các ngân hàng này sẽ bị coi là đã thất bại, làm xói mòn sự hậu thuẫn cho việc hoạt động độc lập của các ngân hàng trung ương - yếu tố quan trọng đem lại những thành quả trước đó trong việc giảm lạm phát.

Phía bên kia là những người cổ xúy việc tăng cường kích thích tài chính và tài chính hơn nữa để châm ngòi cho phục hồi. Dĩ nhiên là một chương trình đầu tư công vào cơ sở hạ tầng được thiết kế cẩn thận và được tài trợ bằng các khoản vay của chính phủ luôn là điều cần thiết, đặc biệt là khi bạn nhìn vào những sân bay ở New York. Nhưng những khó khăn trong việc nhanh chóng tổ chức một kế hoạch rõ ràng để mở rộng đầu tư công trong khi vẫn duy trì sự tự tin vào độ bền vững tài chính dài hạn khiến phương án này thích hợp cho tương lai hơn là hiện tại, mặc dù chúng ta vẫn nên cân

nhắc nó kĩ càng. Tuy thế, kích thích tiền tệ mạnh hơn khó mà làm được gì hơn là kéo chúng ta vào ngõ cụt mâu thuẫn chính sách. Những phiên bản táo bạo của các chính sách mở rộng tiền tệ và tài chính bao gồm các đề xuất tăng chi tiêu công được tài trợ bằng việc in thêm tiền, và “phân phối tiền trực tiếp” vào túi tất cả người dân. Dù nghe có vẻ táo bạo, về bản chất chúng không khác gì với những chính sách mà cho tới giờ đã thất bại trong việc hồi phục sản xuất như cũ. Tài trợ chi tiêu công bằng cách in tiền về mặt kinh tế cũng giống như sự kết hợp của (a) chi tiêu công trang trải bằng việc phát hành thêm nợ chính phủ và (b) ngân hàng trung ương tạo ra tiền mua nợ chính phủ (quy trình được biết đến dưới cái tên nói lỏng định lượng). Tương tự, phân phối tiền trực tiếp cũng giống như kết hợp các khoản cắt giảm thuế được tài trợ bằng nợ và nói lỏng định lượng - điểm khác biệt duy nhất là quy mô chi tiêu hoặc cắt giảm thuế do chính phủ định đoạt và lượng tiền tạo ra thì do ngân hàng trung ương quyết định. Vì cả hai yếu tố của sự kết hợp này đã được thử trên quy mô lớn và đem lại hiệu quả ngày càng kém, thật khó để thấy được làm thế nào mà cả hai - cùng đem lại kích thích lực cầu ngắn hạn mà rồi sau đó cũng yếu dần - có thể giải quyết mâu thuẫn chính sách. Đối phó với sự bất cân xứng cốt lõi mới là điều thiết yếu nhất lúc này.

Cuộc suy thoái do lời biện giải thay đổi, được châm ngòi bởi cuộc khủng hoảng kinh tế, đã để lại một lỗ hổng lớn trong tổng chi tiêu. Các ngân hàng trung ương đã tương đối thành công trong việc lấp đầy khoảng trống đó bằng cách giảm lãi suất và in tiền điện tử nhằm khuyến khích các hộ gia đình và doanh nghiệp chuyển chi tiêu từ tương lai về hiện tại. Nhưng vì sự bất cân xứng cốt lõi trong quy luật nhu cầu vẫn chưa được sửa lại, chúng ta có cơ sở để tỏ ra bi quan về nhu cầu tương lai. Đó là một yếu tố

lớn ngăn cản việc đầu tư trong hiện tại và nó được củng cố bằng sự bất định về các thành phần cấu thành chi tiêu tương lai. Vì các chính sách kinh tế vĩ mô truyền thống sẽ không đưa chúng ta tới một điểm cân bằng mới và cũng không có phương án thay thế nào dễ dàng cả, các nhà hoạch định chính sách buộc phải tỏ ra táo bạo. Họ nên làm gì để thoát khỏi cái bẫy bi quan lý trí? Nói chung, chúng ta có hai mục tiêu chính - thúc đẩy thu nhập dự kiến thông qua một chương trình nâng cao năng suất tương lai táo bạo và khuyến khích giá cả tương quan, đặc biệt là tỉ giá trao đổi, đi theo hướng hỗ trợ mức chi tiêu và sản xuất bền vững hơn. Các mục tiêu này dễ nói hơn là làm, nhưng chúng ta chẳng có lựa chọn nào khác ngoài việc chờ đợi giá trị tài sản giảm sâu và tình trạng vỡ nợ sau đó sẽ tái thiết nền kinh tế. Với sự bi quan táo bạo, chúng ta có thể làm được nhiều hơn. Một chương trình cải cách có thể bao gồm ba yếu tố.

Thứ nhất là phát triển và áp dụng từ từ các biện pháp thúc đẩy năng suất. Kể từ cuộc khủng hoảng, tăng trưởng năng suất ở mức gần như không đáng kể và thấp hơn hẳn mức trước khủng hoảng. Một lý do chủ đạo cho năng suất đáng thất vọng này là tỉ lệ tăng trưởng hay thậm chí mức dự trữ vốn trong nền kinh tế đã giảm sâu. Một phần tình trạng này phản ánh thực tế là các khoản đầu tư quá khứ trong một số trường hợp đã sai lầm khi nhắm vào các khối ngành có ít triển vọng phát triển trong tương lai, và giờ chúng có năng suất thấp hơn nhiều so với kì vọng. Một phần dự trữ vốn có giá trị thấp hơn ước tính trong tài khoản của công ty và số liệu chính thức, hay thậm chí là cả trong mô hình của các nhà kinh tế học. Một phần khác thì nó phản ánh sự bi quan về nhu cầu tương lai và sự bất định về những thành phần cấu thành nhu cầu đó, đi đầu đã dẫn đến đầu tư kinh doanh sụt giảm khắp thế giới. Nhu cầu hiện tại đang được đáp ứng bằng

cách tăng số lượng lao động. Các công ty không muốn lặp lại sai lầm khi đầu tư vào các loại vốn ít sinh lời trong tương lai. Nếu nhu cầu trong tương lai yếu ớt, việc đi đầu chinh sản xuất bằng cách sa thải nhân viên sẽ ít tốn kém hơn. Tỷ lệ lao động trên vốn thực tế tăng cao đã giải thích tại sao năng suất tăng trưởng lại chậm như thế. Những cải cách nhằm cải thiện sự hiệu quả của nền kinh tế và kèm theo đó là lợi nhuận đầu tư sẽ kích thích đầu tư và cho phép lãi suất thực trở lại mức phù hợp với điểm cân bằng mới. Dần dần, khi đầu tư phục hồi lượng dự trữ vốn, tăng trưởng sản xuất sẽ trở lại tỷ lệ phản ánh những đổi mới cốt lõi trong nền kinh tế tư bản linh hoạt.

Những cải cách để thúc đẩy năng suất không hề dễ dàng - nghĩ ra chúng dễ hơn là thực hiện chúng, và chúng lại gặp phải những chướng ngại chính trị từ những người chịu thiệt từ cải cách trong tương lai, nhóm người sẽ hoạt động mạnh hơn những người được lợi từ những cải cách. Nhưng thay đổi lời biện giải về thu nhập dự kiến trong tương lai là phương pháp thay thế duy nhất cho những biến động lớn và tốn kém về giá cả tương quan. Và hiển nhiên chúng ta có cơ hội để thúc đẩy năng suất - trên thị trường hàng hóa thông qua việc giảm độc quyền và tăng cạnh tranh; trong hệ thống thuế thông qua việc giảm những sai lệch giữa tiết kiệm và chi tiêu, xóa bỏ những khoản giảm trừ thuế phức tạp và giảm thuế suất biên; trong khối nhà nước thông qua việc giảm chi phí cung cấp dịch vụ công; trong lĩnh vực luật pháp thông qua việc giảm bớt các ràng buộc với khối tư nhân; và một phương pháp chung là cải thiện hạ tầng công cộng để hỗ trợ toàn bộ nền kinh tế. Bản chất cụ thể của các chính sách kinh tế vì mô cần áp dụng sẽ khác nhau giữa các nước. Trong quá khứ, khi các nền kinh tế đã tiến gần đến hiệu suất lao động tối đa, các chính trị gia thường do dự trong

việc sử dụng hết nguồn lực chính trị để đem lại các cải cách về kết cấu khi các lợi ích của chúng chỉ có thể thấy được trong tương lai xa. Tuy thế, điểm hấp dẫn ngày nay của việc cải cách là những dự đoán về năng suất cao hơn sẽ thúc đẩy chi tiêu hiện tại, giúp các nền kinh tế thoát khỏi tình trạng tương đối trì trệ hiện nay.

Thứ hai là thúc đẩy thương mại. Suốt thời gian sau Chiến tranh thế giới thứ hai, mở rộng quy mô thương mại là một trong những con đường thành công nhất đem lại tăng trưởng năng suất nhanh, cho phép các nước chuyên môn hóa và trao đổi ý tưởng về các sản phẩm và quy trình mới. Trong cố gắng gần đây nhất để có được sự đồng thuận về việc cắt giảm thuế và các rào cản thương mại khác, Vòng đàm phán Doha (được khởi xướng năm 2001) bởi Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) chưa đem lại hiệu quả. Một trong những trở ngại là các nền kinh tế thị trường lớn mới nổi cố gắng bảo vệ các khối ngành nội địa. Cách tốt nhất để tiến lên bây giờ là các nền kinh tế phát triển phải cố gắng thúc đẩy việc nới lỏng giao dịch dịch vụ - bộ phận chủ yếu của nền kinh tế hiện nay và cũng chiếm tỉ lệ ngày càng lớn trong tổng thương mại - không chỉ để hưởng lợi từ lưu lượng thương mại lớn hơn và các ảnh hưởng của nó lên năng suất mà còn để chứng tỏ cho các thị trường mới nổi thấy rằng họ không thể ngăn chặn hoàn toàn những tiến bộ trong lĩnh vực này. Chính phủ Mỹ, và cụ thể hơn là Quốc hội Mỹ, đã rất tích cực ủng hộ các kế hoạch này ở cả khu vực Thái Bình Dương và châu Âu. Vào tháng Mười năm 2015, Mỹ, Nhật và mười nước ven Thái Bình Dương đã ký Hiệp định đối tác xuyên Thái Bình Dương⁺ (Trans-Pacific Partnership - TPP) để giảm các rào cản thương mại. Nhiệm vụ áp dụng các thỏa thuận giờ là việc của các nhà làm luật. Một thỏa thuận đi kèm giữa Mỹ và châu Âu - Hiệp định đối tác thương mại và đầu tư

xuân Đại Tây Dương (Transatlantic Trade and Investment Partnership - TTIP) - đang được thương lượng. Cả hai thỏa thuận này là một phần quan trọng trong nỗ lực nâng thu nhập thực tế.

Thứ ba là sự tái lập tỉ giá trao đổi thả nổi. Thử nghiệm cố định tỉ giá trao đổi đã tỏ ra không thành công và các tỉ giá nên được phép tự do đóng vai trò ổn định hóa để giải quyết sự bất cân xứng hiện tại.

Nguyên tắc phía sau một chương trình kiểu này là nâng cao thu nhập kỳ vọng tương lai bằng cách thúc đẩy năng suất chứ không phải tạo ra những niềm tin sai lầm như trước khủng hoảng. Đầu tiên, hãy cùng xem xét các nước phụ thuộc vào xuất khẩu để duy trì công ăn việc làm. Tăng trưởng dựa vào xuất khẩu không còn là một chiến lược phù hợp với các thị trường lớn mới nổi vì châu Âu và Bắc Mỹ không thể duy trì nhu cầu nội địa cần thiết để nhập khẩu nhiều như vậy. Trung Quốc đã bắt đầu từ từ chuyển sang chiến lược tăng trưởng dựa trên nhu cầu nội địa, như đã được công bố trong Đại hội Đảng lần thứ ba ở Bắc Kinh tháng Mười một năm 2013. Để đi đầu này có thể xảy ra, tỉ lệ tiết kiệm cao ở Trung Quốc phải giảm đi bất chấp tình trạng dân số đang già hóa nhanh chóng. Những biện pháp để cung cấp thêm bảo hiểm xã hội chống lại các thiệt hại thu nhập trong tương lai sẽ tăng chi tiêu ngày nay, phù hợp với hoạt động lấy lại sự cân bằng cần thiết cho nền kinh tế Trung Quốc. Tốc độ tăng trưởng của nước này đã giảm từ mức đỉnh 12 phần trăm năm 2010 xuống dưới 7 phần trăm hiện tại - đó là theo các số liệu chính thức còn con số thật nhiều khả năng là thấp hơn nhiều. Trung Quốc đã không còn tự cung tự cấp năng lượng sau năm 1993, và giờ là nước nhập khẩu dầu mỏ lớn nhất thế giới. Tương tự, nước này đang nhập khẩu cực nhiều quặng sắt, đồng, và cả lương thực. Sau cuộc khủng hoảng, nhu cầu dành cho hàng xuất khẩu của Trung Quốc giảm đi,

đặc biệt là ở châu Âu. Vì thế chính phủ Trung Quốc đã cho phép tăng tín dụng để thúc đẩy chi tiêu xây dựng. Nhưng trước khủng hoảng, ở Trung Quốc người ta đã đầu tư quá nhiều vào bất động sản thương mại. Kết quả là những tòa cao ốc và văn phòng trống không giờ là cảnh tượng thường thấy ở những thành phố mới của Trung Quốc. Giá nhà giờ đã giảm đi. Tỷ suất lợi nhuận các khoản đầu tư mới trong nhiều lĩnh vực kinh tế đang rất thấp.

Một thách thức lớn với các nhà hoạch định chính sách của Trung Quốc là giảm mức tiết kiệm cao của các doanh nghiệp nhà nước. Lợi nhuận thấp đi sẽ làm giảm thặng dư của các công ty này và cả tỷ lệ tiết kiệm của Trung Quốc, nhưng việc tái phân phối đầu tư từ khối xuất khẩu và xây dựng sang những khối ngành đáp ứng nhu cầu tiêu dùng không phải là một quá trình dễ dàng. Sau khi đã đầu tư quá thừa mứa vào bất động sản, sự giảm tốc cần thiết của ngành xây dựng Trung Quốc sẽ đe dọa không chỉ nhu cầu và sản xuất mà còn cả sức khỏe của khối tài chính, vốn đang tài trợ cho sự mở rộng quy mô của ngành xây dựng. Các chính quyền địa phương tại Trung Quốc đã tạo ra và sở hữu hoàn toàn một số tổ chức tài chính để đi vay từ ngân hàng trung ương nhằm vượt qua những rào cản chi tiêu do nhà nước áp đặt. Nhiều tổ chức kiểu này đang trong tình trạng tồi tệ. Chính sách đầu tư một nửa thu nhập quốc gia vào các dự án lợi nhuận thấp trong khi tỷ lệ nợ lại cao đang dẫn đến vòng xoáy tăng nợ so với thu nhập quốc gia. Những đợt sụt giảm giá cổ phiếu mạnh năm 2015 và tốc độ tăng trưởng ngày càng chậm đã cho thấy việc lấy lại cân bằng một cách êm thấm là khó khăn thế nào, mặc dù đi đầu này cũng cần thiết cho nền kinh tế Trung Quốc không kém gì so với ở các nền kinh tế phương Tây. Ngay cả Trung Quốc, vốn từ lâu đã áp dụng chính sách kiềm chế sức ép tăng giá đồng tiền từ thị

trường, sẽ nhận ra tỉ giá trao đổi của đồng tiền nước mình đang chịu sức ép giảm giá.

Nhật Bản từ lâu đã cho thấy dấu hiệu “tiết kiệm quá mức”. Sau khi từ từ tái cơ cấu khối tài chính sau cuộc khủng hoảng cuối thập niên 80, Nhật Bản đã hồi phục chậm mà chắc sau “thập niên bị đánh mất”. Sau đó vào năm 2012, Thủ tướng Abe đã bắn ra “ba mũi tên” nói lỏng tiền tệ, mở rộng tài chính và cải cách cấu trúc để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tiếc rằng chỉ có một mũi tên có vẻ bay trúng mục tiêu - nói lỏng tiền tệ - và nước Nhật hiện đã tạo ra rất nhiều tiền để mua ngày càng nhiều nợ chính phủ. Khi thiếu đi những cải cách kết cấu nghiêm túc, Nhật Bản đang đi theo con đường coi lạm phát là cách duy nhất để giảm gánh nặng nợ quốc gia ngày càng tăng.

Những thay đổi chính sách cần thiết ở Đức lại khá khác biệt. Nhờ việc giới hạn lương và cải cách thị trường lao động, Đức có sức cạnh tranh cực lớn trong khối đồng euro. Nước này có tỉ giá trao đổi thực quá thấp và thặng dư thương mại lớn. Ngược lại, các nước kinh tế yếu hơn trong khối như Síp, Hy Lạp, Bồ Đào Nha và Tây Ban Nha - ở một mức độ thấp hơn là Pháp và Italia - có tỉ giá trao đổi thực quá cao. Nếu Đức nằm ngoài khu vực đồng euro, tỉ giá trao đổi của nước này sẽ tăng mạnh giúp lấy lại cân bằng cho nền kinh tế và thúc đẩy tiêu dùng. Trừ khi Đức tìm được cách cho phép tỉ giá trao đổi thực tăng lên - bằng cách rời khối đồng euro hoặc làm sao đó tạo ra lạm phát lương cao hơn hẳn các nước khác trong khối - nước Đức sẽ nhận ra rằng việc duy trì thặng dư thương mại đồng nghĩa với việc nó đang tích tụ ngày càng nhiều các khoản cho vay tới các nước khác với rủi ro là sau này không thể thu hồi lại tiền. Điều này đã trở thành sự thật với một số khoản cho vay từ khu vực đồng euro tới Hy Lạp. Cả Trung Quốc và Đức

đều nhận ra rằng việc có thặng dư trong một thế giới đang đi trên con đường kém bền vững như hiện nay cũng có nhiều nhược điểm.

Ở những nước cần lấy lại cân bằng theo hướng xuất khẩu nhiều hơn, việc tìm kiếm giải pháp lại càng khó khăn hơn vì sự suy yếu của nền kinh tế thế giới. Sau cuộc khủng hoảng, các hộ gia đình ở những nước này đã giảm mức độ kì vọng về thu nhập trong tương lai. Tiêu dùng đã xuống mức thấp hơn. Để bù đắp cho điều này, các tỉ giá trao đổi nên giảm xuống để kích thích xuất khẩu và khuyến khích sử dụng hàng hóa trong nước thay cho nhập khẩu. Nhưng sự hồi phục chậm chạp ở phần còn lại của thế giới, đặc biệt là khu vực đồng euro, đã dẫn đến những biến động tỉ giá có hại cho việc lấy lại cân bằng. Năm 2015, giá USD và bảng Anh cùng tăng lên. Vậy nên các chính sách tăng năng suất sẽ phải mang tầm quan trọng lớn hơn nữa nếu Mỹ và Anh muốn tìm được mức cân bằng mới để tăng trưởng trong khi lãi suất thực trở về mức bình thường hơn.

Theo thời gian và với đủ lượng đầu tư cần thiết, sự chuyển dịch sang trạng thái cân bằng mới sẽ cho phép các nền kinh tế lấy lại mức sản xuất như trước khủng hoảng^[28]. Nếu xét đến độ lớn của cú sốc với nền kinh tế sau cuộc khủng hoảng tài chính giai đoạn 2007-2009, đây sẽ là một thành tựu đáng kể. Hồi thế kỷ XIX, Karl Marx và Friedrich Engels đã coi sự sụp đổ của chủ nghĩa tư bản là tất yếu - “những gì mà giai cấp tư sản tạo ra sẽ là mồ chôn của chính họ”^[29]. Theo quan điểm của họ, hoặc là tỉ suất lợi nhuận từ vốn sẽ giảm liên tục dẫn đến sự kết thúc của quá trình tích lũy tư bản và ngừng tăng trưởng kinh tế, hoặc là tỉ lệ tư bản trong thu nhập quốc gia sẽ tăng lên liên tục khiến công nhân vùng lên. Không thể có điểm cân bằng trong đó các nhà tư bản và công nhân nhận được những phần ổn định thu nhập quốc gia. Những phân tích bi quan như vậy không được ưa

chuộng không phải vì những dự đoán của nó không thực tế, mà bởi vì sau Chiến tranh thế giới thứ hai các nhà kinh tế học đã đưa ra những lý thuyết để lý giải cách sự tăng trưởng ổn định có thể đi kèm với tỉ suất lợi nhuận trên vốn đủ để đem lại lượng đầu tư mới và sự tăng trưởng mức lương thực tế ổn định^[30]. Hơn nữa, các lý thuyết này cũng phù hợp với kinh nghiệm trong quá khứ. Chìa khóa để biến hình tròn thành hình vuông là các tiến bộ kỹ thuật: những ý tưởng tạo nên sản phẩm mới hoặc cải tiến quy trình hiện tại. Nó vẫn đóng vai trò quan trọng trong tương lai vì chủ nghĩa tư bản luôn hướng tới tăng trưởng và thay đổi. Đó là một hệ thống năng động. Nó không phải là một trò chơi vô tận trong đó chúng ta chỉ việc gieo xúc xắc để biết số phận kinh tế của mình như vẫn được mô tả trong sách giáo khoa.

Tương tự, cũng không có gì có thể đảm bảo cho sự thành công của chủ nghĩa tư bản. Niềm tin vào chủ nghĩa tư bản đã lung lay nghiêm trọng sau các sự kiện gần đây, một đi đầu tưởng như sẽ không bao giờ xảy ra sau sự sụp đổ của Bức tường Berlin. Việc tái lập niềm tin này vừa khả thi vừa cần thiết. Chủ nghĩa tư bản không hoàn hảo - nó không phải là câu trả lời cho những vấn đề đòi hỏi những giải pháp tập thể, và nó cũng chẳng mang lại sự chia sẻ của cải và thu nhập một cách công bằng. Nhưng nó vẫn là cách tốt nhất để tạo nên của cải. Nó cung cấp động cơ để sáng tạo nhằm đẩy mạnh tăng trưởng năng suất. Chỉ khi người ta được phép tự do theo đuổi, phát triển và quảng bá những ý tưởng mới, họ mới có thể biến chúng thành một sự phát triển về sản lượng.

Việc tái lập niềm tin vào chủ nghĩa tư bản đòi hỏi những hành động dứt khoát để nâng cao năng suất, lấy lại cân bằng cho nền kinh tế và cải cách hệ thống tiền tệ cũng như ngân hàng. Hiện tại, các bộ trưởng tài chính trên

thế giới và các thống đốc ngân hàng trung ương - những con người mẫn cán và có ý tốt - thường xuyên nhóm họp và đưa ra những thông cáo khẳng định cam kết tiến tới “tăng trưởng mạnh mẽ, bền vững và cân bằng”^[31]. Dù chúng ta có dùng từ nào để miêu tả sự phục hồi trên thế giới sau cuộc khủng hoảng đi nữa, một điều chắc chắn là nó chẳng hề mạnh mẽ, bền vững hay cân bằng. Dường như chẳng có ai sẵn sàng hành động táo bạo về mặt chính trị, và vì thế có lẽ chúng ta nên lo rằng quy mô điểu chỉnh cần thiết sẽ tiếp tục lớn thêm. Nhưng Winston Churchill đã phát biểu năm 1932 rằng “vẫn còn thời gian... để tìm lại ánh mặt trời đã bị che khuất bởi những bóng mây ngu ngốc của nhân loại”^[32]. Chúng ta có thể xóa đi áng mây đen bất định và cho những tia nắng của ngu ồn cung chiếu qua để tìm lại con đường phát triển cân bằng và bền vững cho nền kinh tế.

Những giải pháp cho tình trạng mất cân bằng trong nền kinh tế thế giới kể trên không mấy mới mẻ, nhưng những ý tưởng ẩn sau chúng thì lại mang tính cách tân. Trong hơn nửa thế kỷ qua, kinh tế vĩ mô chính thống đã phát triển một bộ công cụ ấn tượng để phân tích những biến đổi trong tổng nhu cầu và sản xuất. Nhưng vì theo quá sát khái niệm hành vi tối ưu hóa và coi nhẹ tất cả các hình thức phân tích khác, nó đã thất bại trong việc soi sáng cho một số khu vực quan trọng của nền kinh tế. Hành vi tối ưu hóa là một trường hợp đặc biệt của lí thuyết chung về hành vi trong hoàn cảnh bất định. Và trong các hoàn cảnh có ẩn số đột biến không thể tối ưu hóa, chúng ta cần một cách tiếp cận mới. Tôi đã đề xuất một điểm bắt đầu khả thi với quan điểm về các chiến lược thích nghi; những người khác có thể tiếp tục nghiên cứu sâu hơn về kinh tế vĩ mô trong hoàn cảnh bất định đột biến - kinh tế học theo kiểu “chuyện gì cũng có thể xảy ra” thay cho kinh tế học “mua đờ”.

Có bốn khái niệm xuyên suốt cuốn sách này có thể giải thích bản chất của thuật giả kim tài chính và lí do gây nên sự bất cân xứng trong nền kinh tế thế giới: bất cân xứng, ẩn số đột biến, thế khó của người tù và niềm tin. Thật khó để nghĩ về tiền tệ, ngân hàng và vai trò của chúng trong nền kinh tế thế giới nếu không dùng các thuật ngữ đó.

Trong một nền kinh tế tư bản, tiền tệ và ngân hàng đóng vai trò quan trọng vì chúng là mối liên kết giữa hiện tại và tương lai. Tuy thế, chúng chỉ là những công cụ nhân tạo phản ánh công nghệ của từng thời đại. Mặc dù chúng đã cung cấp phương tiện để tích lũy vốn - điều quan trọng sống còn đối với tăng trưởng kinh tế - chúng đã thực hiện việc này thông qua thuật giả kim tài chính bằng cách biến tài sản thanh khoản kém thành tài sản thanh khoản cao. Qua thời gian, thuật giả kim đã bị lộ ra. Khác với những vụ rơi máy bay, các cuộc khủng hoảng tài chính đã xảy ra nhiều hơn thay vì ít đi. Chính vì tiền tệ và ngân hàng là những công cụ nhân tạo, chúng có thể được sửa chữa lại để làm nền tảng cho một dạng chủ nghĩa tư bản thành công hơn và ổn định hơn.

Đối phó với những triệu chứng tức thời của khủng hoảng bằng cách áp dụng các biện pháp ngắn hạn nhằm duy trì niềm tin của thị trường - thường là bằng cách bơm một lượng tiền lớn vào thị trường - sẽ chỉ kéo dài tình trạng mất cân bằng ẩn phía sau. Gần như tất cả các cuộc khủng hoảng tài chính đều bắt đầu với niềm tin rằng việc cung cấp thêm thanh khoản là câu trả lời đúng đắn, để rồi thời gian sẽ khiến người ta nhận ra những vấn đề thanh toán nợ thực sự nằm bên dưới. Sự do dự trong việc thừa nhận vấn đề nằm ở khả năng thanh toán nợ chứ không phải thanh khoản - ngay cả nếu việc cung cấp thanh khoản là một phần của giải pháp đúng đắn - chính là điều cốt lõi dẫn đến những phản ứng chậm chạp của Nhật Bản trước các

vấn đề nước này gặp phải sau khi bong bóng giá tài sản bị vỡ cuối thập niên 80, hoặc dẫn đến các phản ứng từ các nước trong cuộc khủng hoảng ngân hàng năm 2008, và dẫn đến những bê bối liên tiếp trong khối đồng euro. Trong hai thập kỉ vừa qua, các đời chính phủ Mỹ đã đối phó với nhiều cuộc khủng hoảng kinh tế khắp thế giới bằng cách hành động dựa trên mặc định rằng cách tốt nhất để lấy lại niềm tin là cung cấp thêm thanh khoản - thật nhiều thanh khoản.

Khi thừa nhận tốc độ và sự mạnh mẽ của các phản ứng từ thị trường trước sự sụp đổ lòng tin, họ đang tiếp bước những nhà lãnh đạo đi trước. Lloyd George đã viết trong hồi kí của ông về cuộc khủng hoảng tài chính khi Chiến tranh thế giới thứ nhất nổ ra như sau: “Tôi đã gặp Tiền trước cuộc chiến, và tôi đã gặp nó ngay sau khi chiến tranh nổ ra. Tôi sống với nó hết ngày này đến ngày khác và cố hết sức để giữ nó bình tĩnh vì tôi biết việc tái lập niềm tin của nó là quan trọng đến mức nào, và tôi phải nói rằng Tiền là một sinh vật dễ run rẩy và sợ hãi.”^[33] Những sức ép chính trị sẽ luôn thiên về hướng cung cấp thêm thanh khoản; các giải pháp dài hạn đòi hỏi chúng ta sẵn lòng giải quyết vấn đề thanh toán nợ. Chúng ta cũng cần suy nghĩ tương tự về các bài học của cuộc khủng hoảng để cải tổ tiền tệ và ngân hàng. Các ngân hàng cần trang trải hoạt động bằng nhiều vốn hơn để có thể hấp thụ thiệt hại mà không sợ bị vỡ nợ và phải nhờ đến sự hỗ trợ của người nộp thuế. Và tôi đã đề xuất rằng để ngăn chặn tình trạng rút tiền hàng loạt khỏi các ngân hàng, chúng ta nên thay đổi vai trò người cho vay cuối cùng thành người chủ hiệu cần đồ thường trực. Đã đến lúc chúng ta phải xóa bỏ thuật giả kim.

Thế khó của người từ đồng nghĩa với việc mỗi nước sẽ khó có thể tự giải quyết vấn đề kinh tế hoặc cải tổ hệ thống tiền tệ và ngân hàng. Những

thay đổi trong cách vận hành thế giới thường diễn ra sau thời chiến hơn so với thời bình. Chỉ sau thời chiến thì những bất ổn tiềm ẩn trong thời bình mới bị phát hiện và tình hình địa chính trị mới thay đổi. Trải nghiệm thiết kế những trật tự sau chiến tranh đã được một trong những người trong cuộc là Bộ trưởng Ngoại giao Mỹ Dean Acheson mô tả trong hồi ký của mình là “thời điểm Thế giới được tạo ra”^[34]. Với những người trong chúng ta tham gia vào việc đối phó với khủng hoảng tài chính 2007-2009, trải nghiệm đó có vẻ giống “thời điểm tận thế” hơn, khi mà toàn bộ hệ thống tài chính sụp đổ. Sau giai đoạn phát triển kinh tế ổn định dài nhất trong lịch sử, cuộc khủng hoảng đã hủy hoại uy tín của các chính sách kinh tế và danh tiếng của hệ thống ngân hàng tại các nước phát triển.

Cuộc khủng hoảng kinh tế và tài chính trong một thập kỉ vừa qua đã phủ một bóng đen lớn. Học giả hồi thế kỷ XVIII Horace Walpole đã nói “thế giới là một vở hài kịch với những người duy lý, và là tấn bi kịch với những người duy cảm”. Chủ nghĩa tư bản đã thành công trong việc nâng cao mức sống hiện tại rất nhiều và chúng ta có trách nhiệm phải chia sẻ mức sống cao đó. Sự bất bình đẳng là một trong những thử thách lớn nhất trong hệ thống kinh tế của chúng ta, nhưng nó là một triệu chứng chứ không phải là nguyên nhân của vấn đề.

Năm mươi năm nữa, liệu con cháu chúng ta có hỏi tại sao chúng ta lại không đủ dũng cảm để thực hiện các cải tổ nhằm ngăn chặn khủng hoảng khởi lập lại không? Tôi hi vọng là không. Các sự kiện luôn thúc đẩy những ý tưởng mới, và trải nghiệm khủng hoảng luôn thúc đẩy các nhà kinh tế học đưa ra các ý tưởng mới về cách vận hành nền kinh tế. Những ý tưởng này là cần thiết để chống lại quyền lực của các nhóm lợi ích và vận động hành lang.

Chỉ có việc thừa nhận độ nghiêm trọng của tình trạng bất cân xứng mà quá nhiều nền kinh tế lớn trên thế giới đã rơi vào, cũng như thừa nhận bản chất thuật giả kim trong hệ thống tiền tệ và ngân hàng của chúng ta mới đem lại sự dũng cảm cần thiết để tiến hành các cải tổ mạnh mẽ - đó chính là sự bi quan táo bạo.

Tại sao gần như tất cả các nước công nghiệp đều cảm thấy khó khăn trong việc vượt qua những thử thách triền miên theo sau cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009? Đó là thất bại của các cá nhân, các tổ chức hay các quan niệm? Đó là câu hỏi cốt lõi của cuốn sách này. Với tư cách là một xã hội, chúng ta dựa vào cả ba yếu tố trên để thúc đẩy sự thịnh vượng. Trong phần Mở đầu, tôi đã nhắc đến câu nói thông thái của người bạn Trung Quốc của tôi khi bàn về việc quản lý tiền tệ và ngân hàng ở các nước phương Tây: “Tôi nghĩ là các ông chưa kiểm soát được tiền tệ và hệ thống ngân hàng.” Tôi đã cố gắng giải thích bằng cách nào chúng ta có thể thực hiện được việc này.

Trong nhiều thế kỷ, tiền tệ và ngân hàng là thuật giả kim tài chính. Chúng được coi là nguồn sức mạnh trong khi thực tế chúng là những điểm yếu trong nền kinh tế tư bản. Một chương trình dài hạn để cải cách tiền tệ, ngân hàng và các tổ chức kinh tế thế giới sẽ chỉ được thúc đẩy bởi một cuộc cách mạng tư tưởng. Phần lớn những việc đó là nhiệm vụ của thế hệ sau. Nhưng chúng ta không thể lấy đó làm cái cớ để trì hoãn việc cải tổ. Chính những người trẻ ngày hôm nay sẽ phải chịu đựng hậu quả của cuộc khủng hoảng tiếp theo - và nếu không có cải cách, những thiệt hại đối với nền kinh tế và con người của cuộc khủng hoảng đó sẽ còn lớn hơn lần trước. Vì thế, hơn bao giờ hết, chúng ta cần có sự bi quan táo bạo. Đó là hi vọng lớn nhất của chúng ta.

CHÚ THÍCH

MỞ ĐẦU

[1] Ông ấy không cần phải nói là Trung Quốc cũng chưa làm được đi đâu này.

[2] Có rất nhiều những nhà phê bình kinh tế có suy nghĩ đơn giản tỏ ra gay gắt về việc sử dụng toán học trong kinh tế học. Nhưng nhà kinh tế học vĩ đại người Anh là Alfred Marshall đã từng viết: “(1) Hãy dùng toán học như một ngôn ngữ viết tắt chứ đừng dùng nó làm nguồn lực khám phá. (2) Hãy giữ chúng lại cho tới khi bạn xong việc. (3) Hãy dịch chúng ra tiếng Anh. (4) Hãy minh họa bằng các ví dụ quan trọng trong cuộc sống. (5) Hãy xóa bỏ các đẳng thức toán học. (6) Nếu không thành công ở bước (4), hãy bỏ luôn bước (3)” (Marshall, 1906).

[3] Khi bình luận về vở kịch *Faust* vĩ đại của Goethe, Hans Binswanger đã cố ý dẫn lời Clausewitz khi viết rằng “Nền kinh tế hiện đại là sự tiếp nối thuật giả kim bằng các phương tiện khác.” (Binswanger, 1994, trang 33). Nguyên văn phát ngôn nổi tiếng của Clausewitz là “Chiến tranh là sự tiếp nối của chính sách bằng các phương tiện khác”.

[4] Khái niệm này đơn giản hơn khái niệm thế khó của người tù cổ điển trong đó có 4 kiểu kết quả: tha tội, án nhẹ, án vừa và án nặng. Trong kiểu “trò chơi” này, chiến lược khai ra người khác đóng vai trò chủ đạo, trong khi đó trong ví dụ của tôi, vẫn có khả năng nếu giữ im lặng họ sẽ có được kết quả tối ưu.

[5] Waley (1938), xii, 7, trang 164.

[6] James Carville, trong bài viết trên *Wall Street Journal* (25 tháng 2 năm 1993, trang A1)

1

NGƯỜI TỐT, KẺ XẤU VÀ TÊN VÔ LẠI

[1] Cụm từ này là của Carlyle trong một bài luận về buôn bán nô lệ viết năm 1849.

[2] Temin (2014) mô tả chủ nghĩa tư bản là một nhóm nhỏ của tất cả các dạng kinh tế thị trường đã phát triển qua nhiều thế kỷ.

[3] Xem Neal và Williamson (2014)

[4] Smith (1776), trang 4-5. Từ 20 bảng Anh phát hành sau năm 2007 có in ở một mặt hình nhà máy sản xuất đinh ghim.

[5] Maddison (2004)

[6] Lịch sử quản trị tỉ giá trao đổi ở Anh có thể được xem trên cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Anh Quốc tại <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/qb/1967/qb67q3245260.pdf>

[7] Vào tháng 10 năm 1973, để đáp trả những hỗ trợ của phương Tây cho Israel trong Cuộc chiến Yom Kippur, các nước Arab trong Tổ chức Các nước xuất khẩu dầu mỏ (OPEC) cùng với Ai Cập, Syria và Tunisia đã tuyên bố ngừng xuất khẩu dầu. Tới khi việc này chấm dứt vào tháng 3 năm 1974, giá dầu đã tăng từ 3 USD một thùng lên gần 12 USD. Năm 1979, sản lượng dầu sụt giảm do Cách mạng Iran khiến giá dầu tăng từ khoảng 16 USD lên đến gần 40 USD.

[8] King (2007)

[9] Ngân hàng dự trữ liên bang St Louis và Ngân hàng Anh Quốc, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/>

2013/qbl30406.pdf

[10] Vụ Big Bang ngày 27 tháng 10 là vụ Văn phòng Công bằng Thương mại (Office of Fair Trading) kiện Sàn chứng khoán London (London Stock Exchange) theo Restrictive Practices Act năm 1956 (tạm dịch: Đạo luật Giới hạn nghiệp vụ). Mục đích là nhằm xóa bỏ sự phân biệt giữa những giao dịch viên đóng vai trò đại diện cho khách hàng và những người dẫn dắt thị trường, đồng thời cho phép các công ty nước ngoài và trong nước kết hợp hai vai trò này để trở thành thành viên của sàn chứng khoán.

[11] Các sản phẩm tài chính mới, ví dụ như công cụ phái sinh, được giải thích ở **Chương 4**.

[12] Trong giai đoạn trước khủng hoảng, các ngân hàng cũng tài trợ hoạt động ngắn hạn bằng cách đưa một số tài sản vào các tổ chức ngoài bảng cân đối kế toán và đưa ra đảm bảo cho các tổ chức này. Các kiểu nợ phụ thuộc này cũng là một dạng tài trợ.

[13] D'Hustler (2009): Bảng 2; Kalemli-Ozcan, Sorensen và Yesiltas (2012)

[14] Trong nhóm đầu có Gorton (2012) và nhóm sau có Admati và Hellwig (2013) và Taylor (2015). Nhóm sau cho rằng “Cuộc khủng hoảng tài chính 2008 về bản chất là cuộc khủng hoảng tín dụng trên quy mô quốc tế cực lớn.”

[15] Có hai ngoại lệ đáng chú ý là Dumas (2010) và Wolf (2014).

[16] Năm 1989, Francis Fukuyama đã xuất bản một bài luận nổi tiếng *The End of History* (tạm dịch: Điểm kết thúc của lịch sử) trên tờ báo về chủ đề ngoại giao *The National Interest*. Sau này ông viết rằng: “Những gì chúng ta đang chứng kiến không chỉ là sự kết thúc của Chiến tranh lạnh, hay sự kết thúc của một giai đoạn đặc biệt trong lịch sử sau chiến tranh thế giới,

mà còn là điểm kết thúc của lịch sử theo nghĩa rằng đây là điểm kết thúc của sự tiến hóa về tư tưởng của con người, ghi dấu sự thừa nhận trên toàn cầu rằng dân chủ tự do phương Tây là hình thức chính phủ cuối cùng trong lịch sử loài người.” (Fukuyama, năm 1992)

[17] Theo trang web của Cục Thống kê Lao động Mỹ: số liệu lao động trong các ngành chế tạo; trang web Eurostat: Cơ sở dữ liệu về lao động và thất nghiệp, các bảng thống kê lao động theo giới tính, tuổi tác và hoạt động kinh tế.

[18] Theo trang web của Tổ chức Thương mại Thế giới: Cơ sở dữ liệu thống kê.

[19] Chính sách này được nới lỏng năm 2013, rồi sau đó chuyển thành chính sách hai con vào tháng 10 năm 2015.

[20] Bernanke (2005)

[21] Những động cơ chính thúc đẩy tiết kiệm cao và đầu tư yếu dẫn đến giảm lãi suất thực là một chủ đề cần được nghiên cứu thêm - xem Rachel và Smith (2015)

[22] Kể từ thập niên 80, chúng ta đã có thể đo đạc lãi suất thực khá chính xác bằng cách quan sát chính phủ phải trả bao nhiêu để vay dưới dạng trái phiếu trong đó các khoản hoàn trả được điều chỉnh theo lạm phát. Các trái phiếu này đã được nhiều nước công nghiệp phát hành trong 30 năm qua. (King và Low, 2014).

[23] Nước Đức là một ngoại lệ với mục tiêu riêng phát triển khối xuất khẩu.

[24] Charles Dumas (2004, 2006 [cùng Chovleva]) đã cung cấp những phân tích bước đầu về vấn đề này.

[25] Sự đảo ngược này là một điểm đáng chú ý được biết đến dưới cái tên Hệ thống tiền tệ quốc tế Bretton Woods II. Mặc dù một phần đầu tư trực tiếp nước ngoài đúng là đã chảy từ các nước phát triển sang các nước đang phát triển, nó bị lấn át hẳn bởi dòng tài chính chảy theo hướng ngược lại. Phân tích kiểu này về Hệ thống Bretton Woods II được đề xuất lần đầu bởi Dooley, Folkerts-Landau và Garber vào năm 2003. Các tác giả này đã tinh chỉnh và mở rộng các phân tích trong một loạt các nghiên cứu suốt một thập kỷ sau đó. Một điểm cốt lõi trong luận điểm của họ là Trung Quốc muốn cho các nước phát triển vay những khoản lớn để khi có biến động lớn về kinh tế hay chính trị, các quyền thu nợ này sẽ đóng vai trò là “tài sản đảm bảo” cho đầu tư trực tiếp nước ngoài từ chính các nước đó vào Trung Quốc. Điều này cho phép Trung Quốc có được dòng đầu tư trực tiếp cần thiết để hỗ trợ phát triển, và khiến Trung Quốc phải duy trì thặng dư thương mại lớn liên tục. Dù thế nào, tăng trưởng dựa trên xuất khẩu cũng đồng nghĩa với việc Trung Quốc đã đầu tư ra nước ngoài khoản thặng dư thương mại của mình. Một số nhà kinh tế đã chú trọng vào tổng dòng vốn giữa các nước, đặc biệt giữa các nước phát triển, hơn là vào dòng vốn ròng từ các nước đang phát triển sang các nước phát triển. Quan điểm thuyết phục nhất là của Borio và Disyatat (2011) và Shin (2012). Đúng là các ngân hàng châu Âu đã đầu tư nhiều tiền vào Mỹ hơn là Trung Quốc, nhưng họ cũng vay nhiều hơn từ thị trường tiền tệ Mỹ và các quỹ đảm bảo. Dòng vốn ròng này tái lưu thông lượng tiền lẽ ra phải đi qua hệ thống ngân hàng Mỹ nhưng lại đi qua ngân hàng châu Âu - vốn đang nóng lòng muốn tăng trưởng thông qua hoạt động cho vay và tích lũy tài sản để mở rộng quy mô bảng cân đối kế toán. Khi cuộc khủng hoảng nổ ra, các ngân hàng giảm mức đòn bẩy một cách muện màng, và kết quả là tổng dòng vốn giữa châu Âu và Mỹ giảm mạnh - gần 75 phần trăm. Nhưng động cơ thúc đẩy sự sụt

giảm lãi suất thực và từ đó tăng giá trái phiếu, cổ phiếu và nhà đất, là khoản tiết kiệm ròng được bơm vào thị trường vốn thế giới từ các nền kinh tế tiết kiệm nhiều và có thặng dư thương mại lớn, và quyết định của các ngân hàng trung ương ở phương Tây giữ lãi suất ngân hàng trung ương thấp để duy trì tăng trưởng ổn định và lạm phát gần mức mục tiêu.

[26] Shin (2012)

[27] King (2006)

[28] Các nước châu Á khác đã phải trải qua cuộc “khủng hoảng châu Á” cuối thập niên 90 khi việc các ngân hàng châu Á đi vay bằng USD ở lãi suất thấp để cho vay lãi suất cao bằng đồng nội tệ dẫn đến sự lệch lạc đồng tiền trong hệ thống ngân hàng và vì thế phải đi vay đô-la ở các nước phương Tây kèm theo nhiều điều khoản khắt khe. Họ muốn xây dựng khoản dự trữ đô-la lớn để đề phòng trường hợp phải cho hệ thống ngân hàng trong nước vay lúc khủng hoảng.

[29] Tôi học được điều này từ cố Giáo sư Rudiger Dornbusch tại MIT.

[30] Theo Thông cáo báo chí của BNP, ngày 9 tháng 8 năm 2007.

[31] Hỗ trợ người cho vay cuối cùng đã được cung cấp cho HBoS vào ngày 1 tháng 10 năm 2008 và cho RBS vào ngày 7 tháng 10 năm 2008. Các khoản nợ của ngân hàng thứ nhất được trả hoàn toàn vào ngày 16 tháng 1 năm 2009 và ngân hàng thứ hai vào ngày 16 tháng 12 năm 2008. Mức cho vay trong ngày đỉnh điểm của Ngân hàng Anh Quốc cho hai ngân hàng này là 61,5 tỉ bảng ngày 17 tháng 10 năm 2008 (Tóm tắt cung cấp hỗ trợ thanh khoản từ phía Ngân hàng Anh Quốc trong giai đoạn 2008-2009, Báo cáo của Ian Plenderleith, Ngân hàng Anh Quốc, tháng 10 năm 2012).

[32] Paulson (2010), trang 349.

[33] Cái gọi là yêu cầu vốn và thanh khoản Basel với các ngân hàng được đưa ra bởi một nhóm các ngân hàng trung ương và các nhà làm luật của các nước G20. Phần lớn các nội dung đã được thảo luận trong tổ chức kinh tế quốc tế bao gồm chính các nước này với tên gọi Ủy ban Bình ổn Tài chính (Financial Stability Board).

[34] Theo bảng biểu của Ngân hàng thế giới và tính toán của tác giả.

[35] Theo Cơ sở dữ liệu IMF World Economic Outlook, tháng 4 năm 2015.

[36] Thảo luận về trì trệ trường kì đã được lật lại trong một công trình nghiên cứu quan trọng của Summers (2014).

[37] King (2009).

THIÊN THẦN VÀ ÁC QUỶ: CHÚNG TA TIN VÀO TIỀN

[1] Được nước Anh tạo ra với tư cách là một trong những hình thức tưởng niệm Tổng thống Mỹ John E Kennedy, các học bổng này cho phép các sinh viên mới ra trường ở Anh được học tại Harvard hoặc MIT. Hình thức còn lại là tặng một mẫu Anh đất tại Runnymede, giờ thuộc lãnh thổ Mỹ.

[2] Maddison (2004).

[3] Một trong những mô tả hay nhất về hậu quả của siêu lạm phát đối với xã hội được viết ở Trung Âu vào thập niên 20 trong cuốn hồi ký của nhà văn Áo Stefan Zweig, *The World of Yesterday* (tạm dịch: Thế giới ngày hôm qua).

[4] Keynes (1930) và Goodhart (2015) đã tạo ra một thảo luận tuyệt vời về quá trình tạo ra tiền tệ.

[5] Từ nguyên văn Domesday là một từ tiếng Anh cổ chỉ ngày phán xét. Nội dung của *Sách Đilen thổ* có thể được xem trên kho lưu trữ quốc gia, www.nationalarchives.gov.uk.

[6] Smith (1766).

[7] Smith (1776), trang 20.

[8] Như trên, trang 20-1.

[9] Rae (1895), trang 49.

[10] Ricardo (1816), trang 49.

[11] MacGregor (2010), chương 72. Có một mẫu tờ tiền thời cuối nhà Minh cực đẹp từ thế kỷ XIV trong phòng trưng bày Citi Money Gallery tại Bảo tàng Anh Quốc ở London.

[12] Tờ tiền Trung Quốc đầu thời nhà Minh có ghi dòng chữ: “Ai làm tiền giả hoặc lưu thông tiền giả sẽ bị chém đầu” (Kranister, 1989).

[13] Sau khi áp dụng đạo luật Bubble Act năm 1720 ở các thuộc địa vào năm 1741, các công ty cổ phần (cho phép nhiều người chia sẻ quyền sở hữu công ty với quy mô lớn hơn nhiều một người sở hữu đơn lẻ) trở thành bất hợp pháp. Điều này khiến các nghiệp vụ ngân hàng trở nên gần như bất khả thi. Vậy nên các ngân hàng khi đó không tạo ra tiền.

[14] Johnson (1997), trang 75.

[15] Năm 1764, Quốc hội Anh thông qua Đạo luật Tiền tệ, trong đó không công nhận tiền giấy ở các thuộc địa. Nhưng như đã nhắc đến trong sách, hiệu lực pháp lý của tiền không quan trọng bằng tính hợp lệ của tờ tiền đó, và các tờ tiền mới đã được lưu thông thành công ở các thuộc địa trong nhiều năm. Về vấn đề này, độc giả có thể tham khảo Grubb (2015), Celia và Grubb (2014) và Priest (2001).

[16] Franklin (1767) trong Labaree, tập 14, trang 34-35.

[17] Có lẽ bang Massachusetts là một ngoại lệ (Priest, 2001).

[18] Harris (2008).

[19] Tỷ lệ này đã bị đảo ngược cuối thời kì tự do ngân hàng.

[20] Có hai giai đoạn năm 1839 và 1859 trong đó việc chuyển đổi sang vàng bị đình chỉ. Nhưng vẫn có khoản chiết khấu cho các tờ tiền lưu thông ở xa trụ sở chính so với giá trị danh nghĩa ở trụ sở chính.

[21] Gorton (1989)

[22] Số liệu năm 2014 từ các ngân hàng trung ương.

[23] Goodhart đưa ra luận điểm có tính thuyết phục cao về vấn đề này (2015). Ngoài ra cũng có rất nhiều ví dụ về sự khuyến khích vô trách

nhiệm những người thu nhập thấp đi vay nên chúng ta khó có thể lạc quan về hành vi của các dịch vụ tài chính.

[24] Gibbon (1776), tập 1, trang 282.

[25] Mặc dù ngân hàng Anh Northern Rock bắt đầu sụp đổ tháng 9 năm 2007, một tỉ lệ đáng ngạc nhiên những người rút tiền giữ lại một tấm séc của chính ngân hàng Northern Rock.

[26] Giữa mùa xuân năm 2007 và năm 2009, nhu cầu tờ 50 bảng tăng 28 phần trăm, gấp đôi mức tăng cho các mệnh giá khác. Xem số liệu của Ngân hàng Anh Quốc:

<http://www.bankofengland.co.uk/banknotes/Pages/about/stats.aspx#1>

[27] Bernanke và James (1991)

[28] Năm 2013, Quỹ Tự do ngoài Tôn giáo (Freedom From Religion Foundation), một nhóm những người vô thần, đã có những khiếu nại pháp lí chống lại Bộ Tài chính Mỹ, khẳng định rằng việc đưa khẩu hiệu truyền thống này là vi phạm hiến pháp trên cơ sở rằng mỗi khi sử dụng tiền họ bị “buộc phải tin” vào một đấng tối cao mà họ không tin. Khiếu nại bị bác bỏ bởi Thẩm phán cấp khu vực Harold Bauer Jr vì khẩu hiệu này có lịch sử phi tôn giáo lâu đời, và không tạo nên “gánh nặng lớn” cho những người vô thần.

[29] Năm 2009, giá trị quốc tế của đồng won Bắc Triều Tiên giảm mạnh và người dân nước này có một tuần để đổi các đồng won cũ lấy đồng mới nhằm giảm bớt hai số không trong giá trị tiền.

[30] Roberts (2014), trang 771.

[31] Độc giả có thể tham khảo chi tiết ảnh hưởng của siêu lạm phát lên xã hội và chính trị Đức trong nghiên cứu của Feldman (1993).

- [32] Sử dụng định nghĩa hiện đại của nghìn tỉ là 1.000.000.000.000
- [33] Xem Fischer (1996) để biết thêm về lịch sử pháp lí lạm phát trong nhiều thế kỷ.
- [34] Ví dụ trong nghiên cứu của Holzer (1981) và Cato Institute (2014).
- [35] Có những giai đoạn, đặc biệt trong thế kỷ XIX, trong đó một số nước kể cả Mỹ đã sử dụng bản vị kép vàng và bạc. Những biến động giá thị trường của kim loại này so với kim loại kia khiến hệ thống này không ổn định, vì kim loại có giá cao hơn có xu hướng không được lưu thông. Ở Mỹ, bản vị kép bị xóa bỏ trong thời Nội chiến.
- [36] Số liệu về giá vàng có thể được tìm thấy trên trang web của Ngân hàng Anh Quốc và trên www.kitco.com
- [37] Số liệu được cung cấp bởi Diggers and Dealers, Kalgoorlie, Tây Úc.
- [38] Một phần vàng ở New York được lưu trữ cho các chủ sở hữu nước ngoài; kho dự trữ chính thức khác của Mỹ là ở Fort Knox.
- [39] Trớ trêu thay, đúng 200 năm sau không sai một tháng, Thủ tướng Anh khi đó là Gordon Brown đã tái lập sự độc lập về tiền tệ của Ngân hàng Anh Quốc đã bị Pitt tước đi trước đó.
- [40] Bài phát biểu tại Đại hội Đảng Dân chủ ở Chicago, ngày 9 tháng 7 năm 1896.
- [41] Keynes (1923a), trang 172.
- [42] Xem Greenspan (1966).
- [43] Các số liệu về lượng dự trữ vàng có thể được tìm thấy trên trang web của World Gold Council (Hội đồng Vàng Thế giới).
- [44] Friedman và Schwartz (1963), Friedman (1960).

[45] Sims (2013)

[46] Hahn (1982), trang 1.

[47] Arrow (1951), Arrow và Debreu (1954), Debreu (1951).

[48] Nếu ai đó có khả năng không thực hiện hợp đồng, khi đó quá trình đấu giá sẽ loại những mức giá không thực hiện được. Điều này sẽ giảm nhiều lợi ích từ thương mại. Sau cùng, nó có thể đồng nghĩa với việc sẽ không còn khả năng buôn bán giữa các cá nhân. Một kết quả phù hợp đòi hỏi các hợp đồng phải được thực hiện.

[49] O'Neill (2002), Bài giảng Reith trên đài BBC, số 1.

[50] Ý niệm nền kinh tế gồm những “thế hệ chồng lên nhau” được nhà kinh tế học vĩ đại Paul Samuelson phân tích năm 1958.

[51] Quan điểm cho rằng tiền tệ có thể giúp vượt qua những giới hạn của sự trùng hợp về nhu cầu và giới hạn ngân sách trong hình thức hàng đổi hàng được giải thích chi tiết bởi Carl Menger (1892), và rồi được đưa vào mô hình bởi Nobuhiro Kiyotaki và Randall Wright (1989).

[52] Kiyotaki và Moore (2002). Cái nào có trước - tiền tệ hay điếu ác? Theo sách *Sáng thế* (Genesis), quỷ dữ xuất hiện trong Vườn Địa đàng trước tiền tệ. Nhưng không lâu sau đó, trong sách *Đệ nhị Luật* (Deuteronomy), Chúa đã ra lệnh cho Moses: “Người sẽ mua thịt của họ bằng tiền, người sẽ ăn thịt đó; người cũng sẽ mua nước của họ bằng tiền, và người sẽ uống nước đó.” (Deuteronomy 2:6, Kinh thánh Vua James).

[53] Hammond (1975) đã chỉ ra rằng kết quả tối ưu trong mô hình các thế hệ chồng lên nhau như vậy là điểm cân bằng hợp tác trong trò chơi liên thế hệ. Với những người sành sỏi về chủ đề này, trong thuật ngữ lý thuyết trò chơi hiện đại, khi mỗi thế hệ được đại diện bởi một người chơi duy nhất,

điểm cân bằng là điểm hoàn hảo của trò chơi phụ và là bằng chứng tái đàm phán.

[54] Willetts (2010)

[55] Binswanger (1994)

[56] Trong cuộc tranh luận về việc tái ban hành Đạo luật Ngân hàng (1809).

SỰ TRONG SÁNG BỊ ĐÁNH MẤT: THUẬT GIẢ KIM VÀ NGÀNH NGÂN HÀNG

[1] Hastings (2013), trang xvi.

[2] Báo *New York Times*, ngày 10 tháng 7 năm 2007.

[3] Khi trở thành Thống đốc Ngân hàng Anh Quốc, tôi đã quyết định thiết lập mối quan tâm lâu dài tới những vấn đề này, và vì thế cùng với Charles Aldington (khi đó đang làm việc tại Deutsche Bank), tôi đã lập một nhóm ăn tối nhóm họp thường kì để thảo luận các sự kiện chính yếu trong lịch sử tài chính. Một bản tường thuật ngắn về Câu lạc bộ Thảo luận Lịch sử Tài chính đã được xuất bản vào năm 2015 (Aldington và cộng sự, 2015)

[4] Kì nghỉ ngân hàng được công bố vào ngày 6 tháng 3. Vào ngày 9 tháng 3, Quốc hội Mỹ thông qua Đạo luật Ngân hàng Khẩn cấp. Ngày 13 tháng 3, chỉ bốn ngày sau khi đạo luật khẩn cấp có hiệu lực, các ngân hàng tại những thành phố là thành viên trong Cục dự trữ liên bang được cho phép mở cửa trở lại. Tới ngày 15 tháng 3, các ngân hàng kiểm soát 90 phần trăm tài nguyên ngân hàng đã hoạt động trở lại. Tuy nhiên, có khoảng 4.000 ngân hàng bị vỡ nợ không hoạt động trở lại nữa.

[5] Nguồn: <https://www.fdic.gov/about/history/3-12-33transcript.html>

[6] Các số liệu lấy từ Banker Database: www.thebankerdatabase.com. Các số liệu được tính đến khi kết thúc năm 2014.

[7] Các tài sản ngân hàng toàn cầu là tổng tài sản của 1.000 ngân hàng lớn nhất trên thế giới theo như liệt kê trong cơ sở dữ liệu Banker Database.

[8] Cơ sở dữ liệu Banker Database: www.thebankerdatabase.com

[9] Cụm từ “vô dụng trong xã hội” được Adair Turner sử dụng - ông là Chủ tịch Cơ quan Dịch vụ Tài chính ở Anh từ năm 2008 tới năm 2013 - trong báo cáo nói về cuộc khủng hoảng tài chính ở Anh; Cụm từ “tuyệt vời” được CEO của Goldman Sachs là Lloyd Blankfein sử dụng trong một cuộc phỏng vấn đăng trên tờ *Sunday Times*, ngày 8 tháng 11 năm 2009.

[10] Số liệu từ Banker Database, www.thebankerdatabase.com tính đến hết năm 2014.

[11] Vì với bất kì ngân hàng nào thì tổng tài sản cũng phải bằng tổng nợ, do đó tỉ lệ đòn bẩy có thể được đo bằng tỉ lệ tài sản hoặc nợ chia cho vốn sở hữu.

[12] Brennan, Haldane và Madouros (2010).

[13] Tôi thích thuật ngữ “quá quan trọng để sụp đổ” hơn là “quá lớn để sụp đổ” khi miêu tả vấn đề vì một ngân hàng nhỏ cũng có thể quan trọng nếu nó kết nối với nhiều ngân hàng khác hoặc sự sụp đổ của nó có thể là dấu hiệu dẫn đến tình trạng t ối tệ lan sang các ngân hàng khác.

[14] Wolf (2010)

[15] Ngân hàng Anh Quốc (2009).

[16] Ngân hàng thanh toán quốc tế (BIS), Số liệu Phái sinh 2015.

[17] Abbey National ngừng hoạt động dưới dạng tương hỗ vào năm 1989 và hiện vẫn tồn tại như một phần của Santander UK.

[18] Thái độ này được mô tả một cách tuyệt vời trong cuốn sách *Liar's Poker* (tạm dịch: Trò poker của kẻ dối trá) của Michael Lewis (1989).

[19] Ước tính chi phí của CCP Research Foundation 2010-2014, <http://conductcosts.ccpresearchfoundation.com/conduct-cost-results>. Con số ước tính bao gồm các khoản dự phòng của các ngân hàng vào khoảng

70 tỉ USD để chi trả cho các vụ việc liên quan đến các hoạt động trong quá khứ.

[20] Moggridge (1992), trang 95.

[21] Keynes viết trong một lá thư năm 1934, trích dẫn bởi Chambers và cộng sự (2014).

[22] Bernie Madoff, cựu Chủ tịch Sàn chứng khoán NASDAQ trong nhiều năm đã quản lý các quỹ dành cho nhà đầu tư cá nhân trong đó tiền chi ra được trang trải bằng tiền thu vào - được biết đến với cái tên Mô hình Ponzi. Ước tính ông ta đã lừa đảo các nhà đầu tư khoảng 18 tỉ USD và năm 2009 ông bị kết mức án tối đa là 150 năm tù.

[23] Trích dẫn trong cuốn sách của Alan Harrington, “The Tyranny of Forms”, *Life in the Crystal Palace* (Knopf 1959).

[24] Nói vậy không có nghĩa là các chuẩn mực kế toán luôn đảm bảo trình bày trung thực và chuẩn xác tình trạng tài chính của một ngân hàng (Dowd, 2015, Kerr, 2011).

[25] Thành công của một đợt đầu tư vào Berkshire Hathaway một phần là nhờ tài xét đoán của Warren Buffett và một phần là vì ông không vận hành công ty của mình dưới hình thức quỹ bảo hộ - các quỹ này tính phí thường niên 2 phần trăm trên vốn và 20 phần trăm trên lãi. Các khoản phí lớn như vậy làm giảm khoản lợi nhuận dành cho nhà đầu tư cuối cùng.

[26] Báo cáo thường niên của Bank of America 2014, Bảng 6. Tài sản tài chính và các tài sản khác bao gồm dự trữ cổ phiếu, nợ, chứng khoán mua được thông qua các thỏa thuận bán lại (thỏa thuận repo - trong đó một bên ký hợp đồng bán, sau đó mua lại một tài sản với giá nhất định tại một thời điểm trong tương lai) và các tài sản khác. Các khoản vay nợ bao gồm vay

nợ ngắn hạn và dài hạn cũng như các khoản vay nợ thông qua các giao dịch thỏa thuận repo.

[27] Phân tích chuẩn mực về tình trạng rút tiền hàng loạt từ ngân hàng khi các ngân hàng thực hiện chuyển đổi kì hạn được trình bày trong bài viết nổi tiếng của Douglas Diamond và Philip Dybvig (1983)

[28] Macey, Jonathan R. Và Miller, Geoffrey P. (1992).

[29] Một bản tường thuật tuyệt vời về sự sụp đổ của City of Glasgow Bank và các điều luật sau đó đã xóa bỏ chế độ trách nhiệm vô hạn được viết trong luận văn thạc sĩ của Thomas Ward tại Đại học Edinburgh: “Phản ứng về mặt quy định sau sự sụp đổ của City of Glasgow Bank, 1878 đến 1879”, Luận văn thạc sĩ, 21 tháng 8 năm 2009.

[30] Báo *The Economist*, ngày 25 tháng 10 năm 1879.

[31] Luận điểm này đã được Hellwig đưa ra đầu tiên một cách quyết liệt (1995).

[32] Số phận của các quỹ thị trường tiền tệ và phản ứng của Cục dự trữ liên bang được mô tả sống động bởi Bernanke (2015)

[33] Các tổ chức còn được gọi là structured investment vehicles (tạm dịch: phương tiện đầu tư cấu trúc - SIV). Các khoản nợ của họ được biết đến dưới dạng giấy ghi nợ có tài sản đảm bảo (asset-backed commercial paper - ABCP).

[34] Bagehot (1873), trang 49.

[35] Calomiris và Haber (2014).

[36] Năm ngân hàng là Royal Bank of Canada, Toronto Dominion Bank, Bank of Nova Scotia, Bank of Montreal, và Canadian Imperial Bank of Commerce.

[37] Mặc dù bảo hiểm tiền gửi về danh nghĩa được đảm bảo bởi cả hệ thống ngân hàng, trong giai đoạn khủng hoảng năm 2008, chính phủ đã phải cung cấp nguồn tài chính nhằm đảm bảo người gửi tiền nhận được bảo hiểm.

[38] Xem tường thuật về sự trỗi dậy và sụp đổ của Enron trong nghiên cứu của McLean và Elkind (2004).

ĂN SỞ ĐỘT BIẾN: MỤC ĐÍCH CỦA THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

[1] Paul Lambert bị sa thải vào tháng 2 năm 2015, một sự kiện đã khiến ông ta bất ngờ dù ông đã nói ra câu trích dẫn ở đầu chương.

[2] Gigerenzer (2002, 2015), Gigerenzer và Gray (2011).

[3] Theo tờ *Financial Times*, 13 tháng 8 năm 2017; nói cách khác, những biến động giá cả mà ông quan sát được lớn gấp 20 lần độ lệch chuẩn - một đơn vị đo biên độ phân tán - của các thay đổi giá cả trong quá khứ.

[4] Syed(2011).

[5] Smith (2012).

[6] Ví dụ này được đưa ra trong nghiên cứu của Gigerenzer (2014).

[7] Đây là một ví dụ về “ảo tưởng của chú gà tây” của Bertrand Russell (1912) và được Taleb và Blyth (2011) làm cho phổ biến, trong đó con gà tây lần tưởng mình sẽ được nuôi ăn mãi mãi và sau đó bị sốc khi vào ngày trước lễ Phục sinh, người nông dân làm thịt nó chứ không nuôi nữa. Việc không hiểu được bối cảnh chung hoặc mô hình chung dẫn đến sự ngạc nhiên lớn cho chú gà tây, giống với cú sốc mà nhiều người sở hữu nhà gặp phải khi giá nhà đất ngừng tăng.

[8] Lá thư gửi Frederick William, Hoàng tử nước Phổ, 28 tháng 11 năm 1770, trong Tallentyre, S.G., (1919), trang. 232.

[9] Knight (1921).

[10] Malthus (1798), Chương IX.7.

[11] Nghề tính toán bảo hiểm, một kiểu công ty bảo hiểm và cung cấp niên kim, đã dự đoán vào năm 1980 rằng một người 60 tuổi năm đó có thể kì vọng sống thêm 20 năm nữa. Hồi đó, người ta cho rằng một người 60 tuổi vào năm 1999 sẽ sống thêm 21 năm. Nhưng đến năm 1999, người ta lại dự đoán một người 60 tuổi sẽ sống thêm 26 năm. Trong vòng 20 năm, tuổi thọ kì vọng đã tăng lên 5 năm.

[12] Các nguồn cơn gây nên sự thiếu hiệu quả của thị trường xuất phát từ sự độc quyền, “các yếu tố bên ngoài” (các sản phẩm phụ không định giá, ví dụ như ô nhiễm) hoặc hàng hóa công cộng, những điều tạo nên thế khó của người tiêu dùng trong việc tài trợ cho nền kinh tế thị trường.

[13] Samuelson (1937) và Houthakker (1950) cho thấy giả định rằng các thực thể lí trí sẽ cố gắng tối đa hóa lợi ích kì vọng xuất phát từ một tiên đề cơ bản - Tiên đề về Sở thích được bộc lộ - rằng bất cứ ai, nếu phải lựa chọn giữa phương án A, B và C, và người đó thích B hơn C và A hơn B, khi ấy người này sẽ không bao giờ thích C hơn A.

[14] Một ví dụ hay là cuốn sách bán chạy của Levitt và Dubner, *Kinh tế học hài hước* (2005).

[15] Friedman (1953).

[16] Gigerenzer (2002).

[17] Trong các tài liệu nghiên cứu, nó được biết đến dưới cái tên “quy tắc kinh nghiệm liếc mắt”.

[18] Keynes (1937a).

[19] Mặc dù chúng ta không cần phải giữ lại chúng trong một thế giới có ảm số đột biến, nơi các chiến lược thích nghi được dùng để thích ứng với môi trường mới dẫn đến các quyết định có vẻ mâu thuẫn qua thời gian.

[20] Kahneman (2011), Kahneman và Tversky (1979), Tversky và Kahneman (1974), Thaler (1991), Thaler và Sunstein (2008).

[21] Một lí thuyết thay thế được đưa ra từ sớm cho các lí thuyết tối ưu hóa là khái niệm “hi sinh”. Nó là quy tắc chung về việc lựa chọn phương án nào thỏa mãn một mức đi đầu kiện nào đó thay vì tìm kiếm một phương án tối ưu trong toàn bộ các phương án (một cách phù hợp khi phải đối mặt với tờ thực đơn dài ngoằng trong nhà hàng trong khi chúng ta thích nói chuyện với người bạn đồng hành của mình hơn). Lí thuyết này được Herbert Simon đưa ra năm 1956. Hi sinh là một quy tắc chung dành cho một loại vấn đề trong đó chúng ta có thể dễ dàng dựa vào các kinh nghiệm trong quá khứ để đặt ra một ngưỡng chấp nhận. Một ứng dụng thú vị của khái niệm hi sinh trong chính sách tài tệ, thông qua các công cụ chặt chẽ của lí thuyết khả thi, được đưa ra bởi Krawczyk và Kim (2009). Với các vấn đề khác, trong đó kinh nghiệm quá khứ không cung cấp nhiều thông tin, phương pháp này không mấy hiệu quả.

[22] Kahneman (2011).

[23] Gigerenzer và Brighton (2009).

[24] Tuckett (2011), trang 13.

[25] Để tham khảo ví dụ về những nghiên cứu mới nhất về các quy tắc kinh nghiệm được áp dụng cho các quyết định liên thời gian - nghĩa là các quyết định có hậu quả tại các thời điểm khác nhau - xem Ericson, White, Laibson và Cohen (2015).

[26] Knight (1921), trang 227.

[27] Gigerenzer và Brighton (2009); Gigerenzer (2014).

[28] Trong cuốn sách cực kì độc đáo mang tựa đề *Antifragile* (tạm dịch: Phản mỏng manh), Nassim Taleb đề xuất một cách tiếp cận chung để chấp nhận những sự việc bất ngờ. Ông cho rằng tình trạng ngược với mỏng manh không phải là vững vàng mà là phản mỏng manh, một hệ thống có thể tự học hỏi thông qua các cú sốc. Taleb viết: “Một hệ thống phức tạp, ngược với những gì chúng ta hằng nghĩ, không đòi hỏi phải có những cơ chế phức tạp hay các quy định và chính sách rắc rối. Ngược lại, nó càng đơn giản càng tốt. Sự phức tạp tạo ra hàng loạt những sự kiện không thể đoán trước.”

[29] Các tiêu chuẩn được đặt ra bởi Ủy ban Basel, trong đó bao gồm một số thống đốc ngân hàng trung ương và các nhà lập pháp của nhóm G20.

[30] Aikman và cộng sự (2014). “Sụp đổ” được định nghĩa để bao gồm cả các trường hợp mà một ngân hàng bị cho là sẽ vỡ nợ nếu không có những can thiệp lớn của chính phủ mà thông thường không được áp dụng với các ngân hàng khác.

[31] Shin (2009).

[32] Tuckman (2015).

[33] Tôi xin mượn Michael Pescod ví dụ này.

[34] Warren Buffett trong lá thư thường niên tới các cổ đông của Berkshire Hathaway năm 2002.

[35] Bài phát biểu của chính tôi tại Mansion House, ngày 20 tháng 7 năm 2007:

<http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2007/speech313.pdf>

[36] Xem Tuckman (2013).

[37] Knight (1921), trang 232. Bản thân Arrow và Debreu hiểu rằng mặc dù hệ thống lý thuyết của mình là rất hoàn mỹ, thành công thực sự của họ là ở việc cho thấy các điều kiện giúp nền kinh tế thị trường cạnh tranh hiệu quả lại quá gò bó đến mức hoàn toàn không khả thi trong thực tế.

[38] Grossman và Miller (1988).

[39] Cơ quan này bao gồm từ tám đến mười sáu ngân hàng, tùy thuộc vào kỳ hạn và đồng tiền tính lãi suất, và LIBOR là số trung bình các lãi suất sau khi loại trừ các con số cực lớn hoặc cực nhỏ.

[40] Wheatley (2012), trang 30.

[41] Những hành vi sai trái và bất hợp pháp tương tự đã bị lật tẩy trên thị trường ngoại tệ và trong năm 2015, một số ngân hàng quốc tế đã bị phạt hàng tỉ USD do thao túng thị trường.

[42] Cách giải quyết hợp lý duy nhất là xóa bỏ LIBOR với tư cách là một tỉ số tham khảo liên tục và thay bằng một lãi suất tính trên một công cụ nhất định, ví dụ như lãi suất chính thức qua đêm, một con số không dễ dàng bị ảnh hưởng bởi việc thanh khoản thỉnh thoảng biến mất. Vì một tỉ lệ lớn các công cụ cổ phiếu và tài chính sử dụng LIBOR làm tỉ số tham khảo, việc chuyển sang dùng tỉ số mới có thể dẫn đến thế khó của người tù thêm lần nữa: không công ty nào có thể tự mình thay đổi tiêu chuẩn tham khảo cho các hợp đồng phái sinh. Sự thay đổi cần thiết sẽ đòi hỏi hoạt động phối hợp của các bên trên thị trường cũng như sự thúc đẩy từ các nhà lập pháp và ngân hàng trung ương.

[43] Ba người này là Eugene Fama, Robert Merton và Robert Shiller.

[44] Schumpeter (1942).

[45] Keynes (1936), trang 156.

[46] Xem Tuckett (2012), trong đó ông tranh luận rằng: “Vì giá tài sản không thể được định đoạt bởi những quy tắc cơ bản - chúng ta không thể biết những quy tắc này là gì - chúng được định đoạt bởi các câu chuyện về những quy tắc cơ bản - cụ thể là các câu chuyện mà thị trường nói chung tại một thời điểm nào đó cho là đúng. Và vì việc câu chuyện nào là phổ biến nhất và được cho là đúng nhất có thể thay đổi nhanh hơn những quy tắc cơ bản, việc định giá tài sản có thể thay đổi rất nhanh.

[47] Một micro giây là một phần triệu của một giây. Câu chuyện về giao dịch tần suất cao được Lewis thuật lại năm 2014.

[48] Hiện tại, các nhà giao dịch tần suất cao có thể biết được luồng chứng khoán bằng cách ra yêu cầu, nhận thông tin về giá, sau đó gần như ngay lập tức (trong vài micro giây) đảo ngược hoặc rút yêu cầu. Trong hệ thống đấu giá, họ sẽ không nhận được phản hồi về yêu cầu tới khi cuộc đấu giá đã diễn ra.

[49] Khía cạnh này của cơ chế giao dịch trên thị trường chứng khoán đã được phân tích từ lâu bởi Admati và Pfleiderer (1988).

NGƯỜI HÙNG VÀ KẺ ÁC: VAI TRÒ CỦA CÁC NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG

[1] Jarvie (1934).

[2] Keynes (1931).

[3] Goodhart (1988), trang 122-3.

[4] Đạo luật Dự trữ liên bang được Quốc hội Mỹ thông qua và ký thành luật bởi Tổng thống Woodrow Wilson vào ngày 23 tháng 12 năm 1913.

[5] Mô tả thứ nhất là nói về Sir Joseph Banks, nhà thực vật học người Anh từng là Chủ tịch Hội đồng Hoàng gia trong hơn 40 năm; mô tả thứ hai là từ tạp chí *The Black Dwarf* vào ngày 31 tháng 3 năm 1819.

[6] Thông điệp phủ quyết về Ngân hàng Hoa Kỳ, ngày 10 tháng 7 năm 1832 (phần nhấn mạnh là của tác giả).

[7] Goodhart (1988), chương 5.

[8] Khẩu hiệu này cũng là tựa đề một cuốn sách năm 2009 của nghị sĩ Ron Paul.

[9] Trong phán quyết của mình (Phán quyết 11-779C, 15 tháng 6 năm 2015), Thẩm phán Wheeler đã cho rằng các hành động của Cục dự trữ liên bang “là vi phạm Tu chính án thứ năm” và Cục “không có quyền hợp pháp để trở thành chủ sở hữu AIG”. Nhưng ông cũng đã phán xét rằng: “AIG chắc chắn sẽ nộp đơn xin phá sản” nếu không có các biện pháp giải cứu và “giá trị các cổ phiếu của cổ đông thường sẽ bằng 0.” Ông không đưa ra mức phạt nào. Bản án này có thể được kháng cáo.

[10] Các lo lắng liên quan tới cơ chế Giao dịch Tiền tệ Tức thời, vốn được thiết kế để giảm lãi suất nợ chính phủ của các nước kinh tế yếu hơn trong khối. Năm 2015, Tòa án châu Âu (EJC) đã ra phán quyết cho đó là hợp pháp, nhưng Tòa án Hiến pháp Liên bang Đức (FCC) vẫn chưa phản hồi. Dù kết quả thế nào, thẩm quyền của FCC và ECJ là không rõ ràng, gây ra những mơ hồ về quyền lực pháp lý của ECB.

[11] Hume (1752). Ngoài ra, xem thêm Smith (1776).

[12] Năm 1992, nước Anh áp dụng mục tiêu lạm phát để Bộ Tài chính và Ngân hàng Anh Quốc cùng phấn đấu đạt được; sự độc lập về chính sách tiền tệ được giao cho Ngân hàng Anh Quốc năm 1997.

[13] Greenspan (2002).

[14] Blinder (1995).

[15] Gibbon (1776) Tập 1, trang 346.

[16] Bạn đọc có thể tham khảo một điều tra rộng hơn về sự hoạt động độc lập của các ngân hàng trong nghiên cứu của Crowe và Meade (2007).

[17] “Hãy cứ làm đi” (Just do it) là một câu nói trong quảng cáo nổi tiếng của Nike.

[18] Chỉ khi chúng ta hiểu hoàn toàn bản chất của những mâu thuẫn thì mới có thể quyết định mục tiêu của chính sách tiền tệ. Woodford (2003) và nhiều người khác đã thảo luận mối liên quan giữa phân tích cơ bản và đề xuất cho rằng các chính sách tiền tệ nên tập trung vào ổn định lạm phát và sản xuất.

[19] Nhiệm vụ kép được trình bày trong Đạo luật Cải tổ Cục dự trữ liên bang năm 1977.

[20] Một ví dụ tuyệt vời là cuốn *Interest and Prices* (tạm dịch: Lãi suất và giá cả) của Michael Woodford (2003), được dựa trên các ý niệm của nhà kinh tế học Thụy Điển Knut Wicksell 100 năm trước rằng chìa khóa ổn định giá cả là nghĩ về con đường đúng đắn cho lãi suất danh nghĩa trong tương lai.

[21] Đề xuất đã được thảo luận tại Hạ viện vào ngày 8 tháng 7 năm 2014.

[22] Tham khảo King (2012) để xem một thảo luận về những thành công của chiến lược mục tiêu lạm phát trong việc giảm mức độ và sự biến động của lạm phát.

[23] Lời thú tội chung trong sách *Book of Common Prayer* là “Chúng con đã không làm những điều lẽ ra phải làm; làm những điều lẽ ra không được làm; và trong chúng con không còn sức khỏe.”

[24] Paul Volcker là Chủ tịch Cục dự trữ liên bang từ năm 1979 tới năm 1987, và ông cũng là người đã giảm được lạm phát ở Mỹ trong giai đoạn đó.

[25] Mặc dù vậy việc bổ nhiệm Mark Carney và Janet Yellen năm 2013 đã đem lại sự hào nhoáng mà những người tiền nhiệm không có.

[26] Tháng 10 năm 1993, Chủ tịch Greenspan đã công bố các chứng cứ trước quốc hội cho thấy bản ghi chép các cuộc họp của ủy ban đã được giữ lại. Việc xuất bản các ghi chép này được bắt đầu năm 1994, sau 5 năm trì hoãn.

[27] Friedman (1956). Một số những phân tích quan trọng và sáng tạo bậc nhất nằm trong nghiên cứu của Patinkin (1956).

[28] Khi nói tới “khối tư nhân”, ý tôi muốn ám chỉ bất kỳ cá nhân hay tập thể tư nhân nào không phải ngân hàng. Nếu một ngân hàng bán trái phiếu

cho ngân hàng trung ương, sẽ không có sự tăng lên về tiền gửi của khối tư nhân phi ngân hàng.

[29] Cái tên phản ánh sự thật rằng việc tạo ra tiền để mua trái phiếu chính phủ đồng nghĩa với việc chính phủ không cần phải bán nhiều nợ cho khối tư nhân và vì thế đang tự “vay dưới mức”, trong khi tình trạng ngược lại xảy ra khi phần trái phiếu thừa được bán để giới hạn sự tăng lên về lượng tiền.

[30] Bơm tiền vào nền kinh tế sẽ khiến những người bán trái phiếu cho ngân hàng trung ương tiêu một phần tiền mình nhận được từ việc bán các công cụ tài chính, làm tăng giá và giảm lãi suất của chúng so với lãi suất trái phiếu chính phủ. Sự khác nhau giữa lãi suất trái phiếu chính phủ và lãi suất các công cụ tài chính khác được gọi là phí rủi ro. Vì thế một số nhà kinh tế học gọi QE (nới lỏng định lượng) là nới lỏng tín dụng.

[31] Bernanke (2014).

[32] Woodford (2013).

[33] Để gợi nhớ về chế độ ăn kiêng Montignac của Pháp, tôi thích gọi chiến lược mục tiêu lạm phát theo cách tương tự - chủ nghĩa tiền tệ kiểu Montignac.

[34] Các chứng cứ cung cấp bởi Sir Ernest Harvey cho Ủy ban Macmillan năm 1930.

[35] Bernanke (2014).

[36] Thornton (1802), trang 145 trong ấn bản tại Mỹ năm 1807, xuất bản ở Philadelphia bởi James Humphreys.

[37] Cowen, Sylla và Wright (2009).

[38] Các chứng cứ được cung cấp bởi Jeremiah Harman cho Ủy ban Bảo mật Ngân hàng Anh Quốc năm 1832. Harman là Thống đốc Ngân hàng Anh Quốc từ năm 1816 tới năm 1818 nhưng đã đại diện cho Ngân hàng này trình chứng cứ.

[39] *The Bankers' Magazine*, tháng 6 năm 1866, trang 646

[40] Bagehot (1873), trang 51.

[41] Xem thêm Mehrling (2011).

[42] Hankey (1867), trang 24, ấn bản 1887.

[43] Như trên, trang 29.

[44] Friedman và Schwartz (1963).

[45] Tôi đã bày tỏ mối lo ngại về sự tương đồng với năm 1914 trong một cuộc gặp mặt với Niall Ferguson vào ngày 15 tháng 12 năm 2006. Sau đó ông viết trong một thông tư gửi tới Drobny Associates năm 2007 rằng: “Theo quan điểm của ông ấy [tôi], một cuộc khủng hoảng thanh khoản lớn khiến các nhà quản lý tài chính không thể một mình giải quyết hoàn toàn có thể xảy ra. Giống như năm 1914, chính phủ cần phải vào cuộc.” Hai bản tường thuật hay nhất về cuộc khủng hoảng tài chính năm 1914 là của Roberts (2013) về câu chuyện tại London và của Silber (2007) về các sự kiện diễn ra ở New York.

[46] Clark (1974).

[47] Keynes (1914a) trang 4.

[48] Trích dẫn từ Fildes (2013).

[49] Keynes (1914b) trang 473.

[50] Grant (2014) và Silber (2007) bất đồng về vai trò của McAdoo trong việc kết thúc trao đổi.

[51] Trích dẫn từ Roberts (2013), trang 109.

[52] Lloyd George (1933), trang 62.

[53] Như trên, trang 62.

[54] Keynes (1914a), trang 484.

[55] Lloyd George (1933), trang 66.

[56] Nhu cầu tái vốn hóa các ngân hàng là trọng tâm của những thảo luận chính sách giữa Ngân hàng Anh Quốc và chính phủ Anh suốt năm 2008. Cuối cùng một công bố đã được đưa ra vào thứ Tư ngày 8 tháng 10 năm 2008, yêu cầu tái cấp vốn cho các ngân hàng Anh (và một đợt giảm lãi suất từ các ngân hàng trung ương lớn). Bước ngoặt của cuộc khủng hoảng là khi người Mỹ học theo ví dụ của nước Anh và tuyên bố họ sẽ sử dụng lượng tiền mà khó khăn lắm mới được Quốc hội phê chuẩn trong Chương trình Giải quyết Tài sản Khó khăn (Troubled Asset Relief Program - TARP) để tái vốn hóa các ngân hàng. Khi đi đầu này diễn ra vào mùa xuân năm 2009, theo sau đợt kiểm tra sức chống chịu của các ngân hàng Mỹ, cuộc khủng hoảng ngân hàng về thực chất đã kết thúc.

[57] MacGregor (2014).

[58] Roberts (2013), trang 165.

[59] Thanh tra Tài chính Mỹ, trong *Báo cáo thường niên 1907*, trang 74, trích dẫn trong nghiên cứu của Silber (2007), trang 81.

[60] *Daily Gazetteer*, ngày 7 tháng 4 năm 1737.

KẾT HỢP VÀ PHÂN LY: TIỀN VÀ CÁC QUỐC GIA

[1] Mundell (1961).

[2] Khu vực đồng tiền tối ưu còn có nhiều tác dụng khác ngoài những lợi ích về thương mại và độ cạnh tranh. Sự đồng thuận về mục tiêu chính sách tiền tệ, cụ thể là về tầm quan trọng của việc ổn định giá cả, là cực kỳ quan trọng cho một liên minh vững mạnh. Chari và cộng sự (2013) đã mở rộng bài toán về liên minh tiền tệ để bao gồm cả các lợi ích liên quan đến các nước có chung tư tưởng bảo vệ nhau trước những cú sốc bất ngờ về “uy tín” của thị trường.

[3] Colley (2014), trang 9-10

[4] Mill, John Stuart (1848), trang 153.

[5] <http://www.nytimes.com/2014/11/15/world/middleeast/islamic-state-says-it-plans-to-issue-its-own-currency-.html>

[6] Tổ chức Tiêu chuẩn hóa Quốc tế (ISO) liệt kê 152 mã đồng tiền chính thức; IMF, tính cả các liên minh tiền tệ, chấp nhận (tính thêm Cuba) 146 đồng tiền - Bảng 2 của Báo cáo thường niên IMF năm 2014 về Thỏa thuận trao đổi và giới hạn trao đổi.

[7] Wales đã chính thức được sáp nhập với Anh năm 1542. Đạo luật Liên minh năm 1707 tạo nên vương quốc Anh. Đạo luật Liên minh năm 1800 nhập Ireland vào tạo thành Liên hiệp Vương quốc Anh và Ireland. Sau khi Ireland giành độc lập năm 1921 và sau đó bị chia cắt, Liên hiệp Vương quốc Anh và Bắc Ireland được thành lập năm 1927.

[8] Trong nhiều cuộc thảo luận của tôi với các đồng nghiệp ở châu Âu, tôi ngạc nhiên khi thấy nhiều người trong số họ cho rằng Liên minh tiền tệ châu Âu là một cơ hội để tái lập Đế chế La Mã Thần thánh.

[9] Bảy nước là Bosnia, Croatia, Kosovo, Macedonia, Montenegro, Serbia và Slovenia.

[10] Thực tế LMU kết thúc năm 1914, mặc dù một số thành phần trong cấu trúc chính thức của nó vẫn tồn tại lay lắt tới năm 1927; xem Flandreau (2000).

[11] Sau khi quốc hữu hóa năm 1946, Ngân hàng Anh Quốc mới có thể in các họa tiết thể hiện chủ quyền đất nước trên tờ tiền. Tờ tiền đầu tiên in chân dung Nữ hoàng xuất hiện năm 1960. Các đồng xu không được Ngân hàng Anh Quốc đúc mà được đúc tại Xưởng đúc tiền hoàng gia thuộc Bộ Tài chính, và đã có hình ảnh quốc vương của Anh qua nhiều thế kỷ.

[12] Mohr (2014).

[13] Áo, Bỉ, Phần Lan, Pháp, Đức, Ireland, Italia, Luxembourg, Hà Lan, Bồ Đào Nha và Tây Ban Nha là các thành viên sáng lập năm 1999. Các nước sau đó gia nhập bao gồm Hy Lạp năm 2001, Slovenia năm 2007, Síp và Malta năm 2008, Slovakia năm 2009, Estonia năm 2011, Latvia năm 2014 và Lithuania năm 2015.

[14] Bagehot (1869), trang 9.

[15] Jackson (2001).

[16] Quan điểm này thường được gắn với Tommaso Padoa-Schioppa, một cố vấn quan trọng của Jacques Delors, Chủ tịch Ủy ban châu Âu, và sau đó ông trở thành một quan chức hàng đầu của ngân hàng trung ương và chính

phủ Italia. Trong một thời gian ngắn, ông giữ chức vụ Bộ trưởng Tài chính Italia.

[17] Trích dẫn từ Alexander Woolcott, “The First Mrs. Tanqueray”, trong cuốn *While Rome Burns* (tạm dịch: Khi thành Rome bốc cháy) (1934).

[18] Một bản tường thuật rất hay về sự ra đời của đồng euro là của Issing (2008).

[19] Cơ sở dữ liệu World Bank.

[20] Bản dịch lá thư của Tổng giám mục Hieronymos gửi Thủ tướng Papademos của các nhân viên Ngân hàng Anh Quốc; lá thư đã được đăng trên trang web của Tòa giám mục Athens ngày 2 tháng Hai năm 2012.

[21] <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/spl120726.en.html>

[22] Tháng 1 năm 2015, Luật sư tham vấn (Advocate General) của Tòa án châu Âu đã phát biểu rằng chương trình này về bản chất phù hợp với Hiệp ước Hoạt động của Liên minh châu Âu, miễn là nó chỉ liên quan tới chính sách tài tiền tệ. Khó mà hiểu được bằng cách nào việc mua nợ của một số nước lại có thể được coi là một chính sách tài tiền tệ đơn thuần. Luật sư tham vấn cũng đưa ra câu hỏi về mâu thuẫn tiềm tàng giữa vai trò của ECB trong việc đặt ra các điều kiện để các thành viên gia nhập chương trình và quyết định mua nợ chính phủ.

[23] Số liệu từ Eurostat.

[24]

<http://www.theguardian.com/news/datablog/2014/oct/02/crowdsourcing-youth-migrating-from-southern-europe-to-the-uk>. Ngoài ra xin tham khảo số liệu từ các cơ quan thống kê của các nước.

[25] <http://www.bbc.co.uk/news/world-europe-33535205>

[26] Báo cáo quốc gia IMF số 15/186, Quỹ Tiền tệ Quốc tế, Washington DC, ngày 14 tháng 7 năm 2015.

[27] Connolly (1997).

[28] Nếu thâm hụt hiện thời ở hiệu suất lao động tối đa (thâm hụt thương mại công so với chi phí nợ nước ngoài) tính trên GDP trở lại mức trong năm 2007, khi đó các yêu cầu tài chính cho Hy Lạp, Bồ Đào Nha và Tây Ban Nha (không tính Italia và Pháp) đã lên đến 4,2 phần trăm GDP của Đức và Hà Lan (theo cơ sở dữ liệu WEO của IMF, tháng 4 năm 2015).

[29] John Maynard Keynes, *New Statesman and Nation* (tạm dịch: Chính trị gia và quốc gia mới), ngày 10 tháng 7 năm 1937.

[30] Bergsten (2014).

[31] Issing (2015).

[32] “Thành công khi xuất khẩu của các doanh nghiệp Đức cũng giúp các doanh nghiệp khác ở châu Âu... Khu vực đồng euro về tổng thể là cân bằng so với bên ngoài. Nếu thiếu đi sự đóng góp của chúng tôi, cả khu vực sẽ rơi vào tình thế hiểm nghèo khi so với phần còn lại của thế giới.” Wolfgang Schauble, Bộ trưởng Tài chính Đức, *Financial Times*, ngày 30 tháng 6 năm 2014.

[33] Bài viết của Brendan Simms (<http://www.newstatesman.com/politics/2015/07/why-we-need-british-europe-not-european-britain>), trong đó ông tranh luận rằng việc thành lập các liên minh chính trị là các sự kiện chứ không phải là một quá trình lâu dài, rất thuyết phục ở chỗ khi các nước đã thành lập liên minh tiền tệ, họ không thể lựa chọn hòa nhập từ từ và sau đó tạo nên liên minh chính trị trong khu vực đồng euro.

[34] Các nhóm người Kurd không bao giờ khẳng định đồng dinar Thụy Sĩ là đồng tiền của mình. Họ không kiểm soát đồng tiền này, điều đã được Thủ tướng Chính phủ khu vực người Kurd là Barzani tiết lộ trong một cuộc phỏng vấn với Gulf News ngày 30 tháng 1 năm 2003. Ông nói “Chúng tôi không cần đồng tiền riêng.”

[35] Các nguồn số liệu này bao gồm số liệu của Liên Hiệp Quốc (từ chương trình đổi dầu lấy lương thực) và Ngân hàng trung ương Iraq.

[36] Số liệu thu thập bởi Ngân hàng trung ương Iraq, dựa trên các số liệu được thu thập bởi Chương trình Lương thực thế giới của Liên Hiệp Quốc.

[37] Xem bài viết của Bảo tàng Ngân hàng Anh Quốc (2010).

[38] Mặc dù các đồng tiền được các ngân hàng của Scotland phát hành đã tồn tại từ trước, theo luật, chúng phải được đảm bảo hoàn toàn bằng đồng tiền của Anh - những đồng 1 triệu bảng đặc biệt được Ngân hàng Anh Quốc in riêng cho mục đích này.

[39] Trải nghiệm đô-la hóa được thảo luận chi tiết bởi Bogetic (2000). Khi không có đồng tiền riêng, các nước đô-la hóa không thể tự in tiền để trang trải chi tiêu của chính phủ. Một chính phủ tiết kiệm có thể bị cám dỗ từ bỏ đô-la hóa và in tiền riêng. Năm 2014, Tổng thống Correa của Ecuador công bố nước này sẽ bắt đầu phát hành tiền điện tử riêng. Panama tự in tiền - đồng balboa - năm 2011 - và giờ vẫn không rõ liệu các đồng tiền này có được đảm bảo bằng đô-la và giá trị nội tại của kim loại làm ra đồng tiền hay không. Một số nước đã sử dụng đồng euro, bao gồm cả Montenegro vốn không phải một thành viên của liên minh châu Âu.

[40] Sẽ không có thiệt hại về doanh thu thuế với chính phủ Scotland. Hiện tại Scotland không thu thuế trên lợi nhuận của các ngân hàng lớn ở nước

này vì với tư cách là một phần của Liên hiệp Anh, nước này không có thuế thu nhập doanh nghiệp riêng.

TÌM LẠI SỰ TRONG SÁNG: CẢI CÁCH TIỀN TỆ VÀ NGÀNH NGÂN HÀNG

[1] Bagehot (1873), trang 158-9.

[2] Blaky (1839, trang 4.

[3] Cuốn sách này được cho là của Robert Blakey (bởi Thư viện Anh và Hệ thống Bodleian), của Thomas Doubleday (bởi Goldsmiths Catalogue và Ashton, Fryson & Roberts, năm 1999) và của Thomas Ainge Devyr (theo phần viết tay trong ấn bản đầu tiên mà tôi có). Robert Blakey là một chính trị gia cấp tiến ở vùng Đông Bắc nước Anh hồi thế kỷ XIX. Ông là chủ sở hữu *Northern Liberator*, một tờ báo cấp tiến ở Newcastle. Thomas Doubleday là một người bạn thân của Blakey và cũng là một trong những cây viết chính của tờ báo. Devyr, một người Ireland, là biên tập của tờ báo. Ông sau này di cư sang New York để trốn tội cổ xúy các hoạt động bạo lực trong Phong trào Chartist. Sự nghiệp của Devyr được một người bạn Mỹ miêu tả như sau: “Ông ấy là một người theo chủ nghĩa dân tộc ở Ireland, một người Chartist ở Anh, một người cách mạng ngay cả ở Mỹ. Tuy thế, ông ấy xỉ vả và thấy ghê tởm giới chính trị gia Mỹ” (Adams, 1903). Blakey bị truy tố về tội xúi giục nổi loạn, bị buộc phải im tiếng trong ba năm. Ông đóng cửa tòa soạn *Northern Liberator* năm 1840.

[4] Blakey (1839), trang 58-9.

[5] Tính theo tỉ giá hiện tại vào khoảng 5.000 bảng.

[6] Ở Anh, việc ngăn cách này dựa theo khuyến cáo của Ủy ban độc lập về Ngân hàng do Sir John Vickers làm chủ tịch, báo cáo năm 2011, Đạo luật cải cách Phố Wall Dodd-Frank và Đạo luật Bảo vệ người tiêu dùng năm

2010 ở Mỹ, bao gồm Luật Volcker, trong đó cấm các ngân hàng tự kinh doanh bằng tài khoản của mình.

[7] Ủy ban Basel về Kiểm soát ngân hàng, *Regulatory Consistency Assessment Program Analysis of Risk-weighted Assets for Credit Risk in the Banking Book*, tháng 7 năm 2013.

[8] Bingham (2010) nhắc đến một vụ việc ở Anh trong đó cả luật sư và thẩm phán đều không nhận ra các điều luật liên quan áp dụng trong vụ việc đã thay đổi kể từ khi hành vi phạm tội diễn ra và ngày xét xử vì không có cách nào dễ dàng để biết được cả.

[9] Mansfield (1761).

[10] Haldane (2013).

[11] Thông tin do Ngân hàng Anh Quốc cung cấp.

[12] Một bản tóm tắt đầy đủ các đề xuất xóa bỏ dự trữ ngân hàng một phần là nghiên cứu của Laina (2015).

[13] Một bản ghi nhớ sáu trang mô tả lại kế hoạch đã được lưu thông bí mật bởi Henry Simons cho khoảng 40 cá nhân năm 1933.

[14] Fisher (1936a, 1936b), Friedman (1960), Minsky (1994), Tobin (1985).

[15] Keynes tuy thế lại tỏ ra gay gắt khi nói về giới ngân hàng. Trong hồi ký viết về Keynes được King's College xuất bản ở Cambridge năm 1949, G. Wansborough đã viết: “Nhiều người trong số chúng ta sẽ nhớ rằng mình đã đọc những bản đánh giá thường niên của Keynes trên tờ *Nation* về các bài phát biểu của các chủ tịch ngân hàng, trong đó ông ấy đã viết, nếu tôi còn nhớ được rõ từng câu chữ, rằng đó là ‘tiếng chim én báo hiệu kết thúc mùa đông?’ Ông nói tiếp: “Tài viết lách của Keynes có lẽ một phần đã khiến ông gặp khó khăn trong việc đóng góp hoạch định chính sách; và nếu ông

tỏ ra nhã nhặn hơn trước sự nhạy cảm của những người nắm vị trí cao, những lời khuyên của ông có lẽ đã đem lại được lợi ích thực tế cho đất nước mình sớm hơn nhiều năm.”

[16] Cochrane (2014), Benes và Kumhof (2012), Jackson và Dyson (2013), Kay (2009, 2015), Kotlikoff (2010), Wolf (2014).

[17] Như đề xuất của Kareken (1986) và Litan (1987).

[18] Mặc dù Kế hoạch Chicago không tính đến sự chia tách một ngân hàng thành hai phần, hậu quả của việc yêu cầu dự trữ 100 phần trăm là các ngân hàng không thể tạo ra tiền gửi bằng cách gia hạn nợ. Vì vậy, theo thuật ngữ kinh tế, một ngân hàng sẽ là một sự kết hợp của một ngân hàng hẹp và ngân hàng rộng mà không có khả năng kết hợp tài trợ các tài sản an toàn và mạo hiểm.

[19] Lợi thế mà Benes và Kumhof (2012) khẳng định là nợ chính phủ và lãi suất sẽ giảm mạnh phụ thuộc nhiều vào giả định rằng thu nhập từ việc in tiền sẽ tăng lên vì ngân hàng trung ương không trả lãi trên dự trữ. Điều này khó mà bền vững nếu tiền công cộng tồn tại với quy mô lớn như tiền tư nhân hiện tại, và việc trả lãi trên dự trữ là một đặc điểm của ngày càng nhiều ngân hàng trung ương để quản lý tiền tệ.

[20] Fisher (1936b) trang 15.

[21] Xem cuộc thảo luận trong Holmstrom (2015).

[22] Geithner (2014), trang 508.

[23] Sedgwick (1840), trang 104-5.

[24] Bulow và Klemperer (2013, 2015) đã nghĩ về tác dụng của tài sản đảm bảo trong việc cải cách quy định vốn của các ngân hàng và sự phân bổ thiệt hại khi ngân hàng sụp đổ.

[25] Các tài sản kiểu này không thể được sử dụng làm tài sản bảo đảm với các chủ nợ khác.

[26] Một phương pháp tính xảo mặc dù phức tạp hơn để tính toán lượng nợ thanh khoản thực là tính tỉ lệ rủi ro trên kì hạn nợ còn lại. Các khoản vay ngắn hạn đảm bảo, như trong thị trường repo, được loại trừ vì nếu người cho vay không gia hạn nợ, ngân hàng sẽ nhận lại tài sản đảm bảo để có thể bán để kiếm thanh khoản, dùng nó để vay từ người cho vay khác hoặc đem đến ngân hàng trung ương.

[27] Các tổ chức cung cấp dịch vụ thu hồi dự trữ các tài sản kém thanh khoản với giá cố định, quỹ thị trường tiền tệ và các loại quỹ khác nên thông báo rõ việc thu hồi đó sẽ được thực hiện với giá giao dịch thực hoặc tuân thủ các quy định của PFAS - xem Cochrane (2014).

[28] Ủy ban Dự trữ liên bang, số liệu ngân hàng bảng 5, H41.

[29] Ngân hàng dự trữ Australia, Nghiệp vụ Thị trường nội địa, tháng 8 năm 2015, <http://www.rba.gov.au/mkt-operations/dom-mkt-oper.html#tiotb31s>

[30] Tham khảo những luận cứ thuyết phục trong Admati và Hellwig (2013). Trong những năm gần đây, nhiều sự quan tâm chú ý được dồn vào ý tưởng tạo ra những dạng nợ mới “có thể giải cứu được” - nghĩa là có thể chuyển thành vốn chủ sở hữu - trong trường hợp ngân hàng vượt quá ngưỡng do các nhà lập pháp đặt ra hoặc ngưỡng tỉ lệ trên vốn. Điểm thú vị nhất của các công cụ mới này là đề xuất truy đòi vốn của Jeremy Bulow và Paul Klemperer (2015), được thiết kế để tạo động cơ cho ngân hàng phát hành vốn. Khi thị trường hiểu rằng dạng nợ này là có thể giải cứu được và các nhà cầm quyền không do dự thực hiện lựa chọn này thì ngoại trừ khả năng giảm nợ thuế của ngân hàng, chẳng có lý do gì để thị trường định giá loại nợ này khác với vốn chủ sở hữu cả. Quyết định tháng 11 năm 2015 của Ủy

ban Bình Ổn Tài chính coi các loại nợ giải cứu được do các ngân hàng khác phát hành với tư cách là một bộ phận hấp thụ thiệt hại của ngân hàng là một bước lùi làm yếu hệ thống. Vốn sở hữu có điểm hấp dẫn là nó hấp thụ thiệt hại mà không cần có sự can thiệp giải cứu của các nhà lập pháp. Các giải pháp cứu ngân hàng sẽ luôn dựa vào các công cụ kiểu như nợ giải cứu được hoặc vốn khẩn cấp. Vấn đề sẽ nảy sinh nếu nợ đó được giữ bởi các công ty có đòn bẩy cao, vì một cuộc giải cứu để bảo vệ công ty A có thể dẫn đến vấn đề cho công ty B và cứ thế tiếp tục. Vốn sở hữu nắm giữ bởi người đầu tư cuối cùng là cách duy nhất để hấp thụ thiệt hại một cách an toàn. Hơn nữa, với tất cả các quy chế cứu ngân hàng, vì chúng là các công cụ luật pháp nên luôn mang tính quốc gia. Trong khi đó, các ngân hàng khi hoạt động thì có quy mô quốc tế còn khi gặp khó khăn thì có quy mô quốc gia. Sẽ có những thay đổi to lớn trong việc giải quyết các ngân hàng quốc tế trải rộng nhiều quốc gia thông qua các thủ tục pháp luật. Tôi e rằng khả năng một ngân hàng quốc tế lớn sụp đổ sẽ khiến các chính trị gia bỏ qua luật pháp để cố ngăn chặn một tổ chức lớn như vậy phải đóng cửa. Cách phòng thủ hợp lý duy nhất chống lại sự sụp đổ chính là tài trợ bằng vốn sở hữu.

[31] Admati và Hellwig (2013) khuyến cáo tỉ số 20 phần trăm hoặc hơn. Đây có thể là một mục tiêu lâu dài.

[32] Ngân hàng Anh Quốc, <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/smf/annualreport15.pdf>

[33] Rogoff (2014).

[34] Ở Mỹ số vụ cướp ngân hàng giảm từ 7.556 vụ năm 2004 xuống 3.961 vụ năm 2014 (Số liệu Cục Điều tra Liên bang về Tội phạm ngân hàng,

2004 và 2014). Sự tăng lên của tội phạm tin học được phân tích trong Điều tra Tội phạm tin học Mỹ 2014, www.pwc.com/cybersecurity

[35] Hệ thống này, thực chất là một sổ cái công ghi lại tất cả các giao dịch hiện tại và quá khứ được biết tới dưới cái tên công nghệ blockchain.

[36] Những biến động mạnh về giá cả có thể được quan sát thấy ở tiền điện tử, ví dụ Scotcoins ở Scotland.

[37] <http://auroracoin.org>

[38] Mặc dù khác với tiền mặt là các giao dịch với bitcoin được ghi lại vĩnh viễn trong hệ thống kế toán, các nhà bình luận hàng đầu như Brito và Castillo (2013) chỉ mô tả chúng là bí danh chứ không phải nặc danh. Tiền dự trữ dưới dạng bitcoin cũng có thể bị đánh cắp bởi các hacker hoặc do bất cẩn, cũng giống như tiền mặt dễ bị đánh cắp hoặc đánh mất.

[39] Yermack (2013) cung cấp các số liệu về độ biến động của giá cả bitcoin, vàng và các đồng tiền lớn. Sự bất ổn của bitcoin là cao hơn nhiều so với các đồng tiền khác.

[40] Kiểu nền kinh tế này đã được thảo luận với Fama (1980), Hall (1983) và Issing (1999).

[41] Về tiền với tư cách là đơn vị tính toán, xem Doepke và Schneider (2013).

[42] *Magna Carta*, chương 35, bản dịch từ tiếng Latin năm 1215.

[43] Hayek (1976). Một thảo luận về mặt lý thuyết có thể được tham khảo ở nghiên cứu của King (1983) và lời đáp của Summers (1983).

[44] Vấn đề thứ hai có thể xảy ra trong một thị trường tự do sử dụng tiền giấy là ngay cả với một đơn vị tính toán duy nhất, những công ty mới gia nhập có thể làm giảm niềm tin vào các đồng tiền hiện tại. Thí dụ, chúng ta

bắt đầu với tiền giấy, gọi nó là 1 đô-la. Chi phí in một tờ đô-la cùng lắm chỉ vài cent. Thế nên có được quyền in tiền rất có lợi, miễn là tiền in ra không cần phải được đảm bảo bằng tài sản thật có giá trị tương đương. Giả dụ các nhà phát hành khác được phép hoạt động. Nếu họ có thể in tiền với giá trị danh nghĩa 1 đô-la, họ có thể sẽ muốn phát hành các đồng tiền mới được đảm bảo bằng ít tài sản hơn nữa (dù là vàng hay nợ). Nếu thị trường có thể đánh giá đúng giá trị của các tờ tiền mới này, chúng sẽ được bán với giá thấp đi, giống như trong thế giới ngân hàng tự do đã nói đến ở **Chương 2**. Nhưng nếu người tiêu dùng gặp khó khăn trong việc định giá các tờ tiền từ các ngân hàng khác nhau, theo luật chúng phải được trao đổi với giá gốc. Khi đó các tờ tiền mới sẽ được dùng để chi trả còn tờ tiền cũ bị vứt bỏ. Tiền kém sẽ khiến hàng hóa biến mất. Hiện tượng này được gọi là Định luật Gresham, theo tên của Sir Thomas Gresham, một quan chức Anh h ồi thế kỷ XVI. Ông giải thích tại sao các đồng tiền chất lượng kém do Henry VIII phát hành lại được lưu hành rộng rãi trong khi các đồng tiền cũ lại biến mất. Đó dĩ nhiên là mục tiêu của việc làm giả tiền hiện nay, và đó chính là lí do tại sao tờ *Banknote Reporter* của ông Van Court lại bao gồm cả các thông tin để phát hiện tiền giả.

[45] Xem cuốn sách tuyệt vời mới được phát hành của Kay (2015).

[46] Bài giảng cho Ngân hàng Barclays tháng 5 năm 1955 của giáo sĩ J.d'E. Firth, người mà khi còn là học sinh năm 1918 đã ghi mười điểm cho đội Winchester trong trận cricket với Đại học Eton (in lại trong *The Trusty Servant*, Đại học Winchester, tháng 5 năm 2010)

[47] *Financial Times*, 19 tháng 12 năm 2014.

[48] Blakey (1839), trang 6.

[49] Keynes (1936), trang 383.

[50] Như trên, trang 383: “Những người thực dụng coi mình nằm ngoài tầm ảnh hưởng về mặt tư tưởng của bất kì ai thường lại chính là nô lệ của một nhà kinh tế học xấu xa nào đó.”

HỒI PHỤC VÀ SỰ NGẠO MẠN: NỀN KINH TẾ THẾ GIỚI HIỆN TẠI

[1] IMF World Economic Outlook Database, mùa xuân 2015.

[2] Reinhart và Rogoff (2009).

[3] Các ngân hàng trung ương đã nhắc đến “gió ngược” một cách thường xuyên kể từ năm 2008; trong nhiều năm Ngân hàng Thanh toán Quốc tế đã cổ xúy ý tưởng là rủi ro từ mức nợ tăng lên là một mối đe dọa cho sự ổn định và cuộc khủng hoảng sau đó là một sự “suy thoái do bảng cân đối kế toán” (xem các báo cáo thường niên của họ). Lawrence Summers, nhà kinh tế học tại Đại học Harvard và cựu Bộ trưởng Tài chính, đã tranh luận tại một hội thảo của Quỹ Tiền tệ Quốc tế vào ngày 16 tháng 11 năm 2013 rằng thời đại trì trệ trường kỳ, trong đó mức lãi suất cân bằng là âm, có thể giải thích cho sự thiếu đi sức ép lạm phát có từ trước khủng hoảng 2008 và tốc độ tăng trưởng chậm sau đó.

[4] Bản thân Keynes đã coi nghiên cứu của mình là ngược lại với các lý thuyết kinh tế học “cổ điển”. Hướng nghiên cứu ngược lại được gọi là phái “tân cổ điển”, nhưng lại theo truyền thống “cổ điển” của Walras, Ricardo, Marshall và Pigou. Gần đây, đã có những cố gắng để sáp nhập hai trường phái thành mô hình Keynes mới, và tôi đã thảo luận mô hình này ở đoạn sau trong **Chương 8**.

[5] Keynes (1936), chương 12, trang 161.

[6] Cơ quan quản lý thông tin năng lượng Mỹ.

[7] Có nhiều dạng dầu thô, nhưng có hai tiêu chuẩn đã được đặt ra là Brent và West Texas Intermediate, được giao dịch trên thị trường ICE Futures

Europe (trước đây gọi là Sàn giao dịch dầu mỏ quốc tế) ở London và New York Mercantile Exchange (NYMEX). Ngoài ra, còn thị trường mua bán thỏa thuận dành cho các giao dịch song phương.

[8] Một vài nghiên cứu lí thuyết đã cố gắng thể hiện những thất bại trong việc phối hợp dưới dạng lí thuyết trò chơi của nền kinh tế; ví dụ Cooper và John (1988) và gần đây hơn là Angeletos và cộng sự (2014). Những giải thích trừu tượng như vậy là không cần thiết để hiểu vấn đề phối hợp, ngay cả khi các hậu quả của nó là rất quan trọng.

[9] Krugman (2011).

[10] Những phát hiện đột phá khác được thực hiện bởi nhiều người, trong đó có nhà kinh tế học người Mỹ Tom Sargent và Neil Wallace.

[11] Những biến động ngẫu nhiên trong phân phối gây ra những cú sốc trong mô hình tân cổ điển, được gọi là “bất định ngoại lai” bởi Henry và Mizon (2014), cũng tương tự như ản số đột biến.

[12] Những mô hình kiểu này được gọi là “Keynes mới”, mặc dù quan điểm của Keynes về suy thoái không phụ thuộc vào sự điểu chỉnh chậm chạp lương và giá cả theo những cú sốc bên ngoài trong khi những cốt lõi lí luận của Keynes là ản số đột biến và thế khó của người tù lại không được nhắc đến.

[13] Chúng đôi khi được mô tả là mô hình “cân bằng động stochastic” (DSGE), và chúng đã trở thành cơ sở cho kinh tế vĩ mô ngày nay. Cụ thể, các mô hình dự đoán được sử dụng bởi các ngân hàng trung ương khắp thế giới nhằm phân tích chính sách tiền tệ là mô hình Keynes mới DSGE.

[14] Trong thực tế, các ngân hàng trung ương cũng xem xét cẩn thận những ước tính kì vọng lạm phát và biến động lãi suất trên chứng khoán chính

phủ có liên quan đến giá cả khi đưa ra dự đoán, nhưng những dự đoán đó rồi lại trở về mức mục tiêu vì những lí do được giải thích trong sách này.

[15] Vẫn có nhiều điều để tranh luận về việc có bao nhiêu sự kiện chính trị được nhắc đến ở đây có thể được dự đoán từ trước và đưa vào các mô hình dự báo, và bao nhiêu trong số đó biểu hiện ảnh hưởng đột biến. Nhưng ý niệm chung thì vẫn đúng.

[16] Một quan điểm mà phần lớn các nhà kinh tế học không cảm thấy thuyết phục là có những lúc người ta muốn tiêu ít đi và nghỉ ngơi nhiều hơn, trong khi có lúc người ta lại muốn làm ngược lại. Trường hợp đầu là những lúc tỉ lệ lao động thấp và trường hợp sau là khi tỉ lệ lao động cao. Các chu kỳ kinh doanh là các hiện tượng lí trí. Những mô hình kiểu này được gọi là mô hình “chu kỳ kinh doanh thực”.

[17] Minsky (1975, 1986). Ông mất năm 1996, khoảng 12 năm trước khi người ta lại chú ý đến những ý tưởng của ông.

[18] Xem Gennaioli, Shleifer và Vishny (2015), và Eggertsson và Krugman (2012).

[19] Những đặc điểm này đôi khi được gọi là “ma sát tài chính”. Điều này làm lộ ra tất cả vì chúng được coi là những thay đổi nhỏ cho một mô hình nhìn chung là đúng thay vì là một luận điểm thách thức mô hình đó.

[20] Keynes (1936), trang 96.

[21] Keynes (1923a), trang 80.

[22] Hicks (1974), trang 1.

[23] Cụm từ “thập kỉ NICE” được sử dụng lần đầu trong bài viết của King (2003).

[24] Bài diễn văn đầu tiên của Tổng thống Franklin D. Roosevelt, thứ Bảy ngày 4 tháng 3 năm 1933. Những thảo luận hiện đại hơn về ảnh hưởng của việc thiếu lòng tin lên nền kinh tế có thể được tìm thấy trong nghiên cứu của George-Marios Angeletos (Angeletos và cộng sự, 2014) và Roger Farmer (Farmer, 2012).

[25] Greenspan (2014), trang 44.

[26] Một thảo luận về mặt khái niệm tại sao giai đoạn sau Chiến tranh thế giới lại có mức tăng trưởng đầu tư ổn định hơn các thời kỳ trước đó được viết trong bài viết của Matthews (1960).

[27] Davidsson (2011). Tại Liên hiệp Anh, các cải cách được ban hành trong thập niên 80 và các nước châu Âu cũng làm đi đầu tương tự rất lâu sau đó. Thí dụ, Kế hoạch Hartz để tạo việc làm mới dễ dàng hơn đã được áp dụng ở Đức dưới sự đi đầu hành của Thủ tướng Schroder năm 2003.

[28] Sau khi nước Đức thống nhất năm 1990, trong một thời gian Đức bị thâm hụt thương mại nhưng dần dần nó đã biến thành thặng dư thương mại lớn.

[29] Đi vay dựa trên giá nhà tăng và sử dụng khoản lãi để trang trải chi tiêu được gọi là “rút từ vốn”.

[30] Một lời giải thích về những chứng cứ số liệu của Cục dự trữ liên bang là chúng được lấy từ một giai đoạn trong đó những biến động giá nhà đất trùng với những biến động lên xuống của nền kinh tế. Các biến động này nhiều khả năng đã tạo nên những thay đổi tương ứng trong tiêu dùng, vốn tương ứng chứ không phải được tạo nên bởi những thay đổi trong giá nhà đất.

[31] IMF World Economic Outlook Database, tháng 4 năm 2015."

[32] Caruana (2014).

[33] Turner (2014).

[34] Taylor (2015).

[35] King (2009).

[36] Grant (2014).

[37] Ibid.

[38] Ibid.

[39] Xem ghi chép của Ủy ban Chính sách Tiền tệ, đặc biệt là trong năm 2001. Ghi chép các buổi họp của MPC có trên trang www.bankofengland.co.uk/publications/minutes/Pages/mpc/

[40] Như đã được dự đoán trong King (2000).

[41] Xem ghi chép của MPC tháng 1 năm 2002.

[42]

<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2002/speech156.pdf>

[43] Tương ứng với điều này, những người tại MPC lo lắng nhiều nhất về mức tỉ giá trao đổi cao đã cố xuy một mức lãi suất thấp hơn - chứ không phải cao hơn - để tạo giảm phát trong khi chấp nhận mạo hiểm khiến sự bất cân xứng càng nghiêm trọng hơn.

SỰ BI QUAN TÁO BẠO: THẾ KHÓ CỦA NGƯỜI TÙ VÀ CUỘC KHỦNG HOẢNG SẮP TỚI

- [1] Bagehot (1873), trang 138-9.
- [2] Standard and Poor's và *Financial Times*, 23 tháng 11 năm 2015.
- [3] IMF World Economic Database, tháng 10 năm 2015.
- [4] Yêu cầu b ấi thường với các nước khác ngoài nước Đức đã được xóa bỏ tương đối nhanh vì tình trạng kinh tế của các nước đó.
- [5] Keynes (1919).
- [6] Schacht (1877-1970) không phải người gi ấu nghề Ông là Chủ tịch Reichsbank từ 1923 tới 1930 và từ năm 1933 tới 1939, r ấi sau đó trở thành Bộ trưởng Kinh tế dưới thời Hitler. Ông bị giam nh ầu năm r ấi sau đó được thả theo phán quyết của Tòa án Chống Phát xít năm 1950. Schacht sau đó trở nên bất tử trong cuốn sách *Lords of Finance* (tạm dịch: Những chúa tể tài chính) của Liaquat Ahamed viết về bốn thống đốc ngân hàng trung ương (Schacht, Montagu Norman, Benjamin Strong và Emile Moreau) làm việc cùng nhau h ấi thập niên 20 và thống trị tài chính quốc tế trong thời gian đó.
- [7] Schacht (1934).
- [8] Schacht (1955), trang 211. Ông viết: “Các đối thủ của tôi trong cuộc chiến này [chống lại nợ nước ngoài] vừa đông đảo vừa thiện cận” (Ibid., trang 217).
- [9] Benjamin Friedman (2014) đã đưa ra quan điểm này một cách quyết liệt.

[10] John Maynard Keynes (1923b), *Collected Writings* (tạm dịch: Tuyển tập các bài viết), tập 18, trang 14.

[11] Bài thơ của Samuel Taylor Coleridge *Khúc hát của người thủy thủ xưa*, xuất bản năm 1798 có câu “Nước, nước khắp nơi nhưng không có giọt nào để uống.

[12] Báo cáo của năm chủ tịch, “Kiện toàn nền kinh tế châu Âu và liên minh tài chính”, Ủy ban châu Âu, ngày 22 tháng 6 năm 2015, Brussels.

[13] Issing (2015).

[14] Keynes (1923b), trang 41.

[15] Trong ngôn ngữ của các nhà kinh tế học, tỉ giá trao đổi ở hiệu suất lao động tối đa ở một nước là dưới mức cân bằng dài hạn, ít nhất là trong một khoảng thời gian.

[16] Rodrik (2011).

[17] Macdonald (2015), trang 217.

[18] Nếu GDP được đo bằng sức mua tương đương thay vì tỉ giá trao đổi trên thị trường, Trung Quốc đã trở thành nền kinh tế lớn nhất thế giới năm 2014.

[19] Một thảo luận về mặt khái niệm được đề xuất bởi Paul Keating (2014).

[20] Macdonald (2015).

[21] Taylor(2014).

[22] Thí dụ, xem Gordon (2016).

[23] <http://www.bls.gov/news.release/pdf/prod3.pdf>

[24] Weale (2015) báo cáo những số liệu tương tự cho các nước OECD nói chung. Các số liệu thử nghiệm của Anh được lấy từ Văn phòng Thống kê

Quốc gia (<http://www.ons.gov.uk/ons/publications/re-reference-tables.html?edition=tcm%3A77-386314>) cho thấy trong cùng giai đoạn, các yếu tố năng suất khác nhau giảm khoảng 0,75 phần trăm xuống mức âm. Ước tính mức tăng trưởng âm cho thấy những sai sót về mặt tính toán chứ không phải tiến bộ kĩ thuật.

[25] <http://www.bls.gov/news.release/pdf/prod3.pdf>

[26] Field (2012).

[27] Thí dụ, Keynes (1937b) và Reddaway (1939).

[28] Chúng ta có đạt được mức sản xuất trước khủng hoảng (GDP) hay không còn tùy thuộc vào tốc độ tăng dân số và tỉ lệ tham gia lao động. Cả hai con số đều cực kì khó dự đoán (Goodhart và cộng sự, 2015).

[29] Marx và Engels (1848).

[30] Xem Solow (1956).

[31] Thông cáo của cuộc họp các bộ trưởng tài chính G20 và các thống đốc ngân hàng trung ương ngày 9-10 tháng 2 năm 2015 tại Istanbul.

[32] Winston Churchill, bài phát biểu với Câu lạc bộ Kinh tế tại New York, ngày 9 tháng 2 năm 1932.

[33] Lloyd George (1933), tập 1, trang 74.

[34] Acheson (1969).

John Maynard Keynes (1883-1945) là nhà kinh tế và hoạch định chính sách người Anh. Ông đã đưa ra học thuyết cho rằng chính phủ có vai trò điều tiết và lèo lái nền kinh tế bằng cách kiểm soát nguồn tiền và lưu thông tiền tệ. Những đề xuất của ông đã giúp các nước tư bản phương Tây phục hồi sau cuộc Đại suy thoái.

Ghép giữa hai từ “stagnation” (trì trệ) và “inflation” (lạm phát).

Tên một bộ phim cao bồi nổi tiếng của đạo diễn Sergio Leone.

Baby-boomer: chỉ những người sinh ra trong giai đoạn bùng nổ dân số từ 1940 đến 1960.

Các định chế tài chính trung gian hoạt động như ngân hàng nhưng không phải ngân hàng và không phải tuân thủ các quy định dành cho ngân hàng vì chúng không nhận tiền gửi.

Nguyên văn: bills (of exchange). Đây là một loại phiếu thỏa thuận tài chính trong đó bên trả sẽ trả số tiền trên phiếu cho người sở hữu phiếu vào một thời điểm nhất định trong tương lai. Séc là một dạng hối phiếu. Khi hối phiếu được đem ra ngân hàng trước thời hạn, người sở hữu phiếu có quyền đổi phiếu lấy tiền mặt với một mức chiết khấu do ngân hàng định ra. (BT)

Seneca (4-65 sau Công nguyên) là một nhà triết học, chính trị gia và tác gia người La Mã. (BT)

Các gói CDO được bảo đảm bằng thu nhập từ các gói CDO khác. (BT)

Nơi ở và làm việc của Thủ tướng Anh tại số 10 phố Downing.

Sân đấu chính và cũng là sân lớn nhất của giải quần vợt Wimbledon.

Vụ việc được coi là châm ngòi cho Chiến tranh thế giới thứ nhất.

Trong Kinh Thánh, Judas đã hôn Chúa Jesus để ngấm chỉ điểm cho những người khác đến bắt. Từ đó cụm từ “nụ hôn Judas” thường dùng để chỉ những hành động hoặc sự việc tưởng như thân thiện nhưng thực chất lại có hại cho người nhận. (BT)

Scylla và Charybdis là hai quái vật trong thần thoại Hy Lạp. Trong trường ca Odyssey hai quái vật này canh giữ một eo biển hẹp.

League of Nations. Đây là tổ chức quốc tế tiền thân của Liên Hiệp Quốc, được thành lập sau Chiến tranh thế giới thứ nhất vào năm 1920 và kết thúc hoạt động vào năm 1946. (BT)

Marianne là tên gọi của hình tượng quốc gia Pháp, có hình ảnh là một nữ thần đại diện cho tự do và trí tuệ. (BT)

Tức là người đi xe mô tô sẽ trả thêm một khoản cho công ty bảo hiểm để công ty này chi trả phí tổn cho bên thứ ba chịu thiệt hại trong một vụ tai nạn giao thông. (BT)

Nguyên văn: *network externalities*. Còn gọi là hiệu ứng mạng lưới, đây là từ chuyên môn trong kinh tế vi mô để chỉ tác động của một yếu tố mới khi tham gia vào một hệ thống lên giá trị của cả hệ thống đó. (BT)

Nguyên văn: Magna Carta. Đây là văn kiện thời Trung cổ được vua John của Anh chuẩn thuận ở Runnymede vào ngày 15 tháng 6 năm 1215 trong đó cam kết bảo vệ quyền lợi của Giáo hội, bảo vệ các quý tộc và cá nhân không bị bắt giam bất hợp pháp, được tiếp cận nhanh chóng với quy trình tố tụng và hạn chế các khoản cống nạp cho triều đình. (DG)

Nguyên văn là non-inflationary consistently expansionary (viết tắt thành NICE có nghĩa là “tốt, đẹp” trong tiếng Anh).

- John Bull: Là một biểu tượng nhân cách hóa của nước Anh, giống như chú Sam ở Mỹ.
- Lãi suất mà ngân hàng trung ương cho các ngân hàng thương mại vay hoặc ứng trước.
- Bộ ba ở đây bao gồm Ủy ban châu Âu, Ngân hàng trung ương châu Âu và IMF. (BT)
- Mỹ đã quyết định rút khỏi TPP này sau khi Tổng thống Donald Trump nhậm chức vào ngày 20 tháng 1 năm 2017.