



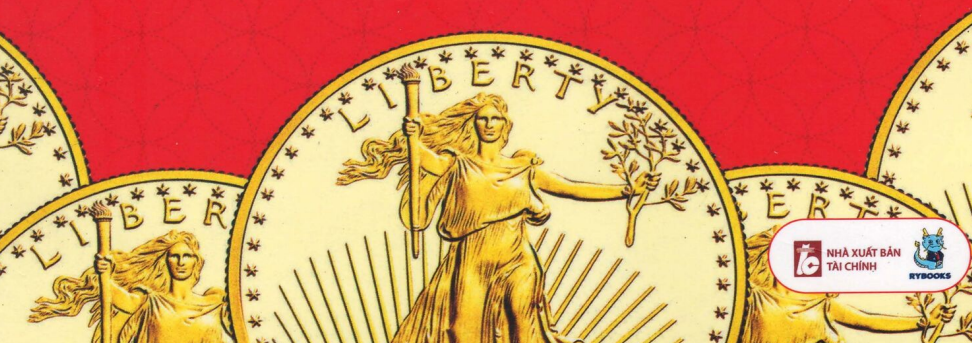
TIỀN ĐẤU VỚI VÀNG

The New York
Times and Wall
Street Journal
Bestseller

Đồng Đô-la, Tiêu chuẩn Vàng, Chứng khoán hóa
và câu chuyện kì lạ về hệ thống tài chính thế giới

JAMES RICKARDS

Lại Hồng Văn dịch



NHÀ XUẤT BẢN
TÀI CHÍNH



Bạn đã bao giờ đặt câu hỏi, liệu hệ thống tài chính thế giới hoạt động ra sao và nó sẽ ảnh hưởng đến cuộc sống của chính chúng ta như thế nào?

Giảm phát và lạm phát, thâm hụt ngân sách và thực tế về vàng, những giao dịch ngầm và các chính sách tài chính, viễn cảnh sụp đổ của thị trường và các nền kinh tế hàng đầu thế giới như Mĩ, Nga, Trung Quốc... Toàn bộ hệ thống này đã hoạt động và sụp đổ kì lạ ra sao, đã chi phối và bị chi phối như thế nào?

Với tư cách là một nhà hoạch định, bạn có thể vươn tầm nhìn của mình xa đến đâu?

Là một người hoạt động trong lĩnh vực tài chính, bạn có thể nắm bắt điều gì?

Là một người dân bình thường, bạn có thể thấy tác động của hệ thống tài chính thế giới đến đời sống của mình hay không?

Có lẽ những gì bạn hiểu sẽ chưa thật sự mang đến cái nhìn toàn cảnh và chưa hẳn như những gì bạn tưởng tượng.

James Rickards, với kinh nghiệm 35 lăn lộn tại Wall Street, làm cố vấn kinh tế quốc tế và các mối đe dọa về tài chính của Bộ Quốc phòng Hoa Kỳ, Cộng đồng Tình báo Hoa Kỳ và rất nhiều các tổ chức khác đã cung cấp một kho thông tin về các ngân hàng trung ương, ngân hàng quốc tế, tiền thực sự là gì, IMF, lịch sử tài chính, các kịch bản có thể xảy ra trong tương lai của đồng tiền,... Những mảng tối và sự thay đổi trong các nền kinh tế lần lượt xuất hiện trong các dẫn chứng và lối phân tích vô cùng sâu sắc và lôi cuốn của ông. Nhưng không chỉ có thế, cuốn sách của James Rickards còn mang đến cho chúng ta những cái nhìn chân thực, những tri thức bất đầy bất ngờ về nền kinh tế toàn cầu và tác động của chúng lên mỗi cá nhân ra sao.

Và nếu đã cầm cuốn sách lên, bạn sẽ thấy:

Câu chuyện về hệ thống tài chính thế giới chưa bao giờ kì lạ, hấp dẫn và lôi cuốn đến thế!

Please scan me!



ISBN: 978-604-79-2324-3



Giá 149.000đ

TIỀN ĐẤU VỚI VÀNG



RYBOOKS COPYRIGHT

TIỀN ĐÁU VỚI VÀNG

**Đồng Đô-la, Tiêu chuẩn Vàng, Chứng khoán hóa
và câu chuyện kì lạ về hệ thống tài chính thế giới**

Tác giả: **JAMES RICKARDS**

Bản quyền tiếng Việt © RYBOOKS, một thương hiệu của BachvietBooks

Cuốn sách được xuất bản theo hợp đồng chuyển nhượng bản quyền giữa Công ty Cổ phần Sách Bách Việt và Portfolio, một thương hiệu của Penguin Publishing Group, Penguin Random House LLC

THE DEATH OF MONEY: The coming collapse of the international monetary system

Author: James Rickards

English edition copyright © by James Rickards

Vietnamese edition copyright © by RYBOOKS, a brand of BachvietBooks Jsc., Vietnam

This edition published by arrangement with Portfolio, an Imprint of Penguin Publishing Group, a division of Penguin Random House LLC

All rights reserved.

RYBOOKS giữ bản quyền tiếng Việt của cuốn sách này trên phạm vi toàn thế giới.
Nghiêm cấm sao chép dưới mọi hình thức nếu không được sự đồng ý của RYBOOKS

Thông tin liên hệ:

Email: rybooks@bachvietbooks.com.vn

Fanpage: <https://www.facebook.com/RYBOOKS/>

JAMES RICKARDS

Lại Hồng Vân dịch

TIỀN ĐẦU VỚI VÀNG

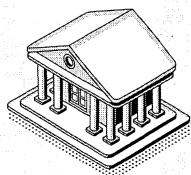


Đồng Đô-la, Tiêu chuẩn Vàng, Chứng khoán hóa
và câu chuyện kì lạ về hệ thống tài chính thế giới

(Tái bản có chỉnh lí và đổi tên từ Sự lụi tàn của đồng tiền)



NHÀ XUẤT BẢN
TÀI CHÍNH



MỤC LỤC

07 | Lời khen tặng

09 | Lời giới thiệu

PHẦN I: TIỀN VÀ ĐỊA CHÍNH TRI - 35

37 | Chương 1: Lời tiên tri

87 | Chương 2: Chân dung của Thần chiến tranh

PHẦN II: TIỀN VÀ THỊ TRƯỜNG - 131

133 | Chương 3: Sự thất bại của các thị trường

173 | Chương 4: Các thủ lĩnh tài chính
mới của Trung Quốc

217 | Chương 5: Đế chế Đức trời dậy

265 | Chương 6: BELLS, BRICS và hơn thế nữa

PHẦN III: TIỀN BẠC VÀ SỰ THỊNH VƯỢNG - 311

313 | Chương 7: Nợ, thâm hụt sách và đồng đô la

359 | Chương 8: Ngân hàng trung ương của cả thế giới

405 | Chương 9: Sự hồi sinh của Vàng

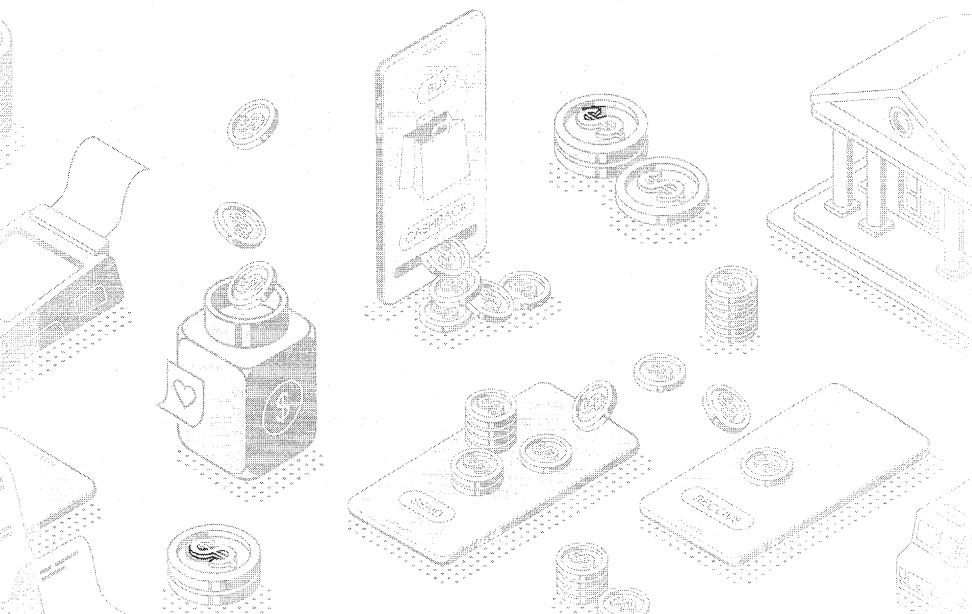
455 | Chương 10: Ngã tư đường

497 | Chương 11: Vững xoáy

541 | Kết luận

567 | Lời bạt

571 | Lời cảm ơn





LỜI KHEN TẶNG



"Một cái nhìn mới mẻ và nhanh nhạy về tương lai tài chính, thấu hiểu sự tham lam của các nhà tài chính, sự thiếu năng lực của các ngân hàng Trung ương và sự lụi tàn đang tới của đồng đô-la. Rickards có thể đúng khi cho rằng hệ thống tiền tệ thế giới sắp lung lay."

- The Financial Times -

"Tiền đấu với vàng là một đóng góp giá trị cho lý luận kinh tế của chúng ta."

- Forbes -

"Tiền đấu với vàng của James Rickards đang tạo ra một kỷ nguyên bằng vàng thực sự cho những cuốn sách thông minh về tình trạng hiện tại của nền kinh tế toàn cầu."

- Politico -

"Tiền đấu với vàng bao gồm những ý tưởng to lớn, kích thích đã được giải thích rõ ràng và khách quan, không cần đến những tuyên bố giật gân"

nhưng vẫn thành công trong việc giảm đi sự khôn ngoan của thị trường thông thường. Sự hiểu biết của Rickards cho phép ông kết nối các dấu chấm theo cách mà ít người có thể. Một "cuốn sách kế nhiệm" xứng đáng của Các cuộc chiến tranh tiền tệ."

**- John Hathaway, Nhà quản lí danh mục đầu tư,
Quỹ Tocqueville Gold Fund -**

"Các phân tích của Rickards về nghịch lý lạm phát – giảm phát, những kẻ thù nguy hiểm đối với đồng đô-la, và chiến lược của FED thực sự sâu sắc. Sau cuốn Các cuộc chiến tranh tiền tệ, cuốn sách này thậm chí còn hay hơn. Một cuốn sách tuyệt vời sẽ làm thay đổi suy nghĩ của bạn về thế giới – và cuốn sách này làm được điều đó."

**- Don Young, thành viên Ủy ban Chuẩn mực Kế
toán Tài chính Hoa Kỳ -**



LỜI GIỚI THIỆU



Tiền đầu với vàng bàn về sự thoái trào của đồng đô-la, hay nói rộng hơn là về nguy cơ sụp đổ của hệ thống tiền tệ quốc tế. Bởi vì, nếu mọi người mất niềm tin đối với đồng đô-la thì không một đồng tiền nào khác có khả năng thay thế nó làm đồng tiền dự trữ của thế giới. Đồng đô-la chính là hạt nhân. Nếu nó sụp đổ, toàn bộ hệ thống cũng sẽ sụp đổ theo. Mặc dù viễn cảnh sụp đổ kép này thật đáng sợ, nhưng nó hoàn toàn có thể xảy ra.

Trước hết, chúng ta sẽ ngược dòng thời gian quay lại quá khứ.

Một số người Mỹ cùng thời với chúng tôi nhớ lại, đồng đô-la đã gần như mất đi vị thế là đồng tiền dự trữ thế giới vào năm 1978. Đây là năm mà chỉ số sức mạnh của đồng đô-la của Cục Dự trữ Liên bang giảm không phanh, xuống đến mức đáng lo ngại. Bộ Ngân khố Hoa Kỳ buộc phải phát hành trái phiếu Chính phủ thanh toán bằng đồng franc của Thụy Sĩ. Các chủ nợ nước ngoài không còn tin dùng



đồng đô-la Mỹ như một công cụ cất trữ giá trị nữa. Sức mua của đồng đô-la giảm dần, đến năm 1981 chỉ còn bằng một nửa so với năm 1977. Trong 5 năm này, tỉ lệ lạm phát của Mỹ tăng ở mức trên 50%. Bắt đầu từ năm 1979, Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) hầu như không còn lựa chọn nào khác ngoài việc huy động nguồn lực của mình để phát hành tiền tệ thế giới (quyền rút vốn đặc biệt SDR - special drawing rights), “nhấn chìm” thị trường bằng 12,1 tỉ SRD để tạo tính thanh khoản khi lòng tin của thế giới vào đồng đô-la giảm xuống đáy.

Chúng tôi vẫn nhớ rất rõ những ngày đen tối ấy. Trong giai đoạn 1977 đến 1980, giá vàng tăng 500%. Từ chỗ chỉ bị mất giá trong tầm kiểm soát vào năm 1971, khi Tổng thống Richard Nixon tuyên bố chấm dứt việc chuyển đổi đô-la Mỹ sang vàng, đến cuối thập kỷ, đồng đô-la đã thất bại trên mọi mặt trận.

Cuối những năm 1970, cuộc khủng hoảng đô-la lên tới đỉnh điểm. Tháng 8 năm 1971, mọi người bắt đầu mất niềm tin ngay sau khi Tổng thống Nixon đình chỉ khả năng quy đổi đô-la sang vàng. Tác giả Janet Tavakoli mô tả tình cảnh của một người Mỹ ở nước ngoài vào cái ngày mà cơn hấp hối của đồng đô-la trở nên rõ ràng hơn bao giờ hết:

Bỗng nhiên, người Mỹ ở nước ngoài thấy các nhà hàng, khách sạn và quán xá không muốn rước lấy rủi ro lãi suất thả nổi từ những đồng đô-la mà họ đang có. Vào lễ Ferragosto (giữa



tháng Tám), các ngân hàng ở Rome đóng cửa và người Mỹ nào thiếu tiền mặt thì đành bó tay chịu chết.

Người quản lý của khách sạn hỏi những vị khách đang rời đi: “Quý khách có vàng không? Xin hãy nhìn những gì Tổng thống Hoa Kỳ của các vị đã làm mà xem.” Ông ta hết sức nghiêm túc và sẵn sàng chấp nhận thanh toán bằng vàng.

Ngay lập tức, tôi yêu cầu trả trước tiền phòng bằng đồng lire. Người quản lý rất mừng rỡ. Ông ta và toàn bộ nhân viên đối xử với tôi như một bà hoàng. Tôi không giống đám người Mỹ với những đồng đô-la ngu ngốc của họ. Trong suốt thời gian tôi ở đây, không một lái buôn hay nhà hàng nào muốn tiếp đón tôi cho đến khi tôi giải thích rằng mình có thể thanh toán bằng đồng lire.

Những nỗ lực sau đó của Chủ tịch Hội đồng Thống đốc Cục Dự trữ Liên bang Mỹ – Paul Volcker và Tổng thống mới đắc cử – Ronald Reagan đã cứu đồng đô-la thoát chết. Volcker tăng lãi suất lên 19% trong năm 1981 để giảm lạm phát và đưa đồng đô-la trở thành lựa chọn hấp dẫn với giới tư bản nước ngoài. Bắt đầu từ năm 1981, Reagan cắt giảm các loại thuế và thủ tục hành chính. Những động thái này đã giúp khôi phục niềm tin của các doanh nghiệp và làm cho Hợp chúng quốc Hoa Kỳ trở thành một thời nam châm thu hút nguồn vốn đầu tư nước ngoài. Đến tháng 3 năm 1985, chỉ số sức mạnh của đồng đô-la đã tăng 50% so



với mức thấp nhất vào tháng 10 năm 1978, đồng thời giá vàng giảm 60% so với mức đỉnh điểm vào năm 1980. Tỷ lệ lạm phát của Mỹ giảm từ 13,5% trong năm 1980 xuống còn 1,9% trong năm 1986. Đến giữa thập niên 1980, cơn khủng hoảng đã được dập tắt và triều đại của Hoàng đế Đô-la bắt đầu. Sau năm 1978, đồng đô-la tuy không bị “phế truất” khỏi vị trí là đồng tiền dự trữ của thế giới nhưng cũng từng có thời kỳ bên bờ vực thẳm.

Giờ thì chúng ta sẽ trở về với tương lai.

Nhìn vào nền kinh tế thế giới hiện nay, người ta đang thấy những triệu chứng tương tự như thời kì trước cơn hấp hối của đồng đô-la năm 1978. Tháng 7 năm 2011, chỉ số sức mạnh của đồng đô-la do Cục Dự trữ Liên bang Mỹ công bố đã giảm xuống mức thấp nhất lịch sử, ở mức trên 4% so với mức khủng hoảng hồi tháng 10 năm 1978. Tháng 8 năm 2009, IMF một lần nữa phải ứng cứu bằng cách phát hành một đợt SDR mới, tương đương với 310 tỉ đô-la, khiến số lượng SDR đang lưu thông trên thị trường tăng thêm 850%. Đầu tháng 9, giá vàng đạt kỷ lục mới: gần 1.900 đô-la/ounce, cao hơn 200% so với giá trung bình năm 2006, ngay trước khi cuộc suy thoái mới bắt đầu. Công chúng trong thế kỷ XXI được thưởng thức phiên bản mới của *Rollover*, một bộ phim truyền hình về sự sụp đổ của nền tài chính có tên là *Too Big To Fail*.



Tình hình năm 1978 và những sự kiện gần đây có nhiều điểm tương đồng kỳ lạ, nhưng không hoàn toàn giống nhau. Có một yếu tố hủy diệt thế giới trước kia mà chúng ta dễ dàng nhìn thấy còn bây giờ thì không. Nó giống một con chó không sủa: *lạm phát*. Nhưng chúng ta không nghe thấy con chó sủa không có nghĩa là nó không nguy hiểm. Những chỉ số thường được dùng để đo lường tỉ lệ lạm phát của đồng đô-la Mỹ như chỉ số giá tiêu dùng hầu như không suy chuyển kể từ năm 2008 đến nay. Thậm chí trong một vài tháng nhất định, nền kinh tế Hoa Kỳ còn chứng kiến sự *giảm phát* nhẹ. Lạm phát đã xảy ra ở Trung Quốc, nơi Chính phủ định giá lại đồng nhân dân tệ để giảm sức hấp dẫn của nó và ở Brazil, nơi tình trạng giá cả leo thang trong những dịch vụ cơ bản như xe buýt đã châm ngòi cho nhiều cuộc bạo động. Lạm phát giá thực phẩm cũng là một yếu tố góp phần gây ra các cuộc biểu tình trong giai đoạn đầu của làn sóng “Mùa xuân Ả Rập”. Thế nhưng, nước Mỹ vẫn kiểm soát tốt đồng tiền của mình.

Quan sát kỹ hơn, chúng ta sẽ thấy một nền tiểu thủ công nghiệp đang sử dụng những phương pháp luận từ thời trước 1999, những giờ hàng hóa, dịch vụ thay thế khác thể hiện tốt hơn về tình hình lạm phát mà người Mỹ đang thực sự phải đối mặt, để tính toán các chỉ số giá của Mỹ. Chúng đưa ra nhiều dấu hiệu cảnh báo, vì các phương pháp xác định lạm phát khác cho thấy tỉ lệ lạm phát hàng năm của Mỹ là trên 9% thay vì 2% như trong tài liệu mà Chính phủ



công bố. Bất cứ ai đi mua sữa, bánh mì hay xăng dầu chắc chắn sẽ đồng ý với con số cao hơn. Mặc dù có thể những số liệu thống kê âm ảm này rất thuyết phục nhưng chúng lại hầu như không ảnh hưởng gì đến các thị trường tiền tệ quốc tế hay chính sách của Cục Dự trữ Liên bang. Để hiểu rõ những mối đe dọa đối với đồng đô-la cũng như phản ứng khả dĩ trong các quyết sách của FED, chúng ta cần phải xem xét đồng đô-la trên quan điểm của FED. Từ góc nhìn này, lạm phát *không* phải là mối đe dọa. Ngược lại, đối với họ, tỉ lệ lạm phát cao hơn vừa là lời giải cho cuộc khủng hoảng nợ, vừa là một mục tiêu chính sách.

Chính sách ưu tiên lạm phát (pro-inflation) này là cánh cổng dẫn đến thảm họa, ngay cả khi các nhà phân tích của FED cũng phải vò đầu bứt tai trước “sự vắng mặt” quá rõ ràng của lạm phát trong đợt in tiền lớn chưa từng có của Cục Dự trữ Liên bang và các ngân hàng trung ương khác. Nhiều người thắc mắc tại sao FED có thể tăng lượng cung tiền tệ cơ sở lên 400% kể từ năm 2008 đến nay mà không hề để xảy ra tình trạng lạm phát. Nhưng chúng ta có hai cách giải thích hết sức thuyết phục – và chúng dự báo tiềm năng sụp đổ.

(i) Thứ nhất, nền kinh tế Mỹ đang bị tổn hại về mặt cấu trúc, bởi vậy, những đồng tiền dễ kiếm không thể đem lại lợi ích tối ưu.

(ii) Thứ hai, lạm phát đang diễn ra.



Cả hai cách giải thích này đều đúng – quả thực, nền kinh tế Mỹ đang tan rã và lạm phát đang tăng lên.

Tiền đấu với vàng sẽ xem xét hai sự kiện trên theo một cách đặc biệt. Các chương trong cuốn sách này sẽ nghiên cứu thận trọng những công cụ kinh tế tiêu chuẩn như các mô hình cân bằng, những phép đo giá trị rủi ro (value-at-risk) và các hệ số tương quan giả định. Bạn sẽ thấy rằng những mô hình cân bằng tổng quát đang được sử dụng rộng rãi trở nên vô nghĩa trong tình trạng cân bằng hỗn loạn hoặc cân bằng kép. Nền kinh tế thế giới chưa đạt đến sự “bình thường mới”. Thay vào đó, nó chỉ đang trong hành trình từ cũ đến mới mà không hề có la bàn hay bản đồ định hướng. Giờ đây, sự hỗn loạn mới chính là bình thường.

Mỗi nguy hiểm đến từ cả bên trong lẫn bên ngoài. Chúng ta đang tin tưởng một cách sai lầm rằng các ngân hàng trung ương sẽ cứu vãn tình thế. Sự thật là, họ đang phá hoại thị trường của chúng ta. Những mô hình giá trị rủi ro mà Phố Wall và các nhà điều hành sử dụng để đo lường hậu quả của chứng khoán phái sinh thật nực cười. Chúng bao che cho việc lạm dụng phương thức đòn bẩy – tình trạng được lấp liếm một cách không biết ngại ngùng thành những khoản trợ cấp kỳ quặc vốn đang đẩy xã hội của chúng ta lệch khỏi trạng thái cân bằng. Khi các chi phí ẩn “hiện hình” và người nộp thuế một lần nữa loay hoay với đồng hóa đơn thì các chủ ngân hàng sẽ thành thời giấu mình trong biệt thự và du thuyền sang trọng của họ. Những



gã khổng lồ của nền tài chính sẽ giải thích với đám phóng viên nhẹ dạ cả tin và các chính trị gia đã được đút lót rằng lần sụp đổ mới này là điều mà họ không lường trước được.

Trong khi người Mỹ từ chối việc đối mặt với những sự thật về nợ nần và thâm hụt ngân sách thì rất nhiều quốc gia khác trên toàn cầu đang hàng ngày gia tăng sức ép lên đồng đô-la. Chúng ta nghĩ rằng bản vị vàng đã lùi vào lịch sử, nhưng ngày nay, vàng đang dần chiếm ưu thế trên khắp thế giới và điều này có thể báo hiệu một sự quay trở lại với chế độ bản vị vàng. Chúng ta đang đánh giá quá thấp về những mối nguy hiểm từ một cuộc tấn công tài chính trên quy mô siêu lớn và những rủi ro của một cuộc chiến tranh tài chính mang tầm quốc tế.

Phân tích hồi quy và các vấn đề tương quan, những công cụ ưa thích của các nhà phân tích định lượng tài chính và các nhà kinh tế học, hoàn toàn không hiệu quả trong việc đối phó với rủi ro phía trước. Những phép phân tích này giả định rằng tương lai giống với quá khứ ở một chừng mực nào đó. Lịch sử là một thầy giáo tuyệt vời, nhưng những giả thiết của các chuyên gia phân tích định lượng tài chính lại ẩn chứa những sai lầm chết người.

Sai lầm thứ nhất là khi nhìn về quá khứ, tầm nhìn không đủ xa. Hầu hết dữ liệu liên quan đến Phố Wall đều chỉ bao quát 10, 20 hoặc 30 năm về trước. Những nhà phân tích cẩn thận, thấu đáo hơn sẽ sử dụng hàng loạt dữ liệu



thu thập được trong 100 năm và tìm kiếm phương pháp thay thế phù hợp cho công cụ đo lường nào không tồn tại trong quá khứ. Tuy nhiên, hai sự sụp đổ của hai nền văn minh lớn nhất trong lịch sử là Thời đại Đồ đồng và Đế chế La Mã diễn ra cách nhau 1.600 năm, và Đế chế La Mã lại cách thời đại của chúng ta 1.600 năm. Nói như vậy không phải để ám chỉ việc nền văn minh của chúng ta lại sắp sụp đổ một lần nữa. Chúng tôi đơn thuần chỉ muốn đưa ra tầm nhìn cực kỳ hạn chế mà phần lớn các phép phân tích hồi quy đang áp dụng.

Sai lầm thứ hai liên quan đến thực tế là các chuyên gia phân tích định lượng tài chính không hiểu rõ các mô hình động lực học đo lường quy mô (scaling dynamics) vốn đang gạt bỏ một số công cụ đo lường rủi ro ra khỏi lịch sử. Vì rủi ro tiềm năng là hàm số mũ của quy mô hệ thống, và vì quy mô của các hệ thống tài chính được đo lường bởi chứng khoán phái sinh không tồn tại, nên rủi ro cũng không tồn tại.

Mặc dù từ “sụp đổ” áp dụng cho đồng đô-la nghe có vẻ hơi giống trong sách *Khải huyền* (cuốn sách cuối cùng của *Tân Ước*), nhưng nó mang một ý nghĩa hết sức thực tế. Sụp đổ đơn giản là việc người dân và các ngân hàng mất niềm tin vào sức mua tương lai của đồng đô-la. Kết quả là những ai có đô-la sẽ “tránh xa” nó bằng cách chi tiêu nhanh hơn hoặc mua sắm tài sản hữu hình. Sự thay đổi nhanh chóng trong hành vi này khiến lãi suất cao hơn, lạm phát nghiêm



trọng hơn và quá trình tích lũy tư bản tan rã. Kết quả cuối cùng có thể là tình trạng giảm phát (tương tự những năm 1930) hoặc lạm phát (tương tự những năm 1970), hoặc cả hai.

Sự sụp đổ đang diễn ra của đồng đô-la cũng như của hệ thống tiền tệ quốc tế là điều hoàn toàn có thể thấy trước. Đây không phải một kết luận mang tính khiêu khích. Hệ thống tiền tệ quốc tế đã sụp đổ ba lần trong một thế kỷ qua, vào các năm 1914, 1939 và 1971. Mỗi lần như vậy kéo theo cả một thời kỳ hỗn loạn.

Lần sụp đổ năm 1914 là hệ quả của Chiến tranh Thế giới thứ I, theo sau đó là những giai đoạn lạm phát phi mã và suy thoái luân phiên từ 1919 đến 1922 trước khi ổn định trở lại vào giữa thập niên 1920. Tuy nhiên, đi kèm với đó là một chế độ bản vị vàng nhiều sai sót – nhân tố đưa thế giới đến lần sụp đổ mới trong thập niên 1930.

Chiến tranh Thế giới lần II là nguyên nhân gây ra cuộc sụp đổ 1939 và lại ổn định một lần nữa nhờ hệ thống Bretton Woods được thiết lập năm 1944.

Lần sụp đổ năm 1971 xảy ra do lệnh cấm chuyển đổi đô-la thành vàng của Nixon, mặc dù quyết định này đã được xem xét trong nhiều năm trước đó. Tiếp nối sự kiện này lại là một giai đoạn hỗn loạn khác, gần như đẩy đồng đô-la đến bờ vực sụp đổ vào năm 1978.



Lần sụp đổ sắp tới, cũng giống những lần trước, có thể liên quan tới chiến tranh, vàng hoặc tình trạng hỗn loạn, hoặc cả ba. Cuốn sách này chỉ đề cập đến những mối đe dọa gần nhất đối với đồng đô-la – những sự kiện nhiều khả năng sẽ xảy ra trong một vài năm tới, đó là: chiến tranh tài chính, giảm phát, lạm phát phi mã và sự sụp đổ của thị trường. Chỉ những quốc gia và cá nhân nào chuẩn bị sẵn sàng ngay hôm nay thì mới sống sót được qua cơn cuồng phong đang ập đến.

Tiền đấu với vàng không sử dụng những phương pháp đầy tính “mị dân” – mặc cho chúng rất phổ biến, mà dựa vào *lý thuyết về độ phức hợp* (complexity theory) và coi đây là thấu kính tốt nhất để xem xét những rủi ro hiện tại cũng như hệ quả có thể xảy ra trong tương lai. Thị trường vốn là hệ thống phức tạp hơn bất cứ hệ thống nào khác. Lý thuyết về độ phức hợp tương đối mới mẻ trong lịch sử khoa học, nhưng trong 60 năm tồn tại, nó đã được ứng dụng rộng rãi để nghiên cứu thời tiết, động đất, các mạng lưới xã hội và những hệ thống kết nối chằng chịt khác. Lý thuyết này chỉ mới được áp dụng cho thị trường vốn trong thời gian gần đây, nhưng nó đã đem lại nhiều hiểu biết sâu sắc về các phép đo độ rủi ro và sự biến động của giá cả – những nhân tố có khả năng dự báo chính xác hơn so với các phương pháp truyền thống.

Như các bạn sẽ thấy, lần sụp đổ tài chính tiếp theo sẽ là vô tiền khoáng hậu. Nhưng một tầm nhìn sáng suốt hơn



về những biến cố đang diễn ra trên thị trường tài chính thế giới có thể giúp các nhà đầu tư suy nghĩ thấu đáo về những chiến lược tối ưu. Trong phần kết luận của cuốn sách, các bạn sẽ tìm thấy một số khuyến nghị, nhưng khi đứng giữa ngã ba đường và đối mặt với cái chết của đồng đô-la thì để quyết định được lời khuyên nào đúng đắn nhất, bạn phải hiểu biết tường tận về hàng ngàn rủi ro mình có thể gặp phải.

Hãy nghĩ đến một cuộc chiến tranh tài chính, chứ không chỉ là những hệ quả mà thị trường phải gánh chịu.



CHIẾN TRANH TÀI CHÍNH

Chúng ta có được chuẩn bị để đối phó với một cuộc chiến tranh tài chính không? Sự điều khiển chiến tranh tài chính khác với sự cạnh tranh thông thường về kinh tế giữa các quốc gia, vì nó liên quan đến những hành động hiểm ác một cách có chủ ý, thay vì những hành động cạnh tranh đơn thuần. Các bên tham gia cuộc chiến sẽ sử dụng chứng khoán phái sinh và xâm nhập vào các sàn giao dịch để gây tổn thất, kích động khiến mọi người hoang mang và cuối cùng là làm tê liệt nền kinh tế của đối thủ. Chiến tranh tài chính vượt xa hành động gián điệp công nghiệp vốn xuất hiện từ đầu những năm 1800, khi một người Mỹ là Francis Cabot Lowell ghi nhớ bản thiết kế máy dệt của người Anh rồi về nước vẽ lại.



Vũ khí trong cuộc chiến tài chính hiện đại bao gồm các quỹ đầu cơ¹ trá hình và các cuộc tấn công mạng có khả năng gây tổn hại hệ thống nhập lệnh để giả mạo một đợt bán tháo cổ phiếu Apple, Google hay IBM. Những người ủng hộ lý thuyết thị trường hiệu quả nghi ngờ những chiến thuật tinh vi như vậy sẽ nhanh chóng thất bại trong việc nhìn ra điểm yếu này của thị trường. Mục tiêu của chiến tranh tài chính không phải là tối đa hóa sự giàu có, mà là chiến thắng.

Rủi ro xảy ra chiến tranh tài chính trong thời đại đồng đô-la đang thống trị nghe thật mới mẻ, vì Hợp chúng quốc Hoa Kỳ chưa bao giờ phải chung sống trong một thế giới nơi các nước khác không phụ thuộc vào Mỹ để đảm bảo an ninh quốc gia của mình. Ngay cả khi đồng đô-la suy yếu nhất vào năm 1978, Đức, Nhật và những nước xuất khẩu dầu mỏ khác vẫn phải tìm cách chống đỡ cho nó vì họ phụ thuộc rất nhiều vào sự bảo trợ của Mỹ trước mối đe dọa từ Xô-viết. Ngày nay, tình hình an ninh của các cường quốc như Nga, Trung Quốc và Iran không cần dựa vào Hoa Kỳ, thậm chí họ còn thấy lợi ích nào đó từ một nước Mỹ bị tổn thương về mặt kinh tế. Các thị trường vốn giờ đây đã trở thành vấn đề chiến lược, và cả giới chuyên gia phân tích ở Phố Wall lẫn các nhà hoạch định chính sách ở Washington đều hiểu

1 Nguyên văn là *Hedge fund*. Trong cuốn sách này, chúng tôi tạm dịch là “quỹ đầu cơ” (từ đây mọi chú thích đều do dịch giả tổng hợp).



một cách hết sức mập mờ về thế giới mới này, trong khi họ chính là những người cần nắm rõ nhất về tác động của sự biến chuyển nói trên.



LẠM PHÁT

Những lời chỉ trích của Richard Cantillon về V. I. Lenin đầu thế kỷ XVIII và của John Maynard Keynes trong thế kỷ XX giống nhau ở chỗ: cả hai đều cho rằng lạm phát là kẻ hủy diệt giấu mặt đối với tiền tiết kiệm, vốn và sự tăng trưởng kinh tế.

Lạm phát thường bắt đầu một cách rất tinh vi, và đến khi người ta nhận ra thì nó đã đi được những bước đáng kể rồi. Tình trạng chậm trễ trong việc nắm bắt sự hình thành và tiến triển của lạm phát, vốn hết sức quan trọng đối với các ngân hàng trung ương, được gọi là *ảo giác tiền tệ* (money illusion) – cụm từ dùng để chỉ một nhận thức rằng tài sản thực đang được tạo nên, từ đó “tinh thần động vật” mà Keynes đề xuất được đánh thức. Chỉ đến sau này, người ta mới vỡ lẽ ra rằng các ngân hàng và nhà đầu tư tinh ranh đã “ăn” trọn chỗ tài sản đó, còn người dân hằng ngày sẽ bị bỏ lại với chỗ tiền tiết kiệm, lương hưu và bảo hiểm nhân thọ bị mất giá.

Những năm 1960 và 1970 là một ví dụ tốt để minh họa cho khái niệm *ảo giác tiền tệ*. Từ 1961 đến 1965, tỉ lệ lạm phát bình quân hàng năm của Mỹ là 1,24%. Trong năm



1965, Tổng thống Lyndon Johnson áp dụng chính sách “súng và bơ” – “súng” tượng trưng cho cuộc chiến kéo dài ở Việt Nam, “bơ” tượng trưng cho chương trình phúc lợi Đại xã hội, khơi nguồn cho một đợt chi tiêu tốn kém khủng khiếp và đẩy ngân sách vào tình trạng thâm hụt. Cục Dự trữ Liên bang đổ tiền cho chính sách này cho đến tận khi Tổng thống Nixon tái đắc cử vào năm 1972. Ban đầu, lạm phát nhích từng chút một, tăng lên 2,9% vào năm 1966 và 3,1% vào năm 1967. Sau đó, nó diễn biến phức tạp ngoài tầm kiểm soát, đạt mức 5,7% vào năm 1970 và chạm đỉnh 13,5% vào năm 1980. Đến tận năm 1986, tỉ lệ lạm phát mới quay về mức 1,9% – mức trung bình của những năm đầu thập niên 1960.

Giai đoạn 1960 - 1970 để lại hai bài học có thể áp dụng hoàn hảo cho ngày nay.

Bài học thứ nhất: Trước khi người dân kịp nhận ra thì lạm phát có thể đã diễn biến hết sức nghiêm trọng. Phải đến tận năm 1974, 9 năm kể từ khi lạm phát bắt đầu, nó mới trở thành một vấn đề có sức nặng về mặt chính trị và là mối quan tâm hàng đầu của chính sách công. Sự chậm trễ trong hành động và nhận thức này chính là bản chất của ảo giác tiền tệ.

Bài học thứ hai: Một khi nhận thức về lạm phát thay đổi thì sẽ vô cùng khó thiết lập lại. Trong thời kỳ chiến tranh Việt Nam, phải mất 9 năm để người dân Mỹ bình thường



tập trung vào lạm phát, thêm 11 năm nữa để định hình lại những kỳ vọng của họ. Lăn một tảng đá xuống chân đồi bao giờ cũng nhanh hơn nhiều so với khi đẩy nó lên đỉnh.

Gần đây hơn, kể từ năm 2008 đến nay, Cục Dự trữ Liên bang đã in hơn 3.000 tỉ tiền mới mà không làm lạm phát ở Mỹ tăng nhiều. Tuy nhiên, FED vẫn định ra mức tỉ lệ lạm phát tối thiểu là 2,5%, hoặc có thể cao hơn và họ sẽ không hạn chế in tiền cho đến khi đạt được mục tiêu đó. Đối với FED, lạm phát là một cách để làm giảm bớt giá trị thực của nợ công của Mỹ và tránh được bóng ma giảm phát.

Thế nhưng cách này tiềm ẩn một rủi ro lớn. Chúng ta có thể tìm thấy trong cả lịch sử lẫn tâm lý học hành vi những lý do để tin rằng khi đã đạt được mục tiêu lạm phát và thay đổi được kỳ vọng, một vòng hồi tiếp sẽ hình thành, trong đó, lạm phát cao hơn dẫn đến kỳ vọng về lạm phát cao hơn, dẫn đến lạm phát cao hơn nữa, cứ thế... FED sẽ không thể làm vòng hồi tiếp này ngừng lại, vì sự phát triển của nó không chỉ phụ thuộc vào chính sách tiền tệ mà cả bản chất con người.

Khi vòng hồi tiếp lạm phát đủ mạnh, lịch sử những năm cuối thập niên 1970 sẽ tái diễn. Tình trạng giá vàng tăng phi mã và đồng đô-la mất giá – hai mặt của một đồng xu, sẽ nhanh chóng xảy ra. Điểm khác biệt giữa viễn cảnh lạm phát tăng mạnh sắp tới và trường hợp trong quá khứ là Nga, Trung Quốc và IMF sẽ sẵn sàng cung cấp những tài



sản dự trữ mới bằng vàng và SDR, chứ không phải đô-la. Khi đồng đô-la ngã ngựa vào lần tới, sẽ không có tấm đệm nào đỡ nó nữa.



GIẢM PHÁT

Từ sau giai đoạn 1927 - 1933, Hoa Kỳ không trải qua đợt giảm phát kéo dài nào nữa, vì thế người Mỹ hiện nay cũng không nhớ gì nhiều về nó. Đáng lẽ ra, nước Mỹ đã phải đối mặt với một đợt giảm phát nghiêm trọng từ 2009 đến 2013 nếu không có lượng tiền in khổng lồ của Cục Dự trữ Liên bang. Bóng ma giảm phát trôi dạt khắp nước Mỹ không hề biến mất. Nó chỉ được che giấu đi mà thôi.

Giảm phát là cơn ác mộng tồi tệ nhất đối với Cục Dự trữ Liên bang vì nhiều lý do. Thu nhập thực từ giảm phát rất khó đánh thuế. Nếu một cán bộ quản lý trường học kiếm được 100.000 đô-la mỗi năm, giá cả không đổi và được tăng lương 5%, thì mức sống thực trước thuế của cô ta sẽ tăng thêm 5.000 đô-la, nhưng Chính phủ chỉ đánh thuế đối với phần tăng thêm và để người quản lý được hưởng toàn bộ phần còn lại. Thế nhưng, nếu thu nhập của người quản lý không đổi và giá cả giảm 5% thì mức sống của cô ta vẫn tăng thêm 5.000 đô-la mỗi năm, nhưng Chính phủ *không thể đánh thuế khoản tăng thêm này* vì nó xuất hiện dưới hình thức giá cả thấp hơn chứ không phải tiền lương cao hơn.



Giảm phát làm tăng giá trị thực của nợ công, khiến việc trả nợ khó khăn hơn. Nếu giảm phát không đảo chiều thì Hoa Kỳ sẽ vỡ nợ ngay tức khắc, “đau đớn” hơn nhiều so với hệ quả vỡ nợ do lạm phát. Giảm phát cũng làm chậm mức tăng trưởng GDP danh nghĩa, trong khi nợ danh nghĩa lại tăng hàng năm do thâm hụt ngân sách. Điều này có xu hướng làm tăng tỉ lệ nợ/GDP, đẩy nước Mỹ vào vết xe đổ của **Hy Lạp** và gần hơn đến một cuộc khủng hoảng nợ quốc gia.

Cuối cùng, giảm phát tự nuôi sống chính nó và FED gần như không thể nào dự trữ được. Cục Dự trữ Liên bang vốn rất tự tin về khả năng kiểm soát lạm phát, mặc dù những bài học từ thập niên 1970 cho thấy họ cần có những thước đo thật nghiêm khắc. Tuy nhiên, họ hoàn toàn hiểu rõ khó khăn của việc chấm dứt giảm phát. Khi giá trị của tiền mặt tăng lên từng ngày – đặc điểm nhận diện của giảm phát, người dân và doanh nghiệp sẽ tích trữ tiền mặt chứ không chi tiêu hay đầu tư, khiến tổng cầu và GDP giảm mạnh. Đây chính là lý do tại sao từ 2008 đến nay, FED in thêm hơn 3.000 tỉ đô-la để chặn đứng giảm phát ngay từ trong trứng nước. Con đường khả dĩ nhất của Cục Dự trữ Liên bang trong những năm sắp tới là tiếp tục in thêm thật nhiều tiền để ngăn giảm phát xuất hiện. Giả định mà FED đang áp dụng là bất cứ hệ quả nào của lạm phát cũng có thể được giải quyết ổn thỏa trong một khoảng thời gian hợp lý.

Trong quá trình không ngừng in tiền để ngăn chặn giảm phát, nhiều khả năng FED sẽ chạm tới những giới hạn về



mặt chính trị đối với việc in tiền, có lẽ là khi bảng cân đối kế toán của nó vượt quá 5.000 tỉ đô-la, hoặc khi nó bị đánh giá là không có khả năng trả nợ trên cơ sở hạch toán theo giá thị trường. Đến lúc đó, các thống đốc của FED có thể chọn cách thử vận may với giảm phát. Trong kịch bản “khiêu vũ với quỷ Sa-tăng” này, FED sẽ dựa vào chính sách tài khóa để giữ cho tổng cầu ổn định. Hoặc giảm phát có thể vẫn sẽ xuất hiện bất chấp việc in tiền. Kịch bản này xảy ra khi FED đứng từ trên trục thăng vung vãi tiền xuống nhưng người dân không chút đoái hoài vì nhật tiền lên đồng nghĩa với chấp nhận gánh thêm nợ. Trong cả hai kịch bản, nước Mỹ đều sẽ trở về năm 1930 và đối mặt với nạn giảm phát vượt tầm kiểm soát.

Trước tình hình đó, cách duy nhất để nước Mỹ chặn đứng giảm phát là ban bố sắc luật quy định giá vàng là (ví dụ) 7.000 đô-la/ounce, có thể cao hơn. Cục Dự trữ Liên bang có thể giữ vững mức giá này bằng cách sử dụng vàng ở Fort Knox để thay mặt Ngân khố chỉ đạo hoạt động của thị trường mở. FED có thể mua vàng với giá 6.900 đô-la/ounce và bán ra với giá 7.100 đô-la/ounce để duy trì mức giá 7.000 đô-la/ounce. Mục đích ở đây không phải để làm giàu cho người sở hữu vàng, mà là để tái thiết lập mức giá chung.

Những bước đi như trên có thể không khả thi, nhưng chúng sẽ hiệu quả. Vì mọi thứ đều tác động qua lại lẫn nhau nên việc giá trị đồng đô-la quy đổi ra vàng bị giảm



xuống sẽ nhanh chóng được phản ánh qua việc giá đô-la quy đổi ra tất cả những thứ khác tăng lên. Việc một ounce vàng giá 7.000 đô-la cũng đồng nghĩa với việc một thùng dầu giá 400 đô-la và một ounce bạc giá 100 đô-la. Sự quay lại của giảm phát có thể được chặn đứng nếu đồng đô-la bị giảm giá trị so với vàng, như trường hợp năm 1933 khi Mỹ quy định lại giá trị của vàng, từ 20,67 đô-la/ounce lên 35,00 đô-la/ounce, tức là giá trị đồng đô-la bị giảm 41%. Nếu Hoa Kỳ lại một lần nữa đối mặt với giảm phát nghiêm trọng thì giảm giá trị đồng đô-la là phương thuốc duy nhất, bởi ngoài nó ra, không còn giải pháp nào khác khi cách in tiền đã thất bại.



SỰ SỤP ĐỔ CỦA THỊ TRƯỜNG

Viễn cảnh thị trường sụp đổ phụ thuộc vào rủi ro hệ thống, không phụ thuộc vào chính sách kinh tế nền tảng. Rủi ro thị trường sụp đổ bị phóng đại bởi trình độ quản lý, điều hành kém cỏi và sự tham lam của các ngân hàng. Lý thuyết về độ phức tạp chính là công cụ thích hợp để phân tích rủi ro này.

Trong quá trình phân tích này, bước đầu tiên, chúng ta phải hiểu rằng các thị trường vốn bao gồm cả bốn đặc tính đặc trưng của những hệ thống phức tạp: (i) cơ quan đoàn thể đa dạng, (ii) không có tính kết nối, (iii) phụ thuộc lẫn nhau và (iv) hành vi có tính thích nghi. Việc kết luận rằng



thị trường vốn là hệ thống phức tạp có rất nhiều ý nghĩa đối với công tác điều hành và quản trị rủi ro.

Ý nghĩa thứ nhất, công cụ thích hợp để đo lường rủi ro là tổng giá trị giả định của chứng khoán phái sinh, không phải giá trị thuần. Tổng quy mô vị thế chứng khoán phái sinh của tất cả các ngân hàng hiện nay là trên 650 nghìn tỉ đô-la, cao gấp hơn 9 lần GDP toàn cầu.

Ý nghĩa thứ hai, bi kịch lớn nhất có thể xảy ra trong một hệ thống phức tạp là một hàm số mũ phi tuyến tính của quy mô hệ thống. Điều này nghĩa là, khi quy mô hệ thống mở rộng gấp đôi hoặc gấp ba, rủi ro đứng trước thảm họa sẽ tăng lên theo thừa số của 10 hoặc 100. Đây cũng chính là lý do những bài kiểm tra mức độ căng thẳng dựa trên các sự kiện lịch sử như 9/11 hay 2008 hoàn toàn không có giá trị, vì quy mô hệ thống không đồng nhất sẽ dẫn đến rủi ro hệ thống không đồng nhất.

Giải pháp cho rủi ro hệ thống này thực ra lại đơn giản đến không ngờ. Nhiệm vụ trước mắt là đóng cửa các ngân hàng lớn và cấm giao dịch phần lớn chứng khoán phái sinh. Các ngân hàng lớn không cần thiết đối với nền tài chính toàn cầu. Khi cần đến những khoản tiền lớn, một ngân hàng chủ trì có thể đứng ra tổ chức nghiệp đoàn ngân hàng, như đã từng làm trong quá khứ đối với các dự án hạ tầng khổng lồ như đường ống Alaska, những đoàn tàu chở dầu cực lớn và những chiếc Boeing 747 đầu tiên. Lợi ích



của việc đóng cửa ngân hàng không phải là loại bỏ được nguy cơ ngân hàng làm ăn thất bại, mà là sự thất bại đó sẽ không trở thành mối nguy hiểm nữa. Cái giá phải trả cho nó sẽ nằm trong khả năng kìm hãm được và không thể “di căn” đến mức đe dọa toàn hệ thống. Trường hợp cấm giao dịch phần lớn chứng khoán phái sinh thậm chí còn dễ hiểu hơn nữa. Trên thực tế, chứng khoán phái sinh không có ích lợi gì ngoài việc làm giàu cho các chủ nhà băng nhờ giá cả mù mờ và lừa gạt các nhà đầu tư thông qua hạch toán ngoại bảng.

Bất kể những chiến lược giải tán ngân hàng lớn hay cấm chứng khoán phái sinh có mang lại lợi ích gì chăng nữa thì khả năng để chúng trở thành hiện thực cũng bằng 0. Vì các nhà quản lý đang sử dụng những mô hình đã lỗi thời hoặc dựa vào mô hình của chính ngân hàng, bất chấp việc chúng không thể nhận diện được rủi ro hệ thống. Quốc hội sẽ không hành động bởi vì nhìn chung, ông nghị bà nghị nào cũng bị trói buộc bởi những khoản tiền mà các ngân hàng đổ vào hoạt động chính trị.

Rủi ro từ phía ngân hàng và chứng khoán phái sinh sẽ không ngừng tăng lên và lần sụp đổ tiếp theo sẽ diễn ra ở một phạm vi chưa từng có, vì quy mô hệ thống đã đạt đến mức lớn nhất từ trước đến nay. Các nguồn lực của Cục Dự trữ Liên bang đã gần như không thể ngăn chặn một đợt sụp đổ toàn diện trong năm 2008, vì vậy chúng ta nên chuẩn



bị tinh thần cho một đợt sụp đổ còn lớn hơn thế sẽ chôn vùi bảng cân đối kế toán của FED. Trong một thời kỳ tương đối yên bình mà cơ quan này đã in tới hơn 3.000 tỉ đô-la thì trong cuộc khủng hoảng tương lai, việc in thêm 3.000 tỉ đô-la nữa hoàn toàn không khả thi về mặt chính trị. Nhiệm vụ giải cứu thế giới sẽ đặt lên vai IMF, vì họ sẽ là định chế chính thức duy nhất sở hữu một bảng cân đối kế toán sạch sẽ. IMF sẽ đối phó bằng một đợt phát hành SDR quy mô cực lớn và thị trường tiền tệ này sẽ đặt dấu chấm hết cho vai trò là tiền tệ dự trữ hàng đầu của đồng đô-la.



NGUY HIỂM DỒN DẬP

Những mối đe dọa nói trên đối với đồng đô-la hiện diện khắp mọi nơi. Từ bên trong là việc in tiền vô tội vạ của FED và nguy cơ lạm phát phi mã. Từ bên ngoài là hoạt động tích trữ vàng của Nga và Trung Quốc (sẽ được đề cập rõ hơn trong Chương 9) báo trước sự chuyển đổi sang một loại tài sản dự trữ mới.

Ngoài ra, còn vô số mối đe dọa liên quan khác. Nếu lạm phát không hình thành thì chỉ có thể do nền kinh tế đã giảm phát vô phương cứu chữa và phản ứng của FED sẽ dọn đường cho sự trỗi dậy của vàng. Nga và Trung Quốc không phải là hai quốc gia duy nhất khao khát thoát khỏi sự chi phối của đồng đô-la. Iran và Ấn Độ có thể dẫn đầu một cuộc cách mạng chuyển hướng sang sử dụng đồng tiền châu Á



làm tiền tệ dự trữ và các thành viên trong Hội đồng Hợp tác vùng Vịnh (Gulf Cooperation Council) có thể chọn cách xác định giá xuất khẩu dầu mỏ bằng một loại tiền tệ khu vực mới do một ngân hàng trung ương có trụ sở tại Vịnh Ba Tư phát hành.

Về mặt địa chính trị, các mối đe dọa đối với đồng đô-la có thể không giới hạn trong sự cạnh tranh kinh tế, mà có thể mang khuynh hướng thù địch và chuyển thành một cuộc chiến tranh tài chính.

Cuối cùng, chính sự phức tạp và hiệu ứng lan tỏa từ bên trong có thể sẽ khiến hệ thống tài chính toàn cầu tự sụp đổ mà không cần đến một cuộc tấn công trực diện nào.

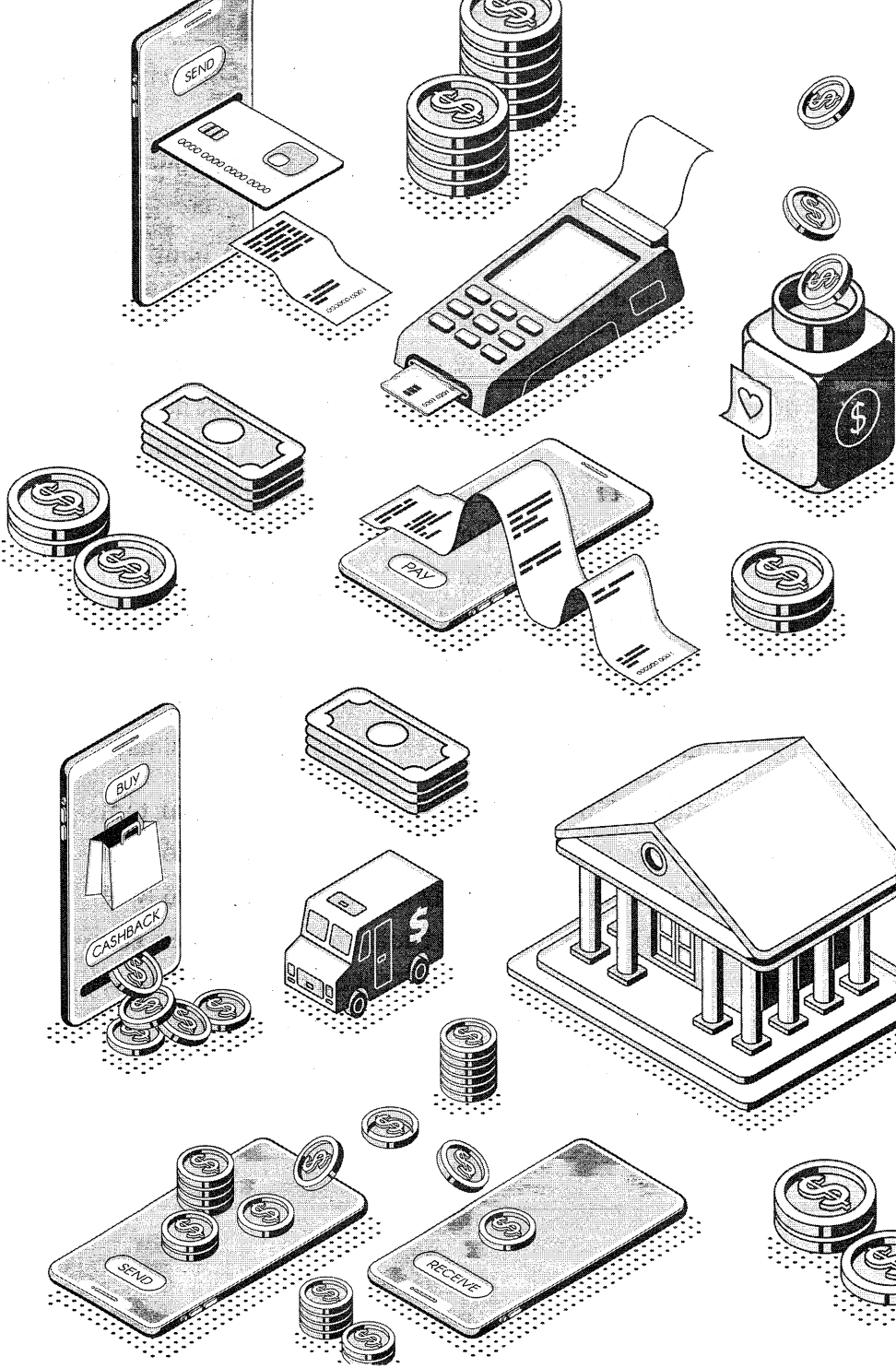
Cho đến bây giờ, đồng đô-la và hệ thống tiền tệ quốc tế tuy hai mà một. Nếu đồng đô-la sụp đổ, hệ thống tiền tệ quốc tế cũng sẽ sụp đổ theo, đó là điều tất yếu. Người dân, người gửi tiết kiệm và người được hưởng trợ cấp, lương hưu sẽ là nạn nhân chính trong những biến động khó lường theo sau cuộc sụp đổ. Mặc dù một sự kiện như vậy không có nghĩa là sự chấm hết cho hoạt động thương mại, tài chính hay ngân hàng. Những “tay chơi” lớn trên thị trường tài chính, bất kể đó là các quốc gia, ngân hàng hay các thể chế đa phương, sẽ rơi vào vòng lẩn quẩn. Trong khi các bộ trưởng tài chính, thống đốc ngân hàng trung ương và nguyên thủ quốc gia liên tục nhóm họp để dàn xếp luật lệ mới của cuộc chơi. Nếu tình hình xã hội trở nên bất ổn



trước khi giới tài chính chớp bu kịp cứu vãn hệ thống, các quốc gia sẽ phải chuẩn bị lực lượng cảnh sát có vũ trang, quân đội, phương tiện, cơ chế giám sát và ban hành các mệnh lệnh để đàn áp làn sóng phản nộ trong dân chúng.

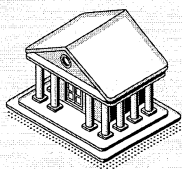
Hệ thống tiền tệ quốc tế tương lai sẽ không dựa trên đồng đô-la, vì Trung Quốc, Nga, các nước khai thác dầu mỏ và các quốc gia mới nổi khác sẽ đồng tâm hiệp lực chấm dứt sự thống trị của Mỹ về mặt tiền tệ và thiết lập nên một bản vị tiền tệ mới. Việc bản vị mới này sẽ dựa trên vàng, SDR hay một mạng lưới tiền tệ dự trữ của khu vực, chúng ta còn phải chờ xem. Tuy nhiên, sự lựa chọn không có nhiều, và việc nghiên cứu thấu đáo về những khả năng hàng đầu có thể đem lại cho các nhà đầu tư một lợi thế cùng cái nhìn toàn cảnh hợp lý để bảo tồn tài sản trong thế giới mới này.

Hệ thống tiền tệ quốc tế đang diễn biến ngoài tầm kiểm soát, cục diện nền kinh tế thế giới đã biến đổi, với những đối thủ mới, lòng trung thành đổi chủ, sự vô lý về mặt chính trị và sự thay đổi về mặt công nghệ khiến giới đầu tư cảm thấy rối rắm. Trong **Tiền đấu với vàng**, bạn sẽ lướt qua những ngày cuối cùng của đồng đô-la và nhìn vào tương lai để quan sát một hệ thống mới sẽ trỗi dậy từ tro tàn của cái cũ.



PHẦN MỘT

TIỀN VÀ ĐỊA CHÍNH TRỊ



Chương I

LỜI TIÊN TRI

Một trong những nỗi sợ lớn nhất của chúng tôi là một điều diễn ra hôm nay, và khi mổ xẻ phân tích vấn đề thì mới vỡ lẽ ra rằng hai tuần trước, chúng tôi đã có manh mối (nhưng) không hề biết, vì nó bị chôn vùi dưới việc gì đó khác chưa được xử lý.

– B. “Buzzy” Krongard, Giám đốc điều hành CIA

Bằng chứng xác thực cho thấy rằng đã diễn ra hoạt động giao dịch bất thường trên các thị trường quyền chọn tính đến trước ngày 11 tháng 9, điều này ăn khớp với việc các tay khủng bố hoặc đồng bọn của chúng đã giao dịch dựa trên việc biết trước về những cuộc tấn công sắp xảy ra.

– Allen M. Potesman, Đại học Illinois tại Urbana-Champaign

Đừng bao giờ tin vào bất cứ điều gì cho đến khi nó được phủ nhận một cách chính thức.

– Claud Cockburn, Nhà báo người Anh



GIAO DỊCH TRẮNG TRỘN

“Không ai giao dịch một mình.” Đây là chân lý trên thị trường tài chính, có nghĩa là mọi hoạt động buôn bán đều để lại lịch sử giao dịch để truy xuất. Chỉ cần biết nên nhìn vào đâu, kiểm tra lịch sử và dữ liệu như thế nào, một người có thể biết được rất nhiều, không chỉ về lượng cổ phiếu bán ra mỗi ngày của những đối tượng cụ thể, dù lớn hay nhỏ, mà còn về những xu hướng và sự thật không mấy tốt lành. Điển hình là những bằng chứng trên thị trường xoay quanh sự kiện 11/9 – hầu hết trong số đó vẫn còn là ẩn số đối với công chúng.

Các phòng họp bảo mật tại trụ sở chính của CIA ở Langley – không có cửa sổ, tĩnh lặng và chật hẹp – được những người sử dụng chúng gọi là “hầm mộ”. Ngày 26 tháng 9 năm 2003, John Mulheren và tôi ngồi cạnh nhau trong một “hầm mộ” trên tầng bốn của trụ sở. Mulheren là một trong những tay chơi cổ phiếu cừ khôi nhất lịch sử Phố Wall. Còn trách nhiệm của tôi là xây dựng mô hình giao dịch của khủng bố cho CIA, một phần trong cuộc điều tra quy mô lớn về hoạt động giao dịch cổ phiếu trên cơ sở biết trước về những vụ khủng bố 11/9.

Tôi nhìn thẳng vào mắt anh ta và hỏi anh ta có tin rằng có một cuộc giao dịch nội gián liên quan đến cổ phiếu của American Airlines ngay trước sự kiện 11/9 không. Câu trả



lời của anh ta khiến tôi rùng mình: “Đó là trường hợp giao dịch nội gián hiển nhiên nhất mà tôi từng thấy.”

Mulheren bắt đầu sự nghiệp chơi cổ phiếu vào đầu những năm 1970 và trở thành một trong những Giám đốc điều hành trẻ nhất từng được bổ nhiệm ở Merrill Lynch ở tuổi 25. Năm 1990, anh ta bị phát hiện có dính líu đến hoạt động giao dịch nội gián trong loạt scandal giao dịch xảy ra hồi thập niên 1980. Nhưng trong phiên xét xử chống án, tòa tuyên bố Mulheren vô tội. Phán quyết ban đầu dành cho anh ta dựa trên lời khai của Ivan Boesky, một tay giao dịch nội gián ai cũng biết. Trong suốt vụ án, Mulheren bị cảnh sát bắt giữ tại tư gia ở Rumson, New Jersey khi đang chuẩn bị lên đường với một khẩu súng trường đã lên đạn để giết Boesky giữa thanh thiên bạch nhật.

Mulheren là chuyên gia trong lĩnh vực mua bán quyền chọn và hiểu rất rõ mối quan hệ toán học giữa giá quyền chọn và giá cổ phiếu cơ sở của quyền chọn đó. Anh ta đồng thời là tay chơi cổ phiếu thâm tóm lão luyện và biết rằng thông tin về thương vụ thường bị rò rỉ trước, mở đường cho hoạt động giao dịch nội gián. Không ai nắm rõ về mối liên kết giữa giao dịch nội gián và tín hiệu giá hơn Mulheren.

Khi chúng tôi gặp nhau ở Langley, Mulheren đang là CEO của Bear Wagner, một trong bảy công ty chuyên biệt về Sàn Giao dịch Chứng khoán New York lúc bấy giờ. Gần đây, tầm quan trọng của những công ty dạng này đã mờ



nhật đi nhiều, nhưng vào thời gian diễn ra sự kiện 11/9, họ là mắt xích quan trọng nhất giữa người mua và người bán. Công việc của họ là tạo ra một thị trường và bình ổn giá. Các chuyên gia sử dụng thị trường quyền chọn để giảm bớt rủi ro mà họ phải chịu khi thiết lập thị trường. Họ chính là mắt xích then chốt liên kết thị trường cổ phiếu New York với thị trường quyền chọn Chicago.

Công ty của Mulheren là nơi tạo lập thị trường được chỉ định cho cổ phiếu của American Airlines vào thời điểm xảy ra sự kiện 11/9. Khi hai chiếc máy bay đâm vào tòa tháp đôi, Mulheren nhìn thấy khói lửa bốc lên từ văn phòng của mình gần Trung tâm Thương mại Thế giới và ngay lập tức hiểu chuyện gì đang diễn ra. Trong lúc mọi người còn đoán già đoán non về một “chiếc máy bay nhỏ bị chệch khỏi hành trình” thì Mulheren đã bán tổng bán tháo các hợp đồng tương lai S&P 500. Chỉ 9 phút từ lúc xảy ra vụ tấn công đến lúc thị trường hợp đồng tương lai đóng cửa, Mulheren đã rút túi 7 triệu đô-la nhờ việc bán khống cổ phiếu. Sau đó, anh ta quyền toàn bộ số tiền này cho hoạt động từ thiện.

Mulheren là một nhân chứng: Anh ta tận mắt chứng kiến toàn bộ cuộc tấn công 11/9 và cuộc giao dịch nội gián trước đó. Sự có mặt của anh ta ở Langley năm 2003 là một phần trong dự án của CIA nhằm truy ngược trở lại khoảng thời gian trước khi xảy ra vụ khủng bố.



VỤ GIAO DỊCH CỦA PHE KHỦNG BỐ

Ngày 5 tháng 9 năm 2001 là ngày mà Osama bin Laden biết rằng các cuộc tấn công vào New York và Washington sẽ diễn ra vào 11/9. Đồng hồ đếm ngược đến cuộc khủng bố bắt đầu. Còn bốn ngày trước khi đường phố xung quanh Sàn Giao dịch Chứng khoán New York ngổn ngang xác người và đất đá. Những người giao dịch thuộc phe khủng bố với những tin tức nội bộ chỉ cần vài ngày để thực hiện các chiến lược nhằm đẩy mạnh lợi nhuận từ khủng bố. Những giao dịch nội gián dựa trên những thông tin về âm mưu 11/9 được diễn ra rầm rộ từ trước ngày 6 tháng 9.

Bin Laden được cho là đã sinh ra và lớn lên trong một gia đình vô cùng giàu có ở Ả Rập Saudi. Những tay khủng bố chơi chứng khoán vốn nắm được thông tin Al Qaeda, bao gồm cả nhóm không tặc trong vụ 11/9, cũng không xuất thân từ tầng lớp nghèo khổ, thất học. Trái lại, chúng đều là bác sĩ, kỹ sư. Nhiều tên sống ở các quốc gia phát triển như Đức và Mỹ. Al Qaeda được những người Ả Rập Saudi giàu có hỗ trợ tài chính và thường xuyên giao dịch cổ phiếu trên thị trường.

Hầu như ai cũng biết rằng Al Qaeda quá rành quy trình vận hành của Sàn Giao dịch Chứng khoán New York. Trong cuộc phỏng vấn với một nhà báo người Pakistan chỉ vài tuần sau vụ khủng bố 11/9, Bin Laden đã đưa ra những



bình luận dưới đây, cho thấy hẳn hiểu rõ tới mức nào về mối liên hệ giữa khủng bố và giao dịch chứng khoán:

Tôi khẳng định những sự kiện diễn ra vào thứ Ba, ngày 11 tháng 9 năm 2001 ở New York và Washington thực sự có ý nghĩa to lớn trong mọi phương diện... Và nếu sự sụp đổ của tòa tháp đôi... là một sự kiện nghiêm trọng thì hãy xem xét những sự kiện theo sau nó... Hãy nói về những quyết định kinh tế vẫn đang diễn ra...

Thị trường Phố Wall mất tới 16%. Người ta nói đây là một kỷ lục chưa từng có kể từ khi thị trường này mở cửa cách đây hơn 230 năm... Tổng giá trị giao dịch trên thị trường Phố Wall là 4.000 tỉ đô-la. Nếu chúng ta lấy 16% nhân với 4.000 tỉ đô-la để ra khoản tiền mất đi từ cổ phiếu thì con số sẽ là 640 tỉ đô-la, ạy Thánh Alla.

American Airlines và United Airlines, hai công ty điều hành bốn chiếc máy bay bị không tặc khống chế trong ngày 11/9, đều niêm yết công khai và giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán New York. Năm 2001, mã chứng khoán của American Airlines là AMR, của United Airlines là UAL.

Một điều tra viên tìm kiếm bằng chứng giao dịch nội gián thường bắt đầu với thị trường quyền chọn, vốn liên kết chặt chẽ với thị trường chứng khoán. Những vụ án giao dịch nội gián diễn ra trong nhiều thập kỷ qua đã cho thấy rằng quyền chọn là công cụ lựa chọn của người giao dịch nội gián. Lý do quá hiển nhiên: Đối với cùng một khoản



tiền mặt, quyền chọn đem lại đòn bẩy lớn hơn rất nhiều so với giao dịch cổ phiếu thông thường. Điều gì có lý với Phố Wall thì cũng có lý với bọn khủng bố. Khi ai đó đặt cược vào một việc chắc chắn xảy ra, đòn bẩy sẽ phóng đại lợi nhuận kỳ vọng và bọn khủng bố đang làm như vậy – điều chắc chắn xảy ra ở đây là sự hoảng loạn theo sau cuộc tấn công của chúng.

Mặc dù chỉ có một nhóm rất nhỏ những kẻ thực thi mới biết chi tiết hành động của những cuộc tấn công khủng bố 11/9, nhưng việc sẽ xảy ra một cuộc tấn công vào ngày 11 tháng 9 năm 2001 thì nhiều người biết hơn. Nhóm này bao gồm đồng bọn, bạn cùng nhà, người ủng hộ tài chính lẫn bạn bè và gia đình của nhóm không tặc. Những người được bọn khủng bố nói trước về sự việc sắp xảy ra sẽ đi kể với người khác nữa và thông tin cứ thế lan đi trong một mạng lưới xã hội giống hệt cách một video được lan truyền trên Internet.

Việc các thành viên trong mạng lưới xã hội đang rỉ tai nhau thông tin về một vụ tấn công sắp diễn ra không giúp ích gì cho các cơ quan tình báo trừ khi họ “bắt” được những thông điệp đó. Mà việc này lại gặp phải nhiều thách thức trong cả công tác điều hướng các nguồn lực thu thập thông tin đến đúng kênh lẫn quá trình tách tín hiệu khỏi sự nhiễu loạn. Nhưng ít nhất cũng có một kênh nhấp nháy đỏ trước sự kiện 11/9, cho cả thế giới biết rằng sắp xảy ra thảm họa liên quan đến ngành hàng không. Đó chính là tòa bảo tháp



của nền tài chính Hoa Kỳ – Sàn Giao dịch Chứng khoán New York.

Khi đồng hồ bắt đầu đếm ngược đến vụ khủng bố, các tín hiệu trên thị trường dồn dập xuất hiện như một cơn sóng thần. Bình thường, tỉ lệ số người đặt cược một cổ phiếu sẽ giảm so với số người đặt cược nó sẽ tăng là 1:1. Vào ngày 6 và ngày 7 tháng 9, tỉ lệ này đối với cổ phiếu của United Airlines là 12:1. Ngày 8 và ngày 9 tháng 9 rơi vào cuối tuần, sàn giao dịch đóng cửa. Phiên giao dịch cuối cùng trước khi xảy ra vụ tấn công là ngày 10 tháng 9 và trong ngày đó, tỉ lệ quyền chọn đặt cược cổ phiếu của American Airlines sẽ giảm so với tỉ lệ quyền chọn đặt cược nó sẽ tăng là 6:1. Ngày 11 tháng 9 năm 2001, các máy bay của United Airlines và American Airlines đâm vào Trung tâm Thương mại Thế giới và Lầu Năm Góc. Ngày giao dịch đầu tiên sau loạt vụ tấn công, cổ phiếu của United Airlines giảm 43%, cổ phiếu của American Airlines giảm 40% so với phiên giao dịch ngày 10 tháng 9. Hàng ngàn người Mỹ đã chết. Còn những tay giao dịch quyền chọn thì kiếm được hàng triệu đô-la.

Giao dịch một chiều, loại hình giao dịch trong đó quyền chọn giá lên nhiều hơn hẳn quyền chọn giá xuống đối với AMR và UAL ngay trước sự kiện 11/9, sẽ không phải là điều gì bất thường nếu có những thông tin tiêu cực về hai mã cổ phiếu này. Nhưng trong những ngày đó, trên thị trường không có bất cứ thông tin gì liên quan đến ngành hàng không. Cổ phiếu của các hãng hàng không lớn khác



như Southwest và US Airways không xuất hiện hiện tượng giao dịch giá xuống quy mô lớn như trường hợp xảy ra với American và United.

Tất cả những gì người ta thấy là làn sóng đặt cược một chiều cực kỳ lớn rằng giá cổ phiếu của American và United Airlines sẽ giảm trong bốn ngày giao dịch cuối cùng trước sự kiện 11/9. Những người giao dịch dày dạn kinh nghiệm và những chương trình máy tính tinh vi đã nhận ra kiểu mẫu của hiện tượng này – đó chính là giao dịch nội gián dựa trên việc biết trước tin tức bất lợi. Chỉ có bọn khủng bố và mạng lưới xã hội của chúng mới biết rằng tin tức đó là cuộc tấn công đẫm máu nhất trong lịch sử Hợp chúng quốc Hoa Kỳ.

Những số liệu nói trên không phải là chứng cứ duy nhất cho thấy mối liên hệ giữa vụ khủng bố và giao dịch nội gián dựa trên việc biết trước thông tin về nó. Vậy mà bất chấp những bằng chứng rõ ràng như vậy, Ủy ban 11/9 vẫn kết luận:

Những cuộc điều tra toàn diện được tiến hành bởi Ủy ban Chứng khoán và Hối đoái, FBI cùng các cơ quan khác không phát hiện thấy bằng chứng nào về việc có bất kỳ ai thu lợi từ hoạt động giao dịch chứng khoán nhờ việc biết trước thông tin về các vụ tấn công.

Thứ ngôn ngữ được sử dụng trong Báo cáo của Ủy ban 11/9 chỉ là một mảnh khoe của giới luật sư. Nói rằng các



cơ quan không phát hiện bằng chứng nào không có nghĩa là không có bằng chứng, chỉ đơn giản là họ không tìm ra nó. Kết luận rằng không ai thu lợi không có nghĩa là giao dịch không diễn ra, chỉ đơn giản là người ta không thể xác định được khoản lợi nhuận từ đó. Có lẽ thủ phạm đã không thu được chiến lợi phẩm, giống kiểu một tên cướp nhà băng đánh rơi bao tài tiền cướp được khi ngồi trên máy bay. Những kẻ khủng bố giao dịch nội gián có thể đã không biết rằng sàn giao dịch sẽ đóng cửa trong nhiều ngày sau vụ tấn công, khiến chúng không thể nào thực hiện giao dịch và thu lợi nhuận.

Mặc cho các nhà chức trách phủ nhận thế nào thì bằng chứng về mối liên hệ giữa khủng bố và giao dịch cổ phiếu vẫn được tìm thấy khi đào sâu hơn vào các vấn đề pháp lý và hiện tượng phóng đại tín hiệu trên thị trường chứng khoán. Những giao dịch quyền chọn bất thường dựa trên việc biết trước về vụ 11/9 được giới học thuật nghiên cứu rất kỹ. Tài liệu này phần lớn được xuất bản *sau khi* Ủy ban 11/9 hoàn thành cuộc điều tra của họ, nhấn mạnh quan điểm rằng hoạt động giao dịch quyền chọn trước 11/9 dựa trên thông tin nội gián.

Nghiên cứu học thuật nổi bật nhất về mối liên hệ giữa hoạt động giao dịch nội gián của phe khủng bố với sự kiện 11/9 được Allen M. Poteshman – Giáo sư trường Đại học Illinois tại Urbana-Champaign thực hiện trong bốn năm,



từ 2002 đến 2006. Những kết luận của ông được trường Đại học Chicago xuất bản vào năm 2006.

Poteshtman đã dựa trên những kỹ thuật thống kê rất đáng tin cậy, tương tự như việc dùng ADN để chứng minh một tội ác khi không có ai làm chứng vậy. Trong các vụ án giết người, công tố viên so sánh ADN của bị cáo với mẫu thu thập được tại hiện trường vụ án. Trường hợp ADN trùng khớp nhưng bị cáo vô tội vẫn có thể xảy ra, tuy nhiên xác suất nhỏ đến nỗi bồi thẩm đoàn thường vẫn sẽ tuyên án. Có vài hệ số tương quan thống kê mạnh đến mức người ta phải ghi nhận những kết luận hiển nhiên từ chúng, bất chấp xác suất sai vô cùng bé.

Các nhà nghiên cứu như Poteshtman thu thập rất nhiều bộ dữ liệu lớn rồi thiết lập hành vi thông thường của cổ phiếu, gọi là đường cơ sở. Sau đó, họ so sánh hoạt động giao dịch trên thực tế trong một giai đoạn mục tiêu với đường cơ sở này để xem giai đoạn mục tiêu này thể hiện hành vi bình thường hay cực đoan. Các biến số giải thích được kiểm tra để tính đến cả hành vi cực đoan. Những kỹ thuật này đã được chứng minh là đáng tin cậy trong nhiều bối cảnh điều tra và cưỡng chế. Ví dụ, trong suốt thời kỳ bong bóng dot-com, chúng đã được dùng để tìm ra hành vi ghi lùi ngày quyền chọn bất hợp pháp nhưng rất phổ biến của các công ty công nghệ.



Dữ liệu mà Poteshman sử dụng để thiết lập đường cơ sở bao gồm một báo cáo hàng ngày về giao dịch quyền chọn trên tất cả cổ phiếu S&P Index từ 1990 đến ngày 20 tháng 9 năm 2001, gần như ngay sau sự kiện 11/9. Ông tập trung vào vài hệ số có liên quan trước khi chuyển sang dữ liệu nhiều khả năng được bọn khủng bố sử dụng hơn cả – mức mua quyền chọn bán cổ phiếu AMR và UAL. Một quyền chọn bán trên một cổ phiếu chính là một vụ đặt cược rằng giá cổ phiếu đó sẽ giảm.

Poteshman chia dữ liệu thành các khoảng thập phân từ 0,0 đến 1,0, với 0,0 biểu diễn mức cực tiểu trong giao dịch quyền chọn bán và 1,0 biểu diễn mức cực đại. Ông phát hiện ra rằng, trong bốn ngày giao dịch ngay trước sự kiện 11/9, giá trị trung bình hàng ngày cực đại đối với cả hai hãng hàng không bị không tặc là 0,99 và giá trị cực đại của toàn bộ giai đoạn “cửa sổ”² kéo dài bốn ngày là 0,96. Trong bối cảnh không có bất cứ tin gì giải thích được độ lệch gần như tuyệt đối này, kết luận khả dĩ nhất là hoạt động này là dấu hiệu của hành vi giao dịch nội gián. Poteshman viết:

Có bằng chứng cho thấy hoạt động bất thường của thị trường quyền chọn trong những ngày trước 11 tháng 9 phù hợp với giả thiết cho rằng các nhà đầu tư giao dịch dựa trên việc biết trước về những vụ tấn công.

² Giai đoạn cửa sổ (window period): Khoảng thời gian trong đó các nhân viên, cấp quản lý và những thành viên nội bộ của một công ty được phép giao dịch cổ phiếu của công ty đó.



Một nghiên cứu sâu rộng khác được Viện Tài chính Thụy Sĩ thực hiện cũng đi đến kết luận như trên. Nghiên cứu này xem xét giai đoạn từ 1996 đến 2009 và phân tích số lượng giao dịch quyền chọn trị giá 9,6 triệu đô-la trong 31 công ty mà họ lựa chọn, bao gồm cả American Airlines. Liên quan đến sự kiện 11/9, nghiên cứu kết luận:

Các công ty như American Airlines, United Airlines, Boeing và ở chừng mực nào đó là cả Delta Air Lines và KLM có vẻ đã trở thành mục tiêu của các hoạt động giao dịch nội gián trong giai đoạn trước khi xảy ra hai vụ tấn công. Số lượng quyền chọn bán mới được phát hành trong khoảng thời gian đó rất cao và tổng lợi nhuận... được thực hiện bằng việc thi hành quyền chọn lên tới hơn 16 triệu đô-la. Những phát hiện này góp phần củng cố bằng chứng trong nghiên cứu của Poteshman (2006), người cũng lập hồ sơ về những hoạt động bất thường trên thị trường quyền chọn ngay trước hai vụ tấn công khủng bố.

Ủy ban 11/9 đã biết về những số liệu giao dịch mà các học giả sử dụng. Họ cũng không lạ gì việc giới truyền thông cho rằng bọn khủng bố đã tiến hành giao dịch nội gián. Tuy nhiên, họ phủ nhận mọi mối liên hệ giữa hoạt động mua bán quyền chọn và bọn khủng bố. Lý do là vì họ không hiểu được sự khuếch tán tín hiệu (signal amplification).

Sự khuếch tán tín hiệu trong hoạt động giao dịch cổ phiếu mô tả trạng thái trong đó một lượng nhỏ giao dịch



bất hợp pháp dựa trên thông tin nội gián dẫn đến một lượng lớn hơn nhiều giao dịch *hợp pháp* dựa trên quan điểm cho rằng “ai đó biết điều gì đó mà mình không biết”. Đó là trường hợp những người giao dịch hợp pháp ăn theo một vụ giao dịch khởi nguồn phi pháp mà không biết nó có vấn đề về pháp lý.

Xin nhắc lại một lần nữa: Không ai có thể giao dịch một mình. Cứ mỗi người mua quyền chọn bán thì có một người bán để hành vi giao dịch diễn ra. Mỗi vụ giao dịch lại được ghi nhận trên hệ thống báo cáo giá được gửi đến những người giao dịch chuyên nghiệp. Ngay cả một đợt mua quyền chọn bán giá trị rất nhỏ cũng không thể qua mắt nhóm người này. Trong những ngày trước sự kiện 11/9, hoàn toàn không có bất cứ tin tức gì đáng kể về American hay United Airlines. Bất cứ người giao dịch chuyên nghiệp nào nhìn thấy một vụ giao dịch nhỏ cũng sẽ tự hỏi, tại sao một người lại đặt cược rằng cổ phiếu của hãng hàng không này sẽ giảm. Cô ta không biết ai đang giao dịch, nhưng sẽ giả định rằng người đó biết mình đang làm gì và phải có lý do để làm vậy. Có thể chuyên gia này sẽ mua một số lượng quyền chọn bán lớn hơn nhiều cho tài khoản cá nhân của mình để ăn theo vụ giao dịch nội gián của người xa lạ.

Rất nhanh chóng, những người khác bắt đầu để ý đến hoạt động này và cũng đổ xô đi mua quyền chọn bán. Mỗi vụ giao dịch sẽ làm tăng tổng giá trị quyền chọn bán được mua và khuếch đại tín hiệu ban đầu thêm một chút. Tình huống xấu nhất là động lực sẽ đẩy thị trường đến trạng



thái hỗn loạn đỉnh điểm như trong phim *Wall Street*, khi vụ giao dịch ban đầu trên cổ phiếu Blue Star Airlines do Bud Fox (Charlie Sheen thủ vai) thực hiện bắt đầu sụp đổ ngoài tầm kiểm soát giữa những tiếng la hét “Bán hết đi!” và “Chúng ta phải thoát khỏi nó ngay!”

Trở lại với vụ 11/9, 4.516 quyền chọn bán – tương đương với 451.600 cổ phần của American Airlines đã được giao dịch trong ngày 10 tháng 9 năm 2001, ngay trước ngày diễn ra vụ khủng bố. Đại đa số những giao dịch này hợp pháp. Tuy nhiên, chỉ cần một số lượng nhỏ giao dịch nội gián của bọn khủng bố là đủ để đẩy quả bóng tuyết lăn xuống dốc và tạo thành một giá trị giao dịch ăn theo hợp pháp lớn hơn rất nhiều. Những người giao dịch ăn theo hoàn toàn không biết trước về vụ tấn công, họ chỉ đặt cược rằng người khác biết tin tức tiêu cực chưa công khai gì đó về AMR.

Họ đã đúng.

Lý lẽ được nhiều cơ quan tình báo sử dụng để phản bác ý kiến cho rằng có hoạt động giao dịch nội gián của phe khủng bố là: Bọn khủng bố sẽ không bao giờ xem thường việc giữ bí mật hành động đến nỗi tham gia một cách khinh suất vào các hoạt động giao dịch nội gián, vì như vậy sẽ có khả năng bị phát hiện. Rất dễ để bẻ gãy lý lẽ này. Không ai bảo tên không tặc Mohamed Atta đã mua quyền chọn mua cổ phiếu AMR thông qua một tài khoản E*Trade trên đường đi khủng bố chuyến bay 11 của American Airlines khởi hành



từ sân bay Logan, Boston. Người giao dịch nội gián không phải là những tay khủng bố, mà là các thành phần tham gia mạng lưới xã hội của chúng.

Những yêu cầu phải giữ bí mật hành động dễ dàng bị lòng tham cố hữu gạt qua một bên. Trường hợp điển hình là chuyên gia trang trí nhà cửa Martha Stewart. Năm 2001, Stewart là một trong những người phụ nữ giàu nhất thế giới nhờ vào thành công trong lĩnh vực xuất bản và các dự án đầu tư vào truyền thông liên quan đến nấu ăn và trang trí nhà cửa. Năm đó, cô ta bán cổ phiếu trên ImClone Systems dựa vào mảnh khoe của người mới giới và tránh được khoản thua lỗ khoảng 45.000 đô-la, con số rất nhỏ so với tài sản của Stewart. Tuy nhiên, năm 2004, cô ta bị buộc tội thông đồng, phá hoại quá trình tư pháp và làm giả báo cáo tài chính liên quan đến vụ giao dịch nói trên. Kết quả là cô ta phải vào tù.

Khi đứng trước cơ hội đặt cược vào một điều chắc chắn, lòng tham thường chiến thắng lý lẽ thông thường và khiến vụ cá cược đó trở nên hấp dẫn khôn cưỡng. Các tài liệu ghi chép về hoạt động giao dịch nội gián đầy rẫy những vụ như thế. Khi cơ hội đến thì một tên đồng minh khủng bố cũng chẳng sáng suốt hơn một người nổi tiếng và siêu giàu có.

Rõ ràng những phân tích về mạng lưới xã hội của bọn khủng bố, phương pháp thống kê, hiệu ứng khuếch tán tín



hiệu và quan điểm của các chuyên gia rất có sức nặng. Vậy tại sao Ủy ban 11/9 lại không thể kết luận rằng bọn khủng bố đã giao dịch trong AMR và UAL dựa trên việc biết trước vụ tấn công? Câu trả lời nằm trong chính Báo cáo của Ủy ban 11/9, phần chú thích 130 của chương 5.

Chú thích 130 thừa nhận rằng hoạt động trong AMR và UAL trước 11/9 là “rất đáng nghi ngờ”. Nó cũng nói, “Trên thực tế, một số giao dịch bất thường đã diễn ra, nhưng mỗi vụ giao dịch này lại có một cách giải thích rất lỏng lẻo.” Nhìn gần hơn vào những cách giải thích “lỏng lẻo” này, chúng ta sẽ nhận thấy những sai lầm trong cách lập luận của Ủy ban.

Ví dụ, báo cáo ghi nhận “một nhà đầu tư tổ chức có trụ sở tại Mỹ không hề có liên quan gì với Al Qaeda đã mua 95% quyền bán cổ phiếu UAL vào ngày 6 tháng 9, đây là một phần của chiến lược giao dịch. Trong đó, họ cũng đồng thời mua 115.000 cổ phần của American.” Có hai cách giải thích cho điều này:

Một là, tỉ lệ phần trăm rất cao mà Ủy ban cho rằng vô can kia hoàn toàn nhất quán với hiện tượng khuếch tán tín hiệu. Chỉ có một lượng giao dịch rất nhỏ ban đầu là do bọn khủng bố thực hiện. Báo cáo của Ủy ban 11/9 không đưa ra bằng chứng nào cho thấy họ đã thử tiến hành bất kỳ hành động nào để đào sâu hơn vào vấn đề và tiếp cận tín hiệu ban



đầu này. Thay vào đó, họ đã bị lừa bởi những giao dịch vô can phát sinh.

Hai là, Ủy ban 11/9 dựa vào nhà đầu tư trên nói rằng số quyền bán cổ phiếu UAL mà anh ta đã mua là một phần trong chiến lược lớn hơn liên quan đến cả việc mua cổ phần AMR, một dạng giao dịch giá lên - giá xuống. Điều này thể hiện sự ngờ nghệch của một bộ phận người trong Ủy ban. Các nhà đầu tư tổ chức lớn có vô số vị thế chẳng liên quan gì đến nhau nhưng nó có thể được chọn sau khi giao dịch xong để cho các nhà điều tra thấy động cơ của vụ giao dịch là hoàn toàn trong sáng. Nhìn bề mặt thì vị thế AMR của nhà đầu tư này không lý giải được tại sao anh ta lại bán khổng nhiều cổ phiếu UAL như vậy.

Báo cáo nói tiếp, “Chúng tôi đã truy ra nguồn gốc của nhiều vụ giao dịch nhìn có vẻ đáng ngờ ở Mỹ vào ngày 10 tháng 9 bắt nguồn từ một bản tin chuyên về giao dịch quyền chọn được fax từ Mỹ đến người đăng ký vào Chủ nhật, ngày 9 tháng 9, trong đó khuyên họ nên cân nhắc những giao dịch này.” Phân tích này cho thấy rằng người của Ủy ban hiểu biết rất hạn chế về cách thức hoạt động của các chương trình nghiên cứu tại Phố Wall.

Có hàng nghìn mẫu tin chia sẻ các mảnh lối giao dịch đang được phát tán. Vào bất cứ ngày nào, bạn có cũng thể tìm thấy ít nhất một lời khuyên mua hoặc bán cổ phiếu của những công ty lớn nhất được niêm yết trên Sàn Giao



dịch Chứng khoán New York. Như vậy, tờ bản tin gợi ý mua quyền chọn bán trên cổ phiếu của American Airlines hết sức bình thường. Chắc chắn cùng lúc đó cũng có những bản tin khác gợi ý theo hướng ngược lại. Việc chỉ chọn bằng chứng phù hợp với một giả thuyết mà bỏ qua những bằng chứng khác là một ví dụ cho thấy sự thiên kiến, nguyên nhân lớn nhất dẫn đến những phân tích tình báo nhiều sai sót.

Một vấn đề nữa đối với lời giải thích liên quan đến bản tin nói trên là, họ tin rằng lời khuyên trong đó không liên quan đến hoạt động giao dịch nội gián đang diễn ra trong AMR. Tại sao lại nhìn nhận bản tin như một tín hiệu trong khi thực tế nó là một phần của nhiễu loạn? Ví dụ, vào ngày 7 tháng 9, khối lượng giao dịch trong AMR tăng gấp đôi so với ngày trước đó, đạt mức cao nhất trong gần ba tháng với giá cổ phiếu giảm dần. Mẫu hình này nhất quán với hoạt động giao dịch nội gián ngay trước cuộc tấn công ngày 11 tháng 9. Khả năng khối lượng quyền bán ngày 7 tháng 9 dẫn đến lời khuyên trên bản tin ngày 9 tháng 9 còn lớn hơn khả năng bản tin đó dẫn đến việc ồ ạt mua quyền bán ngày 10 tháng 9.

Cách giải thích hợp lý hơn là: Toàn bộ chuỗi sự kiện từ ngày 6 tháng 9 đến ngày 10 tháng 9 là một hiện tượng khuếch tán tín hiệu do một khối lượng giao dịch nội gián nhỏ ban đầu gây ra. Thật là một kỹ thuật pháp lý kém cỏi khi cô lập một sự kiện duy nhất như bản tin nói trên và



chấp nhận nó như lời giải thích cho toàn bộ vụ việc mà không tham chiếu đến những sự kiện trước đó. Sẽ tốt hơn nếu lùi lại một bước để nhìn rõ bức tranh toàn cảnh và tách biệt giữa tín hiệu với nhiễu loạn.

Những kẻ giao dịch nội gián và thành phần ăn theo đương nhiên là sẽ giữ các báo cáo nghiên cứu có lợi cho hoạt động của mình phòng khi SEC triệu tập. SEC thường tổ chức các cuộc điều tra bất cứ khi nào họ nhận thấy hoạt động giao dịch đáng ngờ liên quan đến một sự kiện gây biến động thị trường. Việc đưa cho các điều tra viên của SEC một báo cáo nghiên cứu nào đó chính là cách để đuổi họ đi. Trong giao dịch cổ phiếu, bọn tội phạm tốn rất nhiều công sức để tự chuẩn bị những báo cáo nghiên cứu cho mục đích duy nhất là dựng nên một câu chuyện thuyết phục phòng trường hợp hoạt động giao dịch nội gián của chúng bị nghi ngờ. Nhìn vào kỹ thuật đánh lừa điều tra viên được “ưu chuộng” này, thật không may khi Báo cáo của Ủy ban 11/9 lại coi trọng một bản tin duy nhất.

Khi xem xét bằng lý thuyết khuếch tán tín hiệu, “thuyết người mua lớn hơn” và “thuyết bản tin” của Ủy ban 11/9 được nhắc đến trong chú thích 130 càng thêm khẳng định việc có giao dịch nội gián thay vì phản bác nó. Hơn nữa, hai thuyết này không bao giờ chỉ đích danh hoạt động mua quyền chọn bán ở United Airlines vào ngày 7 tháng 9 và những giao dịch đáng ngờ khác.



Chúng ta cũng cần phải tách biệt phân tích giao dịch nội gián này khỏi cái gọi là Phong trào Sự thật 11/9 – cụm từ dùng để gọi những tổ chức và cá nhân khẳng khẳng bảo về các thuyết âm mưu liên quan đến hai vụ tấn công ngày 11 tháng 9. Nhiều người cho rằng các cơ quan và nhân viên của Chính phủ Mỹ đã tham gia vào việc lên kế hoạch cho các vụ tấn công và rằng tòa tháp đôi sụp đổ do các khối chất nổ được đặt từ trước chứ không phải do tác động của hai chiếc máy bay bị không tặc. Máy thứ vớ vẫn vô nghĩa này thực sự xúc phạm những người đã chết hoặc bị thương trong vụ tấn công và trong các chiến dịch đáp trả của quân đội sau đó. Không ai có thể phản bác bằng chứng thuyết phục về việc các vụ tấn công đã được lên kế hoạch và thực hiện bởi Al Qaeda. Báo cáo của Ủy ban 11/9 là một bản tóm tắt xuất sắc và kỳ công, một công trình nghiên cứu lịch sử để đời, bất chấp những sai sót khó tránh khỏi khi mà phạm vi nghiên cứu quá rộng lớn như vậy. Hơn thế nữa, không có gì mâu thuẫn giữa câu chuyện được thừa nhận rộng rãi về sự kiện 11/9 với hoạt động giao dịch nội gián của phe khủng bố. Xét đến mức độ quan trọng của vụ tấn công và những nhu cầu của bản chất con người thì đáng lẽ người ta nên biết rằng giao dịch nội gián chắc chắn sẽ xảy ra. Có quá nhiều bằng chứng về mặt thống kê, hành vi và cả những giai thoại về các phi vụ giao dịch nội gián trước ngày 11 tháng 9.



Giao dịch nội gián của phe khủng bố không phải là tình tiết do Chính phủ Mỹ xây dựng nên, mà chỉ là sự mở rộng của tình tiết khủng bố. Nó hèn hạ và tầm thường. Mạng lưới nhỏ bé của những kẻ thân quen với bọn khủng bố không thể cưỡng lại được sức hấp dẫn của việc đặt cược trên một điều chắc chắn và hiệu ứng khuếch tán tín hiệu đảm nhiệm phần còn lại. Tuy nhiên, tín hiệu không hề bị che giấu. Trên màn hình giao dịch khắp thế giới, bằng chứng về những vụ tấn công sắp xảy ra quá hiển nhiên đối với những ai đang quan sát hoạt động giao dịch quyền chọn trên cổ phiếu của American và United Airlines.

Như những lời ớn lạnh của Giám đốc CIA George Tenet: “Cả hệ thống đang nhấp nháy đỏ.”



DỰ ÁN PROPHECY

Nếu như Ủy ban 11/9 đã tuyên bố khép lại chủ đề về hoạt động giao dịch nội gián của phe khủng bố thì một cơ quan Chính phủ khác vẫn đang tích cực đào bới sâu hơn, bất chấp vốn hiểu biết có phần hạn chế về thị trường vốn và quyền chọn.

Cơ quan Tình báo Trung ương đã ở trong tình trạng báo động từ trước ngày 11 tháng 9, dựa trên một lượng lớn thông tin cho thấy một cuộc tấn công nghiêm trọng có thể đang được tiến hành. Ngay sau khi sự việc xảy ra, CIA lập



tức xem xét rất nhiều báo cáo về hoạt động giao dịch bất thường đối với cổ phiếu của ngành hàng không và các loại cổ phiếu khác trong những ngày trước 11 tháng 9. Nhưng họ gặp phải một vấn đề khi theo đuổi những đầu mối này, đó là họ gần như không có một chuyên gia nào về thị trường vốn cũng như hoạt động giao quyền chọn.

Tại thời điểm đó, lỗ hổng năng lực này không có gì đáng ngạc nhiên. Trước khi quá trình toàn cầu hóa diễn ra, thị trường vốn không phải là mối quan tâm đối với an ninh quốc gia. Các thị trường chủ yếu hoạt động trong nước và chịu sự kiểm soát của các “ông trùm” ở quốc gia đó. Một số ngân hàng, chẳng hạn như Citibank, là tập đoàn quốc tế, nhưng họ điều hành các công ty cho vay truyền thống và không tham gia vào thị trường cổ phiếu. CIA không có chuyên gia về thị trường vốn vì họ không được yêu cầu phải để mắt đến vấn đề này trong suốt cuộc Chiến tranh Lạnh, các thị trường không phải là một phần của chiến trường đó.

Kết quả là, sau vụ 11/9, khi nhận được các báo cáo cho thấy hoạt động giao dịch nội gián của phe khủng bố có thể đã diễn ra, không một ai trong CIA có đủ kinh nghiệm cần thiết để đánh giá xem nó đã xảy ra như thế nào và có ý nghĩa ra sao đối với an ninh quốc gia. May thay, có một chuyên viên phân tích tình báo lớn tuổi đã nắm được những ý nghĩa này khá đầy đủ.



Randy Tauss sống khá bình lặng ở khu thượng lưu Washington, D.C., ven khu McLean, bang Virginia, cách trụ sở CIA không xa. Trước đây, ông làm việc trong CIA suốt 37 năm, chủ yếu ở phòng Phân tích thuộc ban Tin tức Tình báo, rồi về hưu năm 2008. Ông là một nhà toán học và vật lý học lỗi lạc được CIA trao rất nhiều huân - huy chương vì những thành quả đạt được trong lĩnh vực kỹ thuật chuyên môn và suy luận logic. Mặc dù phần lớn công việc của Tauss liên quan đến các hệ thống vũ khí phức tạp nhưng ông cũng nổi tiếng cả trong và ngoài Cục Tình báo Trung ương Mỹ sau khi tham gia giải mã bí ẩn về vụ nổ trong không trung của chiếc TWA Flight 800 vào năm 1996.

Tauss còn có một nghề tay trái khác. Nghề này không phục vụ gì cho công việc thường ngày, nhưng ông cũng say mê nó như say mê công nghệ và vũ khí. Ông là một tay chơi cổ phiếu và quyền chọn đầy tham vọng, thường sử dụng các kỹ năng toán học của mình để tìm kiếm những điểm bất thường rất nhỏ trong giá quyền chọn, dựa vào đó để giao dịch và thu lợi cho tài khoản cá nhân. Tauss theo đuổi lĩnh vực giao dịch quyền chọn với một sự đam mê mãnh liệt. Và sau chừng ấy năm làm việc ở CIA, trong mắt các đồng nghiệp, danh tiếng của ông về tài giao dịch chứng khoán cũng gần ngang ngửa với danh tiếng về tài phân tích tình báo. Khi câu chuyện về hoạt động giao dịch nội gián nổi lên sau sự kiện 11/9, không có gì lạ khi cái tên Randy Tauss lọt vào “mắt xanh” của ban Giám đốc cấp cao CIA.



Tháng 10 năm 2001, chỉ vài tuần sau vụ tấn công, phòng Phân tích Khủng bố của CIA mời Tauss về làm Giám đốc một dự án nghiên cứu vấn đề: Liệu bọn khủng bố có sử dụng những thông tin biết trước về vụ tấn công để thu lợi trên các thị trường tài chính hay không? Liệu cộng đồng tình báo có thể nhận biết được những kế hoạch như vậy và ngăn chặn kịp thời hay không. Đây là một trong những dự án dài hơi và bất thường nhất trong lịch sử Cục Tình báo Trung ương Mỹ.

Dự án được đặt tên là *Prophecy*. Tính đến khi nó khép lại vào năm 2004, đã có gần 200 chuyên gia tài chính – bao gồm nhân viên sàn giao dịch chứng khoán, nhà quản lý quỹ đầu cơ, chủ nhân giải Nobel, người giao dịch sàn, chuyên gia công nghệ và chuyên gia phân tích hệ thống – đóng góp thời gian cũng như công sức vào đó. Tauss đảm đương một nhiệm vụ hết sức khó khăn, đó là giả lập mô hình tư duy của tên khủng bố và tư duy của người giao dịch chứng khoán ở Phố Wall. Ông nhận thấy rằng, hai tư duy này có khá nhiều điểm chung.

Dự án *Prophecy* được chính thức khởi động vào tháng 4 năm 2002, đội ngũ nhân sự chủ chốt được hoàn thiện vào cuối tháng 5. Nhiệm vụ đầu tiên của họ là thiết lập một danh sách mục tiêu tiềm năng của các cuộc tấn công khủng bố và liên hệ những mục tiêu này với những cổ phiếu được giao dịch công khai có khả năng cảnh báo trước thông qua sự thay đổi giá bất thường. Danh sách những cổ phiếu dạng



này rất dài, bao gồm các hãng hàng không, hãng tàu thủy du lịch, công ty dịch vụ, công viên chủ đề và các công ty khác sở hữu tài sản quan trọng về mặt ý nghĩa tượng trưng.

Đến đầu năm 2003, đội phụ trách Dự án Prophecy do Tauss dẫn đầu đã tiếp cận Phố Wall, các cơ quan Chính phủ và tập hợp các nhóm đóng góp ý kiến cho từng nhóm mục tiêu để làm rõ các chi tiết mang tính thực tiễn trong lý thuyết của Tauss. Giả định được sử dụng rộng rãi là bọn khủng bố sẽ trở lại tấn công nước Mỹ với kế hoạch táo bạo. Đến lúc ấy, liệu thông tin có bị rò rỉ không? Liệu một đồng minh khủng bố có thực hiện giao dịch nội gián không? Vụ giao dịch này có thể được phát hiện, qua đó xác định được người giao dịch và mục tiêu của hắn ta không? Chính phủ có thời gian để phản ứng và ngăn chặn vụ tấn công không? Đây chính là những vấn đề mà Dự án Prophecy phải tìm ra lời giải.

Cơ duyên đưa tôi đến Dự án Prophecy bắt đầu từ khu biệt thự Kaiser trên đỉnh núi ở đảo St. Croix, địa điểm ngoại lai đến mức được chọn làm trường quay cho một tập phim James Bond. Kaiser gồm ba biệt thự được kết nối với nhau bằng đường nội bộ, tọa lạc trên đồi Recovery nhìn xuống thị trấn Christiansted trên bờ biển phía Bắc của đảo. Trung tâm của Kaiser là Nhà Trắng, một ngôi nhà theo phong cách quốc tế rộng lớn, nhiều tầng, sơn trắng với một bể bơi ngoài trời rất rộng, được “trang điểm” bằng những nhà thư



giãn vòm hình mái lều với trụ sắt và kevlar³, gợi nhớ đến Sân bay Denver.

Mùa đông năm 2003, tôi đến đây tham dự một cuộc họp kín với những nhà tài phiệt chớp bu từ các lĩnh vực định chế, quỹ đầu cơ và quỹ đầu tư vốn tư nhân nhằm thảo luận về vấn đề quan trọng tiếp theo trong hoạt động đầu tư thay thế – một dự án kết hợp các chiến lược quỹ đầu cơ với quỹ đầu tư vốn tư nhân để tối đa hóa lợi nhuận điều chỉnh theo rủi ro.

Như mọi cuộc họp khác, giữa những giờ họp căng thẳng là thời gian giải lao để các vị khách uống nước và làm quen với nhau. Trong một lần như vậy, tôi có dịp trò chuyện với nhân vật đứng đầu của một trong những danh mục đầu tư định chế lớn nhất thế giới. Ông ấy hỏi về sự nghiệp của tôi và tôi kể lại những ngày đầu tiên tại Citibank, chi nhánh ở Karachi.

Lúc đó là khoảng những năm 1980, không lâu sau khi vua Iran bị phế truất trong cuộc Cách mạng Iran. Ayatollah Khomeini vĩ đại trở thành nhà lãnh đạo tối cao và tuyên bố Iran là một nước Cộng hòa Hồi giáo được dẫn dắt bởi luật Sharia hay luật Hồi giáo. Việc Iran đổi Chính phủ đã gây sức ép lên Pakistan, buộc quốc gia này phải củng cố vị thế của mình trong các nước Hồi giáo. Tổng thống Pakistan Zia-ul-

³ Kevlar: Một loại sợi có cấu trúc mạch dài và định hướng cao, bền gấp năm lần thép nhưng lại rất dẻo dai, thường được sử dụng làm vật liệu chế tạo áo giáp chống đạn.



Haq ban hành các sắc lệnh tôn giáo, trong đó có sắc lệnh cấm các ngân hàng tính lãi các khoản cho vay, đây một điều cấm kỵ trong luật Sharia.

Citibank hoạt động rất mạnh ở Pakistan. Cái ý tưởng điều hành một ngân hàng mà không được tính lãi như sét đánh ngang tai đối với ban Giám đốc. Nhiệm vụ của tôi là trở thành chuyên gia về luật Sharia và hỗ trợ quá trình chuyển đổi hoạt động của Citibank từ bối cảnh phương Tây sang bối cảnh Hồi giáo.

Tôi đến Karachi vào tháng 2 năm 1982 và đi làm ngay. Giám đốc vùng của Citibank, Shaukat Aziz, người sau này trở thành Thủ tướng Pakistan, thường đến đón tôi ở khách sạn tôi đang ở. Trong mùa mưa, chúng tôi băng qua những con phố ngập nước chật cứng xe buýt sặc sỡ loại phổ thông và xe buýt ba bánh loại rẻ tiền, qua những người bán hàng đang nhai hạt trầu không nhóp nhép rồi phun phì phì thứ nước màu đỏ nhạt.

Khi nghe tôi kể những điều này, nét mặt của vị Giám đốc dần trở nên căng thẳng và ánh nhìn chuyển sang nghiêm trọng. Ông kéo tôi ra một góc bàn, cách xa những người khác, rồi cúi xuống và nói nhỏ: “Xem chừng anh biết nhiều về tình hình tài chính của các nước Hồi giáo và đường đi nước bước của mình ở Pakistan nhỉ.” Mặc dù hiểu biết của tôi về khu vực này khá lỗi thời vì những



chuyện nói trên đã xảy ra hàng thế kỷ trước rồi nhưng tôi vẫn đáp, “Vàng, tôi đã làm việc rất chăm chỉ ở đó. Tôi hiểu các ngân hàng Hồi giáo.”

Ông cúi xuống gần hơn nữa và nói, “Tôi đang giúp CIA thực hiện một dự án liên quan đến hoạt động tài chính của bọn khủng bố. Họ không giỏi chuyên môn cho lắm và đang cố gắng tìm người. Họ hỏi tôi có biết ai không. Nếu có ai từ cơ quan này liên hệ với anh thì anh sẽ nghe máy chứ?” Tôi đồng ý.

Đối với những người còn quá trẻ để nhớ lại sự kiện 11/9 và chuỗi ngày sau đó, thật khó để mô tả cho các bạn hiểu sự giận dữ pha lẫn lòng yêu nước nhiệt thành đang bao trùm cả nước Mỹ, đặc biệt là New York, nơi nhiều người đã mất bạn bè, người thân hoặc có quen biết với ai đó phải gánh chịu tấn thảm kịch. Tất cả chúng tôi đều tự hỏi bản thân có thể làm gì. Lời khuyên duy nhất mà chúng tôi nhận được từ Washington là “đến Disney World... cùng gia đình bạn và tận hưởng cuộc sống”. Bởi vậy, đây chính là cơ hội để tôi làm điều gì đó có ích, hơn là việc ăn chơi mua sắm.

Vài ngày sau, điện thoại trong văn phòng tôi ở New York đổ chuông. Đầu dây bên kia tự giới thiệu anh ta là người của Văn phòng Phụ trách các vấn đề xuyên quốc gia, thuộc Ban Tin tức Tình báo của Cục Tình báo Trung ương Mỹ. Anh ta hỏi, liệu tôi có sẵn lòng tham gia vào một đội nghiên cứu

các khía cạnh của tài chính khủng bố, đặc biệt là hoạt động giao dịch nội gián trước các cuộc tấn công khủng bố lớn hay không? Anh ta sẽ gửi cho tôi một lá thư trình bày quy mô của dự án. Tôi đồng ý. Lá thư đến sau đó không lâu, và đầu mùa hè năm 2003, tôi lên đường đến trụ sở CIA để gặp mặt những người còn lại của đội phụ trách Dự án Prophecy.

Tham gia một dự án giữa lúc lỗ cõ chưa bao giờ là việc dễ dàng, bởi nhịp điệu cũng như văn hóa của đội đã hình thành rõ nét. Nhưng tôi hòa nhập tốt vì từng làm việc ở Phố Wall lâu hơn nhiều tình nguyện viên, đồng thời có nhiều kinh nghiệm hơn đại đa số. Chỉ trong vài tháng, tôi đã trở thành đồng quản lý dự án dưới sự chỉ đạo của Tauss.

Đóng góp đầu tiên của tôi cho Dự án Prophecy là việc chỉ ra rằng, mục tiêu của CIA đã được các quỹ đầu cơ theo đuổi hàng ngày, nhưng vì một lý do khác. CIA đang cố gắng nhận diện những tay giao dịch khủng bố, trong khi các quỹ đầu cơ lại cố gắng xác định những vụ thôn tính không được công bố. Tuy nhiên, các kỹ thuật phân tích *big-data*⁴ được hai bên áp dụng thì như nhau.

Quy trình xác định những vụ giao dịch đáng nghi ngờ gồm ba bước.

- **Bước một:** Thiết lập một đường cơ sở cho hoạt động giao dịch bình thường, sử dụng những chỉ tiêu

⁴ Big-data là tập hợp dữ liệu có dung lượng vượt ngoài khả năng xử lý của những ứng dụng và công cụ truyền thống.



như tính dễ biến động, khối lượng giao dịch bình quân theo ngày, tỉ lệ quyền chọn bán/quyền chọn mua, lãi suất ngắn hạn và xung lượng;

- *Bước hai:* Giám sát hoạt động giao dịch và phát hiện những điểm bất thường liên quan tới đường cơ sở;
- *Bước ba:* Tìm hiểu xem có bất kỳ thông tin công khai nào giải thích được sự bất thường đó hay không.

Nếu một cổ phiếu tăng mạnh vì Warren Buffett mua một vị thế lớn thì không có gì bất thường, điều này đã được dự đoán trước. Nhưng khi một cổ phiếu tăng mạnh mà không có thông tin nào cả thì rất đáng ngờ. Suy luận logic sẽ là, có ai đó biết điều gì đó mà bạn không biết. Một quỹ đầu cơ có thể không quan tâm đến nguồn gốc của thông tin ẩn đó – nó chỉ “hùa” theo thôi. Đối với CIA, những kết quả quan sát được này chính là manh mối. Và manh mối đang ngày một rõ hơn.

Giống như mọi dự án phát triển khác, Prophecy có một đội lập trình viên và quản trị hệ thống để thiết kế các giao thức an ninh, tương kết và giao diện người dùng. Cả đội đã kết hợp niềm vui của một công ty khởi nghiệp nhỏ ở Thung lũng Silicon với văn hóa chúng-ta-có-thể-làm-được của CIA theo một cách thức độc nhất vô nhị để đón đầu chủ nghĩa khủng bố dựa trên chính những thông tin mà mọi người xem hàng ngày trên kênh *Bloomberg*.



Cao trào của Dự án Prophecy là một bài tập *đội đỏ* vào tháng 9 năm 2003. *Đội đỏ* là phương thức kinh điển để kiểm tra các giả thuyết và mô hình bằng cách lập ra một nhóm chuyên gia đóng vai “kẻ thù” để diễn những kịch bản được thiết kế nhằm mục đích làm lộ điểm yếu hay sai sót của các giả định gốc.

Đội đỏ của chúng tôi na ná một *đội Pro Bowl* với những chuyên gia giao dịch chứng khoán nổi tiếng đến từ các ngân hàng lớn nhất, các quỹ đầu cơ và các nhà đầu tư định chế trên thế giới cùng một số học giả uy tín. Bên cạnh John Mulheren, *đội đỏ* còn có Steve Levitt – Giáo sư của trường Đại học Chicago, tác giả của cuốn *Freakonomics*, Dave “Davos” Nolan – tỉ phú quỹ đầu cơ và một số nhân vật cấp cao từ Morgan Stanley, Deutsche Bank, Goldman Sachs. Trong những ngày ảm đạm sau vụ 11/9, thật xúc động biết bao khi thấy khối tư nhân sẵn sàng đáp lại lời yêu cầu trợ giúp. Chúng tôi đã gọi đến hàng trăm nơi để xin lời khuyên từ các chuyên gia và không một ai từ chối. Có cả những khoảnh khắc khá kỳ cục, khi một vị CEO ở Phố Wall hỏi rằng liệu ông ấy có thể đến CIA bằng trực thăng riêng và đáp xuống Langley hay không, nhưng chúng tôi đã trả lời một cách lịch sự rằng điều này là không thể.

Đội đỏ được giao cho một kịch bản khủng bố, nhiệm vụ của họ là phải suy nghĩ như bọn khủng bố và nghĩ ra cách để giao dịch dựa trên thông tin nội bộ. Chúng tôi muốn dự đoán xem họ sẽ chọn thị trường nào, sẽ tiến hành giao dịch



trước vụ tấn công bao lâu, quy mô giao dịch đến đâu và họ sẽ lên kế hoạch tẩu thoát cùng số tiền đó như thế nào. Tất cả những kinh nghiệm thực tiễn này sẽ được đối chiếu với những kết quả lý thuyết của Dự án Prophesy, để xem chúng tôi có đi đúng hướng hay không và hệ thống mà chúng tôi xây dựng nên có dự đoán được đúng kế hoạch của đội đỏ hay không.

Mỗi người trong đội đỏ sẽ tự lên kế hoạch ở bên ngoài trụ sở, giống như một bài tập về nhà. Các kết quả được trình bày trong một phiên họp nhóm tại trụ sở trong một ngày đẹp trời cuối tháng 9 năm 2003. Phiên họp kéo dài suốt một ngày. Các chuyên gia đầu tư rất hứng thú với cơ hội được trở thành kẻ xấu, tấn công những mô hình và giả định của chúng tôi.

Ý tưởng nhập vai vô cùng khác biệt này đến từ John Mulheren. Anh ta nói mình sẽ không giao dịch *trước* vụ tấn công mà sẽ chờ đến lúc nó diễn ra *xong rồi* mới bắt đầu giao dịch nội gián. Anh ta biết thị trường có thể sẽ phản ứng chậm và tin nóng thường bị truyền thông tường thuật sai hoặc sơ sài. Điều này tạo ra một khoảng thời gian “cửa sổ” kéo dài ít nhất 30 phút sau vụ tấn công, đó chính là lúc tay khủng bố tiến hành giao dịch nội gián, khi thị trường còn vật lộn để hiểu chuyện gì đang diễn ra xung quanh họ. Cái hay của việc giao dịch sau vụ tấn công là không có ai hay cái gì ghi lại diễn biến lúc đó. Thậm chí, các nhà chức trách còn không điều tra khoảng thời gian “cửa sổ” này. Về sau,



Mulheren nói với chúng tôi rằng, đây chính xác là cách anh ta đã làm vào ngày 11/9.

Bất chấp sự sáng tạo vô hạn của những bộ óc tuyệt vời, hành động của “bọn khủng bố” bên đội đỏ vẫn có xu hướng xác nhận hướng suy luận của đội dự án về cách thức hoạt động của bọn khủng bố ngoài đời thực. Chúng tôi đã lập mô hình hoạt động giao dịch khủng bố từ khi bắt đầu đến khi kết thúc, dự đoán rằng những kẻ giao dịch nội gián không phải bản thân bọn khủng bố mà là các thành viên trong mạng lưới xã hội của chúng. Chúng tôi cũng kết luận rằng, nhiều khả năng vụ giao dịch nội gián đó có thể được tiến hành trên thị trường quyền chọn tối đa là 72 giờ trước khi diễn ra vụ tấn công để giảm tối đa rủi ro bị phát hiện.

Chúng tôi cũng thiết lập hệ thống cảnh báo bao gồm một danh sách 400 cổ phiếu có khả năng trở thành mục tiêu hơn cả. Hành vi của cổ phiếu cơ sở được lập trình sao cho có thể nhận diện những điểm bất thường một cách hiệu quả. Chúng tôi lập nên một giao diện dạng bảng tự động nhận diện mối nguy hiểm bằng cách chia thị trường thành nhiều khu vực và đánh dấu bằng đèn đỏ, đèn vàng và đèn xanh, đại diện cho khả năng xảy ra giao dịch nội gián. Đây là một hệ thống hoàn chỉnh, từ khi phe khủng bố nhập lệnh trên thị trường cho đến khi các cơ quan chức năng mang trát hấu tòa đến phá cửa phòng tay giao dịch khủng bố đó.



Đến cuối năm 2003, chúng tôi chuẩn bị đi đến phần cuối của nghiên cứu chiến lược. Hơi buồn một chút vì như vậy có nghĩa là liên minh trí tuệ Phố Wall của chúng tôi sắp sửa tan rã. Cứ nhìn vào số lượng người tham gia và trình độ của họ thì có lẽ sẽ không bao giờ người ta lại được chứng kiến một đội ngũ thiên tài như thế xuất hiện ở CIA lần nữa. Những ghi chép hoàn chỉnh về bài tập đội đỏ đã được biên soạn và bổ sung vào kho dữ liệu chính của Dự án Prophecy.

Tuy nhiên, công việc của chúng tôi vẫn chưa xong, vì đầu năm 2004, Dự án Prophecy đã sẵn sàng để xây dựng trung tâm quan sát đầu tiên. Khi kết hợp với các nguồn phân cấp khác, chúng tôi kỳ vọng rằng hệ thống sẽ có khả năng diễn giải một mảnh giấy vụn lấy từ túi một tay khủng bố thuộc diện tình nghi ở Pakistan, ví dụ vậy. Những từ *tàu thủy du lịch* viết nguệch ngoạc trên đó sẽ được kết nối với một tín hiệu đỏ mà trung tâm quan sát được ở một công ty niêm yết công khai như Carnival Cruise Lines, để dự đoán một kế hoạch tấn công nhắm vào một con tàu của Carnival. Manh mối nào cũng tiết lộ điều gì đó, nhưng nếu kết nối các manh mối lại với nhau, chúng ta sẽ biết nhiều hơn gấp nghìn lần.

Chúng tôi tìm thấy nhà đầu tư lớn nhất cho dự án tại một trong những ngõ ngách không ai ngờ tới nhất của thế giới CIA. Năm 1999, một công ty tên là In-Q-Tel được thành lập để giúp CIA tiếp cận với những công nghệ tiên



tiến nhất đang được áp dụng trong các công ty start-up ở Thung lũng Silicon. Không có cách nào để hòa mình vào dòng chảy cách tân không ngừng của công nghệ nhanh hơn cách xuất hiện cùng một quyển sổ séc, sẵn sàng tài trợ cho các phát minh mới. In-Q-Tel được xem là một công ty vốn đầu tư mạo hiểm độc lập, đang phát triển ở giai đoạn đầu - và chỉ tình cờ được CIA tài trợ. Một đội nhỏ hơn được In-Q-Tel tài trợ, Dự án Prophecy chính thức kết thúc và nhóm chúng tôi chuyển sang một giai đoạn mới gọi là MARKINT, chuyên về tình báo thị trường. Đây là một nhánh mới của công tác thu thập tin tức tình báo, bên cạnh tình báo con người (*human intelligence* - HUMINT), tình báo tín hiệu (*signals intelligence* - SINGINT) và một danh sách ngắn các -INT khác. MARKINT là một cột mốc mới trong lịch sử lâu đời của hoạt động thu thập tin tức tình báo.

Trong giai đoạn 2004 - 2005, nhóm chúng tôi đã tinh chỉnh các mô hình hành vi, xây dựng quy chuẩn và mạng lưới cần thiết để hệ thống nguyên mẫu hoạt động. Ngoài Randy Tauss của CIA, chúng tôi còn cộng tác với Lenny Raymond - một chuyên gia công nghệ biết nhìn xa trông rộng và Chris Ray - một nhà toán học ứng dụng kiêm nhà lý thuyết suy luận nhân quả xuất chúng.

Nhiệm vụ của tôi là đóng góp kiến thức chuyên môn về thị trường, lập mô hình hành vi và chọn mục tiêu. Chris



viết các thuật toán và thiết kế bộ dò tín hiệu. Lenny sẽ kết hợp tất cả lại với một giao diện người dùng thân thiện, ấn tượng. Randy điều hành nhân viên trong cơ quan và đảm bảo rằng chúng tôi luôn được tài trợ và hỗ trợ đầy đủ. Chúng tôi cùng nhau thực hiện một *skunk works* riêng về thị trường tài chính. Thuật ngữ này được lấy theo tên của một điểm đen ở California, nơi thiết kế và chế tạo nên những chiếc máy bay do thám cực kỳ bí mật⁵. Đến đầu năm 2006, hệ thống đi vào hoạt động và các tín hiệu bắt đầu xuất hiện.

Hệ thống vận hành tốt ngoài mong đợi. Chúng tôi lọc ra tín hiệu nào ám chỉ hoạt động giao dịch nội gián. Những tín hiệu này thường đến từ những người tham gia giao dịch trên thị trường và chưa có gì cho thấy họ liên quan đến khủng bố. Dự án MARKINT không có quyền hành gì về mặt pháp lý, vì vậy chúng tôi chỉ chuyển những trường hợp trên đến SEC, hoặc không thì lờ chúng đi. Chúng tôi gọi đây là chính sách bắt-và-thả. Chúng tôi sẵn tìm bọn khủng bố và để bọn lừa đảo thông thường ở Phố Wall cho các cơ quan có thẩm quyền xử lý.

Vào thứ Hai, ngày 7 tháng 8 năm 2006, hệ thống nháy đỏ trên American Airlines khi phiên giao dịch bắt đầu. Đèn đỏ là cách để chúng tôi phát hiện ra một tín hiệu giữa vô số

⁵ *Skunk works* hay *skunkworks* là tên gọi chung cho những dự án (thường là bí mật) được một nhóm nhỏ, không chính thống thực hiện. Mục đích của dự án thường mang tính cách tân và phương pháp thực hiện thường rất mới mẻ.



khu vực trên bảng theo dõi mối nguy hiểm. Các chỉ số đăng sau tín hiệu này cho thấy độ mạnh của nó cực kỳ lớn, tương tự như một trận động đất 8,0 độ richter vậy. Chúng tôi rà soát nhanh tin tức trên thị trường và thấy không hề có tin gì liên quan đến American Airlines. Không có lý do gì để cổ phiếu này biến động mạnh như vậy – một dấu hiệu chắc chắn của hoạt động giao dịch nội gián dựa trên những tin tức chưa được công bố.

Hôm đó, Chris Ray đang điều khiển bộ dò tín hiệu thì gửi cho tôi một e-mail nói rằng, “Hôm nay có một sự kiện có khả năng liên quan đến khủng bố. Chúng ta bắt được một tín hiệu đỏ trên phiên mở cửa trong AMR (American Airlines).” Chris và tôi cẩn thận thu thập hồ sơ và dán nhãn thời gian đối với các tín hiệu và kết quả phân tích trong thời gian thực. Cả hai đều biết rằng, nếu một vụ khủng bố xảy ra thì những tài liệu ghi lại chuỗi sự việc xảy ra sau đó sẽ không đáng tin cho lắm và không giúp ích gì nhiều cho chúng tôi trong việc tìm kiếm manh mối. Chúng tôi muốn nhìn thấy sự việc trước khi chúng xảy ra và ghi chép lại để chứng minh giá trị của bộ dò tín hiệu.

Hết ngày 7, rồi ngày 8, không có tin tức gì về bất kỳ mối đe dọa khủng bố nào. Chúng tôi bắt đầu nghĩ rằng tín hiệu đó là lỗi dương tính.

Vào ngày thứ ba kể từ khi bắt được tín hiệu, tức thứ Năm, ngày 10 tháng 8, tôi đang viết lách trong thư viện của



mình lúc 2 giờ sáng, như thường lệ. Một cái ti-vi nhỏ đặt trên giá sách cách bàn làm việc vài bước chân đang chiếu kênh CNN nhưng tắt tiếng. Tôi liếc qua và thấy một dòng tin nóng chạy dưới cuối màn hình chiếu cảnh cảnh sát Anh đang bắt giữ các nghi phạm và rời khỏi các tòa nhà cùng nhiều thùng giấy tờ và máy tính. Dòng chữ cho biết Sở cảnh sát London New Scotland Yard vừa chặn đứng một âm mưu khủng bố cho nổ tung máy bay.

Tôi lập tức bật tiếng để nghe chi tiết sự việc. Lúc đó ở London đang là ban ngày, vụ triệt hạ đã diễn ra trước đó và giờ được phát đi rộng rãi. Tôi hiểu ra rằng, âm mưu này liên quan tới các chuyến bay xuyên Đại Tây Dương từ London đến Hoa Kỳ và nhắm vào những chuyến bay có khả năng chở nhiều công dân Mỹ nhất. American Airlines là mục tiêu số một, mặc dù nhìn qua thì có vẻ như số lượng chuyến bay bị đe dọa không hề nhỏ.

Tôi biết Chris cũng thuộc loại cú đêm như mình, nên mặc dù đã 2 giờ sáng nhưng tôi vẫn gọi đến nhà cô ấy. Quả nhiên Chris còn thức. Tôi nói nhanh, “Chris, bật ti-vi lên, cô sẽ không tin chuyện gì đang diễn ra đâu.” Cô ấy làm theo và ngay lập tức hiểu được tầm quan trọng của vấn đề. Một kế hoạch đánh bom American Airlines vừa bị triệt phá chưa đầy 72 giờ sau khi chúng tôi phát hiện ra hoạt động giao dịch nội gián trên cổ phiếu của AMR. Lạnh gáy hơn nữa,



chúng tôi nhận ra âm mưu đó bị lộ trong đúng khung thời gian mà mô hình hành vi của chúng tôi ước tính.

Tất nhiên, tín hiệu của chúng tôi không liên quan gì đến việc âm mưu bị chặn đứng. Với sự giúp đỡ của Cơ quan tình báo Hoa Kỳ CIA và Cơ quan tình báo Pakistan ISI, hai cơ quan tình báo của Anh là MI5 và MI6 đã theo dõi âm mưu trên trong nhiều tháng liền. Vào ngày 5 tháng 8, Tổng thống Bush đã được nghe tóm tắt về vụ việc tại trang trại của ông ở Crawford, Texas. Ngày 9 tháng 8, kẻ chủ mưu Rashid Rauf bị bắt ở Pakistan. Rauf vượt ngục năm 2007 và người ta cho rằng hắn đã bị giết trong một vụ tấn công bằng máy bay không người lái của CIA năm 2008, mặc dù các báo cáo về cái chết của hắn vẫn đang là chủ đề tranh cãi cho đến tận ngày nay.

Ngày 6 tháng 8, bọn khủng bố phát đi một tín hiệu “go” được mã hóa để khởi động kế hoạch. MI6 đã chặn được thông điệp này và chuyển đến Eliza Manningham-Buller – Giám đốc MI5. Chính tín hiệu “go” này giúp MI5 và New Scotland Yard tiến hành các vụ bắt giữ mà chúng tôi xem trên CNN ngày 10 tháng 8.

Cũng giống như tôi và Chris không biết trước chi tiết âm mưu khủng bố, những kẻ đứng sau âm mưu đó cũng không biết chúng sắp bị tóm. Sáng thứ Hai, ngày 7 tháng 8, một tên đồng bọn trong mạng lưới của chúng ở London



thức dậy và bắt đầu giao dịch trong American Airlines – đợt giao dịch khởi đầu cho mẫu hình cực kỳ bất thường đã tạo nên tín hiệu đỏ trên bảng theo dõi của chúng tôi. Ai đó đã đặt cược trên một điều chắc chắn sẽ xảy ra, chính xác như những gì mà mô hình hành vi của chúng tôi đã dự đoán.

Việc bộ dò tín hiệu của chúng tôi thu được một tín hiệu cảnh báo rõ ràng trước khi âm mưu khủng bố máy bay ở Anh bị lộ đã thu hút sự chú ý từ các cấp cao nhất của hoạt động tình báo Hoa Kỳ. Ngày 2 tháng 2 năm 2007, tôi nhận được một e-mail từ Randy Tauss nói rằng giám đốc điều hành của CIA – Mike Morell muốn gặp tôi và Chris để thảo luận về bộ dò tín hiệu, cũng như tình trạng của MARKINT. Cuộc gặp sẽ diễn ra vào ngày 14 tháng 2, tức là chúng tôi có thời gian để chuẩn bị nội dung trình bày.

Morell đã làm việc ở CIA từ năm 1980 và có một sự nghiệp lẫy lừng. Ông nổi tiếng nhất với việc hộ tống George Bush trong suốt chuyến công tác vòng quanh nước Mỹ của Tổng thống trên chiếc Air Force One ngày 11/9 khi Dick Cheney, George Tenet và những người khác đang điều hành các cơ quan đầu não ở Washington và Langley. Morell cũng ở cạnh Tổng thống Obama vào tháng 5 năm 2011, khi giám sát chiến dịch triệt hạ Osama bin Laden. Trước khi về hưu năm 2013, ông đã hai lần giữ chức Giám đốc Cơ quan Tình báo Trung ương, trong đó có một lần được bổ nhiệm sau khi David Petraeus đột ngột từ chức năm 2012.



Vào thời gian diễn ra cuộc họp năm 2007 nói trên, Morell phải báo cáo trực tiếp lên Giám đốc Michael Hayden. Các sĩ quan tình báo cấp cao khác cũng được mời đến tham dự buổi trình bày sơ lược về dự án MARKINT của chúng tôi tại văn phòng của Morell. Đây là những khán giả cấp bậc cao nhất mà dự án từng có.

E-mail của Randy cũng lưu ý rằng, có cả người từ văn phòng tổng tư vấn của CIA tham dự. Chắc chắn dự án của chúng tôi có nhiều vấn đề liên quan đến pháp lý, bao gồm cả vấn đề bảo mật và để triển khai toàn diện thì CIA cần phối hợp với FBI, vì CIA không có thẩm quyền thực thi pháp luật ở Hoa Kỳ. Chúng tôi đã dành rất nhiều thời gian để nghiên cứu những vấn đề này và hiểu rõ tính chất nhạy cảm của chúng. Mặc dù vậy, chúng tôi không rõ tại sao Morell lại muốn các luật sư của mình tham gia một buổi tóm tắt sơ bộ về một hệ thống đối phó với khủng bố mới.

Văn phòng của Morell rất rộng, đúng theo quy chuẩn của CIA, với những cửa sổ sáng sủa, một bàn làm việc lớn gần tường và một bàn họp ngay cửa ra vào. Trong các văn phòng ở Washington, người ta thường thấy nhiều bức ảnh được lồng khung đẹp đẽ, chụp chủ nhân căn phòng với các nhân vật quyền lực. Ở văn phòng của Morell cũng có, nhưng thay vì ảnh chụp hai người tại một sự kiện nào đó, Morell lại treo những bức ảnh đen trắng không rõ mặt người khổng lồ chụp ông đứng trong phòng Bầu dục, say sưa thảo luận với vị Tổng thống đang khom người xem xét tài liệu, có lẽ là



trong phiên báo cáo thường nhật lên Tổng thống, nơi người ta thảo luận về những thông tin nhạy cảm nhất và bảo mật nhất thế giới. Nếu Morell định dùng những bức ảnh này để gây ấn tượng với khách khứa thì ông đã thành công.

Chris, Randy và tôi ngồi xuống bàn họp. Những nhân vật cấp cao khác đã có mặt và Morell bước từ bàn làm việc sang bàn họp. Bầu không khí có vẻ thân mật nhưng vẫn mang tính công việc, thậm chí hơi căng thẳng. Chris và Randy giới thiệu sơ qua về lịch sử Dự án Prophecy và những khả năng của bộ dò tín hiệu. Là luật sư duy nhất của đội MARKINT trong phòng, tôi có nhiệm vụ tóm tắt về quyền hạn pháp lý cũng như các vấn đề bảo mật của dự án.

Tôi mới trình bày được vài phút thì luật sư của CIA cắt ngang, “Chúng tôi rất lo ngại về những gì các anh đang làm. Các anh đang theo dõi lịch sử giao dịch và chuyển các kết luận sang SEC. CIA không phải là một cơ quan thực thi pháp luật. Chúng tôi không đồng ý với chuyện này.”

Tôi nói rằng chúng tôi không sử dụng lịch sử giao dịch cá nhân mà hoàn toàn dựa trên dữ liệu giá thị trường lấy từ các nguồn mở mà bất cứ ai cũng có thể tiếp cận, và việc này không khác gì mấy so với việc người ta xem ti-vi. Về chuyện chuyển kết luận sang SEC, tôi nói rằng chúng tôi chỉ đang thực hiện trách nhiệm công dân và có thể dừng lại ngay lập tức nếu CIA muốn. SEC cũng đang xây dựng



những hệ thống tương tự và trong tương lai sẽ không phụ thuộc vào chúng tôi nữa. Có vẻ như vị luật sư đang đưa ra những mối lo ngại này để đánh lạc hướng chúng tôi khỏi một vấn đề khác.

Đến lượt Morell lên tiếng, “Điều chúng tôi lo ngại ở đây là cách nhìn nhận vấn đề. Có thể các anh đang làm đúng, nhưng biết đâu tờ *New York Times* lại bóp méo nó thành ‘CIA dòm ngó quỹ 401(k) của người Mỹ’. Đó không phải là rủi ro mà chúng ta nên ôm lấy trong lúc này.”

Sự lo ngại của Morell hoàn toàn có cơ sở. Tờ *New York Times* đã từng gây nguy hại đến an ninh quốc gia bằng cách tiết lộ việc khối tình báo tiếp cận các giao dịch ngân hàng trong hệ thống thanh toán SWIFT ở Bỉ. SWIFT là cơ quan đầu não của mạng lưới ngân hàng quốc tế và nắm giữ vô số thông tin quý giá về tình hình tài chính của bọn khủng bố. Bài báo trên *Times* đã khiến giới tài phiệt khủng bố trong thế giới ngầm tìm đến các mạng lưới bất thành văn được gọi là *hawala*⁶ và các công ty ma.

CIA lúc ấy cũng đang lao đao giữa tâm bão tin tức về các kỹ thuật thẩm vấn tăng cường như trấn nước (waterboarding). Họ tuyệt đối không cần thêm lý do nào

⁶ *Hawala* có nghĩa là “lòng tin” trong tiếng Hindi. Phương thức chuyển tiền *hawala* dựa trên nguyên tắc “anh trao tiền cho tôi ở đây thì gia đình tôi ở bên kia sẽ hoàn trả” kèm theo một mật mã để giao dịch. Phương thức này được sử dụng rộng rãi tại Ấn Độ, Pakistan và các nước Trung Đông khác.



để trở thành mỗi ngon của giới truyền thông, ngay cả khi chương trình của chúng tôi có hiệu quả và hợp pháp chẳng nữa.

Quả thực, Morell đã chứng tỏ khả năng “tiên đoán thành thần” của mình. Ngày 14 tháng 11 năm 2013, *New York Times* đã đăng bài báo có tựa là “Chương trình do thám tài chính của CIA ăn cắp dữ liệu về người dân Mỹ”⁷. Nhưng vì thông tin này xuất hiện cùng lúc với vô số thông tin tương tự mà “kẻ đào ngũ” Edward Snowden tiết lộ nên hầu như chẳng ai chú ý đến nó.

Tôi nói với Morell rằng, chúng tôi có thể ngừng việc cung cấp thông tin cho SEC, đồng thời giải trình mọi đặc điểm kỹ thuật cần thiết để CIA yên tâm rằng thông tin mà chúng tôi sử dụng được lấy từ nguồn mở và không liên quan đến các cá nhân. Morell cảm ơn tôi và buổi họp kết thúc. Sau này tôi mới nhận ra rằng, ngày hôm đó MARKINT đã bị khai tử, ít nhất là về phía CIA.

Gần thời điểm bắt đầu Dự án Prophecy, tôi lưu ý với Randy Tauss rằng, đội dự án đang thực hiện một công việc phi thường và việc xây dựng hệ thống chống khủng bố có khả năng ngăn chặn những vụ tấn công trên quy mô lớn hoàn toàn nằm trong tầm tay. Randy, một tay lão luyện với 33 năm kinh nghiệm, cười và nói với tôi: “Jim này, để tôi nói cho anh biết cách mọi thứ ở đây vận hành. Chúng ta sẽ

⁷ Nguyên văn: *CIA's financial spying bags data on Americans.*



làm một công việc phi thường và nó sẽ hoạt động như một phép màu. Rồi chuyện sẽ chẳng đi đến đâu và nó sẽ bị bỏ xó. Một ngày nọ, một vụ tấn công nghiêm trọng xảy ra và hiển nhiên là có kẻ sẽ giao dịch nội gián dựa trên việc biết trước thông tin. CIA sẽ lôi hệ thống của chúng ta từ xó xỉnh nào đó ra, phủi bụi cho nó và bảo, ‘Xem này, lời giải nằm ngay đây. Chúng ta có một hệ thống có thể phát hiện nguy cơ cho lần tới.’ Hệ thống đó sẽ nhận hàng triệu đô-la tài trợ và được xây dựng theo đúng cái cách chúng ta muốn. Nhưng dù có ngăn chặn được vụ tấn công tiếp theo thì người chết cũng đã chết rồi.”

Thật đáng buồn, những lời Randy nói đã trở thành sự thực. Rõ ràng, MARKINT đã bị bỏ xó. Nhưng chúng tôi vẫn cảm thấy rằng bộ đồ tín hiệu có giá trị nhất định, ngay cả khi CIA không sử dụng nó. Nếu các cơ quan dân sự không quan tâm, chúng tôi vẫn còn một người bạn khác – Bộ Quốc phòng. Lầu Năm Góc nắm trong tay những nguồn lực lớn nhất, bị hạn chế ít nhất và có tư duy tân tiến nhất. Các sĩ quan quân đội cấp cao ở đó toàn là kỹ sư, tiến sĩ, số lượng chuyên gia có bằng cử nhân ngành lịch sử, ngôn ngữ và chiến lược còn nhiều hơn nữa. Nói cho cùng, Bộ Quốc phòng là đơn vị chủ quản của Cơ quan Đặc trách Kế hoạch Nghiên cứu Quốc phòng Cao cấp (*Defense Advanced Research Projects Agency - DARPA*), nơi đã phát minh ra những hệ thống mở đường cho Internet và World Wide Web.



Các mối liên hệ của chúng tôi với Lầu Năm Góc được phát triển trong năm 2007 và 2008, đúng lúc khối tình báo dân sự quay lưng lại với dự án của chúng tôi. Nhưng để mối quan hệ này lớn mạnh hơn thì bản thân MARKINT phải phát triển lên. Ngay từ những giai đoạn đầu, Chris Ray và tôi đã hiểu rằng MARKINT không chỉ là một công cụ chống khủng bố. Nếu nó có thể phát hiện dấu vết của bọn khủng bố trong thị trường vốn thì tại sao không sử dụng nó để giám sát hoạt động của các nhà độc tài, kẻ thù chiến lược và các chủ thể nhà nước khác trên thị trường? Tất cả những gì chúng tôi cần làm là điều chỉnh bộ dò tín hiệu để tập trung vào các nhóm chứng khoán mục tiêu đã được “đo ni đóng giày”.

Đúng trước nhiệm vụ bao quát hơn này, Chris và tôi bắt đầu tìm kiếm các hiện tượng khác bên cạnh giao dịch cổ phiếu nội gián. Một trong số đó là việc Venezuela chuyển đổi dự trữ đô-la của mình sang vàng. Nó báo trước cuộc chiến của Hugo Chávez nhắm vào đồng đô-la và mệnh lệnh “triệu hồi” vàng của Venezuela từ các hầm chứa ở London.

Cơ hội để phô diễn khả năng của hệ thống trước các khán giả mặc quân phục đến vào tháng 12 năm 2007, khi chúng tôi giới thiệu bộ dò tín hiệu MARKINT với Bộ Tư lệnh Hoa Kỳ (U.S. Strategic Command - STRATCOM) ở Omaha, Nebraska. Thành phần tham dự cuộc họp bao gồm các nhà khoa học dân sự và các sĩ quan quân đội. Chúng tôi mô tả cách thức sử dụng hệ thống để cảnh báo sớm về các vụ tấn



công nhắm vào đồng đô-la Mỹ và các âm mưu làm sụp đổ các thị trường ở Hoa Kỳ.

Bỗng nhiên công nghệ này được nhìn nhận dưới một luồng ánh sáng mới. Chúng tôi không đơn độc, tất nhiên rồi, nhưng chúng tôi đang nhìn thấy tương lai của chiến tranh: Không chỉ là những cuộc chiến sử dụng vũ khí động lực học, mà cả những cuộc chiến trên mặt trận không biên giới với vũ khí hóa học, vũ khí sinh học, vũ khí kỹ thuật số, và trong trường hợp của chúng tôi là vũ khí tài chính.

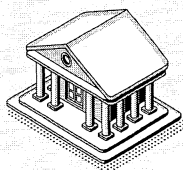
Lâu Năm Góc bắt đầu thấy rõ rằng ưu thế vượt trội của nước Mỹ trên những mặt trận truyền thống là không trung, mặt đất và biển đã khiến các đối thủ phải tìm kiếm những cách thức mới để đối phó. Chiến tranh trong tương lai sẽ diễn ra trên một phạm vi mở rộng hơn nhiều, bao gồm cổ phiếu, trái phiếu, tiền tệ, hàng hóa và chứng khoán phái sinh. Bộ dò tín hiệu của chúng tôi là thiết bị cảnh báo sớm hoàn hảo.

Hãy nhớ lại châm ngôn *Không ai giao dịch một mình*. Cứ mỗi người mua thì có một người bán. Nếu một phía của vụ giao dịch là mối đe dọa đối với an ninh quốc gia, nó sẽ để lại dấu vết mà kẻ thù ý thức được. Kẻ đó giống như cá bơi trong nước, để lại những gợn sóng lăn tăn. Có thể chúng ta không thấy con cá nhưng vẫn thấy những gợn sóng, từ đó suy luận ra sự hiện diện của con cá. Những bộ não biết nhìn xa trông rộng tại cuộc họp ở Omaha biết rằng bộ dò



tín hiệu của chúng tôi có thể phát hiện ra gợn sóng đó, rằng chúng tôi đã phát minh ra thiết bị cảnh báo sớm hoàn hảo.

Cuối cùng thì MARKINT cũng có một tương lai xán lạn. Nó không còn là công cụ chống khủng bố hạn hẹp như ban đầu chúng tôi định tạo ra, mà trở thành một hệ thống đa nhiệm, một dạng ra-đa tìm kiếm những mối đe dọa tài chính sắp xảy ra trên thị trường. MARKINT đã lớn mạnh. Đội dự án và công nghệ mà chúng tôi phát triển giờ đây bước vào một đấu trường mới rộng hơn nhiều: Đấu trường tài chính.



CHƯƠNG 2

CHÂN DUNG CỦA THẦN CHIẾN TRANH

Nếu người ta có thể... ngồi trong một phòng máy tính hay một sàn giao dịch cổ phiếu mà phát động một cuộc chiến đầy quốc gia kẻ thù tới chỗ diệt vong thì liệu còn có nơi nào không phải là chiến trường nữa?... Nếu (một) anh lính trẻ với quyết tâm giành huân chương hỏi, "Chiến trường ở đâu?" Câu trả lời sẽ là, "Ở khắp nơi."

- Đại tá Qiao Liang và Đại tá Wang Xiangsui -

Ngày nay, kẻ thù cũng đang tìm cách phá hoại các định chế tài chính của chúng ta... Chúng ta không thể đứng ở hiện tại nhìn lại nhiều năm về trước mà tự hỏi tại sao mình không làm gì để đối phó với những mối đe dọa có thực đến an ninh và kinh tế quốc gia.

- Barack Obama -



CHIẾN TRANH TRONG TƯƠNG LAI

Một trong những mục đích của chiến tranh là để làm suy yếu ý chí và khả năng kinh tế của kẻ thù. Có thể bạn sẽ ngạc nhiên khi biết rằng, muốn vô hiệu hóa một kẻ thù thì việc phá hoại kinh tế thông qua một cuộc tấn công trên thị trường có thể hiệu quả hơn việc đánh chìm tàu chiến. Tương lai của chiến tranh sẽ diễn ra trên mặt trận tài chính và không ai làm việc cật lực để nhìn rõ tương lai ấy hơn Andy Marshall, nhân viên cấp cao của Bộ Quốc phòng.

Ngồi bên chiếc bàn trong phòng họp kín ở Lầu Năm Góc trong một buổi sáng mùa thu mưa gió tháng 9 năm 2012, Marshall dịch người về trước. Quanh bàn là ba nhà quản lý đầu tư xuất chúng, ba nhân viên SEC, vài chuyên gia cố vấn và các nhân viên của Marshall. Nhóm người được chọn lọc cẩn thận này đến đây để thảo luận về một cuộc chiến tranh tài chính.

“Thật thú vị.” Marshall nói. Sau khi im lặng suốt một tiếng đồng hồ, cái mà ông đang đề cập đến là cuộc thảo luận của chúng tôi về hành động tích trữ vàng của Trung Quốc và khả năng sử dụng nó như một vũ khí tài chính để làm suy yếu giá trị trao đổi của đồng đô-la.

Andy Marshall được các cộng sự gọi là “ngài Marshall” như một cách để bày tỏ sự kính trọng, và ở tuổi 92, ông



nhận được sự tôn kính của hầu như tất cả mọi người. Chức danh chính thức của ông là Giám đốc phòng Đánh giá Tổng quát trực thuộc Văn phòng Thư ký Bộ Quốc phòng. Công việc không chính thức của ông là làm chuyên gia trưởng về các vấn đề tương lai của Lầu Năm Góc, người chịu trách nhiệm nhìn thật xa vào tương lai và đánh giá những mối nguy hiểm đối với an ninh quốc gia của Mỹ rất lâu trước khi người khác biết đến sự tồn tại của chúng. Marshall đã đảm nhận vị trí này từ năm 1973 đến nay, qua 8 kỳ Tổng thống.

Tuy nhiên, trước đó rất lâu, ông đã tham gia hoạch định chiến lược an ninh quốc gia, từ năm 1949, khi gia nhập RAND Corporation – Viện Nghiên cứu và Phát triển Chính sách đầu tiên của Hoa Kỳ. Danh sách cộng sự và học trò cũ của ông gồm có Herman Kahn, James Schlesinger, Don Rumsfeld, Dick Cheney, Paul Wolfowitz và những nhân vật tiếng tăm khác của chính sách an ninh quốc gia trong suốt tám thập kỷ. Chỉ có Paul Nitze quá cố mới có thể sánh ngang với Marshall về tầm ảnh hưởng sâu rộng đến các vấn đề chiến lược trong giai đoạn từ Chiến tranh Thế giới II đến nay.

Nếu công chúng ít biết đến Marshall hơn một số nhân vật khác được lấy ra so sánh với ông thì đấy là vì người ta muốn như vậy. Ông hầu như không bao giờ trả lời phỏng vấn, diễn thuyết hay xuất hiện trước công chúng, phần lớn các văn bản và tài liệu ông viết đều được đóng dấu tuyệt

mật. Trong một cuộc họp, ông thường cư xử như một nhân sư, tức là chỉ ngồi im lắng nghe rất lâu rồi thì thoảng bật ra vài từ cho biết ông đã tiếp nhận mọi thông tin và trong suy nghĩ của mình, ông đang đi trước tất cả những người khác tận ba bước.

Trong khi đại đa số người Mỹ chưa từng nghe nói đến Andy Marshall thì quân đội Trung Quốc lại biết rất rõ về ông. Marshall là một chuyên gia lý thuyết hàng đầu về “cuộc cách mạng trong các vấn đề quân sự” (*revolution in military affairs* - RMA) cuối thế kỷ XX, học thuyết dự báo trước những thay đổi sâu sắc về vũ khí và chiến lược dựa trên năng lực tính toán siêu đẳng. Đạn được được điều khiển chính xác, hỏa tiễn hành trình và máy bay không người lái, tất cả đều là một phần của RMA. Tướng Chen Zhou của Quân Giải phóng Nhân dân Trung Quốc – người đứng đầu nhóm tác giả của một số báo cáo chiến lược gần đây – nói với tờ *Economist*: “Chúng tôi đã nghiên cứu RMA hết sức cẩn kẽ. Vị anh hùng vĩ đại của chúng tôi là Andy Marshall ở Lầu Năm Góc... Chúng tôi dịch từng từ ông ấy viết.”

Marshall không lạ gì mối quan hệ đối đầu tiềm năng giữa Mỹ với Trung Quốc. Thực ra, ông là kiến trúc sư trưởng của kế hoạch tác chiến chủ lực của Mỹ trong cuộc chiến với Trung Quốc ở Tây Thái Bình Dương. Kế hoạch tuyệt mật này có tên là “Tác chiến Không - Biển” (*Air-Sea Battle*),



nhằm mục đích vô hiệu hóa năng lực giám sát và tên lửa chính xác của Trung Quốc, mở đường cho những cuộc tấn công quy mô lớn bằng không lực và hải quân.

Lần này, thứ mà Marshall đang nghe không phải các loại vũ khí động lực học hay chiến thuật không - biển, mà là các quỹ lợi ích quốc gia, hoạt động mua vàng lén lút và những mối nguy hiểm tiềm tàng đối với an ninh quốc gia do chính sách của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ gây ra.

Trung Quốc có hơn 3.000 tỉ đô-la vốn đầu tư được tính bằng đồng đô-la Mỹ, và FED cú phá giá 10% đồng đô-la thì tương đương với 300 tỉ đô-la tài sản thực được chuyển từ Trung Quốc sang Hoa Kỳ. Không rõ Trung Quốc có thể chịu đựng được sự “cướp bóc” tài sản tích lũy này trong bao lâu. Nếu không thể đánh bại Mỹ trên không hoặc trên biển, họ có thể tấn công qua thị trường vốn.

Những mối nguy hiểm được đem ra thảo luận với Andy Marshall ngày hôm đó hoàn toàn nhất quán với học thuyết quân sự của Trung Quốc. Học thuyết chiến tranh không giới hạn, bao gồm chiến tranh tài chính và chiến tranh mạng, hình thành từ năm 1995. Trong năm này, Thiếu tướng Wang Pufeng, cựu Giám đốc chiến lược của Học viện Khoa học Quân sự Bắc Kinh, xuất bản một tài liệu có tên là *Thách thức của chiến tranh thông tin* (The Challenge of Information Warfare). Sau khi gửi lời cảm ơn tới Andy Marshall trong những dòng mở đầu, Wang viết tiếp:



Trong tương lai gần, chiến tranh thông tin sẽ kiểm soát cả hình thức lẫn tương lai của chiến tranh. Chúng tôi ghi nhận xu hướng đang không ngừng lớn mạnh của chiến tranh thông tin và xem nó như động lực trong công cuộc hiện đại hóa quân sự và khả năng sẵn sàng chống trả của Trung Quốc. Xu hướng này sẽ đóng vai trò quan trọng tốt cùng nếu muốn giành chiến thắng trong những cuộc chiến tương lai.

Quân Giải phóng Nhân dân Trung Quốc giải thích rõ hơn về học thuyết này trong một cuốn sách xuất bản năm 1999 có tên *Chiến tranh không giới hạn* (Unrestricted Warfare). Các chiến thuật trong chiến tranh không giới hạn bao gồm vô số cách thức tấn công một kẻ thù mà không cần sử dụng vũ khí động lực học như tên lửa, bom hay ngư lôi. Thay vào đó là các vũ khí có sức hủy diệt hàng loạt, phát tán các chất sinh học, hóa học hay phóng xạ để gây thương vong dân sự và khủng bố người dân, các cuộc tấn công mạng có thể làm rơi máy bay, mở cửa xả lũ, gây mất điện và đánh sập mạng Internet.

Gần đây, danh sách những mối đe dọa bất đối xứng mà Wang và những người khác đề cập trước tiên có thêm các cuộc tấn công tài chính. *Chiến tranh không giới hạn* thảo luận rất chi tiết về hình thức này trong chương “Chân dung thần Chiến tranh ngày càng mờ ảo” (The War God’s Face Has Become Indistinct). Nó được viết không lâu sau cuộc khủng hoảng tài chính ở châu Á năm 1997, sự kiện châm ngòi cho cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 1998.



Một nguyên nhân chính gây ra cuộc khủng hoảng ở châu Á là việc các ngân hàng phương Tây đột ngột rút tiền nóng khỏi các ngân hàng ở những thị trường châu Á mới nổi. Tình hình càng thêm nghiêm trọng do những lời khuyên sai lầm từ IMF, tổ chức bị các quốc gia phương Tây chế ngự. Từ góc nhìn của châu Á thì toàn bộ sự sụp đổ này trông giống một âm mưu của phương Tây hòng gây mất ổn định các nền kinh tế. Quả thực, bạo động và giết chóc đã xảy ra từ Indonesia cho đến Hàn Quốc. Đỉnh điểm của sự thù địch là những lời chửi rủa giữa Thủ tướng Malaysia – Mahathir Mohamad và chuyên gia quản lý quỹ đầu cơ George Soros trong màn đối đầu đáng hổ thẹn ngay tại cuộc họp thường niên của IMF ở Hong Kong vào tháng 9 năm 1997.

Nền kinh tế Trung Quốc ít chịu ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế hơn các nước châu Á khác, nhưng họ đã nghiên cứu tình hình một cách kỹ lưỡng và bắt đầu nhìn ra cách thức các ngân hàng bắt tay với IMF để ngấm phá hoại xã hội dân sự và gây sức ép buộc các thể chế phải thay đổi. Một trong những phản ứng của Trung Quốc là thông qua cách tích lũy nguồn dự trữ đô-la khổng lồ để đứng vững trước một đợt rút tiền ồ ạt và bất ngờ của các chủ nợ phương Tây. Bên cạnh đó, họ cũng phát triển một học thuyết về chiến tranh tài chính. Những bài học từ cuộc khủng hoảng 1997 - 1998 được hai nhà lãnh đạo quân sự Trung Quốc tóm lược trong một đoạn viết vừa đầy chất thơ vừa như lời tiên đoán:



Nền kinh tế thịnh vượng từng một thời khiến thế giới phương Tây không ngừng ngưỡng vọng nay trở thành hố sâu suy thoái, như những chiếc lá mới tối qua còn ở trên cây, sáng nay đã rơi rụng tới bởi bởi cơn gió mùa thu... Hơn thế nữa, một thất bại to lớn đến vậy trên tiền tuyến kinh tế sẽ đẩy trật tự xã hội và chính trị đến bờ vực sụp đổ.

Người Trung Quốc đã đi trước chúng ta: Họ đưa ra học thuyết về chiến lược chiến tranh tài chính vào năm 1999 như một cách phản ứng với cú sốc tài chính ở châu Á năm 1997. Trong khi đó, người Mỹ vẫn loay hoay với khái niệm về chiến tranh tài chính mà không đạt được kết quả nào đáng kể cho đến tận 10 năm sau, năm 2009, sau một cú sốc còn lớn hơn nhiều – cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008. Đến năm 2012, cả Trung Quốc và Hoa Kỳ đều hết sức nỗ lực phát triển các học thuyết chiến tranh tài chính chiến lược và chiến thuật. Đây chính là bối cảnh dẫn đến việc nhóm chúng tôi được triệu tập tới trình bày trước Andy Marshall và đội của ông về mối nguy hiểm đang ngày một rõ nét hơn.

Chiến trường tài chính có cả hai hướng tấn công và phòng thủ.

(i) Hướng tấn công bao gồm những cuộc tấn công ác ý vào các thị trường tài chính của kẻ thù nhằm làm gián đoạn hoạt động giao dịch và phá hoại tài sản. Đòn tấn công



có thể bao gồm: hoặc gây gián đoạn lần một, hoặc đánh trả lần hai.

(ii) Hướng phòng thủ bao gồm việc phát hiện sớm khả năng xảy ra một vụ tấn công và nhanh chóng đáp trả, chẳng hạn như đóng cửa thị trường hoặc ngăn chặn lưu lượng tin nhắn của kẻ thù.

Trong lý thuyết trò chơi, tấn công và phòng thủ gặp nhau tại một điểm: Vì đánh trả lần hai có thể có sức tàn phá rất lớn hòng ngăn chặn các cuộc tấn công lần một. Đây chính là cách lập luận trong học thuyết mà Andy Marshall góp phần phát triển trong các kịch bản chiến tranh hạt nhân suốt thời kỳ Chiến tranh Lạnh đầu thập niên 1960. Học thuyết này được gọi là Đảm bảo Phá hủy Lẫn nhau (*Mutual Assured Destruction* - MAD). Giờ đây, một học thuyết mới đang được đưa ra, đó là Đảm bảo Phá hủy Lẫn nhau về Tài chính. Đối với Andy Marshall, vũ khí tài chính là khái niệm mới mẻ, nhưng lý thuyết rắn đe lẫn nhau thì không.

Sự phân biệt giữa năng lực tấn công và năng lực phòng thủ trong chiến tranh tài chính không phải là sự phân biệt duy nhất. Người ta cũng phân biệt giữa mục tiêu vật chất (như hệ thống máy tính của sàn giao dịch) và mục tiêu phi vật chất (như các mối quan hệ làm ăn).

Các mục tiêu phi vật chất liên quan đến đạo đức kinh doanh dựa trên sự tin tưởng. Một doanh nghiệp nhìn có vẻ trung thực có thể giành được sự tin tưởng thông qua cách



thức giao dịch kiên nhẫn, lặp đi lặp lại nhiều lần, rồi bắt ngờ lạm dụng lòng tin đó bằng cách nhấn chìm một hệ thống giao dịch bằng vô số lệnh thao túng độc hại.

Các mục tiêu vật chất bao gồm: mạng lưới không lỗi các máy chủ, nút bấm, cáp quang, các kênh lưu lượng tin nhắn khác và cơ sở vật chất của sàn giao dịch. Không khó để các kỹ sư hoặc kẻ thù hiểu rằng việc phá hoại hay thâm nhập để làm gián đoạn một trong những mắt xích của hệ thống điện tử này có thể gây ra tình trạng hỗn loạn và buộc một thị trường phải đóng cửa, ít nhất là tạm thời. Những cuộc tấn công mạnh hơn có thể làm đóng cửa thị trường trong nhiều tuần hoặc thậm chí là nhiều tháng, tùy thuộc vào quy mô của hành động phá hoại.

Khủng hoảng tài chính năm 2008 không phải là kết quả của cuộc chiến tranh tài chính nào, nhưng nó đã minh họa cho người Mỹ thấy rõ tính chất phức tạp và dễ tổn thương của hệ thống tài chính toàn cầu. Kể từ giai đoạn cao điểm vào tháng 10 năm 2007 đến giai đoạn thấp điểm vào tháng 3 năm 2009, khoảng 60 nghìn tỉ đô-la tài sản đã tan thành mây khói. Nếu các công cụ vô hại như tài sản thế chấp đã có thể gây nên một thảm họa như vậy, thì hãy tưởng tượng xem thiệt hại còn tăng cao đến đâu nếu có một âm mưu thâm tóm thị trường ác ý được chỉ đạo bởi những chuyên gia tường tận chân tơ kẽ tóc về cách hệ thống này vận hành.



Nhờ có Marshall và những người khác, mọi người đang ngày càng ý thức rõ hơn rằng, một cuộc tấn công tài chính mạng được tổ chức tốt có thể gây thiệt hại không thua kém bất cứ cuộc tấn công quân sự truyền thống nào.



KỊCH BẢN QUỸ ĐẦU CƠ CỦA KẺ THÙ

Quỹ đầu cơ là vỏ bọc hoàn hảo cho một cơ quan tình báo. Để tiến hành một đợt tấn công, một người giao dịch ác ý không cần phải phá hủy cả một hệ thống vật chất. Nếu kẻ thù có thể thành lập một chủ thể hợp pháp như quỹ đầu cơ, nó có thể mở tài khoản với các nhà môi giới thanh toán bù trừ lớn và thực hiện các hoạt động giao dịch như bình thường suốt nhiều năm và chủ thể trở thành một “gián điệp nằm vùng” trong thị trường vốn mà nó tham gia. Lúc này, các nhà môi giới thanh toán bù trừ đã xem quỹ đầu cơ như một khách hàng quan trọng, đem lại những khoản hoa hồng khổng lồ và do đó cho hưởng hạn mức tín dụng lớn hơn.

Quỹ đầu cơ cũng là hình thức tổ chức thu thập tin tức tình báo kinh điển không ngừng tìm kiếm lợi thế về thông tin. Để thu thập thông tin, các cơ quan tình báo và các quỹ đầu cơ sử dụng phương thức tình báo giống nhau. Việc tham gia các cuộc họp chuyên môn cấp cao là một cách để xây dựng mạng lưới chuyên gia và nghe ngóng những thông tin mật về các sản phẩm và phát minh mới. Việc rút



vốn vào một công ty cho phép nhà đầu tư tiếp cận ban quản trị, điều mà cả nhà quản lý quỹ lẫn nhân viên tình báo đều muốn. Đối với quỹ đầu cơ, mục đích là để giành lấy một lợi thế giao dịch, chẳng hạn như được xem trước một sản phẩm mới có khả năng tác động đến giá cổ phiếu. Đối với các cơ quan tình báo, mục đích là để đi trước đón đầu các tiến bộ công nghệ có khả năng tác động đến sức mạnh kinh tế của quốc gia đối thủ.

Quỹ đầu cơ nằm vùng nói trên có thể xây dựng mối quan hệ thân thiết với nhiều nhà môi giới trên khắp thế giới để tăng sức mua của mình lên hàng trăm lần so với vốn thực có, nếu tính đến tất cả hạn mức tín dụng và giá trị khái toán của chứng khoán phái sinh. Theo lệnh từ “bộ chỉ huy” tài chính của kẻ thù, mạng lưới trên có thể trở nên hết sức nguy hiểm. Lệnh bán những cổ phiếu đặc biệt như Apple, Google hay những tên tuổi lớn khác có thể nhấn chìm cả nhà cái lẫn người mua. Một đợt giá giảm có thể bắt đầu rất chậm, rồi dần dần lấy đà cho đến khi biến thành một cuộc khủng hoảng toàn diện. Cơ chế tự động ngừng giao dịch có thể được kích hoạt, nhưng áp lực bán sẽ không giảm bớt. Truyền thông sẽ vào cuộc và cuộc khủng hoảng sẽ ngày một lan rộng.

Đối với kẻ thù thì không có ngày mai. Họ không cần lo lắng về việc phải trả giá cho các thương vụ mình thực hiện trong một vài ngày hoặc do hậu quả của những khoản



thu lỗ hạch toán theo thị trường. Thậm chí, vốn của họ có thể đang trên đường trở về các ngân hàng ở Bắc Kinh hay Mát-xcơ-va mà các nhà môi giới thanh toán bù trừ – những người giờ đây phải xử lý lệnh bán – không hề biết. Thị trường vốn có những cơ chế phòng vệ đối với rủi ro tín dụng qua đêm, nhưng lại chưa từng thiết lập cơ chế phòng vệ nào hiệu quả đối với những khoản thua lỗ phát sinh ngay trong ngày. Các quỹ đầu cơ trá hình của Trung Quốc hay Nga có thể khai thác điểm yếu này và lạm dụng lòng tin cũng như sự tín nhiệm được xây dựng qua nhiều năm ròng rã.

Cuộc tấn công nguy hiểm không nhất thiết chỉ diễn ra trong thị trường tiền mặt. Trong khi kẻ tấn công có thể bán cổ phiếu, thì họ cũng có thể mua quyền chọn bán hoặc bán khống cổ phiếu trong một đại lý hoán đổi để tăng áp lực bán. Người mua ác ý này trở thành một loại vi-rút lây nhiễm toàn bộ hoạt động giao dịch của đại lý, khiến tình trạng hỗn loạn càng nghiêm trọng.

Một chiến thuật “đổ thêm dầu vào lửa” khác là khởi động một cuộc tấn công đúng vào ngày mà thị trường đang sụp đổ vì những lý do không liên quan. Kẻ tấn công có thể đợi đến ngày các chỉ số chứng khoán quan trọng giảm xuống 2% rồi mới hành động để đẩy thị trường giảm xuống 20% hoặc hơn. Chiến thuật này có thể gây ra một vụ sụp đổ tương đương với vụ sụp đổ đen tối bậc nhất lịch sử tài chính kéo dài hai ngày vào năm 1929, sự kiện đánh dấu điểm khởi đầu của thời kỳ Đại suy thoái.



Kẻ tấn công trên mặt trận tài chính cũng có thể tiến hành các chiến dịch đánh vào tâm lý, hay còn gọi là chiến tranh tâm lý (*psyops*), để tăng tính hiệu quả của cuộc tấn công. Theo đó, họ sẽ tung ra tin tức giả và làm dấy lên những tin đồn, chẳng hạn như một Chủ tịch của FED bị bắt cóc, một nhà tài phiệt nổi tiếng lên cơn đau tim, một ngân hàng lớn đóng cửa hoặc một nhà quản lý quỹ đầu cơ tự vẫn. Theo sau những câu chuyện bịa đặt này là thông tin các sàn giao dịch lớn đang gặp phải “khó khăn kỹ thuật” và lệnh bán không được xử lý, khiến khách hàng mất hàng đồng tiền. Các câu chuyện sẽ được lên kịch bản sao cho khớp với những sự kiện tương tự đã thực sự xảy ra trong những năm gần đây để chúng trông có vẻ giống như thật. Truyền thông chính thống sẽ nhảy vào đưa tin và góp phần đẩy cơn khủng hoảng lan rộng.

Sàn giao dịch Chứng khoán New York và SEC tuyên bố rằng họ có biện pháp phòng vệ để ngăn chặn loại hình giao dịch này. Tuy nhiên, những biện pháp này được thiết kế để cản bước người giao dịch có lý trí đang cố gắng kiếm tiền và có thể tạm thời hành động không có lý trí. Đó có thể là những khoảng dừng cho thị trường để người giao dịch suy xét tình hình một cách thấu đáo và nhìn ra món hời mình có thể mua, những yêu cầu bảo chứng (*margin call*) để bù đắp các khoản lỗ hạch toán theo thị trường và tạo ra “tấm đệm” giúp giảm thiệt hại cho người môi giới khi khách hàng vỡ nợ.



Những kỹ thuật giảm nhẹ thiệt hại nói trên không thể cản bước chiến binh tài chính, vì anh ta không tìm kiếm lợi nhuận hay những món hời. Kẻ tấn công có thể tận dụng khoảng dừng để tăng số lượng lệnh bán qua từng giây. Mặt khác, những kỹ thuật này phụ thuộc rất nhiều vào hoạt động thực tế của các bên liên đới. Khi một yêu cầu bảo chứng được đưa ra, nó sẽ kìm hãm những người giao dịch hợp pháp vì họ buộc phải cung cấp tiền mặt. Nhưng người giao dịch ác ý sẽ phớt lờ yêu cầu và tiếp tục giao dịch. Anh ta không có thời gian để chần chừ và cũng không bận tâm đến việc sau này có thể bị phát hiện. Trong sự kiện Trân Châu Cảng, Mỹ không hề biết trước rằng Nhật sẽ đánh bom căn cứ hải quân của mình, họ chỉ hiểu ra vấn đề *sau khi* hàng loạt tàu chiến Hoa Kỳ đã chìm hoặc bốc cháy.

Một nhà môi giới thanh toán bù trừ có thể đóng tài khoản ác ý lại để ngăn không cho nó tiếp tục giao dịch, tuy nhiên việc này sẽ đẩy vị thế mở di chuyển từ quỹ đầu cơ sang nhà môi giới. Trong trường hợp đó, nhiều nhà môi giới sẽ thua lỗ và sự thất bại từ hệ thống tài chính trở xuống sẽ đẩy các trung tâm thanh toán bù trừ vào cảnh vỡ nợ. Toàn bộ hệ thống sàn giao dịch, trung tâm thanh toán bù trừ, nhà môi giới và khách hàng đều có thể bị đẩy tới bờ vực sụp đổ.

Quỹ đầu cơ nằm vùng có thể phục vụ một mục đích thâm hiểm khác, đóng vai trò như các cơ quan thu thập tin tức tình báo trong nhiều năm trước khi tiến hành một



vụ tấn công. Ngày nay, các chuyên gia phân tích tình báo không chỉ cần những bí mật quốc gia. Tình báo kinh tế – bao gồm các dự án khai thác nguồn tài nguyên thiên nhiên, thăm dò năng lượng, xây dựng đường ống dẫn dầu và nhiều hoạt động khác – đều vô cùng giá trị. Thông tin này có thể ảnh hưởng đến thị trường hàng hóa, sự ổn định về mặt tài chính, sự tăng trưởng kinh tế và kế hoạch phân bổ các nguồn lực của cả khối tư nhân lẫn khối nhà nước. Những thông tin tình báo dạng này không phải nhân viên Chính phủ nào cũng biết, nhưng các CEO, kỹ sư, chuyên gia phát triển trong khối tư nhân chắc chắn sẽ nắm rõ.

Một khi quỹ đầu cơ trá hình đã có được vị thế vững chắc trong một công ty mục tiêu, nó có thể thu xếp để gặp ban quản trị của công ty đó. Việc này đặc biệt dễ dàng ở các công ty vừa và nhỏ vốn nhận được ít sự quan tâm của các phòng ban nghiên cứu hoạt động môi giới. Những công ty như vậy thường sở hữu những thiết kế mới, tân tiến trong lĩnh vực chế tạo vệ tinh, ứng dụng 3-D và xử lý hình ảnh kỹ thuật số. Việc tiếp cận với họ chính là chìa khóa. Các nhà đầu tư khôn ngoan sẽ để ý từng động thái và diễn giải từng dấu hiệu để suy luận ra thời điểm và bản chất của những phát triển mới nhất. Việc này có thể kéo dài trong nhiều năm để quỹ đầu cơ trá hình kiên nhẫn xây dựng lòng tin, thâm nhập từng ngõ ngách của công ty, thu thập thông tin và tìm ra điểm yếu. Sau đó, như một con bọ cạp, nó sẽ tung đòn chí mạng theo lệnh của chủ nhân.



Nhiều người theo chủ nghĩa hoài nghi cho rằng, một cơ quan tình báo hay quân sự đội lốt quỹ đầu cơ sẽ dễ bị phát hiện bởi những quy định chi tiết về việc chống rửa tiền và nhận biết khách hàng được các nhà môi giới tuân thủ nghiêm ngặt. Tuy nhiên, nếu suy nghĩ kỹ thì luận điểm này không thể đứng vững. Những kỹ thuật thiết yếu để hoạt động dưới vỏ bọc là phải có công ty bình phong, nhân viên mật, những câu chuyện được dựng lên để che đậy và nhiều lớp chủ thể chồng lên nhau để cơ quan đứng sau điều khiển không bị phát hiện. Cấu trúc của một quỹ đầu cơ trá hình bao gồm nhiều lớp chủ thể hợp pháp đặt tại những thiên đường thuế, tạo nên vỏ bọc hoàn hảo cho kẻ thù. Nó cũng cần đến sự trợ giúp từ các luật sư hay chủ ngân hàng ăn hối lộ để đóng vai chuyên gia “vô tội” chuyên xử lý những công việc chi tiết như quản lý sổ sách, giấy tờ. Ban Giám đốc được thuê từ các công ty cố vấn ở nước ngoài chuyên cung cấp dịch vụ quản lý cho nhà đầu tư. Những thành phần này cốt để các cơ quan phản gián không đánh hơi được bản chất thực sự của quỹ.

Quỹ đầu cơ trá hình sẽ hoạt động trong những khu vực được chỉ định cụ thể ở trung tâm đô thị lớn như Zurich hay London. Quản lý quỹ là những chuyên gia có trình độ học vấn cao, được đào tạo nhiều năm bởi các cơ quan tình báo nước ngoài để thực hiện những nhiệm vụ phức tạp, với bằng cấp kinh doanh do Harvard hoặc Stanford cấp. Họ sẽ tham gia các chương trình tập huấn nghiệp vụ ngân hàng



chuyên sâu tại những nơi như Goldman Sachs và HSBC để có thêm kinh nghiệm thực tiễn, hình thành nên một lực lượng nòng cốt chính là các chuyên gia tài chính nắm vùng.

Các nhân viên phản gián có thể tình cờ phát hiện ra những tổ chức nắm vùng này và việc nghe lén các cuộc đối thoại có thể tiết lộ điều gì đó về hoạt động của nó. Tuy nhiên, nếu đường đi nước bước của quỹ được kẻ thù lên kế hoạch một cách khôn ngoan thì âm mưu gần như không thể bị người bên ngoài phát hiện, trừ khi có ai đó trong nội bộ phản bội. Lúc này sẽ nảy sinh một vấn đề quan trọng hơn: Các cơ quan chịu trách nhiệm đảm bảo an ninh quốc gia cho nước Mỹ có thực sự đề cao cảnh giác không?



THẾ GIỚI TRONG CHIẾN TRANH TÀI CHÍNH

Nếu bạn thấy tất cả những điều trên nghe có vẻ cường điệu thì hãy xem xét một thực tế là người Trung Quốc – và một số quốc gia khác – thực sự đang tiến hành các cuộc tấn công tài chính dưới những hình thức tinh vi hơn.

Vào tháng 1 năm 2011, *New York Times* cho biết, trong năm 2010, Trung Quốc trở thành người bán ròng chứng khoán Kho bạc Hoa Kỳ sau nhiều năm là người mua ròng. Tờ báo cho rằng việc này rất kỳ lạ, vì Trung Quốc vẫn đang tích lũy nguồn dự trữ đô-la khổng lồ từ thặng dư thương



mại và tiếp tục mua đô-la để phá giá đồng nhân dân tệ. Điều này có nghĩa là Trung Quốc chắc chắn vẫn sẽ là khách hàng lớn của Kho bạc Hoa Kỳ, mặc dù các dữ liệu chính thức thể hiện ngược lại. Tờ *New York Times* lưu ý rằng trong năm 2010, Vương quốc Anh vươn lên vị trí quốc gia mua chứng khoán Kho bạc Hoa Kỳ nhiều nhất thế giới, tức là “Trung Quốc đã chuyển số chứng khoán mua vào sang những tài khoản được quản lý bởi các tổ chức quản lý tiền của Anh”. Quả thực, Trung Quốc đã sử dụng các ngân hàng London như tấm bình phong để tiếp tục mua tín phiếu Kho bạc Hoa Kỳ trong khi Bắc Kinh công bố rằng họ đang bán ra.

Vào ngày 20 tháng 5 năm 2007, tờ *New York Times* cũng đề cập đến một kỹ thuật khác mà Trung Quốc sử dụng để ngụy trang cho các tổ chức tình báo thị trường của họ. Trong bài báo của mình, Andrew Ross Sorkin đã tiết lộ rằng Tập đoàn Đầu tư Trung Quốc (China Investment Corporation - CIC), một quỹ đầu tư của nhà nước khác, đã đồng ý mua 3 tỉ đô-la cổ phiếu của Blackstone Group, công ty vốn tư nhân kín kẽ và quyền lực có trụ sở tại Mỹ.

Blackstone Group được đồng sáng lập bởi Peter G. Peterson, một cựu quan chức cấp cao trong Chính phủ Nixon, sau này là Chủ tịch của cả Hội đồng chuyên trách các mối quan hệ nước ngoài lẫn Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York và Stephen A. Schwarzman, một siêu tỉ phú nổi (tai) tiếng với bữa tiệc sinh nhật tuổi 60 ở Park Avenue Armory, New York ngày 13 tháng 2 năm 2007,



chỉ vài tháng trước thương vụ giữa Blackstone và CIC. Bữa tiệc có màn trình diễn kéo dài 30 phút của Rod Steward và người ta nói rằng thù lao của ngôi sao này là 1 triệu đô-la. Như vậy, Trung Quốc đã mua được ghế VIP trong bữa tiệc Blackstone, nghiêm nhiên tiếp cận với cấp quản lý cao nhất và có thể góp vốn vào những thương vụ còn dang dở.

Tháng 6 năm 2007, không lâu trước khi các thị trường vốn toàn cầu bắt đầu sụp đổ, dẫn đến cuộc Khủng hoảng 2008, Schwarzman nói về phong cách đàm phán của mình như sau: “Tôi muốn chiến tranh, chứ không phải mấy cuộc đối đầu lẻ tẻ... Tôi luôn nghĩ xem dùng cái gì thì giết được đối thủ.” Schwarzman đang nói đến thị trường tài chính truyền thống chứ hoàn toàn không nghĩ đến một cuộc chiến tranh thực sự với súng ống bom đạn. Tuy nhiên, ông ta vốn đã là con tốt trong một cuộc chiến tài chính ở quy mô lớn hơn nhiều so với thứ mà tầm nhìn thiển cận của ông ta thấy được. Những công dân toàn cầu tự xưng như Schwarzman, người chỉ coi New York như một trạm dừng trong hành trình từ Davos đến Dalian, có thể nghĩ rằng chiến tranh thực sự chỉ là chuyện quá khứ, là dĩ vãng xa xôi. Những quan điểm tương tự như vậy đã có từ cuối những năm 1920, ngay cả khi nhiều sự kiện cho thấy thế giới đang chuẩn bị bước vào cuộc chiến tranh lớn nhất lịch sử.

Các nhà phân tích rất vui mừng trước việc thương vụ CIC-Blackstone cho rằng Trung Quốc sẵn sàng “dùng nguồn



dự trữ khổng lồ của mình để hoạt động bên ngoài Trung Quốc”. Nhưng việc chú trọng đến dòng tiền chảy ra khỏi Trung Quốc này đã phớt lờ dòng thông tin chảy vào quốc gia đó. Thật ngậy thơ khi không tính đến việc thông tin về mọi hoạt động bên trong bộ máy thương lượng hùng mạnh nhất Hoa Kỳ đang được chuyển về cho các ủy viên bộ Chính trị của Đảng Cộng sản Trung Quốc. Các đội thẩm định đầu tư của Trung Quốc sẽ nghiên cứu những thông tin mật về các thương vụ họ muốn tìm hiểu, thậm chí là cả những thương vụ còn chưa kết thúc. Cái giá 3 tỉ đô-la trông thì có vẻ nhiều đối với Schwarzman, nhưng nó chỉ bằng 1/10 của 1% dự trữ mà Trung Quốc có, tương tự như chuyện bạn đánh rơi một xu khi đang sở hữu tấm ngân phiếu 100 đô-la vậy. Việc Trung Quốc tiếp cận được Schwarzman và thâm nhập vào Blackstone là một bước quan trọng trong kế hoạch làm bá chủ khu vực Đông Á và đối đầu với Hoa Kỳ. Tất nhiên, kênh thông tin nào cũng có hai chiều và những công ty như Blackstone cũng cung cấp cho các cơ quan tình báo Hoa Kỳ nhiều hiểu biết về năng lực và dự tính của người Trung Quốc.

Mỹ không phải là mục tiêu tiềm năng duy nhất cho chiến tranh tài chính của Trung Quốc. Vào tháng 9 năm 2012, trên tờ *China Daily* của Đảng Cộng sản, một quan chức cấp cao của Trung Quốc đã đề xuất ý tưởng tiến hành một cuộc tấn công vào thị trường trái phiếu Nhật Bản để đáp lại thái độ khiêu khích của người Nhật liên quan đến



các quần đảo tranh chấp trên biển Hoa Đông. Ngày 10 tháng 3 năm 2013, Trung Quốc đã xâm nhập trái phép vào hệ thống mạng của Ngân hàng Dự trữ Australia để thu thập tin tức tình báo về các cuộc thảo luận nhạy cảm của Nhóm G20.

Hành động của Trung Quốc trên thị trường trái phiếu và vốn tư nhân là một phần trong kế hoạch dài hạn mà họ vạch ra để len lút thâm nhập vào các mắt xích trọng yếu, đồng thời nghe ngóng, tìm hiểu những thông tin đáng giá về các doanh nghiệp. Những hành động này được tiến hành song song với các hành động thâm hiểm khác trên thế giới mạng và nhiều cuộc tấn công vào các hệ thống kiểm soát cơ sở hạ tầng quan trọng, tất cả do Đơn vị 61398 – cơ quan tình báo quân sự nổi tiếng của Trung Quốc thực hiện. Những hành động phối hợp này sẽ rất hữu ích cho Trung Quốc khi họ đối đầu với Hoa Kỳ trong tương lai.

Hoa Kỳ không ngại tham gia chiến tranh mạng. Trên thực tế, có thể nói năng lực của họ trong lĩnh vực này vượt xa Trung Quốc. Năm 2013, nhà báo Matthew Aid đã viết như sau về cơ quan nhạy cảm nhất nước Mỹ chuyên trách các vấn đề mạng, trực thuộc Cơ quan An ninh Quốc gia:

Một đơn vị tuyệt mật của Cơ quan An ninh Quốc gia (National Security Agency - NSA)... có tên là Văn phòng Các chiến dịch Truy cập thông tin Đặc nhiệm (Office of Tailored Access Operations - TAO) đã thâm nhập thành công vào hệ



thống máy tính và viễn thông của Trung Quốc trong gần 15 năm qua, thu thập được một số thông tin tình báo hữu ích nhất và tin cậy nhất về những sự việc đang diễn ra bên trong nước Cộng hòa Nhân dân Trung Hoa...

Để ra vào những nơi làm việc đặc biệt của TAO bên trong khu phức hợp của NSA... phải có quyền an ninh đặc biệt. Cánh cửa dẫn vào trung tâm tác chiến siêu hiện đại của đơn vị được bảo vệ bởi các nhân viên an ninh có vũ trang, kể đến là một cửa khác bằng thép đồ sộ chỉ có thể mở bằng cách nhập đúng mã 6 số vào bảng phím, thêm một máy quét võng mạc để đảm bảo rằng chỉ những người có thẩm quyền mới được qua cửa.

Sứ mệnh của TAO rất đơn giản. Nó thu thập thông tin tình báo về các mục tiêu nước ngoài bằng cách bí mật thâm nhập trái phép vào hệ thống máy tính và viễn thông của họ, phá mật mã, tấn công hệ thống an ninh bảo vệ máy tính mục tiêu, ăn cắp dữ liệu lưu trên ổ cứng rồi sao chép toàn bộ lưu lượng tin nhắn và dữ liệu được trao đổi trong các hệ thống tin nhắn văn bản và e-mail mục tiêu.

Các cơ quan do thám như TAO phức tạp hơn rất nhiều so với những cơ chế quét lưu lượng tin nhắn trên e-mail và điện thoại tương đối đơn giản mà Edward Snowden tiết lộ năm 2013.

Phố Wall cũng đang không ngừng phát triển năng lực mạng trong lĩnh vực tài chính. Ngày 18 tháng 7 năm 2013,



một tổ chức giao dịch công nghiệp chứng khoán đã tài trợ cho một trò chơi chiến tranh tài chính có tên là *Quantum Dawn 2* liên quan đến hơn 500 người từ khoảng 50 cá nhân và cơ quan Chính phủ. Mục tiêu chính của *Quantum Dawn 2* là ngăn chặn các cuộc tấn công có thể phá vỡ hoạt động giao dịch bình thường. Mặc dù hữu ích nhưng trò chơi này lại không giúp được gì trong việc chuẩn bị đối phó với một hình thức tấn công phức tạp hơn nhiều. Thay vì phá vỡ, hình thức này sẽ bắt chước các hệ thống nhập lệnh.

Trung Quốc không phải là quốc gia lớn duy nhất tham gia chiến tranh tài chính. Một cuộc chiến tương tự cũng đang diễn ra giữa Mỹ và Iran, khi Mỹ tìm cách gây bất ổn trong chế độ chính trị của Iran bằng việc không cho quốc gia này tham gia vào những mạng lưới thanh toán quan trọng. Tháng 2 năm 2012, Mỹ cấm Iran tham gia những hệ thống thanh toán bằng đồng đô-la Mỹ được kiểm soát bởi Cục Dự trữ Liên bang và Kho bạc Hoa Kỳ. Rõ ràng là lệnh cấm này gây bất lợi cho Iran, nhưng họ vẫn có thể giao dịch trong các thị trường quốc tế bằng cách chuyển đổi khoản thanh toán sang đồng euro và dàn xếp thông qua hệ thống tin nhắn liên ngân hàng SWIFT có trụ sở tại Bỉ. Tháng 3 năm 2012, Mỹ gây sức ép buộc SWIFT cấm luôn Iran sử dụng hệ thống thanh toán của mình. Đến lúc này, Iran chính thức bị gạt khỏi mọi mạng lưới thanh toán hay nhận thanh toán bằng đồng tiền mạnh với tất cả các nước khác. Mỹ hoàn toàn không giấu giếm mục đích của mình



trong cuộc chiến tranh tài chính với Iran. Ngày 6 tháng 6 năm 2013, David Cohen, một nhân viên của Kho bạc Hoa Kỳ nói rằng mục tiêu của những hình phạt mà Mỹ đưa ra là “để khiến đồng rial bị mất giá và không thể sử dụng được trong hoạt động thương mại quốc tế”.

Chiến lược trên đã gây nên những hậu quả thê thảm cho nền kinh tế Iran. Quốc gia này là nước xuất khẩu dầu mỏ hàng đầu thế giới nên cần phải sử dụng các hệ thống thanh toán để nhận đô-la khi bán dầu cho nước ngoài. Họ cũng đồng thời là nước nhập khẩu lớn các sản phẩm dầu mỏ tinh chế, thực phẩm và hàng điện tử tiêu dùng như máy tính Apple và máy in HP. Một ngày đẹp trời, Iran bỗng nhiên không có cách nào để trả tiền hàng nhập khẩu và đồng rial của họ sụp đổ. Các nhà buôn tìm kiếm những đồng đô-la khan hiếm ở chợ đen với mức tỉ giá hối đoái khiến giá trị của đồng rial giảm xuống còn phân nửa, tương đương với tỉ lệ lạm phát 100%. Người ta bắt đầu đổ xô đi rút tiền khỏi hệ thống ngân hàng Iran để mua đô-la chợ đen hoặc tài sản thực nhằm bảo toàn tài sản. Chính phủ Iran cố gắng ngăn chặn việc này bằng cách tăng lãi suất. Bằng “thủ đoạn” gạt Iran ra khỏi các hệ thống thanh toán toàn cầu, Hoa Kỳ đã đẩy quốc gia này vào một cuộc sụp đổ tiền tệ, lạm phát phi mã và đột biến rút tiền gửi, đồng thời gây ra tình trạng khan hiếm thực phẩm, xăng và hàng hóa tiêu dùng.

Iran đáp trả ngay từ trước khi Mỹ tăng cường các biện pháp tấn công. Họ không sử dụng đồng đô-la nữa mà mua



vàng để ngăn Mỹ hoặc các đồng minh thân Mỹ đóng băng cán cân đô-la của mình. Ấn Độ là khách hàng nhập khẩu dầu mỏ lớn của Iran, và hai bên đã đi đến thỏa thuận đổi dầu mỏ lấy vàng. Theo đó, Ấn Độ sẽ mua vàng trên thị trường toàn cầu và đổi lấy dầu mỏ của Iran. Iran có thể đổi số vàng đó với Nga hoặc Trung Quốc để lấy thực phẩm hoặc hàng hóa công nghiệp. Trước tình cảnh phải đối mặt với những hình phạt tài chính nghiêm trọng, Iran một lần nữa chứng minh rằng vàng là tiền và loại tiền này hiệu quả mọi nơi, mọi lúc.

Thổ Nhĩ Kỳ nhanh chóng trở thành nguồn vàng lớn nhất của Iran. Lượng vàng mà họ xuất khẩu sang Iran trong tháng 3 năm 2013 tương đương 381 triệu đô-la, cao hơn 2 lần so với tháng trước đó. Tuy nhiên, vàng không dễ trao đổi như đồng đô-la kỹ thuật số và biện pháp đổi vàng lấy hàng hóa cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro. Tháng 1 năm 2013, một máy bay chở 1,5 tấn vàng bị các nhà chức trách Thổ Nhĩ Kỳ chặn lại ở sân bay Istanbul vì cho rằng đây là vàng lậu. Nhiều nguồn tin cho biết chiếc máy bay này khởi hành từ Ghana, một nước sản xuất vàng lớn trên thế giới và bay đến Dubai, một địa điểm nổi tiếng chuyên trung chuyển vàng và tiền tệ từ khắp nơi trên thế giới. Tờ *Voice of Russia* suy đoán rằng điểm đến cuối cùng của chiếc máy bay là Iran. Dù điểm đến là đâu chẳng nữa thì ai đó – có lẽ là Iran – đã mất trắng 1,5 tấn vàng.



Một nguồn vàng khác của Iran là Afghanistan. Tháng 12 năm 2012, tờ *New York Times* đăng một bài báo về một cuộc giao dịch ba bên hợp pháp giữa Afghanistan, Dubai và Iran, sử dụng cả hình thức vận tải hợp pháp lẫn hình thức buôn lậu bất hợp pháp. Tờ báo viết, “Các hành khách bay từ Kabul đến Vịnh Ba Tư... nhận được những lời cảnh báo rằng phải hết sức cẩn thận tránh bị các túi hàng từ ngăn đựng hành lý rơi xuống đầu. Một người... đã mang gần 60 pound vàng thỏi, mỗi thỏi có kích thước bằng một chiếc iPhone, lên máy bay chuyển sáng sớm.”

Khi Iran mở rộng hoạt động giao dịch bằng vàng, Mỹ nhanh chóng trả đũa. Kho bạc Hoa Kỳ thông báo nghiêm cấm việc bán vàng cho Iran. Luật này có hiệu lực từ ngày 1 tháng 7 năm 2013, nhắm vào Thổ Nhĩ Kỳ và UAE – các nhà cung cấp chính cho Iran. Mỹ vốn đã chặn đứng mọi hướng tiếp cận của Iran đến các đồng tiền mạnh, giờ đây họ cũng làm y hệt đối với vàng. Điều này chính là sự khẳng định ngầm của Mỹ rằng vàng là tiền, bất chấp việc nhân viên của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ và nhiều người khác ra sức coi thường vàng một cách công khai.

Vàng không phải là chiến lược thanh toán thay thế đô-la duy nhất của Iran. Cách tiện lợi nhất là chấp nhận thanh toán bằng tiền địa phương trong các ngân hàng địa phương mà không phụ thuộc vào lệnh cấm vận. Iran có thể giao đầu mỏ cho Ấn Độ và nhận đồng rupee chuyển đến tài khoản



của Iran ở các ngân hàng Ấn Độ. Iran chỉ có thể sử dụng số tiền này để mua bán trong phạm vi Ấn Độ, nhưng người Ấn có thể nhanh chóng thích nghi bằng cách nhập khẩu hàng hóa phương Tây bằng đô-la rồi bán lại cho người Iran để lấy rupee với giá cao để bù đắp cho thời gian và những rắc rối của việc tái xuất chỗ hàng hóa nhập vào.

Iran cũng sử dụng các ngân hàng của Trung Quốc và Nga làm bình phong cho những khoản thanh toán bất hợp pháp thông qua các kênh bị cấm. Họ đã dàn xếp nhiều khoản tiền gửi lớn bằng đồng tiền mạnh ở các ngân hàng Trung Quốc và Nga trước khi lệnh cấm được đưa ra. Những ngân hàng này sẽ tiến hành chuyển đô-la bằng hình thức điện chuyển khoản ngân hàng (*wire transfer*) thông thường qua SWIFT đến Iran mà không thông báo rằng Iran là người thụ hưởng như luật của SWIFT yêu cầu.

Các báo cáo tình báo cho thấy tổng giá trị tiền mạnh của những khoản tiền mà Iran “gửi nhờ” ở riêng các ngân hàng Trung Quốc là 27 tỉ đô-la. Tuy nhiên, khả năng chuyển số tiền này về Iran lại bị hạn chế bởi việc Trung Quốc cần né tránh sự chú ý của Mỹ ở mức độ nào trong khi thực hiện giao dịch. Tháng 4 năm 2013, Iran đã yêu cầu Trung Quốc tặng cho Triều Tiên một “món quà” trị giá 4 tỉ đô-la như một phần nguồn tiền cứu trợ nhân đạo thông thường mà Trung Quốc dành cho Vương quốc của những ẩn sĩ. Iran không tiết lộ với Trung Quốc rằng món quà đó thực ra là



khoản tiền thanh toán cho những chuyến hàng công nghệ vũ khí hạt nhân từ Triều Tiên tới Iran.

Cuối năm 2012, Mỹ cảnh báo Nga và Trung Quốc về việc trợ giúp Iran “đi đường vòng” để tránh lệnh cấm vận, nhưng không áp dụng bất cứ hình phạt nào. SWIFT cũng không hào hứng gì với lệnh cấm vì ban đầu họ không muốn gạt Iran ra khỏi hệ thống của mình, họ chỉ làm vậy khi bị Mỹ gây sức ép. Mỹ không muốn làm căng với Nga và Trung Quốc vì còn có nhiều kế hoạch quan trọng hơn cần đến cả hai quốc gia này, trong đó có vấn đề Syria và Triều Tiên.

Iran cũng đã cho thấy cách thức kết hợp chiến tranh tài chính và chiến tranh mạng trong một cuộc tấn công bất cân xứng hỗn hợp. Tháng 5 năm 2013, các hacker của Iran đã chiếm quyền truy cập những hệ thống phần mềm mà các công ty năng lượng sử dụng để kiểm soát các đường ống dẫn dầu và khí gas thiên nhiên trên khắp thế giới. Bằng cách thâm nhập phần mềm này, Iran có thể gây ra nhiều rắc rối không chỉ với chuỗi cung ứng sản phẩm mà cả thị trường chứng khoán phái sinh năng lượng vốn phụ thuộc vào cung và cầu sản phẩm để định giá. Những nỗ lực này được các nhân viên Chính phủ Mỹ mô tả như các sứ mệnh do thám và tiềm ẩn mối nguy hiểm khôn lường. Cả hacker Iran lẫn các mục tiêu ở Mỹ dường như đều không cân nhắc đến nguy cơ những hoạt động như vậy có thể vô tình kích hoạt một cuộc khủng hoảng thị trường mà ngay cả kẻ tấn công cũng không hình dung được.



Iran không phải là nạn nhân duy nhất hứng chịu những đợt tấn công tài chính mạnh mẽ từ phía Mỹ. Lệnh trừng phạt kinh tế mà Mỹ dành cho Syria cũng khiến đồng pound của nước này giảm 66% giá trị trong vòng 12 tháng, từ tháng 7 năm 2012 đến tháng 7 năm 2013. Kết quả là tỉ lệ lạm phát hàng năm của Syria tăng đến 200%. Chính phủ Syria buộc phải sử dụng tiền tệ của ba nước đồng minh chính là đồng rial của Iran, đồng rúp của Nga và đồng nhân dân tệ của Trung Quốc, vì trên thực tế, đồng pound của Syria đã mất khả năng làm trung gian trao đổi.

Đến cuối năm 2013, những thiệt hại kinh tế của Iran đã dẫn đến một thỏa thuận giữa Tổng thống Mỹ Obama và Tổng thống Iran Hassan Rouhani. Theo đó, Mỹ sẽ nhẹ tay hơn, còn Iran sẽ nhượng bộ trong các chương trình làm giàu uranium. Nền kinh tế của Iran đã hứng chịu các lệnh trừng phạt của Mỹ mà không sụp đổ. Hai bên gặp nhau trên bàn đàm phán, sau đó lệnh trừng phạt đối với hoạt động mua vàng của Iran được gỡ bỏ, cho phép nước này tích trữ vàng bằng số đô-la thu được từ việc bán dầu mỏ. Tổng thống Obama đã nói rõ rằng, mặc dù lệnh trừng phạt đã được nói lỏng nhưng Mỹ vẫn có thể áp dụng lại nếu Iran không thực hiện lời hứa thu hẹp phạm vi của những chương trình hạt nhân mà họ đang triển khai. Dù sao thì trước mắt, Iran đã chiến đấu với Hoa Kỳ để đạt đến “một thỏa thuận ngừng bắn” trong cuộc chiến tranh tài



chính, bất chấp những thiệt hại khổng lồ mà nền kinh tế của họ đã phải hứng chịu.

Cuộc chiến tranh tài chính giữa Mỹ và Iran năm 2012 - 2013 minh họa cách những quốc gia vốn không thể đối đầu với Mỹ về mặt quân sự có thể chiến đấu kiên cường như thế nào trên mặt trận tài chính hoặc điện tử. Nếu Mỹ có đồng minh là châu Âu và Thổ Nhĩ Kỳ thì Iran cũng có Nga, Trung Quốc và Ấn Độ. Ba nước này tuyên bố rộng rãi về ý định xây dựng các hệ thống thanh toán và ngân hàng mới không dựa trên đồng đô-la. Dubai đứng ở giữa đáp ứng nhu cầu của cả hai bên, giống như Thụy Sĩ trong Chiến tranh Thế giới II. Mỹ muốn “hắt cẳng” Iran khỏi những hệ thống thanh toán bằng đô-la hiện hành và họ đã thành công. Nhưng như người ta thường nói, “Hãy cẩn thận với điều ước của anh”, một hệ thống thanh toán không dựa trên đồng đô-la giờ đây đang được hình thành ở châu Á và vàng đã chứng tỏ hiệu quả trong vai trò là vũ khí tài chính.

Trò chơi mèo-vờn-chuột giữa Trung Quốc, Nga, Iran, Mỹ và Triều Tiên liên quan đến tiền mặt, vàng và các lệnh cấm vận cho chúng ta thấy các vũ khí tài chính đã trở thành vũ khí ưa thích như thế nào trong các vấn đề chiến lược.



MỐI QUAN HỆ TÀI CHÍNH MẠNG

Văn phòng của Andy Marshall không phải nơi duy nhất quan tâm đến chiến tranh tài chính. Vào cuối tháng 9 năm

2012, Vương quốc Bahrain chủ trì một hội nghị kín, chỉ có những chuyên gia tiền tệ quốc tế nhận được thư mời đến thảo luận về địa chính trị của tiền tệ và dự trữ. Hội nghị bao gồm một buổi diễn tập kéo dài ba ngày về các kịch bản như sự sụp đổ của đồng đô-la Mỹ, sự trỗi dậy của các đồng tiền dự trữ ở khu vực như nhân dân tệ của Trung Quốc và rúp của Nga. Thành phần tham dự gồm có các nhà làm luật châu Âu, học giả hàng đầu, nhà báo nổi tiếng và chuyên gia về thị trường vốn.

Vào ngày 12 tháng 10 năm 2012, Liên đoàn các nhà Khoa học Mỹ tổ chức một trò chơi chiến tranh tài chính ở Washington D.C. với các kịch bản về một cuộc chiến quân sự giữa Israel và Iran. Các thành viên nhận được những kịch bản chiến tranh quân sự truyền thống, sau đó được yêu cầu đánh giá tác động tài chính và trình bày cách thức sử dụng các vũ khí tài chính để tăng cường sức mạnh.

Vào ngày 25 tháng 10 năm 2012, Boeing Corporation tổ chức một trò chơi chiến tranh tài chính khác trong một hội thảo ở Bretton Woods, New Hampshire. Hội thảo được tổ chức tại khách sạn Mount Washington lịch sử, nơi đã diễn ra hội thảo Bretton Woods năm 1944 – sự kiện thiết lập nên hệ thống tiền tệ quốc tế được sử dụng từ cuối Chiến tranh Thế giới II cho đến khi Tổng thống Nixon ra lệnh cấm quy đổi đô-la sang vàng vào năm 1971. Mặc dù Boeing là tập đoàn chứ không phải nhà nước, nhưng gần như ai cũng



biết họ cực kỳ quan tâm đến chiến tranh tài chính. Boeing có nhân viên tại 70 quốc gia và khách hàng ở 150 quốc gia. Họ cũng là một trong những công ty xuất khẩu lớn nhất thế giới. Bộ phận An ninh, Không gian và Quốc phòng của Boeing xây dựng và vận hành những nền tảng nhạy cảm nhất, tuyệt mật nhất cho các cơ quan an ninh quốc gia Mỹ. Rất hiếm công ty nào trên thế giới có vai trò lớn như Boeing trong các vấn đề liên quan đến khả năng và tác động của chiến tranh tài chính.

Ngày 30 tháng 10 năm 2012, trường Đại học Quốc phòng hoàn thiện một trò chơi chiến tranh tài chính ảo. Dự án này kéo dài một năm, với nhà tài trợ là Bộ Tư lệnh Thái Bình Dương của Mỹ, cùng sự tham gia của sáu chuyên gia hàng đầu từ các học viện, viện nghiên cứu chính sách và ngân hàng lớn. Những kết luận của dự án có thể được tìm thấy trong một báo cáo tổng kết cực kỳ nhạy cảm dày 104 trang.

Trong tháng 8 năm 2013, Quân đội Thụy Sĩ triển khai một trong những trò chơi chiến tranh tài chính công phu nhất có tên là *Chiến dịch Duplex-Barbara* (Operation Duplex-Barbara). Trong trò chơi này, các đội quân của Thụy Sĩ sẽ bảo vệ đất nước khỏi các băng nhóm và lực lượng dân quân tưởng tượng của Pháp đang tràn qua biên giới để đòi lại số tiền mà họ cho là đã bị các ngân hàng Thụy Sĩ lấy cắp.



Tuy nhiên, ngay cả chương trình và sự phân tích sâu rộng về chiến tranh tài chính này cũng không bao quát được đầy đủ phạm vi của mối nguy hiểm. Các cuộc tấn công mạng nhắm vào hạ tầng của nước Mỹ, bao gồm ngân hàng và các định chế tài chính khác, đang ngày càng gia tăng và diễn ra dưới nhiều hình thức. Chẳng hạn như vào đêm Giáng sinh 2011, ai đó đã đột nhập và tải xuống một tệp tin chứa những thông tin nhận diện cá nhân về một quan chức cấp cao của Chính phủ Mỹ, rồi sử dụng nhằm mục đích rút toàn bộ tiền trong tài khoản ngân hàng của vị quan chức đó. Nạn nhân là Mary Schapiro, người về sau trở thành Chủ tịch SEC, quản lý tất cả các thị trường vốn của Hoa Kỳ.

Ngày 23 tháng 4 năm 2013, một tài khoản Twitter do Hiệp hội Báo chí quản lý cũng bị hack để phát tán một thông tin bịa đặt rằng Nhà Trắng đã trở thành mục tiêu của một vụ tấn công khủng bố và rằng Tổng thống Obama đã bị thương. Thông tin giả này xuất hiện chỉ vài ngày sau vụ đánh bom khủng bố tại giải Boston Marathon, theo sau đó là cuộc săn đuổi và đấu súng quyết liệt giữa cảnh sát với những kẻ đánh bom. Chỉ số Công nghiệp Dow Jones ngay lập tức giảm hơn 140 điểm, thối bay 136 tỉ đô-la tài sản trong nháy mắt trước khi hồi phục nhờ việc xác định thông tin trên là giả mạo. Quân đội Điện tử Syria (Syrian Electronic Army) – một nhóm hacker thân Syria do Iran chống lưng đã đứng ra nhận trách nhiệm cho vụ tấn công. Thành công của chúng và phản ứng của thị trường cho thấy



các thị trường vô cùng nhạy cảm dễ dàng sụp đổ và bị thao túng bởi nhiều phương tiện khác nhau. Đây là thông tin cực kỳ tuyệt vời cho những kẻ đang có ý định tấn công vào nước Mỹ.

Những sự kiện trên đều chỉ đến một dạng thức tấn công tài chính nguy hiểm nhất, *kết hợp* giữa các cuộc tấn công mạng với chiến tranh tài chính để tăng cường sức mạnh cho nhau. Trong trường hợp này, mục đích của một cuộc tấn công mạng không phải là để vô hiệu hóa các thị trường vốn ở Mỹ. Thay vào đó, những kẻ xâm lược mạng chiếm quyền kiểm soát phần mềm nhập lệnh để giả mạo lệnh bán của các định chế tài chính lớn. Vụ sụp đổ tài chính có chủ định này tương tự như trong kịch bản quỹ đầu cơ trá hình, chỉ khác là không cần đến tiền mặt hay vốn. Máy tính sẽ được lập trình để bắt chước một nhà môi giới đang bị mất kiểm soát và cố gắng tổng khứ hàng nghìn tỉ đô-la cổ phiếu, trái phiếu và chứng khoán phái sinh.

Kịch bản này là phiên bản quy mô rộng hơn và mục tiêu rõ ràng hơn của tai họa giáng xuống Knight Capital vào ngày 1 tháng 8 năm 2012, trong đó một lỗi phần mềm đã khiến một máy tính “nổi điên” và nhấn chìm Sàn giao dịch Chứng khoán New York bằng hàng loạt lệnh giả. Chỉ trong mấy phút, tổng giá trị các vị thế không mong muốn của Knight đã lên tới 7 tỉ đô-la và công ty này phải chấp nhận mất 440 triệu đô-la để đảo ngược chúng. Trong lúc



thảm họa này xảy ra, không ai ở Knight có thể xác định được nguồn gốc vấn đề, cũng không ai nghĩ đến việc bấm nút tắt giao dịch. Cuối cùng, để tự vệ, NYSE đã xóa Knight khỏi hệ thống.

Một thảm họa lớn hơn xảy ra vào ngày 22 tháng 8 năm 2013, khi Thị trường Cổ phiếu NAS-DAQ bị tê liệt trong ba giờ đồng hồ vì những sự cố trong hệ thống máy tính và thông tin liên lạc, mà cho đến nay vẫn chưa được giải thích một cách công khai. Không loại trừ đây là một vụ tấn công từ Bộ Tư lệnh Quốc phòng mạng Iran. Tháng 8 năm 2012, cảnh sát mạng Iran đã phá hủy 30.000 máy tính của tập đoàn dầu khí Saudi Aramco bằng virus Shamoon. Hiện nay, Iran vẫn không ngừng tiến hành nhiều hoạt động chiến tranh tài chính mạng.

Trong những kịch bản chiến tranh tài chính này, một cuộc tấn công có thể lớn đến mức khiến NYSE bị chôn vùi và phải đóng cửa mãi mãi. Cơ khủng hoảng ập đến liền sau đó sẽ gây ra thiệt hại hàng trăm tỉ đô-la.

Trong khi các chuyên gia an ninh quốc gia đã bày tỏ sự lo ngại về chiến tranh tài chính thì người ở Kho bạc Hoa Kỳ và Cục Dự trữ Liên bang lại thường xuyên dội nước lạnh lên các kết quả phân tích này, bắt đầu bằng việc ước tính tác động của chiến tranh tài chính lên thị trường, sau đó kết luận rằng Trung Quốc hoặc những nước lớn khác sẽ không bao giờ sa lầy vào đó, bởi vì nó sẽ gây nên những thiệt hại



khổng lồ cho danh mục đầu tư của chính họ. Quan điểm này phản ánh một sự ngây thơ vô cùng nguy hiểm. Kho bạc Hoa Kỳ đang tưởng rằng mục đích của chiến tranh tài chính là giành lấy lợi ích về mặt tài chính. Suy nghĩ này hoàn toàn sai lầm.

Mục đích của chiến tranh tài chính là vừa làm suy yếu năng lực của kẻ thù và khuất phục họ, vừa tìm kiếm lợi thế địa chính trị trong các khu vực mục tiêu. Việc kiếm lời trên một danh mục đầu tư chẳng liên quan gì đến một cuộc chiến tranh tài chính. Nếu kẻ tấn công có thể đẩy đối phương đến bờ vực sụp đổ hoặc rơi vào trạng thái tê liệt thông qua một thảm họa tài chính mà vẫn chiếm thế thượng phong trên các mặt trận khác thì khi đó, cuộc chiến tài chính được xem là thành công, ngay cả nếu như kẻ tấn công phải trả một cái giá không hề nhỏ. Cuộc chiến nào cũng có giá của nó. Nhiều cuộc chiến để lại thiệt hại lớn đến nỗi phải mất nhiều năm, thậm chí nhiều thập kỷ mới có thể hồi phục. Như thế không có nghĩa là chiến tranh không xảy ra, hay những kẻ phát động chiến tranh không tìm thấy lợi thế bất chấp cái giá phải trả.

Hãy xem xét một vài phép tính sau. Nếu Trung Quốc mất 25% giá trị dự trữ ngoại tệ của mình vì một cuộc chiến tranh tài chính với Mỹ thì cái giá mà Trung Quốc phải chấp nhận là 750 tỉ đô-la. Một hạm đội gồm 12 siêu tàu sân bay lớp Ford tân tiến nhất thế giới, tương đương đương với lực



lượng hàng không mẫu hạm lý tưởng của Hoa Kỳ, sẽ tiêu tốn 400 tỉ đô-la cho toàn bộ quá trình xây dựng, vận hành, đại tu và chi trả tất cả những chi phí liên quan khác. Con số này còn tăng lên rất nhiều khi tính đến chi phí bảo vệ đoàn tàu sân bay bằng tàu khu trục, tàu ngầm và tàu hỗ trợ, cộng thêm cả chi phí cho hệ thống trên đất liền và thủy thủ đoàn vận hành hạm đội. Nói ngắn gọn, nếu so sánh giữa việc đối đầu với Mỹ trên mặt trận tài chính và việc đối đầu với Mỹ trên không hoặc trên biển thì chi phí kinh tế của hai kịch bản không chênh nhau là bao, nhưng thiệt hại mà Trung Quốc có thể gây ra cho Mỹ trong kịch bản thứ nhất có thể lớn hơn nhiều. Trung Quốc không có một hạm đội tàu sân bay tối tân, nhưng họ có tiền và máy tính, họ sẽ tự chọn mặt trận cho mình.

Nếu chiến tranh tài chính nổ ra, Trung Quốc có thể bảo vệ dự trữ ngoại tệ của mình khỏi các đợt phong tỏa tài sản hay sự mất giá bằng cách chuyển đổi tài sản tiền mặt sang vàng – một lựa chọn mà ngày nay họ đang theo đuổi rất quyết liệt. Với mỗi thỏi vàng Chính phủ mua vào, nền tài chính của Trung Quốc lại được củng cố thêm một chút, mức thiệt hại của danh mục đầu tư và chi phí trang bị cho chiến tranh tài chính cũng giảm theo. Có lẽ, những dự tính này bắt nguồn từ vị thế quốc gia mua vàng lớn nhất thế giới mà họ đang nắm giữ.

Tầm nhìn của Kho bạc Hoa Kỳ và Cục Dự trữ Liên bang cũng không tính đến hiệu ứng liên thời gian (*intertemporal*



effect). Một cuộc tấn công tốn kém ngắn hạn lại có thể sinh lời dài hạn. Bất kể danh mục đầu tư của Trung Quốc có bị thiệt hại như thế nào trong một cuộc chiến tranh tài chính thì chúng vẫn có thể được đảo ngược nhanh chóng trong những cuộc đối thoại hòa bình hoặc một thỏa thuận có điều kiện. Một khi tình hình đã bình thường trở lại, các tài khoản bị phong tỏa có thể được “cởi trói”, các khoản thua lỗ trên thị trường có thể được hô biến thành khoản lãi. Trong lúc đó, Trung Quốc đang nắm trong tay những lợi ích ổn định lâu dài về địa chính trị ở những khu vực như Đài Loan và biển Hoa Đông. Chính nền kinh tế Mỹ mới phải gánh chịu phần lớn thiệt hại trong cuộc đối đầu và sẽ mất nhiều năm để hồi phục.

Kho bạc Hoa Kỳ và FED bác bỏ các mối lo ngại về chiến tranh tài chính, vì họ hiểu sai về những đặc trưng thống kê của rủi ro và phụ thuộc quá nhiều vào các mô hình cân bằng đầy rẫy sai sót. Những giả định về thị trường hiệu quả và hành vi có lý trí mà các mô hình này sử dụng hoàn toàn không phù hợp với thị trường trong thực tế. Khi áp dụng vào chiến tranh tài chính, chúng cho rằng các cuộc tấn công của kẻ thù nhắm vào những cổ phiếu hoặc thị trường cụ thể sẽ tự thất bại vì các nhà đầu tư có lý trí sẽ nhảy vào chớp lấy các món hời ngay khi áp lực bán hình thành. Những hành vi như vậy chỉ xuất hiện trong thị trường tương đối bình ổn, còn trong tình hình hỗn loạn thực tế, áp lực bán sẽ tự tăng dần và tuyệt nhiên không thấy người mua. Một



cuộc khủng hoảng nghiêm trọng sẽ lan nhanh như lửa trên đồng rạ và dẫn đến sự sụp đổ toàn diện nếu không có sự can thiệp kịp thời của Chính phủ.

Trên thực tế, động lực khủng hoảng này đã mạnh mẽ hình thành hai lần trong sáu năm qua. Tháng 9 năm 1998, các thị trường vốn toàn cầu chỉ còn vài tiếng nữa là sụp đổ hoàn toàn nếu Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York không kịp thời chỉ đạo cứu trợ khẩn cấp 4 tỉ đô-la tiền mặt cho quỹ đầu cơ Long-Term Capital Management. Tháng 10 năm 2008, các thị trường vốn toàn cầu vài ngày nữa là tê liệt sau sự sụp đổ liên hoàn của các ngân hàng lớn nhất thế giới, và Quốc hội Mỹ phải triển khai gói cứu trợ TARP. FED và Kho bạc cũng can thiệp để bảo đảm cho các quỹ thị trường tiền tệ, làm chỗ dựa cho AIG và bơm hàng nghìn tỉ đô-la để tăng tính thanh khoản của thị trường. Trong cả hai cuộc khủng hoảng, người ta đều không thấy bóng dáng những tay săn mồi hồi tưởng tượng của FED ở đâu hết.

Nói tóm lại, quan điểm của Kho bạc và FED về chiến tranh tài chính thể hiện cho cái mà các chuyên gia phân tích tình báo gọi là *ảnh gương* (mirror imaging). Họ giả định rằng vì Hoa Kỳ không tấn công tài chính vào Trung Quốc, nên Trung Quốc cũng sẽ không tấn công Hoa Kỳ. Chẳng những không thể nào ngăn chặn được chiến tranh



mà ngược lại, tầm nhìn thiển cận như thế này còn là nguyên nhân nền tảng của chiến tranh, vì nó không hiểu được ý định cũng như khả năng của kẻ thù. Ở nơi nào có nguy cơ xảy ra chiến tranh tài chính, ở nơi đó thị trường sẽ vô cùng quan trọng đến nỗi không thể phó mặc cho Kho bạc và FED.

Không nhất thiết phải xảy ra một cuộc chiến tranh tài chính thì các vũ khí tài chính mới chứng tỏ chúng là công cụ chính sách hiệu quả, chỉ cần một quốc gia tin rằng họ đang đối mặt với một mối đe dọa nghiêm trọng. Chẳng hạn như rất có thể Tổng thống Mỹ sẽ phải từ bỏ các hoạt động quân sự bảo vệ Đài Loan, vì Trung Quốc tuyên bố rằng bất cứ hành động nào như vậy cũng sẽ dẫn đến thiệt hại hàng nghìn tỉ đô-la hoặc hơn thế nữa cho nền tài chính của Mỹ. Trong kịch bản này, Đài Loan sẽ bị bỏ mặc tự xoay sở. Những vũ khí tài chính của Trung Quốc đang cản trở học thuyết Chiến tranh Không - Biển của Andy Marshall.

Có lẽ mối đe dọa tài chính lớn nhất chính là việc những kịch bản trên có thể vô tình thành sự thật. Giữa thập niên 1960, giữa lúc nỗi sợ về nguy cơ xảy ra chiến tranh hạt nhân và học thuyết Đảm bảo Tiêu diệt lẫn nhau trong Chiến tranh Lạnh đã lên đến đỉnh điểm, hai bộ phim có tựa đề *Fail Safe* và *Dr. Strangelove* về các kịch bản chiến tranh hạt nhân giữa Mỹ và Liên Xô được trình chiếu. Như được thể



hiện trong phim, cả hai bên đều không muốn chiến tranh, nhưng chiến tranh vẫn nổ ra do trục trặc máy tính và hành động của những sĩ quan vô tổ chức.

Các thị trường vốn ngày nay tuyệt nhiên không có chế độ an toàn khi xảy ra sự cố. Thực chất thì chúng ngày càng giống một cỗ máy đầy lỗi, như “tai nạn” của Knight Capital và sự cố chớp nhoáng khó hiểu ngày 6 tháng 5 năm 2010 đã cho thấy. Một tai nạn trong quá trình nâng cấp hay phục hồi phần mềm cũng có thể châm ngòi cho một cuộc tấn công tài chính. Các thị trường vốn đã gần như sụp đổ vào năm 1998 và năm 2008 mà không cần tới sự giúp đỡ của những nhân vật hiểm ác. Và nguy cơ xảy ra một vụ sụp đổ tương tự trong tương lai, dù vô tình hay cố ý, cũng cao đến mức đáng sợ.

Năm 2011, tờ *National Journal* đăng tải một bài viết có tựa là “The Day After” mô tả chi tiết những kế hoạch tuyệt mật để đảm bảo các cơ quan Chính phủ sẽ không bị gián đoạn hoạt động khi kẻ thù xâm lược, hạ tầng sụp đổ hay thảm họa tự nhiên thảm khốc xảy ra. Những kế hoạch này gồm việc cử một phi đội trực thăng đáp cánh trên Washington Mall gần điện Capitol để đón các nhà lãnh đạo đi sơ tán đến một trung tâm điều hành khẩn cấp gọi là Mount Weather ở Virginia. Các nhân viên Bộ Quốc phòng sẽ di tản tới một lô-cốt ngầm kiên cố nằm sâu trong rặng



núi Raven Rock ở biên giới Maryland-Pennsylvania, không xa Trại David là bao.

Phần lớn bài báo của Marc Ambinder đề cập đến hệ thống quân đội và những gì sẽ xảy ra nếu những quan chức nhất định, có thể bao gồm cả Tổng thống, bị chết hay mất tích. Tác giả chỉ ra rằng, những kế hoạch ứng phó với tình huống bất ngờ này đã *thất bại* trong cả vụ Tổng thống Reagan bị ám sát năm 1981 lẫn sự kiện 11/9. Những năm gần đây đã chứng kiến nhiều sự tiến bộ trong công tác đảm bảo an toàn thông tin liên lạc, nhưng hệ thống quân đội vẫn tồn tại nhiều sự nhập nhằng khó hiểu và Ambinder cho rằng rất có thể những thất bại sẽ tiếp tục tái diễn trong các cuộc khủng hoảng quốc gia khác.

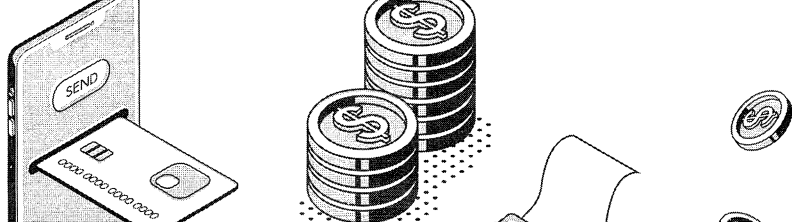
Tuy nhiên, chiến tranh tài chính là một dạng khủng hoảng khác hẳn, với rất ít hoặc hoàn toàn không có thiệt hại vật chất. Không có quan chức nào bị chết hay mất tích và hệ thống quân giai vẫn sẽ được bảo toàn. Khi cơ sở hạ tầng không bị tấn công, thông tin liên lạc sẽ hoạt động bình thường. Tuy nhiên, quốc gia chắc chắn sẽ bị tổn thương tương tự như hậu quả của một trận động đất để lại cho một thành phố lớn, vì hàng nghìn tỉ đô-la sẽ tan thành mây khói. Các ngân hàng và sàn giao dịch sẽ đóng cửa, các thị trường mất tính thanh khoản. Niềm tin cũng mất theo. Cục Dự trữ Liên bang, vốn đã lạm dụng quyền hạn để in



hơn 3.000 tỉ đô-la tiền mới kể từ năm 2008 đến nay, sẽ không còn khả năng hoặc sự tín nhiệm để in thêm nữa. Tình trạng bất ổn xã hội và bạo động sẽ sớm xảy ra.

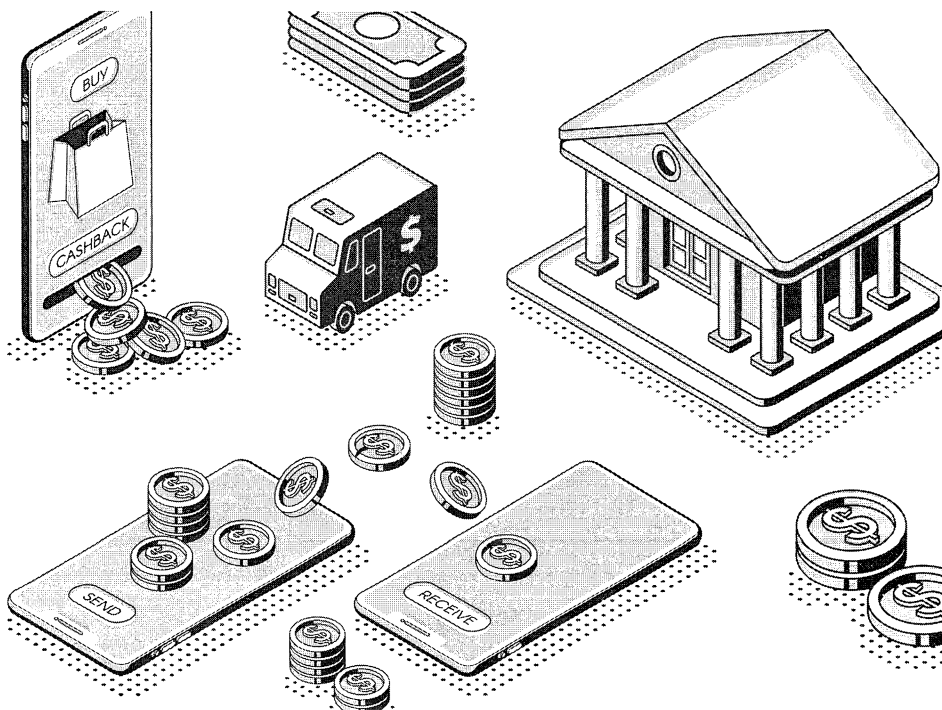
Andy Marshall và các chuyên gia hoạch định tương lai khác có trách nhiệm bảo vệ an ninh quốc gia đang xem xét rất nghiêm túc về những mối nguy hiểm này. Họ hầu như không nhận được sự hỗ trợ từ Kho bạc và Cục Dự trữ Liên bang. Cả hai đều đang mải mê với ảnh gương của mình.

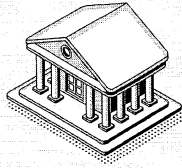
Mĩa mai ở chỗ, không khó để nghĩ ra giải pháp: Chia nhỏ các ngân hàng lớn thành nhiều đơn vị với quy mô đừng lớn quá đến nỗi không được phép thất bại, quay lại với hệ thống giao dịch cổ phiếu khu vực và đưa vàng trở lại hệ thống tiền tệ, vì vàng không thể bốc hơi vì một sự cố chớp nhoáng trên mạng. Chi phí ban đầu của những thay đổi này sẽ được đền bù hậu hĩnh bởi sự vững chắc của nền tài chính và những lợi ích về sau. Tuy nhiên, Quốc hội hay Nhà Trắng không hề cân nhắc một cách nghiêm túc về những biện pháp trên. Hiện tại, Mỹ là quốc gia duy nhất còn lơ mơ về mối hiểm họa xảy ra một cuộc chiến tranh tài chính và hoàn toàn không có một giải pháp nào.



PHẦN HAI

TIỀN VÀ THỊ TRƯỜNG





CHƯƠNG 3

SỰ THẤT BẠI CỦA CÁC THỊ TRƯỜNG

Người đứng đầu hệ thống... dường như nghĩ rằng mình có thể bố trí các thành viên khác nhau trong một xã hội rộng lớn dễ dàng như việc sắp xếp các quân cờ khác nhau trên một bàn cờ. Ông ta không hề nghĩ đến việc trong bàn cờ vĩ đại của xã hội loài người, mỗi quân cờ có một nguyên lý chuyển động của riêng nó.

— Adam Smith, *The Theory of Moral Sentiments*

"Dữ liệu" mà từ đó các tính toán kinh tế bắt đầu không bao giờ dành cho cả xã hội, nó chỉ dành cho một trí tuệ duy nhất có thể nhìn ra những ảnh hưởng tiềm tàng và không bao giờ quá chủ quan.

— Friedrich A. Hayek -

Bất cứ quy tắc thống kê hợp thức nào cũng sẽ có xu hướng sụp đổ một khi người ta tạo sức ép lên đó nhằm mục đích kiểm soát.

— Định luật Goodhart -



Trong tác phẩm *Người lái buôn thành Venice* (The Merchant of Venice) của Shakespeare, Salanio hỏi, “Giờ thì có tin gì mới về Rialto?” Anh ta đang tìm kiếm thông tin, thu thập tình báo và cố gắng xác định xem việc gì đang xảy ra trên thị trường. Salanio không có ý kiểm soát hoạt động giao thương, anh ta biết mình không thể. Anh ta cố gắng nắm bắt luồng tin tức, tìm chỗ của mình trong chợ.

Janet Yellen và Cục Dự trữ Liên bang cũng nên khiêm nhường như vậy mới phải.

Từ *chợ/thị trường* (market) gợi ra hình ảnh về mọi thứ, từ những hàng hóa trao đổi thời tiền sử đến các hội chợ trung cổ, tới các sàn giao dịch kỹ thuật số đương đại với những vụ mua bán tốc độ nano giây diễn ra trong một đám mây điện toán. Về bản chất, *chợ là nơi người mua và người bán gặp nhau* để tiến hành giao dịch hàng hóa và dịch vụ. Trong thế giới ngày nay, chợ có thể diễn ra ở một *địa điểm ảo*, một đại lộ kỹ thuật số, một *cuộc gặp* có thể chỉ là sự kết nối chớp nhoáng. Nhưng bản chất của chợ thì không đổi kể từ khi con người đổi hổ phách lấy gỗ mun trên các bờ biển Địa Trung Hải trong suốt Thời đại Đồ đồng.

Tuy nhiên, thị trường – dù là cho hàng hóa hữu hình như vàng hay vô hình như cổ phiếu – lại bao hàm những quy trình chuyên sâu hơn việc trao đổi hàng hóa và dịch vụ đơn thuần. Về cơ bản, thị trường nói về việc *trao đổi thông tin* liên quan đến giá cả hàng hóa và dịch vụ. Giá cả rất linh



động. Khi một nhà buôn hay thương gia tìm hiểu chắc chắn một mức giá thị trường, những người khác có thể sử dụng thông tin đó để mở rộng sản lượng hoặc ký hợp đồng sản phẩm đầu ra, thuê hoặc sa thải nhân viên, hay chuyển sang thị trường khác với một lợi thế về thông tin trong tay.

Thông tin có thể giá trị hơn cả tài sản cơ sở của nó. Đây chính là bí mật của đế chế Bloomberg trị giá nhiều tỉ đô-la. Một nhà đầu tư mạo hiểm nên định giá như thế nào đối với một cổ phần trong một doanh nghiệp sản xuất một sản phẩm hoàn toàn mới? Cả nhà đầu tư lẫn chủ doanh nghiệp đều không biết. Nhưng thông tin về kết quả hoạt động trong quá khứ, doanh nghiệp đó thi thoảng lời rất nhiều hay thường xuyên lỗ, sẽ đưa ra những chỉ dẫn cho các bên và cho phép nhà đầu tư tiếp tục góp vốn. Những thông tin về doanh số và tỉ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư chính là chất bôi trơn để công ty có thêm nhiều doanh số và vốn đầu tư nữa. Có thể một vụ trao đổi hàng hóa và dịch vụ là kết quả của hoạt động của thị trường, nhưng trước hết, thiết lập giá mới là chức năng của thị trường cho phép một vụ trao đổi diễn ra.

Bất cứ ai từng bước khỏi một cửa tiệm bán thảm trong một khu chợ Trung Đông rồi thấy người bám đuôi theo la to, “Ông ơi, ông ơi, tôi có giá tốt hơn, rất rẻ” hẳn sẽ biết được sức hấp dẫn của việc thiết lập giá. Động năng này không khác gì hoạt động giao dịch tần suất cao, được số hóa và tự động hóa diễn ra trong các máy chủ kế bên các nền tảng



giao dịch hối đoái ở New York và Chicago. Máy tính này cho ra phiên bản nano giây của “Ông ơi, tôi có giá tốt hơn”. Thiết lập giá vẫn là chức năng chủ yếu nhất của thị trường.

Nhưng thị trường không chỉ là nhà của người mua và người bán, dân đầu cơ và đầu cơ hưởng chênh lệch. Các thị trường trên toàn cầu ngày nay dường như có sức hấp dẫn không thể cưỡng nổi đối với các ngân hàng trung tâm đang ấp ủ những kế hoạch đổi đời. Kế hoạch là những thứ phù phiếm hão huyền của họ vì với họ, các thị trường chỉ là những ống nghiệm để họ thí nghiệm các lý thuyết can thiệp của mình.

Các ngân hàng trung ương kiểm soát giá tiền và do đó gián tiếp ảnh hưởng đến mọi thị trường trên thế giới. Với quyền lực vô biên này, một ngân hàng trung ương lý tưởng sẽ khiêm nhường, thận trọng và tôn trọng các tín hiệu thị trường. Thay vào đó, các ngân hàng trung ương hiện đại vừa trơ tráo, vừa ngạo mạn trong những nỗ lực nhằm bẻ hướng thị trường theo ý họ. Kế hoạch tập trung từ trên xuống, áp đặt cách phân bổ nguồn lực và sản lượng công nghiệp dựa trên những hiểu biết mà họ cho là ưu việt nhất về mong muốn và nhu cầu – những việc này đã góp phần “đầu độc” các nhà chính trị trong lịch sử. Thật là vừa nực cười vừa chua xót khi các ngân hàng trung ương của phương Tây lại thích thú cổ xúy cho phương pháp kế hoạch tập trung vào đầu thế kỷ XXI, trong khi cuối thế kỷ XX, tức là cách đây không lâu, cả Liên Xô lẫn Trung Quốc đều từ bỏ nó. Liên



Xô và Trung Quốc đã áp dụng hình thức kế hoạch tập trung cực đoan cho hai quốc gia lớn nhất thế giới và 1/3 dân số Trái Đất trong tổng cộng hơn 100 năm. Kết quả là những thất bại cay đắng mà ai cũng thấy. Các nhà hoạch định kế hoạch theo hướng tập trung, như Cục Dự trữ Liên bang Mỹ, cũng sẽ phải đối mặt với thất bại tương tự trong tương lai. Vấn đề còn bỏ ngỏ hiện nay là khi nào thì điều đó xảy ra và cái giá mà xã hội phải trả là gì?

Sở dĩ người ta ủng hộ đường lối kế hoạch tập trung là vì họ nhận thấy nhu cầu phải giải quyết một vấn đề từ trên xuống. Đối với Liên Xô năm 1971, đó là vấn đề Nga hoàng và xã hội phong kiến. Đối với Trung Quốc, đó là vấn đề tham nhũng ở các địa phương và chủ nghĩa đế quốc ngoại bang. Đối với các nhà hoạch định tập trung ở các ngân hàng trung ương ngày nay, vấn đề là giảm phát và tỉ lệ tăng trưởng danh nghĩa thấp. Những vấn đề trên đều có thật, nhưng cách giải quyết từ trên xuống lại không thực tế, chúng chỉ là sản phẩm của những ý thức hệ ngạo mạn và sai lầm.

Trong thế kỷ XX, Nga và Trung Quốc bám chặt vào ý thức hệ Mác-xít và sự ngạo mạn của họng súng. Ngày nay, các ngân hàng trung ương nhất mực đi theo chủ nghĩa Keynes và sự ngạo mạn của tấm bằng Tiến sĩ. Các cá nhân không có được sự tự do cần thiết để tìm hiểu những giải pháp thực chất là hệ quả từ đám mây mù các đặc tính phức tạp, rắc rối của một nền kinh tế phát triển. Thay vào đó, các cá nhân có thể cảm nhận được sự thao túng và kiểm soát



từ các ngân hàng trung ương nên sẽ kìm hãm hoạt động kinh tế của mình hoặc theo đuổi những loại hình doanh nghiệp nhỏ hơn và hoàn toàn mới nhưng nằm ngoài tầm thao túng của ngân hàng trung ương.

Các bên tham gia thị trường bị bỏ lại với tình trạng đầu cơ, giao dịch quá mức cần thiết và lúc nào cũng phải cố gắng đi trước những cái đầu trong phòng Giám đốc của Cục Dự trữ Liên bang. Gần đây, những nơi được gọi là thị trường thực chất đã biến thành nơi để giao dịch trước khi FED kịp công bố chính sách mới, hoặc làm lợi từ sự thực thi cứng rắn của FED. Từ năm 2008, các thị trường trở thành nơi để bòn rút nhiều hơn là tạo ra của cải. Thị trường không còn thực hiện đúng chức năng của nó nữa. Trong thị trường ngày nay, bàn tay chết của giới học thuật và người thực lợi đã thay thế cho bàn tay vô hình của người giao dịch hoặc doanh nghiệp.

Lời chỉ trích này không mới, nó cũng xưa như bản thân các thị trường tự do vậy. Trong cuốn *The Theory of Moral Sentiments* (Lý thuyết cảm xúc đạo đức) – một tác phẩm triết học từ năm 1795, buổi bình minh của hệ thống tư bản chủ nghĩa hiện đại – Adam Smith đã đưa ra quan điểm rằng không một nhà hoạch định nào có thể điều khiển một hệ thống các thành phần có thứ tự, lớp lang, mà bản thân mỗi thành phần lại là một hệ thống với những đặc điểm độc nhất vô nhị, nằm ngoài khả năng quan sát của người hoạch định. Có thể gọi đây là Lý thuyết Matryoshka, đặt



theo tên của những con búp bê truyền thống của Nga, gồm nhiều con nhỏ trong một con lớn mà nhìn ở ngoài không ai thấy được. Điểm khác biệt là số lượng *búp bê Matryoshka* có hạn, trong khi sự đa dạng trong một nền kinh tế hiện đại thì vô hạn, chúng tác động qua lại lẫn nhau và nằm ngoài khả năng lĩnh hội của đa số chúng ta.

Gần 200 năm sau tác phẩm của Adam Smith, năm 1945, Friedrich Hayek xuất bản tiểu luận kinh điển *The Use of Knowledge in Society* (Việc sử dụng kiến thức trong xã hội) và cũng đưa ra lập luận như trên, nhưng trọng tâm thay đổi một chút. Trong khi Smith nhấn mạnh vào các cá nhân thì Hayek lại nhấn mạnh vào thông tin. Điều này phản ánh góc nhìn của Hayek về ngưỡng giới hạn của kỷ nguyên máy tính, khi các mô hình dựa trên các hệ phương trình bắt đầu thống trị ngành khoa học kinh tế. Tất nhiên, Hayek là một nhà vô địch trong địa hạt sự tự do cá nhân. Ông hiểu rằng những thông tin mà mình đề cập đến cuối cùng cũng sẽ được tạo ra ở mức độ các “diễn viên tự trị” (autonomous actor) riêng lẻ trong một hệ thống kinh tế phức tạp. Ý Hayek là không một cá nhân, ủy ban hay chương trình máy tính nào có được tất cả mọi thông tin cần thiết để kiến thiết một trật tự kinh tế, ngay cả khi có sẵn một mô hình trật tự như vậy. Ông viết:

Đặc điểm dị biệt của một trật tự kinh tế có lý trí là: Kiến thức về những hoàn cảnh mà chúng ta phải khai thác lại không bao giờ tồn tại trong một hình thức tập trung hoặc tích hợp mà



phân tán thành nhiều mảnh kiến thức không hoàn chỉnh và thường mâu thuẫn nhau, do tất cả các cá nhân riêng lẻ nắm giữ... Hay nói ngắn gọn, đó là vấn đề về việc sử dụng dạng kiến thức mà không một ai nắm giữ toàn bộ.

Charles Goodhart lần đầu tiên trình bày Định luật Goodhart (Goodhart's Law) trong một tờ báo xuất bản năm 1975 bởi Ngân hàng Dự trữ Australia. Định luật Goodhart thường được diễn giải như sau: “Khi một chỉ số tài chính trở thành đối tượng của chính sách, nó sẽ không còn thực hiện chức năng của một chỉ số nữa.” Cách diễn giải này nắm bắt được bản chất của Định luật Goodhart, nhưng nguyên văn của định luật còn sắc bén hơn nhiều, vì nó bao gồm cụm từ “nhằm mục đích kiểm soát”. (Câu đầy đủ là: “Bất cứ hiện thành thống kê tuần quy nào cũng sẽ có xu hướng sụp đổ một khi người ta tạo sức ép lên đó nhằm mục đích kiểm soát.”) Cụm từ này nhấn mạnh vấn đề mà Goodhart lo ngại, không chỉ với sự can thiệp hay lũng đoạn thị trường nói chung mà với cả hình thức ra mệnh lệnh từ trên xuống của các ngân hàng trung ương nhằm kiểm soát các kết quả trong những hệ thống phức tạp.

Cả Adam Smith, Friedrich Hayek và Charles Goodhart đều kết luận rằng, phương pháp hoạch định tập trung không đơn thuần là được ưa chuộng và không tối ưu. Nó còn *không khả thi*. Kết luận này phù hợp với lý thuyết về *độ phức tạp tính toán* (computational complexity). Lý thuyết này phân loại các thách thức về mặt tính toán theo độ khó



được đo lường bằng dữ liệu, các bước tính và nguồn lực cần thiết để giải quyết một vấn đề cho trước. Có những vấn đề được xem là không thể tính toán vì dữ liệu quá đồ sộ, hoặc các bước xử lý kéo dài vô tận, hoặc tất cả nguồn lực tính toán trên thế giới vẫn chưa đủ để thực hiện, hoặc cả ba lý do trên. Cả Smith, Hayek và Goodhart đều cho rằng, sự khác biệt và khả năng thích nghi của những hành động của con người trong môi trường kinh tế là một trường hợp điển hình của độ phức tạp tính toán và việc tối ưu hóa chúng vượt quá khả năng của con người hoặc máy móc. Điều này không có nghĩa là các hệ thống kinh tế không thể chạm đến điểm tối ưu, mà điểm tối ưu sẽ được xác định dựa trên độ phức tạp của nền kinh tế, chứ không bị ngân hàng trung ương ấn định thông qua các chính sách của họ. Các ngân hàng trung ương ngày nay, đặc biệt là Cục Dự trữ Liên bang Mỹ, đang lặp lại những sai lầm của Lenin, Stalin và Mao Trạch Đông dưới hình thức phi bạo lực, mặc dù bạo lực có thể xuất hiện thông qua tình trạng chênh lệch về thu nhập, bất ổn xã hội và sự đối kháng với chính quyền.

Charles Goodhart đã bổ sung một đoạn kết đáng sợ cho những phát biểu nổi tiếng của Adam Smith và Friedrich Hayek về vấn đề độ phức tạp của nền kinh tế. Điều gì sẽ xảy ra khi bản thân những dữ liệu mà các ngân hàng trung ương sử dụng để hoạch định chính sách lại là kết quả của tình trạng lũng đoạn chính sách đã xảy ra trước đó?



HIỆU ỨNG TÀI SẢN

Các phép đo tỉ lệ lạm phát, tỉ lệ thất nghiệp, thu nhập và những chỉ số khác đều được các ngân hàng trung ương giám sát một cách chặt chẽ và xem đó là cơ sở để đưa ra quyết sách. Tỉ lệ thất nghiệp giảm và tỉ lệ lạm phát tăng có thể là dấu hiệu của việc cần phải thắt chặt chính sách tiền tệ, trong khi giá tài sản giảm có thể cho thấy cần phải nới lỏng chính sách tiền tệ. Các nhà hoạch định chính sách phản ứng lại với các vấn đề của nền kinh tế bằng cách thiết kế chính sách sao cho chúng có thể cải thiện được dữ liệu. Sau một thời gian, bản thân dữ liệu có thể không còn phản ánh thực trạng nền kinh tế nữa mà chỉ là kết quả của một chính sách có chủ định. Nếu những dữ liệu này lại được sử dụng làm chỉ dẫn cho chính sách tiếp theo, tức là ngân hàng trung ương đã rơi vào vòng luẩn quẩn không hồi kết, trong đó những dấu hiệu sai dẫn đến chính sách sai, chính sách sai này lại tạo ra những chỉ dẫn sai hơn và sự lúng túng chính sách nghiêm trọng hơn, cứ thế... Chính sách sẽ ngày càng xa rời thực tế, cho đến khi nó đâm sầm vào bức tường dữ liệu không dễ gì điều chỉnh được, chẳng hạn như thu nhập và sản lượng thực tế.

Hiệu ứng tài sản (wealth effect) là một ví dụ. Khái niệm này không hề phức tạp. Hai lớp tài sản là cổ phiếu và nhà ở đại diện cho hầu hết tài sản của người dân Mỹ. Tài sản được đại diện bởi cổ phiếu rất dễ thấy. Hàng tháng, người Mỹ đều nhận được sao kê tài khoản 401(k) của mình, và họ có



thể kiểm tra giá của những cổ phiếu cụ thể trong thời gian thực nếu muốn. Giá nhà ở thì kém minh bạch hơn, nhưng người ta có thể thu thập tin tức từ các bảng niêm yết giá bất động sản và những câu chuyện phiếm cũng đủ để người Mỹ hiểu sơ về giá trị ngôi nhà mình đang ở. Những người ủng hộ lý thuyết hiệu ứng tài sản nói rằng, khi giá cổ phiếu và giá nhà ở tăng lên, người dân Mỹ cảm thấy giàu có hơn, sẵn sàng tiết kiệm ít hơn và chi tiêu nhiều hơn.

Hiệu ứng tài sản là một trụ cột chống đỡ cho chính sách lãi suất 0% và việc in tiền vô tội vạ từ năm 2008 đến nay của FED. Chúng ta có thể dễ dàng hiểu được cách lập luận của họ. Lãi suất thấp thì sẽ có nhiều người Mỹ có khả năng trả thế chấp hơn, khiến nhu cầu mua nhà tăng lên, dẫn đến giá nhà cao hơn. Tương tự, với lãi suất thấp, các nhà môi giới sẽ đưa ra những khoản nợ lãi suất thấp hơn cho khách hàng, khiến nhu cầu mua cổ phiếu và giá cổ phiếu cao hơn.

Ngoài ra, cũng có một số hiệu ứng chuyển đổi quan trọng. Tất cả các nhà đầu tư đều thích nhận được tỉ suất sinh lời ổn định từ khoản tiết kiệm và đầu tư của mình. Nếu ngân hàng trả lãi gần bằng 0, người Mỹ sẽ quay sang chi tiền cho cổ phiếu để mong nhận được lợi nhuận cao hơn, khiến giá cổ phiếu và nhà ở tăng cao hơn. Nhìn bề mặt, các chính sách lãi suất 0% và nới lỏng tiền tệ đã đem lại kết quả đúng như dự định. Giá cổ phiếu tăng hơn hai lần trong giai đoạn 2009 - 2014, giá nhà ở cũng bắt đầu hồi phục mạnh mẽ từ giữa năm 2012. Sau bốn năm cố gắng kiểm soát giá



tài sản, đến năm 2004, có vẻ như FED đã thành công. Tài sản đang được tạo ra, ít nhất là trên giấy tờ, nhưng hiệu quả của việc này là gì?

Người ta đã tranh cãi về sức mạnh của hiệu ứng tài sản suốt mấy chục năm qua, nhưng những nghiên cứu gần đây ngày càng củng cố sự nghi ngại đáng kể về tác động của nó. Một số nhà kinh tế học nghi ngờ rằng hiệu ứng tài sản chỉ tồn tại đến một mức độ nhất định. Vấn đề là, hiệu ứng này mạnh đến đâu, kéo dài được bao lâu, có đáng để xã hội phải chấp nhận những tác động tiêu cực và sự méo mó thông tin cần thiết để đạt được nó hay không?

Thông thường, hiệu ứng tài sản được thể hiện như số phần trăm tăng thêm trong chỉ tiêu tiêu dùng cho mỗi đô-la tăng thêm trong tài sản. Ví dụ, một khoản tăng thêm trị giá 100 tỉ đô-la trong thị trường cổ phiếu và giá nhà ở có hiệu ứng tài sản ở mức 2% sẽ tạo ra một khoản tăng thêm trị giá 2 tỉ đô-la trong chỉ tiêu tiêu dùng. Theo Văn phòng Ngân sách Quốc hội Hoa Kỳ, các nghiên cứu khác nhau đánh giá hiệu ứng tài sản từ giá nhà ở nằm trong khoảng từ 1,7% đến 21%. Khoảng dao động quá lớn như vậy khá buồn cười, khiến người ta nghi ngờ về những nghiên cứu tương tự, đồng thời nêu bật những khó khăn về phương pháp luận trong lĩnh vực này.

Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York đã thực hiện một nghiên cứu tiên phong về hiệu ứng tài sản từ giá cổ



phiếu, trong đó đưa ra những kết luận về cơ bản là phá vỡ niềm tin của Cục Dự trữ Liên bang vào hiệu ứng tài sản. Nghiên cứu có đoạn:

Chúng tôi nhận thấy một mối liên hệ tích cực giữa sự thay đổi tài sản tích lũy và chi tiêu tích lũy, nhưng hiệu ứng không ổn định và khó xác định. Phản ứng của mức độ tăng trưởng tiêu dùng đối với một sự thay đổi bất ngờ trong tài sản là không chắc chắn và có vẻ như chỉ tồn tại trong thời gian rất ngắn. Chúng tôi thấy rằng hiệu ứng tài sản đang nhỏ dần trong những năm gần đây. Khi chúng ta ép tiêu dùng phải phản ứng lại với độ trễ một giai đoạn, một cú sốc đối với sự tăng trưởng của tài sản hầu như không có ảnh hưởng gì đến sự tăng trưởng tiêu dùng.

Một nghiên cứu khác cho thấy rằng hiệu ứng tài sản, trong phạm vi mà nó tồn tại, tập trung chủ yếu vào giới nhà giàu và không ảnh hưởng gì đến chi tiêu của người dân bình thường. David K. Backus, Chủ nhiệm khoa Kinh tế của trường Đại học New York, ủng hộ quan điểm này:

Ý tưởng về một hiệu ứng tài sản không thể đứng vững trước các dữ liệu kinh tế. Theo David Backus, sự bùng nổ của thị trường cổ phiếu vào cuối thập niên 1990 đã góp phần làm tăng tài sản của người dân Mỹ, nhưng nó không tạo ra một thay đổi đáng kể nào trong tiêu dùng. Trước khi thị trường cổ phiếu tự đảo chiều, “anh không hề thấy tiêu dùng tăng vọt,” Backus nói, “và khi nó tự đảo chiều, anh cũng chẳng hề thấy tiêu dùng giảm mạnh.”



Tuy nhiên, có một vấn đề khác còn gây nhiễu loạn hơn cả sự nghi ngờ đối với quy mô và thời điểm của hiệu ứng tài sản. Đó là việc các nhà kinh tế học thậm chí không chắc chắn về *hướng* của hiệu ứng. Trong khi đa số cho rằng giá cổ phiếu tăng khiến tiêu dùng tăng thì các nhà kinh tế lại đề xuất rằng chuyện có thể diễn ra theo hướng ngược lại, rằng có thể tiêu dùng tăng làm giá cổ phiếu tăng. Nhà kinh tế học tiền tệ lỗi lạc Lacy H. Hunt tóm tắt nghiên cứu nói trên về hiệu ứng tài sản như sau:

Vấn đề ở đây không phải là việc các chính sách của FED có khiến tài sản tích lũy tăng hoặc giảm hay không. Vấn đề là những thay đổi trong tài sản có làm chi tiêu tiêu dùng thay đổi ở một mức độ đáng kể nào hay không. Những bằng chứng thuyết phục nhất cho rằng sự tăng giảm thất thường của tài sản có rất ít hoặc hầu như không có tác động đến chi tiêu tiêu dùng. Do đó, khi thị trường cổ phiếu tăng do FED đẩy mạnh tính thanh khoản, nền kinh tế nói chung không bị tác động gì.

Bây giờ hãy xem xét đến việc một số nghiên cứu đi đầu về hiệu ứng tài sản được xuất bản hoặc trong năm 1999 hoặc trong năm 2007, đỉnh điểm của hai bong bóng cổ phiếu gần đây nhất. Không có gì đáng ngạc nhiên khi người ta đặc biệt quan tâm đến các nghiên cứu học thuật về hiệu ứng tài sản trong những giai đoạn xảy ra bong bóng cổ phiếu, khi mà hiệu ứng tài sản được cho là mạnh mẽ nhất. Nhưng nghiên cứu này lại ngụ ý rằng hiệu ứng tài sản trên thực tế rất yếu ớt và không chắc chắn.



Tất cả những điều trên đều cho thấy rằng, mặc dù Cục Dự trữ Liên bang Mỹ in hàng nghìn tỉ đô-la hòng theo đuổi hiệu ứng tài sản, nhưng trên thực tế, có lẽ cái mà họ đang theo đuổi chỉ là một ảo vọng mà thôi.



BONG BÓNG TÀI SẢN

Nước Mỹ ngày nay đang chứng kiến bong bóng cổ phiếu thứ ba và bong bóng nhà ở thứ hai trong vòng 50 năm qua. Những bong bóng này không giúp ích được gì cho nền kinh tế thực mà chỉ làm giàu cho các công ty môi giới và ngân hàng. Khi chúng phát nổ, nền kinh tế sẽ đối mặt với cơn khủng hoảng tồi tệ từng xuất hiện vào năm 2008, và chẳng bao lâu sau các ngân hàng sẽ cầu xin cứu trợ. Đóng góp không hề nhỏ vào viễn cảnh ảm đạm đó chính là thói ngạo mạn của các ngân hàng trung ương, những người từng không tin vào thị trường nhưng lại luôn tìm cách kiểm soát chúng.

Sự hình thành bong bóng tài sản là một trong những mối hiểm họa dễ thấy nhất mà chính sách in tiền của Cục Dự trữ Liên bang gây ra. Ngoài ra còn nhiều hiểm họa khác. Một tác động hiển nhiên nhất là việc “xuất khẩu” tình trạng lạm phát từ Mỹ sang các đối tác thương mại của mình thông qua cơ chế tỉ giá hối đoái. Từ năm 2008 đến nay, người ta vẫn luôn thắc mắc về việc tại sao giá cả tiêu dùng ở Mỹ không bị lạm phát. Trong giai đoạn 2008



- 2012, mỗi năm chỉ số giá tiêu dùng ở Mỹ chỉ tăng bình quân 1,8% so với cùng kỳ năm trước đó, tỉ lệ thấp nhất trong tất cả các giai đoạn 5 năm kể từ 1965. Suốt nhiều năm qua, phe chỉ trích FED đã hy vọng rằng lạm phát trong nước sẽ tăng mạnh do hậu quả của việc in tiền, mặc dù có thể chậm đôi chút. Nhưng thực tế là không hề có lạm phát mà ngược lại, những dấu hiệu giảm phát đã bắt đầu xuất hiện trong năm 2013.

Một lý do căn bản giải thích cho việc không có lạm phát ở Mỹ là vì lạm phát đã được xuất khẩu ra nước ngoài thông qua cơ chế tỉ giá hối đoái. Các đối tác thương mại của Mỹ, như Trung Quốc và Brazil, muốn thúc đẩy xuất khẩu của mình bằng cách ngăn không để đồng tiền nước mình tăng giá so với đồng đô-la Mỹ. Khi FED in thêm tiền, những đối tác thương mại này phải mở rộng nguồn cung tiền của mình để chặn đứng cơn lũ đô-la ập vào nền kinh tế nội địa dưới hình thức thặng dư thương mại hoặc đầu tư. Những chính sách in tiền của các quốc gia này gây ra lạm phát trong nền kinh tế của các đối tác thương mại. Ở Mỹ không hề có lạm phát vì Mỹ nhập khẩu hàng hóa giá rẻ từ phía đối tác.

Kể từ khi bắt đầu thiên niên kỷ mới, thế giới nói chung và nước Mỹ nói riêng có một khuynh hướng giảm phát tự nhiên. Ban đầu, Mỹ nhập khẩu giảm phát từ Trung Quốc dưới hình thức hàng hóa giá rẻ được sản xuất bởi nhân công thừa mứa, cộng thêm đồng tiền bị định giá thấp khiến giá hàng hóa Trung Quốc tính theo đồng đô-la Mỹ thấp



hơn mức mà các nguyên tắc cơ bản của kinh tế quy định. Khuynh hướng giảm phát này được đề cập vào năm 2001, khi tỉ lệ lạm phát hàng năm giảm xuống còn 1,6% – rất gần với ranh giới giảm phát.

Chính nỗi sợ giảm phát đã buộc Chủ tịch của FED – Alan Greenspan giảm mạnh lãi suất. Năm 2002, lãi suất thực bình quân của Quỹ Liên bang là 1,67% – thấp nhất trong 44 năm. Năm 2003, lãi suất bình quân của Quỹ Liên bang thậm chí còn thấp hơn – 1,13% và duy trì ở mức thấp đến hết năm 2004 với lãi suất bình quân là 1,35%. Chính sách lãi suất thấp bất thường kéo dài suốt ba năm này nhằm ngăn chặn giảm phát, và nó đã phát huy hiệu quả. Sau khoảng trễ thường gặp, chỉ số tiêu dùng tăng 2,7% trong năm 2004 và 3,4% trong năm 2005. Greenspan như hoa tiêu của một chiếc máy bay gặp nạn, người đã kéo nó lên vừa đúng lúc nó chuẩn bị đâm xuống mặt đất, ổn định khí động lực và trở lại không trung. Đến năm 2007, tỉ lệ lạm phát quay lại mức 4% và lãi suất của Quỹ Liên bang là hơn 5%.

Greenspan đã chặn đứng cơn rồng giảm phát, nhưng đồng thời lại tạo ra một con quái vật còn kinh khủng hơn. Chính sách lãi suất thấp của ông trực tiếp dẫn đến bong bóng tài sản nhà ở phát nổ với sức tàn phá nặng nề vào cuối năm 2007, đánh dấu sự khởi đầu của một thời kỳ suy thoái mới. Trong vòng một năm, giá trị tài sản giảm, khả năng thanh khoản mất dần và lòng tin suy yếu đã hình thành



giai đoạn Khủng hoảng 2008, trong đó hàng chục nghìn tỉ đô-la tài sản trên giấy tờ bốc hơi chỉ sau một đêm.

Chức Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang được chuyển giao từ Alan Greenspan sang Ben Bernanke vào tháng 2 năm 2006, ngay khi tai họa bong bóng nhà ở bắt đầu lộ diện. Bernanke phải giải quyết vấn đề giảm phát mà Greenspan để lại. Sự sụp đổ của thị trường trong năm 2007 đã phá hủy giá trị cầm cố hơn một nghìn tỉ đô-la trong tài sản thế chấp dưới chuẩn và các tài sản thế chấp chất lượng thấp khác. Thêm vào đó là hàng nghìn tỉ đô-la trong chứng khoán phái sinh trên cơ sở những tài sản này cũng bốc hơi. Cuộc Khủng hoảng 2008 buộc các công ty tài chính và các nhà đầu phải cơ bản tổng bán tháo tài sản để trả nợ. Những tài sản khác được rao bán trên thị trường vì vỡ nợ như Bear Stearns, Lehman Brothers và AIG. Cuộc khủng hoảng tài chính lan rộng sang cả nền kinh tế thực khi thị trường nhà ở bắt đầu chững lại và việc làm trong ngành xây dựng ít dần. Tỷ lệ thất nghiệp tăng cao, góp phần đưa tình trạng giảm phát trở lại. Tỷ lệ lạm phát giảm còn 1,6% trong năm 2010, đúng bằng mức lạm phát đã làm Greenspan mất ăn mất ngủ năm 2001. Trước tình hình này, Bernanke phản ứng thậm chí còn quyết liệt hơn người tiền nhiệm đã làm trước đó gần một thập kỷ. Ông hạ lãi suất thực của Quỹ FED xuống gần bằng 0 trong năm 2008. Từ đó đến nay, con số này vẫn giữ nguyên.



Thế giới đang chứng kiến một cuộc chiến gay go chưa từng có giữa giảm phát và lạm phát. Giảm phát bắt nguồn từ bên trong, từ năng suất của các thị trường đang phát triển, sự thay đổi về nhân khẩu học và tình trạng thoái nợ. Lạm phát đến từ bên ngoài, từ chính sách lãi suất của ngân hàng trung ương và chính sách in tiền. Các chỉ số giá theo thời gian không đơn thuần là điểm dữ liệu, nói đúng hơn, chúng giống một máy đo địa chấn đo lường lực tác động lẫn nhau của các mảng kiến tạo trên một đường đứt gãy. Phần lớn thời gian, đường đứt gãy tĩnh lặng, gần như im lìm. Nhưng có những lúc nó hoạt động mạnh, khi sức ép gia tăng và một mảng kiến tạo đẩy mảng phía trên nó. Tỉ lệ lạm phát biến động tương đối mạnh trong năm 2011, khi mức tăng so với cùng kỳ năm trước đó lên đến 3,2%. Cuối năm 2012, tình trạng giảm phát chiếm ưu thế từ tháng 9 đến tháng 12 năm 2012 khiến chỉ số giá tiêu dùng mỗi lúc một thấp. Nền kinh tế không ở trong tình trạng lạm phát, cũng không ở trong tình trạng giảm phát. Nó ở cả hai trạng thái cùng một lúc vì những nguyên nhân khác nhau và cơ chế hoạt động có thể được xác định thông qua các chỉ số giá.

Điều này tiềm ẩn nhiều ý nghĩa sâu sắc đối với hoạt động hoạch định chính sách. FED không thể dừng chính sách nới lỏng tiền tệ quá lâu vì những yếu tố nền tảng thúc đẩy giảm phát đã hiện hữu. Nếu FED chùn tay trong việc in tiền, giảm phát sẽ nhanh chóng bao trùm nền kinh tế, kéo



theo đó là nhiều hậu quả khủng khiếp cho nợ công, doanh thu của Chính phủ và hệ thống ngân hàng. Nhưng dù thế nào thì những nguyên nhân gốc rễ của giảm phát cũng sẽ không mất đi. Trong vài thập kỷ tới, sẽ có thêm hàng tỉ người gia nhập lực lượng lao động ở châu Á, châu Phi và châu Mỹ Latinh, gia tăng áp lực khiến chi phí và giá cả phải giảm xuống. Cùng lúc đó, hiện tượng tan rã về mặt nhân khẩu ở các quốc gia phát triển sẽ gây áp lực khiến tổng cầu ở những nền kinh tế này giảm xuống. Cuối cùng, những tiến bộ công nghệ vượt bậc đang không ngừng xuất hiện và hứa hẹn tăng năng suất, với hàng hóa và dịch vụ rẻ hơn. Cuộc cách mạng năng lượng trong khí gas tự nhiên, dầu đá phiến và công nghệ fracking⁸ cũng là một yếu tố thúc đẩy lạm phát.

Nói ngắn gọn, thế giới muốn giảm phát trong khi các Chính phủ muốn lạm phát. Cả giảm phát và lạm phát đều không chịu lùi bước, vì thế sức ép giữa hai bên sẽ tiếp tục gia tăng. Không sớm thì muộn, nền kinh tế cũng sẽ phải hứng chịu không chỉ các “bong bóng” mà cả một “trận động đất” dưới hình thức suy thoái sâu hơn hoặc lạm phát cao hơn khi một “thế lực” nhanh chóng và bất ngờ áp đảo “thế lực” còn lại.

⁸ *Fracking* là một danh từ mới trong kỹ nghệ khai thác dầu trong đá. Người ta khám phá ra rằng có nhiều lớp đá trong lòng đất ướp đầy dầu. Các phương pháp kỹ thuật dùng nước dưới áp lực cao bắn vỡ đá để lấy dầu gọi là *fracking*.



NHỮNG CHẤN ĐỘNG

Những trận động đất được dự báo trước, có cường độ mạnh và gần các thành phố lớn đông dân thường được gọi là “những trận động đất lớn”. Nhưng trước khi chúng xảy ra, người ta có thể thấy những cơn địa chấn nhỏ, gây ra nhiều thiệt hại ở những vùng dọc theo đường đứt gãy cách xa các thành phố lớn. Hiện tượng tương tự cũng xảy ra với những chính sách của FED nhằm can thiệp vào thị trường. Trong những nỗ lực tuyệt vọng để đối phó với giảm phát, FED đang gây ra những đợt tan rã quy mô nhỏ trong các thị trường cách xa “đấu trường trung tâm” của lãi suất trái phiếu Chính phủ Mỹ. Những hậu quả ngoài dự tính và không lường trước được của các chính sách nói lòng tiền tệ mà FED áp dụng đang ngày một rõ nét hơn, tổn kém hơn và rắc rối hơn theo nhiều cách. Việc xem xét một cách toàn diện những chính sách độc hại này sẽ cho thấy cuộc rượt đuổi viển vông của FED với con rồng giảm phát tất yếu sẽ thất bại như thế nào.

Từ năm 2008 đến năm 2013, mặc dù tỉ lệ lạm phát khá thấp nhưng không phải bằng 0, trong khi thu nhập của các cá nhân và thu nhập của hộ gia đình thì gần như bằng 0. Điều này có nghĩa là thu nhập thực tế đã giảm ngay cả trong môi trường lạm phát thấp. Nếu FED chấp nhận giảm phát thì thu nhập thực tế sẽ tăng, ngay cả khi không có thu nhập danh nghĩa, vì giá hàng hóa tiêu dùng



sẽ thấp hơn. Theo cách này, giảm phát chính là một khoản thưởng thêm cho người lao động vì nó cho phép họ nâng mức sống của mình lên ngay cả khi tiền lương không đổi. Tuy nhiên, thay vào đó, thu nhập thực tế lại giảm xuống. Nhà kinh tế học Lacy Hunt đã khái quát hiệu ứng này một cách súc tích như sau:

Vì tiền lương không thay đổi bao nhiêu nên thu nhập thực tế của đại đa số các hộ gia đình ở Mỹ giảm xuống. Nếu FED không có những quyết định lạ thường như vậy, đáng lẽ lãi suất và lạm phát sẽ thấp hơn so với thực tế hiện nay, và chúng ta có thể tránh được những rủi ro khó nhận biết trong bảng cân đối kế toán nhìn thì có vẻ hoàn hảo của FED. Về bản chất, FED đã cản trở quá trình hồi phục, trì hoãn nền kinh tế tăng trưởng bình thường trở lại, khiến khoảng cách về thu nhập/tài sản trở nên tồi tệ hơn, đồng thời tạo ra một vấn đề mới – làm sao để “thoát khỏi” những chính sách thất bại của FED.

Một hệ quả không mong muốn khác từ chính sách của FED là ảnh hưởng của nó với người gửi tiết kiệm. Chính sách lãi suất 0% của Cục Dự trữ Liên bang khiến cho khối tài sản trị giá 400 tỉ đô-la/năm bị chuyển từ túi của người dân Mỹ sang các ngân hàng lớn. Nguyên nhân là do môi trường lãi suất bình thường ở mức 2% sẽ trả 400 tỉ đô-la cho những người gửi tiết kiệm trong ngân hàng. Thế nhưng trên thực tế, họ không nhận được gì hết cả. Toàn bộ 400 tỉ đô-la kia chảy vào các ngân hàng và được xem như tiền nhàn rỗi để cho khách hàng khác vay kiếm lợi nhuận



“khủng”. Một phần mục đích của FED khi áp dụng chính sách này là để trừng phạt người gửi tiết kiệm, khuyến khích họ không để tiền ở ngân hàng nữa mà đầu tư vào tài sản rủi ro như cổ phiếu và bất động sản, nhờ đó chống đỡ cho giá trị cầm cố trong những thị trường này.

Tuy nhiên, nhiều người gửi tiết kiệm rất bảo thủ và họ có lý do để như vậy. Một bà cụ hưu trí 82 tuổi không muốn đầu tư vào cổ phiếu vì bà có thể dễ dàng bị mất 30% tiền tiết kiệm lương hưu khi bong bóng tiếp theo nổ tung. Một nhân viên 22 tuổi dành dụm để mua căn hộ đầu tiên trong đời cũng có thể không mua cổ phiếu vì cùng lý do. Cả hai người đều hy vọng sẽ nhận được một khoản lợi suất hợp lý từ tiền gửi tiết kiệm của mình trong ngân hàng, nhưng FED lại dùng chính sách lãi suất để đảm bảo rằng họ không nhận được gì hết. Vì thế, một chính sách được thiết kế để người dân không tiết kiệm nữa, thực chất lại thúc đẩy họ tiết kiệm nhiều hơn, với tâm lý đề phòng, để bù đắp cho phần tiền lãi không được hưởng. Đây chính là phản hững hành vi không được dạy trong các giáo trình hay đưa vào các mô hình mà FED sử dụng.

Chính sách của Cục Dự trữ Liên bang cũng gây tổn hại đến hoạt động cho vay với khách hàng là các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs). Điều này không ảnh hưởng gì đến FED, vì nó có lợi cho lãi suất của các ngân hàng lớn. Mới đây, Giáo sư Steve Hanke của Viện Đại học John Hopkins đã chỉ ra nguyên nhân của tổn hại mà hoạt động cho SMEs vay



phải gánh chịu. Các ngân hàng cho SMEs vay thông qua hệ thống cho vay liên ngân hàng. Tức là, ngân hàng A cho ngân hàng B vay tiền trên thị trường liên ngân hàng để ngân hàng B có thể cho một doanh nghiệp nhỏ vay. Nhưng ngày nay, hình thức cho vay như vậy không còn hấp dẫn đối với các ngân hàng, vì lãi suất cho vay liên ngân hàng bằng 0% do sự can thiệp của FED. Vì không thể kiếm lợi nhuận thị trường từ hình thức cho vay liên ngân hàng nên các ngân hàng không tham gia vào thị trường đó. Kết quả là, tính thanh khoản trong thị trường cho vay liên ngân hàng rất thấp, và các ngân hàng có thể không còn tự tin rằng mình có thể huy động tiền khi cần. Do đó, họ tất yếu sẽ ngần ngại không muốn mở rộng danh mục cho vay đối với khu vực SMEs.

Chính sách thắt chặt tín dụng mà các ngân hàng áp dụng đối với các SMEs là một lý do khiến tỉ lệ thất nghiệp “ngon cổ” duy trì ở mức cao. Những công ty lớn như Apple và IBM không cần các ngân hàng cấp vốn thì mới phát triển, họ dễ dàng huy động nguồn tiền mặt của công ty hoặc từ thị trường trái phiếu để tài trợ cho các hoạt động. Nhưng công ty lớn không tạo ra việc làm mới, việc làm mới chủ yếu đến từ các doanh nghiệp nhỏ. Vì vậy, khi bóp méo thị trường cho vay liên ngân hàng bằng cách giữ lãi suất ở mức quá thấp, tức là FED đồng thời cướp đi nguồn cho vay vốn lưu động của các doanh nghiệp nhỏ, khiến họ khó có thể tạo thêm việc làm mới.



Những hậu quả không mong muốn khác từ chính sách của FED tinh vi và khó nhận ra hơn. Một trong số đó là hành vi nguy hiểm của các ngân hàng trong việc tìm kiếm lợi tức (yield). Với lãi suất gần bằng 0%, các định chế tài chính rất khó để đạt được tỉ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư đủ tốt, và họ viện đến đòn bẩy, họ sử dụng nợ hoặc chứng khoán phái sinh để tăng lợi nhuận. Đòn bẩy từ nợ sẽ mở rộng bảng cân đối kế toán của một ngân hàng bằng cách sử dụng hợp đồng hoán đổi và quyền chọn để đạt được tỉ suất lợi nhuận đặt ra, vì chứng khoán phái sinh được ghi ngoài bảng và không cần nhiều vốn như các khoản vay.

Đối tác trong giao dịch chứng khoán phái sinh yêu cầu tài sản cầm cố chất lượng tốt như tín phiếu Kho bạc để đảm bảo thực hiện hợp đồng. Thông thường, tài sản hiện có để các ngân hàng cầm cố có chất lượng rất tệ. Trong trường hợp này, ngân hàng nào muốn giao dịch ngoài bảng sẽ tham gia vào một “hợp đồng hoán đổi tài sản” với một nhà đầu tư định chế khác. Theo đó ngân hàng đưa cho nhà đầu tư các chứng khoán thứ hạng thấp để đổi lấy chứng khoán thứ hạng cao như tín phiếu Kho bạc. Ngân hàng cam kết đảo ngược giao dịch vào một ngày cụ thể trong tương lai để nhà đầu tư có thể nhận lại tín phiếu Kho bạc của mình. Khi đã có tín phiếu Kho bạc, ngân hàng có thể thế chấp chúng cho đối tác chứng khoán phái sinh như một “tài sản cầm cố tốt” và thực hiện giao dịch, nhờ đó thu về lợi nhuận cao ngoài bảng cân đối kế toán với



số vốn vừa đủ mức yêu cầu. Hợp đồng hoán đổi tài sản này biến một giao dịch hai bên thành một giao dịch ba bên với nhiều cam kết hơn và một mạng lưới các nghĩa vụ qua lại phức tạp hơn, liên quan đến các ngân hàng và các nhà đầu tư không phải ngân hàng.

Những mảnh khoé này chỉ hiệu quả khi thị trường ổn định và không có cuộc khủng hoảng nào dẫn đến việc đòi lại tài sản thế chấp. Nhưng trong một cuộc khủng hoảng tính thanh khoản như đã từng xảy ra năm 2008, những mạng lưới dày đặc các nghĩa vụ đan cài vào nhau nhanh chóng bị đóng băng, khi cầu đối với tài sản cầm cố “tốt” vượt xa cung và các bên thi nhau bán tổng bán tháo toàn bộ tài sản cầm cố với giá rẻ để huy động tiền mặt. Kết quả là, một cuộc khủng hoảng tính thanh khoản khác nhanh chóng hình thành, sinh ra những đợt chấn động khác trong thị trường.

Sự trao đổi tài sản chỉ là một trong nhiều cách mà các định chế tài chính gia tăng rủi ro trong quá trình tìm kiếm lợi suất cao hơn trong môi trường lãi suất thấp. Một nghiên cứu sâu rộng do IMF thực hiện với giai đoạn 1997 - 2011 cho thấy, chính sách lãi suất thấp của Cục Dự trữ Liên bang có liên quan mật thiết đến rủi ro lớn hơn mà các ngân hàng đang chấp nhận. Nó cũng chứng minh rằng, lãi suất duy trì ở mức thấp càng lâu thì rủi ro các ngân hàng phải đối mặt càng lớn. Nghiên cứu kết luận, các giai đoạn lãi suất thấp kéo dài một cách bất thường mà FED



thiết kế kể từ năm 2008 chính là công thức làm tăng rủi ro hệ thống. Bằng cách ép lãi suất về gần mức 0%, FED khuyến khích cuộc đua tìm kiếm lợi suất cùng với tất cả những mảnh khoe ngoại bảng và hợp đồng hoán đổi tài sản đi kèm. Trong lúc loay hoay dập tắt ngọn lửa bùng lên từ cơn khủng hoảng trước, FED lại châm ngòi cho một đám cháy còn lớn hơn nhiều.



QUẢ CẦU PHA LÊ MỜ MỊT

Hệ quả đáng báo động nhất từ sự lũng đoạn của FED là viễn cảnh về một thị trường cổ phiếu bị sụp đổ chỉ còn cách chúng ta vài tháng mà thôi. Nguyên nhân có lẽ là do chính sách của FED dựa trên những dự báo sai lầm từ gốc rễ. Thực tế, từ lâu người ta đã không thể xác định được độ chính xác trong các dự báo của FED.

Nếu FED đánh giá quá thấp tiềm năng phát triển thì lãi suất sẽ quá thấp, lạm phát và lãi suất thực âm là hậu quả nhãn tiền. Tình hình này gây tổn hại đến sự hình thành vốn và đẩy lợi nhuận của cổ phiếu xuống mức thấp nhất, như đã từng xảy ra nhiều lần trước đây. Ngược lại, nếu FED đánh giá quá cao tiềm năng phát triển thì chính sách sẽ quá chặt, và nền kinh tế sẽ rơi vào suy thoái, làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp và khiến cổ phiếu rớt giá. Nói cách khác, những sai lầm trong dự báo dù theo hướng nào chẳng nữa cũng sẽ dẫn đến sai lầm trong chính sách, kết



quả là thị trường cổ phiếu đi xuống. Bối cảnh duy nhất mà cổ phiếu cuối cùng không phải lãnh kết cục tồi tệ chính là khi dự báo của FED cực kỳ chính xác và những chính sách họ đưa ra đều đúng đắn – thật không may, đây lại là kịch bản ít khả năng xảy ra hơn cả.

Từ những kỳ vọng cao vời đối với vốn sở hữu, tính liên kết giữa các ngân hàng và đòn bẫy ẩn, bất cứ điểm yếu nào trong các thị trường cũng có thể dễ dàng phình to đến mức khiến thị trường đó sụp đổ. Tuy không chắc chắn sẽ xảy ra nhưng xác suất khá cao, xét trên tình hình hiện tại và những sai sót mà FED đã mắc phải trong quá khứ khi đưa ra các dự báo.

Như những ví dụ minh họa trên chỉ ra, hậu quả từ việc lũng đoạn thị trường của FED vượt xa khỏi lãi suất chính sách. Chính sách của FED đánh vào tiền tiết kiệm, vốn đầu tư và hoạt động kinh doanh quy mô nhỏ. Tình trạng thất nghiệp mà nó gây ra là một dấu hiệu của giảm phát, bất chấp việc FED đang cố gắng một cách tuyệt vọng để thúc đẩy lạm phát. Tình trạng giảm phát mới xuất hiện này củng cố sức mạnh của đồng đô-la, do đó làm suy yếu giá vàng và giá các hàng hóa khác tính theo đồng đô-la, khiến giảm phát càng thêm nghiêm trọng.

Ngược lại, các chính sách của FED nhằm mục đích tăng lạm phát ở Mỹ, một phần thông qua tỉ giá hối đoái, khiến giảm phát nghiêm trọng hơn trong các nền kinh tế là đối tác



thương mại của Mỹ, chẳng hạn như Nhật. Những đối tác này phản đòn bằng cách hạ giá đồng tiền của nước mình. Nhật Bản là một ví dụ điển hình nhất trong vài năm trở lại đây. Đồng yên Nhật đã giảm 33% so với đồng đô-la Mỹ chỉ trong 8 tháng, từ trung tuần tháng 9 năm 2012 đến trung tuần tháng 5 năm 2013. Đồng yên rẻ như vậy là để tăng lạm phát ở Nhật Bản thông qua giá nhập khẩu năng lượng cao hơn. Nhưng cách này cũng gây tổn hại cho hàng xuất khẩu của các công ty Hàn Quốc như Samsung và Hyundai, đối thủ cạnh tranh với hàng xuất khẩu của Sony và Toyota, Nhật Bản. Đáp lại, Hàn Quốc cũng giảm lãi suất để hạ giá đồng won, đến lượt các nước khác cũng làm tương tự, trong cuộc chiến cắt giảm lãi suất, in tiền, lạm phát nhập khẩu và những hiệu ứng dây chuyền được khởi động do việc FED lũng đoạn đồng tiền dự trữ của thế giới. Kết quả cuối cùng chúng ta nhận được không phải là một chính sách hiệu quả mà là tình trạng hỗn độn trên toàn cầu.

Để bảo vệ những hành động can thiệp thị trường của mình, Cục Dự trữ Liên bang cho rằng điều đó là cần thiết để thị trường khắc phục tình trạng rối loạn chức năng như đã từng xảy ra vào năm 2008, khi tính thanh khoản “bốc hơi” và lòng tin vào các nguồn vốn huy động từ thị trường tiền tệ sụp đổ. Tất nhiên, bản thân cuộc khủng hoảng thanh khoản năm 2008 lại là sản phẩm của những sai lầm ngớ ngẩn trong chính sách của FED bắt đầu từ năm 2002. Trong khi chú trọng vào những hiệu ứng có chủ định của



các chính sách thì FED dường như không mấy để tâm đến những hiệu ứng ngoài mong muốn.



THỊ TRƯỜNG BẤT CÂN XỨNG

Theo cách nhìn của FED, phần quan trọng nhất trong kế hoạch xoa dịu cơn sợ hãi trong các thị trường là chính sách truyền thông, hay còn gọi là *định hướng chính sách* (forward guidance). Thông qua đó, FED tìm cách khuếch đại ảnh hưởng của chính sách nới lỏng bằng cách hứa hẹn rằng họ sẽ duy trì như vậy trong thời gian dài, hoặc cho đến khi tỉ lệ thất nghiệp và lạm phát đạt được mục tiêu đề ra. Cuộc tranh luận về việc phương pháp định hướng chính sách có phải đang tiếp thêm sức mạnh cho FED lũng đoạn thị trường hay không vẫn luôn là một trong những lĩnh vực điều tra tình báo dai dẳng nhất trong kinh tế học hiện đại. Cuộc điều tra này liên quan đến thông tin không hoàn hảo hoặc sự bất cân xứng về thông tin: Tình trạng một bên nắm giữ những thông tin tốt hơn bên kia, khiến cả hai bên thực hiện hành vi dưới điểm tối ưu.

Lĩnh vực này đạt được bước tiến vượt bậc với một nghiên cứu của George Akerlof xuất bản năm 1970, *The market for "lemons"* (Thị trường cho những "trái chanh"), trong đó ông chọn doanh số xe hơi đã qua sử dụng làm luận chứng. Năm 2001, Akerlof được trao giải Nobel Kinh tế một phần vì công trình này. Theo ông, người bán của một chiếc xe



hơi đã qua sử dụng biết rất rõ xe còn tốt hay đã xuống cấp nhiều – một “trái chanh”. Người mua thì không biết điều này, do đó phát sinh tình trạng bất cân xứng thông tin giữa hai bên. Thông tin không cân xứng này sẽ quy định hành vi theo những cách trái ngược nhau. Người mua có thể nghĩ rằng mọi chiếc xe đã qua sử dụng đều có chất lượng kém, nếu không thì người ta đã không bán chúng. Niềm tin này khiến người mua trả giá xuống thấp hơn mức mình sẵn sàng trả. Người bán của những chiếc xe cũ nhưng còn tốt sẽ không chấp nhận mức giá này và từ chối bán xe. Trong trường hợp cực đoan nhất, rất có thể sẽ không có thị trường cho toàn bộ xe đã qua sử dụng vì người mua và người bán không thể thỏa hiệp về mức giá, ngay cả khi về lý thuyết, vẫn sẽ có một mức giá cân bằng thị trường nếu cả hai bên tham gia giao dịch đều biết hết mọi thông tin.

Những chiếc xe đã qua sử dụng chỉ là một ví dụ minh họa cho tình trạng thông tin bất cân xứng. Nó có thể ứng dụng vào rất nhiều loại hàng hóa và dịch vụ khác nhau, bao gồm các giao dịch tài chính. Điều thú vị là, vàng không phải chịu cảnh này vì nó có một chất lượng theo quy chuẩn. Không có chuyện chất lượng kém thì không có gian lận khi mua bán vàng thôi.

Kể từ năm 1970, công trình của Akerlof đã được áp dụng cho vô số vấn đề, và các nhà kinh tế học xem đây như một “phép thử” tài năng. Những ý nghĩa của phân tích mà ông đưa ra vô cùng phong phú. Nếu kỹ thuật giao tiếp có thể



được cải thiện và tình trạng thông tin bất cân xứng giảm đi thì các thị trường trở nên hiệu quả hơn và thực hiện chức năng dò giá thuận lợi hơn, giảm chi phí cho người tiêu dùng.

Năm 1980, nhà kinh tế học 26 tuổi – Ben S. Bernanke đặt ra thách thức đối với vai trò của việc phân tích thông tin trong lý thuyết thị trường hiệu quả. Trong một công trình có tiêu đề *Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment* (Tính chất không thể đảo ngược, tính chất bất định và Hoạt động đầu tư tuần hoàn), Bernanke đã trình bày quy trình ra quyết định đằng sau một khoản đầu tư và đặt ra vấn đề: Tính bất định trong chính sách tương lai và điều kiện kinh doanh gây cản trở khoản đầu tư đó như thế nào. Đây là một câu hỏi trọng yếu. Đầu tư là một trong bốn thành tố nền tảng của GDP, còn lại là tiêu dùng, chi tiêu của Chính phủ và cán cân thương mại. Có lẽ đầu tư là thành tố quan trọng nhất, vì GDP bị điều khiển không chỉ khi dự án đầu tư được triển khai mà trong nhiều năm sau đó thông qua cái giá phải đánh đổi để năng suất tăng lên. Việc đầu tư vào các doanh nghiệp mới có thể là chất xúc tác đối với nhu cầu tuyển dụng, nhờ đó thúc đẩy tiêu dùng thông qua việc trả lương cho người lao động bằng lợi nhuận từ khoản đầu tư. Bất cứ trở ngại nào đối với hoạt động đầu tư cũng có thể gây ra tác động tiêu cực lên sự tăng trưởng của toàn bộ nền kinh tế.



Tình trạng thiếu vốn đầu tư là một tác nhân quan trọng khiến cuộc Đại suy thoái kéo dài. Các học giả, từ Milton Friedman và Anna Schwartz cho đến Ben Bernanke đều xác định chính sách tiền tệ là nguyên nhân hàng đầu của Đại suy thoái. Tuy nhiên, số lượng các công trình nghiên cứu lý do Đại suy thoái kéo dài quá lâu như vậy vẫn chưa là gì so với giai đoạn suy thoái tương đối ngắn vào năm 1920. Charles Kindleberger đã xác định đúng nguyên nhân dẫn đến bản chất kéo dài của Đại suy thoái, đó là *tính bất định của chính thể* (regime uncertainty). Lý thuyết này cho rằng, ngay cả khi giá thị trường đã giảm mạnh để thu hút các nhà đầu tư quay trở lại nền kinh tế thì các nhà đầu tư có thể vẫn e ngại, vì chính sách công không ổn định khiến họ rất khó tính toán lợi nhuận cho chính xác. Tính bất định của chính thể không chỉ là tính bất định thông thường của hoạt động kinh doanh do sự thay đổi trong sở thích của người tiêu dùng, hay sự thực thi kém hiệu quả của một kế hoạch kinh doanh. Nó đề cập đến sự bất định phát sinh thêm do chính sách can thiệp của Chính phủ – nhìn bề ngoài thì có vẻ như được thiết kế để cải thiện các điều kiện nhưng thực ra là đang khiến tình hình tồi tệ hơn.

Công trình của Bernanke xuất bản năm 1980, ngay giữa ba thời kỳ đỉnh cao của tính bất định chính thể trong một thế kỷ qua: thập niên 1930, thập niên 1970 và từ năm 2010 đến nay.



Trong thập niên 1930, tính bất định là do bản chất thất thường, lúc thế này lúc thế khác của những chính sách can thiệp mà Hoover-Roosevelt đưa ra trong việc kiểm soát giá, trợ giá, luật lao động, xung công vàng và nhiều lĩnh vực khác. Tính bất định càng thêm nghiêm trọng bởi các quyết định của Tòa án Tối cao ủng hộ chương trình này và hủy bỏ chương trình kia. Bất chấp lực lượng lao động dồi dào không được sử dụng và giá cả chạm đáy, trong thập niên 1930, các nhà tư bản vẫn thờ ơ cho đến tận khi đám mây bất định chính sách được gạt bỏ bởi sự cưỡng chế trong suốt Chiến tranh Thế giới II và cuối cùng là bởi việc cắt giảm thuế năm 1946. Chỉ đến khi Chính phủ tìm ra hướng đi đúng đắn, nền kinh tế Mỹ mới thoát khỏi Đại suy thoái.

Trong thập niên 1970, nền kinh tế Mỹ một lần nữa là nạn nhân của sự bất định thể chế nghiêm trọng kéo dài 10 năm. Bắt đầu với việc Nixon kiểm soát lương và giá cả, cấm chế độ bản vị vàng, rồi tiếp diễn bởi việc Jimmy Carter ban hành thuế lợi nhuận đánh trên lượng dầu thô khai thác được.

Tình trạng bất định thể chế cũng đang diễn ra trong nền kinh tế Mỹ ngày nay do các cuộc chiến ngân sách, quy định về chế độ chăm sóc y tế, chính sách thuế và luật môi trường. Vấn đề không phải là việc mỗi sự lựa chọn về chính sách thực chất tốt hay tồi. Hầu hết các nhà đầu tư đều có thể xoay sở thích nghi được khi Chính phủ đưa ra chính sách tồi. Điều cốt lõi là họ *không biết* chính sách nào sẽ được



ủng hộ, do đó không thể tính toán được suất sinh lời nếu không biết đủ rõ về vốn rủi ro.

Trong nghiên cứu năm 1980 của mình, Bernanke bắt đầu phân tích bằng cách tóm lược lại sự khác nhau kinh điển giữa *rủi ro* và *sự bất định* – khái niệm được Frank H. Knight đưa ra lần đầu tiên năm 1921. Theo cách diễn đạt của Frank, *rủi ro* áp dụng cho những kết quả ngẫu nhiên mà các nhà đầu tư có thể lập mô hình với những xác suất đã biết, trong khi *sự bất định* áp dụng cho những kết quả ngẫu nhiên với những xác suất không ai biết. Một nhà đầu tư điển hình sẵn sàng chấp nhận rủi ro, nhưng có thể sẽ chùn bước trước sự bất định cực đoan. Đóng góp của Bernanke là việc xây dựng vấn đề này như một phần của chi phí cơ hội. Có thể trong thâm tâm, các nhà đầu tư cảm thấy sợ sự bất định, nhưng cũng có thể họ sợ cả sự ì trệ, mà chi phí cho sự ì trệ cao hơn cả chi phí của việc bám lấy điều họ không biết. Ngược lại, chi phí của sự ì trệ có thể được giảm bớt bằng lợi ích của việc chờ đợi thông tin mới. Như Bernanke phát biểu:

“Sẽ cần phải trả một cái giá cho việc đầu tư khi chi phí của việc chờ đợi cao hơn lợi nhuận kỳ vọng từ việc chờ đợi đó. Lợi nhuận kỳ vọng từ việc chờ đợi là xác suất thông tin (mới) sẽ khiến nhà đầu tư phải hối tiếc về quyết định đầu tư của mình... Động cơ để chờ đợi là sự lo ngại việc những thông tin bất lợi có thể xuất hiện.”



Đoạn trên chính là phiên đá Rosetta⁹ để giải mã tất cả những chính sách của Bernanke liên quan đến chính sách tiền tệ trong suốt thời gian giữ chức Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Mỹ. Sau năm 2008, FED của Bernanke tăng chi phí chờ đợi bằng cách cho các nhà đầu tư không nhận được một xu lợi nhuận trên tiền mặt bỏ ra, giảm chi phí của việc quyết định hành động bằng cách định hướng chính sách. Với việc tăng chi phí chờ đợi và giảm chi phí hành động, Bernanke đã đẩy cán cân nghiêng về phía các khoản đầu tư tức thời và giúp nền kinh tế tăng trưởng thông qua việc làm và thu nhập tăng thêm nhờ những khoản đầu tư đó. Bernanke là bậc thầy hoạch định chính sách đã thúc đẩy các nhà tư bản quay lại trò chơi đầu tư. Ông đã thể hiện rõ những tính toán của mình khi viết, “Không có gì khó khăn để tìm ra một ví dụ về nền kinh tế trong một mô hình chu trình kinh doanh cân bằng. Như vậy, cách hợp lý nhất là nghĩ rằng nền kinh tế này đang được vận hành bởi một nhà hoạch định chính sách trung ương”.

Logic của Bernanker là một sai sót rất lớn, vì nó giả định rằng trong lúc *giảm* mức độ bất định, FED không đồng thời *làm tăng* tính bất định thông qua quá trình thực hiện của nó. Khi nào thì FED đưa ra định hướng đối với lãi suất, các nhà đầu tư có thể chắc chắn đến đâu về việc FED có thay

⁹ Phiên đá Rosetta là một tấm bia đá từ thời Ai Cập cổ đại, trình bày một văn bản bằng cả ba thứ tiếng, chữ tượng hình Ai Cập cổ đại, ký tự Demotic và tiếng Hy Lạp cổ đại. Vì vậy, nó là chìa khóa vô giá để các nhà khoa học hiện đại hiểu được chữ tượng hình Ai Cập.



đổi ý định hay không? Khi FED nói họ sẽ tăng lãi suất trong những điều kiện nhất định, các nhà đầu tư có thể chắc chắn đến đâu về việc những điều kiện này sẽ được đáp ứng? Trong lúc cố gắng loại bỏ một dạng bất định này, FED gần như lại tạo ra một dạng bất định khác liên quan đến khả năng thực hiện nhiệm vụ thứ nhất. Sự không chắc chắn về chính sách trong tương lai đã bị thay bằng sự không chắc chắn về độ tin cậy của các định hướng. Tình hình càng tệ hơn bởi nó phụ thuộc vào sự bốc đồng của người hoạch định, thay vì hoạt động của thị trường.

Một nghiên cứu quan trọng của Robert Hall từ trường Đại học Stanford, được trình bày tại hội nghị của FED tại Jackson Hole vào tháng 8 năm 2013, đã chứng minh bản chất phản tác dụng của lập luận mà Bernanke đưa ra. Hall chỉ ra rằng, quyết định thuê một người lao động mới hoàn toàn dựa vào tính toán của chủ lao động về giá trị hiện tại của sản lượng mà nhân viên đó sẽ làm ra trong tương lai. Việc tính toán giá trị hiện tại lại phụ thuộc vào lãi suất chiết khấu được sử dụng để quy đổi lợi nhuận tương lai thành giá trị tính theo đô-la trong hiện tại. Nhưng tính bất định do sự bấp bênh trong chính sách của FED gây ra khiến cho lãi suất chiết khấu rất khó xác định và các công ty phải giảm hoặc ngừng thuê thêm người. Những nỗ lực của FED nhằm kích thích nền kinh tế trong thực tế lại đang cản trở nền kinh tế phát triển.



Các thị trường tự do quan trọng không phải do ý thức hệ mà do tính hiệu quả. Chúng không hoàn hảo nhưng vẫn tốt hơn mọi mô hình kinh tế khác. Akerlof minh họa chi phí của thông tin cân xứng tại một thời điểm nhất định, trong khi Bernanke cho thấy chi phí của tính bất định về mặt thông tin quá thời gian. Cả hai đều đúng về những chi phí trên lý thuyết này, nhưng họ đã bỏ qua tổng chi phí của việc cố gắng sửa chữa vấn đề tồn tại với sự can thiệp của Chính phủ. Akerlof ít ra còn khiêm tốn thừa nhận những hạn chế này, trong khi đó Bernanke lại phô bày sự ngạo mạn của một nhà hoạch định chính sách trung ương trong suốt sự nghiệp của mình.

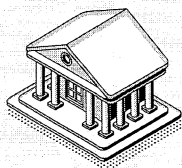
Adam Smith và Friedrich Hayek đã cảnh báo rằng nhiệm vụ của FED là bất khả thi và việc theo đuổi nó tiềm ẩn nhiều nguy hiểm, nhưng Charles Goodhart lại chỉ ra một mối nguy hiểm còn lớn hơn. Ngay cả nhà hoạch định chính sách trung ương cũng cần phải đợi tín hiệu thị trường rồi mới triển khai một kế hoạch. Một tiệm bán quần áo theo phong cách Liên Xô đặt hàng toàn bộ số tất chân màu xanh lá cây có thể sẽ muốn biết rằng xanh lá cây là màu ít người thích nhất, và số tất sẽ bị tồn kho nhiều. FED cũng dựa vào các tín hiệu về giá theo cách tương tự, đặc biệt là những tín hiệu liên quan đến lạm phát, giá hàng hóa, giá cổ phiếu, tình trạng thất nghiệp, nhà ở và nhiều biến số khác. Điều gì xảy ra khi bạn chi phối các thị trường bằng cách sử dụng tín hiệu giá, mà bản thân những tín hiệu này lại là kết quả



đầu ra của các thị trường đã bị chi phối? Đây chính là câu hỏi mà *định luật Goodhart* đặt ra.

Nhà hoạch định chính sách trung ương phải bỏ qua niềm tin của bản thân vào sự can thiệp để thu thập thông tin về những ảnh hưởng của biện pháp can thiệp đó. Nhưng thông tin này là một tín hiệu sai, vì nó không phải là kết quả hoạt động của thị trường tự do. Đây là một phương trình đệ quy. Nói đơn giản, nhà hoạch định chính sách trung ương không còn lựa chọn nào ngoài việc phải tự uống bột trái cây Kool Aid của chính mình. Quả là tình thế tiến thoái lưỡng nan đối với Cục Dự trữ Liên bang và tất cả các ngân hàng trung ương đang tìm cách để lèo lái nền kinh tế của họ thoát khỏi đợt suy thoái mới. Những định chế này càng can thiệp vào thị trường thì họ càng biết ít hơn về điều kiện thực tế của nền kinh tế, từ đó họ lại càng có nhu cầu phải can thiệp. Dạng bất định này được thay thế bởi dạng bất định khác. Sự bất định về mặt thể chế trở nên phổ biến khi vốn chờ đợi lợi nhuận của các thị trường thực.

Không giống Salanio của Shakespeare, chúng ta không thể tin vào những gì các thị trường nói với mình được nữa, vì đến ngay cả những người kiểm soát thị trường còn không tin tưởng chúng. Yellen và những người còn lại nghĩ rằng bàn tay học thuật của họ quyền lực hơn bàn tay vô hình của Adam Smith. Kết quả là tính hữu dụng của thị trường giảm dần, dẫn đến cái chết từ từ của nền kinh tế thực - và của đồng đô-la.



CHƯƠNG 4

CÁC THỦ LĨNH TÀI CHÍNH MỚI CỦA TRUNG QUỐC

Hầu hết các quốc gia không thể cải cách và điều chỉnh quy trình một cách chính xác vì các khu vực của nền kinh tế đang hưởng lợi từ những sự méo mó đủ mạnh để chặn đứng bất cứ nỗ lực nào nhằm triệt tiêu chúng.

- Michael Pettis, Đại học Peking -

Khu vực ngân hàng còn nhiều khuất tất của Trung Quốc trở thành nơi tiềm ẩn nhiều rủi ro tài chính có hệ thống... Ở một mức độ nào đó, nó chính là một mô hình Ponzi

- Chủ tịch Xiao Gang, Ngân hàng Trung Quốc -



GÁNH NẶNG LỊCH SỬ

Trong mắt phương Tây ngày nay, Trung Quốc giống như một đội quân bằng đá luôn sẵn sàng thống trị Đông Á và vượt mặt phương Tây về sự giàu có cũng như sản lượng đầu ra, thời gian chỉ còn tính bằng năm. Trên thực tế, Trung Quốc là một cấu trúc rất yếu ớt, có thể dễ dàng rơi vào tình trạng hỗn loạn như đã từng xảy ra nhiều lần trước đây. Không ai ý thức về điều này rõ hơn bản thân người Trung Quốc. Họ hiểu rằng tương lai của đất nước mình vô cùng bất định.

Trung Quốc là quốc gia có nền văn minh lâu đời nhất trên thế giới, trải qua mười hai triều đại lớn và vô số triều đại nhỏ với mấy trăm vị vua và thể chế. Tuy nhiên, Trung Quốc không phải là một thể thống nhất, mà được hình thành bởi rất nhiều nền văn hóa và sắc tộc, một mạng lưới phức tạp và dày đặc những vùng miền, thành phố, thị trấn và làng mạc được liên kết với nhau dựa trên thương mại và cơ sở hạ tầng, tránh được những sự gián đoạn vốn đã hủy diệt những nền văn minh vĩ đại khác, từ Aztec cho đến Zimbabwe.

Một trong những yếu tố chính đóng góp vào sự trường tồn của nền văn minh Trung Quốc là bản chất lắt léo của chế độ cai trị: tập quyền, phân quyền, rồi lại tập quyền... Cứ thế qua nhiều thế kỷ. Lịch sử Trung Quốc giống như một chiếc đàn accordion, giãn ra rồi thu lại liên tục, tạo



nên một bản nhạc duy nhất. Xu hướng phân quyền về mặt chính trị đem lại cho nền văn minh Trung Quốc sự vững chắc cần thiết để tránh được một cuộc sụp đổ hoàn toàn ở trung ương, như trường hợp của Rome và Đế quốc Inca. Ngược lại, khả năng tập quyền về mặt chính trị giúp Trung Quốc ngăn chặn hàng ngàn ung nhọt ở các địa phương, không cho chúng phân rã và chia cách về mặt địa lý. Trung Quốc trải qua nhiều cuộc bể dâu, nhưng chưa bao giờ biến mất trên bản đồ thế giới.

Để hiểu được Trung Quốc ngày nay, nhất thiết phải biết về lịch sử tập quyền, phân quyền rồi lại tập quyền của Trung Quốc hàng ngàn năm qua. Các chuyên gia phân tích tài chính phương Tây thường tiếp cận Trung Quốc với một sự tự tin thái quá vào dữ liệu thị trường, trong khi lại chưa đủ thấu suốt về mặt lịch sử để hiểu được sự vận động văn hóa của nó. Trong tác phẩm *Đạo Đức Kinh*, Lão Tử – bậc hiền triết của triều đại nhà Chu – đã nói về lịch sử Trung Quốc như sau: “Vạn vật trùng trùng đều trở về cội.” Cách nhìn này đến nay vẫn cực kì quan trọng.

Những triều đại tập quyền của Trung Quốc thời cổ đại gồm có nhà Chu – từ khoảng năm 1100 trước Công nguyên, nhà Tần – từ 221 trước Công nguyên và nhà Hán – triều đại nối tiếp nhà Tần và tồn tại đến năm 220 sau Công nguyên. Thời kỳ trung đại có nhà Tùy – năm 581 sau Công nguyên và nhà Đường – nối tiếp triều đại nhà Tùy vào năm 618 sau Công nguyên. 1000 năm qua, dưới bốn triều đại tập



quyền lớn, Trung Quốc chủ yếu tập trung quyền lực chính trị hơn là phân quyền, bắt đầu với hoàng đế huyền thoại Hốt Tất Liệt của nhà Nguyên năm 1271, kéo dài đến nhà Minh năm 1378, nhà Thanh năm 1644 và Nhà nước Cộng sản năm 1949.

Những thời kỳ phân quyền và bất ổn nổi tiếng bao gồm thời Chiến Quốc vào khoảng năm 350 trước Công nguyên, khi 14 nước lớn nhỏ tranh giành quyền lực trong khu vực giữa sông Trường Giang và sông Hoàng Hà. 600 năm sau, vào năm 220, một giai đoạn phân quyền bắt đầu với thời Tam Quốc của ba nước Ngụy, Thục, Ngô, tiếp nối với những cuộc chiến giữa nhà Ngụy và nhà Tấn. Tình hình bất ổn tiếp tục diễn ra vào thế kỷ thứ VI với những cuộc chiến giữa nhà Trần, Bắc Chu, Bắc Tề và Tây Lương, sau đó đến một thời kỳ thống nhất khác với triều đại nhà Tùy. Giai đoạn loạn lạc cuối cùng diễn ra vào khoảng năm 923, khi tám nước tranh giành quyền lực ở phía Đông và vùng trung tâm Trung Hoa.

Tuy nhiên, mỗi bất hòa không chỉ tồn tại trong những thời kỳ phân quyền kéo dài. Ngay cả những thời kỳ tập quyền cũng bao gồm nhiều giai đoạn hỗn loạn đã được ngăn chặn hoặc đánh dấu sự chuyển tiếp đầy bão tố từ một triều đại này sang triều đại khác. Nguy hiểm nhất trong số những sự kiện như vậy có lẽ là cuộc khởi nghĩa Thái Bình, về sau biến thành một cuộc nội chiến, kéo dài từ năm 1850 đến năm 1864. Ngày nay nhìn lại, có thể nhiều người sẽ thấy nguồn



cơn của cuộc khởi nghĩa thật khó tin. Một nho sĩ là Hồng Tú Toàn liên tiếp thi trượt khoa cử vào cuối những năm 1830 nên không có cơ hội trở thành trạng nguyên hồng bước vào tầng lớp ưu tú của Trung Quốc. Về sau, anh ta tuyên bố rằng mình thất bại vì mình là em trai của Chúa Jesus. Với sự trợ giúp của bạn bè và một hội truyền giáo, anh ta bắt đầu truyền bá tư tưởng quét sạch “ác quỷ” khỏi đất nước. Trong suốt thập niên 1840, anh ta đã chiêu nạp được rất nhiều người đi theo và tuyên bố thành lập một quốc gia tự trị để đối đầu với triều đại nhà Thanh đang cai trị Trung Hoa lúc bấy giờ.

Đến năm 1850, môn phái của Hồng nổi lên như một lực lượng quân sự đáng gờm và bắt đầu giành được một số chiến thắng quan trọng trước quân đội nhà Thanh. Thái Bình Thiên Quốc ra đời, thủ phủ đặt tại Nam Kinh. Thái Bình Thiên Quốc cai trị hơn một trăm triệu dân ở phía Nam, đến tháng 8 năm 1860 bắt đầu đánh chiếm Thượng Hải. Cuộc tấn công vào Thượng Hải bị đẩy lùi bởi quân đội nhà Thanh – lúc này được điều khiển và cố vấn bởi các tướng lĩnh châu Âu, cộng thêm quân đội và vũ khí của phương Tây. Đến năm 1864, cuộc khởi nghĩa bị dập tắt hoàn toàn, nhưng thiệt hại vô cùng lớn. Các học giả ước tính, trong cuộc khởi nghĩa này có khoảng 20 triệu đến 40 triệu người chết.

Sự hỗn loạn tương tự cũng xảy ra trong giai đoạn mà lịch sử Trung Quốc gọi là Thời kỳ Quân phiệt, kéo dài từ



năm 1916 đến năm 1928, khi Trung Quốc mới chỉ được quản lý tập trung trên danh nghĩa. Quyền lực bị xâu xé bởi 27 phe phái, cầm đầu là các quân phiệt liên minh và chia rẽ theo rất nhiều mưu đồ khác nhau. Phải đến khi Tưởng Giới Thạch và Quốc dân Cách mệnh Quân đánh bại các quân phiệt đối đầu vào năm 1928, sự thống nhất mới được lập lại. Ngay cả khi ấy, Đảng Cộng sản Trung Quốc, vốn dĩ bị Tưởng đàn áp thô bạo vào năm 1927, vẫn tìm được cách để sống sót ở những vùng hoang giá phía Nam trước khi tiến hành Vạn lý Trường chinh, cuộc rút lui chiến lược khỏi sự tấn công của các lực lượng phe chủ nghĩa dân tộc. Cuối cùng, họ trú ẩn tại tỉnh Thiểm Tây, phía Bắc Trung Quốc.

Thời kỳ phân quyền hỗn loạn gần đây nhất xảy ra trong suốt cuộc Cách mạng Văn hóa từ năm 1966 đến năm 1976. Trong một thập kỷ nhiều biến động này, Mao Trạch Đông đã huy động những lực lượng trẻ gọi là Hồng Quân đi nhận diện và nhổ tận gốc những thành phần bị quy kết là tư sản và đi theo chủ nghĩa xét lại trong Chính phủ, quân đội, trí thức và các cơ quan đoàn thể khác. Hàng triệu người bị giết, tra tấn, giáng chức hoặc buộc phải rời bỏ thành phố để về quê sinh sống. Các di tích lịch sử và đồ tạo tác bị tàn phá trong những nỗ lực “phá tứ cựu, lập tứ tân” (phá hủy thế giới cũ và tạo dựng thế giới mới) – một khẩu hiệu của cuộc cách mạng. Chỉ đến khi Mao Trạch Đông qua đời vào năm 1976, và Tứ nhân bang – bốn nhân vật cực đoan chủ trương bành trướng sức mạnh sau cái chết của Mao – bị bắt



giữ, những ngọn lửa thiêu rụi nền văn hóa và kinh tế Trung Quốc mới bị dập tắt.

Ký ức về những giai đoạn đen tối trong lịch sử đất nước đã in sâu vào tâm trí các nhà lãnh đạo Trung Quốc. Điều này giải thích cho những cuộc đàn áp dã man đối với những quốc gia như Tây Tạng, những nền văn hóa như dân tộc Duy Ngô Nhĩ và những giáo phái như Pháp Luân Công. Đảng Cộng sản không biết khi nào thì một Thái Bình Thiên Quốc mới sẽ xuất hiện, nhưng họ sợ cái viễn cảnh đó. Cuộc tàn sát sinh viên và những người biểu tình khác ở Thiên An Môn năm 1989 cũng bắt nguồn từ cảm giác bất an này. Một cuộc biểu tình ở phía Tây đáng lẽ có thể được kiểm soát bằng khí gas và bắt bớ, thì trong mắt các quan chức Cộng sản lại trở thành một phong trào có thể vượt ra khỏi tầm kiểm soát, do đó phải huy động những vũ khí giết người để đàn áp.

Mới đây tại Thượng Hải, David T. C. Lie, một “hạt giống đỏ”, con cháu của hai anh hùng cách mạng Cộng sản, đã nói rằng nỗi lo sợ lớn nhất của các nhà lãnh đạo Cộng sản hiện nay không phải là quân đội Mỹ, mà là sự đồng quy không ổn định của hai vấn đề: người lao động nhập cư và ứng dụng Twitter trên điện thoại. Trung Quốc có hơn 200 triệu người lao động nhập cư đang định cư trái phép ở các thành phố, và họ có thể bị buộc phải quay về nông thôn theo lệnh của Chính phủ. Đối với mạng Internet, Trung



Quốc đang áp dụng những biện pháp quản lý rất chặt chẽ, nhưng ứng dụng trên điện thoại hoạt động thông qua các kênh băng thông rộng không dây 4G lại rất khó kiểm soát. Trong mắt Chính phủ, sự kết hợp giữa những người lao động tự do và băng thông rộng không thể kiểm soát cũng nguy hiểm không kém gì cơn giận dữ của một nho sĩ thất bại, người tin rằng mình là em trai của Jesus Christ. Nguồn cơn gây mất ổn định tiềm tàng này giải thích vì sao tăng trưởng kinh tế lại là mục tiêu tối thượng của giới lãnh đạo Trung Quốc – tăng trưởng là đối trọng với sự bất đồng đang ngày một tăng lên.

Trước năm 1979, nền kinh tế Trung Quốc được vận hành trên nguyên tắc “chén cơm sắt”. Giới lãnh đạo không hứa hẹn mức tăng trưởng cao, việc làm hay cơ hội. Thay vào đó, họ hứa hẹn sẽ cung cấp đủ lương thực và nhu yếu phẩm. Các hợp tác xã, lao động cưỡng bức và kế hoạch hóa tập trung là đủ để thực hiện những lời hứa này, và chỉ có thế, không hơn. Sự ổn định là mục tiêu, còn sự tăng trưởng là ý nghĩ muộn màng.

Bắt đầu từ năm 1979, Đặng Tiểu Bình phá vỡ nguyên tắc “chén cơm sắt” và thay thế bằng một nền kinh tế hướng tới tăng trưởng, không chú trọng đảm bảo về lương thực và nhu yếu phẩm nữa mà tập trung vào việc đem lại cho người dân cái “cần câu cơm” để họ tự kiếm sống. Xét trên mọi phương diện, đó không phải là thị trường tự do, và Đảng Cộng sản vẫn toàn quyền kiểm soát. Tuy nhiên, như vậy đã



đủ để các công ty địa phương và nước ngoài tận dụng được nguồn lao động giá rẻ lẫn bí quyết sản xuất, kinh doanh của nước ngoài để hình thành lợi thế tương đối trong nhiều loại hàng hóa công nghiệp thương mại.

Kết quả của sự thay đổi trên được lưu truyền như một “chuyện thần kỳ” ở Trung Quốc. GDP tăng từ 263 tỉ đô-la trong năm 1979 lên 404 tỉ đô-la trong năm 1990 rồi đạt 1,2 nghìn tỉ đô-la trong năm 2000 và 7,2 nghìn tỉ đô-la trong năm 2011, tức là tăng 27 lần chỉ sau hơn 30 năm. Tổng sản lượng kinh tế của Trung Quốc hiện nay bằng khoảng 1/2 quy mô nền kinh tế Mỹ. Tỷ lệ tăng trưởng cao của Trung Quốc đã dẫn đến vô số ngoại suy và ước tính về một ngày không xa trong tương lai, khi nền kinh tế Trung Quốc vượt mặt nền kinh tế Hoa Kỳ về tổng sản lượng đầu ra. Đến lúc đó, theo lời của các nhà dự báo, Trung Quốc sẽ lại trở thành cường quốc hùng mạnh nhất thế giới, vị thế mà họ đã chiếm giữ vào thời nhà Minh.

Những phán đoán ngoại suy hiểm khi nào là chỉ dẫn tốt cho tương lai, và những dự báo trên tỏ ra khá vội vàng. Khi xem xét kỹ quá trình tăng trưởng của nền kinh tế Trung Quốc từ gốc rễ, chúng ta sẽ thấy tốc độ tăng trưởng như vậy hoàn toàn không phải là điều gì thần kỳ. Nếu Trung Quốc áp dụng những chính sách hợp lý như của Singapore và Nhật Bản thay cho đường lối hỗn loạn của Cách mạng Văn hóa thì có lẽ, sự tăng trưởng đã diễn ra sớm hơn nhiều thập kỷ. Ngày nay, sự phân tích tương tự cũng làm dấy lên



những nghi ngờ về khả năng quốc gia này tiếp tục tăng trưởng thần tốc như những năm vừa qua.

Những quá trình động như tăng trưởng kinh tế phụ thuộc vào những thay đổi đột ngột, bất chấp hậu quả, dựa trên việc tận dụng hoặc khai thác các yếu tố sản xuất. Điều này đã được chỉ ra trong một bài báo kinh điển của Giáo sư Paul Krugman của trường Đại học Princeton có tựa đề *The myth of Asia's miracle* (Chuyện hoang đường về kỳ tích của châu Á). Ngay sau khi được xuất bản, bài báo bị rất nhiều người chỉ trích vì dự đoán rằng nền kinh tế Trung Quốc sẽ tăng trưởng chậm lại, nhưng thực tế chứng minh rằng tác giả của nó đã đúng.

Krugman bắt đầu với luận điểm cơ sở rằng, bất cứ nền kinh tế nào cũng đều là kết quả của việc lực lượng lao động tham gia nhiều hơn và năng suất tăng lên. Nếu một nền kinh tế có lực lượng lao động ì trệ làm việc ở mức năng suất không đổi thì sản lượng đầu ra sẽ ổn định nhưng nền kinh tế không tăng trưởng. Những yếu tố chính tác động đến sự mở rộng của lực lượng lao động là nhân khẩu học và nền giáo dục, trong khi những yếu tố chính tác động đến năng suất là vốn và công nghệ. Không có những yếu tố đầu vào này, một nền kinh tế không thể mở rộng hơn, còn khi chúng dồi dào thì nền kinh tế dư sức tăng trưởng mạnh mẽ.

Đến năm 1980, Trung Quốc bình tĩnh đón nhận dòng chảy ồ ạt của lao động trong nước và vốn nước ngoài. Những



kết quả tích cực là điều có thể dự đoán được. Một sự chuyển đổi to lớn như vậy đòi hỏi người lao động phải được đào tạo từ việc đọc viết căn bản cho đến những kỹ năng chuyên môn phức tạp. Việc Trung Quốc có hơn nửa tỉ nông dân nghèo trong năm 1980 không có nghĩa là những người nông dân đó có thể sau một đêm trở thành công nhân nhà máy. Quá trình chuyển đổi này cũng đòi hỏi những hệ thống cơ sở hạ tầng về nhà ở và giao thông. Việc này cần thời gian, nhưng đến năm 1980, quá trình mới bắt đầu.

Khi người lao động đổ về các thành phố trong thập niên 1980 và 1990, vốn được huy động để tăng năng suất lao động. Nguồn vốn này đến từ các định chế đầu tư đa phương của nước ngoài như Ngân hàng Thế giới và tiền tiết kiệm của người dân Trung Quốc. Vốn tài chính nhanh chóng được chuyển đổi thành nhà xưởng, máy móc, trang thiết bị và cơ sở hạ tầng cần thiết để khai thác lực lượng lao động đang không ngừng mở rộng.

Như Krugman chỉ ra, mô hình yếu tố đầu vào vốn - lao động này là con dao hai lưỡi. Khi hai yếu tố này dồi dào thì tỉ lệ tăng trưởng có thể ở mức cao, nhưng điều gì sẽ xảy ra khi chúng cạn kiệt? Krugman đưa ra câu trả lời hiển nhiên: Khi yếu tố vốn và lao động tăng chậm lại, tốc độ tăng trưởng cũng chậm theo. Mặc dù rất nổi tiếng trong giới học giả và các nhà hoạch định chính sách, nhưng phân tích của Krugman lại không được biết đến nhiều trong giới truyền thông và các hoạt náo viên ở Phố



Wall. Những lời tiên tri về khả năng tăng trưởng nhanh trong tương lai xa đang bỏ qua sự giảm sút khó tránh khỏi của các yếu tố đầu vào.

Ví dụ, năm công nhân nhà máy lắp ráp sản phẩm bằng tay sẽ tạo ra một mức sản lượng nhất định. Nếu năm nông dân đến từ vùng thôn quê gia nhập lực lượng lao động của nhà máy đó và áp dụng cùng một kỹ năng lắp ráp bằng tay, thì sản lượng sẽ tăng gấp đôi vì nhà máy có mười công nhân làm cùng một công việc. Bây giờ, giả sử chủ nhà máy mua máy móc để tự động hóa công đoạn lắp ráp bằng tay và đào tạo công nhân sử dụng máy móc. Nếu mỗi máy cho ra sản lượng cao hơn hai lần so với cách thủ công, và mỗi công nhân phụ trách một máy, thì sản lượng sẽ tiếp tục tăng gấp đôi. Trong ví dụ này, sản lượng của nhà máy đã tăng 400%, đầu tiên là bằng việc tăng gấp đôi lực lượng lao động, sau đó là bằng việc tự động hóa quy trình. Như Krugman giải thích, đây không phải “chuyện thần kỳ” mà chỉ là một quy trình đơn giản của việc mở rộng lực lượng lao động và năng suất.

Quy trình này có giới hạn của nó. Dần dần, những công nhân mới sẽ ngừng di cư từ nông thôn đến thành phố, và ngay cả khi có sẵn nguồn lao động thì vẫn có thể xuất hiện những hạn chế về mặt thể chất hay tài chính đối với khả năng tận dụng vốn. Một khi mỗi công nhân đều có một máy, những máy tăng thêm sẽ không làm tăng sản lượng đầu ra nếu công nhân chỉ có thể sử dụng một máy/lần.



Sự phát triển của nền kinh tế phức tạp hơn ví dụ này rất nhiều, và có nhiều vấn đề khác tác động đến quá trình tăng trưởng. Tuy nhiên, công thức căn bản vẫn là: Đầu vào ít hơn tương đương với tăng trưởng chậm hơn.

Hiện nay, Trung Quốc đang tiến gần đến điểm này. Nói như vậy không có nghĩa là tăng trưởng sẽ ngừng lại mà nó sẽ giảm dần tới mức bền vững. Trung Quốc đang tự đặt mình vào vị trí này vì chính sách “mỗi gia đình chỉ được có một con” có hiệu lực từ năm 1978 cho mãi đến gần đây mới được bãi bỏ, gây ra cái chết cho hàng triệu thai nhi nữ và bé gái. Tỷ lệ tăng dân số liên tục giảm trong 35 năm qua đang ảnh hưởng đến sự hình thành lực lượng lao động trưởng thành hiện nay. Những kết quả của quá trình này được tóm tắt trong một báo cáo mới đây của IMF:

Trung Quốc đang ở ngưỡng cửa của sự thay đổi về mặt nhân khẩu học. Sự thay đổi này sẽ gây ra những hậu quả to lớn đối với nền kinh tế và bức tranh xã hội của đất nước. Chỉ trong vài năm, số người ở độ tuổi lao động sẽ đạt mức cao kỷ lục trong lịch sử, sau đó bắt đầu giảm mạnh. Nhóm người ở độ tuổi từ 20 đến 39, cốt lõi của dân số ở độ tuổi lao động, đang giảm dần. Cùng với đó, nguồn cung lao động giá rẻ – cốt lõi trong mô hình tăng trưởng của Trung Quốc – sẽ dần thu hẹp, tiềm ẩn nhiều ảnh hưởng cả trong và ngoài nước.

Quan trọng là, khi sự tham gia của lực lượng lao động giảm xuống thì công nghệ là yếu tố duy nhất tác động đến



tăng trưởng. Mỹ cũng đang phải đối mặt với tình trạng dân số trong độ tuổi lao động bị giảm do tỉ lệ sinh giảm, nhưng vẫn có thể mở rộng lực lượng lao động thêm 1,5% mỗi năm, một phần nhờ vào dân nhập cư, và thậm chí còn có tiềm năng tăng trưởng nhanh hơn nhờ sức mạnh công nghệ. Ngược lại, Trung Quốc không chứng tỏ được khả năng phát minh ra những công nghệ mới, bất chấp việc họ rất giỏi ăn cắp công nghệ sẵn có. Bộ đôi động lực tăng trưởng – lao động và công nghệ – đều bắt đầu chững lại ở Trung Quốc.

Tuy nhiên, các số liệu thống kê cho thấy Trung Quốc vẫn đang tăng trưởng ở mức trên 7% mỗi năm, một con số mà những nền kinh tế phát triển chỉ có thể nhìn mà ghen tị. Làm thế nào họ có thể duy trì được tốc độ trên trời như vậy trong bối cảnh cả hai yếu tố đầu vào là vốn và lao động đều giảm – điều mà Krugman đã dự đoán từ gần 20 năm trước? Để trả lời cho câu hỏi này, chúng ta phải xem xét không chỉ hai yếu tố đầu vào mà cả sự cấu thành nên tăng trưởng. Như các nhà kinh tế học định nghĩa, GDP bao gồm tiêu dùng, đầu tư, chi tiêu Chính phủ và cán cân thương mại. Bất kỳ thành phần nào, hay cả bốn thành phần này tăng trưởng đều đóng góp vào sự tăng trưởng chung của nền kinh tế. Vậy làm thế nào Trung Quốc có thể tăng bốn thành phần này trong khi hai yếu tố đầu vào giảm? Họ sử dụng đòn bẩy, nợ và rất nhiều chiêu trò.



Để hiểu được cách thức này, hãy so sánh các thành phần cấu thành nên GDP của Trung Quốc và GDP của các nền kinh tế phát triển như Mỹ. Ở Mỹ, tiêu dùng thường chiếm 71% GDP, trong khi ở Trung Quốc, tiêu dùng chỉ chiếm 35% – ít hơn gần một nửa so với Mỹ. Ngược lại, đầu tư thường chiếm 13% GDP của Mỹ, trong khi ở Trung Quốc, con số này lên tới 48%. Cán cân thương mại chiếm khoảng 4% GDP ở cả hai nước, trừ việc đấu ngược nhau. Thặng dư thương mại *tăng thêm* 4% vào GDP Trung Quốc, trong khi thâm hụt thương mại *lấy đi* 4% GDP Mỹ. Nói dễ hiểu, nền kinh tế Mỹ được điều khiển bởi tiêu dùng, còn nền kinh tế Trung Quốc thì được điều khiển bởi vốn đầu tư.

Đầu tư có thể là cách thức lành mạnh để phát triển một nền kinh tế vì nó là một mũi tên trúng hai đích. GDP tăng lần một khi các dự án đầu tư được triển khai. GDP tăng lần hai nhờ năng suất lao động tăng lên – kết quả của khoản đầu tư ban đầu. Tuy nhiên, sự mở rộng nhờ đầu tư này không phải là cơ chế tự động. Phần lớn phụ thuộc vào *chất lượng* của khoản đầu tư: nó làm tăng năng suất hay chỉ lãng phí nguồn lực – được gọi là *đầu tư chệch hướng* (malinvestment). Bằng chứng từ vài năm gần đây cho thấy rằng, đầu tư cơ sở hạ tầng ở Trung Quốc bị lãng phí rất nhiều. Tệ hơn nữa là, các dự án này được tài trợ bằng nợ không thể hoàn trả. Vốn bị lãng phí kết hợp với nợ xấu quay vòng biến nền kinh tế Trung Quốc thành một bong bóng chuẩn bị nổ tung.



BẤY ĐẦU TƯ

Lịch sử đầu tư chệch hướng gần đây của Trung Quốc đã mở ra một chương mới, trong đó nền văn minh Trung Quốc đi xuống liên tục. Câu chuyện mới này xoay quanh sự trỗi dậy của một nhóm thủ lĩnh Trung Quốc, không phải trong lĩnh vực quân sự mà trong lĩnh vực tài chính, hành động vì lợi ích của cá nhân thay vì lợi ích của đất nước. Chiến thuật của những thủ lĩnh này là hối lộ, tham nhũng và chèn ép. Họ giống như căn bệnh ung thư đối với mô hình tăng trưởng của Trung Quốc, cũng như cái được gọi là chuyện thần kỳ Trung Quốc.

Sau khi Đảng Cộng sản lên nắm quyền ở Trung Quốc vào năm 1949, tất cả các doanh nghiệp đều do nhà nước sở hữu và điều hành. Mô hình này có hiệu lực trong 30 năm, cho đến khi Đặng Tiểu Bình bắt đầu cải cách kinh tế năm 1979. Trong những thập niên tiếp theo, các doanh nghiệp *thuộc sở hữu của nhà nước* (state-owned enterprise - SOE) phát triển theo một trong ba hướng:

- (1) Đóng cửa hoặc sáp nhập vào các SOE lớn hơn để tăng tính hiệu quả;
- (2) Tư hữu hóa và niêm yết trên sàn chứng khoán;
- (3) Tiếp tục là SOE và lớn mạnh trong vai trò “thủ lĩnh quốc gia” (national champion) được chỉ định trong những khu vực cụ thể.



Trong số những siêu SOE nổi tiếng nhất của Trung Quốc có Tập đoàn Đóng tàu Quốc gia Trung Quốc, Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Trung Quốc, Tập đoàn Hóa dầu Trung Quốc (SINOPEC) và Viễn thông Trung Quốc. Có hơn 100 tập đoàn khổng lồ thuộc sở hữu của Chính phủ như vậy ở Trung Quốc dưới thời quản lý nhà nước tập trung. Năm 2010, mười SOE sinh lợi nhất tạo ra hơn 50 tỉ đô-la tổng lợi nhuận ròng. Các siêu SOE này lại được tổ chức thành 16 siêu dự án với công nghệ tiên tiến và cách tân mạnh mẽ, bao gồm nhiều khu vực như mạng không dây băng thông rộng, khai thác khí gas và dầu mỏ, sản xuất máy bay.

Bất kể SOE lựa chọn con đường nào thì tham nhũng và chủ nghĩa tư bản thân hữu cũng như “mây giăng ngập lối”. Đối với những SOE chuẩn bị tư hữu hóa, cấp quản lý nhận được những lời đề nghị ngọt ngào, bao gồm việc chia cổ phần trước khi chính thức lên sàn và bổ nhiệm vào các vị trí điều hành trong công ty mới. Đối với những doanh nghiệp tiếp tục thuộc sở hữu của nhà nước, cơ hội tham nhũng còn xuất hiện trực tiếp hơn. Các thành viên ban quản trị và cấp điều hành được tham gia vào bộ máy chính trị, còn SOE được bảo hộ khỏi sự cạnh tranh trong nước và nước ngoài. Các SOE nhận được nguồn tài trợ giá rẻ từ các ngân hàng do Chính phủ sở hữu, những đơn đặt hàng các sản phẩm hàng hóa và dịch vụ từ cơ quan nhà nước và các SOE khác. Kết quả là một mạng lưới dày đặc, phức tạp của các quan chức Chính phủ, “hạt giống đỏ” của Đảng Cộng sản và chủ



sở hữu - nhà quản lý tư nhân, tất cả bọn họ giàu lên từng ngày nhờ sự tăng trưởng của Trung Quốc. Giới tinh hoa trở thành tầng lớp ký sinh, vỗ béo bản thân từ cái giá mà đất nước phải trả, nếu không phải vì họ thì Trung Quốc đã phát triển bình thường và khỏe mạnh.

Sự lớn mạnh của một bộ phận tinh hoa ký sinh có liên hệ mật thiết với sự phổ biến của tình trạng đầu tư chệch hướng. Nhu cầu phải tái cân bằng từ đầu tư đến tiêu dùng của nền kinh tế Trung Quốc, như IMF và các định chế chính thống khác đang hối thúc, bị phớt lờ cho lợi ích cá nhân của bộ phận ký sinh, những người ủng hộ phát triển cơ sở hạ tầng vì nó giữ cho nguồn lợi nhuận tiếp tục chảy vào các doanh nghiệp sản xuất nhôm, thép và các ngành công nghiệp nặng khác. Những thủ lĩnh tài chính mới này không thể sống thiếu nguồn lợi từ cơ sở hạ tầng, ngay cả khi các nhà kinh tế ra sức cảnh báo về tình trạng không tăng trưởng ở khu vực dịch vụ và tiêu dùng. Việc nhìn thấy vấn đề không có nghĩa là vấn đề sẽ được kiểm soát tốt. Cũng như trong mọi xã hội khác, bao gồm cả Hoa Kỳ, lợi ích của tầng lớp tinh hoa có thể lấn át lợi ích quốc gia, một khi sức mạnh chính trị của họ được bảo vệ và củng cố không ngừng.

Có nhiều ví dụ rõ ràng về những dự án hạ tầng lãng phí. Nam Kinh là một trong những thành phố lớn nhất ở Trung Quốc với dân số gần 7 triệu người. Đây cũng là một trong những thành phố quan trọng về mặt lịch sử, từng



là thủ đô của Trung Quốc qua vài triều đại, đồng thời là thủ phủ của Thái Bình Thiên Quốc trong cuộc Khởi nghĩa Thái Bình. Gần đây hơn, Nam Kinh là trung tâm hành chính trung ương trong vài giai đoạn từ 1912 đến 1949, thời Trung Hoa Dân quốc của Tôn Trung Sơn và sau này là Tưởng Giới Thạch.

Mặc dù đang đối mặt với ô nhiễm và tăng trưởng không kiểm soát – vấn đề chung của nhiều thành phố khác ở Trung Quốc, nhưng nhìn chung, Nam Kinh vẫn dễ chịu hơn với nhiều công viên, bảo tàng và đại lộ lớn phủ bóng cây xanh được xây dựng từ cuối thế kỷ XIV. Nam Kinh nằm trên tuyến đường sắt cao tốc Bắc Kinh - Thượng Hải, giao thông thuận tiện. Nó cũng là một trong những trung tâm chính trị, kinh tế và giáo dục quan trọng của Trung Quốc ngày nay.

Quận Giang Ninh nằm ở phía Nam thành phố Nam Kinh. Nơi đây đang triển khai một trong những dự án hạ tầng tham vọng nhất Trung Quốc. Giang Ninh bao gồm bảy khu đô thị mới, vẫn đang trong quá trình xây dựng, được kết nối bởi mạng lưới đường cao tốc và tàu điện ngầm. Mỗi khu đô thị có một khu trung tâm riêng với những tòa nhà chọc trời, trung tâm mua sắm sang trọng, khách sạn năm sao, hồ nhân tạo, sân golf, trung tâm giải trí, nhà ở và cơ sở nghiên cứu khoa học. Toàn thể bảy khu đô thị phức hợp này sử dụng Nhà ga Xe lửa Nam Nam Kinh để đi về phía Bắc và một sân bay mới xây dựng để đi về phía Nam. Một



du khách từ xa đến sẽ không thể nào không bị ấn tượng bởi quy mô của dự án này, chất lượng của những giai đoạn đã hoàn thiện cũng như tiến độ chung của dự án. Tuy nhiên, thật kỳ lạ là tất cả những cơ sở hạ tầng ấn tượng này đều trống không.

Các quan chức của tỉnh và ban quản lý dự án rất vui mừng được hộ tống các đoàn thể đi tham quan một vòng quanh khu đô thị mới và giải thích về những khả năng của nó. Một phòng thí nghiệm sẽ là nơi phát triển công nghệ bằng thông rộng không dây của Trung Quốc trong tương lai. Một tòa nhà chọc trời khác được họ hào hứng mô tả như cái nôi của ngành quản trị tài sản thay thế ở Trung Quốc sau này. Một khách sạn còn dang dở dự kiến sẽ là nơi tổ chức nhiều hội nghị tầm cỡ quốc tế, với những diễn giả hạng A đến từ khắp nơi trên thế giới.

Trong lúc đó, vị khách mãi mê quan sát những dãy nhà nhàm nhở vôi vữa, hàng tấn bê-tông, cốt thép đang tạo thành hàng tá khu mua sắm, cao ốc và khách sạn mới. Tầm nhìn về bảy khu đô thị mới này đủ để khiến anh ta nản chí, cho đến khi anh ta nhận ra rằng Nam Kinh chỉ là một trong hàng chục thành phố trên khắp Trung Quốc đang xây dựng những khu phức hợp trên một quy mô không thể tin nổi. Người Trung Quốc vốn đã nổi tiếng khắp hành tinh như những bậc thầy xây dựng, không thua kém gì Pharaoh Ramesses II.



Nhà ga Xe lửa Nam Nam Kinh không hề vắng vẻ, nhưng nó cũng minh họa cho phương pháp phát triển hạ tầng đầy bất cập của Trung Quốc. Năm 2009, Trung Quốc cũng bị ảnh hưởng nặng nề từ tình trạng tụt dốc thê thảm của lượng cầu thế giới – sự kiện đã tác động đến Mỹ sau cuộc Khủng hoảng 2008. Để đối phó, Trung Quốc đã triển khai chương trình kích thích trị giá 4.000 tỉ nhân dân tệ, tương đương khoảng 600 tỉ đô-la, chủ yếu nhắm đến hoạt động đầu tư trong lĩnh vực cơ sở hạ tầng. Cùng lúc đó, Mỹ cũng triển khai một chương trình kích thích trị giá 800 tỉ đô-la. Tuy nhiên, nền kinh tế Mỹ lớn hơn hai lần nền kinh tế Trung Quốc, vì vậy trên cơ sở so sánh thì gói kích thích của Trung Quốc tương đương với 1,2 nghìn tỉ đô-la áp dụng cho Hoa Kỳ. Sau bốn năm triển khai, kết quả giờ đây có thể nhìn thấy rõ trong những dự án như đường sắt cao tốc Bắc Kinh - Thượng Hải và Nhà ga Xe lửa Nam Nam Kinh.

Nhà ga này có diện tích sàn là 4,9 triệu feet vuông và 128 thang máy, sản xuất hơn 7 megawatt điện từ các tấm pin mặt trời trên mái. Hệ thống soát vé và cửa ra vào các sân ga được tự động hóa hoàn toàn và đạt hiệu suất cao. Những chiếc tàu mới không chỉ nhanh mà còn thoải mái và yên tĩnh, ngay cả khi chạy với vận tốc tối đa 305km/h. Điều quan trọng là, nhà ga Nam Nam Kinh chỉ mất hai năm để xây dựng, với 20.000 công nhân. Nếu mục tiêu của một công trình lớn như vậy là để tạo ra việc làm ngắn hạn hơn là tạo ra lợi nhuận thì nhà ga Nam Nam Kinh có thể được



xem như thành công. Vấn đề dài hạn là giá vé tàu cao tốc từ Thượng Hải đến Nam Kinh quy ra khoảng 30 đô-la Mỹ, trong khi vé tàu cho một đoạn đường dài tương đương ở Mỹ là 200 đô-la. Khoản nợ mà Trung Quốc tạo ra từ việc xây dựng nhà ga khổng lồ này đó thể không bao giờ được hoàn trả với giá vé rẻ như cho thế này.

Các quan chức Trung Quốc bác bỏ những chỉ trích về việc dư thừa công suất bằng cách nói rằng họ đang xây dựng những công trình hạ tầng chất lượng cao phục vụ cho nhu cầu phát triển dài hạn. Họ chỉ ra rằng, ngay cả khi phải mất năm đến mười năm để khai thác hết công suất thì khoản đầu tư vẫn sẽ chứng minh rằng nó đã được thiết lập một cách vững chắc. Nhưng nó vẫn được đánh giá là đạt hiệu quả tốt nếu công suất lớn chừng ấy được sử dụng.

Ngoài quy mô chóng mặt của các dự án cơ sở hạ tầng, chủ trương mở rộng hai khu vực khoa học và công nghệ của nền kinh tế Trung Quốc cũng đang phải đối mặt với nhiều trở ngại về định chế và pháp lý. Trung tâm thí nghiệm bằng thông rộng không dây công nghệ cao ở Giang Ninh là một ví dụ điển hình. Cơ sở nghiên cứu này có các tòa nhà hoành tráng với văn phòng, phòng hội nghị và các phòng thí nghiệm rộng mênh mông nằm giữa những khuôn viên xanh mướt và mạng lưới giao thông thuận tiện. Các quan chức địa phương cam đoan với khách tham quan rằng 1.500 nhà khoa học và nhân viên sẽ sớm chuyển vào đây, nhưng những gì mà các chuyên gia công nghệ giỏi nhất đòi hỏi lại nhiều hơn là nơi làm việc đẹp đẽ. Họ sẽ muốn



làm việc trong nền văn hóa kinh doanh, gần giống với các khu nghiên cứu hiện đại bậc nhất ở trường Đại học và có quyền tiếp cận với loại hình cổ vốn tài chính dành cho các start-up, vốn không chỉ bao gồm một cuốn séc là xong. Tuy nhiên, bên cạnh những tòa nhà hoành tráng, họ có nhận được những chế độ này hay không vẫn là câu hỏi còn bỏ ngỏ. Một vấn đề nữa là qua thời gian, các công trình sẽ xuống cấp và hao mòn dần trong khi chờ được sử dụng.

Giới lãnh đạo chính trị của Trung Quốc thừa biết rằng tình trạng chi tiêu lãng phí cho cơ sở hạ tầng đã lan rộng khắp nền kinh tế quốc gia. Nhưng cũng giống các nhà lãnh đạo chính trị ở bất cứ đâu, họ hết sức miễn cưỡng trong việc giải quyết vấn đề. Những dự án này tạo ra việc làm, ít nhất là trong ngắn hạn, và không một chính trị gia nào muốn đề xuất một chính sách sẽ gây nên tình trạng mất việc làm, ngay cả khi về lâu dài, nó có thể giúp nền kinh tế “khỏe mạnh” hơn. Trong chính trị, người ta thường xuyên nhìn vào kết quả ngắn hạn mà bỏ qua hệ quả dài hạn.

Những dự án hạ tầng này quả là kho báu từ trên trời rơi xuống dành cho các hạt giống đỏ, thành phần thân cận và lực lượng nòng cốt đang điều hành các SOE. Chúng cần sắt thép, xi măng, kính, đồng và trang thiết bị hạng nặng. Cơ sở xây dựng đem lại lợi nhuận khổng lồ cho các nhà sản xuất ra những vật liệu và thiết bị này, và vì thế họ luôn muốn xây thêm nữa bất chấp chi phí hay lợi nhuận là bao nhiêu. Trung Quốc không có cơ chế kỷ luật thị trường để kìm hãm những lợi ích này hay điều hướng nguồn vốn đầu



tư theo những cách có lợi hơn. Thay vào đó, Trung Quốc có một nhóm “đầu sỏ” kiên quyết cho rằng lợi ích của họ phải được đặt lên trên lợi ích quốc gia. Các nhà lãnh đạo chính trị bị hạn chế nhiều trong việc đối kháng với nhóm thủ lĩnh kinh tế này vì hai bên tác động qua lại lẫn nhau hết sức phức tạp. *Bloomberg News* đã phơi bày những lợi ích đan cài này của giới tinh hoa kinh tế và chính trị thông qua cơ chế sở hữu chéo, các mối ràng buộc gia đình, các công ty bình phong và các cổ đông bù nhìn. Nói không với một gã doanh nhân tham lam là một chuyện, nhưng từ chối con trai, con gái hay bạn bè lại là chuyện khác. Hệ thống bất thường mà Trung Quốc xây dựng nhằm theo đuổi sự phát triển cơ sở hạ tầng bằng mọi giá đã ăn sâu bám rễ, khó có thể thay đổi được nữa.

Trung Quốc có thể tiếp tục say sưa với các dự án hạ tầng vì họ sở hữu khả năng vay mượn chưa được khai thác. Chính nhờ khả năng này mà họ có thể tài trợ cho những dự án mới và che giấu các khoản thua lỗ của những dự án cũ. Nhưng chiến lược này cũng có giới hạn nhất định và giới chức lãnh đạo của Trung Quốc biết rõ những giới hạn ấy.

Nói cho cùng, nếu anh xây dựng ồ ạt, có thể mọi người sẽ không đến ở, và sau đó nền kinh tế sẽ phải “hạ cánh cứng”¹⁰.

¹⁰ Hard landing: “Hạ cánh cứng” là thuật ngữ phản ánh tình huống xảy ra khi nền kinh tế của một quốc gia nhanh chóng chuyển từ tăng trưởng cao sang tăng trưởng thấp, và sau đó là suy thoái. Tình huống này thường xảy ra khi Chính phủ nước đó cố gắng cắt giảm thâm hụt ngân sách và kiểm soát nợ công.



TÀI CHÍNH ẨM ĐẠM

Đằng sau sự bùng nổ dự án hạ tầng hết sức bất ổn này là một cấu trúc ngân hàng còn bấp bênh hơn thế mà Trung Quốc sử dụng để tài trợ cho cơn sốt xây dựng. Các nhà phân tích ở Phố Wall khẳng định rằng hệ thống ngân hàng Trung Quốc thể hiện rất ít dấu hiệu của stress và có một bảng cân đối kế toán đẹp. Dự trữ tài chính của quốc gia này là hơn 3 nghìn tỉ đô-la, vô cùng giàu có và dư sức cung cấp nguồn lực cần thiết để cứu trợ hệ thống ngân hàng nếu cần. Vấn đề là, các ngân hàng của Trung Quốc chỉ là một phần trong một bức tranh lớn. Phần còn lại bao gồm một hệ thống ngân hàng mờ ám với những tài sản xấu và nợ ẩn đủ lớn để đe dọa sự bền vững của các ngân hàng và gây nên một cuộc khủng hoảng tài chính có sức ảnh hưởng đến toàn cầu. Tuy nhiên, sự mờ ám của toàn bộ hệ thống nghiêm trọng đến mức ngay cả giới chức trách quản lý ngân hàng Trung Quốc cũng không biết quy mô và mức độ tập trung của những rủi ro này, khiến cuộc khủng hoảng trở nên khó chặn đứng hơn khi nó xảy ra.

Ngành ngân hàng nhiều khuất tất của Trung Quốc có ba nguồn cống nạp: (i) nghĩa vụ nợ của chính quyền địa phương, (ii) các sản phẩm tín thác và (iii) các sản phẩm quản lý tài sản. Chính quyền các tỉnh và thành phố ở Trung



Quốc không được phép phát hành nợ dưới dạng trái phiếu như các bang ở Mỹ và các vùng tự trị. Tuy nhiên, chính quyền các địa phương ở Trung Quốc sử dụng các nghĩa vụ nợ phát sinh như bảo đảm ngầm hiểu, cam kết theo hợp đồng và các khoản phải trả để tận dụng điều kiện tài chính của họ. Các sản phẩm tín thác và sản phẩm quản trị tài sản là hai biến thể ở Trung Quốc của *tài chính đa lớp* (structured finance) ở phương Tây.

Người Trung Quốc có tỉ lệ gửi tiết kiệm cao, xuất phát từ những lý do lý trí chứ không phải vì cảm tính hay văn hóa, đó là việc do không có những yếu tố sau: mạng lưới an sinh xã hội, hệ thống y tế đầy đủ, bảo hiểm tàn tật và lương hưu. Trong lịch sử, người Trung Quốc dựa vào gia đình đông đúc và lòng tôn kính người lớn tuổi để nương tựa lúc về già. Nhưng chính sách một con đã phá hủy trụ cột xã hội này, và giờ đây những cặp vợ chồng già nhận ra rằng họ chẳng còn ai. Tỉ lệ gửi tiết kiệm cao là một phản ứng hoàn toàn dễ hiểu.

Nhưng cũng giống như người gửi tiết kiệm ở phương Tây, người Trung Quốc khao khát lợi tức. Mức lãi suất thấp mà các ngân hàng áp dụng, một hình thức áp chế tài chính mà trước đây Mỹ cũng áp dụng, đang khiến người gửi tiết kiệm ở Trung Quốc dễ bị hấp dẫn bởi những vụ đầu tư đem lại lợi tức cao hơn. Người dân thường bị cấm tiếp cận thị trường nước ngoài vì vấn đề kiểm soát vốn. Trong khi ở Trung Quốc, thị trường cổ phiếu quá bất ổn và hoạt



động ảm đạm trong những năm gần đây, còn thị trường trái phiếu vẫn non nớt. Vì vậy, người gửi tiết kiệm ở Trung Quốc quan tâm nhiều hơn đến hai lớp tài sản: *bất động sản* và *sản phẩm đa lớp* (structured product).

Ai cũng biết đến bong bóng trong các thị trường nhà đất Trung Quốc, đặc biệt là căn hộ và căn hộ cao cấp, nhưng không phải người gửi tiết kiệm nào ở đây cũng ở vị thế có thể tham gia vào thị trường đó. Đối với họ, hệ thống ngân hàng đã khai sinh ra các cơ cấu tín thác và *sản phẩm quản lý tài sản* (wealth management product - WMP). Một WMP là một tổ hợp vốn góp hay quỹ, trong đó các thành viên đầu tư vào những dự án hay sản phẩm nhỏ, sau đó toàn bộ lợi nhuận sẽ đổ về tổ hợp vốn góp và được dùng để đầu tư vào những tài sản có lợi tức cao hơn. Không có gì bất ngờ, những tài sản này thường bao gồm tài sản thế chấp, tài sản đất đai và nợ doanh nghiệp. Trong mảng WMP, Trung Quốc có một phiên bản không được quản lý của cơn ác mộng tồi tệ nhất trong nền tài chính phương Tây. Các WMP giống với *nghĩa vụ nợ thế chấp* (collateralized debt obligation - CDO), *nghĩa vụ cho vay thế chấp* (collateralized loan obligation - CLO) và *chứng khoán được đảm bảo bằng tài sản thế chấp* (mortgage-backed securities - MBS), những thứ đã gần như phá hủy các thị trường vốn của phương Tây vào năm 2008. Chúng đang được bán ở Trung Quốc mà không có ngay cả một cơ chế giám sát tối thiểu được yêu cầu bởi SEC và các cơ quan xếp hạng không đủ thẩm quyền của Mỹ.



WMP được tài trợ bởi các ngân hàng, nhưng những tài sản và trách nhiệm pháp lý liên quan lại không thể hiện trên bảng cân đối kế toán của họ. Điều này cho phép các ngân hàng tuyên bố rằng họ hoạt động bình thường trong khi trên thực tế, họ đang xây dựng một kim tự tháp nghịch đảo của nợ rủi ro cao. Các nhà đầu tư bị hấp dẫn bởi những mức lợi tức cao hơn mà WMP đem lại. Họ nghĩ rằng vì WMP được ngân hàng tài trợ và quảng cáo nên tài sản gốc hẳn nhiên phải được bảo lãnh bởi những ngân hàng này với cùng cách thức như bảo hiểm tiền gửi. Nhưng cả lợi tức cao lẫn việc bảo đảm tài sản gốc đều hảo huyền mà thôi.

Quỹ của các nhà đầu tư tham gia vào WMP đang được sử dụng để tài trợ cho chính những bong bóng nhà đất và hạ tầng hết sức lãng phí mà các ngân hàng trung ương từng tài trợ trước khi chính sách thắt chặt tín dụng được ban hành gần đây. Dòng tiền từ những dự án này thường xuyên ở trong tình trạng quá khan hiếm để thực hiện được các nghĩa vụ nợ đối với nhà đầu tư WMP. Ngày đáo hạn của các WMP thường ngắn hạn trong khi những dự án mà họ đầu tư lại mang tính dài hạn. Sự chênh lệch giữa tài sản và nghĩa vụ nợ này sẽ hình thành nên một kịch bản khủng hoảng tiềm năng nếu các nhà đầu tư từ chối tiếp tục gia hạn WMP của họ khi đến ngày đáo hạn. Đây chính là cơ chế đã dẫn đến những thất bại của Bear Stearns và Lehman Brothers ở Hoa Kỳ vào năm 2008.



Các ngân hàng tài trợ cho WMP giải quyết vấn đề tài sản không sinh lời và chênh lệch ngày đáo hạn bằng cách phát hành WMP mới. Lợi nhuận từ WMP sẽ được sử dụng để mua tài sản xấu của những WMP cũ ở mức giá trị đã tính đến lạm phát, để WMP cũ có thể được thanh toán gọn ghẽ khi đến ngày đáo hạn. Đây là một mô hình Ponzi trên quy mô khổng lồ. Người ta ước tính rằng, có 20.000 chương trình WMP đang được triển khai trong năm 2013, so với 700 vào năm 2007. Một báo cáo về doanh thu của WMP trong nửa đầu năm 2012 ước tính rằng gần 2.000 tỉ đô-la tiền mới đã được huy động.

Bất cứ mô hình Ponzi nào cũng không thể tránh khỏi sự sụp đổ, những bong bóng nhà đất và hạ tầng ở Trung Quốc, vốn được bơm căng bởi tiền từ một hệ thống ngân hàng mờ ám, cũng không ngoại lệ. Một sự sụp đổ có thể bắt đầu với thất bại của một kế hoạch gia hạn cụ thể, hoặc với việc một vụ tham nhũng liên quan đến một dự án cụ thể bị phơi bày. Thực ra, mỗi lửa là gì không quan trọng, bởi vì chắc chắn là nó sẽ xảy ra. Và một khi nó bắt đầu thì thảm họa sẽ không thể ngăn chặn nếu Chính phủ không ra tay kiểm soát hoặc triển khai các gói cứu trợ. Không lâu sau khi khủng hoảng xuất hiện, các nhà đầu tư sẽ xếp hàng chờ chuộc lại giấy chứng nhận của mình. Các ngân hàng tài trợ cho WMP sẽ trả cho những người tới đầu tiên, nhưng khi hàng người không ngừng dài ra, ngân hàng sẽ đình chỉ hoạt động bồi thường và bỏ lại số đông nhà đầu tư với đồng



giấy tờ vô giá trị. Các nhà đầu tư sẽ nói rằng ngân hàng bảo lãnh tài sản gốc, còn ngân hàng phủ nhận điều này. Làn sóng đột biến rút tiền gửi sẽ bắt đầu từ chính những ngân hàng tài trợ WMP, và các nhà chức trách sẽ buộc phải đóng cửa một số ngân hàng nhất định. Bất ổn xã hội sẽ xảy ra, và cơn ác mộng đen tối nhất của Đảng Cộng sản, một sự kiện Khởi nghĩa Thái Bình hay Quảng trường Thiên An Môn sẽ lò mò tái hiện.

Ba nghìn tỉ đô-la dự trữ của Trung Quốc đủ để tái vốn hóa các ngân hàng và rót vốn bù đắp cho những thiệt hại trong kịch bản này. Thêm vào đó, Trung Quốc còn nắm trong tay sức mạnh vay nợ ở cấp độ quốc gia để giải quyết khủng hoảng nếu cần, và tín dụng của Trung Quốc tại IMF cũng là một nguồn hỗ trợ nữa. Nói cho cùng, Trung Quốc sở hữu những nguồn lực để đàn áp mọi bất đồng và dọn dẹp đồng hỗn độn tài chính nếu mô hình Ponzi trong thị trường bất động sản thực sự xảy ra như đã mô tả ở trên.

Tuy nhiên, niềm tin đã mất thì không thể đong đếm được. Điều trở trêu là sau một cuộc sụp đổ tài chính, tiền gửi tiết kiệm sẽ tăng chứ không giảm vì các cá nhân sẽ cần tiết kiệm nhiều hơn để có tiền trang trải khi thua lỗ, thiệt hại. Cổ phiếu sẽ tụt dốc vì các nhà đầu tư bán tài sản thanh khoản để bù đắp ảnh hưởng của những WMP giờ đây đã trở nên khó thanh khoản. Tiêu dùng sẽ sụp đổ đúng vào lúc thế



giới đang chờ đợi người tiêu dùng Trung Quốc giải cứu tình trạng tăng trưởng ảm đạm trên toàn cầu. Bóng ma giảm phát sẽ lại bao trùm Trung Quốc, khiến người Trung Quốc càng thêm miễn cưỡng khi cho phép Chính phủ dùng tiền của mình để củng cố sức mạnh quốc gia trước các đối tác thương mại, đặc biệt là Hoa Kỳ. Sự thiệt hại về lòng tin và khả năng tăng trưởng sẽ không chỉ giới hạn ở Trung Quốc mà sẽ lan tỏa ra khắp thế giới.



MÙA THU CỦA CÁC THỦ LĨNH TÀI CHÍNH

Giới tinh hoa Trung Quốc hiểu rõ những điểm yếu này và nhìn thấy sự hỗn loạn sắp xảy ra. Dự đoán về một cuộc sụp đổ tài chính ở Trung Quốc đang đưa tới một trong những đợt tháo chạy vốn lớn nhất trong lịch sử thế giới. Thành phần tinh hoa và đầu sỏ chính trị, thậm chí cả người dân thường ở Trung Quốc, đang tìm cách chuyển vốn ra nước ngoài khi còn có thể.

Luật pháp Trung Quốc cấm công dân được chuyển quá 50.000 đô-la/năm ra nước ngoài. Tuy nhiên, những kỹ thuật để chuyển tiền mặt ra khỏi Trung Quốc, thông qua các phương tiện hợp pháp hay bất hợp pháp, là không giới hạn. Tất cả tùy vào trí tưởng tượng và óc sáng tạo của những người đứng sau cuộc tháo chạy. Cụ thể như nhồi nhét tiền vào một va-li trước khi lên máy bay ra nước ngoài.



Chuyện xảy ra sau đó được đăng lại trong một bài báo trên *Wall Street Journal* từ năm 2012:

Vào tháng Sáu, một người đàn ông Trung Quốc xuống sân bay Vancouver với khoảng 177.500 đô-la tiền mặt – phần lớn là trái phiếu ngắn hạn mệnh giá 100 đô-la của Mỹ và Canada, nhét đầy trong ví, túi và giấu ở mép va-li... Nhân viên hải quan của Canada phát hiện ra số tiền trên cho biết, người đàn ông nói rằng ông ta mang tiền sang mua một căn nhà hoặc một chiếc xe hơi. Ông ta rời khỏi sân bay cùng với tiền của mình sau khi đóng phạt vì tội giấu giếm và không khai báo về số tiền đó.

Trong một diễn biến khác, một tỉ phú sản xuất bia của Trung Quốc bay từ Thượng Hải đến Sydney, rồi lái xe suốt một giờ đồng hồ về vùng nông thôn để xem một vườn nho, trả 30 triệu đô-la để mua cơ ngơi đó ngay tại chỗ, rồi lại ngay lập tức trở về Thượng Hải. Không ai biết nhà tài phiệt này thích rượu vang hơn bia, hay thích Australia hơn Trung Quốc khi muốn tìm một thiên đường cất giấu khối tài sản của mình.

Những kỹ thuật tháo chạy vốn khác phức tạp hơn nhưng hiệu quả không kém. Phương pháp được ưa chuộng là thiết lập mối quan hệ với một tay chủ sòng bạc đã được mua chuộc ở Macao. Tại đây, một con bạc lớn của Trung Quốc có thể mở hạn mức tín dụng bằng tài khoản ngân hàng của mình, rồi cố tình thua một khoản tiền lớn trong một cuộc chơi hoành tráng như bài baccarat diễn ra ở một



phòng VIP thật phô trương. Tiền sẽ ngay lập tức được trả bằng cách ghi nợ vào tài khoản ngân hàng của kẻ thua cuộc ở Trung Quốc. Vụ giao dịch này không được tính vào hạn mức xuất khẩu vốn hàng năm vì nó được xem như khoản thanh toán cho một khoản nợ hợp pháp. Sau đó, con bạc “xui xẻo” này sẽ lấy lại khoản tiền từ chủ sòng bạc, trừ đi một khoản hoa hồng cho dịch vụ rửa tiền.

Những khoản tiền lớn hơn có thể được chuyển ra nước ngoài thông qua kỹ thuật *khai gian giá trị hàng hóa xuất nhập khẩu* (mis-invoicing). Ví dụ, một hãng sản xuất đồ nội thất Trung Quốc có thể thành lập một công ty phân phối ở một thiên đường trốn thuế như Panama. Giả sử giá xuất khẩu bình thường của mỗi món đồ nội thất là 200 đô-la, công ty Trung Quốc có thể xuất hóa đơn cho công ty ở Panama với giá thấp hơn, chỉ 100 đô-la/đơn vị hàng hóa. Sau đó, công ty ở Panama sẽ bán số hàng nhập từ Trung Quốc này ra các kênh phân phối thông thường với giá 200 đô-la/đơn vị hàng hóa. “Khoản tiền lời” 100 đô-la/đơn vị có được từ việc cố tình *kê khai giá thấp hơn bình thường* (underinvoicing) sẽ được tính vào lợi nhuận của công ty ở Panama. Với hàng triệu món đồ nội thất được công ty ở Trung Quốc xuất khẩu sang công ty ở Panama, lợi nhuận “giả” tích lũy ở Panama có thể lên đến hàng trăm triệu đô-la. Nếu hai bên tuân thủ đúng luật, đáng lẽ số tiền này phải ở lại Trung Quốc mới đúng.



Tình trạng tháo chạy vốn của tầng lớp tinh hoa chỉ là một phần của bức tranh lớn hơn rất nhiều về sự bất bình đẳng thu nhập giữa họ và dân thường ở Trung Quốc. Tại thành thị, thu nhập tính theo hộ gia đình của tốp 1% cao gấp 24 lần thu nhập bình quân của tất cả các hộ gia đình. Trên phạm vi toàn quốc, sự chênh lệch này là 30 lần. Đây chỉ là những thông tin dựa trên số liệu được công bố chính thức. Nếu tính đến cả thu nhập ẩn và tiền được tuồn ra nước ngoài thì chênh lệch còn lớn hơn nhiều. Tờ *Wall Street Journal* viết:

Việc ngăn chặn tình trạng bất bình đẳng đòi hỏi phải đối đầu với thành phần tinh hoa – những người đang hưởng lợi từ hiện trạng bất bình đẳng này, đồng thời kiểm soát nạn tham nhũng – mở vàng để các quan chức vơ vét cho đầy túi riêng. Wang Xialou, Phó Giám đốc quỹ Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia của Trung Quốc và Wing Thye Woo, nhà kinh tế học đang giảng dạy tại trường Đại học California, Davis, Hoa Kỳ cho biết, khi tính toán đến khoản mà họ gọi là thu nhập “ẩn” – thu nhập không được báo cáo và có thể bao gồm cả những khoản tiền ăn hối lộ, thì thu nhập của 10% hộ gia đình giàu nhất Trung Quốc cao gấp 65 lần 10% hộ gia đình nghèo nhất Trung Quốc.

Theo Minxin Pei – một chuyên gia Trung Quốc tại trường Đại học Claremont McKenna, nạn tham nhũng, chủ nghĩa thân hữu và tình trạng bất bình đẳng thu nhập ở Trung Quốc hiện nay nghiêm trọng đến mức tình hình



xã hội ở quốc gia này tiến rất gần đến xã hội ở Pháp ngay trước Cuộc cách mạng Pháp. Sự mất ổn định nói chung về cả tài chính, xã hội lẫn chính trị ngày càng gia tăng, có khả năng trở thành mối đe dọa đối với việc duy trì quyền lãnh đạo của Đảng Cộng sản Trung Quốc.

Như thường lệ, giới chức trách Trung Quốc luôn hạ thấp những mối đe dọa từ việc đầu tư chệch hướng trong lĩnh vực cơ sở hạ tầng, bong bóng tài sản, lạm dụng đòn bẩy, tham nhũng và tình trạng bất bình đẳng thu nhập. Mặc dù biết rõ tất cả những vấn nạn này đều hết sức nghiêm trọng, nhưng họ một mực khẳng định rằng những động thái điều chỉnh đang được thực hiện, và rằng những vấn đề trên hoàn toàn có thể kiểm soát được nếu xét đến quy mô và sự tăng trưởng năng động của toàn bộ nền kinh tế Trung Quốc. Những mối đe dọa này được nhìn nhận như những cơn đau ngày càng dữ dội trong cuộc sinh nở ra một Trung Quốc mới, trái ngược với quan điểm một cuộc khủng hoảng hiện sinh đang trong quá trình hình thành.

Xét trên lịch sử sụp đổ và khủng hoảng trong cả thị trường phát triển lẫn đang phát triển trong 30 năm qua, có thể các nhà lãnh đạo Trung Quốc đang lạc quan thái quá về khả năng của mình trong việc né tránh một thảm họa tài chính. Quy mô khổng lồ và quan hệ dây mơ rễ má chằng chịt của các SOE, ngân hàng, Chính phủ và người dân gửi tiết kiệm đã tạo nên một hệ thống phức tạp giữa



lúc tình hình nghiêm trọng, chỉ chờ một mồi lửa để bùng cháy. Ngay cả nếu như giới lãnh đạo đã đúng khi nói rằng những vấn đề cụ thể này nằm trong tầm kiểm soát khi xem xét đến toàn cục, thì họ vẫn phải đối mặt với thực tế là toàn bộ nền kinh tế không khỏe mạnh theo nhiều cách mà ngay cả họ cũng không dễ gì nhìn ra. Vấn đề lớn nhất đối với các nhà lãnh đạo Trung Quốc là việc không thể nào tái cân bằng nền kinh tế từ đầu tư cho tới tiêu dùng mà không giảm mạnh tốc độ tăng trưởng. Trên thực tế, sự giảm tốc này chính là cú “hạ cánh cứng” mà người ta luôn lo sợ, và cả Trung Quốc lẫn thế giới nói chung đều chưa sẵn sàng cho một sự kiện như thế.

Để hiểu được thách thức tái cân bằng nền kinh tế, chúng ta cần tiếp tục nhìn vào cơn sốt xây dựng hạ tầng của Trung Quốc. Bằng chứng cho việc Trung Quốc đang đầu tư quá mức không chỉ dừng lại ở giai thoại về những ga tàu khổng lồ và những thành phố không một bóng người. IMF đã thực hiện một nghiên cứu phân tích chuyên sâu về hoạt động đầu tư vốn của Trung Quốc so với 36 nền kinh tế đang phát triển khác, trong đó có 14 nước châu Á. Nghiên cứu kết luận rằng, hoạt động đầu tư ở Trung Quốc quá nóng và phải đánh đổi bằng thu nhập và tiêu dùng của hộ gia đình: “Tỉ trọng đầu tư trên GDP ở Trung Quốc hiện nay có thể cao hơn 10% so với mức hợp lý được xác định dựa trên các nguyên tắc cơ bản.”



Ai cũng biết người nào phải chịu trách nhiệm cho hội chứng đầu tư quá mức này. Nghiên cứu của IMF chỉ thẳng vào các ngân hàng và SOE do nhà nước kiểm soát, hệ thống cho vay dựa trên mối quan hệ thân hữu và tình trạng đầu tư chệch hướng đang diễn ra khắp Trung Quốc: “Các doanh nghiệp thuộc sở hữu của nhà nước (SOE) có xu hướng liên quan trực tiếp vì chi phí vốn ngầm hiểu của họ thấp một cách giả tạo... Hệ thống ngân hàng của Trung Quốc không ngừng ưu ái họ trong việc phân bổ vốn.” Các ngân hàng do nhà nước kiểm soát bơm vốn rẻ cho các doanh nghiệp do nhà nước sở hữu, và những doanh nghiệp này đang lãng phí số tiền đó vào năng suất dư thừa và xây dựng những thành phố ma.

Điều đáng lo hơn là hoạt động đầu tư vào cơ sở hạ tầng không những lãng phí mà còn không bền vững. Mỗi đồng đô-la đầu tư ở Trung Quốc giờ đây tạo ra ít sản lượng kinh tế hơn so với trước kia, có nghĩa là lợi nhuận biên đang giảm dần. Nếu Trung Quốc muốn duy trì tỉ lệ tăng trưởng GDP trong những năm sắp tới, đầu tư cuối cùng sẽ cao hơn rất nhiều so với con số 60% GDP. Xu hướng này không đơn thuần là sự đánh đổi giữa tiêu dùng và đầu tư. Các hộ gia đình trì hoãn tiêu dùng, ủng hộ đầu tư để sau này họ có thể tiêu dùng nhiều hơn, đây là một mô hình phát triển kinh điển. Nhưng chiến lược đầu tư của Trung Quốc hiện nay là một phiên bản lỗi của nó. Số tiền đổ vào các dự án đầu tư chệch hướng ở Trung Quốc là một tổn thất vô ích đối với



nền kinh tế, vì vậy nó sẽ không tạo ra tiêu dùng. Với mô hình này, Trung Quốc chỉ đang đốt tiền mà thôi.

Các hộ gia đình chính là những người gánh chịu chi phí của tình trạng đầu tư chệch hướng này, vì người gửi tiết kiệm phải chấp nhận lãi suất thấp hơn thị trường để các SOE có thể trả nợ với lãi suất thấp hơn thị trường. Như vậy tức là tiền từ các hộ gia đình đang chảy vào túi các công ty lớn, theo ước tính của IMF, số tiền này bằng 4% GDP, tương đương với 300 tỉ đô-la/năm. Đây là một nguyên nhân gây nên tình trạng bất bình đẳng thu nhập nghiêm trọng ở Trung Quốc. Vì vậy, nền kinh tế Trung Quốc rơi vào một vòng luẩn quẩn không hồi kết. Tầng lớp thượng lưu kiên quyết đầu tư nhiều hơn, dẫn đến lợi ích ròng thấp hơn, trong khi thu nhập của hộ gia đình giậm chân tại chỗ, hoặc thậm chí giảm đi vì tài sản của họ bị chuyển sang cho chính những người ở tầng lớp thượng lưu kia. Nếu quả thực GDP bị giảm một khoản bằng số tiền đầu tư chệch hướng thì câu chuyện về sự tăng trưởng thần kỳ của Trung Quốc đã ở trong giai đoạn sụp đổ.

Dù thế nào thì sự sụp đổ cũng đang tới gần. Michael Pettis của trường Đại học Peking đã thực hiện một công trình số học thú vị dựa trên nghiên cứu về lĩnh vực cơ sở hạ tầng của IMF. Trong ví dụ đầu tiên, Pettis tranh luận về con số 10% GDP mà IMF ước tính cho giá trị đầu tư quá mức hợp lý của Trung Quốc. Ông chỉ ra rằng, rất có thể bản thân



nhóm các quốc gia so sánh mà IMF sử dụng để tính ra tỉ lệ đầu tư hợp lý cũng đã đầu tư quá tay, vì vậy nên tỉ lệ đầu tư chênh hướng của Trung Quốc trong thực tế còn lớn hơn mức 10% GDP. Tuy nhiên, ông đồng ý với kết luận của IMF rằng Trung Quốc cần giảm tỉ lệ đầu tư thêm 10% GDP, và cho rằng:

Giả sử Trung Quốc có 5 năm để giảm tỉ lệ đầu tư từ mức 50% GDP như hiện nay xuống còn 40% GDP. Muốn vậy, đầu tư của Trung Quốc phải tăng trưởng với tỉ lệ thấp hơn nhiều so với của GDP. Nhưng thấp hơn bao nhiêu? Để đáp ứng điều kiện, tỉ lệ tăng trưởng của đầu tư so với của GDP phải thấp hơn tối thiểu 4,5 điểm phần trăm.

Nếu GDP của Trung Quốc tăng trưởng ở mức 7% thì đầu tư của Trung Quốc phải tăng trưởng ở mức 2,3%. Nếu Trung Quốc tăng trưởng ở mức 5%, đầu tư phải tăng trưởng ở mức 0,4%. Và nếu Trung Quốc tăng trưởng ở mức 3%, tỉ lệ tăng trưởng đầu tư phải giảm thêm 1,5% nữa...

Kết luận đã rõ ràng. Trong tình trạng đầu tư quá mức với tỉ lệ đặc biệt cao như ở Trung Quốc, bất cứ sự tái cân bằng nào cũng chỉ có ý nghĩa khi nó đi kèm với việc tỉ lệ tăng trưởng đầu tư giảm mạnh, và có lẽ cả sự co lại của quy mô tăng trưởng đầu tư.

Ý kiến cho rằng Trung Quốc nên tái cân bằng nền kinh tế, lùi xa khỏi đầu tư và tiến gần về tiêu dùng không có gì mới mẻ. Các nhà hoạch định chính sách ở cả Mỹ và Trung



Quốc đều đã thảo luận về vấn đề này trong nhiều năm. Tái cân bằng đồng nghĩa với việc Trung Quốc phải từ bỏ mức tăng trưởng 7% như những năm gần đây. Nhưng có thể đã quá muộn để Trung Quốc tiến hành điều chỉnh một cách êm ái, “khoảnh khắc tái cân bằng” của Trung Quốc có lẽ đã đến và đã qua mất rồi.

Việc tái cân bằng đòi hỏi sự kết hợp giữa thu nhập hộ gia đình cao hơn và tỉ lệ tiết kiệm thấp hơn. Thu nhập nhân rồi có thể được chi tiêu vào hàng hóa và dịch vụ. Những yếu tố góp phần làm tăng thu nhập bao gồm: lãi suất cao hơn để thưởng cho người gửi tiết kiệm, và lương cao hơn cho người lao động. Nhưng mặt trái của lãi suất cao hơn và lương cao hơn là lợi nhuận doanh nghiệp thấp hơn, điều này ảnh hưởng tiêu cực đến các đầu sỏ kinh tế ở Trung Quốc – những người đang gây áp lực chính trị để giữ tiền lương và lãi suất ở mức thấp. Trong thập niên trước, mức đóng góp của tiền lương vào GDP đã giảm từ trên 50% xuống 40%, so với mức tương đối ổn định ở Mỹ là 55%. Tình hình tiêu dùng thậm chí còn tệ hơn, vì tiền lương ở Trung Quốc bị lệch về phía những người có thu nhập cao hơn nhưng có khuynh hướng chi tiêu ít hơn.

Một sức ép khác còn quyền lực hơn cả các thủ lĩnh tài chính là cách chi tiêu của người tiêu dùng. Cả người lao động trẻ hơn lẫn người về hưu già hơn đều có khuynh hướng chi tiêu nhiều hơn. Chính những người lao động ở



độ tuổi trung niên đang duy trì tỉ lệ tiết kiệm cao nhất để có thể trang trải cho nhu cầu chi tiêu tăng thêm khi về già. Lực lượng lao động Trung Quốc hiện nay đang bị áp đảo bởi phân khúc người lao động trung niên này. Trên thực tế, Trung Quốc sẽ còn mắc kẹt với tỉ lệ tiết kiệm cao cho đến năm 2030 hoặc sau đó vì những lý do nhân khẩu học, chứ không liên quan đến chính sách và lòng tham của giới đầu sỏ kinh tế.

Dựa trên những đặc điểm về nhân khẩu học này, thời điểm lý tưởng để Trung Quốc chuyển đổi sang mô hình tăng trưởng theo tiêu dùng nằm trong khoảng từ 2002 đến năm 2005. Đây chính xác là thời gian mô hình tăng trưởng theo đầu tư chuẩn bị qua giai đoạn năng suất và bắt đầu cạn “nhiên liệu”, và đến thời của một thể hệ dân số trẻ hơn, thích chi tiêu hơn. Sự kết hợp giữa lãi suất cao hơn để “thưởng” cho người gửi tiết kiệm, tỉ giá hối đoái cao hơn để khuyến khích nhập khẩu và mức lương cao hơn để các công nhân nhà máy tăng chi tiêu có thể kích thích tiêu dùng tăng vọt, chuyển hướng các nguồn lực ra xa khỏi những dự án đầu tư lãng phí. Nhưng thay vì thế, các đầu sỏ kinh tế lại gây áp lực để buộc lãi suất, tỉ giá hối đoái và tiền lương phải thấp hơn mức tối ưu. Một cú hích từ nhân khẩu học tự nhiên đối với tiêu dùng đã bị lãng phí.

Ngay cả nếu bây giờ Trung Quốc đảo ngược chính sách vốn đang gây ra rất nhiều nghi ngờ thì họ sẽ phải đối mặt với những thách thức không nhỏ, vì người dân – tính bình



quân – đang ở độ tuổi thích tiết kiệm. Không một chính sách nào có thể thay đổi được những đặc điểm nhân khẩu học này trong ngắn hạn, vì thế nên hiện tại không có cách giải quyết khả thi đối với cuộc khủng hoảng vì nhu cầu tiêu dùng quá thấp ở Trung Quốc.

Nếu xem xét các thành phần của GDP thì Trung Quốc đang tiến rất gần đến bờ vực sụp đổ trên nhiều phương diện. Tiêu dùng ảm đạm vì lương thấp và tiết kiệm cao do các yếu tố nhân khẩu học. Xuất khẩu bị ảnh hưởng bởi đồng nhân dân tệ mạnh hơn, cộng với những chiến lược nhằm làm suy yếu đồng đô-la và yên Nhật. Đầu tư thì chệch hướng và lợi nhuận biên ngày càng giảm dần. Mặc dù nền kinh tế tạm thời đang được chống đỡ bằng đầu tư cao, nhưng nó giống một lâu đài xây trên những bãi cát nợ xấu vậy. Giá trị của phần lớn các khoản đầu tư ở Trung Quốc cũng rỗng tuếch như những tòa nhà mà chúng xây nên. Ngay cả thành phần được hưởng lợi từ sự hỗn loạn này – các đầu sỏ kinh tế – cũng giống như bầy chuột bị bỏ lại trên một con tàu đang chìm, họ tán loạn tìm cách tháo chạy vốn ra nước ngoài.

Trung Quốc có thể giải quyết những tình thế tiến thoái lưỡng nan nói trên bằng cách tăng lãi suất và tiền lương để tăng thu nhập của hộ gia đình. Tuy nhiên, mặc dù những chính sách này có ích cho người dân nhưng, sẽ đẩy nhiều SOE đến chỗ phá sản, và đương nhiên vấp phải sự phản đối kịch liệt từ các đầu sỏ kinh tế. Giải pháp hiệu quả duy nhất



là tư nhân hóa trên quy mô lớn để giải phóng năng lượng và sức sáng tạo của giới kinh doanh. Nhưng giải pháp này chống lại cả giới đầu sỏ kinh tế và chính Đảng Cộng sản. Nơi đối nghịch với tư nhân hóa chính là nơi lợi ích cá nhân và bản năng sinh tồn của các đầu sỏ kinh tế gặp nhau.

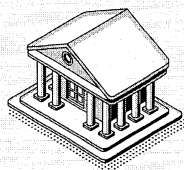
Có thể 4% một năm là tốc độ tăng trưởng nhanh nhất mà Trung Quốc có thể hy vọng trong những năm sắp tới, và nếu các đầu sỏ kinh tế được tự do làm những gì họ muốn thì kết quả sẽ tồi tệ hơn nhiều. Những khoản cứu trợ triển miên cho các dự án đầu tư chệch hướng và sự kìm hãm tiền lương sẽ đẩy cuộc khủng hoảng kép của nợ xấu và bất bình đẳng thu nhập lên cực đại, có khả năng châm ngòi cho một cuộc khủng hoảng tài chính, từ đó dẫn đến bất ổn xã hội, thậm chí là một cuộc cách mạng. Dự trữ của Trung Quốc có thể không đủ để dập tắt những đám cháy của khủng hoảng tài chính, vì hầu hết nguồn dự trữ này là đô-la, và FED thì cương quyết giảm giá đồng đô-la khi xảy ra lạm phát. Dự trữ của Trung Quốc đang bị bòn rút bởi Mỹ, trong khi nền kinh tế của nước này cũng đang bị bòn rút bởi các thủ lĩnh tài chính. Không thể nói chắc rằng giai đoạn tăng trưởng thần kỳ ở Trung Quốc sẽ kết thúc bằng một cú đâm đầu chí tử hay một tiếng rên rỉ yếu ớt, nhưng chắc chắn nó sẽ kết thúc.

Trung Quốc không phải là nền văn minh đầu tiên phớt lờ lịch sử của chính mình. Chế độ tập quyền gây ra sự phức hợp, và bản chất của các hệ thống phức tạp chính là một



mạng lưới chẳng chịt những mối quan hệ thích ứng, hỗ trợ lẫn nhau. Một thất bại nhỏ trong bất kỳ bộ phận nào cũng nhanh chóng lan ra toàn hệ thống, và không có một biện pháp phòng vệ nào có thể ngăn chặn thảm họa này. Trong khi Đảng Cộng sản xem tập trung quyền lực như nguồn sức mạnh, thì đây lại là hình thái nguy hiểm nhất của sự yếu ớt, vì nó che khuất tầm nhìn về sự sụp đổ đang đến gần.

Trung Quốc đã trở thành miếng mồi ngon của giới thủ lĩnh tài chính mới, những kẻ một tay thì cướp tiền tiết kiệm của người dân, tay kia tuồn chiến lợi phẩm ra nước ngoài. Câu chuyện tăng trưởng của Trung Quốc chưa kết thúc, nhưng nó đang tới hồi cuối. Điều tồi tệ hơn là, sức tàn phá sẽ không chỉ dừng lại ở Trung Quốc mà lan rộng ra khắp thế giới. Điều này sẽ xảy ra khi tăng trưởng ở Mỹ, Nhật và châu Âu chững lại hoặc giảm dần. Giống như thập niên 1930, suy thoái sẽ lan ra toàn cầu, và chúng ta sẽ không còn nơi nào để ẩn náu.



CHƯƠNG 5

ĐỂ CHẾ ĐÚC TRỖI DẬY

Nhưng còn một thông điệp khác mà tôi muốn nói với mọi người. ECB đã sẵn sàng làm bất cứ điều gì cần thiết để bảo toàn đồng euro. Và hãy tin tôi đi, chúng tôi sẽ làm được.

- Mario Draghi, Chủ tịch Ngân hàng Trung ương châu Âu -

Nếu không có khủng hoảng, châu Âu sẽ không nhúc nhích.

- Wolfgang Schäuble, Bộ trưởng Tài chính Đức -



ĐẾ CHẾ ĐẦU TIÊN

Những lời dự đoán vô tình về sự tan rã của châu Âu và đồng euro trên đây cho thấy rõ ràng, chúng ta đang chứng kiến lòng tôn kính và sùng bái dành cho một dự án được khởi động từ 1200 năm về trước. Khi nhìn thật xa vào một lịch lặp đi lặp lại chính nó, chúng ta sẽ hiểu tại sao euro lại là đồng tiền mạnh nhất thế giới. Ngày nay, đồng euro đang áp ủ chờ thời, thêm một mối đe dọa nữa đối với quyền bá chủ của đồng đô-la.

Châu Âu đã hợp nhất từ trước: Không phải toàn bộ châu Âu trên khía cạnh địa lý, nhưng đủ để hình thành nên một chính thể châu Âu riêng biệt, đối lập với một thành phố, một lãnh thổ hay một quốc gia đơn lẻ trong một khu vực được gọi là châu Âu. Liên minh này nổi lên trong thời Đế quốc Frankish của Charlemagne, hay còn gọi là Frankenreich, hồi đầu thế kỷ thứ IV. Những điểm tương đồng giữa đế chế của Charlemagne với châu Âu thế kỷ 21 rất rõ ràng và có thể giúp ích cho những ai đang phải vật lộn để hiểu được động năng của châu Âu ngày nay, nhất là người Mỹ.

Trong khi nhiều người tập trung vào sự phân chia, quốc tịch và các nền văn hóa riêng biệt bên trong châu Âu thì một nhóm nhỏ các nhà lãnh đạo, với sự ủng hộ của người dân nước họ, vẫn tiếp tục công cuộc thống nhất châu Âu



vốn đã bắt đầu từ đồng tro tàn của Chiến tranh Thế giới lần thứ hai. “*Thống nhất trong sự đa dạng*” (United in diversity) là khẩu hiệu chính thức của Liên minh châu Âu, và từ “thống nhất” ở đây thường bị các nhà phê bình và những người hoài nghi về một kế hoạch chính trị xem nhẹ, tính đến nay đã tồn tại được tám thập kỷ. Thị trường rất quyền lực, nhưng chính trường còn quyền lực hơn, và sự thật này đang dần dần trở nên dễ thấy hơn trên các sàn giao dịch ở London, New York và Tokyo. Bất chấp những khiếm khuyết và khủng hoảng, châu Âu và đồng tiền chung của nó, đồng euro, vẫn nhất định trụ vững.

Charlemagne – tín đồ Cơ-đốc giáo kế thừa ngôi vị hoàng đế La Mã vào cuối thế kỷ thứ VIII, đầu thế kỷ thứ IX – là hoàng đế đầu tiên ở phương Tây kể từ sau khi Đế chế La Mã phương Tây sụp đổ vào năm 476 trước Công nguyên. Đế chế La Mã không phải là đế chế châu Âu mà chỉ là đế chế Địa Trung Hải, mặc dù nó mở rộng từ thủ đô Roman cho đến các vùng lãnh thổ mà ngày nay là Tây Ban Nha, Pháp và cả Anh. Charlemagne là hoàng đế đầu tiên sáp nhập các phần của Đức, Hà Lan, Cộng hòa Séc ngày nay với ba vùng lãnh thổ nói trên và Ý để hình thành nên một chính thể thống nhất với các biên giới địa lý giống châu Âu hiện nay. Charlemagne được các nhà truyền giáo và giáo dân gọi là “*pater Europae*” – Cha đẻ của châu Âu.



Charlemagne không chỉ là một vị vua và một kẻ chinh phạt. Ông đề cao cả chữ nghĩa lẫn học thuật và nghệ thuật. Ông đã thành lập một hội đồng ở Aachen, quy tụ những bộ óc ưu tú nhất của thời kỳ đầu Trung Cổ như Thánh Alcuin of York, người được Einhard – người sống cùng thời với Charlemagne và viết tiểu sử cho vị hoàng đế này – nhắc đến như là “nhân vật lỗi lạc nhất thế gian”. Những thành tựu của Charlemagne và hội đồng mà ông lập ra trong lĩnh vực giáo dục, nghệ thuật và kiến trúc đã khai sinh ra một giai đoạn mà các nhà sử học gọi là phong trào Phục hưng Carolingian – phong trào đã làm bùng lên ánh hào quang kết thúc một kỷ nguyên dài tăm tối. Điều quan trọng là Charlemagne hiểu được tầm quan trọng của sự thống nhất xuyên suốt đế chế của mình, như vậy sẽ dễ quản lý, dễ giao tiếp và giao thương hơn. Ông là người đỡ đầu cho việc thống nhất chữ viết Carolingina, thứ đã thay thế vô số hình thức văn bản vốn đã phát triển ở khắp các vùng miền khác nhau của châu Âu, đồng thời lập ra các hình thức quản lý và quân sự để tạo mối ràng buộc giữa các nền văn hóa khác nhau mà mình đã chinh phục, gắn kết tất cả thành một vương quốc.

Mặc dù theo đuổi mục tiêu thống nhất đế quốc nhưng Charlemagne không bỏ qua sự bền vững. Ông ủng hộ sự đa dạng nếu nó hỗ trợ cho những mục tiêu lớn hơn liên quan đến giáo dục và tôn giáo. Ông khuyến khích việc các giáo sĩ sử dụng ngôn ngữ riêng của La Mã và Đức, phương



pháp sau này bị Nhà thờ Công giáo nghiêm cấm (mãi đến năm 1965 mới được Cộng đồng Vatican II phục hồi một cách muôn màng). Ông chấp nhận để những kẻ thù mà mình chinh phạt giữ vai trò như các nước chư hầu, thay vì phá hủy văn hóa và thể chế của họ. Nhìn vào những khía cạnh này, chúng ta có thể thấy Charlemagne đã đi theo một chính sách mà ngày nay Liên minh châu Âu gọi là *bổ trợ* (subsidiarity). Theo đó nguyên tắc thống nhất chỉ nên áp dụng ở những nơi cần thiết để phục vụ một lợi ích lớn lao hơn, còn lại nên tôn trọng và duy trì luật lệ, truyền thống của các địa phương.

Những biện pháp cải cách tiền tệ của Charlemagne cũng có vẻ giống với Ngân hàng Trung ương châu Âu. Trước thời của Charlemagne, bản vị tiền tệ của châu Âu là một *sou* vàng, bắt nguồn từ từ *solidus* (trong tiếng La-tinh có nghĩa là “chất rắn”). *Sou* là đồng xu bằng vàng được sử dụng làm đơn vị tiền tệ của Đế quốc Đông La Mã Byzantine của Hoàng đế Constantine I vào năm 312 sau Công nguyên. Từ thời cổ đại, vàng đã được khai thác ở các mỏ gần thượng nguồn sông Nile và Anatolia rồi cung cấp cho Đế quốc La Mã. Tuy nhiên, sự trỗi dậy của Hồi giáo trong thế kỷ thứ VII và việc mất một phần của Ý vào tay Đế quốc Đông La Mã, đã chặn đứng các tuyến đường giao thương giữa Đông và Tây, gây ra tình trạng thiếu vàng, và tiền tệ bị thắt chặt ở đế quốc phía Tây của Charlemagne. Ông nghĩ ra hình thức



đầu tiên của công cụ *nới lỏng tiền tệ* (quantitative easing) với việc chuyển đổi sang một bản vị bạc, vì ở phía Tây, bạc dồi dào hơn vàng rất nhiều. Ông cũng nghĩ ra một loại tiền tệ duy nhất để đo lường cả tiền bạc và trọng lượng: đồng *livre carolingienne*, tương đương với một pound bạc và đồng tiền của đế quốc là đồng *denire*, bằng 1/20 sou. Với cung tiền tăng lên và chế độ tiền tệ được tiêu chuẩn hóa, cùng nhiều biện pháp cải cách khác, tình hình giao thương phát triển mạnh mẽ trong thời đại của Đế chế Frank.

Sau khi Charlemagne qua đời vào năm 814 sau Công nguyên, đế chế của ông chỉ tồn tại được thêm 74 năm. Ban đầu, vương quốc được phân chia làm ba phần, mỗi phần trao cho một người con trai của Charlemagne. Nhưng vì nhiều lý do, người trị vì chết sớm, người kế vị không hợp pháp, cuộc chiến tranh giành trong hoàng tộc và chính sách bang giao thất bại khiến đế chế thoái trào rồi kết thúc vào năm 887. Tuy nhiên, Đế chế Frank đã thiết lập những nền móng chính trị cho nước Pháp và nước Đức hiện đại. Di sản của đế chế này tồn tại cho đến khi Đế quốc La Mã Thần thánh ra đời và Otto I lên ngôi vào năm 962. Đế quốc Đầu tiên (The First Reich) này tồn tại qua tám thế kỷ, cho đến khi bị Napoleon giải thể vào năm 1806. Bằng việc hồi sinh chính thể La Mã và thúc đẩy khoa học, nghệ thuật, Charlemagne và vương quốc của ông là cầu nối quan trọng nhất giữa La Mã cổ đại và châu Âu hiện đại.



Tuy nhiên, bất chấp những định chế của Đế quốc La Mã thần thánh, một thiên niên kỷ sau triều đại Charlemagne có thể được xem như cuốn biên niên sử chỉ toàn cướp bóc, chiến tranh và chinh phạt, cùng những đợt thanh trừng tôn giáo, sắc tộc rời rạc. Ba thế kỷ từ năm 900 đến năm 1100 được đánh dấu bởi những cuộc tấn công xâm lược của người Viking và hậu duệ người Norman của họ. Từ năm 1100 đến 1300 là giai đoạn của những cuộc Thập tự chinh bên ngoài lãnh thổ và chiến tranh trượng nghĩa ở châu Âu. Thế kỷ XIV chứng kiến đại dịch Cái chết đen, làm chết khoảng 1/3 đến 1/2 dân số châu Âu. Nhưng kỷ nguyên đẫm máu nhất bắt đầu với phong trào Cải cách Kháng cách hay còn gọi là Phản Cải cách (Counter-Reformation) vào năm 1545. Những cuộc chiến học thuật giữa phe Tân giáo và phe Công giáo biến thành bạo lực trong Chiến tranh Tôn giáo Pháp từ năm 1562 đến năm 1598, rồi leo thang đến đỉnh điểm trong Chiến tranh Ba mươi năm từ 1618 đến 1648 – một cuộc chiến trên toàn châu Âu thời kỳ đầu hiện đại, trong đó không chỉ các lực lượng quân sự mà cả dân thường và các mục tiêu phi quân sự cũng bị thiệt mạng và tàn phá.

Tình hình bi thảm và phi nhân tính của giai đoạn này được tóm lược trong đoạn mô tả về cuộc bao vây Sancerre vào năm 1572. Người dân nơi đây đói đến nỗi họ phải ăn cả lửa, la, ngựa, chó, mèo của mình. Rồi họ ăn tới da thú và



các tài liệu bằng da. Lauro Martines trích dẫn lời của Jean de Léry, một nhà văn sống trong thời đại đó, kể lại cả câu chuyện ăn thịt đồng loại mà ông đã chứng kiến...

Tiếp theo chuỗi sự kiện đẫm máu này là những cuộc chiến của Louis XIV kéo dài liên tục từ năm 1667 đến năm 1714, trong đó Thái Dương vương theo đuổi một chính sách chinh phạt nhằm thống nhất lại nước Pháp với lãnh thổ như thời Charlemagne.

Thời kỳ loạn lạc, chém giết lẫn nhau ở châu Âu tiếp tục với Chiến tranh Bảy năm (1756 - 1763), những cuộc chiến của Napoleon (1803 - 1815), Chiến tranh Pháp - Phổ (1870 - 1871), Chiến tranh thế giới thứ I, Chiến tranh thế giới thứ II và cuộc thảm sát Holocaust. Đến năm 1946, châu Âu kiệt quệ cả về tinh thần lẫn vật chất, đứng nhìn lại quá khứ với tất cả sự ghê tởm và kinh hoàng dành cho những “trái đắng” của chủ nghĩa dân tộc, chủ nghĩa yêu nước, phân chia tôn giáo và chủ nghĩa bài Do Thái.

Pháp tham gia vào tất cả những cuộc chiến kể trên, và xung đột Pháp - Đức chính là tâm điểm của ba cuộc chiến gần nhất vào các năm 1870, 1914 và 1939, tất cả diễn ra trong 70 năm, trọn một đời người. Sau Chiến tranh Thế giới II, trong khi Vương quốc Anh vật lộn với thoái trào của Đế chế Anh, mối quan hệ đồng minh Mỹ - Liên Xô cũng tan rã sau Bức màn sắt và Chiến tranh Lạnh thì các chính khách, chuyên gia kinh tế và học giả ở châu Âu lại đứng



trước câu hỏi: Làm thế nào để tránh được một cuộc chiến nữa giữa Pháp và Đức?



CHÂU ÂU MỚI

Bước đầu tiên để tiến đến một châu Âu thống nhất được thực hiện năm 1948 với Hội nghị La Haye, trong đó các học giả, chuyên gia và chính trị gia từ cả cánh tả và cánh hữu cùng tham gia một cuộc tranh luận sâu rộng về tiềm năng xây dựng một liên minh kinh tế và chính trị ở châu Âu. Winston Churchill, Konrad Adenauer và François Mitterrand là ba trong số rất nhiều nhân vật có mặt tại hội nghị. Tiếp đến, năm 1949, trường College of Europe được thành lập. Đây là ngôi trường danh tiếng đào tạo sau Đại học với mục tiêu là thúc đẩy sự đoàn kết giữa các quốc gia Tây Âu và đào tạo chuyên gia để thực thi sứ mệnh đó. Đằng sau cả Hội nghị La Haye lẫn College of Europe là bốn chính khách: Paul-Henri Spaak, Robert Schuman, Jean Monnet và Alcide De Gasperi.

Tầm nhìn ưu tú của những nhà lãnh đạo này là sự hội nhập kinh tế sẽ dẫn đến sự hội nhập chính trị, từ đó biến chiến tranh trở thành lỗi thời, nếu không muốn nói là không thể xảy ra.

Bước đi vững chắc đầu tiên trong quá trình hợp nhất kinh tế là Cộng đồng Than và Thép châu Âu (European Coal



and Steel Community - ECSC) được thành lập năm 1952. Sáu thành viên ban đầu của cộng đồng này là Pháp, Tây Đức, Ý, Bỉ, Luxembourg và Hà Lan. ECSC là một thị trường chung cho than và thép, hai trong số những ngành công nghiệp lớn nhất ở châu Âu lúc bấy giờ. Năm 1957, hai cộng đồng nữa ra đời: Cộng đồng Năng lượng Nguyên tử châu Âu (European Atomic Energy Community - Euratom) tập trung phát triển ngành năng lượng hạt nhân ở châu Âu và Cộng đồng Kinh tế châu Âu (European Economic Community - EEC) do Hiệp ước Rome sáng lập, nhằm xây dựng một thị trường chung cho hàng hóa và dịch vụ ngoài than và thép ở châu Âu.

Năm 1967, Hiệp ước Merger hợp nhất ECSC, Euratom và EEC dưới cái tên Các cộng đồng châu Âu (European Communities - EC). Năm 1992, Hiệp ước Maastricht ghi nhận EC là một trong “ba trụ cột” của một Liên minh châu Âu (European Union - EU) mới, bên cạnh Hợp tác Tư pháp và Cảnh sát về vấn đề Tội phạm (Police and Judicial Cooperation), và Chính sách đối ngoại và An ninh chung (Common Foreign and Security Policy - CFSP), đóng vai trò như những đại diện của EU mới trước toàn thế giới. Cuối cùng, vào năm 2009, Hiệp ước Lisbon sáp nhập ba trụ cột này thành một chủ thể duy nhất là Liên minh Châu Âu và bầu ra một Chủ tịch Hội đồng Châu Âu để chỉ đạo các mục tiêu và chính sách chung.



Bên cạnh việc hội nhập kinh tế và chính trị là những nỗ lực tham vọng không kém để hội nhập tiền tệ. Hạt nhân của liên minh tiền tệ là Ngân hàng Trung ương Châu Âu (European Central Bank - ECB), được hoạch định trong Hiệp ước Maastricht 1992 và thành lập hợp pháp vào năm 1998 sau Hiệp ước Amsterdam. ECB phát hành đồng euro, tiền tệ duy nhất của 18 quốc gia là thành viên của khu vực đồng euro. ECB điều hành các chính sách tiền tệ với một tôn chỉ duy nhất là duy trì sự ổn định giá cả trong khu vực đồng euro. Nó cũng giao dịch trên các thị trường ngoại hối khi cần thiết để điều chỉnh giá trị của đồng euro trong tương quan với những loại tiền tệ khác. ECB quản lý dự trữ ngoại hối của 18 ngân hàng trung ương quốc gia trong khu vực đồng euro và vận hành TARGET 2 – nền tảng thanh toán chung giữa những ngân hàng này.

Hiện tại, biểu tượng hữu hình và dễ thấy nhất của châu Âu là đồng euro. Mấy trăm triệu người châu Âu đang hàng ngày sở hữu, trao đổi, nhận hoặc tiết kiệm euro, và nó cũng là cơ sở cho hàng nghìn tỉ euro trong các giao dịch được thực hiện bởi hàng chục triệu người khác trên khắp thế giới. Cuối năm 2014, ECB sẽ chuyển vào tòa nhà trụ sở mới cao gần 200m ở phía Đông Frankfurt¹¹. Tòa nhà này chính là biểu tượng cho sự trường tồn và vĩ đại của ECB lẫn đồng euro.

¹¹ Cuốn sách này được xuất bản vào tháng 4 năm 2014.



Nhiều chuyên gia phân tích thị trường, đặc biệt là các chuyên gia của Mỹ, tiếp cận châu Âu và đồng euro qua lăng kính của lý thuyết thị trường hiệu quả và các mô hình tài chính tiêu chuẩn, nhưng lại hầu như không quan tâm gì đến lịch sử của nó. Những vấn đề về cấu trúc thực sự đang tồn tại, và các nhà phân tích đã đúng khi chỉ ra điều đó. Một số giải pháp mà những người như Paul Krugman và Joseph Stiglitz – hai chủ nhân của giải Nobel – đưa ra, trong đó họ cho rằng các quốc gia như Tây Ban Nha và Hy Lạp nên ra khỏi khu vực đồng euro, quay về sử dụng đồng tiền riêng của mình và hạ giá đồng tiền xuống để cải thiện khả năng cạnh tranh trên thị trường xuất khẩu, là khá hơi hợt vì chúng đã bỏ qua việc ban đầu những quốc gia này đã chuyển đổi sang đồng euro như thế nào.

Người Ý và người Hy Lạp thừa hiểu rằng việc đồng tiền nước họ không ngừng giảm giá như đã xảy ra trong quá khứ chẳng qua chỉ là một hình thức lấy danh nghĩa nhà nước để móc trộm từ tài khoản của người gửi tiết kiệm và các doanh nghiệp nhỏ vì lợi ích của các ngân hàng và thành phần tinh hoa đã biết rõ việc này. Việc ăn cắp bằng cách hạ giá đồng tiền cũng chẳng khác gì việc ăn cắp bằng cướp bóc và chiến tranh mà người châu Âu đã cố gắng triệt tiêu bằng cách xây dựng nên toàn bộ dự án liên minh này. Người châu Âu thấy rằng thay vì giảm giá đồng tiền thì có những lựa chọn tốt hơn nhiều để tăng khả năng cạnh tranh. Sức mạnh của tầm nhìn này đã được xác nhận bằng thực tế là phe ủng



hộ đồng tiền chung euro chiếm ưu thế tuyệt đối trong mọi cuộc trưng cầu dân ý hay bầu cử dân chủ, tương tự với quan điểm ủng hộ đồng euro trong các kết quả khảo sát và thăm dò ý kiến.

Ngày nay, những chính sách thống nhất sáng suốt của Charlemagne, song song với việc vẫn duy trì lễ thói, luật lệ riêng của mỗi quốc gia, đang tồn tại trong nguyên tắc phụ trợ của EU. Khẩu hiệu “Thống nhất trong sự đa dạng” của Liên minh Châu Âu hiện đại có lẽ cũng là khẩu hiệu của đế chế mà Charlemagne đã xây dựng năm xưa.



TỪ BRETTON WOODS ĐẾN BẮC KINH

Dự án euro là một phần của hệ thống tiền tệ quốc tế rộng lớn hơn. Bản thân hệ thống này lại phụ thuộc vào những sức ép đáng kể và sự cải cách định kỳ. Kể từ Chiến tranh Thế giới II, hệ thống đã trải qua nhiều giai đoạn: Bretton Woods, Đồng thuận Washington (Washington Consensus) và Đồng thuận Bắc Kinh (Beijing Consensus). Cả ba cụm từ này đều là cách tóm gọn của nhiều quy tắc ứng xử chung, hay còn gọi là *luật chơi*, trong tài chính quốc tế.

Đồng thuận Washington được thiết lập sau sự sụp đổ của hệ thống tiền tệ quốc tế Bretton Woods vào cuối thập niên 1970. Từ năm 1980 đến năm 1983, Bretton Woods được vực dậy nhờ việc Paul Volcker tăng lãi suất, Ronald



Reagan giảm thuế, và họ hợp tác với nhau để xây dựng chính sách đồng đô-la ổn định, hay còn gọi là chính sách King Dollar. Sự kết hợp giữa lãi suất cao hơn, thuế thấp hơn và các quy định được nới lỏng hơn đã biến Mỹ trở thành thỏi nam châm thu hút tiền tiết kiệm từ khắp thế giới, do đó cứu đồng đô-la khỏi sự sụp đổ. Đến năm 1985, đồng đô-la mạnh đến nỗi một hội nghị quốc tế đã được tổ chức ở Khách sạn Plaza, New York để tìm cách giảm bớt giá trị của nó. Năm 1987, một hội nghị tiền tệ quốc tế khác lại diễn ra ở cung điện Louvre, Paris để chính thức bình ổn tỉ giá hối đoái. Hiệp ước Plaza và Hiệp ước Louvre củng cố chế độ bản vị đô-la mới, nhưng hệ thống tiền tệ quốc tế Bretton Woods vẫn chỉ mang tính đối phó và luôn tìm kiếm một hệ nguyên tắc chặt chẽ hơn.

Năm 1989, nhà kinh tế học John Williamson đã tìm ra chất keo còn thiếu cho chế độ bản vị đô-la mới. Trong nghiên cứu mang tính bước ngoặt *What Washington Means by Policy Reform* (Washington muốn nói gì qua những cải cách chính sách), Williamson mô tả “Đồng thuận Washington” như bước đi có lợi cho các quốc gia khác trong thế giới của chế độ bản vị đô-la mới. Điều này được Williamson thể hiện rõ trong phần mở đầu:

Không có tuyên bố nào về cách giải quyết cuộc khủng hoảng nợ lại kết thúc mà thiếu lời kêu gọi các con nợ thực hiện phần nghĩa vụ bằng cách “đưa tổ chức của mình vào khuôn khổ”, “tiến hành cải cách chính sách” hoặc “áp dụng những điều kiện



chặt chẽ”. Câu hỏi được đưa ra trong nghiên cứu này là những cụm từ đó có ý nghĩa gì, đặc biệt là nhìn chung, chúng được diễn giải như thế nào khi áp dụng với Washington...

Washington được nhắc đến trong này là cả Washington về mặt chính trị của Quốc hội và bộ máy hành chính lẫn Washington về mặt kỹ trị của các định chế tài chính quốc tế, các cơ quan kinh tế của Chính phủ, Ban giám đốc Cục Dự trữ Liên bang, lẫn các viện nghiên cứu chính sách của Mỹ.

Thật khó có thể hình dung ra một tuyên bố thiếu sắc bén hơn thế về sự thống trị của đồng đô-la trên toàn cầu xuất phát từ Washington, D.C. Việc không hề nhắc đến bất kỳ quốc gia nào khác ngoài Mỹ, hay bất kỳ định chế tài chính nào khác ngoài những định chế do Mỹ kiểm soát, đã nói lên tình hình tài chính quốc tế trong năm 1989 và những năm sau đó.

Williamson tiếp tục mô tả điều mà Washington muốn nói khi yêu cầu các con nợ phải “đưa tổ chức của mình vào khuôn khổ”. Ông đặt ra tới 4 trong số 10 chính sách hình thành nên Đồng thuận Washington. Những chính sách này bao gồm các sáng kiến chung như kỷ luật tài khóa, hủy bỏ các khoản trợ cấp lãng phí, giảm thuế, tăng lãi suất thực, mở cửa cho đầu tư nước ngoài, bãi bỏ các quy định và bảo vệ quyền tài sản. Ai cũng có thể thấy rằng những chính sách này có ủng hộ chủ nghĩa tư bản thị trường tự do, thúc đẩy các ngân hàng và tập đoàn của Mỹ mở rộng ra toàn cầu.



Đến đầu những năm 2000, Đồng thuận Washington tan rã do các nền kinh tế thị trường mới nổi trỗi dậy và trong mắt họ, việc để đồng đô-la làm “bá chủ” chính là đang làm lợi cho Mỹ bằng những thiệt hại mà họ phải gánh chịu. Cách nhìn này được nhấn mạnh bởi phản ứng của IMF trước cuộc khủng hoảng tài chính ở châu Á 1997-1998, trong đó những kế hoạch nghiêm khắc của IMF cuối cùng đã dẫn đến bạo động và đổ máu ở hai thành phố Jakarta và Seoul.

Việc Washington không thể tuân thủ những nguyên tắc tài khóa do chính họ đặt ra, cộng với việc các nền kinh tế châu Á tăng trưởng ngày càng mạnh hơn sau năm 1999, đã mở đường cho Đồng thuận Bắc Kinh ra đời để thay thế cho Đồng thuận Washington. Đồng thuận Bắc Kinh có nhiều phiên bản gây tranh cãi và thiếu sự nhất quán về lý trí mà Williamson đã đem lại cho Đồng thuận Washington. Tác giả Joshua Cooper Ramo được ghi nhận là người đã phổ biến thuật ngữ *Đồng thuận Bắc Kinh* với một bài báo năm 2004 về chủ đề này. Phân tích của Ramo mặc dù nguyên bản và đầy khiêu khích, nhưng vẫn thừa nhận một cách công bằng rằng định nghĩa của Đồng thuận Bắc Kinh khá bất định: “Đồng thuận Bắc Kinh... linh hoạt đến mức khó có thể xếp loại nó là một học thuyết.”

Bất chấp vô số yếu tố kinh tế được gom hết vào để tạo nên Đồng thuận Bắc Kinh, đóng góp quan trọng nhất của Ramo về mặt phân tích là việc nhận ra rằng mô hình kinh



tế mới này không chỉ nói về kinh tế, mà cơ bản nó liên quan đến cả địa chính trị. Năm 2012, John Williamson đã mở rộng phân tích này của Ramo bằng cách định nghĩa năm trụ cột của Đồng thuận Bắc Kinh là: cải cách tiệm tiến (incremental reform), cách tân đổi mới, định hướng tăng trưởng dựa vào xuất khẩu, chủ nghĩa tư bản nhà nước và chủ nghĩa chuyên chế.

Nhìn từ phía Trung Quốc, Đồng thuận Bắc Kinh là sự pha trộn lạ kỳ giữa chủ nghĩa trọng thương của Anh - Hà Lan ở thế kỷ VII và các chính sách phát triển Trường phái Mỹ ở thế kỷ IX của Alexander Hamilton. Theo cách diễn giải của Đảng Cộng sản Trung Quốc, nó bao gồm sự bảo hộ dành cho nền công nghiệp nội địa, định hướng tăng trưởng dựa vào xuất khẩu và tích lũy dự trữ quy mô khổng lồ.

Các nhà hoạch định chính sách vừa định nghĩa được Đồng thuận Bắc Kinh là gì thì nó đã bắt đầu tan rã do những mâu thuẫn nội bộ và sự sai lệch khỏi mô hình trọng thương ban đầu. Trung Quốc sử dụng chủ nghĩa bảo hộ để hỗ trợ cho những ngành non trẻ như Hamilton đề xuất, nhưng họ không thể hỗ trợ khả năng cạnh tranh nội địa như Hamilton yêu cầu. Hamilton sử dụng chủ nghĩa bảo hộ để cho các ngành công nghiệp mới thêm thời gian phát triển, nhưng ông dựa vào cạnh tranh để buộc chúng phải lớn mạnh hơn, dần dần tự mình đứng vững trên thương trường quốc tế. Ngược lại, giới tinh hoa Trung Quốc lại bao



bọc các “tập đoàn mũi nhọn quốc gia” của mình đến mức hầu hết những doanh nghiệp này không thể cạnh tranh toàn cầu nếu thiếu các khoản trợ cấp của nhà nước. Đến năm 2012, những khiếm khuyết và hạn chế của Đồng thuận Bắc Kinh đã quá rõ ràng, mặc dù những chính sách của nó vẫn được thực thi rộng rãi.



ĐỒNG THUẬN BERLIN

Năm 2012, một Đồng thuận Berlin mới được hình thành từ đồng tro tàn của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 và những cuộc khủng hoảng nợ công ở châu Âu giai đoạn 2010 - 2011. Đồng thuận Berlin không hề nuôi kỳ vọng trở thành một mô hình tăng trưởng kinh tế phù hợp với mọi quốc gia trên thế giới. Nó được thiết kế dành riêng cho châu Âu và những định chế liên quan ở châu Âu, cũng như khu vực đồng euro. Cụ thể, nó bắt buộc các nước yếu hơn ở châu Âu phải áp dụng mô hình thành công của Đức thông qua sự thỏa hiệp giữa Brussels và ECB. Thủ tướng Đức, bà Angela Merkel, đã tóm tắt những nỗ lực của mình trong khẩu hiệu “Mở rộng châu Âu” (More Europe), nhưng chính xác hơn thì dự án này chủ yếu liên quan đến nước Đức. Đồng thuận Berlin không thể được triển khai toàn diện nếu thiếu những điều chỉnh về mặt cơ cấu để giúp các nước yếu trong khu vực dễ tiếp nhận và thực hành mô hình của Đức.



Theo quan điểm của Đức và sự áp dụng với khu vực đồng euro, Đồng thuận Berlin bao gồm bảy trụ cột:

- Khuyến khích xuất khẩu thông qua cách tân và công nghệ;
- Giảm thuế suất của doanh nghiệp;
- Giảm lạm phát;
- Đầu tư vào hạ tầng sản xuất;
- Quan hệ người lao động - người sử dụng lao động mang tính hợp tác cao hơn;
- Khả năng cạnh tranh trên thị trường quốc tế của chi phí tính trên mỗi đơn vị lao động và khả năng di chuyển của người lao động (labor mobility);
- Môi trường kinh doanh lành mạnh, tích cực.

Mỗi trụ cột trên đều có nhiều chính sách đi kèm để đạt được những mục tiêu cụ thể và tăng trưởng liên tục. Đến lượt mình, những chính sách này lại giả định trước về những khoản dàn xếp tiền tệ nhất định. Trung tâm của Đồng thuận Berlin là sự nhận thức rằng con đường tốt nhất để tăng trưởng không phải vay nợ và tiêu dùng, mà là tiền tiết kiệm và thương mại.

Hãy xem xét riêng từng yếu tố của Đồng thuận Berlin, chẳng hạn như yếu tố bắt đầu bằng sự nhấn mạnh vào hoạt



động cách tân và công nghệ như chìa khóa cho một khu vực xuất khẩu vững mạnh. Để làm rõ quan điểm này, chúng ta có thể nhìn vào những công ty của Đức như SAP, Siemens, Volkswagen, Daimler và nhiều công ty khác. Tổ chức Sở hữu Trí tuệ Thế giới (World Intellectual Property Organization - WIPO) báo cáo rằng trong năm 2012, có 6 trong số 10 đơn vị nộp đơn đăng ký bảo hộ thương hiệu quốc tế là thành viên EU. Trong số 118.112 đơn đăng ký được nộp theo Hiệp ước Hợp tác Bản quyền WIPO năm 2011, có 27,5% đến từ các thành viên EU, 26,8% đến từ Mỹ và 9,0% đến từ Trung Quốc. Những thành tựu của EU trong lĩnh vực giáo dục đại học, nghiên cứu căn bản và sở hữu trí tuệ giờ đây có thể sánh ngang với Mỹ và vượt xa Trung Quốc.

Sở hữu trí tuệ sẽ đưa tăng trưởng kinh tế đến mức mà các doanh nghiệp có thể tận dụng nó để tạo ra sản phẩm có giá trị gia tăng. Để doanh nghiệp có khả năng điều chỉnh năng suất thông qua sáng kiến cách tân, đổi mới thì yếu tố cốt lõi là *thuế suất doanh nghiệp thấp*. Thuế suất theo luật định là một chỉ dẫn chưa hoàn hảo vì chúng có thể cao hơn thuế suất mà thực tế doanh nghiệp phải trả do các khoản trợ cấp khấu hao, khấu trừ và tín dụng. Tuy nhiên, thuế suất theo luật định là xuất phát điểm tốt cho việc phân tích. Một lần nữa, châu Âu lại “chiến thắng”. Thuế suất doanh nghiệp bình quân ở châu Âu là 20,67%, so với 40% ở Mỹ và 25% ở Trung Quốc, nếu cộng cả thuế thu nhập của địa phương với thuế của nhà nước. Các tập đoàn ở EU chủ yếu



đóng thuế cho nhà nước, có nghĩa là thuế được đóng cho nước chủ nhà chỉ dựa trên lợi nhuận thu được tại nước đó, trái ngược với hệ thống tính thuế toàn cầu của Mỹ, trong đó một doanh nghiệp của Mỹ phải đóng thuế cho cả lợi nhuận thu được trong nước lẫn nước ngoài.

Cả EU và Mỹ đều tìm ra cách duy trì mức *tỉ lệ lạm phát thấp* trong những năm gần đây, nhưng châu Âu làm được điều này với số tiền in thêm thấp hơn đáng kể và không cần kiểm soát đường cong lợi tức nhiều, có nghĩa là họ giảm được tiềm năng xảy ra lạm phát trong tương lai dựa trên những thay đổi trong tốc độ quay vòng của đồng tiền. Ngược lại, Trung Quốc đã và đang gặp phải vấn đề dai dẳng với lạm phát do những nỗ lực của họ nhằm “hấp thụ” nguồn tiền mà Cục Dự trữ Liên bang in ra để duy trì một cái chốt giữa đồng nhân dân tệ và đồng đô-la. Trong ba khu vực kinh tế lớn nhất, EU sở hữu thành tích kiểm soát lạm phát tốt nhất, trong cả những thời kỳ gần đây lẫn viễn cảnh sắp tới.

Cách tiếp cận của EU với hoạt động *đầu tư vào hạ tầng* đưa đến những khoản đầu tư chất lượng cao và hiệu suất lớn hơn nhiều so với ở Mỹ hay Trung Quốc. Vì các dự án hạ tầng lớn ở châu Âu thường liên quan đến sự hợp tác giữa nhiều quốc gia nên chúng có xu hướng hợp lý hơn về mặt kinh tế và ít phụ thuộc hơn vào sức ép chính trị. Ví dụ điển hình là Đường hầm Gotthard, mở cửa vào năm 2016, có chiều dài khoảng 57 km, xuyên qua bên dưới dãy Alps ở Thụy Sĩ khoảng 3.000 mét. Đây là đường hầm dài nhất thế



giới và có thể sánh ngang với Kênh đào Panama và kênh đào Suez, trở thành một thành tựu đáng ghi vào sử sách nhân loại trong việc sử dụng những tiến bộ khoa học kỹ thuật trong lĩnh vực hạ tầng giao thông để làm lợi cho thương mại. Mặc dù nằm hoàn toàn trong lãnh thổ của Thụy Sĩ, nhưng Đường hầm Gotthard là một mắt xích trọng yếu trong mạng lưới vận tải đường sắt tốc độ cao quy mô toàn châu Âu.

Về phần hành khách, đường hầm giúp họ rút ngắn 1 giờ di chuyển, so với 3 tiếng 45 phút như trước từ Milan đến Zurich. Về phần vận tải đường sắt, đường hầm tăng tải trọng hàng năm qua Gotthard Pass thêm 250%, từ 20 triệu tấn hiện tại lên mức 50 triệu tấn. Đường hầm Gotthard nối liền rất nhiều hành lang đường sắt tốc độ cao được điều phối bởi mạng lưới đường sắt tốc độ cao Trans-European của EU, gọi là TEN-R. Nếu nói về lợi ích dài hạn thì những dự án trên, cùng với nhiều dự án hạ tầng tương tự ở châu Âu, hoạt động hiệu quả hơn nhiều so với các thành phố ma ở Trung Quốc và những dự án đầu tư lãng phí của Mỹ như nhà máy sản xuất pin mặt trời Solyndra và nhà máy sản xuất xe hơi chạy bằng điện Fisker, cả hai đều đã đệ đơn xin phá sản.

Mitbestimmung – mô hình hợp tác quản lý lao động của Đức áp dụng cho các doanh nghiệp lớn – là hình thức nhiều bên cùng quyết định đã được áp dụng từ cuối Chiến tranh Thế giới II. Nó được mở rộng đáng kể trong năm 1976 do



quy định yêu cầu các đại biểu của người lao động phải được tham gia ban quản trị của bất kỳ tập đoàn nào có trên 500 nhân viên. Hình thức cùng quyết định không thay thế các công đoàn mà hỗ trợ họ bằng cách cho phép người lao động tham gia vào quá trình ra quyết định của doanh nghiệp một cách thường xuyên, liên tục hơn, bên cạnh những vụ bãi công ít ỏi và quy trình thương lượng tập thể lẻ tẻ, manh mún. Mô hình này chỉ áp dụng được với Đức, các thành viên khác của EU không thể sao chép. Điều quan trọng ở hình thức đồng quyết định không nằm ở bản thân mô hình, mà ở việc nó đã trở thành một “tấm gương” về cách để tăng năng suất và khả năng cạnh tranh cho các doanh nghiệp. Mô hình của Đức chứng tỏ sự vượt trội so với mô hình ở Trung Quốc, nơi người lao động hầu như không có quyền gì, và ở Mỹ, nơi mối quan hệ người lao động - ban giám đốc thường mang tính đối đầu hơn là hợp tác.

Trong số những trụ cột của Đồng thuận Berlin, cái khó triển khai toàn diện ở EU, đặc biệt ở các nước yếu, chính là vấn đề lao động hiệu quả, bao gồm *chi phí đơn vị lao động* (*unit labor cost*) *thấp hơn*. Chính sách ở đây là buộc phải thực hiện những điều chỉnh nội bộ thông qua việc hạ thấp mức tiền lương danh nghĩa tính bằng euro, thay vì điều chỉnh ở bên ngoài bằng cách hoặc là hạ giá đồng euro, hoặc là cấm sử dụng đồng euro để khuyến khích sử dụng đồng tiền quốc gia ở những nước như Hy Lạp hay Tây Ban Nha. Những người thuộc trường phái Keynes cho rằng tiền lương



“bất di bất dịch” và không thay đổi theo cung - cầu thông thường. Paul Krugman đã trình bày quan điểm của một người theo trường phái Keynes điển hình như sau:

Vậy nếu thực sự cung lao động dư thừa nhiều thì hẳn là chúng ta sẽ thấy tiền lương giảm mạnh?

Câu trả lời là không. Tiền lương (và giá cả nhiều dịch vụ, hàng hóa) không hoạt động như vậy. “Tại sao?” là một câu hỏi thú vị, nhưng thực tế đơn giản là việc giảm tiền lương danh nghĩa chỉ thực sự xảy ra khi có sức ép cực kỳ lớn, mà điều này khá hiếm hoi... Vì vậy, chẳng có lý do gì để tin rằng việc giảm lương sẽ hữu ích.

Cũng như phần lớn nội dung của chủ nghĩa Keynes, phân tích trên hợp lý nhất khi áp dụng cho trường hợp đặc biệt là lao động có tính đoàn kết cực kỳ cao trong các thị trường khép kín, chứ không đúng lắm với trường hợp lao động không liên kết trong những thị trường mở. Khi đề cập đến châu Âu, Krugman đã bỏ qua điểm quan trọng nhất này. Việc nhấn mạnh vào tiền lương cứng nhắc (sticky-wage) và cắt giảm tiền lương dựa trên giả định rằng người lao động đã có hoặc từng có việc làm. Ở Tây Ban Nha, Ý, Hy Lạp, Bồ Đào Nha, Pháp và bất cứ quốc gia nào khác, hàng triệu người trẻ có trình độ học vấn cao vẫn chưa tìm được công việc đầu tiên trong đời. Lực lượng lao động này không có một kỳ vọng cụ thể nào về việc nên kiếm được bao nhiêu tiền. Bất cứ công việc gì hứa hẹn điều kiện làm việc, chế



độ đào tạo và khả năng thăng tiến tốt đều được xem là hấp dẫn, ngay cả với mức lương mà một người lớn tuổi hơn có thể sẽ từ chối.

Phần thứ hai của trụ cột lao động hiệu quả trong Đồng thuận Berlin là *tính lưu động của lao động* (labor mobility). Từ năm 1961, Robert Mundell nêu bật tầm quan trọng của vấn đề này đối với một khu vực sử dụng một đơn vị tiền tệ duy nhất trong bài báo *A Theory of Optimum Currency Areas* (Một lý thuyết về các khu vực tiền tệ tối ưu):

Trong một khu vực tiền tệ bao gồm nhiều vùng miền sử dụng một đồng tiền duy nhất, lạm phát tăng dần vì các nhà chức trách trung ương sẵn sàng để tình trạng thất nghiệp xảy ra ở những vùng thiếu lao động. Thất nghiệp là điều không thể tránh khỏi, nếu các ngân hàng trung ương đồng ý rằng gánh nặng của việc thực hiện những điều chỉnh trên phạm vi quốc tế nên đặt lên vai những nước dư thừa lao động, nơi mà lạm phát sẽ tăng cho đến khi tình trạng thất nghiệp ở những nước thiếu lao động được giải quyết. Một khu vực tiền tệ không thể ngăn chặn cả thất nghiệp lẫn lạm phát xảy ra trong các nước thành viên của nó.

Mặc dù bài báo này được viết gần 40 năm trước khi đồng euro chính thức được sử dụng nhưng nó vẫn có ý nghĩa thực tiễn đối với khu vực đồng euro. Khi các điều khoản giao dịch bất lợi cho các nước yếu và có lợi cho Đức, thì hoặc là các nước yếu sẽ đối mặt với tình trạng thất nghiệp, hoặc



là Đức sẽ đối mặt với lạm phát, hoặc cả hai. Vì Đức gián tiếp kiểm soát ECB và rõ ràng là không chấp nhận lạm phát, nên tình trạng thất nghiệp gia tăng ở các nước yếu là không thể tránh khỏi.

Tuy nhiên, Mundell cũng chỉ ra rằng, giải pháp cho tình thế tiến thoái lưỡng nan này là tính lưu động của vốn và lao động qua các nước. Nếu vốn có thể di chuyển từ Đức sang Tây Ban Nha để tận dụng nguồn lao động dồi dào, hoặc nếu lao động có thể di chuyển từ Tây Ban Nha sang Đức để tận dụng được nguồn vốn dồi dào dưới hình thức nhà xưởng hoặc thiết bị, thì vấn đề thất nghiệp có thể được giải quyết mà không gây ra lạm phát. Đường lối và cách EU sử dụng đồng euro đã làm khả năng lưu động của vốn tăng lên rất nhiều. Tuy nhiên, về khả năng lưu động của lao động thì châu Âu vẫn bị tụt lại phía sau các quốc gia phát triển khác, một phần vì sự khác biệt ngôn ngữ và văn hóa giữa người dân các nước. Vấn đề này được ghi nhận rộng rãi, và EU đang thực hiện các bước để cải thiện điều này, nên tương lai phát triển sẽ tươi sáng hơn so với nhận định của nhiều nhà quan sát.

Điều này đưa phân tích tới thành phần cuối cùng của Đồng thuận Berlin – một *môi trường kinh doanh tích cực*. Cái mà các nhà kinh tế học gọi là tính bất định có hệ thống chính là một yếu tố tạo nên sự khác biệt căn bản giữa những đợt suy thoái yếu ớt kéo dài với những đợt suy thoái nghiêm trọng nhưng diễn ra trong thời gian ngắn. Sự không chắc



chấn trong chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa có thể tác động tiêu cực đến một nền kinh tế, như trường hợp của Mỹ suốt cuộc Đại suy thoái từ năm 1929 đến năm 1940, rồi lặp lại một lần nữa trong cuộc suy thoái bắt đầu năm 2007. Nhưng chính sách không thể thúc đẩy một nền kinh tế nếu các doanh nghiệp không sẵn sàng đầu tư vốn và tạo ra việc làm mới từ đó. Khi giai đoạn khủng hoảng của một cuộc suy thoái xuất phát từ khu vực tài chính qua đi, trở ngại lớn nhất đối với hoạt động đầu tư vốn là sự không chắc chắn về thể chế chính sách liên quan đến những vấn đề như thuế, y tế, quy định và các chi phí khác của hoạt động kinh doanh. Cả Mỹ và EU đều đang chịu đựng tình trạng bất định của chế độ. Đồng thuận Berlin được thiết kế nhằm xóa bỏ tình trạng này càng triệt để càng tốt, bằng cách đem lại sự ổn định về giá cả, đồng tiền vững mạnh, trách nhiệm tài khóa và sự đồng nhất trên khắp châu Âu trong các quy định quan trọng.

Một môi trường kinh doanh tích cực trở thành một thời nam châm hút vốn, không chỉ từ các doanh nghiệp và cá nhân trong nước mà cả ở nước ngoài. Điều này lại dẫn đến một tác nhân đóng góp mạnh mẽ vào sự tăng trưởng của EU, đó là nguồn vốn từ Trung Quốc. Khi Đồng thuận Bắc Kinh sụp đổ và nguồn vốn ở Trung Quốc tìm kiếm một miền đất mới, các nhà đầu tư Trung Quốc ngày càng quan tâm đến châu Âu. Các nhà lãnh đạo Trung Quốc nhận ra rằng, họ đã đầu tư quá tay vào tài sản tính bằng đồng đô-la



Mỹ. Họ cũng biết rằng mình không thể từ bỏ những tài sản này một cách nhanh chóng. Nhưng giờ đây họ có thể đầu tư nguồn dự trữ mới theo nhiều cách khác nhau, trong đó có tài sản định giá bằng đồng euro. Năm 2011, Trung Quốc không mặn mà gì với việc chống đỡ một Eurozone nhiều vấn đề. Nhưng hiện nay, khi EU đã ổn định, họ thấy rằng đồng euro là sự thay thế hấp dẫn cho tài sản định giá bằng đồng đô-la. Năm 2013, tờ *Washington Post* viết về hiện tượng này như sau:

Vì các công ty của Trung Quốc đã chuyển hướng đầu tư ra nước ngoài, họ càng ngày càng quan tâm đến châu Âu. Hai năm trở lại đây, vốn đầu tư trực tiếp từ Trung Quốc vào châu Âu tăng đột biến (hơn 20 tỉ đô-la) và bỏ xa số vốn họ đổ vào Hoa Kỳ (11 tỉ đô-la).

Tháng 7 năm 2013, tờ *Wall Street Journal* cho biết Cục quản lý Ngoại hối Nhà nước (State Administration for Foreign Exchange - SAFE) – cơ quan quản lý dự trữ của Trung Quốc, “đã sớm đầu tư vào trái phiếu do Quỹ Bình ổn Tài chính Châu Âu (European Financial Stability Fund) phát hành, và từ đó đến nay vẫn đều đặn đầu tư vào quỹ cứu trợ này.” Đồng euro vững mạnh là một yếu tố quan trọng hấp dẫn nguồn vốn đầu tư từ Trung Quốc, vì một đồng tiền ổn định sẽ giảm nhẹ rủi ro về tỉ giá hối đoái mà các nhà đầu tư phải gánh chịu. Quả thực, dòng vốn từ Trung Quốc đã hỗ trợ đồng euro khá nhiều – một ví dụ cho vòng lặp tích cực giữa một đồng tiền ổn định và dòng vốn.



Dòng vốn đổ về châu Âu tăng lên không chỉ nhờ vào Trung Quốc. Ngành công nghiệp thị trường tiền tệ của Mỹ cũng đã và đang đầu tư mạnh tay vào khu vực sử dụng đồng euro. Sau đợt các dòng vốn ồ ạt rút khỏi Mỹ vì khủng hoảng vào năm 2011, mười quỹ thị trường tiền tệ lớn nhất ở Mỹ gần như tăng gấp đôi vốn đầu tư vào Eurozone trong giai đoạn từ mùa hè 2012 đến đầu 2013.

Đồng thuận Berlin bắt nguồn từ châu Âu, dựa trên bảy trụ cột và nhận sự chỉ đạo từ cả Berlin và EU ở Brussels, nhằm giảm nhẹ cơn phần nộ trước sự thống trị về mặt kinh tế của Đức. Đồng thuận này được củng cố bởi bộ ba yếu tố: (i) công nghệ của Đức, (ii) lao động trẻ từ các nước yếu và (iii) vốn của Trung Quốc; đồng thời được “tiếp thêm sinh lực” từ (iv) sự kết hợp của tỉ lệ lạm phát thấp, (v) tiền tệ ổn định và (vi) lãi suất thực dương. Đồng thuận Berlin mới có tiềm năng tái lập *Wirtschaftswunder* – kế hoạch tái thiết được gọi là “điều kỳ diệu của nền kinh tế” Đức sau Chiến tranh Thế giới II trên quy mô toàn lục địa.

Thủ tướng Đức Angela Merkel được sinh ra trong thập niên 1950, thời gian diễn ra công cuộc tái thiết này. Bà lớn lên trong chế độ Cộng sản Đông Đức và chứng kiến nước Đức thống nhất vào thập niên 1990. Trên thế giới có rất ít nhà lãnh đạo từng đối mặt với những thách thức khó khăn nhường ấy trong công cuộc phát triển. Giờ đây, bà Merkel



đã biến những kỹ năng đó thành thách thức phát triển lớn nhất mọi thời đại: Cùng lúc vừa đưa các nước yếu ở châu Âu lớn mạnh, vừa giữ vững đồng euro.



NHỮNG CÁI NHÌN NGỜ VỰC

Có thể châu Âu quyết tâm giữ vững cả sự thống nhất lẫn đồng euro, nhưng liệu họ có đủ phương tiện để thực hiện quyết tâm đó? Những sự kiện kể từ cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 đã đẩy lên mối nghi ngờ đáng kể ở nhiều khu vực về năng lực của châu Âu trong việc giải quyết khủng hoảng liên tiếp xảy ra, bất chấp những mục tiêu chính trị có sức ảnh hưởng to lớn của Đồng thuận Berlin. Một cuộc điều tra chi tiết đã cho thấy rằng những nghi ngờ này không xác đáng, và dự án đồng euro có khả năng tồn tại lâu hơn đáng kể so với dự tính của phe chỉ trích.

Các thị trường nợ và ngoại hối đã ở trong trạng thái bất ổn triền miên kể từ khi cuộc khủng hoảng nợ công toàn cầu nổ ra với tuyên bố vỡ nợ của Thế giới Dubai vào ngày 27/11/2009. Bất cứ ai đến Dubai trong những tháng trước lời tuyên bố này đều có thể nhìn thấy bong bóng bất động sản đang dần phình ra dưới hình dạng những tòa cao ốc văn phòng chọc trời cao hàng trăm mét nhưng không có ai thuê và những khu căn hộ xa xỉ được rao bán. Các nhà đầu tư nghĩ rằng Dubai, với tài sản từ dầu mỏ được những người hàng xóm ở Abu Dhabi cung cấp, sẽ vượt qua được.



Nhưng họ đã sai. Sự sụp đổ của Dubai trở thành một dịch bệnh truyền nhiễm, lan sang cả châu Âu, đặc biệt là Hy Lạp.

Đến đầu năm 2010, những gian lận nghiêm trọng trong kế toán nhà nước của Hy Lạp đã bị phát hiện. Những khoản nợ công khổng lồ được che giấu dưới hình thức các hợp đồng hoán đổi ngoài sổ sách với sự giúp sức của Goldman Sachs và các ngân hàng Phố Wall. Rõ ràng là Hy Lạp không thể trả được nợ nần nếu không có những chiến lược tái cơ cấu sâu rộng và sự trợ giúp từ bên ngoài. Cuộc khủng hoảng nợ công này đã lan ra toàn cầu, nhanh chóng đẩy Ireland và Bồ Đào Nha tới bờ vực vỡ nợ, gia tăng mối nghi ngờ sâu sắc về tài chính công của những nền kinh tế lớn hơn nhiều Tây Ban Nha và Ý.

Nỗi sợ hãi về tình hình tài chính công nhanh chóng lan đến những ngân hàng ở các quốc gia bị ảnh hưởng nhiều nhất, và một vòng luẩn quẩn bắt đầu. Vì những ngân hàng này sở hữu trái phiếu nhà nước nên bất cứ vấn đề gì xảy ra với số trái phiếu này cũng gây thiệt hại cho vốn của ngân hàng. Nếu họ cần cứu trợ, Chính phủ sẽ phải đáp ứng, nhưng như vậy đồng nghĩa với việc phát hành thêm trái phiếu, khiến tín dụng nhà nước giảm xuống nữa. Điều này càng làm tổn hại tới bảng cân đối kế toán của ngân hàng, khởi động một vòng xoáy chết chóc khi tín dụng nhà nước và tín dụng ngân hàng cùng “nổ tung” một lúc. Chỉ duy nhất nguồn vốn mới từ bên ngoài, có nguồn tín dụng riêng không bị suy giảm mới có thể phá vỡ được vòng xoáy ầy.



Sau 3 năm đối phó với những cơn khủng hoảng và “dịch bệnh truyền nhiễm” cứ hết rồi lại có, cuối cùng bộ ba IMF, ECB và EU (chủ lực là Đức) đã tìm ra giải pháp. IMF huy động quỹ bằng cách đi vay từ những quốc gia có cán cân dự trữ “lành mạnh” như Trung Quốc và Canada. EU huy động quỹ bằng cách tập hợp nguồn lực của các thành viên, chủ yếu là từ Đức. Cuối cùng, ECB tạo quỹ bằng cách in tiền khi cần. Bộ ba này hoạt động dưới khẩu hiệu mới của các ngân hàng trung ương: “Bất cứ điều gì cũng có thể”. Đến cuối năm 2012, khủng hoảng nợ công và ngân hàng ở châu Âu chủ yếu đã được kiểm soát, mặc dù việc tái thiết bảng cân đối kế toán của các ngân hàng và thực hiện những bước điều chỉnh cơ cấu cần thiết sẽ mất nhiều năm nữa mới hoàn tất.

Bất chấp tình hình bất ổn, đồng euro vẫn trụ vững trước sự ngạc nhiên của nhiều nhà phân tích và nhà đầu tư, đặc biệt là những người ở Mỹ. Tháng 7 năm 2008, đồng euro chạm đỉnh 1,60 đô-la và dao động ở mức tỉ giá giao dịch từ 1,20 đô-la đến 1,60 đô-la trong suốt thời gian diễn ra cuộc khủng hoảng nợ công. Dù phải đối mặt với nhiều bất ổn nhưng tỉ giá euro/đô-la Mỹ *luôn* cao hơn so với xuất phát điểm năm 1999.

Kể từ ngày đầu tiên ra đời cho đến nay, vị thế của đồng euro trong dự trữ quốc tế cũng tăng lên đáng kể. IMF có một cơ sở dữ liệu thu thập qua thời gian thể hiện thành phần của dự trữ ngoại hối chính thức được chia theo loại



tiền tệ. Theo đó, dữ liệu của quý I năm 1999 cho thấy đồng euro chiếm 18,1% dự trữ ngoại hối được phân bổ toàn cầu. Đến cuối 2012, sau 3 năm khủng hoảng, tỉ lệ này đã tăng lên tới 23,9%.

Dữ liệu khách quan trên đã phủ nhận những câu chuyện bịa đặt của phe hoài nghi châu Âu, giúp giải thích tại sao đến đầu năm 2013, những lời tiên đoán về ngày tàn của châu Âu, cụ thể là về sự tan rã của khu vực sử dụng đồng euro, hầu như biến mất. Phe hoài nghi liên tục vấp phải những thất bại về mặt phân tích rất dễ nhận ra, ngay cả trong giai đoạn căng thẳng nhất của cuộc khủng hoảng đầu năm 2012.

Thất bại phân tích đầu tiên liên quan đến bản chất “tổng bằng 0” của tỉ giá hối đoái chéo. Bắt đầu từ năm 2010, Mỹ khởi động chính sách đô-la giá rẻ với dự định nhập khẩu lạm phát từ nước ngoài dưới hình thức giá nhập khẩu cao hơn đối với năng lượng, hàng điện tử, dệt may mặc và các hàng hóa công nghiệp khác. Chính sách đô-la rẻ được thể hiện trong vô số tuyên bố, bao gồm Thông điệp Liên bang của Tổng thống Obama năm 2010, qua đó ông thông báo Sáng kiến Xuất khẩu Quốc gia. Trong bài diễn văn ở Tokyo ngày 14 tháng 10 năm 2012, cựu Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Ben Bernanke đe dọa rằng, các đối tác thương mại sẽ có tỉ lệ lạm phát cao hơn nếu họ không cho phép tăng cường sức mạnh tiền tệ của mình so với đồng đô-la. Vì Hoa Kỳ muốn đồng đô-la rẻ nên họ muốn đồng euro mạnh tính



theo đô-la. Trên thực tế, Mỹ đang sử dụng các công cụ chính sách quyền lực để nâng cao sức mạnh của đồng euro. Việc tại sao nhiều nhà phân tích của Mỹ lại không hề đề cập đến vấn đề hiển nhiên này cho đến nay vẫn là một bí ẩn, nhưng một đồng euro thường xuyên suy yếu luôn đi ngược lại với chính sách của Mỹ.

Thất bại phân tích thứ hai liên quan đến xu hướng gộp các cuộc khủng hoảng xảy ra cùng lúc trong lĩnh vực nợ, ngân hàng và tiền tệ làm một. Các nhà phân tích nhìn vào trái phiếu nhà nước đang mất khả năng thanh toán ở Hy Lạp và các ngân hàng suy yếu ở Tây Ban Nha, rồi vội vàng kết luận rằng đồng euro cũng phải suy yếu theo. Đây là một kết luận hết sức hời hợt. Về mặt kinh tế, không có gì mâu thuẫn giữa trái phiếu yếu, ngân hàng yếu và một đồng tiền mạnh.

Lehman Brothers là một ví dụ điển hình. Năm 2008, Lehman mất khả năng thanh toán nhiều tỉ đô-la nghĩa vụ trái phiếu. Sự vỡ nợ này là dấu chấm hết với những trái phiếu đó, nhưng không phải với đồng đô-la, vì tiền tệ cơ sở của trái phiếu có một động năng khác ngoài bản thân trái phiếu đó. Sức mạnh của một đồng tiền liên quan đến chính sách của ngân hàng trung ương và dòng vốn toàn cầu, hơn là số phận của một vài loại trái phiếu cụ thể. Những nhà phân tích xem các ngân hàng châu Âu, trái phiếu và một loại tiền tệ duy nhất như đối tượng của cùng một vấn đề đã



phạm phải một sai lầm cơ bản. Đồng euro có thể đứng vững bất chấp kết cục của trái phiếu Hy Lạp và các ngân hàng Ireland có như thế nào đi nữa.

Điểm mù thứ ba trong phân tích là họ không nhận ra rằng, dòng vốn lấn át luồng mậu dịch trong việc thiết lập tỉ giá hối đoái. Các nhà phân tích đã chú trọng một cách thái quá vào nhận định rằng châu Âu thiếu khả năng cạnh tranh xuất khẩu, đặc biệt là những nước yếu hơn trong khu vực sử dụng đồng euro: Ireland, Bồ Đào Nha, Tây Ban Nha, Ý, Hy Lạp và Síp. Khả năng cạnh tranh xuất khẩu quan trọng đối với tốc độ tăng trưởng, nhưng không phải là yếu tố quyết định đối với tỉ giá hối đoái. Dòng vốn chảy vào khu vực sử dụng đồng euro từ Cục Dự trữ Liên bang dưới hình thức hợp đồng hoán đổi tiền tệ của ngân hàng trung ương với ECB, và từ Trung Quốc dưới hình thức phân bổ dự trữ và vốn đầu tư trực tiếp từ nước ngoài, đã thiết lập một nền móng vững chắc cho đồng euro. Nếu hai nền kinh tế lớn nhất thế giới là Hoa Kỳ và Trung Quốc không muốn đồng euro đi xuống, thì nó sẽ không đi xuống.

Điểm mù thứ tư liên quan đến nhu cầu giảm bớt chi phí đơn vị lao động – một phần trong chiến lược điều chỉnh cơ cấu cần thiết để giúp những nền kinh tế yếu hơn trong Eurozone tăng cường khả năng cạnh tranh toàn cầu. Giới hoài nghi châu Âu đang chịu ảnh hưởng từ di sản của kinh tế học theo trường phái Keynes sai lầm và giai thoại tiền lương cứng nhắc – thuật ngữ chuyên môn là tính cứng nhắc không



nuốn giảm tiền lương danh nghĩa (downward nominal wage rigidity). Những người theo trường phái Keynes dựa vào lý thuyết tiền lương cứng nhắc để biện minh cho lạm phát hay việc lấy trộm của người gửi tiết kiệm. Ý tưởng ở đây là tiền lương sẽ tăng trong những thời kỳ lạm phát, nhưng lại không giảm nhanh chóng trong thời kỳ giảm phát, chúng sẽ có xu hướng bám chặt lấy mức tiền lương danh nghĩa cũ.

Kết quả là, tiền lương không thể điều chỉnh xuống, chủ lao động sa thải người lao động, tình trạng thất nghiệp tăng lên, tổng cầu giảm. Một cái bẫy thanh khoản hình thành, giảm phát trở nên trầm trọng hơn khi vòng lặp cứ thế tự tiếp diễn, dẫn đến nợ cao tới mức phi lý, các doanh nghiệp phá sản và nền kinh tế suy thoái. Lạm phát được xem như chính sách khôn ngoan vì nó cho phép chủ lao động cho người lao động một khoản tăng lương danh nghĩa, ngay cả khi tiền lương thực không tăng vì giá cả cao hơn. Người lao động nhận được khoản tiền lương tăng lên trên danh nghĩa, trong khi thực tế tiền lương đã giảm. Đây là một dạng ảo giác tiền tệ hay một hình thức lừa dối người lao động của các ngân hàng trung ương. Nhưng trên lý thuyết, nó hiệu quả trong việc làm giảm chi phí đơn vị lao động thực tế. Khi áp dụng vào châu Âu, những người theo trường phái Keynes cho rằng, cách nhanh nhất để các quốc gia thành viên đạt được tỉ lệ lạm phát cần thiết là từ bỏ đồng euro, quay lại với đồng tiền của nước mình, rồi giảm giá nó xuống. Đây là cơ sở về mặt lý thuyết cho nhiều dự đoán



rằng đồng euro phải thất bại và các thành viên sẽ từ bỏ nó để giúp nền kinh tế nước mình phát triển.

Trong kinh tế học thế kỷ XXI, tất cả mọi khía cạnh của lý thuyết này đều rạn nứt, bắt đầu với tiền đề. Tiền lương cứng nhắc là một trường hợp đặc biệt, chỉ nảy sinh trong những điều kiện giới hạn khi lao động là một yếu tố đầu vào tiên quyết của năng suất, không có giải pháp thay thế lao động, công đoàn vững mạnh, không có dịch vụ thuê ngoài trên quy mô toàn cầu và tỉ lệ thất nghiệp thấp vừa phải. Ngày nay, tất cả những yếu tố này đều bị đảo ngược.

Vốn là yếu tố đầu vào tiên quyết, máy móc và dịch vụ thuê ngoài sẵn có, phong trào công đoàn yếu ớt trong khu vực tư nhân. Kết quả là, người lao động sẽ chấp nhận mức lương danh nghĩa thấp hơn nếu điều đó giúp họ giữ được việc làm. Hình thức giảm chi phí đơn vị lao động này là cách *điều chỉnh từ bên trong* thông qua mức lương thấp hơn, còn cách *điều chỉnh từ bên ngoài* là thông qua đồng tiền rẻ hơn và lạm phát. Điều chỉnh bên ngoài đáng lẽ đã có thể hiệu quả trong thập niên 1930 ở Anh, khi Keynes lần đầu tiên khởi xướng ý tưởng về tiền lương cứng nhắc. Tuy nhiên, trong những điều kiện toàn cầu hóa của thế kỷ XXI, điều chỉnh bên trong là giải pháp ưu việt hơn rất nhiều vì nó giải quyết vấn đề một cách trực tiếp và tránh được những chi phí ngoại sinh của việc chia rẽ Eurozone. Chẳng hạn, ngày 2 tháng 7 năm 2013, Cục Thống kê của Hy Lạp



(Hellenic Statistical Authority - ELSTAT) báo cáo rằng tiền lương của khu vực tư nhân ở Hy Lạp đã giảm trung bình 22,3% kể từ quý đầu năm 2012, một bằng chứng rõ ràng bác bỏ lý thuyết tiền lương cứng nhắc lỗi thời của Keynes và Krugman.

Nhiều người dân bình thường ở các nước yếu trong Eurozone có chung quan điểm rằng nên bám chặt lấy đồng euro, bất chấp các nền kinh tế đang co lại và tiền lương giảm xuống. Năm 2013, Marcus Walker và Alessandra Galloni đã thực hiện một phóng sự chuyên sâu về chủ đề này cho tờ *Wall Street Journal* và tiết lộ như sau:

Bên kia vành đai phía Nam của châu Âu, mọi người phản đối ý tưởng quay trở lại với đồng tiền quốc gia, lo sợ rằng một bước đi như vậy sẽ đưa lạm phát trở lại, xóa bỏ chế độ giám sát tham nhũng và làm chệch hướng những tham vọng của quốc gia là trở thành một thành viên của vòng tròn châu Âu. Những nỗi sợ này lấn át viễn cảnh tăng trưởng âm đạm đã thúc đẩy các nhà kinh tế học ở Anh và Mỹ dự đoán một sự chia rẽ tiền tệ.

Chỉ có 20% số người dân Ý cho rằng rời bỏ đồng euro sẽ có lợi cho nền kinh tế đất nước. Những cuộc thăm dò dư luận gần đây cho thấy, đa số người dân ở Tây Ban Nha, Bồ Đào Nha, Hy Lạp và Ireland cũng phản đối việc rời khỏi khu vực sử dụng đồng euro.

Theo một khảo sát do Trung tâm Nghiên cứu Pew, “Người dân châu Âu đang sử dụng đồng euro không hề muốn bỏ nó và



quay về với đồng tiền cũ của nước mình.” Các cuộc thăm dò dư luận gần đây cũng cho thấy, ở Tây Ban Nha và Bồ Đào Nha, ít nhất 70% người dân muốn giữ nguyên đồng tiền chung euro.

Điểm mù thứ năm và cũng là cuối cùng trong phân tích của phe hoài nghi là việc họ không hiểu rằng euro là – và từ trước đến nay vẫn luôn là – một dự án chính trị hơn là một dự án kinh tế, và rằng chắc chắn ý chí chính trị để duy trì dự án này là điều không phải nghi ngờ. Cách hiểu đúng nhất về đồng euro được Guy Sorman – học giả hàng đầu của Pháp tóm tắt như sau:

Châu Âu được xây dựng không phải vì lý do kinh tế, mà là để thiết lập hòa bình giữa các nước châu Âu. Đó là một tham vọng chính trị. Đối với thể hệ của chúng ta, nó chỉ đơn thuần là một dự án chính trị. Chúng ta sẽ trả cái giá cần thiết để cứu lấy dự án này.

Nói tóm lại, đồng euro đang vững mạnh và sẽ ngày càng vững mạnh hơn.



TƯƠNG LAI CỦA ĐỒNG EURO

Quá trình rà soát toàn bộ những điểm mù của phe hoài nghi châu Âu không chỉ bác bỏ những chỉ trích mà họ dành cho đồng euro, mà còn tiết lộ sức mạnh nền tảng cũng như định hướng tương lai của nó. Những điểm mạnh này là



một phần của tầm nhìn rộng hơn trên phạm vi toàn thế giới về con đường tiến đến sự thịnh vượng trong một nền kinh tế toàn cầu hóa và cạnh tranh gay gắt.

Những báo cáo tươi sáng nhất liên quan đến Hy Lạp, nền kinh tế bị lên án mạnh mẽ nhất. Từ tháng 6 năm 2012 đến tháng 2 năm 2013, hơn 175 triệu đô-la tiền mới đã được bơm vào thị trường cổ phiếu Hy Lạp, và theo *Wall Street Journal*, “mọi thứ từ bất động sản đến cổ phiếu năng lượng ở Hy Lạp đều có người mua”. Tháng 4 năm 2013, xét trên tiến độ cắt giảm chi tiêu Chính phủ và tiến đến mục tiêu cân bằng ngân sách, bộ ba quyền lực đã đồng ý giải ngân thêm tiền cứu trợ cho Hy Lạp. Ngày 14 tháng 5 năm 2013, Fitch nâng xếp hạng tín dụng của Hy Lạp, và trong một bài báo bàn về nền kinh tế Hy Lạp, tờ *New York Times* viết, “Quyết tâm cải thiện năng lực cạnh tranh, chủ yếu thông qua việc cắt giảm mạnh chi phí tiền lương, cuối cùng cũng đem lại ‘trái ngọt’. Điều này thể hiện rõ nhất trong ngành du lịch, khu vực chiếm 17% tổng sản phẩm nội địa. Doanh thu được kỳ vọng sẽ tăng thêm 9% đến 10% trong năm nay.” Hy Lạp cũng đang hưởng lợi từ quá trình tư nhân hóa tài sản thuộc sở hữu của Chính phủ. Người ta hy vọng khu đất rộng 1.500 mẫu Anh trước đây vốn là sân bay Athens sẽ thu hút được 6 tỉ euro tiền đầu tư để xây dựng một khu phát triển đa chức năng tạo ra hơn 21.000 việc làm thu nhập cao.



Một câu chuyện khác mới đây ở Hy Lạp liên quan đến những sự kiện có ý nghĩa như một cuộc thử nghiệm có kiểm soát, một điều mà các nhà kinh tế học luôn tìm kiếm nhưng hiếm khi tìm thấy. Trước năm 2010, cơ sở vật chất ở cảng Piraeus – một cảng lớn ở Hy Lạp thuộc quyền sở hữu của Chính phủ. Năm 2010, Chính phủ bán một nửa cảng với giá 500 triệu euro cho Cosco, một công ty vận tải biển của Trung Quốc, và giữ phần còn lại. Một phép so sánh giữa bên do Trung Quốc kiểm soát và bên do Hy Lạp kiểm soát trong năm 2012 đã cho thấy sự đối lập rõ rệt:

Bên phần cảng của Cosco, lưu lượng hàng hóa đã tăng hơn hai lần sau một năm qua, lên 1,05 triệu container. Và mặc dù biên lợi nhuận vẫn rất nhỏ, chủ yếu vì công ty Trung Quốc đang tốn nhiều tiền để cải tạo và nâng cấp cảng. Bên phần cảng do Hy Lạp điều hành đã mệt mỏi với hàng loạt vụ đình công trong ba năm trước khi Cosco xuất hiện. Trên phần cảng của Hy Lạp, công đoàn quy định phải có chín người phụ trách một giàn cầu, trong khi bên Cosco chỉ cần bốn người.

Phép so sánh này minh họa hoàn hảo cho thực tế là về bản chất, ở người lao động Hy Lạp hay cơ sở hạ tầng của Hy Lạp không có gì là không cạnh tranh được. Hy Lạp chỉ cần linh hoạt hơn về nguyên tắc làm việc, cắt giảm chi phí đơn vị lao động và tìm được nguồn vốn mới. Vốn từ Trung Quốc là một phần hiển nhiên của giải pháp, và các nhà đầu tư Trung Quốc như Cosco sẵn sàng rót vốn khi Hy Lạp đảm bảo một môi trường kinh doanh hiệu quả.



Sự phát triển ở Tây Ban Nha cũng đáng khích lệ không kém. Chi phí đơn vị lao động của nước này đã giảm hơn 7% so với Đức, và các nhà kinh tế học kỳ vọng con số này còn giảm nữa. Tháng 2 năm 2012, Thủ tướng Tây Ban Nha, ông Mariano Rajoy, ban hành những điều luật để cải thiện độ linh hoạt của lao động bằng cách cho phép người sử dụng lao động cắt giảm biên chế nếu tình hình kinh doanh khó khăn, giảm tiền trợ cấp mất việc, và thương lượng lại những hợp đồng bắt đầu có hiệu lực trong suốt giai đoạn bùng nổ của thị trường bất động sản trước năm 2008. Kết quả là năng lực cạnh tranh của Tây Ban Nha tăng mạnh trong khu vực sản xuất, đặc biệt là ngành công nghiệp xe hơi.

Tác động tích cực xảy ra tức thì. Renault thông báo kế hoạch đẩy mạnh sản xuất ở thành phố Palencia, miền Bắc Tây Ban Nha. Công ty Ford Motor và Peugeot cũng thông báo sản lượng đã tăng ở các nhà máy của họ tại Tây Ban Nha. Tháng 10 năm 2012, Volkswagen thông báo một khoản đầu tư trị giá 800 triệu euro vào nhà máy của họ gần Barcelona. Tất cả những kế hoạch đầu tư và mở rộng sản xuất này sẽ tạo nên những hiệu ứng lan tỏa tích cực, vì những nhà sản xuất lớn kể trên liên kết chặt chẽ với một mạng lưới nhiều nhà cung ứng phụ tùng và nhà thầu phụ trên khắp Tây Ban Nha.

Tiền lương thấp hơn dẫn đến số lao động có việc làm và sản lượng đầu ra tăng lên ở Tây Ban Nha là sự phù hợp hùng hồn đối với lý thuyết tiền lương cứng nhắc của Keynes



và Krugman, và nó đang diễn ra trên diện rộng, từ Hy Lạp tới Ireland. Mặc dù sự điều chỉnh này rất khó khăn và đau đớn, nhưng những thay đổi mà nó tạo ra lại bền vững, và giúp châu Âu định vị mình như một khu vực sản xuất có khả năng cạnh tranh toàn cầu và là thời nam châm thu hút dòng vốn.

Tờ *Economist*, cùng với nhiều tờ báo khác, xem nhân khẩu học đảo ngược là một trở ngại to lớn trên con đường phát triển mạnh mẽ hơn của châu Âu. Dân số ở lục địa này đang già đi nhanh chóng (giống như ở Nga, Nhật Bản, Trung Quốc và các nền kinh tế lớn khác). Trong 20 năm qua, nhân khẩu học của dân số trong độ tuổi lao động khá cứng nhắc trong một xã hội khép kín, điều này có thể ảnh hưởng rất nhiều đến sản lượng đầu ra của nền kinh tế, nhưng quan điểm này đã bỏ qua những hình thái của sự linh hoạt tồn tại ngay trong một xã hội khép kín.

Dân số trong độ tuổi lao động không đồng nghĩa với lực lượng lao động. Khi tỉ lệ thất nghiệp cao, tình trạng mà phần lớn châu Âu đang đối mặt, tỉ lệ người mới gia nhập lực lượng lao động có thể cao hơn nhiều tỉ lệ tăng dân số, giả sử rằng thị trường có việc làm. Số lượng người lao động có trình độ học vấn cao ở châu Âu hiện nay cao đến mức trong ngắn hạn, các khu vực chia theo nhân khẩu học không thể hạn chế các yếu tố đầu vào lao động năng suất. Như đã nói, khả năng di động của người lao động được cải thiện có thể thúc đẩy tăng trưởng trong lực lượng lao động năng



suất cao, bằng cách cho phép người lao động thất nghiệp ở những khu vực bị suy thoái của Eurozone di chuyển đến những khu vực năng suất cao để cung cấp lực lượng lao động còn thiếu. Người nhập cư từ phía Đông Âu và Thổ Nhĩ Kỳ có thể cung cấp nguồn lao động dồi dào cho phía Tây châu Âu, giống như các thành phố nằm sâu trong đất liền đã cung cấp lao động cho các nhà máy ven biển ở Trung Quốc suốt nhiều thập kỷ qua. Nói ngắn gọn, nhân khẩu học không cản trở sự phát triển của châu Âu, miễn sao có lực lượng lao động chưa được tận dụng, khả năng di động của lao động và người nhập cư.

Nếu chỉ điều chỉnh nền kinh tế từ bên trong thì có lẽ chưa đủ để đảm bảo tương lai của đồng euro và rộng hơn là cả châu Âu. Các định chế của EU cần phải mở rộng hơn nữa, như khẩu hiệu của Thủ tướng Merkel: “Mở rộng châu Âu”. EU giờ đây giống như chiếc máy bay chỉ có một bên cánh. Nó có thể chọn ở yên trên mặt đất, hoặc có thể làm thêm cánh còn lại. Nhiều nỗ lực để giải quyết những cuộc khủng hoảng dồn dập trong năm 2010 và năm 2011, bao gồm biện pháp nói lỏng tiền tệ và các gói cứu trợ đa phương, rất hiệu quả trong việc ngăn chặn một cuộc sụp đổ, nhưng lại không hiệu quả trong việc sửa chữa những mâu thuẫn căn bản trong thiết kế của đồng euro và ECB. Thực tế đã chứng minh rằng, nếu không có sự đồng bộ trong chính sách tài khóa và quy định cho các ngân hàng, cùng với khả năng di động cao hơn của lao động và dòng vốn giữa các thành viên



của liên minh tiền tệ, thì một mình tiền tệ không thể thực hiện được chức năng của mình.

Tin tốt là các nhà lãnh đạo tài chính và chính trị ở châu Âu hiểu rõ những khiếm khuyết này và đang tích cực sửa đổi. Ngày 1 tháng 1 năm 2013, Hiệp ước Ổn định Tài khóa Châu Âu (EU Fiscal Stability Treaty) bắt đầu có hiệu lực với 16 nước thành viên EU đã phê chuẩn hiệp ước, bao gồm tất cả những nước yếu. Hiệp ước bao gồm nhiều thủ tục ràng buộc quy định các thành viên phải có thâm hụt ngân sách ít hơn 3% GDP khi tỉ lệ nợ trên GDP ở mức dưới 60%. Trong trường hợp tỉ lệ nợ trên GDP vượt quá 60%, thâm hụt ngân sách phải thấp hơn 0,5% GDP. Hiệp ước cũng bao gồm điều khoản kìm hãm nợ (debt brake) quy định các thành viên có tỉ lệ nợ trên GDP vượt quá 60% phải tìm cách giảm con số này xuống 5% mỗi năm cho đến khi tỉ lệ ở mức thấp hơn 60%. Các điều khoản của hiệp ước hiện đang được thực thi và có hiệu lực ở cấp độ thành viên, nhưng hiệp ước quy định rằng các thành viên phải hợp nhất các nguyên tắc của nó vào khung pháp lý chung của EU trước ngày 1 tháng 1 năm 2018.

Những biện pháp khác đang được xem xét bao gồm: Một chương trình bảo lãnh tiền gửi ngân hàng có quy mô toàn EU nhằm giảm nhẹ những đợt khủng hoảng ngân hàng, các đề xuất thay thế trái phiếu quốc gia riêng lẻ mà các thành viên Eurozone phát hành bằng trái phiếu châu



Âu (eurobond) được bảo đảm bằng tín dụng của toàn thể Eurozone. Có thể tiếp nối sẽ là các động thái trên những mặt trận này, nhưng trước tiên phải thực hiện các biện pháp kiểm chế tài khóa và cải cách thị trường khác.

Các tiểu trình của công đoàn ngân hàng và các quỹ ngân khố cứu trợ đã bắt đầu móc nối với nhau. Tháng 6 năm 2013, một Nhóm Phụ trách các Vấn đề của đồng Euro (Euro Working Group) bao gồm các chuyên gia làm việc cho các Bộ trưởng Tài chính từ Eurozone thông báo một quỹ cứu trợ trị giá 60 tỉ euro để trực tiếp hỗ trợ các ngân hàng gặp khó khăn.

Bên cạnh những cải cách về tài khóa và ngân hàng, tương lai của EU còn tươi sáng hơn nhờ việc một số thành viên mới gia nhập châu Âu, hoặc Eurozone, hoặc cả hai. Tháng 7 năm 2013, Latvia được Ủy ban Châu Âu và ECB chấp thuận sử dụng đồng euro làm đơn vị tiền tệ quốc gia. Croatia chính thức trở thành thành viên của EU vào ngày 1 tháng 7 năm 2013, và ông Boris Vujčić – Thống đốc Ngân hàng Trung ương của nước này thông báo rằng Croatia muốn chuyển đổi đơn vị tiền tệ quốc gia sang đồng euro càng nhanh càng tốt. Những quốc gia khác đang trong quá trình xét duyệt ra nhập EU là Montenegro, Serbia, Macedonia và Thổ Nhĩ Kỳ. Những ứng cử viên tiềm năng chưa đáp ứng đủ điều kiện để trở thành thành viên của EU nhưng đang xúc tiến quá trình cải cách là Albania, Bosnia & Herzegovina và



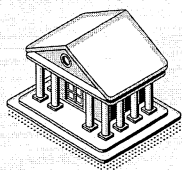
Kosovo. Trong tương lai, rất có thể Scotland và Ukraine sẽ nộp đơn gia nhập EU.

Hiện nay EU là thế lực kinh tế lớn nhất thế giới, với GDP tổng lớn hơn của Mỹ và gấp đôi của Trung Quốc, Nhật Bản. Mười năm tới, EU chắc chắn sẽ lớn mạnh thành siêu thế lực kinh tế của thế giới, trải dài từ Tiểu Á đến Greenland, từ Bắc Băng Dương đến sa mạc Sahara.

Đức tọa lạc ở trung tâm lãnh thổ nhân khẩu học và kinh tế rộng lớn này. Mặc dù không thể kiểm soát toàn bộ EU về mặt chính trị, nhưng Đức sẽ là thế lực kinh tế lớn nhất khu vực. Thông qua việc kiểm soát gián tiếp ECB và đồng euro, quốc gia này sẽ thống trị nền kinh tế, tài chính và thương mại. Trái phiếu châu Âu sẽ trở thành thị trường tài sản hấp dẫn dễ thanh khoản và lớn hơn thị trường trái phiếu Kho bạc Hoa Kỳ. Nếu cần, euro có thể được hỗ trợ bởi tổng dự trữ vàng của các thành viên. Sự kết hợp của các thị trường cổ phiếu lớn có tính thanh khoản cao, một đồng tiền vững mạnh và nguồn dự trữ vàng khổng lồ có thể cho phép đồng euro soán ngôi tiền tệ dự trữ hàng đầu thế giới của đồng đô-la trước 2025. Viễn cảnh này có thể là tin vui đối với Nga và Trung Quốc, hai quốc gia luôn tìm cách thoát khỏi bá quyền của đồng đô-la Mỹ từ năm 2009 đến nay. Đức cũng chính là chìa khóa cho quá trình tiến triển của tiền tệ vì họ có đồng tiền mạnh ổn định, và họ là ví dụ điển hình cho việc trở thành cường quốc xuất khẩu mà không cần một đồng tiền yếu.



Đế chế mới của Đức, được xây dựng thông qua EU, euro và ECB, là hình thức thể hiện rõ nét và hùng hồn nhất cho sức ảnh hưởng của Đức trong lĩnh vực kinh tế, chính trị và xã hội kể từ triều đại của Charlemagne. Mặc dù tương lai này sẽ đến cùng với sự thiệt hại của đồng đô-la nhưng trong hầu hết mọi phương diện, nó sẽ tạo ra những thay đổi tích cực nhờ năng suất và sự đóng góp của Đức vào các giá trị dân chủ. Bối cảnh văn hóa và xã hội vốn phong phú và đa dạng của châu Âu sẽ được bảo tồn trong khuôn khổ một khung kinh tế được cải thiện hơn nhiều. Với sự lãnh đạo và tầm nhìn của Đức, phương châm “Thống nhất trong sự đa dạng” của EU sẽ trở thành hiện thực theo hình thức chân thực nhất của nó.



CHƯƠNG 6

BELLS, BRICS VÀ HƠN THẾ NỮA

Chúng tôi nhắm đến việc tích cực phát triển BRICS thành một cơ chế hoàn chỉnh của sự phối hợp trên diện rộng của các vấn đề trọng yếu. Vì nền kinh tế toàn cầu đang được định hình lại nên chúng tôi tập trung vào khai thác những mô hình mới.

- Tuyên ngôn của BRICS, 2013 -

Công dân của các nước Baltic có thể cảm thấy biết ơn vì lãnh đạo nước mình chưa bao giờ nghe theo Krugman.

- Anders Åslund, thành viên cao cấp Hội đồng Đại Tây Dương -



SIÊU QUỐC GIA

Liên minh châu Âu, Hoa Kỳ, Trung Quốc và Nhật Bản thiết lập nên một bộ tứ toàn cầu chiếm 65% nền kinh tế thế giới. Theo các báo cáo của IMF, 157 nước còn lại chiếm 35% tổng sản lượng toàn cầu. Trong số 157 nước này, nổi lên Nhóm mười nước bao gồm Brazil, Nga, Ấn Độ, Canada, Australia, Mexico, Hàn Quốc, Indonesia, Thổ Nhĩ Kỳ và Ả Rập Saudi, mỗi nước sản xuất từ 1% đến 3% tổng sản lượng toàn cầu. Trong số 147 nước còn lại, mỗi nước sản xuất chưa đến 1% tổng sản lượng toàn cầu, và hầu hết sản xuất ít hơn thế nhiều. Sự phân bố tài sản trên toàn thế giới cũng bị lệch trầm trọng, y hệt sự phân bố tài sản trong mỗi quốc gia. Trong 80% những quốc gia sản xuất ít nhất, bất cứ quốc gia nào cũng có thể biến mất ngay ngày mai, và hầu như sẽ chẳng có ai nhận ra tác động của nó tới sự tăng trưởng toàn cầu.

Chúng ta cần nhớ lại khi các chuyên gia phân tích của Phố Wall khuyến khích đầu tư vào các thị trường đang nổi (emerging market), thị trường cận biên (frontier market) và những khu vực đặc biệt hơn. Thực tế là có rất ít thị trường vốn lớn, khả năng hấp thụ dòng vốn vào của chúng có giới hạn, và chúng có xu hướng quá nóng khi cố hấp thụ nhiều hơn một số vốn nhất định. Tuy nhiên, khi mà Trung Quốc đang tiến tới một cuộc hạ cánh cứng, Hoa Kỳ mắc kẹt với tốc độ tăng trưởng chậm, Nhật Bản phải hứng chịu thập kỷ suy thoái thứ ba, và châu Âu bối rối với



quá trình điều chỉnh cơ cấu, thật khó từ chối sức hút đầu tư của Nhóm mười nước, cũng như sức hút của những nước theo sát phía sau như Phần Lan, Đài Loan, Nam Phi, Colombia và Thái Lan.

Hãy xem xét BRICS. Để tiện cho công tác phân tích và marketing, các nhà phân tích tập hợp các nước nhỏ hơn thành nhiều nhóm có tên gọi được tạo thành từ tên nước. BRICS là cha đẻ của những nhóm như vậy, bao gồm Brazil, Nga, Ấn Độ, Trung Quốc và Nam Phi – gia nhập câu lạc bộ muộn nhất. Mỗi thành viên của BRICS đều có những điểm hấp dẫn và vấn đề riêng, giữa họ không có nhiều điểm chung cho lắm. Nền kinh tế Nga nổi tiếng là trung tâm khai thác tài nguyên thiên nhiên được điều hành bởi các đầu sỏ kinh tế và chính trị gia, những người hót tay trên những khoản tiền khổng lồ rồi chỉ đầu tư vừa đủ để giữ cho cuộc chơi tiếp tục diễn ra.

Trung Quốc tăng trưởng thực, nhưng đồng thời cũng gây lãng phí, ô nhiễm và tham nhũng đến mức quốc gia này có một mô hình không bền vững, đối đầu với bất cứ nhà đầu tư nước ngoài nào mà họ không thể ăn cắp công nghệ. Ấn Độ có tiềm năng tăng trưởng và lớn mạnh, nhưng còn khá lâu mới nhận ra được điều này vì tệ quan liêu từ thời bị người Anh cai trị đến nay đã đạt đến tầm quốc tế, kìm hãm khả năng cách tân, đổi mới. Trong số các thành viên của BRICS, Brazil và Nam Phi tiến gần nhất đến việc là những nền kinh tế “đích thực” xét về khía cạnh tăng trưởng bền



vững, tham nhũng nằm trong tầm kiểm soát và giới doanh nghiệp được tạo điều kiện để phát triển.

Tuy nhiên, không thể phủ nhận được sự thành công của biệt danh BRICS. Cái tên ban đầu, BRIC, do Jim O'Neill và các đồng nghiệp của anh ở Goldman Sachs nghĩ ra vào năm 2001 để nêu bật tỉ lệ đóng góp của nhóm bốn quốc gia này trong GDP toàn cầu và tỉ lệ tăng trưởng cao hơn so với các nhóm quốc gia có nền kinh tế vững mạnh như G7. Nhưng phân tích của O'Neill chủ yếu tập trung vào khía cạnh chính trị chứ không phải kinh tế. Ngoài những thực tế căn bản về quy mô và tốc độ tăng trưởng, O'Neill kêu gọi mọi người suy nghĩ lại về mô hình quản lý quốc tế của G7 để giảm bớt vai trò của châu Âu và đẩy mạnh vai trò của các nền kinh tế đang lên theo công thức mới: $G5 + BRICs = G9$.

Trong nhóm G9 mà O'Neill đề xuất, ông cố tình che giấu những sự khác biệt trong quá trình phát triển xã hội, bao gồm những nguyên tắc bất di bất dịch như quyền dân sự và luật pháp, với bình luận "Những thành viên khác cần ghi nhận rằng không phải tất cả các nước thành viên đều phải giống nhau." Ông thấy rằng BRICS hoàn toàn không đồng nhất như các mô hình kinh tế: "Bốn nước đang được xem xét ở đây khác xa nhau về mặt kinh tế, xã hội và chính trị."

Cách mà công trình ban đầu của O'Neill biến hóa từ một tuyên ngôn chính trị thành một chủ đề đầu tư



được giải thích rõ nhất bởi xu hướng của các nhân viên kinh doanh của Phố Wall hứa hẹn những điều tốt đẹp với khách hàng. Nhưng rất khó để đổ lỗi cho O'Neill về chuyện này, ông đã đề ra một kế hoạch chính trị, và nó hiệu quả. Đến năm 2008, trên thực tế, G7 chỉ còn mang tính tượng trưng, trong khi G20, bao gồm BRICS, mới là những người kiểm soát hệ thống tiền tệ quốc tế. O'Neill đã tiên đoán đúng rằng, trong thế giới toàn cầu hóa hậu Chiến tranh Lạnh, nền kinh tế đã trở thành vấn đề chính trị. Sản lượng kinh tế đã lấn át xã hội dân sự và các phép đo truyền thống khác về vị thế trong các nhóm lãnh đạo toàn cầu. Khái niệm BRICS chưa bao giờ là một luận văn về chủ đề đầu tư, nó là một mệnh lệnh chính trị, và nó đã thu hút sự chú ý của thế giới.

Thành công của BRICS để ra hàng loạt những cái tên tương tự, trong đó có BELLS, bao gồm Bulgaria, Estonia, Latvia và Lithuania; GIPPS của các nước yếu ở EU, bao gồm Hy Lạp, Ireland, Ý, Bồ Đào Nha và Tây Ban Nha. Với tư cách một nhóm, có thể hiểu GIPPS là một tập con của EU, cùng sử dụng đồng euro và cùng thực hiện những điều chỉnh kinh tế nội bộ đầy gian khó. Trong nội bộ GIPPS, chúng ta nên phân biệt giữa một bên là Tây Ban Nha và Ý, hai nền kinh tế thực sự lớn chiếm gần 5% nền kinh tế toàn cầu, với bên kia là Bồ Đào Nha, Ireland và Hy Lạp, tổng sản lượng kinh tế của ba nước này cộng lại chưa được đến 1% tổng sản lượng toàn cầu. Xét tổng thể, BELLS và GIPPS có

nhiều điểm chung về kinh tế hơn BRICS, và những người khởi xướng ra hai khái niệm này có tư tưởng kinh tế rõ ràng, so với tầm nhìn nghiêng về chính trị của O'Neill và Goldman Sachs.



BELLs

BELLs là một nhóm nhỏ, hầu như không quan trọng, vì nền kinh tế của các thành viên cộng lại chỉ chiếm 0,2% GDP toàn cầu. Tuy nhiên, họ lại có tầm quan trọng rất lớn về mặt chính trị, vì bốn nước này hình thành nên biên giới phía Đông của EU, đồng thời là tiền tuyến chống đỡ cho châu Âu cũng như Nga và Thổ Nhĩ Kỳ, hai cường quốc lâu đời của phương Tây. Không giống như BRICS, BELLs có nhiều điểm chung. Ngoài việc cùng là thành viên của EU, cả bốn nước đều ấn định giá trị đồng tiền của mình theo đồng euro. Việc gắn chặt với đồng euro đã khiến BELLs phải thực hiện những điều chỉnh nội bộ và phá giá tiền tệ giống hệt các nước yếu của EU, vì họ không thể sử dụng công cụ phá giá tiền tệ như một công cụ để khắc phục nhanh các vấn đề về điều chỉnh kinh tế.

Các nhà kinh tế học than phiền rằng, họ không thể thực hiện các thử nghiệm khoa học trên các nền kinh tế quốc gia, vì có nhiều biến không thể kiểm soát được và nhiều quy trình không thể tái lập được. Nhưng cũng có những trường hợp nhất định có đủ biến kiểm soát được để cho ra kết quả



thuyết phục khi theo đuổi các chính sách trái ngược nhau trong những điều kiện tương tự nhau. Gần đây, người ta đã tiến hành hai thử nghiệm như vậy liên quan đến BELLS: thử nghiệm thứ nhất so sánh BELLS và GIPPS; thử nghiệm thứ hai so sánh từng nước của BELLS với nhau.

Các thử nghiệm thường được tiến hành bằng cách kiểm soát những biến nhất định của tất cả các đối tượng rồi đo lường sự khác nhau trong những nhân tố không được kiểm soát.

Biến kiểm soát đầu tiên của thử nghiệm trong thế giới thực này là cả BELLS và GIPPS đều không phá giá đồng tiền của mình. BELLS vẫn định giá đồng tiền của mình theo đồng euro và không phá giá. Thật vậy, Estonia đã gia nhập Eurozone vào ngày 1 tháng 1 năm 2011, giữa đỉnh điểm của phong trào bài euro, còn Latvia gia nhập ngày 1 tháng 1 năm 2014.

Biến kiểm soát thứ hai là độ sâu của cuộc sụp đổ kinh tế trong cả BELLS lẫn GIPPS bắt đầu vào năm 2008 và tiếp tục kéo dài sang năm 2009. Trong hai năm này, mỗi nước thuộc BELL bị sụt giảm khoảng 20% sản lượng và tỉ lệ thất nghiệp lên đến 20%. Mức sụt giảm sản lượng của GIPPS trong cùng kỳ thấp hơn một chút.

Biến kiểm soát thứ ba là cả BELLS và GIPPS đều trải qua giai đoạn sản lượng sụt giảm, tỉ lệ thất nghiệp tăng và dòng vốn đầu tư nước ngoài đột ngột dừng lại trong năm 2008

và năm 2009. Đồng thời, Chính phủ những nước này chưa bao giờ xem xét công cụ phá giá một cách nghiêm túc, bất chấp những lời cảnh báo từ các học giả.

Từ những điều kiện ban đầu có thể so sánh được này, các nhóm nước lại theo đuổi những chính sách trái ngược nhau. Khởi đầu, GIPPS không ngừng theo đuổi chính sách kích thích kinh tế và chỉ cắt giảm những khoản không đáng kể trong chi tiêu Chính phủ. Thực tế là từ năm 2010 đến năm 2011, số nhân viên Chính phủ của Hy Lạp còn tăng lên. GIPPS giải quyết các vấn đề tài khóa chủ yếu thông qua việc tăng thuế. GIPPS mới chỉ bắt đầu quy trình điều chỉnh nội bộ bằng cách giảm chi phí đơn vị lao động vào năm 2010 và cải cách thị trường lao động vào năm 2013; còn lại phần lớn các vấn đề khác vẫn không có gì thay đổi.

Ngược lại, BELLS ngay lập tức áp dụng các biện pháp quyết liệt để đưa nền tài khóa quốc gia vào khuôn khổ. Họ bắt đầu tăng trưởng mạnh mẽ trở lại từ đầu năm 2010 và hiện nay đang có tỉ lệ tăng trưởng cao nhất EU. Cú lợi ngược dòng của BELLS hết sức ngoạn mục. Nền kinh tế của Latvia thu hẹp 24% trong năm 2008 - 2009, rồi tăng trưởng hơn 10% trong năm 2011 - 2012. Estonia thu hẹp 20% trong năm 2008 - 2009 rồi tăng vọt 7,9% trong năm 2011. Nền kinh tế Lithuania không bị ảnh hưởng nghiêm trọng như các nước khác trong BELLS và tăng trưởng 2,8% trong năm 2008, giảm trong năm 2009 rồi nhanh chóng hồi phục và tăng trưởng 5,9% trong năm 2011. Mẫu hình sụp đổ rồi



tăng trưởng mạnh của các nước BELLS Baltic chính là mẫu hình chữ V kinh điển đã được thảo luận nhiều nhưng hiếm gặp trong những năm gần đây, vì Chính phủ các nước như Mỹ sử dụng công cụ in tiền để bỏ qua mẫu hình V, để lại một nền kinh tế có tăng trưởng nhưng yếu ớt kéo dài.

Làm cách nào để giải thích về sự xoay chuyển ngoạn mục của các nền kinh tế Baltic so với các nước yếu ở EU? Anders Åslund, một học giả ở Viện Kinh tế Quốc tế Peterson ở Washington, D.C., đồng thời là chuyên gia về các nền kinh tế châu Âu và Nga, đã viết rất thấu đáo về chủ đề này. Ông đưa ra vài nhân tố cụ thể đóng góp vào thành công ở các Baltic và sự thất bại ở các nước phía Nam châu Âu về mặt kinh tế từ năm 2009 đến năm 2012. Ông cho rằng, khi đối mặt với tình trạng nền kinh tế bị thu hẹp nghiêm trọng, quốc gia bị ảnh hưởng phải theo sát cuộc khủng hoảng và biến nó thành lợi thế chính trị. Thủ lĩnh chính trị nào giải thích cặn kẽ về những lựa chọn kinh tế với người dân sẽ giành được sự ủng hộ cho những chính sách nghiêm khắc. Trong khi các nhà lãnh đạo ở Mỹ và các nước ở phía Nam châu Âu – những người phủ nhận mức độ nghiêm trọng của vấn đề, sẽ thấy tính chất cấp bách của vấn đề giảm dần và qua thời gian, người dân càng ngày càng kém sẵn lòng chấp nhận những sự hy sinh cần thiết. Åslund cũng hối thúc các quốc gia đang đối mặt với khủng hoảng kinh tế nên trọng dụng những nhà lãnh đạo mới với những ý tưởng mới. Quyền lợi bất di bất dịch cộng với tư duy lãnh đạo cũ



kỹ sẽ bám chặt lấy những chính sách thất bại, trong khi nhà lãnh đạo mới có thể mạnh tay cắt giảm chi tiêu Chính phủ nếu cần để hồi phục “sức khoẻ” cho nền tài khóa.

Åslund đề xuất rằng, những biện pháp khẩn cấp cần được truyền đạt rõ ràng, triển khai sớm và chú trọng vào cắt giảm chi tiêu nhiều hơn là tăng thuế. Người dân sẽ ủng hộ những chính sách mà họ hiểu, nhưng lại tỏ thái độ nước đôi trước nhu cầu cắt giảm chi tiêu nếu các chính trị gia dùng lời lẽ hoa mỹ để che đậy tình hình và kéo dài quy trình. Åslund cũng nói rằng, “việc điểm mặt chỉ tên các thủ phạm rất hữu dụng”. Trong trường hợp của Latvia, năm 2006, nền kinh tế bị thống trị bởi ba đầu sỏ kinh tế, và 51% số ghế trong nghị viện thuộc về những đảng phái mà họ kiểm soát. Các chính trị gia theo phe cải cách đã thực hiện chiến dịch chống tham nhũng nhắm vào ba đầu sỏ kinh tế này, và đến năm 2011, tỉ lệ số ghế mà họ kiểm soát trong nghị viện giảm còn 13%. Hoa Kỳ cũng có những ngân hàng “bẩn”, nhưng thay vì yêu cầu họ phải có giải trình về những hoạt động vượt quá giới hạn trước khủng hoảng thì Chính phủ lại chọn cách cứu trợ họ.

Cuối cùng và cũng quan trọng nhất, Åslund nhấn mạnh rằng quy trình tái cơ cấu phải công bằng và được thực hiện dưới hình thức khế ước xã hội. Tất cả các khu vực trong xã hội, cả Chính phủ và phi Chính phủ, nghiệp đoàn và phi nghiệp đoàn, phải hy sinh để khôi phục sức mạnh của nền kinh tế. Liên quan đến Latvia, ông viết:



“Chính phủ cấm tăng gấp đôi tiền lương của các nhân viên dân sự cấp cao, đồng thời cắt giảm tiền lương của các quan chức đứng đầu, thay vì của các nhân viên công vụ bình thường, cụ thể, lương bộ trưởng bị giảm 35%.”

Một lần nữa, tiến trình trong các nước Baltic tương phản gay gắt với tiến trình ở các nước khác như Hoa Kỳ, nơi chỉ tiêu Chính phủ đã gia tăng kể từ khi cuộc khủng hoảng diễn ra. Ở Hoa Kỳ, lương, thưởng và chế độ đãi ngộ của hầu hết các nhân viên trong nghiệp đoàn công và Chính phủ được bảo vệ, trong khi các biện pháp điều chỉnh chủ yếu nhắm vào khu vực kinh tế tư nhân không thuộc nghiệp đoàn.

Åslund kết luận bằng việc lưu ý rằng, phần lớn những đề xuất này đã được các nước Baltic làm theo, còn các nước yếu ở phía Nam thì không mấy quan tâm. Kết quả là các nước Baltic giờ đây đang tăng trưởng mạnh mẽ, trong khi các nước yếu ở phía Nam của châu Âu mắc kẹt trong thời kỳ suy thoái kinh tế với những viễn cảnh hết sức bất bèn.

Thành công của BELLS trong việc nhanh chóng khôi phục tăng trưởng và khả năng cạnh tranh trái ngược hoàn toàn với GIPPS. Quá trình này ở các nước GIPPS đã kéo dài hơn 6 năm mà vẫn còn rất xa mới đạt được nền tài khóa bền vững. Các báo cáo từ vùng Baltic cho thấy những tin tức hết sức tích cực về những nền kinh tế ở đây. Bàn



về Estonia năm 2012, Paul Ames của CNBC viết, “Người mua chen chúc trong các cửa hàng thiết kế Bắc Âu và những nhà hàng mới ấn tượng ở Tallinn, thủ phủ thời trang cổ, còn các công ty công nghệ lớn thì than phiền rằng họ không thể tìm được người cho những vị trí còn trống.” BELLS cũng tận dụng tốt vốn nhân lực và một lực lượng lao động có trình độ học vấn tương đối cao. Đặc biệt, Estonia đã trở thành trung tâm công nghệ cao mà hạt nhân là Skype – công ty thành công nhất của họ với hơn 400 người làm việc trong một khuôn viên đầy đủ tiện nghi cho nhân viên gần Tallinn.

Năm 2013, tờ *New York Times* đăng tải một bài viết về Latvia, phản ánh chính xác quỹ đạo sụp đổ nhanh chóng rồi hồi phục mạnh mẽ đã từng là mẫu hình điển hình của chu kỳ kinh doanh, nhưng giờ đây lại gần như bị Chính phủ các nước phương Tây né tránh, với cái giá phải trả là sự tăng trưởng trong dài hạn:

Khi bong bóng kinh tế được bơm bằng tín dụng phát nổ trong quốc gia nhỏ bé ở vùng Baltic này vào năm 2008, Didzis Kruminis, người điều hành một công ty kiến trúc nhỏ, đã sa thải nhân viên rồi đóng cửa công ty. Ông mất hết tinh thần, quan sát tình hình khi cơn khủng hoảng của Latvia trở nên trầm trọng hơn do chính sách thắt lưng buộc bụng nghiêm khắc dẫn đến việc cắt giảm mạnh tiền lương, việc làm và nguồn tài chính công dành cho trường học và bệnh viện.



Nhưng thay vì xuống đường phản đối, ông Krumins mua một chiếc máy kéo và bắt đầu chở gỗ đến làm nóng các nhà xưởng cần nhiên liệu. Thế rồi, khi nền kinh tế Latvia bắt đầu thoát khỏi thời kỳ thắt chặt chi tiêu đột ngột, ông quay lại với kiến trúc và hiện tại đang có 15 nhân viên, nhiều hơn 5 người so với trước đây.

Ngay cả IMF, tổ chức nhìn chung thường phản đối chính sách mạnh tay cắt giảm chi tiêu Chính phủ mà các nước Baltic sử dụng, cũng phải thừa nhận thành công của nhóm quốc gia này trong một bài phát biểu của Christine Lagarde – Giám đốc Điều hành IMF vào năm 2013 ở Riga:

Mặc dù thách thức vẫn đang tồn tại nhưng các bạn đã vượt qua. Các bạn đã trở lại, tăng trưởng mạnh mẽ và tỉ lệ thất nghiệp giảm. Các bạn đã giảm thâm hụt ngân sách và duy trì các hệ số nợ công ở mức thấp nhất trong Liên minh Châu Âu. Các bạn đã tăng khả năng cạnh tranh trên thị trường thế giới thông qua việc cắt giảm lương và giá cả. Các bạn đã lấy lại sự tự tin và giảm lãi suất thông qua các chính sách kinh tế vĩ mô hiệu quả. Chúng ta ở đây hôm nay để ăn mừng những thành tựu của các bạn.

Việc gắn chặt với đồng euro, và trong trường hợp của Latvia và Estonia là chuyển sang sử dụng đồng euro, đã chứng tỏ được hiệu quả to lớn trong câu chuyện hồi phục và tăng trưởng trong BELLS. Định giá một đồng tiền quốc gia theo đồng euro, và cuối cùng là sử dụng nó như đồng



tiền chính thức, đã loại bỏ tính chất bất định của tỉ giá hối đoái đối với các đối tác thương mại, nhà đầu tư và người cho vay. Lợi ích của việc thiết lập sự chắc chắn về mặt kinh tế đã được minh hoạ trong một báo cáo mới đây của Bloomberg:

Hôm nay, nền kinh tế của Estonia đang tăng trưởng nhanh nhất trong khối sử dụng đồng euro, người tiêu dùng và các doanh nghiệp đang phải trả mức lãi suất thấp hơn, và mối quan hệ giao thương với Phần Lan – một nước thành viên sử dụng đồng euro, đồng thời là đối tác thương mại chính của Estonia – được thắt chặt hơn bao giờ hết.

Theo Priit Perens – Tổng Giám đốc của Swedbank AS, chủ nợ lớn nhất của Estonia, thành viên của ngân hàng Swedbank có trụ sở tại Stockholm cho rằng, “Điều quan trọng nhất là chúng tôi đã chấm dứt tất cả những suy đoán về khả năng phá giá” của đồng kroon. Nỗi lo sợ rằng tất cả các nước Baltic cuối cùng sẽ phá giá tiền tệ đã ảnh hưởng tiêu cực đến sự tự tin của các nhà đầu tư trong suốt một thời gian dài. Nếu phá giá tiền tệ, có lẽ Estonia đã phải hứng chịu thiệt hại nặng nề vì các ngân hàng của họ đã bắt đầu cho vay bằng đồng euro từ trước nước này chuyển đổi sang đồng tiền chung. Việc thanh toán những khoản nợ tính theo euro bằng một đồng kroon đã bị phá giá có thể tạo ra gánh nặng đến mức khiến các doanh nghiệp và người tiêu dùng suy sụp.

Lithuania và Bulgaria lại là một thử nghiệm trong thử nghiệm, vì họ không theo đuổi các biện pháp củng cố tài



khóa một cách quyết liệt như Latvia và Estonia và kết quả là không hồi phục mạnh mẽ bằng. Nhưng nhìn chung, BELLS đã triển khai biện pháp củng cố tài khóa và các biện pháp cải cách khác một cách nghiêm ngặt hơn rất nhiều so với GIPPS, và phần thưởng dành cho họ là những mức nợ và thâm hụt ngân sách bền vững, thặng dư mậu dịch, thứ hạng tín dụng tăng lên.

Nếu không phải là thí nghiệm được kiểm soát hoàn hảo thì sự đối chiếu giữa những lựa chọn chính sách của BELLS và GIIPS cũng là một nghiên cứu tình huống tốt. Các kết quả cho thấy rằng sự thận trọng về mặt kinh tế đã hiệu quả, còn phe ủng hộ Keynes đã thua. Kết quả không có gì bất ngờ, dựa vào thành tích ảm đạm của học thuyết Keynes qua nhiều thập kỷ và việc thiếu bằng chứng thực nghiệm để hỗ trợ cho những tuyên bố của mình. Nhưng trong nhiều thập kỷ nữa, ví dụ của BELLS vẫn sẽ gây ấn tượng với các nhà quan sát khách quan, những người tìm kiếm bằng chứng kinh tế thực nghiệm để đối chứng với các giả thuyết “salon”.

Hai trường hợp của BELLS và GIPPS minh họa cho cả lợi ích của việc củng cố nền tài khóa (trường hợp của BELLS) và chi phí của sự chậm trễ và phủ nhận (trường hợp của GIPPS). Bài học quan trọng hơn cả là: Việc phá giá tiền tệ không phải là điều kiện tiên quyết để phục hồi mà ngược lại, nó chỉ cản trở quá trình đó. Một đồng tiền mạnh, ổn định chính là thời nam châm thu hút vốn đầu tư và là chất



xúc tác cho thương mại mở rộng. Những “nguyên liệu” thiết yếu để nền kinh tế tăng trưởng nhanh sau một cuộc khủng hoảng là tinh thần trách nhiệm, sự minh bạch, nền tài khóa vững mạnh và có hy sinh, nhưng phải hy sinh một cách công bằng giữa các nhóm. Kinh nghiệm của BELLS từ năm 2008 đến năm 2014 để lại những bài học sâu sắc cho các nước yếu ở phía Nam châu Âu khi họ tiếp tục phải điều chỉnh trong những năm sắp tới.



BRICS

Trong khi BELLS đã tạo một bước đột phá trong việc minh họa những lợi ích của việc củng cố nền tài khóa thì nhóm nước BRICS mạnh hơn nhiều lại chưa giải quyết được những quan điểm cố hữu và đặt ra những nghi ngờ về tương lai của đồng đô-la Mỹ với vị thế là đồng tiền dự trữ hàng đầu thế giới.

Khi nhà lãnh đạo BRICS nhóm họp trong một hội nghị các Bộ trưởng Tài chính vào tháng 9 năm 2006 ở thành phố New York, họ cho thấy mọi dấu hiệu của việc tình hình đang tiến triển theo đúng “đơn thuốc” ban đầu của O'Neill, không hẳn với tư cách một liên minh kinh tế chặt chẽ mà với tư cách một thể lực chính trị nhiều hơn. Những cuộc họp này phát triển thành một hội nghị thượng đỉnh chính thức của các nguyên thủ quốc gia ở Yekaterinburg, Nga vào tháng 6 năm 2009, và những hội nghị thượng đỉnh này



tiếp tục ở cấp Bộ trưởng và nguyên thủ. Năm 2010, nhóm các nền kinh tế BRIC ban đầu bao gồm Brazil, Nga, Ấn Độ và Trung Quốc mời Nam Phi gia nhập hàng ngũ, và tên viết tắt được đổi thành BRICS. Vào tháng 4 năm 2011, Nam Phi lần đầu tiên tham dự hội nghị thượng đỉnh các nguyên thủ quốc gia của nhóm BRICS với tư cách thành viên chính thức ở Tam Á (Sanya), Trung Quốc.

O'Neill luôn luôn xem nhẹ ý tưởng rằng Nam Phi nên gia nhập khối BRICS, vì quy mô của nền kinh tế cộng với dân số và nạn thất nghiệp khiến quốc gia này không thể được xếp vào nhóm các nền kinh tế đang phát triển hàng đầu. Điều này đúng về mặt kinh tế, nhưng trớ trêu thay, việc có thêm Nam Phi lại chứng minh luận văn ban đầu của O'Neill rằng dự án BRIC mang tính chính trị hơn là kinh tế. Những BRICS khác nằm ở Đông Âu, châu Á và Mỹ La-tinh. Lục địa châu Phi là khe hở dễ nhận ra trong cái bắt tay của phương Đông và phương Nam nhằm chống lại phương Tây. Nam Phi, với vị thế là nền kinh tế lớn nhất ở châu Phi, đã lấp đầy khe hở này bằng cơ sở hạ tầng tiên tiến và đội ngũ lao động có trình độ học vấn cao, bất chấp quy mô tương đối nhỏ.

Không thể phủ nhận tầm quan trọng của toàn bộ nền kinh tế kết hợp từ 5 nước BRICS. Họ chiếm hơn 40% dân số toàn cầu, 20% sản lượng kinh tế toàn cầu và 40% tổng dự trữ ngoại hối. Các quốc gia thuộc khối BRICS đã nổi lên như đối trọng của nhóm G7 ban đầu bao gồm những nền



kinh tế phát triển nhất và những nhà lãnh đạo quyền lực nhất bên trong một G20 bao quát hơn. Tuy nhiên, BRICS không thực hiện bất kỳ biện pháp nào để hội nhập nền kinh tế của họ vào một khu vực thương mại tự do hay liên minh tiền tệ kiểu EU, trừ khi dựa trên cơ sở song phương hạn chế. Ảnh hưởng chính của BRICS từ trước đến nay là vị thế của họ trong nền quản trị toàn cầu và tương lai của hệ thống tiền tệ quốc tế.

Các nhà lãnh đạo trong BRICS bắt đầu bầu ra những vị trí mới cấp tiến để phụ trách năm vấn đề then chốt: biểu quyết IMF, biểu quyết UN, trợ giúp đa phương, trợ giúp phát triển, và thành phần dự trữ toàn cầu. Bản tuyên ngôn của họ không yêu cầu gì hơn là cân nhắc lại hoặc xóa bỏ những dàn xếp hậu Chiến tranh Thế giới II đã được thiết lập tại Bretton Woods và San Francisco, dẫn đến sự ra đời của những hình thức sơ khai của Quỹ tiền tệ Thế giới, Ngân hàng Thế giới và Liên Hiệp Quốc. BRICS khẳng định rằng trừ khi những định chế đó được cải cách để bao quát cả những ưu tiên của BRICS, còn không thì các quốc gia thuộc khối BRICS sẽ thực hiện những biện pháp cụ thể để xây dựng các định chế riêng nhằm thực hiện chức năng của họ trên cơ sở khu vực. Sự phát triển của những định chế như vậy chắc chắn sẽ thu hẹp vai trò của những định chế mà chúng thay thế. Không rõ những đề xuất này có phải là bình phong để thúc đẩy cải tổ thực sự trong những diễn đàn hiện tại hay không, hoặc liệu rằng họ có những kế hoạch



chặt chẽ để triển khai theo đường lối đã công bố hay không. Có lẽ cả hai đều đúng. Dù sao, trong bất kỳ trường hợp nào thì BRICS cũng không muốn chấp nhận hệ thống tiền tệ và quản trị quốc tế như hiện nay.

Cụ thể, BRICS yêu cầu tăng số lượng thành viên thường trực của Hội đồng Bảo an Liên Hiệp Quốc để Brazil và Ấn Độ có thể gia nhập, bên cạnh Nga và Trung Quốc đã là thành viên. Yêu cầu này sẽ nâng tổng số thành viên thường trực lên bảy và BRICS có bốn ghế – có thể gọi là chiếm đa số. Hoa Kỳ là cái tên không thể loại bỏ khỏi danh sách, nhưng việc có thêm Brazil hay Ấn Độ sẽ củng cố đáng kể vị thế của BRICS trong những cuộc đàm phán hậu trường trước những đợt biểu quyết chính thức của Hội đồng Bảo an. Sự có mặt của Brazil và Ấn Độ cũng sẽ gia tăng cơ hội cho BRICS ngồi vào ghế Chủ tịch Hội đồng Bảo an luân phiên – vị trí cho phép quốc gia chủ tọa lên nghị trình và tác động đến các quy trình của Hội đồng Bảo an.

Các quốc gia thuộc khối BRICS, đặc biệt là Trung Quốc, cũng hối thúc việc cải tổ quy trình biểu quyết ở IMF. Nếu dân số, dự trữ và sản lượng kinh tế là những tiêu chí phù hợp thì sức mạnh biểu quyết hiện tại ở IMF đang nghiêng về phía có lợi cho các nước Tây Âu và bất lợi cho BRICS. Các nhà lãnh đạo của IMF nhận ra điều này, và Giám đốc Christine Lagarde đã thẳng thắn ủng hộ những biện pháp cải tổ biểu quyết cần thiết (được gọi là “tiếng nói” trong ngôn ngữ của IMF), nhất là trong những vấn đề liên quan



đến Trung Quốc. Khó khăn nằm ở việc thuyết phục các quốc gia như Bỉ và Hà Lan giảm bớt tiếng nói của mình vì Trung Quốc. Quá trình này đã kéo dài nhiều năm. Để thúc đẩy tiến trình cải tổ biểu quyết, BRICS đã “chơi chiêu” bằng cách ra điều kiện cho những cam kết của BRICS trong việc đáp ứng những cơ sở cho vay mà IMF rất cần. Con át chủ bài của BRICS trong cuộc chơi này là thành lập một định chế cho vay dự trữ đa phương nếu IMF không cho phép họ gia tăng quyền lực biểu quyết.

Kế hoạch chi tiết cho những giải pháp thay thế IMF và Ngân hàng Thế giới của BRICS là kết quả chính của hội nghị thượng đỉnh các nước BRICS diễn ra vào tháng 3 năm 2013 ở Durban, Nam Phi. Kết thúc hội nghị, BRICS đã đưa ra một thông cáo, trong đó có đoạn:

Chúng tôi đã chỉ định các Bộ trưởng Tài chính của BRICS xem xét tính khả thi và khả năng tồn tại của việc thiết lập một Ngân hàng Phát triển Mới để huy động các nguồn lực cho cơ sở hạ tầng, và chúng tôi rất hài lòng khi thấy rằng việc thiết lập một Ngân hàng Phát triển Mới hoàn toàn khả thi và có thể thực hiện được. Chúng tôi đã đồng ý thành lập Ngân hàng Phát triển Mới...

Chúng tôi đã giao nhiệm vụ cho các Bộ trưởng Tài chính và Thống đốc Ngân hàng Trung ương của BRICS tìm hiểu quá trình xây dựng một mạng lưới an ninh tài chính thông qua



việc thiết lập một Dân xếp dự trữ cho những tình huống phát sinh (Contingent Reserve Arrangement - CRA) giữa các nước BRICS. Chúng tôi thấy rằng việc thành lập CRA với quy mô ban đầu 100 triệu đô-la hoàn toàn khả thi.

Chúng tôi kêu gọi cải tổ các Định chế Tài chính Quốc tế để họ mang tính đại diện cao hơn và phản ánh được vị thế đang ngày một tăng lên của BRICS. Chúng tôi bày tỏ sự quan ngại về tiến độ chậm trễ của quá trình cải tổ ở IMF.

Hội nghị thượng đỉnh BRICS cũng đặc biệt tập trung vào vai trò của đồng đô-la Mỹ như đồng tiền dự trữ hàng đầu thế giới, và khả năng thay thế nó bằng SDR:

Chúng tôi ủng hộ việc cải tổ và cải tiến hệ thống tiền tệ quốc tế, với một hệ thống tiền tệ dự trữ quốc tế trên diện rộng đem lại sự ổn định và chắc chắn. Chúng tôi hoan nghênh mọi cuộc thảo luận về vai trò của SDR trong hệ thống tiền tệ quốc tế hiện tại, bao gồm thành phần của rổ tiền tệ SDR.

Cuối cùng, để xóa tan mọi nghi ngờ về việc RBICS là một dự án chính trị chứ không phải dự án kinh tế, Hội nghị Thượng đỉnh Durban dành phần lớn thời gian để thảo luận về những chủ đề như: cuộc khủng hoảng ở Syria, một nhà nước Palestine độc lập, những dân xếp ở Israel, hoạt động phát triển vũ khí hạt nhân của Iran, cuộc chiến tại Afghanistan, tình hình bất ổn ở Congo và các vấn đề thuần túy địa chính trị khác.



BRICS tái khẳng định cam kết đối với cơ sở cho vay đa phương mới của họ tại Hội nghị Thượng đỉnh các nước BRICS ở St. Petersburg vào ngày 5 tháng 9 năm 2013, trong khuôn khổ hợp tác với Hội nghị Thượng đỉnh các Nhà lãnh đạo G20. Tại đây, BRICS đồng ý rằng phần đóng góp của họ cho quỹ mới sẽ là Trung Quốc 41%; mỗi nước Nga, Brazil và Ấn Độ 18%; Nam Phi 5%.

Trong đoạn kết bất ngờ liên quan đến vụ kẻ đào ngũ Edward Snowden tiết lộ việc Hoa Kỳ bí mật theo dõi đồng minh, vào tháng 9 năm 2013, Brazil công bố kế hoạch xây dựng mạng lưới cáp quang dưới biển dài 20.000 dặm từ Fortaleza, Brazil đến Vladivostok, Nga, với các đường liên kết ở Cape Town, Nam Phi; Chennai, Ấn Độ và Sán Đầu (Shantou), Trung Quốc sẽ được hoàn tất trước năm 2015. Hệ thống này chẳng khác nào một mạng Internet BRICS với mục đích thoát khỏi sự giám sát của Hoa Kỳ. Lâu nay, Hoa Kỳ vốn luôn xuất sắc trong việc khai thác cáp biển, vậy nên tình hình an ninh thực tế của hệ thống mới là chuyện chưa có gì chắc chắn. Tuy vậy, bản chất độc quyền của hệ thống này có thể dễ dàng được điều chỉnh cho một hệ thống thanh toán liên ngân hàng BRICS, tạo điều kiện thuận lợi cho việc sử dụng bất kỳ hình thức thay toán nào do BRICS tài trợ để thay thế đồng đô-la.

Bên cạnh những cuộc họp thường kỳ của các nhà lãnh đạo BRICS, rất nhiều định chế bổ trợ mờ ám được dựng lên quanh BRICS, trong đó có Hội đồng Chuyên gia Cố vấn



BRICS, Hội đồng Kinh doanh BRICS và một văn phòng BRICS ảo. BRICS cũng đang điều phối chính sách ngoại giao thông qua cuộc họp giữa các Bộ trưởng Ngoại giao diễn ra song song với cuộc họp thường niên của Đại Hội đồng Liên Hiệp Quốc ở New York. Những sáng kiến này đã sinh ra một lớp chuyên gia điều phối quốc tế mới: “Nhà đàm phán BRICS” (*BRICS Sherpa*) và “Phái đoàn đàm phán” (*Sous-Sherpas*) của họ. Những định chế này tạo thành tổ chức một cuộc họp kín đáng gờm ngay trong lòng những diễn đàn đa phương khác do IMF, UN và G20 chủ trì.

Ngày nay, BRICS phải được xem như một thế lực kinh tế và chính trị mạnh, bất chấp việc gần đây, tỉ lệ tăng trưởng ở một số nước thành viên, đặc biệt là Trung Quốc, bị giảm sút. Chúng ta không thể phớt lờ những dấu ấn của BRICS trong các vấn đề về lãnh thổ, dân số, sản lượng, tài nguyên thiên nhiên và dự trữ tài chính trên toàn cầu. Thế giới nên dự liệu trước về sự hội tụ dần dần giữa tầm nhìn của BRICS và các định chế truyền đời của phương Tây, vì BRICS đã tìm ra những chính sách và quy trình để liên kết chúng lại.

Sự hội tụ này có nhiều mặt, nhưng tất cả có thể tóm gọn trong một chủ đề duy nhất: Vai trò của đồng đô-la trên phạm vi quốc tế bị suy yếu, và khả năng của Hoa Kỳ cũng như các đồng minh thân cận trong việc tác động đến kết quả trong các diễn đàn quan trọng và trong các cuộc tranh cãi địa chính trị. Có thể trong các tài liệu nghiên cứu sơ lược của O’Neill, xuất phát điểm của BRICS khá khiêm tốn



nhưng nhóm này đã dần dần vững mạnh và có chỗ đứng của riêng mình.



TỔ CHỨC HỢP TÁC THƯỢNG HẢI

Giới chuyên gia phân tích ở Phố Wall không phải là những người duy nhất nhìn thấy sự tương đồng giữa các nền kinh tế thị trường đang nổi, vì những năm gần đây, nhiều nhóm khu vực khác ngày càng cho thấy tầm quan trọng của mình trên trường quốc tế. Những liên minh này, dựa trên sự gắn gũi về địa lý hay cộng đồng chia sẻ chung lợi ích, đang bắt đầu thách thức những dàn xếp thời hậu chiến của những nền kinh tế hàng đầu phương Tây. Họ bao gồm Tổ chức Hợp tác Thượng Hải (Shanghai Cooperation Organization - SCO) và Hội đồng Hợp tác Vùng Vịnh (Gulf Cooperation Council - GCC). Một lần nữa, những nhóm này chia sẻ chủ trương giảm bớt vai trò đồng tiền dự trữ hàng đầu của đồng đô-la Mỹ. Chương trình nghị sự của họ vượt ra ngoài các khu vực tự do mậu dịch và thị trường chung vốn đang hiện diện khắp thế giới, bao gồm cả chiến lược, quân sự, tài nguyên và sáng kiến tiền tệ quốc tế. Tùy thuộc vào việc hiệu quả mà những nhóm này đạt được trong việc theo đuổi chương trình nghị sự và vượt qua các đối thủ nội bộ, họ có thể đảm nhận vai trò quan trọng trong bất cứ công cuộc cải tổ hay tiến trình phát triển nào của hệ thống tiền tệ quốc tế từ hiện trạng ngày nay.



Tổ chức Hợp tác Thượng Hải được thành lập vào tháng 6 năm 2001 như hậu duệ của tổ chức tiền thân là Thượng Hải Ngũ Quốc (Shanghai Five). Thành viên của SCO chính là những thành viên cũ của Thượng Hải Ngũ Quốc – Nga, Trung Quốc, Kazakhstan, Kyrgyzstan và Tajikistan, cộng thêm thành viên mới là Uzbekistan. Tuy nhiên, Ấn Độ, Iran và Pakistan là ba trong số các nước quan sát viên của SCO. Tổ chức này cũng thường xuyên mời các nước cộng hòa Xô Viết cũ và các thành viên của Hiệp hội các Quốc gia Đông Nam Á (ASEAN) tham dự những cuộc họp của mình.

Sự ra đời của SCO bắt nguồn từ các vấn đề an ninh đặc thù của các quốc gia thành viên, trong đó có việc đàn áp các khuynh hướng ly khai ở Caucasus, Tây Tạng và Đài Loan. Các thành viên cũng chia sẻ mối quan tâm đối với mục tiêu triệt hạ Al Qaeda cũng như các nhóm khủng bố khác ở Chechnya và miền Tây Trung Quốc. Nhưng SCO nhanh chóng phát triển thành một đối trọng của NATO ở châu Á. Nước Nga nhận được sự hỗ trợ của Trung Quốc trong các cuộc chạm trán với NATO ở Đông Âu, còn Trung Quốc nhận được sự ủng hộ của Nga trong các cuộc chạm trán với Hoa Kỳ ở Đông Á. Trong bối cảnh này, không có gì ngạc nhiên khi SCO từ chối đơn xin làm quan sát viên của Hoa Kỳ trong năm 2005.

Bên cạnh việc tiến hành các cuộc tập trận quân sự chung và hợp tác trong hàng chục dự án cơ sở hạ tầng quy mô lớn liên quan đến năng lượng, viễn thông và nước, SCO



cũng đã phát động nhiều sáng kiến trong lĩnh vực ngân hàng và tài chính đa phương phù hợp với tương lai của hệ thống tiền tệ quốc tế. Hội đồng Thủ tướng của SCO đã ký một thỏa thuận trong hội nghị thượng đỉnh của tổ chức tại Matsxcova vào ngày 26 tháng 10 năm 2005, thành lập Tập đoàn Liên ngân hàng SCO (SCO Interbank Consortium) nhằm mục đích tạo điều kiện thuận lợi cho sự hợp tác kinh tế giữa các ngân hàng trung ương trong tổ chức, các hoạt động tài trợ dự án cơ sở hạ tầng chung, và sự hình thành của các tổ chức cho vay phát triển chuyên biệt hóa dành riêng cho các nước thành viên.

Ở Hội nghị các Thủ tướng SCO ở Astana, Kazakhstan vào tháng 10 năm 2008, Thủ tướng Trung Quốc Ôn Gia Bảo và Thủ tướng Nga Vladimir Putin phê chuẩn đơn xin gia nhập của Iran, cho phép quốc gia này trở thành thành viên chính thức của SCO. Tại hội nghị, Phó Tổng thống Iran Parviz Davoudi phát biểu, “Tổ chức Hợp tác Thượng Hải là nơi thích hợp cho việc thiết kế một hệ thống ngân hàng mới, độc lập với các hệ thống ngân hàng quốc tế.” Hội nghị Thượng đỉnh SCO tháng 6 năm 2009 diễn ra song song với Hội nghị Thượng đỉnh BRICS ở Yekaterinburg, Nga. Chủ tịch Trung Quốc Hồ Cẩm Đào và Tổng thống Nga Dmitry Medvedev tận dụng cơ hội này để ký kết một tuyên bố chung Trung - Nga kêu gọi cải tổ hệ thống tài chính toàn cầu và các định chế tài chính quốc tế, đồng thời tăng số ghế đại diện của các nền kinh tế đang phát triển trong IMF.



Vào ngày 13 tháng 9 năm 2013, Tổng thống mới đắc cử của Iran – ông Hassan Rouhani đã tổ chức một bữa tiệc ra mắt với cộng đồng quốc tế tại Hội nghị Thượng đỉnh SCO ở thủ đô Bishkek của Kyrgyzstan. Tại hội nghị, Iran nhận được sự ủng hộ nhiệt tình từ Nga, Trung Quốc và phần còn lại của SCO cho quyết định không can thiệp vào các chương trình làm giàu uranium của Iran.

Khi địa chính trị đang ngày càng quan trọng trên thương trường quốc tế chứ không còn bó hẹp trong lĩnh vực quân sự - ngoại giao, thì chúng ta nên chuẩn bị chứng kiến sự phát triển của SCO từ một liên minh an ninh thành một khu vực tiền tệ tiềm năng. Trên thực tế, quá trình này đã diễn ra một cách lén lút thông qua vai trò của các ngân hàng của Nga và Trung Quốc trong việc tạo điều kiện cho các giao dịch bằng đồng tiền mạnh của Iran, bất chấp lệnh trừng phạt mà Mỹ và EU áp dụng với hoạt động chuyển tiền của quốc gia này.

Giới tinh hoa truyền thống ở phương Tây nên lo ngại trước sự tương đồng của các chương trình nghị sự mà BRICS và SCO đưa ra đối với những vấn đề tiền tệ quốc tế. Người cầm lái là Nga và Trung Quốc, hai thành viên mạnh nhất của cả hai tổ chức. Có thể BRICS và SCO theo đuổi những chương trình nghị sự riêng biệt trong lĩnh vực quân sự và các mối quan hệ chiến lược, nhưng họ lại chung quan điểm về quyền biểu quyết ở IMF và chia sẻ mối ác cảm ngày một tăng đối với vai trò thống trị của đồng đô-la.



VÙNG VỊNH

Một liên minh chiến lược, gắn gũi về mặt địa lý khác, Hội đồng Hợp tác Vùng Vịnh (GCC), thực sự có tiềm năng hình thành nên một khu vực tiền tệ riêng, làm giảm vai trò của đồng đô-la Mỹ.

GCC được thành lập vào ngày 25 tháng 5 năm 1981, khi Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Ả Rập Saudi và Các Tiểu vương quốc Ả Rập thống nhất ký một hiệp ước ở Riyadh, Ả Rập Saudi. Từ đó đến nay, GCC chưa kết nạp thêm thành viên nào, mặc dù Morocco và Jordan hiện đang trong quá trình xét duyệt.

GCC không có mối liên hệ nào với Iraq hay Iran, bất chấp thực tế là cả hai quốc gia này đều tiếp giáp với Vịnh Ba Tư cũng như tất cả các nước thành viên GCC. Lý do rất rõ ràng. Iraq đã phá hủy mối quan hệ của họ với GCC bằng cuộc xâm lược Kuwait – một nước thành viên GCC – vào năm 1990. Iran không phải là ứng cử viên cho chiếc ghế thành viên GCC bởi sự khác biệt về sắc tộc và tôn giáo của họ với các quốc gia Ả Rập trong cùng Vịnh Ba Tư, và vì họ là kẻ thù nguy hiểm của Ả Rập Saudi. Nhưng hai thành viên tiềm năng là Jordan và Morocco lại hợp lý. Các thành viên hiện tại của GCC đều theo chế độ quân chủ Ả Rập. Jordan cũng vậy, còn Morocco là nền quân chủ nổi tiếng Ả Rập và là thành viên Liên đoàn Ả Rập. Mặc dù theo đuổi chính sách



kinh tế và thương mại tương đối tự do nhưng GCC vẫn là một câu lạc bộ của những vị vua còn lại ở Ả Rập.

GCC theo đuổi một con đường giống EU, trong đó họ đã triển khai thành công một thị trường chung vào năm 2008 và hiện đang tiến đến một đồng tiền duy nhất. Tầm quan trọng của GCC đối với hệ thống tiền tệ quốc tế nằm ở sáng kiến đồng tiền duy nhất của họ, hơn là ở các khía cạnh khác như hợp tác chiến lược và kinh tế – những vấn đề chủ yếu quan trọng trong khu vực chứ không phải trên trường quốc tế. Cũng như là trường hợp của đồng euro, việc áp dụng một đồng tiền chung trong GCC sẽ phải mất ít nhất mười năm mới có thể hoàn tất. Những vấn đề then chốt cần phải được giải quyết bao gồm hệ tiêu chuẩn đồng nhất cho chính sách tài khóa và tiền tệ của các thành viên, và quyền hạn của ngân hàng trung ương mới. Trước mắt, điều gây nhiều tranh cãi nhất là khía cạnh chính trị không thể tránh khỏi xoay quanh những vấn đề như vị trí địa lý của trụ sở ngân hàng trung ương, tư cách thành viên và quy trình quản trị của ban Giám đốc ngân hàng.

Các thành viên GCC vốn đã nằm trong một liên minh bán tiền tệ vì đồng tiền của mỗi nước đều được neo theo đồng đô-la Mỹ và do đó bị ràng buộc với những nước thành viên khác bằng tỉ giá hối đoái cố định. Tuy nhiên, mỗi thành viên GCC vẫn duy trì một ngân hàng trung ương độc lập. Cách dàn xếp này giống với Cơ chế Tỉ giá Châu Âu (European Rate Mechanism - ERM) tồn tại từ năm 1979



đến năm 1999 và là một tiền thân của đồng euro, mặc dù GCC thành công hơn ERM. ERM đã chứng kiến vô số lần trục trặc với những thỏa thuận về tỉ giá hối đoái giữa các thành viên.

Việc chuyển đổi từ cách dàn xếp hiện tại ở GCC sang một đồng tiền chung duy nhất có vẻ khá đơn giản. Tuy nhiên, những căng thẳng gần đây ở Eurozone đã khiến các thành viên GCC phải tạm dừng và ngăn cản tiến trình hội nhập tiền tệ. Trở ngại lớn nhất là việc điều hành một chính sách tiền tệ duy nhất với nhiều chính sách tài khóa khác nhau. Vấn đề này là một trong những nguyên nhân chủ yếu của cuộc khủng hoảng nợ công ở châu Âu. Các nước như Hy Lạp và Tây Ban Nha sa lầy vào những chính sách tài khóa không bền vững sử dụng nguồn tài trợ là nợ được phát hành bằng một đồng tiền mạnh, đồng euro, cho các nhà đầu tư, những người suy luận một cách sai lầm rằng nợ công tính theo đồng euro thì phải có sự ủng hộ ngầm của tất cả các thành viên Eurozone. Vấn đề cốt lõi đối với mọi liên minh tiền tệ đang trong quá trình đề xuất (như GCC) là làm thế nào để thi hành kỷ luật tài khóa giữa các thành viên khi có một ngân hàng trung ương duy nhất và một chính sách tiền tệ duy nhất. Mục đích của việc này là để ngăn chặn một vụ nghiêm nhiên hưởng lợi trên những nguyên tắc tài khóa của các thành viên mạnh hơn, như cách Hy Lạp đã từng thực hiện.



GCC đã chứng kiến vấn đề *nghiêm nhiên hưởng lợi* (free-rider) trong vụ sụp đổ của Dubai World năm 2009. Dubai là một phần của Các Tiểu vương quốc Ả Rập Thống nhất, cùng với sáu tiểu vương quốc khác, trong đó nổi bật nhất là Abu Dhabi. Các tiểu vương quốc sử dụng một đồng tiền chung duy nhất là dirham, được phát hành bởi một ngân hàng trung ương nằm ở Abu Dhabi.

Dubai World, một công ty tổ chức đầu tư, được thành lập vào năm 2006 bởi người cai trị của Dubai, Sheikh Mohammed bin Rashid Al Maktoum. Mặc dù Dubai World khẳng định rằng các khoản nợ của họ không được Chính phủ bảo lãnh, nhưng các nhà đầu tư vẫn xem chúng như một khoản nợ công của một tiểu vương quốc trong UAE. Từ năm 2006 đến năm 2009, Dubai World vay khoảng 60 tỉ đô-la để tài trợ cho các dự án cơ sở hạ tầng, bao gồm cao ốc văn phòng, căn hộ và hệ thống giao thông, khá nhiều trong số đó hiện nay vẫn không có ai sử dụng, hoặc sử dụng chưa hết công suất.

Vào ngày 27 tháng 11 năm 2009, Dubai World bất ngờ công bố rằng họ yêu cầu một lệnh *giữ nguyên hiện trạng* (standstill) giữa các chủ nợ và kêu gọi ban quản trị kéo dài thời hạn trả nợ. Chính vụ vỡ nợ này, chứ không phải bất kỳ sự kiện nào ở châu Âu, là chất xúc tác cho cuộc khủng hoảng nợ công châu Âu nhanh chóng nhấn chìm và kéo dài từ năm 2010 đến năm 2012. Cuối cùng, Abu Dhabi và Ngân hàng trung ương UAE đã can thiệp để giải cứu Dubai



World theo cách thức tương tự như EU và Ngân hàng Trung ương Châu Âu đã can thiệp để giải cứu Hy Lạp, Bồ Đào Nha, Ireland và Tây Ban Nha. Những bài học từ UAE và châu Âu luôn được Ả Rập Saudi, Qatar và các thành viên GCC giàu có khắc khắc cốt ghi tâm. Có lẽ GCC sẽ cần phải xây dựng được một hiệp ước tài chính GCC khả thi với nhiều điều khoản giới hạn chi tiêu thâm hụt ngân sách nếu muốn dự án đồng tiền chung tiến triển.

Một vấn đề lớn khác với dự án đồng tiền chung GCC là câu hỏi: Mệnh giá ban đầu của nó so với đồng đô-la Mỹ là bao nhiêu? Giá trị quá thấp sẽ lạm phát, giá trị quá cao sẽ giảm phát. Đây cũng chính là tình thế tiến thoái lưỡng nan mà Vương quốc Anh đã phải đối mặt khi họ quay trở lại với bản vị vàng vào năm 1925 sau khi đình chỉ nó vào năm 1914 để chống đỡ trong cuộc Chiến tranh Thế giới Thứ nhất. Vương quốc Anh sau đó đã mắc sai lầm khi thiết lập giá trị cho đồng bảng quá cao trong tương quan với vàng, dẫn đến giảm phát nghiêm trọng và góp phần gây ra cuộc Đại suy thoái.

Khi một quốc gia hoặc một nhóm nước neo đồng tiền của mình với đồng đô-la, họ có thể trông cậy hoàn toàn ở Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ trong việc thực thi chính sách tiền tệ của mình. Nếu FED muốn nói lỏng tiền tệ và nước đang neo theo đồng đô-la đang có thặng dư thương mại hoặc dòng vốn vào, thì nước đó phải in thêm tiền để mua



đô-la nếu muốn duy trì giá cả ổn định. Trên thực tế, chính sách nới lỏng tiền tệ của FED đã được xuất khẩu thông qua cơ chế tỉ giá hối đoái, cơ chế này buộc nước phụ thuộc cũng phải nới lỏng tiền tệ. Nếu nền kinh tế ở nước phụ thuộc mạnh hơn so với nền kinh tế Mỹ, chính sách nới lỏng tiền tệ này sẽ gây ra lạm phát, như điều đã xảy ra ở Trung Quốc và GCC kể từ năm 2008 đến nay. Giải pháp đơn giản nhất là bãi bỏ chế độ neo giá và cho phép đồng nội tệ tăng giá so với đồng đô-la. Giá trị đồng đô-la giảm như vậy chính là mục đích của FED khi họ áp dụng chính sách đồng đô-la giá rẻ.

Một giải pháp thay thế khác là duy trì một đồng tiền chung với một giá trị cố định theo một đồng tiền *khác* với đồng đô-la. Các chuyên gia tiền tệ đã đề xuất vài ứng cử viên thay thế, dễ thấy nhất là SDR – quyền rút vốn đặc biệt của IMF. Bản thân SDR được định giá theo một rổ tiền tệ, trong đó bao gồm đồng đô-la nhưng đồng euro, đồng bảng Anh và đồng yên chiếm tỉ trọng đáng kể. Điều quan trọng là, IMF vẫn duy trì được khả năng định kỳ thay đổi thành phần của rổ SDR, bổ sung các loại tiền tệ mới để phản ánh tốt hơn các mẫu hình thương mại, những thay đổi trong lợi thế so sánh, và hiệu quả kinh tế tương đối của những nước có đồng tiền nằm trong rổ. Một chính sách neo giá theo SDR sẽ giúp tương lai của đồng tiền chung GCC liên hệ chặt chẽ hơn với nền kinh tế ở các nước đối tác thương mại của nhóm và giảm tác động của FED đối với chính sách tiền tệ mà nhóm áp dụng.



Doanh thu và tốc độ tăng trưởng của các nền kinh tế thành viên GCC đang phụ thuộc rất nhiều vào xuất khẩu dầu mỏ. Biến động trong giá đô-la của dầu mỏ sẽ chuyển thành biến động trong hiệu quả kinh tế khi đồng tiền GCC neo theo đồng đô-la. Nếu vậy, theo logic, rõ SDR nên bao gồm cả giá đô-la của dầu. Làm vậy, giá trị trao đổi của đồng tiền GCC sẽ di chuyển song song với giá đô-la của dầu. Nếu FED theo đuổi một chính sách đô-la giá rẻ, gây ra lạm phát và đẩy giá đô-la của dầu tăng lên, đồng tiền GCC sẽ tự động tăng giá, giảm lạm phát trong GCC. Bằng cách này, đồng tiền GCC vừa có thể neo theo đồng đô-la mà vẫn không bị ảnh hưởng bởi chính sách đô-la giá rẻ của FED.

Còn một giải pháp hấp dẫn hơn, triệt để hơn cho vấn đề neo giá và có nhiều ý nghĩa quan trọng đối với tương lai của hệ thống tiền tệ quốc tế: *Định giá xuất khẩu dầu mỏ và khí gas tự nhiên bằng chính đồng tiền GCC*, nhờ đó cho phép thả nổi đồng tiền GCC trong tương quan với các đồng tiền khác. Điều này thực sự đánh dấu bước khởi đầu cho sự sụp đổ của đô-la với tư cách là đồng tiền chuẩn cho giá dầu, và nó sẽ tạo ra nhu cầu tức thời đối với đồng tiền GCC trên toàn cầu.

Xu hướng gạt bỏ đồng đô-la khỏi vị trí đồng tiền chuẩn cho giá dầu đã tăng mạnh vào cuối năm 2013. Đây là kết quả của những nỗ lực của Nhà Trắng để hợp pháp hóa vị thế quốc gia bá quyền của Iran ở khu vực Trung Đông. Ngấm ngầm từ năm 1945 và công khai từ năm 1974, Hoa Kỳ bảo



đảm an ninh cho Ả Rập Saudi để đổi lấy việc Ả Rập ủng hộ sử dụng đồng đô-la làm phương tiện trao đổi duy nhất trong xuất khẩu dầu mỏ, và cam kết mua vũ khí và cơ sở hạ tầng từ Hoa Kỳ. Cuối năm 2013, mối quan hệ kéo dài gần 70 năm này đã bị đặt vào diện nghi vấn nghiêm trọng khi Tổng thống Obama ký một công ước với Iran và thể hiện sự ngầm khoan dung đối với những tham vọng hạt nhân của người Iran.

Việc tái thiết lập mối quan hệ Hoa Kỳ - Iran xảy ra sau khi mối quan hệ giữa Ả Rập và Hoa Kỳ trở nên vô cùng căng thẳng vì Tổng thống Obama bỏ rơi Tổng thống Ai Cập Hosni Mubarak (năm 2011) - một đồng minh của Ả Rập, trong suốt thời gian nổ ra các cuộc nổi dậy Mùa xuân Ả Rập, và vì ông Obama không hỗ trợ các đồng minh Ả Rập trong cuộc Nội chiến Syria. Sau đó, Ả Rập đã chi hàng tỉ đô-la để giúp khôi phục chính quyền quân sự ở Ai Cập và đập tan phong trào Anh em Hồi giáo ở Ai Cập mà Tổng thống Obama ủng hộ. Gần đây hơn, Ả Rập công khai bày tỏ sự không hài lòng với Hoa Kỳ và kiên quyết chuyển sang mua vũ khí an ninh từ Nga, công nghệ hạt nhân từ Pakistan và sự hỗ trợ an ninh từ Israel. Liên minh Nga - Ai Cập - Ả Rập đã loại bỏ một trụ cột nữa đang chống đỡ đồng đô-la và hình thành nên một cộng đồng lợi ích chung giữa Ả Rập Saudi và Nga. Cộng đồng này vốn đã công bố sự ủng hộ đối với một hệ thống tiền tệ quốc tế không chịu ảnh hưởng bởi bá quyền của đồng đô-la.



Để đồng tiền chung GCC trở thành một đồng tiền dự trữ toàn cầu thực sự, đối lập với một đồng tiền giao dịch, GCC cần củng cố độ sâu của thị trường tài chính và cơ sở hạ tầng hơn nữa. Tuy nhiên, dựa trên các kết quả đánh giá lại mối quan hệ an ninh của Ả Rập Saudi với Hoa Kỳ, cộng thêm sự bành trướng của đồng euro và những nỗ lực của BRICS và SCO nhằm chuyển đổi sang vàng và thoát khỏi sự thống trị của đồng đô-la, chúng ta có thể tiên đoán rằng vai trò đồng tiền dự trữ quốc tế của đồng đô-la sẽ suy yếu khá nhanh chóng.



ĐẢO SONG SINH

Vương quốc Anh và Nhật Bản là hai quốc gia không tham gia vào cuộc điều tra của chủ nghĩa đa phương tiền tệ và xu hướng bất mãn gia tăng với hệ thống tiền tệ quốc tế. Vương quốc Anh là thành viên của NATO và EU, trong khi Nhật Bản là đồng minh hiệp ước quan trọng và lâu đời của Hoa Kỳ.

Cả hai quốc gia này đều không tham gia vào một liên minh tiền tệ nào, cũng không lớn tiếng phản đối sự thống trị của Hoa Kỳ trong các định chế tiền tệ quốc tế. Cả Nhật Bản và Vương quốc Anh vẫn sử dụng đồng tiền riêng và ngân hàng trung ương riêng. Họ thiết lập các trung tâm tài chính lần lượt ở Tokyo và London. Đồng yên Nhật và đồng bảng Anh đều được IMF chính thức công nhận là đồng



tiền dự trữ, và cả Nhật Bản lẫn Vương quốc Anh đều có thị trường trái phiếu lớn mạnh cần thiết để hỗ trợ vị thế đó.

Tuy nhiên, Nhật Bản và Vương quốc Anh lại yếu thế trong dự trữ vàng, chỉ có khoảng 25% lượng dự trữ vàng cần thiết để cân bằng với Hoa Kỳ hay Nga xét theo tỉ lệ vàng/GDP. Thậm chí tỉ lệ vàng/GDP của họ còn thấp hơn cả Trung Quốc, quốc gia vốn dĩ cũng đang thiếu vàng. Hoa Kỳ, Eurozone và Nga đều có đủ vàng để duy trì niềm tin vào đồng tiền của họ trong trường hợp xảy ra một cuộc khủng hoảng. Ngược lại, Nhật Bản và Vương quốc Anh hoàn toàn phụ thuộc vào đồng tiền pháp định. Cả hai nước đang tự đặt mình vào thế kẹt, với những cỗ máy in tiền, dự trữ vàng không đủ, không có đồng minh tiền tệ, và không có kế hoạch B.

Nhật Bản và Vương quốc Anh là một phần của một thử nghiệm tiền tệ toàn cầu mà Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ tiến hành. Thử nghiệm này đã được cựu Chủ tịch FED – Ben Bernanke trình bày trong hai bài phát biểu, một tại Tokyo vào ngày 14 tháng 10 năm 2012, và một tại London vào ngày 25 tháng 3 năm 2013. Trong bài phát biểu ở Tokyo năm 2012, ông Bernanke tuyên bố rằng Hoa Kỳ sẽ tiếp tục chính sách nới lỏng tiền tệ của mình thông qua việc nới lỏng định lượng trong tương lai có thể nhìn thấy được. Do đó, các đối tác thương mại có hai sự lựa chọn. Họ có thể neo giá đồng nội tệ theo đồng đô-la, cách này sẽ gây ra lạm phát – chính xác như những gì GCC đã trải qua. Hoặc, theo



Bernanke, các đối tác thương mại có thể cho phép đồng tiền của họ tăng giá – kết quả kỳ vọng của chính sách đồng đô-la giá rẻ mà ông ta áp dụng, cách này sẽ gây tổn hại đến xuất khẩu của nước đối tác. Với những đối tác thương mại phản nản rằng chuyện này chẳng khác nào tránh vỏ dưa gặp vỏ dừa khi phải chọn giữa lạm phát và xuất khẩu giảm, Bernanke giải thích rằng nếu FED *không* nói lòng, kết quả sẽ tồi tệ hơn cho họ: Một nền kinh tế Mỹ sụp đổ sẽ gây tổn hại đến cầu thế giới lẫn hoạt động thương mại trên thế giới, nhấn chìm các thị trường phát triển và đang nổi trong một cuộc suy thoái toàn cầu.

Bất chấp lý lẽ mà Bernanke đưa ra, chính sách đồng đô-la giá rẻ của ông ta có khả năng châm ngòi cho những đợt phá giá tiền tệ, hay còn gọi là chính sách “*đẩy hàng xóm đến chỗ ăn mày*” (beggar-thy-neighbor) – một cuộc chiến tiền tệ có thể dẫn đến một cuộc chiến thương mại, như đã xảy ra trong những năm 1930. Bernanke đã đề cập đến lo ngại này trong bài phát biểu vào năm 2013. Theo ông, vấn đề với những biện pháp phá giá trong thập niên 1930 là chúng diễn ra *kế tiếp nhau* chứ không phải đồng thời. Đáng lẽ, mỗi quốc gia đã phá giá tiền tệ trong giai đoạn đó đều có thể tăng trưởng và giành được thị phần xuất khẩu, nhưng để đạt được điều này thì những quốc gia không phá giá tiền tệ sẽ phải trả giá. Sự tăng trưởng kỳ vọng từ biện pháp phá giá tiền tệ là không tối ưu vì nó đi kèm với cái giá rất cao. Giải pháp của Bernanke là cả Mỹ,



Nhật, Vương quốc Anh và ECB tiến hành nới lỏng tiền tệ cùng lúc chứ không phải tuần tự. Trên lý thuyết, điều này sẽ kích thích bốn nền kinh tế lớn mà không gây ra chi phí tạm thời cho các đối tác thương mại:

Ngày nay, các nền kinh tế công nghiệp tiên tiến nhất vẫn đang mắc kẹt trong tình trạng phục hồi chậm từ sau cuộc Đại suy thoái. Tình trạng này thường kéo theo lạm phát, và ngân hàng trung ương ở những nước này đang áp dụng chính sách tiền tệ thích ứng để hỗ trợ tăng trưởng. Liệu những chính sách này có hình thành nên chính sách phá giá cạnh tranh? Ngược lại, vì chính sách tiền tệ có khả năng thích ứng trong đại đa số các nền kinh tế công nghiệp tiên tiến, nên sẽ không xảy ra những thay đổi lớn và dai dẳng trong các tỉ giá hối đoái giữa những nước này. Lợi ích của việc điều tiết tiền tệ trong các nền kinh tế tiên tiến không thể nào có được bằng cách thay đổi tỉ giá hối đoái mà thay vào đó, chúng đến từ sự hỗ trợ cho tổng cầu nội địa ở mỗi quốc gia hoặc mỗi khu vực. Hơn nữa, vì sự phát triển mạnh mẽ hơn trong mỗi nền kinh tế sẽ tạo ra lợi ích cho các đối tác thương mại nên những chính sách này không phải là việc “đẩy hàng xóm đến chỗ ăn mày”, mà đúng hơn chúng là những chính sách “giúp hàng xóm làm giàu”, một trò chơi có tổng dương.

Bài hùng biện “giúp hàng xóm làm giàu” của Bernanke đã phớt lờ những người hàng xóm trong các thị trường mới nổi như Trung Quốc, Hàn Quốc, Brazil, Thái Lan và



bất kỳ quốc gia nào phải tăng giá tiền tệ (đồng thời giảm xuất khẩu) để “tác động kích thích” của Bernanke phát huy tác dụng trong những nền kinh tế phát triển. Nói cách khác, xuất khẩu của Nhật Bản có thể hưởng lợi, nhưng kèm theo đó là xuất khẩu của Hàn Quốc bị thiệt hại. Có thể đây không phải là một cuộc chiến tiền tệ “tất cả chống lại tất cả” (all against all), nhưng vẫn là một cuộc chiến mà trong đó Hoa Kỳ, Vương quốc Anh và Nhật Bản chống lại các thành viên còn lại của G20.

Nhật Bản và Vương quốc Anh có một lý do khác để ủng hộ việc in tiền và chính sách phá giá tiền tệ mà FED hối thúc triển khai. Việc in tiền được thực hiện không chỉ nhằm mục đích thúc đẩy xuất khẩu mà còn để tăng lên giá nhập khẩu. Hàng hóa nhập khẩu đắt hơn sẽ gây ra lạm phát để bù đắp giảm phát – tình trạng đã kéo dài rất lâu ở Nhật Bản và là mối nguy hiểm cho Hoa Kỳ lẫn Vương quốc Anh. Trong trường hợp của Nhật Bản, lạm phát xuất hiện chủ yếu thông qua giá cả cao hơn đối với năng lượng nhập khẩu. Còn trong trường hợp của Hoa Kỳ và Anh Quốc, nó đến từ giá cả cao hơn đối với quần áo, đồ điện tử và những mặt hàng nguyên liệu thô và thực phẩm nhất định.

Cả Hoa Kỳ và Vương quốc Anh đều có tỉ lệ nợ/GDP xấp xỉ 100% và vẫn đang tăng, trong khi tỉ lệ nợ/GDP của Nhật Bản là hơn 220%. Đây là những con số cao kỷ lục trong lịch sử. Đối với các nhà đầu tư, xu hướng vận động của những tỉ lệ này quan trọng hơn là một con số tuyệt đối, và xu hướng



đang ngày một xấu đi. Cả ba quốc gia đều đang tiến tới một cuộc khủng hoảng nợ công nếu họ không thể điều chỉnh chính sách để từng bước giảm tỉ lệ nợ/GDP.

Tỉ lệ nợ/GDP được tính theo giá trị danh nghĩa chứ không phải giá trị thực. Nợ danh nghĩa cần phải được hoàn trả với mức tăng trưởng danh nghĩa trong thu nhập. Tỉ lệ tăng trưởng danh nghĩa bằng tỉ lệ tăng trưởng thực tế cộng với tỉ lệ lạm phát. Vì tăng trưởng thực tế rất yếu ớt nên các ngân hàng trung ương *phải* tạo ra lạm phát với hy vọng có thể tăng tỉ lệ tăng trưởng danh nghĩa và giảm tỉ lệ nợ/GDP. Khi chính sách cắt giảm lãi suất không còn khả thi vì lãi suất trên thực tế đã bằng 0 thì chính sách nới lỏng định lượng, vốn được thiết kế một phần nhằm mục đích nhập khẩu lạm phát thông qua phá giá tiền tệ, sẽ là kỹ thuật ưa thích của các ngân hàng trung ương.

Ngân hàng Anh (Bank of England - BOE) đã tham gia vào bốn đợt *nới lỏng định lượng* (quantitative easing - QE), bắt đầu từ tháng 3 năm 2009. Ba đợt tiếp theo được khởi động vào tháng 10 năm 2011, tháng 2 năm 2012 và tháng 7 năm 2012. Trong thời gian này, BOE đã ngừng mua tài sản nhưng vẫn tiếp tục chính sách lãi suất gần bằng 0. BOE rất thẳng thắn thừa nhận thực tế rằng họ đang nhắm vào tăng trưởng danh nghĩa chứ không phải tăng trưởng thực, mặc dù họ cũng hy vọng rằng nhờ đó tỉ lệ tăng trưởng thực có thể tăng lên. Họ giải thích về việc mua trái phiếu để nới lỏng định lượng như sau: “Mục đích từ trước đến nay của



việc mua trái phiếu là để trực tiếp bơm tiền vào nền kinh tế nhằm thúc đẩy cầu danh nghĩa. Cho dù sử dụng các phương tiện khác nhau để thực thi chính sách tiền tệ, nhưng mục tiêu vẫn không đổi – để đạt được mục tiêu lạm phát 2% trên thước đo chỉ số CPI của giá tiêu dùng.”

Tình hình tại Nhật Bản lại khác. Nhật Bản đã ở trong tình trạng có thể được mô tả như một cuộc suy thoái dài kể từ tháng 12 năm 1989, khi bong bóng cổ phiếu và bong bóng bất động sản phát nổ trong thập niên 1980. Suốt những năm 1990, Nhật Bản chủ yếu dựa vào kích thích tài khóa để duy trì nền kinh tế thịnh vượng, nhưng một giai đoạn nguy hại hơn của cuộc khủng hoảng lại bắt đầu vào cuối thập niên 1990. GDP danh nghĩa của Nhật Bản tăng cao đỉnh điểm vào năm 1997, rồi đến năm 2011 lại giảm gần 12%. Chỉ số giá tiêu dùng của Nhật Bản cao kỷ lục vào năm 1998 rồi giảm đều đặn kể từ đó, với rất ít quý đạt kết quả tích cực. Một sự thật hiển nhiên, nếu không muốn nói là bày ra trước mặt, là một nền kinh tế với GDP *danh nghĩa* giảm vẫn có thể tăng trưởng thực khi lạm phát chuyển thành giảm phát. Nhưng dạng tăng trưởng thực này không giúp gì cho Chính phủ trong việc giải quyết nợ nần, thâm hụt ngân sách và nguồn thu thuế, vì những chức năng này dựa trên tăng trưởng danh nghĩa.

Quan hệ của Ngân hàng Nhật Bản (BOJ) với QE, lạm phát và mục tiêu GDP danh nghĩa không rõ ràng như của Ngân hàng Anh. Những nỗ lực của BOJ để nói lỏng tiền



tệ trước năm 2001 rất rời rạc và gây tranh cãi ngay trong nội bộ ngân hàng. Một chương trình nổi lòng định lượng khiêm tốn bắt đầu vào tháng 3 năm 2001 nhưng quy mô quá nhỏ để có thể tạo ra tác động lớn. Một cuộc khảo sát chi tiết do IMF thực hiện về tác động của QE ở Nhật Bản từ năm 2001 đến năm 2011 kết luận rằng, “Tác động đối với hoạt động kinh tế... rất hạn chế.”

Một cách đột ngột, vào ngày 16 tháng 12 năm 2012, tình hình chính trị và chính sách tiền tệ của Nhật Bản được thay đổi với việc ông Shinzo Abe đắc cử ghế Thủ tướng trong một chiến thắng vang dội cho Đảng Dân chủ Tự do của ông. Cuộc bầu cử đã đem lại cho đảng của Abe tuyệt đại đa số ghế trong Nghị viện Nhật Bản, tức là Đảng Dân chủ Tự do có thể hủy bỏ quyền phủ quyết của Thượng viện. Chiến dịch tranh cử của Abe công khai dựa trên nền tảng của việc in tiền, bao gồm việc đe dọa sửa đổi luật quản lý Ngân hàng Nhật Bản nếu họ không in tiền. “Sử dụng chính sách tiền tệ làm tâm điểm của một cuộc tranh cử là chuyện rất hiếm khi xảy ra.” ông Abe nói. “Chúng tôi vận động cử tri dựa trên sự cần thiết phải loại bỏ giảm phát, và luận điểm của chúng tôi đã giành được sự ủng hộ mạnh mẽ. Tôi hy vọng rằng Ngân hàng Nhật Bản chấp nhận những kết quả này và đưa ra một quyết định phù hợp.”

Nhưng ngay cả chiến thắng của ông Abe cũng không hoàn toàn thuyết phục thị trường rằng BOJ sẽ thực sự triển khai những biện pháp đặc biệt, dựa vào thái độ dửng dưng



của ngân hàng đối với biện pháp nới lỏng tiền tệ trong 20 năm trước đó. Ngày 20 tháng 3 năm 2013, Haruhiko Kuroda – ứng cử viên do chính Abe lựa chọn – trở thành Thống đốc BOJ. Chỉ trong vài ngày, Kuroda đã thuyết phục ban chính sách của BOJ triển khai chương trình nới lỏng định lượng lớn chưa từng có trên thế giới. BOJ cam kết sẽ mua 1,4 nghìn tỉ đô-la trái phiếu Chính phủ Nhật Bản trong giai đoạn hai năm 2013 và 2014 bằng tiền in thêm. Nhật Bản đồng thời công bố một kế hoạch để kéo dài cơ cấu kỳ hạn của những trái phiếu mà họ đã mua, sánh ngang với “Operation Twist” của FED. Xét theo tương quan với quy mô của nền kinh tế Mỹ, chương trình in tiền của Nhật Bản lớn hơn hai lần chương trình QE3 của FED được công bố vào năm 2012. Cũng giống như trường hợp của Ngân hàng Anh, Ngân hàng Nhật Bản trình bày rõ ràng về mục tiêu của mình là tăng lạm phát để tăng GDP danh nghĩa, nếu không muốn nói là cả GDP thực: “Ngân hàng sẽ đạt được mục tiêu thay đổi tỉ lệ 2% mỗi năm trong chỉ số giá tiêu dùng trong thời gian sớm nhất có thể.”

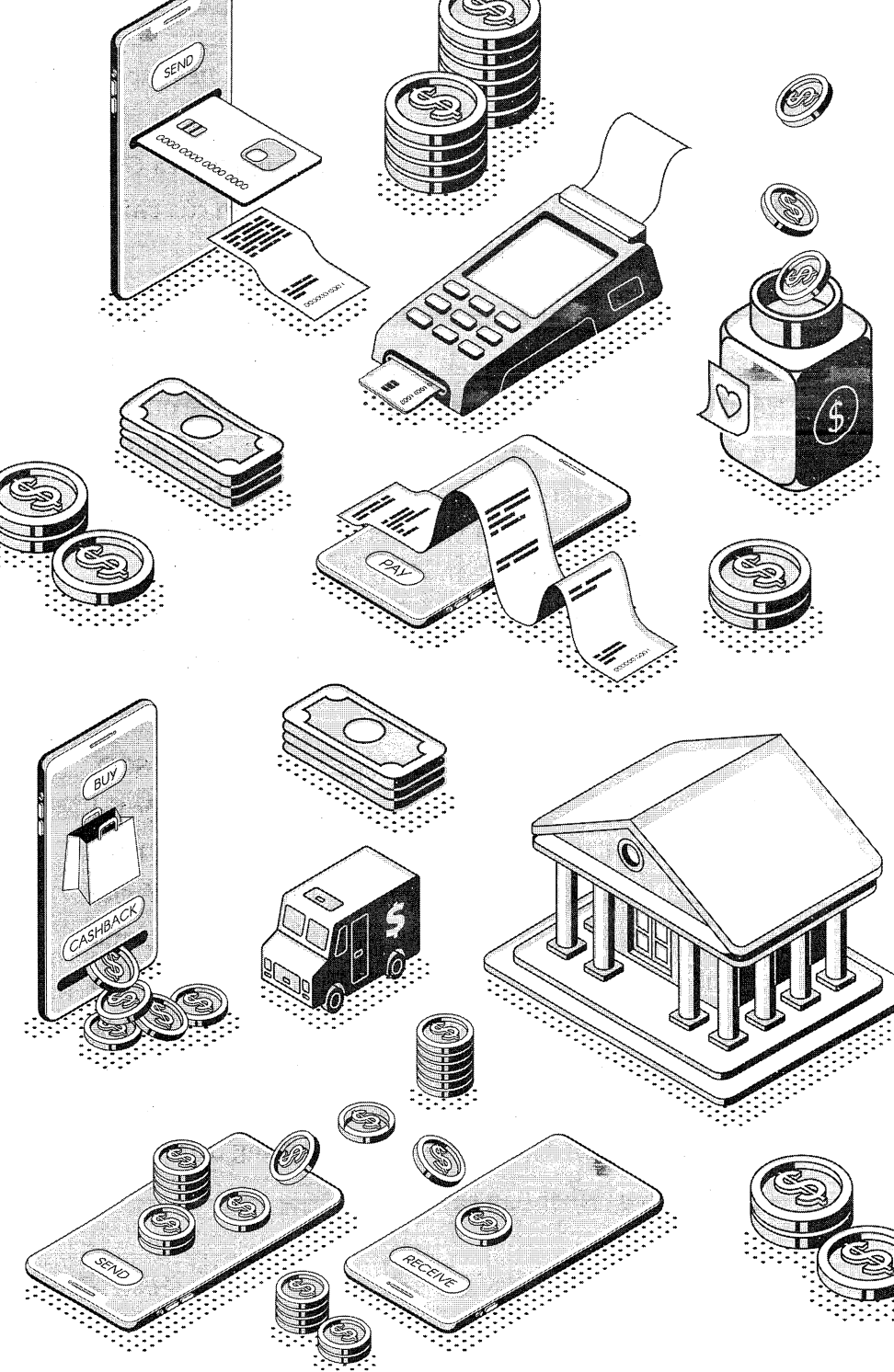
Đến năm 2014, có vẻ như Cục Dự trữ Liên bang, BOJ và BOE đang cùng tham gia một ván poker tiền tệ và đã đặt cược tất cả. Cả ba ngân hàng trung ương đều đã sử dụng công cụ in tiền và lãi suất gần bằng 0 để tạo ra lạm phát nhằm mục đích tăng GDP danh nghĩa. Liệu GDP danh nghĩa có chuyển thành GDP thực không, điều này không liên quan. Trong thực tế, tăng trưởng thực từ năm 2009



ở cả ba nước đã tiến dần đến suy thoái. Lạm phát và GDP danh nghĩa là những mục tiêu rõ ràng và cơ bản của chính sách tiền tệ mà họ áp dụng.

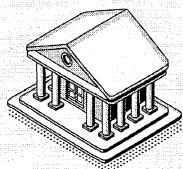
Tính chung, đồng đô-la Mỹ, đồng bảng Anh và đồng yên Nhật chiếm 70% dự trữ phân bổ toàn cầu và 65% rổ SDR. Nếu FED là viên đá đỉnh vòm của hệ thống tiền tệ quốc tế thì Ngân hàng Nhật Bản và Ngân hàng Trung ương Anh là hai viên đá vòm liền kề. Tuy nhiên, cả ba ngân hàng trung ương giờ đây đã tham gia vào một cuộc thử nghiệm tiền tệ trên quy mô vô tiền khoáng hậu, đối mặt với những kết quả vô cùng bất bèn. Mục tiêu mà họ công bố không phải là tăng trưởng thực, mà là lạm phát và tăng trưởng danh nghĩa để trả nợ.

Các chủ nợ, các nước sở hữu dự trữ trong BRICS, SCO, GCC và các thị trường mới nổi khác đang theo dõi cuộc thi in tiền này với sự thất vọng không hề che giấu, họ ngày càng quyết tâm kết liễu một hệ thống tiền tệ quốc tế cho phép các nước lớn miễn nhiên hưởng lợi từ thiệt hại mà họ phải gánh chịu dưới dạng lạm phát, xuất khẩu giảm và tài sản giảm. Người ta vẫn chờ xem liệu hệ thống tiền tệ quốc tế hiện nay có sụp đổ vì sức nặng của chính nó không, hay bị lật đổ bởi những thị trường mới nổi bị thiệt hại để phản kháng lại tội ác thế kỷ do các ngân hàng trung ương của Mỹ, Anh và Nhật Bản gây ra.



PHẦN BA

TIỀN BẠC VÀ SỰ THỊNH VƯỢNG



CHƯƠNG 7

NỢ, THÂM HỤT NGÂN SÁCH VÀ ĐỒNG ĐÔ-LA

Định hướng chính sách nên cam kết rằng chính sách tiền tệ sẽ không hắt đổ chén rượu mà cho phép bữa tiệc kéo dài đến tận khuya nhằm đảm bảo rằng ai cũng vui vẻ.

- Charles I. Plosser, Chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang Philadelphia -

Việc áp dụng một mức thu nhập danh nghĩa mục tiêu mà chỉ những ai xa lạ với cuộc tranh cãi về thiết kế của chính sách tiền tệ trong vài thập kỷ qua mới đánh giá là cách tân, mới mẻ. Chưa có ai nghĩ ra cách để ý tưởng này hiệu quả. Nói đúng hơn, một mục tiêu sẽ được nhìn nhận như một cách hời hợt để che giấu mục đích thật là tăng lạm phát.

- Charles Goodhart -



Ý NGHĨA CỦA TIỀN

Một đô-la là gì? Câu hỏi này không dễ trả lời. Hầu hết mọi người sẽ trả lời rằng một đô-la là tiền, thứ họ làm ra, chi tiêu hoặc tiết kiệm. Điều này lại đặt ra câu hỏi khác: Tiền là gì? Các chuyên gia trích dẫn lại định nghĩa của tiền gồm ba phần: một phương tiện trao đổi, một phương tiện tích trữ giá trị, và một đơn vị đơn vị tính toán. Phần *đơn vị tính toán* (unit of account) trong định nghĩa rất hữu ích nhưng hầu như không quan trọng. Nắp chai có thể là một đơn vị tính toán, tương tự với những nút thắt trên một sợi dây. Một đơn vị tính toán chỉ đơn thuần là cách để thêm hoặc bớt giá trị nhận thức. *Phương tiện trao đổi* (medium of exchange) cũng đề cập gián tiếp đến giá trị vì mỗi bên tham gia vào cuộc trao đổi phải nhận thức được giá trị trong một đơn vị đang được trao đổi để lấy hàng hóa hoặc dịch vụ. Hai trong ba phần của định nghĩa đều ám chỉ giá trị. Do đó, toàn bộ định nghĩa chuẩn có thể được quy về phần còn lại: *phương tiện tích trữ giá trị* (store of value).

Vậy nếu tiền là giá trị thì *giá trị* là gì? Tại điểm này, phân tích trở thành vấn đề triết học và đạo đức. Các giá trị có thể được nắm giữ bởi các cá nhân mà không chia sẻ trong phạm vi một nền văn hóa hoặc cộng đồng. Các giá trị có thể mang tính chủ quan (như các vấn đề đạo đức) hoặc tuyệt đối (như vấn đề tôn giáo). Các giá trị có thể xung đột khi các nhóm đối kháng hoặc gần gũi nhau có những giá trị khác xa nhau.



Mặc dù ý nghĩa của *giá trị* rất rộng nhưng vẫn có hai khía cạnh nổi bật. Thứ nhất là ý tưởng về một phép đo: rằng có một cách để đo lường sự hiện diện, vắng mặt, hoặc mức độ của giá trị. Thứ hai là ý tưởng về lòng tin: rằng khi một người gán các giá trị cho một cá nhân hoặc một nhóm, anh ta tin tưởng rằng cá nhân hoặc nhóm đó sẽ hành động phù hợp với những giá trị đó. Lòng tin thể hiện hành vi nhất quán dưới dạng các hành động bao dung hoặc có đi có lại.

Người ta cho rằng, một đô-la là tiền, tiền là giá trị, và giá trị là lòng tin được trân trọng một cách kiên định. Khi một người mua một chai nước của Coca-Cola ở bất kỳ nơi nào trên thế giới, anh ta tin tưởng rằng chai nước đó đang sử dụng công thức nguyên bản, và rằng chất nước bên trong không phải hàng giả. Ở khía cạnh này, Coca-Cola không làm anh ta thất vọng. Đây là lòng tin được trân trọng một cách kiên định, có nghĩa là một chai Coca-Cola có giá trị.

Khi một khách hàng mua một chai Coca-Cola, anh ta đưa cho người bán một đô-la. Đây không đơn thuần là hành động đổi chác, mà là một sự trao đổi giá trị. Nguồn gốc giá trị của đồng đô-la ấy là gì? Làm thế nào mà nó được nâng tầm thành ví dụ của lòng tin được trân trọng một cách kiên định?

Để trả lời câu hỏi này, chúng ta cần đào sâu hơn. Đồng đô-la, dù là ở dạng giấy hoặc dạng điện tử, cũng là một vật



thể mang tính đại diện. Đồng đô-la đại diện cho điều gì? Lòng tin đó dành cho ai? Khi lòng tin được yêu cầu, ta có thể áp dụng khẩu hiệu của Ronald Reagan: *Cứ tin tưởng, nhưng hãy xác minh* (Trust, but verify). Hệ thống Dự trữ Liên bang, thuộc sở hữu của các ngân hàng tư nhân, là tổ chức phát hành đồng đô-la. FED đòi hỏi sự tin tưởng của chúng ta, nhưng làm thế nào để chúng ta có thể xác minh xem niềm tin đó có đang được trân trọng?

Trong một xã hội pháp quyền, cách thông thường để xác minh lòng tin là hợp đồng được thể hiện dưới dạng văn bản. Một sinh viên Luật năm thứ nhất trong lớp học về hợp đồng ngay lập tức học được cách để “giành được nó bằng câu chữ”. Các bên tham gia ký kết một hợp đồng sẽ viết ra rồi đọc rõ những niềm tin và sự kỳ vọng của mình. Giả sử cả hai bên đồng ý, hợp đồng được ký kết, thì từ đó hợp đồng này thể hiện lòng tin. Đôi khi, tranh cãi phát sinh về ý nghĩa của từ ngữ trong hợp đồng hoặc việc thực hiện các điều khoản của nó. Các quốc gia có tòa án để giải quyết những tranh chấp đó. Hệ thống hợp đồng, tòa án và các phán quyết được dẫn dắt bởi hiến pháp chính là cách thức vận hành của một xã hội pháp quyền.

Cục Dự trữ Liên bang làm thế nào để thích nghi với hệ thống này? Ở một mức độ nào đó, FED tuân thủ mô hình hợp đồng văn bản. Một người có thể bắt đầu bằng cách đọc không sót chữ nào trên tờ tiền đô-la. Đó là nơi mà người ta tìm thấy hợp đồng tiền tệ bằng văn bản. Các bên tham



gia hợp đồng này được ghi rõ là “Cục Dự trữ Liên bang” và “Hợp chúng quốc Hoa Kỳ” thay mặt cho người dân.

Các hợp đồng một đô-la có sự tham gia của từng ngân hàng trong số 12 ngân hàng dự trữ khu vực của FED. Một số những hợp đồng văn bản có sự tham gia của FED ở Dallas, một số khác do FED ở Philadelphia... Những mệnh giá lớn hơn như hợp đồng 20 đô-la thì có sự tham gia của “Hệ thống”. Tất cả những hợp đồng này được ký kết bởi một đại diện là Bộ trưởng Ngân khố Hoa Kỳ, thay mặt cho người dân.

Điều khoản quan trọng nhất trong hợp đồng đô-la bằng văn bản xuất hiện góc trên cùng ở mặt trước của mỗi tờ tiền. Đó là cụm từ *FEDeral Reserve Note* – Giấy nợ của Cục Dự trữ Liên bang. Một tờ giấy nợ là một nghĩa vụ, một hình thức vay nợ. Quả thực, đây chính là cách FED báo cáo lượng tiền phát hành ra thị trường trên bảng cân đối kế toán của mình. Các bảng cân đối kế toán thể hiện tài sản ở phía bên tay trái, nợ phải trả ở phía bên tay phải, và vốn, bằng tài sản trừ nợ phải trả, ở dưới cùng. Giấy nợ do FED phát hành được ghi nhận ở phía bên phải của bảng cân đối kế toán, như một khoản nợ phải trả, chính xác ở nơi mà người ta ghi nhận một khoản nợ vay.

Giấy nợ của FED là một hình thức vay nợ bất thường vì không chịu lãi suất và không có kỳ hạn. Có thể sử dụng lý thuyết hợp đồng để mô tả đồng một đô-la như một giấy nợ



vĩnh viễn, không chịu lãi suất FED phát hành. Bất kỳ người đi vay nào cũng xác nhận rằng một khoản nợ không kỳ hạn và không lãi suất là khoản nợ lý tưởng nhất, vì người ta không bao giờ trả nợ, và cũng không phải chịu bất cứ chi phí gì. Tuy nhiên, nó vẫn là một món nợ.

Vì vậy, đồng đô-la là tiền, tiền là giá trị, giá trị là lòng tin, lòng tin là một hợp đồng, và hợp đồng là nợ. Bằng cách áp dụng tính chất bắc cầu trong số học, đồng đô-la là món nợ mà FED nợ người dân dưới hình thức hợp đồng. Có thể gọi cách nhìn này là lý thuyết hợp đồng về tiền bạc, hay *chủ nghĩa hợp đồng* (contractism). Khi áp dụng cho đồng đô-la, một cách để hiểu được lý thuyết này là thay thế tất cả từ *tiền* (money) bằng từ *nợ* (debt). Và thế giới trông sẽ rất khác, một thế giới ngập trong nợ nần.

Cách tiếp cận khái niệm tiền thông qua lăng kính của hợp đồng là một trong nhiều lý thuyết tiền tệ. Có sức ảnh hưởng lớn nhất trong số đó là *lý thuyết lượng tiền* (quantity theory of money), hay *chủ nghĩa tiền tệ* (monetarism), được Irving Fisher và Milton Friedman ủng hộ trong thế kỷ XX. Chủ nghĩa tiền tệ là một trong những cẩm nang mà FED áp dụng để tạo ra tiền, mặc dù công thức ban đầu mà Friedman ủng hộ không còn hợp thời nữa.

Một cách tiếp cận khác là *lý thuyết nhà nước tiền tệ* (state theory of money), với quan điểm rằng tiền giấy không được bảo lãnh vẫn có giá trị vì nhà nước có thể yêu cầu trả thuế



bằng tiền đó. Nhà nước có thể ép buộc người dân đến cùng để thu thuế. Do đó, người dân làm việc vì tiền và đánh giá cao đồng tiền vì nó có thể đáp ứng được yêu cầu từ nhà nước. Mối quan hệ giữa tiền và nhà nước này có nghĩa là tiền giấy có giá trị ngoại lai vượt quá giá trị nội tại do quyền lực nhà nước. Loại tiền này được gọi là *chartal* và *chartalism*¹² (tạm dịch: chủ nghĩa duy chính) là một tên khác của lý thuyết nhà nước tiền tệ. Trong những năm 1920, John Maynard Keynes đã sử dụng *chartalism* trong những lần ông kêu gọi bãi bỏ bản vị vàng. Những thành viên mới hơn của lý thuyết tiền tệ này từng giữ những vai trò đặc lực trong hệ thống quyền lực nhà nước là Paul McCulley, cựu Giám đốc Điều hành của Quỹ trái phiếu khổng lồ PIMCO và Stephanie Kelton, nhà kinh tế học tại Đại học Missouri, người luôn trung thành với lý thuyết tiền tệ hiện đại.

Một lý thuyết mới gia nhập cuộc chiến lý thuyết tiền tệ là *lý thuyết lượng tín dụng* (quantity theory of credit). Lý thuyết này được phát triển bởi Richard Duncan, là một biến thể của lý thuyết lượng tiền. Duncan đề xuất rằng việc tạo lập tín dụng đã trở nên phổ biến và tràn lan đến mức ý niệm về tiền bây giờ đã được gộp chung vào ý niệm về tín dụng, và việc tạo lập tín dụng là trọng tâm của hoạt động

¹² “Chartal money” và “chartalism” là học thuyết của Georg Friedrich Knapp đưa ra vào đầu thế kỷ XX. Từ chartal bắt nguồn từ “chartes” trong tiếng Hy Lạp, từ để chỉ mảnh cỏi, mảnh giấy hay bất cứ thứ gì có thể dùng để đánh dấu trên đó. Với thuật ngữ chartal money, Knapp muốn đề cập đến bất kỳ loại tiền tệ nào có giá trị trao đổi vượt quá giá trị nội tại của nó.

nghiên cứu và chính sách tiền tệ. Duncan đưa nhiều phân tích thống kê và pháp lý ấn tượng về dữ liệu của Chính phủ vào công trình nghiên cứu sự mở rộng tín dụng. Có thể gọi công trình này của ông là *chủ nghĩa tín dụng* (creditism), mặc dù thực ra nó là một phiên bản thế kỷ XXI của Trường phái Ngân hàng Anh quốc (British Banking School) – quan điểm về tiền tệ trong thế kỷ XIX.

Chủ nghĩa tiền tệ, chủ nghĩa duy chính và chủ nghĩa tín dụng đều có chung một ý tưởng: niềm tin vào đồng tiền *pháp định* (fiat). Từ *fiat* có nguồn gốc từ tiếng Latin, có nghĩa là “để cho nó được thực hiện”. Khi áp dụng cho tiền tệ, *fiat* đề cập đến trường hợp trong đó nhà nước ra lệnh rằng một dạng tiền cụ thể sẽ đóng vai trò như tiền tệ và được xem như đồng tiền hợp pháp. Cả ba lý thuyết đều đồng ý rằng tiền không bắt buộc phải có giá trị nội tại, miễn sao nó nắm giữ giá trị bên ngoài mà nhà nước đặt cho. Khi phe phản đối đồng tiền pháp định nói tiền “không được đảm bảo bởi bất cứ thứ gì”, những người ủng hộ ba lý thuyết trên sẽ đáp trả, “Thì sao?” Theo họ, tiền có giá trị vì nhà nước ra lệnh rằng nó có giá trị là như vậy, và không có gì khác là cần thiết để gán cho tiền giá trị của nó.

Một lý thuyết chỉ hữu dụng khi nó hài hòa với hiện tượng trong thế giới thực, đồng thời giúp các nhà quan sát hiểu và dự đoán các sự kiện trong thế giới đó. Các lý thuyết về tiền dựa vào quyền lực của nhà nước rất mong manh vì việc áp dụng quyền lực nhà nước có thể thay đổi. Theo



nghĩa đó, có thể nói những lý thuyết cạnh tranh về tiền kể trên còn tùy thuộc vào tình hình thực tiễn.

Trở lại nơi chúng ta bắt đầu, lý thuyết hợp đồng tiền tệ tập trung vào giá trị nội tại của tiền. Tiền có thể là giấy, nhưng giấy có văn bản trên đó, và văn bản này là một hợp đồng hợp pháp. Một công dân có thể xem hợp đồng này là đáng giá vì những lý do riêng, không phụ thuộc vào các sắc lệnh của nhà nước. Anh ta có thể đánh giá hiệu quả thực hiện hợp đồng cao hơn là tính chất pháp định. Lý thuyết này là hữu ích để hiểu không chỉ đồng đô-la mà cả việc liệu rằng hợp đồng đô-la có đang được tôn trọng hay không, cả bây giờ và trong tương lai.

Mặc dù đồng đô-la là khoản nợ không lãi suất và không kỳ hạn nhưng nó vẫn liên quan đến nghĩa vụ thực hiện của cả FED và Ngân khố, hai bên có tên trong hợp đồng. Việc thực hiện này được thể hiện rõ trong nền kinh tế. Nếu nền kinh tế hoạt động tốt, đồng đô-la hữu dụng, và hiệu quả thực hiện hợp đồng là thỏa đáng hoặc có giá trị. Nếu nền kinh tế không hiệu quả, người ta có thể nghĩ rằng hiệu quả thực hiện kém đến mức vi phạm vỡ nợ theo quy định của hợp đồng.

Bản vị vàng là một cách để thi hành hợp đồng tiền. Phe ủng hộ vàng khẳng định rằng tất cả tiền giấy đều không có giá trị nội tại, giá trị vốn dĩ chỉ có thể được cung cấp bằng kim loại quý hữu hình dưới dạng vàng, hoặc có thể là bạc.



Quan điểm này hiểu sai vai trò của vàng trong một bản vị vàng, nhưng một số ít người khẳng định rằng tiền đồng hoặc vàng thỏi phải là phương tiện trao đổi duy nhất – một tình trạng hoàn toàn phi thực tiễn. Tất cả các bản vị vàng đều liên quan đến mối quan hệ giữa vàng vật chất và các hình thức đại diện của vàng trên giấy tờ, cho dù những đại diện này được gọi là giấy nợ, cổ phần hay biên lai. Một khi mối quan hệ này được chấp nhận, người ta nhanh chóng trở lại với thế giới của hợp đồng.

Theo quan điểm này, vàng là tài sản thế chấp hoặc trái phiếu được niêm yết để đảm bảo việc thực hiện thỏa đáng hợp đồng tiền. Nếu nhà nước in quá nhiều tiền thì người dân có thể tự do kê khai hợp đồng bị vi phạm và đổi tiền giấy lấy vàng theo tỉ giá trao đổi trên thị trường. Trên thực tế, người đó nhận tài sản thế chấp của mình.

Những người ủng hộ vàng cho rằng nên duy trì và ấn định một tỉ giá trao đổi giữa tiền giấy và vàng. Quan điểm này cũng có ý đúng, nhưng một tỉ giá trao đổi cố định không phải là yếu tố thiết yếu đối với vai trò của vàng trong một hệ thống hợp đồng tiền. Chỉ cần người dân được tự do mua hoặc bán vàng bất cứ lúc nào. Mọi công dân đều sẽ có thể sử dụng một bản vị vàng cá nhân bằng cách mua vàng bằng tiền giấy, còn người nào không mua vàng tức là đang tạm thời thoả mái với hợp đồng tiền giấy.

Do đó, giá tiền của vàng là một thước đo của hiệu quả



thực hiện hợp đồng của FED và Ngân khố. Nếu hiệu quả thỏa đáng, giá vàng sẽ ổn định, vì người dân yên tâm khi giao dịch bằng tiền. Nếu hoạt động yếu kém, giá vàng sẽ tăng, vì người dân chấm dứt hợp đồng nợ-tiền và đòi lại khoản thế chấp của họ thông qua việc mua vàng trên thị trường mở. Giống như bất kỳ con nợ nào, FED muốn các chủ nợ-người dân không biết gì về quyền đòi bồi thường của họ. FED đang đánh cược rằng người dân sẽ không đồng loạt yêu cầu khoản thế chấp bằng vàng. Việc đặt cược này phụ thuộc vào mức độ hài lòng cao của người dân đối với bản chất của hợp đồng tiền, bản chất của vàng, và quyền được đòi lại tài sản thế chấp khi hợp đồng không được thực hiện thỏa đáng.

Đây là một lý do khiến FED và các chuyên gia kinh tế tiền pháp định sử dụng những cụm từ như “di tích man rợ” và “truyền thống” để mô tả vàng và khẳng định rằng vàng không có vai trò gì trong một hệ thống tiền tệ hiện đại. Quan điểm của FED rất vô lý, nó giống như việc nói rằng đất đai và nhà cửa không có vai trò gì trong một hợp đồng thế chấp vậy. Tiền là một khoản nợ bằng giấy lấy vàng làm tài sản thế chấp. Tài sản thế chấp có thể được đòi lại bằng cách trực tiếp mua vàng.

FED muốn rằng các nhà đầu tư không thiết lập mối liên kết này, nhưng có một nhà đầu tư đã làm, đó là Warren Buffett. Ông không chuyển sang vàng nhưng chuyển sang tài sản hữu hình, và câu chuyện của ông đang được tiết lộ.



Vào tháng 11 năm 2009, không lâu sau khi thị trường bắt đầu bán tổng bán tháo vì hệ quả của cuộc Khủng hoảng 2008, Buffett đã thông báo mua lại 100% công ty Burlington Northern Santa Fe Railway. Buffett mô tả thương vụ này như một “cuộc đặt cược vào đất nước”.

Có thể. Một tuyến đường sắt là tài sản hữu hình tuyệt đối. Đường sắt bao gồm một rổ tài sản hữu hình, chẳng hạn như quyền sử dụng tuyến đường, quyền khai thác liên kết, đường ray, công tắc, tín hiệu, sân bãi và xe kéo. Đường sắt kiếm tiền bằng cách vận chuyển các tài sản hữu hình khác như lúa mì, thép, quặng và gia súc. Đường sắt là tài sản hữu hình vận chuyển tài sản hữu hình.

Bằng cách mua lại 100% cổ phiếu, Buffett đã chuyển đổi thành công tuyến đường sắt từ một công ty vốn cổ phần được giao dịch công khai thành một công ty vốn cổ phần tư nhân. Điều này có nghĩa là nếu các thị trường cổ phiếu bị đóng cửa trong một cuộc khủng hoảng tài chính thì cổ phần của Buffett sẽ không bị ảnh hưởng vì ông không tìm kiếm khả năng thanh khoản. Trong khi những người khác có thể bị sốc bởi cổ phần của họ đột ngột mất tính thanh khoản, Buffett chỉ việc án binh bất động.

Thương vụ mua lại của Buffett có thể hiểu là cách thoát khỏi tiền giấy và đầu tư vào tài sản hữu hình, đồng thời bảo vệ những tài sản đó khỏi mọi tác động của việc đóng cửa thị trường cổ phiếu. Nó có thể là một “cuộc đặt cược vào đất



nước” – nhưng nó cũng là một rào chắn chống lại lạm phát và khủng hoảng tài chính. Nhà đầu tư nhỏ không thể mua lại toàn bộ tuyến đường sắt có thể đặt cược tương tự bằng cách mua vàng. Buffett nổi tiếng là coi thường vàng, nhưng ông là vua của đầu tư tài sản hữu hình, và khi nói đến giới siêu giàu, tốt hơn là nên nhìn vào việc họ làm thay vì lời họ nói. Tiền giấy là một hợp đồng được thế chấp bằng vàng, mà vàng là một tài sản hữu hình không gì sánh được.



NỢ THÂM HỤT NGÂN SÁCH, VÀ SỰ BỀN VỮNG

Cục Dự trữ Liên bang không phải là con nợ duy nhất có liên hệ với Chính phủ trong hệ thống tiền tệ của Hoa Kỳ. Trên thực tế, quy mô con nợ lớn hơn rất nhiều. Kho bạc Hoa Kỳ đã phát hành hơn 17.000 tỉ đô-la nợ dưới hình thức trái phiếu ngắn hạn, trung hạn và dài hạn, so với khoảng 4 nghìn tỉ đô-la giấy nợ dưới dạng tiền mà FED phát hành.

Không giống như giấy nợ của Cục Dự trữ Liên bang, tín phiếu Kho bạc không phải là tiền, mặc dù những công cụ có tính thanh khoản thường được gọi là “tương đương tiền” trên bảng cân đối kế toán doanh nghiệp. Một điểm khác biệt nữa giữa giấy nợ của Cục Dự trữ Liên bang và tín phiếu Kho bạc là tín phiếu Kho bạc có kỳ hạn và có trả lãi. Giấy nợ của FED có thể được phát hành với số lượng vô hạn và có giá



trị lưu hành mãi mãi, nhưng tín phiếu Kho bạc phải tuân thủ kỷ luật của thị trường trái phiếu, nơi các nhà đầu tư giao dịch hơn 500 tỉ đô-la chứng khoán Kho bạc mỗi ngày.

Kỷ luật thị trường bao gồm việc các nhà đầu tư liên tục đánh giá xem liệu gánh nặng nợ của Kho bạc có *bền vững* hay không. Sự đánh giá này đặt ra câu hỏi liệu Kho bạc có thể thanh toán các khoản nợ tồn đọng theo thỏa thuận hay không. Nếu câu trả lời là có, thị trường sẽ vui vẻ chấp nhận thêm nợ Kho bạc nợ với lãi suất hợp lý. Nếu câu trả lời là không, thị trường sẽ từ chối khoản nợ Kho bạc, và lãi suất sẽ tăng vọt. Trong trường hợp cực kỳ không chắc chắn do thiếu vốn hoặc không sẵn sàng trả nợ, nợ Chính phủ có thể trở nên gần như vô giá trị, như việc đã xảy ra ở Hoa Kỳ sau chiến tranh và rất nhiều lần ở các nước khác từ trước đến nay.

Việc phân tích nợ Chính phủ nhiều thách thức hơn cả khi câu trả lời không phải là có hay không, mà là có thể. Chính tại những điểm bùng phát này (mà những người ủng hộ lý thuyết về sự phức hợp gọi là giai đoạn chuyển tiếp), thị trường trái phiếu đứng giữa sự tự tin và cơn hoảng loạn, và có vẻ như khả năng vỡ nợ rất cao. Các thị trường trái phiếu nhà nước ở châu Âu đến rất gần điểm này vào cuối năm 2011 và vẫn mấp mé bờ vực cho tới tháng 9 năm 2012, khi Chủ tịch Ngân hàng Trung ương Châu Âu – ông Mario Draghi đưa ra tuyên bố nổi tiếng: “làm bất cứ điều gì cần thiết”. Ý của Mario là ECB sẽ thay thế khoản nợ tiền



của mình bằng nợ nhà nước với số lượng cần thiết để trấn an các chủ nợ nhà nước. Biện pháp trấn an này đã có hiệu quả, và các thị trường nợ nhà nước ở châu Âu được kéo xa khỏi mép vực.

Trong những năm gần đây, các vụ mua chứng khoán Chính phủ bằng tiền do Cục Dự trữ Liên bang in ra chiếm một tỉ lệ cao trong nợ ròng mới do Kho bạc phát hành. FED nhấn mạnh rằng, việc mua chứng khoán của họ là một công cụ chính sách nhằm nói lỏng các điều kiện tiền tệ, chứ không nhằm mục đích kiếm tiền từ nợ quốc gia. Cùng lúc đó, Kho bạc lại khẳng định rằng họ là con nợ tốt nhất thế giới và hoàn toàn không gặp khó khăn gì trong việc đáp ứng những yêu cầu tài trợ cho Chính phủ Hoa Kỳ. Tuy nhiên, một người quan sát bình thường có lý do để tin rằng FED đang kiếm tiền từ khoản nợ bằng cách làm giảm giá trị của tiền – một bước đi hướng đến kết cục sụp đổ cho các hệ thống chính trị và kinh tế mà người ta đã thấy rất nhiều trong lịch sử, từ Rome cổ đại đến Argentina ngày nay. Trò chơi vĩ đại của FED là hoán đổi các giấy nợ không lãi suất của mình lấy giấy nợ có lãi suất của Kho bạc, sau đó trả lãi ít hơn cho Kho bạc. Thách thức đối với thị trường trái phiếu, và với nhà đầu tư nói chung, là phải quyết định xem Kho bạc phát hành bao nhiêu tín phiếu thì bền vững và thay thế tín phiếu Kho bạc bằng bao nhiêu giấy nợ FED thì chấp nhận được, trước khi giai đoạn chuyển tiếp xuất hiện và sự sụp đổ bắt đầu.



Động năng của nợ Chính phủ và thâm hụt ngân sách phức tạp hơn nhiều so với quan điểm thông thường. Tranh cãi xảy ra xung quanh vấn đề nợ nần và thâm hụt ngân sách thường xuyên thoái trào thành những lựa chọn “nhị phân”: Nợ vay tốt hay xấu cho nền kinh tế? Thâm hụt ngân sách của Mỹ quá cao hay chấp nhận được? Phong trào Tiệc Trà (Tea Party) bảo vệ quan điểm rằng, thực chất việc chi tiêu thâm hụt ngân sách gây ra tác động tiêu cực, rằng một ngân sách cân bằng là khao khát của chính họ, và Hoa Kỳ đang trên con đường trở thành một Hy Lạp thứ hai. Những người theo chủ nghĩa tự do kiểu Krugman lại cho rằng nợ là yếu tố cần thiết để tài trợ những chương trình “trong mơ” nhất định, và trước đây, Hoa Kỳ đã rơi vào tình trạng này nếu xét về tỉ lệ nợ/GDP. Sau Thế chiến II, tỉ lệ nợ/GDP của Hoa Kỳ là 100% – xấp xỉ mức hiện nay. Trong suốt thập niên 1950 và 1960, Hoa Kỳ dần dần giảm tỉ lệ này xuống, và phe tự do nói rằng Mỹ có thể tái hiện thành tích đó bằng việc tăng thuế đôi chút.

Quan điểm của cả hai bên đều có những điểm hợp lý, nhưng cũng có thể dễ dàng bị bác bỏ. Vấn đề chính sách ở đây là một cuộc tranh luận được đóng khung theo cách này tạo ra những sự lưỡng phân giả tạo, chỉ lợi cho hùng biện chứ không giúp tìm ra giải pháp. Về bản chất, nợ không tích cực cũng không tiêu cực. Tính hữu dụng của nợ được quyết định bởi việc người đi vay làm gì với số tiền vay được. Các mức nợ tự nó không quá cao hoặc quá thấp, điều quan



trọng đối với chủ nợ là xu hướng hướng đến sự bền vững.

Nợ có thể tiêu cực nếu nó được sử dụng để bù đắp các khoản thâm hụt ngân sách tài chính mà không hề có kế hoạch trả nợ nào khác ngoài cách đi vay thêm. Nợ có thể tích cực nếu nó tài trợ cho những dự án đem lại hiệu quả cao hơn chi phí phải bỏ ra, và tự nó có thể trả hết nợ qua thời gian. Tỷ lệ nợ/GDP có thể tương đối thấp nhưng vẫn gây phiền hà nếu chúng đang ngày một tăng lên. Tỷ lệ nợ/GDP có thể tương đối cao nhưng không đáng lo ngại nếu chúng đang ngày một giảm xuống.



TRANH CÃI VỀ NỢ

Việc đóng khung các cuộc tranh cãi về nợ và thâm hụt ngân sách trong những điều kiện này làm dấy lên nhiều câu hỏi khác. Đầu là hướng dẫn thỏa đáng để xác định xem nợ có đang được sử dụng đúng mục đích mong muốn hay không, và xu hướng của tỷ lệ nợ/GDP có đang đi đúng hướng? May thay, cả hai câu hỏi đều có thể được trả lời một cách chính xác và không phản ánh sự chia rẽ trong ý thức hệ chính trị mà không cần nhờ đến tài hùng biện của phe bảo thủ hay phe tự do.

Nợ được sử dụng để tài trợ chi tiêu Chính phủ có thể chấp nhận được khi nó đáp ứng ba điều kiện: lợi ích của việc chi tiêu phải lớn hơn chi phí, chi tiêu của Chính phủ



phải hướng vào các dự án mà khu vực tư nhân không thể tự thực hiện, và mức tổng nợ phải bền vững. Những bài kiểm tra này phải được áp dụng độc lập, cả ba điều kiện đều phải được thỏa mãn. Ngay cả khi chi tiêu của Chính phủ có thể chứng minh được lợi ích ròng, thì nó vẫn không hợp lý nếu khu vực tư nhân có thể làm tốt hơn. Khi chi tiêu Chính phủ tạo ra chi phí ròng, nó sẽ hủy hoại khối tài sản trong xã hội và không bao giờ có thể chấp nhận được trừ khi xảy ra một cuộc khủng hoảng hiện sinh như chiến tranh.

Khó khăn nảy sinh khi chi phí và lợi ích không được định nghĩa rõ ràng, và khi ý thức hệ thay thế cho kết quả phân tích trong quá trình ra quyết định. Hai trường hợp minh họa những vấn đề này là Internet và gói kích thích của Obama năm 2009.

Những người ủng hộ chi tiêu Chính phủ chỉ ra rằng, Chính phủ đã tài trợ cho sự phát triển ban đầu của Internet. Quả thực, Chính phủ đã tài trợ cho ARPANET, một hệ thống lưu lượng tin nhắn cực mạnh trong số các máy tính Đại học quy mô lớn được thiết kế để tạo điều kiện cho hoạt động hợp tác nghiên cứu suốt thời kỳ Chiến tranh Lạnh. Tuy nhiên, sự phát triển của ARPANET thành Internet ngày nay được thúc đẩy bởi khu vực tư nhân thông qua việc phát minh ra World Wide Web, trình duyệt web và nhiều dự án cách tân khác. Lịch sử này cho thấy rằng, một số khoản chi tiêu của Chính phủ có thể mang lại lợi ích cao khi nó kích thích



năng lực sáng tạo, cách tân của khu vực tư nhân. ARPANET có tham vọng khá khiêm tốn nếu xét theo các tiêu chuẩn hiện nay, và nó đã thành công. Không phải lúc nào Chính phủ cũng đóng băng ARPANET. Thay vào đó, họ đã tạo ra những giao thức có sẵn cho các nhà phát triển tư nhân rồi tránh đường để khối tư nhân làm việc. Internet là một ví dụ của việc Chính phủ giao công việc lại cho khu vực tư nhân.

Một ví dụ về tính chất tiêu cực của chi tiêu Chính phủ là kế hoạch kích thích của Obama năm 2009. Những lợi ích kỳ vọng được đưa ra dựa trên các giả định sai lầm về cái gọi là *số nhân Keynes* (Keynesian multipliers). Trên thực tế, gói kích thích của Obama chủ yếu nhằm bổ sung biên chế ở tiểu bang và địa phương ở những công việc nghiệp đoàn trong công tác quản trị Chính phủ và trường học, phần nhiều trong số đó dư thừa, không hiệu quả và lãng phí của cải. Phần lớn số tiền còn lại được chi cho các công nghệ không hiệu quả, không thể phát triển lên như các tấm pin mặt trời, tuabin gió và xe hơi điện. Khoản chi tiêu này chẳng những không tạo ra số nhân huyền thoại mà thậm chí còn không tạo ra tăng trưởng danh nghĩa tương ứng với chi tiêu danh nghĩa. Gói kích thích của Obama là một ví dụ về việc chi tiêu của Chính phủ không vượt qua được bài kiểm tra về lợi ích-chi phí.

Một sáng kiến của Chính phủ đáp ứng cả ba bài kiểm tra cho một khoản chi tiêu chấp nhận được là hệ thống đường cao tốc liên tiểu bang. Năm 1956, Tổng thống Eisenhower



đã giành chiến thắng và Quốc hội phê duyệt hệ thống đường cao tốc liên bang với chi phí tương đương khoảng 450 tỉ đô-la Mỹ ngày nay. Những lợi ích mà hệ thống mang lại đã vượt xa 450 tỉ đô-la và tiếp tục tích lũy cho đến ngày nay. Rất khó để nói rằng khu vực tư nhân có thể thực hiện bất cứ dự án gì sánh bằng ma trận đường cao tốc này. Dù làm hết khả năng thì họ cũng chỉ xây dựng được những tuyến đường thu phí lộn xộn với nhiều khu vực bỏ không mà thôi. Chỉ Chính phủ mới có thể hoàn thành dự án này trên quy mô toàn quốc, và tỉ lệ nợ/GDP khi đó ổn định. Do đó, hệ thống đường cao tốc liên tiểu bang đã trải qua cuộc kiểm tra ba phần về chi tiêu của Chính phủ và chứng minh rằng đây là khoản nợ hợp lý.

Hiện nay, lãi suất dài hạn đang gần như thấp nhất mọi thời đại, và Hoa Kỳ có thể dễ dàng mượn 150 tỉ đô-la trong bảy năm với lãi suất 2,5%. Với khoản tiền đó, ví dụ, Chính phủ có thể xây dựng một đường ống dẫn khí tự nhiên mới gần hệ thống đường cao tốc liên tiểu bang và đặt các trạm nhiên liệu khí gas tự nhiên tại những cơ sở hiện có. Đường ống liên tiểu bang này có thể được kết nối với các đường ống dẫn khí gas tự nhiên lớn ở các giao điểm chính, và Chính phủ có thể yêu cầu rằng trong vòng mười năm, tất cả xe công suất lớn hoạt động liên tiểu bang phải chuyển từ dầu diesel sang khí gas tự nhiên.

Với đường ống này và mạng lưới trạm cung cấp nhiên liệu tại chỗ, các công ty tư nhân như Chevron, ExxonMobil



và Ford sau đó sẽ tiếp quản công việc cải tiến và mở rộng lĩnh vực vận tải sử dụng nhiên liệu khí gas tự nhiên, một cuộc chuyển giao từ nhà nước sang tư nhân như đã diễn ra với ARPANET. Việc chuyển sang các loại xe tải chạy bằng khí gas tự nhiên sẽ tạo điều kiện cho sự phát triển của ngành ô tô chạy bằng khí gas tự nhiên. Cầu của khí gas tự nhiên sẽ thúc đẩy hoạt động thăm dò và sản xuất cùng với các công nghệ liên quan, những lĩnh vực mà vốn dĩ Hoa Kỳ đang vượt trội.

Giống như hệ thống đường cao tốc liên tiểu bang, một hệ thống vận chuyển nhiên liệu khí gas tự nhiên liên tiểu bang sẽ mang lại kết quả thần kỳ. Động lực thúc đẩy nền kinh tế sẽ xuất hiện ngay lập tức – không phải từ số nhân “trong truyền thuyết”, mà từ những dự án chi tiêu sản xuất đơn giản. Hàng trăm nghìn việc làm sẽ được tạo ra trong quá trình xây dựng đường ống, và thêm nhiều việc làm hơn nữa khi chuyển đổi từ các loại phương tiện chạy bằng xăng sang phương tiện chạy bằng khí gas tự nhiên. Sự phụ thuộc vào dầu mỏ của nước ngoài sẽ chấm dứt, và thâm hụt ngân sách thương mại của Mỹ sẽ biến mất, thúc đẩy tăng trưởng. Lợi ích môi trường thì quá rõ ràng vì khí gas tự nhiên sạch hơn dầu diesel hoặc xăng.

Liệu viễn cảnh này sẽ xảy ra? Chưa chắc. Đảng Cộng hòa tập trung vào mục tiêu giảm nợ hơn là tăng trưởng. Còn về ý thức hệ, Đảng Dân chủ phản đối tất cả các nguồn năng lượng carbon, bao gồm cả khí gas tự nhiên. Các ngôi sao



chính trị có vẻ như đồng lòng trong việc phản đối giải pháp khá mới mẻ và đột phá này. Tuy nhiên, vẫn có trường hợp nợ Chính phủ để tài trợ cho chi tiêu có thể chấp nhận được nếu nó vượt qua cuộc kiểm tra ba bài về lợi ích tích cực, khu vực tư nhân không thể làm tốt bằng và các mức nợ bền vững. Hiện nay, nợ bền vững đang là vấn đề nan giải nhất.



NỢ BỀN VỮNG

Một câu hỏi thiết yếu khác phải được đặt ra: Các mức nợ có bền vững không? Điều này lại dẫn đến các câu hỏi khác nữa: Làm sao các nhà hoạch định chính sách biết được rằng, liệu họ có đang thúc đẩy tỉ lệ nợ/GDP theo hướng mong muốn hay không? FED có vai trò gì trong việc duy trì thâm hụt ngân sách bền vững và nợ chấp nhận được?

Mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ của Cục Dự trữ Liên bang với nợ và thâm hụt ngân sách của quốc gia tiềm ẩn rất nhiều rủi ro nghiêm trọng đối với hợp đồng nợ dưới dạng tiền. Ở mức sơ khai nhất, FED thực sự có thể kiếm tiền từ bất kỳ khoản nợ nào mà Kho bạc phát hành, cho đến khi niềm tin vào đồng đô-la sụp đổ. Vấn đề chính sách là một trong những quy tắc hoặc những hạn chế tiềm ẩn đối với khả năng in tiền của FED. Vậy nguyên tắc chỉ đạo cho chính sách tiền tệ tùy ý là gì?

Trong lịch sử, bản vị vàng là một cách để hạn chế quyền tự quyết, nó xuất hiện khi chính sách tiền tệ đi chệch đường



ray. Theo bản vị vàng cổ điển, dòng vàng ra đến các đối tác thương mại cho thấy chính sách tiền tệ quá lỏng và cần phải thắt chặt. Việc thắt chặt sẽ gây ra suy thoái, chi phí đơn vị lao động thấp hơn, cải thiện khả năng cạnh tranh xuất khẩu, và một lần nữa khởi động dòng vào của vàng dưới dạng vật chất. Đây là quá trình tự điều chỉnh có cơ chế như một bộ chỉnh nhiệt tự động. Bản vị vàng cổ điển có những vấn đề riêng, nhưng nó vẫn tốt hơn hệ thống tốt nhì.

Trong những thập kỷ gần đây, *Quy tắc Taylor* (Taylor Rule) – được đặt tên theo người tạo ra nó, nhà kinh tế học John B. Taylor – là cẩm nang hướng dẫn thực tế cho chính sách tiền tệ của FED. Nó sử dụng các hàm đệ quy để dữ liệu từ các sự kiện gần thời điểm tính toán có thể đưa ra thông tin cho quyết định chính sách tiếp theo, tạo ra điều mà các nhà khoa học mạng gọi là *kết quả phụ thuộc vào quá trình* (path-dependent outcome). Quy tắc Taylor là một công cụ trong đọt rà soát trên diện rộng đối với bản vị đô-la vững mạnh được tạo ra bởi Paul Volcker và Ronald Reagan vào đầu những năm 1980. Từ cuối những năm 1980 sang những năm 1990, các Bộ trưởng Ngân khố Mỹ là James Baker và Robert Rubin của chính quyền Đảng Cộng hòa và Đảng Dân chủ đều triển khai chính sách đô-la vững mạnh. Nếu đồng đô-la không tốt bằng vàng thì ít nhất nó vẫn duy trì sức mua được đo lường theo chỉ số giá, và ít nhất nó cũng đóng vai trò như một mỏ neo cho các quốc gia khác đang tìm kiếm một điểm tham chiếu tiền tệ.



Giờ đây, mọi điểm tham chiếu đã biến mất. Không có bản vị vàng, không có bản vị đô-la, và không có Quy tắc Taylor. Tất cả những gì còn lại là cái mà cây bút tài chính James Grant gọi là *Bản vị Tiến sĩ* (Ph.D. Standard): Việc triển khai chính sách được chủ trì bởi những học giả theo trường phái tân Keynes, và tân tiền tệ có bằng Tiến sĩ từ một vài trường ưu tú.

Người ta có thể tìm thấy vô số cuộc tranh cãi dưới nhiều hình thức khác nhau về các quy tắc mà các học giả hoạch định chính sách sử dụng để xác định thâm hụt ngân sách bền vững, giữa giới chuyên gia kinh tế học ưu tú, trong dư luận, các bài diễn văn, báo chí và dư luận. Trong một môi trường chỉ tiêu thâm hụt ngân sách, một trong những công cụ quan trọng nhất là *khung bền vững của thâm hụt ngân sách cơ bản* (primary deficit sustainability - PDS). Khung phân tích này có thể được thể hiện dưới dạng một phương trình hay một đồng nhất thức. Nó sẽ đo lường xem nợ và thâm hụt ngân sách quốc gia có bền vững không, hoặc ngược lại khi xu hướng vận động của thâm hụt ngân sách có thể gây mất lòng tin và đẩy chi phí đi vay tăng lên nhanh chóng. PDS là một cách để xác định liệu Mỹ có đang đi theo vết xe đổ của Hy Lạp hay không.

Khung này đã được sử dụng trong nhiều thập kỷ, nhưng cách thức sử dụng nó đã được nhà kinh tế học John Makin, một trong những bộ óc phân tích sắc sảo nhất về chính sách tiền tệ, tinh chỉnh cho phù hợp với bối cảnh hiện nay. Năm



2012, sử dụng khung PDS làm chỉ dẫn, Makin đã “đánh vật” với mối quan hệ giữa nợ và thâm hụt ngân sách của Mỹ với tổng sản phẩm quốc nội (GDP).

Các hệ số chính trong PDS là: *chi phí đi vay* (borrowing costs - B), *sản lượng thực* (real output - R), *lạm phát* (inflation - I), *thuế* (taxes - T) và *chi tiêu* (spending - S), kết hợp lại thành BRITS.

Sản lượng thực cộng với lạm phát ($R + I$) bằng tổng giá trị của hàng hóa và dịch vụ được sản xuất trong nền kinh tế Mỹ, còn được gọi là *tổng sản phẩm quốc nội danh nghĩa* (nominal gross domestic product - NGDP).

Thuế trừ đi chi tiêu ($T - S$) là *thâm hụt ngân sách cơ bản* (primary deficit). Thâm hụt ngân sách là khoản tiền chênh lệch khi chi tiêu của một quốc gia cao hơn tiền thuế mà họ thu vào. Khi tính toán thâm hụt ngân sách cơ bản, chi tiêu *không* bao gồm tiền lãi tính trên nợ quốc gia. Không phải là vì chi phí lãi vay không quan trọng. Nó rất quan trọng là đằng khác. Trên thực tế, toàn bộ mục đích của khung PDS là để làm sáng tỏ việc trong mức độ nào thì Hoa Kỳ có đủ khả năng để trả lãi và cuối cùng là trả nợ. Tiền lãi được loại trừ khỏi quá trình tính toán thâm hụt ngân sách cơ bản để xác định xem những hệ số khác có kết hợp với nhau theo một cách mà tiền lãi phải trả nằm trong tầm kiểm soát hay không. Tiền lãi của nợ Chính phủ đã bao gồm trong hệ số B, chi phí đi vay của công thức.



Nói đơn giản, thâm hụt ngân sách ở Mỹ bền vững nếu sản lượng kinh tế trừ đi chi phí lãi vay *lớn hơn* thâm hụt ngân sách cơ bản. Điều này có nghĩa là nền kinh tế Mỹ đang trả lãi vay và tạo ra được một khoản “tăng thêm” để trả nợ. Nhưng nếu sản lượng kinh tế trừ đi chi phí lãi vay *bé hơn* thâm hụt ngân sách cơ bản thì qua thời gian, thâm hụt ngân sách sẽ bao trùm nền kinh tế, và Hoa Kỳ sẽ phải đối mặt với một cuộc khủng hoảng nợ, thậm chí là một cuộc sụp đổ tài chính.

Ở một mức độ nào đó, vấn đề không phải là nợ và *mức* thâm hụt ngân sách, mà là *xu hướng* của nó dưới dạng tỉ lệ phần trăm của GDP. Nếu các mức thâm hụt đang có xu hướng giảm, tình hình đang nằm trong tầm kiểm soát, và thị trường nợ sẽ cung cấp thời gian để duy trì xu hướng đó. Để đạt được tình trạng bền vững không có nghĩa là thâm hụt ngân sách phải biến mất hoàn toàn; trên thực tế, thâm hụt ngân sách có thể tăng lên. Điều quan trọng là tổng nợ tính theo tỉ lệ phần trăm của GDP phải *nhỏ hơn*, bởi vì GDP danh nghĩa tăng *nhANH hơn* so với thâm hụt ngân sách cộng lãi vay.

Chúng ta hãy xem GDP danh nghĩa là thu nhập cá nhân của một người và thâm hụt ngân sách cơ bản là những khoản bị trừ trên một thẻ tín dụng. Chi phí đi vay là lãi suất của thẻ. Nếu thu nhập cá nhân tăng đủ nhanh để trả lãi tín dụng mà vẫn còn dư một khoản tiền để trả dư nợ, thì đây là



một tình huống nằm trong tầm kiểm soát. Tuy nhiên, nếu thu nhập của người đó không tăng, và nợ mới cứ chồng chất sau khi trả xong tiền lãi của nợ cũ thì sớm hay muộn anh ta cũng phá sản.

Khung PDS là cách diễn đạt của một nhà kinh tế học về ví dụ thẻ tín dụng nói trên. Nếu thu nhập quốc gia có thể trả lãi của khoản nợ mà vẫn còn dư một số tiền đủ để làm giảm tổng nợ tính theo tỉ lệ phần trăm GDP, thì tình hình được xem là ổn định. Điều này không có nghĩa là thâm hụt ngân sách đang sinh lợi, nó chỉ có nghĩa là thâm hụt ngân sách ở mức chấp nhận được. Nhưng nếu thu nhập quốc gia còn lại sau khi trả lãi không đủ để giảm tổng nợ tính theo tỉ lệ phần trăm GDP, và nếu tình trạng này cứ kéo dài triền miên, thì cuối cùng Hoa Kỳ sẽ vỡ nợ.

Tính bền vững được trình bày dưới dạng phương trình như sau:

Nếu $(R + I) - B > |T - S|$, thì thâm hụt ngân sách của Mỹ bền vững. Ngược lại,

Nếu $(R + I) - B < |T - S|$, thì thâm hụt ngân sách của Mỹ không bền vững.

Khung PDS/BRITS và ví dụ về thẻ tín dụng đã tóm lược đầy đủ tính chất hùng biện và làm điều làm bộ của những cuộc tranh cãi kinh tế trên các diễn đàn lớn ở Hoa Kỳ. Khi

các đảng viên Đảng Dân chủ và Đảng Cộng hòa tranh cãi gay gắt về thuế, chi tiêu, thâm hụt ngân sách, nợ trần và những thỏa thuận quy mô khổng lồ và mơ hồ thì về cốt lõi, những chính trị gia đó chỉ đang tranh cãi về quy mô tương đối của BRITS.

Bản thân PDS không giải thích chuyện nên thực hiện những hành động nào hay chính sách nào là lý tưởng. Những gì nó làm là giúp người ta hiểu được hệ quả của một lựa chọn cụ thể. PDS là một thiết bị để tiến hành các thí nghiệm tư duy về những cách kết hợp chính sách khác nhau, và nó đóng vai trò như cầu nối giữa các giải pháp tài khóa và tiền tệ. BRITS chính là phiên bản Rosetta để hiểu được cách tất cả những lựa chọn chính sách này tương tác với nhau.

Ví dụ, một cách để cải thiện tính bền vững của nợ là tăng thuế. Nếu tiền thuế nhiều hơn, thâm hụt ngân sách cơ bản sẽ nhỏ hơn, do đó với GDP không đổi, Hoa Kỳ sẽ tiến gần hơn đến tình trạng bền vững. Hoặc, nếu tiền thuế không đổi nhưng chi tiêu giảm thì thâm hụt ngân sách cơ bản cũng giảm và đưa Hoa Kỳ đến gần hơn với sự bền vững. Sự kết hợp cả cắt giảm chi tiêu và tăng thuế cũng tạo ra lợi ích tương tự. Một cách khác để tiến tới sự bền vững là tăng tốc độ tăng trưởng thực. Tăng trưởng thực cao hơn đồng nghĩa với việc sau khi trả lãi vay, ngân sách có thêm tiền để trả nợ quốc gia tính theo tỉ lệ phần trăm GDP.



Cũng có nhiều cách để Cục Dự trữ Liên bang tác động đến các hệ số PDS. FED có thể sử dụng các biện pháp áp chế tài chính để duy trì một mức trần cho chi phí đi vay. Chi phí đi vay thấp hơn cũng có tác động tương tự như tỉ lệ tăng trưởng thực tế cao hơn trong việc tăng GDP còn lại sau lãi. Điều quan trọng là FED có thể tạo ra lạm phát, làm tăng tăng trưởng *danh nghĩa* ngay cả khi không có tăng trưởng *thực*. Tăng trưởng danh nghĩa trừ chi phí đi vay là vế trái của phương trình PDS. Lạm phát làm tăng số tiền còn lại sau khi trả chi phí lãi vay, giúp giảm nợ ngân sách tính theo tỉ lệ phần trăm GDP.

Mỗi lựa chọn chính sách tiềm năng này trong khung PDS đều liên quan đến một sự thay đổi trong một thành phần của BRITS và dựa trên giả định rằng những thành phần khác không thay đổi, nhưng thế giới thực phức tạp hơn thế. Sự thay đổi trong một thành phần của BRITS có thể gây ra những thay đổi trong những thành phần khác, do đó có thể khuếch đại hoặc phủ định hiệu quả mong muốn của sự thay đổi ban đầu. Đảng Dân chủ và Đảng Cộng hòa bất đồng không chỉ về việc tăng thuế và giảm chi tiêu, mà cả về tác động của những lựa chọn chính sách này lên các thành phần khác của BRITS. Phe Dân chủ tin rằng có thể tăng thuế mà không gây tổn hại đến tăng trưởng, trong khi phe Cộng hòa nghĩ ngược lại. Phe Dân chủ tin rằng lạm phát có thể hữu ích trong một cuộc suy thoái, trong khi phe Cộng hòa tin rằng lạm phát sẽ dẫn đến chi phí đi vay cao hơn, khiến tình hình trầm trọng hơn.



Kết quả của những bất đồng này là sự bế tắc chính trị và các chính sách kém hiệu quả. Sự bế tắc về chính trị được thể hiện trong hàng loạt các cuộc tranh luận và những lần khắc phục chớp nhoáng, bắt đầu từ sự thất bại của chính sách nợ trần hồi tháng 8 năm 2011, tiếp diễn đến vụ *vực thẳm tài khóa* (fiscal cliff) căng thẳng tháng 1 năm 2013 và sau đó là cuộc chiến thắt chặt chi tiêu và áp đặt nợ trần vào cuối năm 2013 và đầu năm 2014.

PDS có thể được sử dụng để định lượng các xu hướng, nhưng nó không thể dự đoán chính xác mức độ mà tại đó, một xu hướng trở nên không bền vững; đó là công việc của thị trường trái phiếu. Thị trường trái phiếu được điều khiển bởi các nhà đầu tư, những người hàng ngày đặt cược tiền bạc vào đường đi của lãi suất, lạm phát và thâm hụt ngân sách trong tương lai. Những thị trường này có thể chịu đựng được sự bế tắc về chính trị trong thời gian dài và đem lại cho các nhà hoạch định chính sách những lợi ích của sự nghi ngờ. Nhưng đến cuối cùng, thị trường trái phiếu có thể đưa ra một phán quyết khắc nghiệt. Nếu Hoa Kỳ đang đi trên một con đường không bền vững như PDS tiết lộ, ngày càng trượt dốc không phanh thì thị trường có thể đột ngột và bất ngờ đẩy lãi suất tăng vọt, khiến PDS kém bền vững hơn, đẩy lãi suất tăng cao hơn nữa. Một vòng lặp thông tin hình thành giữa các kết quả PDS ngày càng tồi tệ và lãi suất ngày một cao hơn. Cuối cùng, hệ thống có thể sụp đổ, Hoa Kỳ sẽ vỡ nợ ngay tức khắc hoặc rơi vào siêu lạm phát.



CHÍNH SÁCH VÀ HỢP ĐỒNG TIỀN CỦA FED

Ngày nay, Cục Dự trữ Liên bang phải đương đầu với mớ hỗn độn của những phép tính không khoan nhượng, những thị trường đầy lo lắng và nền chính trị rối loạn. Nền kinh tế Mỹ giống như một bệnh nhân ốm yếu, với các chính trị gia là những người thân bu quanh giường bệnh và tranh cãi về việc phải làm gì tiếp theo. Khung PDS là nhiệt kế cho thấy tình trạng của bệnh nhân đang xấu đi, và thị trường trái phiếu là dịch vụ tang lễ, chờ khiêng bệnh nhân xuống mồ. Bước đi giữa khung hình thống thiết này là bác sĩ FED. Có thể vị bác sĩ này không có phương thuốc cần thiết để chữa bệnh, nhưng những đồng tiền mới in còn thơm mùi mực giống như liều morphine cho nền kinh tế. Nó có thể làm dịu cơn đau, miễn là nó không giết chết bệnh nhân.

Là chủ sở hữu của hợp đồng nợ dưới dạng tiền giấy với người Mỹ và các chủ nợ trên toàn thế giới, FED nhất định không được để ai thấy rằng họ không tôn trọng lòng tin mà những người sở hữu giấy nợ FED đặt vào mình. Từ góc nhìn của hệ thống tiền tệ quốc tế, kịch bản duy nhất tồi tệ hơn sự sụp đổ niềm tin vào trái phiếu Kho bạc là sự sụp đổ niềm tin vào đồng đô-la. Nợ, thâm hụt ngân sách và đồng đô-la là ba sợi dây trong một nút thắt đảm bảo cho hệ thống tài chính thế giới. Bằng cách phát hành lượng đô-la không giới hạn để chống đỡ cho nợ Kho bạc, FED có nguy cơ làm bung nút thắt và lật ngược trò chơi lòng tin vào đồng đô-la.



Thành công và thất bại của FED chỉ cách nhau một ranh giới mỏng manh.

Nói theo thuật ngữ chuyên ngành, tài chính của Chính phủ có thể được xem như hai vòng tròn lớn trong một biểu đồ Venn cổ điển. Một vòng tròn là thế giới của chính sách tiền tệ do Cục Dự trữ Liên bang kiểm soát. Vòng tròn còn lại là chính sách tài khóa, bao gồm thuế và chi tiêu, do Quốc hội và Nhà Trắng kiểm soát. Như trong biểu đồ Venn, hai vòng tròn có một vùng giao nhau. Vùng này chính là lạm phát. Nếu FED có thể tạo ra đủ lạm phát, giá trị thực của nợ sẽ biến mất, và Chính phủ có thể tiếp tục chi tiêu mà không cần tăng thuế. Bí quyết ở đây là tăng lạm phát mà không làm tăng chi phí đi vay, vì chi phí đi vay tăng cao sẽ dẫn đến nợ tăng. Khung PDS cho thấy kế hoạch này có thể thực hiện như thế nào.

Để hiểu được ý trên, chúng ta cần xem xét các điều kiện mà những yếu tố đầu vào trong mô hình của PDS tiết lộ. Một tình trạng lý tưởng cho FED bao gồm tăng trưởng thực 4%, lạm phát 1%, chi phí vay 2% và thâm hụt ngân sách cơ bản 2% (tất cả tính theo tỉ lệ phần trăm GDP). Thay các giá trị này vào khung PDS, ta có:

$$(4 + 1) - 2 > 2, \text{ hay } 3 > 2$$

Nói cách khác, tăng trưởng thực cộng với lạm phát rồi trừ đi chi phí lãi suất lớn hơn thâm hụt ngân sách cơ bản, nghĩa là nợ tính theo tỉ lệ phần trăm GDP đang giảm. Đây



là tình huống nợ bền vững với tăng trưởng thực cao và lạm phát thấp.

Thật không may, ví dụ trên không phải là điều mà FED đang phải đối mặt trong các thị trường hiện nay. Chi phí đi vay thấp, bằng 1,5% GDP, giúp công thức tương đối giống so với ví dụ đầu tiên; nhưng vài hệ số khác lại *tệ* hơn cho sự bền vững. Tăng trưởng thực là gần 2,5%, và thâm hụt ngân sách cơ bản là khoảng 4% (lạm phát khoảng 1%, giống ví dụ trên). Thay các giá trị này vào khung PDS, ta có:

$$(2,5 + 1) - 1,5 < 4, \text{ hay } 2 < 4$$

Trong ví dụ này, tăng trưởng thực cộng với lạm phát trừ đi chi phí lãi suất bé hơn thâm hụt ngân sách cơ bản, có nghĩa là nợ tính theo tỉ lệ phần trăm GDP đang *tăng*. Đây là điều kiện không bền vững. Một lần nữa, điều quan trọng trong mô hình này không phải là *mức độ* mà là *xu hướng*, như đã diễn ra trong sự vận động của BRITS và sự tương tác của chúng. Trái ngược với luận văn của Carmen Reinhart và Kenneth Rogoff đã được nhắc đến ở trên, con số tuyệt đối của tỉ lệ nợ/GDP không phải là nhân tố gây ra một cuộc khủng hoảng; chính xu hướng tiến tới tình trạng không bền vững mới châm ngòi cho điều đó.

Toán học rất đơn giản, đây chính là một nét đẹp của PDS. Bắt đầu với đồng nhất thức $2 < 4$ có nghĩa là để đạt được tính bền vững, hoặc là 2 phải tăng lên, 4 phải giảm



xuống, hoặc cả hai. Tăng trưởng thực của Hoa Kỳ hiện nay bị kẹt ở mức 2,5%, một phần do tính chất không chắc chắn của chính sách. Thâm hụt ngân sách cơ bản của Hoa Kỳ có thể giảm xuống còn 3% nhờ tăng thuế và cắt giảm chi tiêu trong năm 2013, nhưng nếu không phải như vậy thì tình trạng bế tắc trong vấn đề thuế và chi tiêu dường như vẫn sẽ tiếp diễn. Toán học là căn bản, nhưng cũng nhắc: Nếu tăng trưởng thực là 2,5%, thâm hụt ngân sách cơ bản là 3%, và chi phí đi vay không giảm, thì con đường duy nhất dẫn đến sự ổn định là FED *nâng tỉ lệ lạm phát lên cao hơn chi phí đi vay*. Tất nhiên, lạm phát lại có xu hướng làm tăng chi phí đi vay, một ví dụ điển hình về các vòng lặp trong BRITS.

Ví dụ, FED có thể ấn định mức trần cho chi phí đi vay là 2% và nâng lạm phát lên 3%. Với những giá trị đầu vào mới này, khung PDS sẽ là:

$$(2,5 + 3) - 2 > 3, \text{ hay } 3,5 > 3$$

Kết quả này thỏa mãn điều kiện cho sự bền vững. Thị trường trái phiếu không nên hoảng sợ mà nên kiên nhẫn và cho Hoa Kỳ thêm thời gian để nâng tỉ lệ tăng trưởng thực, giảm thâm hụt ngân sách cơ bản, hoặc cả hai.

Thông qua PDS và BRITS, chúng ta có thể lý giải được tình trạng rối loạn chức năng chính trị và những trận tranh cãi gay gắt trên truyền hình. Giải pháp chính sách



là điều không thể tránh khỏi. Nếu tăng trưởng thực không cao hơn, thì hoặc là các chính trị gia phải giảm thâm hụt ngân sách, hoặc FED phải tạo ra lạm phát. Không có cách nào khác để tránh được một cuộc khủng hoảng nợ.

Cho đến nay, sự thành công về mặt chính trị trong việc giảm thâm hụt ngân sách vẫn rất khiêm tốn và chưa đủ, tăng trưởng thực tiếp tục phá tan mọi kỳ vọng. Vì vậy, gánh nặng lèo lái nền kinh tế tránh khỏi một cuộc khủng hoảng nợ đặt lên vai FED, họ phải tăng tỉ lệ lạm phát thông qua chính sách tiền tệ. Lạm phát là giải pháp tối ưu trong khung PDS, bất chấp sự bất công mà chính sách này có thể gây ra cho những người gửi tiết kiệm nhỏ.

Lựa chọn thay thế đối với người tiết kiệm có thể ít, nhưng với người mua trái phiếu thì nhiều. Vấn đề là liệu người mua trái phiếu có chịu đựng được sự xói mòn vốn do lạm phát hay không. Tình trạng lạm phát cao hơn lãi suất danh nghĩa sẽ tạo ra *lãi suất thực âm*. Ví dụ, lãi suất danh nghĩa 2% với lạm phát 3% tạo ra lãi suất thực -1%. Trong các thị trường bình thường, người mua trái phiếu sẽ yêu cầu mức lãi suất cao hơn để bù đắp lạm phát, nhưng đây không phải là thị trường bình thường. Thị trường trái phiếu có thể muốn lãi suất danh nghĩa cao hơn, nhưng FED sẽ không cho phép. FED buộc lãi suất thực phải ở mức âm thông qua biện pháp áp chế tài chính.



Lý thuyết áp chế tài chính đã được Carmen Reinhart và M. Belbrán giải thích một cách rõ ràng trong bài báo họ xuất bản năm 2011 có tiêu đề, “*Tính thanh khoản của nợ Chính phủ*” (*The Liquidation of Government Debt*). Chìa khóa để áp chế tài chính là sử dụng luật pháp và chính sách để ngăn không cho lãi suất vượt quá tỉ lệ lạm phát. Chiến lược này có thể được triển khai theo nhiều cách khác nhau. Trong những năm 1950 và 1960, nó đã được thực hiện thông qua những quy định khiến cho việc các ngân hàng trả lãi tiền gửi tiết kiệm nhiều hơn mức quy định là phạm luật. Cùng lúc đó, FED thiết kế một hình thức lạm phát nhẹ, cao hơn một chút so với lãi suất tiền gửi ngân hàng, làm xói mòn những khoản tiết kiệm đó. Cách thức thực hiện tinh vi đến mức người gửi tiết kiệm hầu như không nhận ra. Bên cạnh đó, người gửi tiết kiệm có rất ít lựa chọn thay thế, vì đây là thời gian trước khi tài khoản thị trường tiền tệ và 401(k) ra đời. Sự sụp đổ của thị trường chứng khoán năm 1929 vẫn còn là một ký ức sống động trong tâm trí nhiều người, và hầu hết các nhà đầu tư đều xem cổ phiếu là quá rủi ro. Tiền trong ngân hàng là hình thức bảo tồn tài sản chủ chốt. Chừng nào FED không ăn cắp tiền quá nhanh hoặc quá công khai thì hệ thống vẫn ổn định.

Điều kiện lãi suất thực âm ở mức tối thiểu trong một thời gian liên tục cũng làm nên điều kỳ diệu đối với tỉ lệ nợ/GDP. Trong suốt thời kỳ hoàng kim này của hình thức



áp chế tài chính, tỉ lệ nợ/GDP của Mỹ đã giảm từ hơn 100% trong năm 1945 xuống dưới 30% trong vào đầu những năm 1970.

Đến cuối thập niên 1960, trò chơi áp chế tài chính đã kết thúc, và lạm phát tràn lan đến nỗi khó có thể lờ đi. Việc lấy trộm tiền trong tài khoản của người gửi tiết kiệm truyền thống gây ra nhiều tác hại. Trong những năm 1970, Merrill Lynch phản ứng bằng cách tạo ra các quỹ thị trường tiền tệ lợi tức cao, và các ngân hàng khác nhanh chóng làm theo. Các quỹ tương hỗ như Fidelity khiến cho việc sở hữu cổ phiếu trở nên dễ dàng. Các nhà đầu tư vùng thoát khỏi tình trạng áp chế tài chính, bỏ lại các ngân hàng ở phía sau, và hướng tới một biên giới mới của tài sản rủi ro.

Vấn đề mà FED đối mặt ngày nay là làm thế nào sử dụng biện pháp áp chế tài chính để giới hạn lãi suất mà không gây ra những thiệt hại như trong những năm 1950. Mục tiêu của FED không đổi – lạm phát cao hơn và một mức trần lãi suất, nhưng chiến thuật được cải tiến rất nhiều. Lạm phát đến từ việc in tiền, và trần lãi suất đến từ việc mua trái phiếu. Mà in tiền và mua trái phiếu là hai mặt của cùng một đồng xu, bởi vì FED mua trái phiếu bằng tiền in, quá tiện lợi.

Tên gọi của hình thức hoạt động này là nới lỏng định lượng (QE). Chương trình đầu tiên trong số vài chương trình QE khởi động vào năm 2008, và tính đến cuối năm



2012, hơn 2.000 tỉ đô-la tiền mới đã được in ra. Đến đầu năm 2014, việc in tiền tiếp tục với hơn 1.000 tỉ đô-la tiền mới mỗi năm.

Tiền để trong ngân hàng khi dự trữ dư thừa không tạo ra lạm phát. Lạm phát giá chỉ xuất hiện nếu người tiêu dùng hoặc doanh nghiệp vay tiền và chi tiêu bằng tiền in. Theo quan điểm của FED, việc thao túng hành vi người tiêu dùng để khuyến khích họ đi vay và chi tiêu là một yếu tố trọng yếu trong chính sách. FED đã chọn phương pháp củ cà rốt và cây gậy để làm điều này. Cây gậy là một cú sốc lạm phát với ý đồ hù dọa người tiêu dùng, kích thích họ chi tiêu trước khi giá cả tăng vọt. Củ cà rốt là lãi suất thực âm, được thiết kế để khuyến khích họ vay tiền mua tài sản rủi ro như chứng khoán và nhà ở. FED sẽ đảm bảo lãi suất thực âm bằng cách sử dụng sức mua trái phiếu của mình và của các ngân hàng thương mại nếu cần thiết, để kìm hãm lãi suất danh nghĩa.

Để phương pháp củ cà rốt và cây gậy có hiệu quả, tỉ lệ lạm phát tối thiểu phải là 3%. Ở mức đó, lãi suất thực sẽ âm, và người tiêu dùng sẽ lo lắng đủ để bắt đầu tiêu tiền. Những động lực thúc đẩy cho vay và chi tiêu mạnh mẽ này được thiết kế để tăng GDP danh nghĩa ở một mức gần với những xu hướng từ trước đến nay. Qua thời gian, FED hy vọng sự tăng trưởng này có thể tự duy trì, từ đó đảo ngược chính sách và cho phép GDP danh nghĩa trở thành GDP thực thông qua quá trình tăng trưởng thực ngày một nhanh



hơn. FED đang sử dụng các chính sách lãi suất bằng 0 và nói lỏng định lượng để đạt được mục tiêu lạm phát cao hơn và lãi suất thực âm mà họ nhắm tới.

Các ngân hàng có thể thu được lợi nhuận đáng kể bằng cách đi vay ngắn hạn với lãi suất bằng 0 mà FED đưa ra và cho vay dài hạn với lãi suất cao hơn. Nhưng loại hình cho vay này có thể dẫn đến thua lỗ nếu lãi suất ngắn hạn tăng nhanh trong khi các ngân hàng bị mắc kẹt với tài sản dài hạn như tài sản thế chấp và nợ doanh nghiệp. Giải pháp của FED đối với vấn đề này là *định hướng chính sách*. Thực tế, FED đang nói các ngân hàng không phải lo lắng về việc lãi suất ngắn hạn tăng lên vì trong dài hạn, điều này sẽ có lợi.

Vào tháng 3 năm 2009, FED thông báo rằng lãi suất ngắn hạn sẽ duy trì ở mức 0% trong “một thời kỳ kéo dài”. Vào tháng 8 năm 2011, cụm từ “một thời kỳ kéo dài” được lược bỏ, và họ thông báo một thời hạn cụ thể – “giữa năm 2013” – là thời gian sớm nhất mà lãi suất tăng lên. Vào tháng 1 năm 2012, thời hạn này bị đẩy lùi xuống “cuối năm 2014.” Cuối cùng, vào tháng 9 năm 2012, FED thông báo rằng mức lãi suất sẽ tăng lên sớm nhất là vào “giữa năm 2015”.

Đối với tất cả các ngân hàng và nhà đầu tư, ngay cả sự đảm bảo này của FED vẫn không đủ. Người ta lo ngại rằng FED có thể một lần nữa đẩy lùi thời hạn tăng lãi suất cũng



dễ dàng như cách họ đã đẩy nhanh hơn trước đây. FED đối ý dựa trên những tiêu chí nào là điều không ai biết rõ, và do đó việc định hướng chính sách không đem lại tác động gì. Trong nội bộ FED cũng nổ ra một cuộc tranh luận gay gắt về việc định hướng chính sách có nên được chuyển đổi từ hàng loạt những thời hạn thay đổi liên tục sang một hệ thống mục tiêu bằng số có thể quan sát dễ dàng hay không.

Cuộc tranh luận này đã được ghi lại một cách chi tiết về khía cạnh lịch sử và phân tích trong một tiểu luận được Michael Woodford từ trường Đại học Columbia trình bày tại Hội nghị chuyên đề của FED ở Jackson Hole vào cuối tháng 8 năm 2012. Mặc dù lập luận của Woodford rất đa dạng nhưng tựu chung có thể tóm tắt trong một từ – *cam kết*. Quan điểm của ông là định hướng chính sách hiệu quả hơn nhiều trong việc thay đổi hành vi tại ngày hôm nay nếu nó rõ ràng và tuân thủ một khung nội dung cố định theo cách mà ngân hàng trung ương sẽ không phủ nhận nó trong tương lai:

Một lý do tại sao định hướng chính sách có thể cần thiết là nhằm tạo điều kiện cho cam kết về phía ngân hàng trung ương. Trong thực tiễn, cách hợp lý nhất để làm cho một cam kết như vậy có thể đạt được và đáng tin cậy là công khai tuyên bố cam kết, theo một cách rõ ràng đủ để các nhà hoạch định chính sách phải cảm thấy xấu hổ nếu họ cố tình bỏ qua sự tồn tại của cam kết khi ra quyết định sau này.



Công trình tiểu luận xuất sắc của Woodford về suy nghĩ của FED phát huy ảnh hưởng ngay lập tức. Vào ngày 12 tháng 12 năm 2012, chỉ ba tháng sau Hội nghị chuyên đề ở Jackson Hole, FED đã bãi bỏ phương pháp sử dụng ngày mục tiêu để định hướng chính sách và thay thế bằng các mục tiêu bằng số chặt chẽ. Trong thông lệ suy diễn ngôn từ của các bài phát biểu mà Chủ tịch của FED đưa ra (*FED-talk*)¹³, những mục tiêu mới được mô tả như sau:

Cụ thể, ủy ban đã quyết định giữ phạm vi mục tiêu đối với lãi suất quỹ liên bang ở mức 0 đến 1/4% và hiện đang dự đoán rằng mức đặc biệt thấp này đối với lãi suất quỹ liên bang sẽ phù hợp ít nhất là chừng nào tỉ lệ thất nghiệp duy trì ở mức trên 6-1/2%, lạm phát trong vòng từ 1 đến 2 năm tới dự kiến sẽ không cao hơn một nửa điểm phần trăm so với mục tiêu dài hạn 2% của Ủy ban, và kỳ vọng về lạm phát dài hạn tiếp tục được giữ vững.

Hiện nay, FED đang công khai thể hiện sự trung thành với hệ thống mục tiêu bằng số và cam kết duy trì mức lãi suất 0% cho đến khi đạt được những mục tiêu này và có lẽ còn lâu hơn thế.

Cam kết FED đưa ra có ba khía cạnh nổi bật. Thứ nhất, các mục tiêu bằng số – tỉ lệ thất nghiệp 6,5% và tỉ lệ lạm phát 2,5% là mức trần chứ không phải mức sàn. FED không

¹³ FED-watch và FED-speak là hai ngành độc đáo trong lĩnh vực kinh tế ở Hoa Kỳ. FED-watch tìm hiểu về quyết định của Cục Dự trữ Liên bang, FED-speak phỏng đoán các quyết định đó qua phát biểu của Chủ tịch FED.



nói rằng họ sẽ tăng lãi suất *khi* đạt được những mức này, mà họ sẽ không tăng lãi suất *trước khi* đạt được những mức này. Điều này chừa ra rất nhiều khoảng trống cho việc tiếp tục nói lỏng tiền tệ ngay cả khi thất nghiệp giảm xuống 6% hoặc lạm phát tăng lên 3%. Thứ hai, FED nói sẽ phải đạt được *cả hai* mục tiêu trước khi tăng lãi suất, không phải là một trong hai. Có nghĩa là nếu thất nghiệp ở mức 7%, FED có thể tiếp tục chính sách nói lỏng tiền tệ ngay cả khi lạm phát tăng lên 3% hoặc cao hơn. Cuối cùng, mục tiêu lạm phát của FED dựa trên lạm phát *dự kiến*, không phải lạm phát thực tế. Có nghĩa là nếu lạm phát thực là 4%, FED có thể tiếp tục nói lỏng tiền tệ, miễn sao dự báo lạm phát chủ quan của họ là 2,5% hoặc thấp hơn.

Chính sách mới này là một mảnh khoe vô cùng tinh vi của FED. Bề ngoài, họ tỏ ra lắng nghe những ý kiến đề xuất của Woodford về việc nên cam kết với những mục tiêu rõ ràng, nhưng trong thực tế, những mục tiêu này lắt léo và không được định nghĩa rõ ràng. Không ai biết liệu FED có dừng lại ở mức lạm phát 3% hay không, nếu thất nghiệp vẫn là 7%. Không ai biết từ lúc ngừng in tiền đến lúc tăng lãi suất kéo dài bao lâu. Tuy nhiên, chính sách mới của FED nhất quán với mục tiêu lạm phát ẩn 3% theo phương pháp củ cà rốt và cây gậy. FED có thể biện minh cho lạm phát cao hơn khi không đạt được mục tiêu giảm tỉ lệ thất nghiệp hoặc khi lạm phát dự báo thấp hơn. Họ có thể biện minh lạm phát cao hơn trong tất cả các sự kiện bởi vì các mục tiêu



bằng số là các mức trần chứ không phải mức sàn. Chính sách mới không hề đặt ra giới hạn thực tế nào đối với tình trạng lạm phát cao hơn.

Khung PDS và BRITS cùng với các chính sách mới của FED hội tụ xung quanh bóng ma của sự lạm phát, thứ đang núp sau các lý thuyết học thuật và các tuyên bố công khai. Chi phí đi vay thấp và lạm phát cao hơn là hai cách duy nhất để FED có thể cải thiện tính bền vững của thâm hụt ngân sách. Biện pháp áp chế tài chính làm giảm chi phí đi vay, và việc nới lỏng định lượng có thể tạo ra lạm phát cao hơn nếu thị trường tin rằng chính sách này sẽ tiếp diễn. Chính sách mà FED công bố vào tháng 12 năm 2012 là một phiên bản lộn xộn của những đề xuất trong tiểu luận của Woodford. FED đang giả vờ đưa ra các mục tiêu bằng số trong khi vẫn bảo tồn được mức độ tự do mong muốn để đạt được bất kỳ mục tiêu lạm phát nào mà họ thấy là cần thiết.

Hình thức “móc túi” người gửi tiết kiệm của FED được các nhà kinh tế gọi là *ảo giác tiền tệ*. Ảo giác tiền tệ có nghĩa là bản thân việc in tiền không thể tạo ra tăng trưởng thực nhưng có thể tạo ra ảo giác về sự tăng trưởng bằng cách tăng giá danh nghĩa và GDP danh nghĩa. Cuối cùng, ảo giác này sẽ tan vỡ, giống như cuối những năm 1970, nhưng nó có thể tồn tại trong một thập kỷ hoặc lâu hơn trước khi lạm phát xuất hiện một cách muện màng và đánh cắp những lợi ích mà người gửi tiết kiệm tưởng là mình nhận được.



Mặc dù những mục tiêu mà FED đưa ra về lạm phát cao hơn và tăng GDP danh nghĩa rất rõ ràng nhưng chúng ta có lý do chính đáng để tin rằng họ sẽ không đạt được những mục tiêu này, và thậm chí có thể gây ra những hậu quả thảm khốc cho nước Mỹ nếu cứ cố gắng. Chính các nhân viên của FED cũng đã bày tỏ sự dè dặt trước vấn đề liệu định hướng chính sách có hiệu quả chút nào hay không trong khung thời gian mà FED đang sử dụng. Nhà kinh tế học lỗi lạc Charles Goodhart đã nói rằng, mục tiêu GDP danh nghĩa là “một cách che giấu hời hợt cho mục tiêu lạm phát cao hơn” và “chưa ai tìm được cách để nó có thể thực hiện được”.

Có lẽ, lời phê phán thuyết phục nhất về những sai sót trong mục tiêu GDP danh nghĩa và lạm phát kèm theo lại đến từ nội bộ Ban Giám đốc của FED. Vào tháng 2 năm 2013, Thống đốc FED, Jeremy Stein, đã đưa ra một lời phê bình cực kỳ chi tiết về chính sách nói lòng tiền tệ của FED và khéo léo chỉ ra lỗ hổng lớn nhất của nó: Doanh thu tăng không phải là kênh duy nhất để tạo ra tiền, còn có những kênh khác bao gồm bong bóng tài sản và kỹ thuật tài chính.

Luận điểm của Stein là một môi trường lãi suất thấp sẽ thúc đẩy việc tìm kiếm lợi tức cao hơn, việc này có thể diễn ra dưới nhiều hình thức. Hình thức rõ ràng nhất là việc giá của các tài sản rủi ro như cổ phiếu và nhà ở tăng lên. Điều này có thể quan sát bằng mắt thường. Ít rõ ràng hơn là tình trạng mất cân đối giữa tài sản và nợ phải trả, trong đó các



định chế tài chính đi vay ngắn hạn và cho vay dài hạn trên cơ sở đòn bẩy để kiếm lời từ khoản chênh lệch.

Mơ hồ hơn nữa là các giao dịch hoán đổi tài sản ký quỹ (collateral swaps), trong đó một định chế tài chính như Citibank cầm cố trái phiếu rủi ro cao (junk bond) cho một đối tác để đổi lấy các chứng khoán Kho bạc trên cơ sở qua đêm, sau đó sử dụng số chứng khoán Kho bạc này làm tài sản thế chấp cho một hợp đồng phái sinh ngoại bảng có lợi tức cao hơn. Những giao dịch như vậy tạo ra một giai đoạn tháo chạy vốn khỏi Citibank hay các ngân hàng khác nếu nhà cung cấp tài sản ngắn hạn bất ngờ muốn lấy lại chứng khoán của mình và Citibank phải bán tống bán tháo những tài sản khác với giá rẻ mạt để trả. Mạng lưới vô hình của rủi ro từ phía đối tác làm tăng rủi ro hệ thống, và đẩy hệ thống đến gần hơn một tình huống tái lập cuộc Khủng hoảng 2008 trên quy mô lớn hơn.

Kịch bản mà Stein phác thảo ra sẽ khiến mọi nỗ lực của FED đổ sông đổ bể nếu những sự kiện khủng khiếp ấy xảy ra. Sự hoảng loạn của thị trường bắt nguồn từ việc lợi dụng đòn bẩy và chấp nhận rủi ro quá mức xảy ra ngay sau Cuộc Khủng hoảng 2008, đã phá huỷ mọi nỗ lực của FED nhằm lôi kéo người tiêu dùng trở lại cuộc chơi cho vay và chi tiêu đầu những năm 2000.

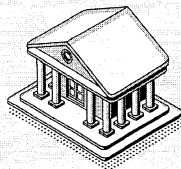
Qua bài báo, Stein muốn nói rằng dù sớm hay muộn, FED phải kết thúc QE để tránh tình trạng tích tụ của rủi ro tiềm ẩn trong các định chế tài chính. Nhưng cũng có một



cách diễn giải. Bản thân Stein cũng cảnh báo rằng, nếu các ngân hàng không đón nhận lời gợi ý và bỏ qua kỹ thuật tài chính rủi ro, FED có thể buộc họ phải làm như vậy bằng cách ban hành thêm các quy định. Cục Dự trữ Liên bang có quyền sinh quyền sát đối với các ngân hàng trong những lĩnh vực như: dự trữ tổn thất cho vay (loss reserves), chính sách chia cổ tức, các bài sát hạch khả năng chống đỡ, hoạt động mua lại, an toàn vốn, và nhiều lĩnh vực khác nữa. Sẽ vô cùng liều mạng nếu các ngân hàng định chống lại FED trong những lĩnh vực mà Stein nhấn mạnh. Bài báo của Stein đề xuất rằng FED nên phần nào quay lại với hình thức áp chế tài chính cũ hơn thông qua các quy định.

Các biện pháp thao túng của FED đã đẩy họ vào vị thế của một nghệ sĩ xiếc trên dây mà không có gì đỡ ở dưới, phải hết sức tập trung nỗ lực để tiến lên phía trước, khi ngay cả một cú sảy chân nhẹ nhất hoặc không ngờ tới cũng sẽ gây ra kết cục thảm khốc cho doanh nghiệp. FED phải đẩy mạnh lạm phát (trong khi không thừa nhận nó) và phải bơm giá tài sản (mà không làm vỡ bong bóng). Họ phải thể hiện sự tự tin trong khi không hề biết những chính sách của mình có hiệu quả hay không, hoặc khi nào thì chúng sẽ kết thúc.

Nói tóm lại, FED bị kẹt giữa vai trò là chủ sở hữu của hợp đồng nợ dưới dạng tiền in và là vị cứu tinh duy nhất của nợ Chính phủ. Không thể có chuyện họ chỉ thành công ở một trong hai vai trò. Họ phải thành công, hoặc thất bại, trong cả hai.



CHƯƠNG 8

NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG CỦA CẢ THẾ GIỚI

Khu vực tiền tệ tối ưu nhất chính là thế giới.

- Robert A. Mundell, Chủ nhân giải Nobel Kinh tế -

Tôi chưa đọc đề xuất của Thống đốc. Nhưng theo tôi hiểu nó là một đề xuất được thiết kế nhằm mục đích thúc đẩy nhu cầu sử dụng quyền rút vốn đặc biệt của IMF... À, và... à... Chúng tôi thực sự chào đón ý tưởng đó.

- Timothy Geithner, Bộ trưởng Ngân khố Hoa Kỳ -

IMF đã tinh chỉnh, xác định lại mục tiêu và bổ sung bộ công cụ của mình.

- Christine Lagarde, Giám đốc Điều hành IMF -



MỘT THẾ GIỚI

Gặp Tiến sĩ Min Zhu là thấy được tương lai của nền tài chính toàn cầu. Ông nổi bật trong đám đông, thân hình cao gần 2 mét của ông khiến các chuyên gia tài chính nhớ đến hai trong số những chủ nhà băng quyền lực nhất thế giới cuối thế kỷ XX, Paul Volcker và Walter Wriston, hai người đàn ông thống trị cả một căn phòng không chỉ bằng trí tuệ mà cả thân hình đồ sộ. Min Zhu không thuộc về thế kỷ XX, ông là người của thế kỷ XXI, và thật khó để tìm ra nhân vật nào có thể qua mặt ông trong việc đại diện cho những thế lực mâu thuẫn – Đông và Tây, vàng và giấy, nhà nước và thị trường – đang luồn lách khắp thế giới ngày nay.

Min Zhu là Phó Giám đốc Điều hành của IMF, một trong những vị trí cao nhất ở IMF, báo cáo trực tiếp với Giám đốc Điều hành Christine Lagarde. IMF là một trong những định chế chủ chốt được thành lập tại Hội nghị Bretton Woods năm 1944, hội nghị đã kiến tạo nên bộ khung cho hệ thống tiền tệ quốc tế sau dư âm của cuộc Đại suy thoái xảy ra khi Chiến tranh Thế giới II sắp kết thúc. Kể từ khi thành lập đến nay, IMF vẫn là điều bí ẩn lớn nhất của tài chính toàn cầu.

IMF khá công khai về những hoạt động và mục tiêu của mình. Vậy nhưng các chuyên gia vẫn chỉ hiểu được rất ít về tổ chức này, một phần vì vai trò độc nhất vô nhị mà họ đảm trách và những biệt ngữ thuần chuyên môn mà họ sử dụng trong quá trình thực thi vai trò đó. Tham gia các khóa đào



tạo Đại học chuyên ngành tại những học viện như trường Nghiên cứu Quốc tế Tiên tiến ở Washington, D.C., là một cách điển hình để giành được tấm vé vào IMF. Sự kết hợp giữa cởi mở và mờ ám quả là hấp dẫn đến mức khiến người ta quên cả nghi ngờ. IMF là tổ chức không minh bạch một cách minh bạch¹⁴.

Nhiệm vụ của IMF đã thay đổi nhiều lần trong những thập kỷ qua, kể từ thời Bretton Woods. Trong những năm 1950 và 1960, IMF là người coi sóc bản vị vàng với tỉ giá trao đổi cố định và một nhà *cho vay bắc cầu* (swing lender) đối với các nước gặp khó khăn trong cân cán thanh toán. Những năm 1970, nó là một diễn đàn cho cuộc chuyển đổi từ bản vị vàng sang tỉ giá hối đoái thả nổi, tham gia vào những vụ bán vàng khổng lồ theo yêu cầu của Hoa Kỳ để góp phần kìm hãm giá cả. Trong những năm 1980 và 1990, IMF giống như một bác sĩ khám bệnh tại nhà, kê những toa thuốc tồi dưới dạng những lời có hại, thiếu chính xác cho các nền kinh tế mới nổi. Vai trò này đã kết thúc đột ngột với máu đổ trên đường phố Jakarta, Seoul và rất nhiều người bị giết do hậu quả của việc IMF sai lầm trong cách xử lý cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 1997 - 1998. Đầu những năm 2000 là thời kỳ “trôi dạt”, trong đó nhiệm vụ của IMF không rõ ràng và các chuyên gia cho rằng tổ chức này đã tồn tại lâu hơn so với tính hữu dụng của nó. IMF trỗi dậy vào năm 2008 với tư cách là thư ký không chính thức và là

¹⁴ Nguyễn văn: “IMF is transparently nontransparent.”



cánh tay phải của G20, điều phối các phản ứng chính sách đối với cuộc khủng hoảng tài chính trong năm đó. Ngày nay, IMF đã tận dụng được vai trò mới là nhà cho vay toàn cầu của phương sách cuối cùng: Nó đã trở thành ngân hàng trung ương của thế giới.

Min Zhu nắm giữ vị trí cao nhất mà một công dân Trung Quốc từng ngồi vào tại IMF, Ngân hàng Thế giới, Ngân hàng Thanh toán Quốc tế, ba trụ cột đa phương của hệ thống tiền tệ quốc tế. Sự nghiệp của ông là hiện thân *xúc tích nhất* cho sự trỗi dậy về mặt tài chính của Trung Quốc. Ông tốt nghiệp năm 1982 tại Đại học Phúc Đán (Fudan University) ở Thượng Hải, một trong số những trường tinh hoa của Trung Quốc. Ông nhận bằng Tiến sĩ Kinh tế học ở Hoa Kỳ trước khi trải qua nhiều công việc khác nhau tại Ngân hàng Thế giới và bộ phận quốc tế của Ngân hàng Trung Quốc. Năm 2009, ông trở thành Phó Thống đốc Ngân hàng trung ương của Trung Quốc. Tháng 5 năm 2010, ông được đích thân Dominique Strauss-Kahn, người sau này trở thành người đứng đầu IMF, chọn làm cố vấn đặc biệt cho mình. Cuối năm 2011, Christine Lagarde – người kế nhiệm Strauss-Kahn – chọn ông làm Phó Giám đốc Điều hành IMF.

Ông Zhu có một thái độ thoải mái và hài hước, nhưng khi say sưa với một chính sách mà ông ủng hộ, ông có thể đột ngột cao giọng như thể đang thuyết giảng cho sinh viên hơn là tham gia vào cuộc tranh luận. Thứ tiếng Anh của



Zhu rất xuất sắc, nhưng phong cách nói chuyện nhỏ nhẹ của ông đôi khi lại hơi khó nghe. Tiểu sử nghề nghiệp của ông rất độc đáo: Ông đã đảm nhận những vị trí cao nhất tại một ngân hàng trung ương dưới sự kiểm soát của Đảng Cộng sản Trung Quốc và những vị trí cao nhất của IMF, một định chế nhìn bề ngoài luôn cam kết thúc đẩy thị trường tự do và tài khoản vốn mở.

Vị trí của Zhu tại IMF khiến ông liên tục phải đi công cán khắp thế giới, thuyết giảng tại các trường Đại học, tham dự các hội nghị tầm cỡ quốc tế như Diễn đàn Kinh tế Thế giới Davos. Các ngân hàng tư nhân và quan chức Chính phủ khao khát tìm kiếm lời khuyên của ông ở trụ sở chính của IMF tại Washington, D.C. lẫn bên lề các hội nghị thượng đỉnh G20, và các thành viên của Bộ Chính trị Trung ương Đảng Cộng sản cũng làm y hệt trong các chuyến công tác định kỳ của Zhu đến Bắc Kinh. Từ phương Đông sang phương Tây, từ chủ nghĩa Cộng sản đến chủ nghĩa Tư bản, Min Zhu có chân trong cả hai phía lực lượng đối nghịch của thế giới tài chính ngày nay, và ông ủng hộ tất cả.

Không ai, kể cả các Thống đốc ngân hàng trung ương và bản thân bà Lagarde, hiểu rõ hơn Zhu về những sự thật ẩn giấu của hệ thống tiền tệ quốc tế. Điều này làm cho những quan điểm về kinh tế và tài chính toàn cầu của ông trở nên đặc biệt quan trọng. Ông là một người theo chủ nghĩa toàn cầu hóa kiên định, phản ánh vị trí của ông giữa các thế giới của chủ nghĩa tư bản nhà nước và thị trường tự do. Ông



không phân loại thế giới theo cách truyền thống là Bắc - Nam hay Đông - Tây, mà chia thành các cụm quốc gia dựa trên các yếu tố kinh tế, liên kết chuỗi cung ứng và mối liên hệ trong lịch sử. Các cụm này giao nhau và trùng nhau. Chẳng hạn, Áo thuộc về một cụm sản xuất ở châu Âu bao gồm Đức và Ý, nhưng nó cũng là một phần của cụm trung tâm châu Âu bao gồm cả Hungary và Slovenia thuộc Đế chế Austro-Hungary cũ. Với vị thế nhà lãnh đạo của nhóm, Áo là “người giữ cửa” cho phép nhóm Austro-Hungary tiếp cận cụm sản xuất ở châu Âu thông qua mối liên hệ của các hợp đồng phụ, chuỗi cung ứng và hoạt động cho vay của ngân hàng. Những mối liên kết này có thể, ví dụ, tạo điều kiện thúc đẩy doanh số bán hàng của một nhà sản xuất phụ tùng ô-tô của Slovenia cho hãng Fiat ở Ý. Mối quan hệ Slovenia-Ý vận hành thông qua người giữ cổng Áo.

Mô hình các cụm, sự chồng chéo và những người giữ cửa này tạo ra những cách sắp xếp không ngờ tới. Zhu đặt Nam Mỹ vào một cụm chuỗi cung ứng ở bán cầu Trung Quốc - phương Tây, một quan điểm cũng được Riordan Roett, học giả hàng đầu về các nền kinh tế châu Mỹ Latin đưa ra. Theo cách nhìn của Zhu, bá quyền kinh tế của Mỹ dừng lại ở kênh đào Panama, trong khi phần lớn Nam Mỹ hiện nay được coi là khu vực chịu ảnh hưởng của Trung Quốc.

Mô hình cụm của Zhu không chỉ phục vụ mục đích nghiên cứu học thuật. Nó đang bắt đầu có ảnh hưởng trực tiếp đến chính sách của IMF vì nó liên quan đến hoạt động



giám sát của 188 nước thành viên. Mô hình này tạo ra cơ sở để nghiên cứu các *hiệu ứng lan tỏa* (spillover effect) của chính sách quốc gia, theo cách IMF đặt tên. IMF xử lý những hiệu ứng lan tỏa này theo cùng một cách thức các nhà quản lý rủi ro ngân hàng nói về sự lây lan – sự lan truyền nhanh chóng không thể kiểm soát được của sự sụp đổ từ thị trường này sang thị trường khác thông qua một mạng lưới dày đặc các nghĩa vụ của đối tác và các cam kết ký quỹ khi các bên cuống cuống tẩu tán để cứu vãn khả năng thanh khoản trong một cuộc khủng hoảng tài chính. Hiệu ứng lan tỏa xảy ra trong các cụm khi các nền kinh tế quốc gia được liên kết chặt chẽ với nhau, và giữa các cụm khi người giữ cửa gặp khó khăn. Min Zhu đang giúp IMF phát triển mô hình quản lý rủi ro dựa trên tính phức hợp, tiên tiến hơn rất nhiều so với những mô hình của các ngân hàng trung ương hay các định chế tài chính tư nhân.



LÝ THUYẾT KEYNES CẬP NHẬT

Zhu đang chứng minh cho phe Keynes truyền thống thấy rằng, mô hình hành động chính sách của họ đã lỗi thời như thế nào trong việc phân tích một phản ứng của cá nhân hoặc của doanh nghiệp. Mô hình hành động-phản ứng gồm hai phần này cần phải được sửa đổi để đặt một trung gian tài chính giữa nhà hoạch định chính sách và cơ quan kinh tế. Điểm khác nhau này được minh họa như sau:



Mô hình Keynes cổ điển

Chính sách tài khóa/tiền tệ > Phản ứng của cá nhân/
doanh nghiệp

Mô hình IMF mới

Chính sách tài khóa/tiền tệ > Trung gian tài chính >
Phản ứng của cá nhân/doanh nghiệp

Trong khi các định chế tài chính trong những thập kỷ trước rất dễ đoán và thụ động trong việc chuyển giao chính sách cho các cá thể kinh tế, thì các trung gian tài chính ngày nay hoạt động mạnh mẽ hơn và có thể xóa sạch hoặc khuếch đại mong muốn của nhà hoạch định chính sách. Các ngân hàng tư nhân có thể sử dụng *chứng khoán hóa* (securitization), phái sinh và các hình thức đòn bẩy khác để gia tăng đáng kể tác động của việc nói lỏng chính sách, họ cũng có thể thắt chặt các tiêu chuẩn cho vay hoặc chuyển sang các tài sản an toàn như tín phiếu Kho bạc Hoa Kỳ để giảm thiểu tác động. Các ngân hàng cũng là những kênh truyền dẫn chính cho hiệu ứng lan tỏa. Zhu chỉ ra rằng, các phân tích của phe Keynes đã thất bại một phần vì nó đã không kết hợp một cách đầy đủ vai trò của ngân hàng vào những chức năng của mình.

Phương pháp phân cụm, hiệu ứng lan truyền và cơ chế truyền dẫn tài chính là ba lý thuyết hỗ trợ nền tảng mà dựa



trên đó, IMF thực hiện khảo sát hệ thống tiền tệ quốc tế. Các khái niệm mới của loại hình này có thể được tinh lọc qua bộ môn chuyên ngành kinh tế học ở các trường Đại học trong nhiều thập kỷ trước khi được đưa vào ứng dụng trong thực tiễn. Bất chấp sự áp đảo về số lượng nhân viên có học vị Tiến sĩ trong hàng ngũ của mình, IMF không phải là một trường Đại học. Đây là một định chế đầy quyền uy với khả năng hoặc duy trì hoặc kết án các thể chế thông qua những quyết định chính sách về hoạt động cho vay và điều kiện kèm theo mà họ ban hành. Mô hình của Zhu hé lộ đôi chút về các kế hoạch của IMF: Sự phân cụm ngụ ý rằng các mối liên kết kinh tế quan trọng hơn chủ quyền. Hiệu ứng lan tỏa có nghĩa là cần phải có cơ chế kiểm soát từ trên xuống để kiểm chế rủi ro. Sự truyền dẫn tài chính cho thấy các ngân hàng là những đầu mối quan trọng trong việc thực hiện hoạt động kiểm soát. Tóm lại, IMF tìm cách kiểm soát tài chính, kiểm chế rủi ro và đặt điều kiện cho sự phát triển kinh tế trên cơ sở toàn cầu.

Nhiệm vụ “một thế giới” này đòi hỏi sự hỗ trợ của những nhân vật xuất chúng nhất và có quyền lực chính trị lớn mạnh nhất hiện nay. Ban lãnh đạo của IMF là mô hình thu nhỏ cân bằng một cách hoàn hảo của nền kinh tế toàn cầu. Ngoài Min Zhu và Giám đốc Điều hành Christine Lagarde, ban lãnh đạo của IMF còn có David Lipton từ Hoa Kỳ, Naoyuki Shinohara từ Nhật Bản và Nemat Shafik từ Ai Cập. Sự đa dạng của ban lãnh đạo không chỉ thể hiện chủ



nghĩa đa quốc gia. Lagarde đại diện cho lợi ích của châu Âu, Min Zhu cho Trung Quốc, Lipton cho người Mỹ, Shinohara cho Nhật Bản, và Shafik cho các nền kinh tế đang phát triển. Năm nhân vật quản lý cấp cao của IMF ngồi quanh bàn hội nghị và lên tiếng thay mặt cả thế giới.

David Lipton là tiếng nói mạnh mẽ nhất, hơn cả Christine Lagarde, bởi vì Hoa Kỳ có quyền phủ quyết đối với tất cả các hành động quan trọng của IMF. Điều này không có nghĩa là Lipton không chơi cho đội bóng. Trong nhiều vấn đề, Hoa Kỳ và IMF đối đầu nhau – bao gồm quá trình dần dần thay thế đồng đô-la bằng những loại tiền tệ khác làm đồng tiền dự trữ toàn cầu. Quyền phủ quyết của Lipton có nghĩa là sự thay đổi sẽ diễn ra trong chớp mắt nếu Mỹ có bất kỳ yêu cầu “lại quả” nào từ phía IMF.

Lipton là một trong rất nhiều người từng làm việc dưới quyền Robert Rubin, bên cạnh Timothy Geithner, Jack Lew, Michael Froman, Larry Summers và Gary Gensler. Những người này đã có nhiều năm kiểm soát chiến lược kinh tế của Hoa Kỳ trên trường quốc tế. Robert Rubin là Bộ trưởng Ngân khố Hoa Kỳ từ năm 1995 đến năm 1999, sau nhiều năm làm việc cho chính quyền của Clinton với tư cách là Giám đốc Hội đồng Kinh tế Quốc gia. Trước khi gia nhập Chính phủ Hoa Kỳ, Rubin là đồng Chủ tịch của Goldman Sachs, làm việc trong văn phòng Chủ tịch Citigroup từ năm 1999 đến năm 2009 và từng giữ chức Chủ tịch Citigroup một thời gian ngắn khi thị trường tài chính bắt đầu sụp đổ



vào năm 2007. Cuối thập niên 1990, cả Lipton, Froman, Geithner, Summers và Gensler đều làm việc cho Rubin tại Ngân khố Hoa Kỳ, còn Lew làm việc tại Nhà Trắng. Sau đó, Lipton, Lew và Froman theo Rubin tới Citigroup, trong khi Summers làm cố vấn cho Citigroup.

Sau quá trình sát hạch và mài dũa ở những vị trí cấp trung trong thập niên 1990, nhóm quan chức thâm lặng này đã được bổ nhiệm và cất nhắc một cách thận trọng trong Nhà Trắng, Ngân khố, IMF và nhiều nơi khác trong những năm 2000 để đảm bảo rằng mạng lưới Rubin có sức ảnh hưởng và vai trò như Bối giã thực sự của nền tài chính toàn cầu. Geithner là cựu Bộ trưởng Ngân khố và cựu Chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang ở New York. Lew hiện đang giữ ghế Bộ trưởng Ngân khố. Froman là một nhân vật hậu trường đầy quyền lực trong Hội đồng Kinh tế Quốc gia của Nhà Trắng và Hội đồng An ninh Quốc gia từ năm 2009 đến năm 2013, và sau đó là tham tán thương mại của Hoa Kỳ. Larry Summers là cựu Bộ trưởng Ngân khố và Chủ tịch Hội đồng Kinh tế Quốc gia dưới thời Tổng thống Obama. Trong những năm ở Nhà Trắng, Froman là “*sherpa*” của Hoa Kỳ trong các cuộc họp của G20, đôi khi người ta nhìn thấy ông thì thầm với Tổng thống ngay khi một cuộc tranh luận chính sách trọng yếu chuẩn bị diễn ra với Chủ tịch Trung Quốc Hồ Cẩm Đào hoặc một nhà lãnh đạo thế giới khác. Từ năm 2009 đến năm 2013, Gensler là Chủ tịch Ủy ban Giao dịch Hàng hóa Tương lai, cơ quan quản lý trái



phiếu Kho bạc và hoạt động giao dịch vàng tương lai.

Các thành viên “băng đảng” Rubin đã thể hiện sự thiếu năng lực một cách “phi thường” trong những vai trò mà họ đảm nhiệm ở cả khu vực công lẫn tư nhân, và trong sự tàn phá đối với nền tài chính mà họ để lại sau khi ra đi. Rubin và Larry Summers – cấp dưới, rồi trở thành người kế nhiệm của Rubin – đã thúc đẩy hai thay đổi lập pháp gây ra sự tàn phá về mặt tài chính trong thế kỷ vừa qua: Glass-Steagall được bãi bỏ vào năm 1999, cho phép các ngân hàng hoạt động giống như quỹ đầu cơ, và các đạo luật phái sinh được bãi bỏ năm 2000, mở đường cho những đòn bẩy ẩn khổng lồ của các ngân hàng. Còn Geithner, trong thời gian làm việc cho FED tại New York từ năm 2003 đến năm 2008, đã không chú ý đến các hoạt động ngân hàng không chính đáng và không an toàn nằm dưới sự giám sát trực tiếp của mình, dẫn đến sự vỡ lở các khoản vay thế chấp dưới chuẩn năm 2007 và Cuộc Khủng hoảng 2008. Froman, Lipton và Lew đều làm việc ở Citi dưới quyền Rubin và góp công lớn vào những thất bại thảm khốc trong lĩnh vực quản lý rủi ro dẫn đến sự sụp đổ của ngân hàng một thời lừng lẫy và Chính phủ Mỹ phải tiếp quản trong năm 2008, với hơn 50.000 việc làm bị mất chỉ riêng ở Citigroup. Gensler đóng vai trò quan trọng trong việc thông qua Đạo luật Sarbanes-Oxley năm 2002, góp phần không nhỏ vào việc bóp nghẹt hoạt động hình thành vốn và tạo việc làm kể từ đó đến nay.



Ông cũng là người chịu trách nhiệm tại Ủy ban Thương mại Giao dịch Hàng hóa Tương lai vào năm 2012, trong thời gian công ty môi giới vàng và trái phiếu MF Global sụp đổ – một thảm họa nữa. Gần đây, Gensler đã thể hiện thái độ tích cực hơn, kêu gọi các quy định chặt chẽ hơn đối với thị trường phái sinh.

Những chính sách của băng đảng Rubin đã gây ra những tổn thất không thể tính nổi về tài sản và nhân lực, tuy nhiên sức ảnh hưởng kinh tế của họ vẫn không hề suy giảm. Hiện nay, Rubin vẫn để mắt tới dự trữ toàn cầu từ ghế đồng Chủ tịch Hội đồng Quan hệ Đối ngoại phi lợi nhuận. David Lipton, một nhân vật xuất chúng và sở hữu thành tích công khai thấp nhất băng đảng Rubin, giờ đây được ngồi vào vị trí đầy quyền lực của ban điều hành IMF, trong một giai đoạn trọng yếu của tiến trình phát triển của hệ thống tài chính quốc tế.

Mạng lưới ảnh hưởng của Rubin không phải là một âm mưu. Những âm mưu thực sự ít khi liên quan đến nhiều hơn một vài cá nhân, bởi vì chúng liên tục có nguy cơ bị phản bội, bị vạch mặt, hoặc mắc sai lầm. Trên thực tế, một nhóm lớn như băng đảng Rubin hoan nghênh các quan điểm theo thuyết âm mưu, vì chúng dễ bác bỏ và cho phép người bên trong quay lại công việc một cách âm thầm và vô danh như họ muốn. Mạng lưới Rubin là một mạng lưới rối ren của những cá nhân có tư tưởng giống nhau, chia sẻ một



niềm tin giống nhau vào sự ưu việt của những bộ óc tinh hoa và vào khả năng hành động của nhóm vì những lợi ích tối ưu của thế giới. Họ kiểm soát toàn cầu không theo cách bạo lực như Hitler, Stalin hay Mao, mà trong vùng tối của các định chế như IMF, đằng sau một bảng tên nhạt nhẽo và những tuyên bố sứ mệnh lành mạnh. Trên thực tế, khả năng của IMF trong việc hạ bệ một chế độ bằng cách rút lại tài trợ trong một cuộc khủng hoảng cũng ngang ngửa với sức mạnh mà KGB của Stalin hay Hồng quân của Mao từng chứng tỏ.

Ban điều hành của IMF có tầm nhìn sắc sảo hơn bất cứ ngân hàng trung ương nào trên thế giới, và họ cho rằng hệ thống tiền tệ quốc tế đang bị suy yếu nghiêm trọng. Do lượng tiền in kể từ năm 2008 đến nay quá lớn nên một cuộc sụp đổ mới có thể xảy ra bất cứ lúc nào, không chỉ kéo theo sự thất bại của các định chế tài chính hoặc các Chính phủ, mà cả sự mất lòng tin vào đồng đô-la Mỹ. Hãy nhớ lại sự sụp đổ của đồng đô-la vào tháng 10 năm 1978, rồi tình hình đảo ngược khi những chính sách đồng đô-la mạnh của Chủ tịch FED Paul Volcker khởi động từ tháng 8 năm 1979 và IMF phát hành đồng tiền thế giới – quyền rút vốn đặc biệt SDR trong các giai đoạn từ năm 1979 đến năm 1981. Đồng đô-la đã lấy lại sức mạnh trong những thập kỷ tiếp theo, nhưng IMF đã học được bài học về niềm tin đặt vào đồng đô-la có thể mong manh tới mức nào khi cách quản lý các chính sách của Mỹ là thiếu thận trọng.



Min Zhu cũng nhìn thấy những rủi ro này, mặc dù ông chỉ là một anh sinh viên Đại học trong suốt thời gian đồng đô-la sụp đổ. Ông biết rằng, nếu đồng đô-la sụp đổ một lần nữa thì Trung Quốc sẽ thiệt hại nhiều hơn cả, xét trên vai trò là chủ nợ lớn nhất thế giới của những món nợ tính bằng đồng đô-la Mỹ. Zhu tin rằng thế giới đang ở trong một đợt suy thoái thực sự, đợt suy thoái tồi tệ nhất kể từ những năm 1930. Theo cách thức rất đặc trưng của mình, Zhu thẳng thừng nói về những nguyên nhân dẫn đến tình trạng này. Ông nói rằng vấn đề ở các nền kinh tế phát triển không xuất hiện theo chu kỳ – chúng là những vấn đề về cơ cấu.

Các nhà kinh tế học công khai thể hiện sự bất đồng về việc tình trạng bất ổn hiện nay của nền kinh tế trở lại theo chu kỳ hay xuất phát từ cơ cấu. Một đợt suy thoái theo chu kỳ được xem là tạm thời, có thể khắc phục với các biện pháp kích thích chi tiêu theo học thuyết Keynes cổ điển. Ngược lại, một cuộc suy thoái cơ cấu sẽ ăn sâu bám rễ và kéo dài vô thời hạn, trừ khi những nhân tố trọng yếu – như chi phí lao động, khả năng di chuyển lao động, thuế, gánh nặng quy định và các chính sách công khác – được điều chỉnh. Tại Hoa Kỳ, Cục Dự trữ Liên bang và Quốc hội đã hành động như thể *chênh lệch sản lượng* (output gap) – sự chênh lệch giữa tăng trưởng tiềm năng và tăng trưởng thực – chỉ là tạm thời và theo chu kỳ. Cách lập luận này hợp ý với hầu hết các nhà hoạch định chính sách và chính trị gia, vì nó né tránh được sự cần thiết phải đưa ra những quyết định khó khăn về chính sách công.



Zhu đã nhìn xuyên qua quan điểm thiên cận này. Mới đây, ông phát biểu, “Các ngân hàng trung ương có vẻ muốn nói rằng vấn đề hiện nay chủ yếu mang tính chu kỳ và chỉ có một phần nhỏ thuộc về cơ cấu. Tôi nói với họ rằng, nó chủ yếu nằm ở cơ cấu và chỉ có một phần nhỏ mang tính chu kỳ. Nhưng thực tế, nó hoàn toàn nằm ở cơ cấu”. Ý ông là, một vấn đề cơ cấu đòi hỏi những giải pháp cơ cấu, chứ không phải giải pháp tiền tệ.

IMF hiện đang phải đối mặt với rất nhiều mâu thuẫn. Các chuyên gia kinh tế của IMF như José Viñal đã nhiều lần cảnh báo về việc các ngân hàng đang tiếp nhận quá nhiều rủi ro, nhưng IMF lại không có quyền quản lý các ngân hàng ở các nước thành viên. Sự tăng trưởng toàn cầu yếu ớt tạo cơ hội để người ta nhao nhao kêu gọi chính sách kích thích, nhưng những nỗ lực kích thích sẽ không phát huy tác dụng khi vấp phải những trở ngại về cơ cấu đối với tăng trưởng. Bất cứ chương trình kích thích nào cũng đòi hỏi tăng chi tiêu Chính phủ, nhưng tăng chi tiêu tức là tăng nợ giữa lúc khủng hoảng nợ công trở thành vấn đề cấp bách. Christine Lagarde kêu gọi các biện pháp kích thích ngắn hạn kết hợp với việc củng cố tài khóa dài hạn. Nhưng thị trường không tin tưởng vào các cam kết lâu dài của giới chính trị gia. Hầu như không ai muốn lợi ích bị cắt giảm, kể cả những quốc gia bên bờ vực sụp đổ như Hy Lạp. Tất cả những giải pháp được đưa ra hoặc là không khả thi về mặt chính trị, hoặc đáng nghi ngờ về mặt kinh tế.



Mô hình mới của Min Zhu đã chỉ ra một cách để thoát khỏi tình thế này. Phương pháp phân tích các cụm quốc gia và người giữ cửa cho thấy các chính sách nên mang tính toàn cầu, chứ không phải ở cấp quốc gia, còn phân tích hiệu ứng lan tỏa cho thấy cần phải điều tiết hoạt động ngân hàng toàn cầu một cách trực tiếp hơn để kiểm chế khủng hoảng. Bóng ma của cuộc khủng hoảng nợ công cho thấy tính cấp bách của nhu cầu tìm kiếm nguồn thanh khoản mới, lớn hơn những gì mà các ngân hàng trung ương có thể cung cấp, nếu xảy ra một cuộc khủng hoảng thanh khoản mới. Theo logic, người ta nhanh chóng suy luận được từ một thế giới đến một ngân hàng, đến một đồng tiền cho cả hành tinh. Sự kết hợp giữa năng lực lãnh đạo đặc biệt của Christine Lagarde, mô hình mới của Min Zhu và quyền lực mờ ám của David Lipton đã đặt IMF vào vai trò vĩ đại nhất trong lịch sử phát triển của tổ chức này.



MỘT NGÂN HÀNG

Từ lâu, thế giới đã biết rằng Cục Dự Trữ Liên Bang là một ngân hàng trung ương, nhưng trong giai đoạn hình thành của nó, từ năm 1909 đến năm 1913, sau Cuộc khủng hoảng năm 1907, những người ủng hộ đã phải mất nhiều thời gian và công sức để che giấu sự thật rằng định chế đang được đề xuất thực ra là một ngân hàng trung ương. Phần dễ thấy của nỗ lực này chính là cái tên của nó, Cục Dự trữ Liên bang. Nó không được gọi là Ngân hàng Hoa Kỳ, như Ngân



hàng Anh và Ngân hàng Nhật Bản tự nhận. Tên của nó cũng không có cụm từ khóa “ngân hàng trung ương” theo phong cách của Ngân hàng Trung ương Châu Âu.

Sự rắc rối này là có chủ ý. Trước đó, người Mỹ đã hai lần bác bỏ các ngân hàng trung ương. Ngân hàng trung ương đầu tiên, Ngân hàng Hoa Kỳ do Quốc hội thuê năm 1791, bị đóng cửa vào năm 1811 sau khi bản thỏa thuận 20 năm của nó hết hạn. Một Ngân hàng Hoa Kỳ thứ hai, cũng là ngân hàng trung ương, tồn tại từ năm 1817 đến năm 1836, nhưng vòng đời của nó cũng kết thúc trong cuộc tranh luận nảy lửa giữa phe ủng hộ và phe phản đối. Từ năm 1836 đến năm 1913, thời kỳ của sự thịnh vượng và những phát minh vĩ đại, Hoa Kỳ không có ngân hàng trung ương. Nhận thức rõ về lịch sử này và sự nghi ngờ sâu sắc của người Mỹ đối với các ngân hàng trung ương, các kiến trúc sư của Cục Dự trữ Liên bang, chủ yếu là Thượng nghị sĩ Nelson Aldrich của Đảo Rhode, đã cẩn thận để che giấu ý đồ của họ bằng cách chọn một cái tên vô nghĩa.

Tương tự như vậy, hiểu chính xác nhất thì IMF thực tế là ngân hàng trung ương của thế giới, mặc dù cụm từ “ngân hàng trung ương” không xuất hiện trong cái tên của nó. Để kiểm tra vị thế ngân hàng trung ương, đừng nhìn vào tên gọi mà hãy nhìn vào mục đích. Một ngân hàng trung ương có ba vai trò chính: Nó sử dụng đòn bẩy, cho vay, và tạo ra tiền. Khả năng thực hiện những chức năng này cho phép nó hoạt động như nhà cho vay cuối cùng, sau khi mọi



phương án khác đã thất bại, trong một cuộc khủng hoảng. Kể từ năm 2008 đến nay, IMF đã thực hiện cả ba vai trò trên theo cách thức ngày càng bành trướng.

Điểm khác biệt chủ yếu giữa ngân hàng trung ương và ngân hàng bình thường là một ngân hàng trung ương thực hiện ba chức năng trên cho các ngân hàng khác, chứ không phải cho các cá nhân và tập đoàn. Được chôn vùi trong *Các điều khoản Thỏa thuận* (Articles of Agreement), văn bản quản lý dài 123 trang của IMF, là một điều khoản quy định: “Mỗi thành viên sẽ làm việc với Quỹ mà chỉ thông qua ngân hàng trung ương của nó, hoặc một cơ quan tài khóa tương tự khác, và Quỹ sẽ chỉ làm việc với hoặc thông qua những cơ quan này.” Theo điều lệ của IMF, IMF sẽ hoạt động như một ngân hàng trung ương của thế giới, một sự thật được cải trang hết sức cẩn trọng bởi tên gọi và bởi hình ảnh của các nhân viên IMF như những quan chức quốc tế đang hỗ trợ kỹ thuật một cách vô tư, không thiên vị cho những quốc gia có nhu cầu.

Vai trò cho vay theo phong cách của một ngân hàng trung ương của IMF là cách đơn giản nhất để nhận biết những chức năng của nó. Đó là sứ mệnh của IMF kể từ khi nó đi vào hoạt động hồi cuối những năm 1940 cho đến tận ngày nay. Chức năng này phát triển khi những đồng tiền lớn nhất thế giới ấn định tỉ giá hối đoái theo đồng đô-la và khi các quốc gia đóng tài khoản vốn. Thâm hụt thương mại hoặc những cuộc tháo chạy vốn xuất hiện sẽ gây ra các vấn



để về cán cân thanh toán, các nước không thể viện đến biện pháp phá giá để chữa cháy, trừ khi họ có thể chứng minh với IMF rằng vấn đề đó thuộc về cơ cấu và tồn tại dai dẳng. Trong những trường hợp đó, IMF có thể cho phép Chính phủ nước này phá giá tiền tệ. Điển hình hơn, IMF hành động như một nhà cho vay bắc cầu, cung cấp khả năng thanh khoản cho quốc gia bị thâm hụt trong một khoảng thời gian, thường là từ 3 đến 5 năm, để quốc gia đó thực hiện những thay đổi chính sách cần thiết nhằm cải thiện khả năng cạnh tranh xuất khẩu. Cách thức IMF phục vụ các nền kinh tế quốc gia cũng tương tự cách thức chiếc thẻ tín dụng phục vụ một cá nhân đang cần mượn tạm một khoản để trang trải chi phí và dự định sẽ trả nợ khi nhận lương trong tương lai.

Đổi lại những khoản cho vay, IMF có thể yêu cầu những thay đổi cơ cấu như cải cách thị trường lao động, kỷ luật tài khóa để giảm lạm phát, hoặc giảm chi phí lao động đơn vị, tất cả đều nhằm mục đích làm cho quốc gia đi vay trở nên cạnh tranh hơn trên thị trường thế giới. Một khi những điều chỉnh cần thiết đã được thực hiện, thâm hụt sẽ trở thành thặng dư, và các khoản cho vay của IMF sẽ được hoàn trả. Tuy nhiên, lý thuyết đó ít khi suôn sẻ trong thực tế, và khi thâm hụt thương mại, thâm hụt ngân sách và lạm phát vẫn tồn tại dai dẳng ở một số quốc gia thành viên nhất định, IMF sẽ cho phép phá giá tiền tệ. Mặc dù có thể cải thiện khả năng cạnh tranh nhưng biện pháp phá giá cũng



có nguy cơ gây thiệt hại lớn cho các nhà đầu tư ở thị trường trong nước, những người dựa vào tỉ giá hối đoái hấp dẫn tính theo đồng đô-la để đưa ra quyết định đầu tư ban đầu. Mặt khác, nếu quốc gia đó không biết phải chọn lợi ích của bên nào, IMF có thể cho vay để giúp họ tránh phải phá giá tiền tệ và do đó bảo vệ các nhà đầu tư như JPMorgan Chase, Goldman Sachs và các khách hàng ưa thích của mình.

Ngày nay, trang web của IMF liệt kê những khoản vay cho các nước như Yemen, Kosovo và Jamaica như ví dụ về vai trò tích cực của nó trong sự phát triển kinh tế. Nhưng những khoản cho vay này chỉ mang tính trang trí mà thôi, và số tiền này không đáng kể gì so với hoạt động cho vay chính của IMF, với mục đích là nâng đỡ đồng euro. Tính đến tháng 5 năm 2013, 45% trong tổng số các khoản cho vay và cam kết của IMF là dành cho bốn quốc gia – Ireland, Bồ Đào Nha, Hy Lạp và Síp – như một phần của gói cứu trợ euro. 46% khác dành cho hai nước khác là Mexico (sự ổn định của quốc gia này cần thiết đối với Hoa Kỳ) và Ba Lan (sự ổn định của quốc gia này cần thiết cho NATO và EU). Chưa đến 10% của tổng số các khoản cho vay của IMF là dành cho các nền kinh tế cần vốn nhất ở châu Á, châu Phi hay Nam Mỹ. Những khách hàng chỉ thi thoảng ghé thăm trang web của IMF không nên để bị lừa dối bởi hình ảnh những phụ nữ da màu đang mặc trang phục bản xứ và mỉm cười hạnh phúc. IMF hoạt động như một câu lạc bộ của các



nước giàu, nó cho vay để hỗ trợ lợi ích kinh tế của những quốc gia này.

Nếu chức năng cho vay ngân hàng trung ương của IMF rất dễ thấy thì chức năng nhận tiền gửi của nó lại mơ hồ hơn. IMF không hoạt động như một ngân hàng thương mại bán lẻ có quầy giao dịch viên, nơi mà các khách hàng bước đến gửi tiền vào tài khoản séc hoặc tài khoản tiết kiệm. Thay vào đó, nó điều hành một chương trình quản lý tài sản-nợ vô cùng phức tạp, trong đó các cơ sở cho vay được tài trợ thông qua sự kết hợp của “hạn ngạch” và “dàn xếp vay nợ”. Hạn ngạch tương tự như vốn ngân hàng, còn các dàn xếp vay nợ tương tự như trái phiếu và tiền gửi mà một ngân hàng bình thường sử dụng để tài trợ hoạt động cho vay. Các hoạt động tài chính của IMF chủ yếu được thực hiện ngoài bảng cân đối kế toán như cơ sở cho vay và đi vay tiềm tàng. Theo cách này, IMF giống với một ngân hàng thương mại hiện đại như JPMorgan Chase, có các khoản nợ tiềm tàng ngoài bảng cân đối khổng lồ tới mức so với chúng, những khoản nợ được thể hiện trên bảng cân đối kế toán chỉ như muối bỏ bể.

Để nhìn ra tình hình tài chính thực sự của IMF, ta phải nhìn xa hơn bảng cân đối kế toán, đến những thuyết minh của nó và các nguồn khác. Báo cáo tài chính của IMF được thể hiện bằng SDR – đồng tiền riêng của IMF, có thể dễ dàng chuyển đổi thành đô-la. IMF tính toán và công bố tỉ giá SDR - đô-la hàng ngày. Vào tháng 5 năm 2013, IMF đã



có gần 600 tỉ đô-la vốn đi vay chưa được sử dụng. Kết hợp với các nguồn lực sẵn có khác, IMF sở hữu vốn cho vay trị giá 750 tỉ đô-la. Nếu vốn đi vay và vốn cho vay này được tận dụng triệt để, tỉ lệ đòn bẩy của IMF sẽ chỉ khoảng 3:1, nếu các khoản góp vốn được xem như vốn chủ sở hữu. Kết quả này vô cùng khiêm tốn so với hầu hết các ngân hàng lớn với tỉ lệ đòn bẩy là gần 20:1 và cao hơn nữa khi tính đến khi các khoản mục ẩn ngoại bảng.

Khía cạnh thú vị trong đòn bẩy của IMF không phải là việc nó đang ở mức cao trong hiện tại, mà là việc nó vẫn luôn như thế. IMF đã hoạt động trong nhiều thập niên mà gần như không có đòn bẩy. Nó phát triển nhờ đóng góp của các thành viên. Ý tưởng ở đây là các thành viên sẽ đóng góp vốn của mình cho Quỹ, và từng thành viên được rút vốn để cứu trợ tạm thời khi cần. Chừng nào tổng dư nợ không vượt quá tổng vốn chung, hệ thống vẫn ổn định và không cần đòn bẩy. Giờ đây, điều này không còn đúng nữa. Khi các tập đoàn và cá nhân bị đảo ngược đòn bẩy sau Cuộc Khủng hoảng 2008, các Chính phủ, ngân hàng trung ương và IMF đã sử dụng đòn bẩy để duy trì hệ thống tiền tệ toàn cầu. Trong thực tế, nợ công đã thay thế nợ tư nhân.

Gánh nặng tổng nợ không hề giảm – nó đã tăng lên, khi vấn đề nợ toàn cầu được chuyển dần lên những cấp cao hơn. IMF là căn penthouse, nơi mà các vấn đề không thể chuyển lên cấp nào cao hơn nữa. Cho đến nay, IMF vẫn có thể tạo điều kiện cho quá trình đòn bẩy chính thức như



một sự bù đắp cho hoạt động đảo ngược đòn bẩy ở khu vực tư nhân. Đòn bẩy nợ công chủ yếu xuất hiện ở cấp độ các ngân hàng trung ương quốc gia như Cục Dự trữ Liên bang và Ngân hàng Nhật Bản. Nhưng khi những ngân hàng trung ương này đạt đến ngưỡng giới hạn của đòn bẩy trong thực tiễn và chính trị của họ, IMF sẽ trở thành vị cứu tinh *cuối cùng*. Trong cuộc khủng hoảng thanh khoản toàn cầu tiếp theo, IMF sẽ có bảng cân đối kế toán sạch sẽ duy nhất trên thế giới, do bảng cân đối kế toán của các ngân hàng trung ương quốc gia bị rơi vào tình trạng đòn bẩy quá tải với các tài sản dài hạn.

Cú hích lớn nhất đối với nguồn vốn đi vay và năng lực đòn bẩy của IMF xuất hiện vào ngày 2 tháng 4 năm 2009, gần sát đáy của những đợt sụp đổ thị trường cổ phiếu chứng khoán bắt đầu từ năm 2008, khoảng thời gian nổi lo sợ chế ngự tất cả các thị trường tài chính. Ngày hôm đó diễn ra Hội nghị Thượng đỉnh các nhà lãnh đạo G20 ở London, do Thủ tướng Anh Gordon Brown chủ trì và có sự tham dự của Tổng thống Mỹ Obama, Tổng thống Pháp Sarkozy, Thủ tướng Đức Merkel, Hồ Cẩm Đào của Trung Quốc và các nhà lãnh đạo thế giới khác. Hội nghị đã cam kết mở rộng năng lực cho vay của IMF tới 750 tỉ đô-la. Cứ với mỗi đô-la mà IMF cho vay, trước hết nó phải thu về một đô-la từ các thành viên. Do vậy, năng lực cho vay lớn hơn đồng nghĩa với nợ vay nhiều hơn và đòn bẩy cao hơn. IMF đã mất hơn một năm để đạt được hầu hết những cam kết cần thiết, mặc



dù với một loạt lý do chính đáng, họ vẫn chưa đạt được đầy đủ tổng số tiền đã cam kết.

Các cam kết lớn nhất của IMF đến từ Liên minh Châu Âu và Nhật Bản, mỗi thành viên đều cam kết 100 tỉ đô-la, tiếp đến là Trung Quốc với 50 tỉ đô-la. Các cam kết lớn khác trị giá 10 tỉ đô-la đến từ các nước thành viên BRICS khác là Nga, Ấn Độ, Braxin, và từ các quốc gia phát triển là Canada, Thụy Sĩ và Hàn Quốc.

Lời cam kết cay đắng nhất cho năng lực đi vay mới của IMF liên quan đến Hoa Kỳ. Vào ngày 16 tháng 4 năm 2009, chỉ vài ngày sau Hội nghị thượng đỉnh G20, Tổng thống Obama đã gửi thư cho những người đứng đầu Quốc hội, đề nghị hỗ trợ cam kết 100 tỉ đô-la cho các khoản vay mới của IMF. Tổng thống, theo hướng dẫn của Mike Froman – một thành viên trong băng đảng Rubin, đã đưa ra lời cam kết miệng 100 tỉ đô-la tại hội nghị thượng đỉnh, nhưng ông cần Quốc hội thông qua để thực hiện khoản tài trợ thực tế. Những bức thư gửi đến Quốc hội tuyên bố rằng khoản tài trợ mới là một hợp đồng trọn gói nhằm gia tăng số phiếu của Trung Quốc tại IMF và buộc IMF phải bán vàng. Những lá thư của Tổng thống Obama cũng kêu gọi “cấp vốn một lần cho các Quyền rút vốn đặc biệt, các tài sản dự trữ được tạo ra bởi IMF, điều đó sẽ làm tăng tính thanh khoản toàn cầu”. Lời lẽ của Tổng thống trong thư tỏ ra rất thẳng thắn về khả năng của IMF trong việc in tiền thế giới.



Trung Quốc muốn có thêm phiếu bầu tại IMF và họ muốn có thêm vàng đổ ra thị trường để tránh một cuộc chạy đua tăng giá tại thời điểm họ đang bí mật mua vàng. Hoa Kỳ thì muốn IMF in thêm tiền thế giới. IMF muốn có tiền tệ mạnh từ Hoa Kỳ và Trung Quốc để triển khai các gói cứu trợ. Thỏa thuận này mang lại lợi ích cho tất cả các bên, được thiết lập một cách cẩn trọng bởi Mike Froman và các nhà đàm phán khác tại hội nghị thượng đỉnh và được ký kết bởi Geithner, Obama cùng các nhà lãnh đạo G20 khác.

Nghiên cứu sâu hơn một chút, lá thư của Obama gửi tới Quốc hội có một điểm lắt léo. Những cam kết mới với IMF không phải dưới dạng đóng góp mà là các khoản cho vay, nhất quán với vai trò ngày càng tăng của IMF như một ngân hàng sử dụng đòn bẩy. Tổng thống đã tìm cách trấn an Quốc hội rằng khoản tiền cho IMF vay không phải là một khoản chi tiêu và do đó sẽ không ảnh hưởng đến thâm hụt ngân sách của Hoa Kỳ. Thư của Tổng thống nói: “Đó là vì khi Hoa Kỳ chuyển đô-la cho IMF, đổi lại Hoa Kỳ có quyền đề nghị cho một khả năng thanh khoản, có lãi suất đối với IMF, được bảo đảm bởi tình hình tài chính vững mạnh của IMF, bao gồm vàng.” Câu này hoàn toàn đúng. IMF thực sự có vị thế tài chính vững chắc, cùng trữ lượng vàng lớn thứ ba trên thế giới sau Hoa Kỳ và Đức. Điều khiến người ta tò mò là ngay lúc các quan chức của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ công khai miệt thị vai trò của vàng trong hệ thống tiền tệ, Tổng thống lại cảm thấy cần phải đề cập đến vàng với Quốc



hội như một cách để tăng thêm niềm tin. Bất chấp thái độ coi thường của giới học thuật và các ngân hàng trung ương, vàng chưa bao giờ hoàn toàn mất đi vị thế là nền tảng của tài chính toàn cầu.

Tiếp tục đào sâu hơn nữa, chúng ta sẽ thấy một đặc điểm gây tò mò trong đề xuất cho IMF vay. Nếu Hoa Kỳ cho IMF vay 100 tỉ đô-la tiền mặt, họ sẽ nhận lại một giấy nợ có lãi suất từ IMF. Tuy nhiên, giấy nợ sẽ được tính bằng SDR chứ không phải USD. Vì SDR là một loại tiền tệ thế giới khác đô-la nên giá trị của nó thay đổi thất thường so với đồng đô-la.

Giá trị trao đổi của SDR được tính một phần bằng cách tham chiếu đến đồng đô-la, nhưng bên cạnh đó còn tham chiếu đến một rổ tiền tệ bao gồm đồng yên Nhật, đồng euro và đồng bảng Anh. Điều này có nghĩa là khi giấy nợ của IMF đáo hạn thì Mỹ sẽ *không* nhận lại 100 tỉ đô-la ban đầu, mà là một con số khác tùy thuộc vào sự biến động của đồng đô-la so với SDR. Nếu đồng đô-la tăng trưởng mạnh hơn so với những loại tiền tệ khác trong rổ SDR, Hoa Kỳ sẽ nhận được *ít hơn* 100 tỉ đô-la, bởi vì giá trị của những đồng tiền khác trong rổ sẽ giảm đi. Nhưng nếu đồng đô-la tăng trưởng yếu hơn so với những loại tiền tệ khác trong rổ SDR thì Hoa Kỳ sẽ nhận được *nhều hơn* 100 tỉ đô-la, vì giá trị những đồng tiền khác trong rổ tăng lên. Khi đưa ra đề nghị cho vay này, Kho bạc Hoa Kỳ đã đặt cược *bất lợi* cho đồng đô-la, vì chỉ khi giá trị của đồng đô-la *giảm xuống* thì Hoa Kỳ mới có thể thu hồi được khoản cho vay. Ván cược bất lợi cho đồng đô-la trị



giá 100 tỉ đô-la này hoàn toàn không được đề cập trong bức thư của Tổng thống và tại thời điểm đó, Quốc hội hầu như cũng không nhận ra. Khi chuyện xảy ra, nó trở thành một quả bom chính trị hẹn giờ ám ảnh Hoa Kỳ và IMF trước thềm cuộc bầu cử Tổng thống năm 2012.

Những lá thư của Tổng thống cũng khiến Quốc hội hiểu sai về mục đích của cam kết cho vay. Tại một số đoạn, chúng tuyên bố rằng IMF sẽ sử dụng tiền lời từ khoản vay này để trợ giúp “chủ yếu cho những nước có thị trường đang phát triển và mới nổi”. Trên thực tế, nguồn vốn đi vay mới của IMF được sử dụng chủ yếu để cứu trợ các nước thành viên của Eurozone là Ireland, Bồ Đào Nha, Hy Lạp và Síp. Số tiền dành cho các thị trường mới nổi không đáng là bao. Cách diễn đạt gây hiểu lầm này nhằm mục đích né tránh những lời chỉ trích từ Quốc hội rằng, tiền thuế của người dân Mỹ lại được sử dụng để cứu vớt các quan chức Hy Lạp, những người nghỉ hưu ở tuổi 50 và được hưởng lương hưu trọn đời, trong khi người Mỹ đang làm việc tới ngoài thất tuần chỉ để kiếm miếng ăn.

Những đối trá này và vụ đặt cược bất lợi cho đồng đô-la của Kho bạc đã không bị để ý giữa lúc Mỹ đang điên cuồng với các gói cứu trợ công ty ô tô và các gói kích thích. Dưới sự lãnh đạo của Barney Frank của Đảng Dân chủ và Thượng nghị sĩ Richard Lugar của Đảng Cộng hòa, cam kết của Hoa Kỳ đối với các khoản vay của IMF đã bị chôn vùi trong một dự luật chi tiêu chiến tranh và rồi được Quốc hội thông qua



vào ngày 16 tháng 6 năm 2009. IMF phát hành một thông cáo báo chí với những lời lẽ tốt đẹp từ Giám đốc Điều hành tương lai Dominique Strauss-Kahn hoan nghênh quyết định này và mô tả nó như một “bước tiến quan trọng”.

Mặc dù Quốc hội Hoa Kỳ đã thông qua cam kết 100 tỉ đô-la, nhưng trên thực tế, IMF không mượn khoản tiền này ngay lập tức. Cam kết này giống như một hạn mức tín dụng trên thẻ MasterCard mà chủ thẻ chưa sử dụng. IMF có thể quẹt thẻ MasterCard bất cứ lúc nào và nhận được 100 tỉ đô-la từ Hoa Kỳ bằng cách phát hành một thông báo vay tiền.

Vào tháng 11 năm 2010, kế hoạch tài trợ cho các khoản cứu trợ của IMF mà Tổng thống Obama vạch ra đột ngột gặp bất lợi trong đợt bầu cử giữa nhiệm kỳ và Đảng Cộng hòa giành đa số ghế tại Hạ viện. Thành công của Đảng Cộng hòa có sự đóng góp từ cơn tức giận của các đảng phái chính trị của Phong trào Tiệc Trà đối với những gói cứu trợ trước đây cho các ngân hàng Phố Wall là Goldman Sachs và JPMorgan Chase. Barney Frank mất ghế Chủ tịch Ủy ban Dịch vụ Tài chính Hạ viện, và lãnh đạo mới của Đảng Cộng hòa bắt đầu xem xét những hàm ý của cam kết mà Hoa Kỳ dành cho IMF.

Đến đầu năm 2011, cuộc khủng hoảng nợ ở châu Âu đã tiến triển đến một trạng thái căng thẳng nghiêm trọng và không thể che giấu được thực tế là các quỹ của Mỹ, nếu IMF yêu cầu, sẽ được sử dụng để cứu các quan chức về hưu

của Hy Lạp và Bồ Đào Nha. Các ấn bản theo phe bảo thủ chạy những dòng tít lớn như *Tại sao Ngân hàng Hoa Kỳ rút tiền cho các khoản cứu trợ của IMF tại châu Âu?* Vào ngày 28 tháng 11 năm 2011, Barney Frank thông báo nghỉ hưu. Cũng trong năm 2011, Thượng nghị sĩ Jim DeMint trình bày một dự luật để hủy bỏ cam kết của Hoa Kỳ đối với IMF. Cuộc bỏ phiếu tại Thượng viện đã bác bỏ Dự luật DeMint (Đảng Cộng hòa – bang Nam Carolina) với kết quả 55 - 45. Sự bác bỏ này cần những lá phiếu từ Đảng Cộng hòa, trong tay Richard Lugar (Đảng Cộng hòa – bang Indiana) và vài người khác. Vào ngày 8 tháng 5 năm 2012, các đảng phái chính trị của Phong trào Tiệc Trà đáp trả bằng cách ủng hộ Richard Mourdock, người chiến thắng Lugar trong một cuộc bầu cử sơ bộ, buộc Lugar phải nghỉ hưu sau 36 năm làm Thượng nghị sĩ. Lần lượt từng người một trong số bạn bè của IMF ở Quốc hội Hoa Kỳ bị loại bỏ hoặc buộc phải rút lui. Về vấn đề Frank và Lugar rời khỏi Quốc hội, Lagarde của IMF đã nhún vai đầy ẩn ý và nói, “Chúng tôi sẽ nhớ họ”.

Đến cuối năm 2013, cuộc tranh cãi giữa Nhà Trắng và Quốc hội về việc tài trợ cho IMF trở nên căng thẳng hơn nhiều. Sau Hội nghị thượng đỉnh G20 tại London, IMF đã thực hiện nhiều bước đi tiếp theo để tăng cường năng lực đi vay của mình vượt quá các cam kết ban đầu, chuyển một phần cam kết cho vay của Hoa Kỳ từ nợ sang hạn ngạch tăng – tức là, nó đã chuyển một phần tiền của Hoa Kỳ từ hình thức cho vay tạm thời sang cho vay dài hạn. Những



thay đổi này trong năm 2010, về sau cũng được áp dụng cho các cam kết tại Hội nghị thượng đỉnh London nhằm tăng cường quyền biểu quyết của Trung Quốc, yêu cầu phải có sự chấp thuận của Quốc hội nhiều hơn so với thời Barney Frank năm 2009. Hàng trăm nhà kinh tế học quốc tế nổi tiếng và các cựu quan chức như Bộ trưởng Ngân khố Hank Paulson, người đã thiết kế gói cứu trợ Goldman Sachs trong năm 2008, công khai kêu gọi Quốc hội thông qua đạo luật này. Tuy nhiên, Tổng thống Obama đã không đưa ra các yêu cầu mới trong dự thảo ngân sách năm 2012 hoặc 2013 của mình, nhằm mục đích tránh gây thêm bất cứ vấn đề nào có thể ảnh hưởng đến sự ủng hộ của người đóng thuế ở Mỹ đối với các khoản cứu trợ cho châu Âu.

Đến lúc này, sự thiếu kiên nhẫn của Christine Lagarde với tiến trình đó đã dần bộc lộ. Trong Diễn đàn Kinh tế Thế giới ở Davos vào ngày 28 tháng 1 năm 2012, bà đã giơ cái túi xách hiệu Louis Vuitton của mình lên và nói: “Tôi mang theo cái túi đến đây với mong muốn thực sự gom được một chút tiền.” Trong một cuộc phỏng vấn với tờ *Washington Post* được xuất bản ngày 29 tháng 6 năm 2013, bà tỏ ra gay gắt hơn, “Chúng tôi đã có khả năng gia tăng đáng kể các nguồn lực của mình, bất chấp thực tế là Hoa Kỳ đã không đóng góp hoặc hỗ trợ bước đi đó. Tôi nghĩ mọi người đều muốn hoàn tất quá trình này. Hãy đối mặt với nó. Nó đã lơ lửng suốt một thời gian dài.”



Thật may cho IMF là trong ngắn hạn, họ không cần đến khoản cam kết tài trợ gây tranh cãi của Hoa Kỳ. Đến cuối năm 2012, cuộc khủng hoảng nợ ở châu Âu đã lắng xuống nhờ vào việc Hoa Kỳ và Trung Quốc tiếp tục tăng trưởng, mặc dù với tốc độ chậm hơn mong đợi của IMF. Nhưng sau cuộc khủng hoảng nợ ở Dubai, Hy Lạp, Síp và những nơi khác từ năm 2009 đến năm 2013, dường như không sớm thì muộn, bất ổn sẽ lại xảy ra ở đâu đó và IMF sẽ lại cần đến khoản cam kết của Hoa Kỳ để triển khai một gói cứu trợ khác.

Vai trò một nhà cho vay sử dụng đòn bẩy, mà thực tế là một ngân hàng, của IMF giờ đây đã được định chế hóa. IMF đã tiến hóa từ một nhà cho vay bắc cầu dựa trên hạn ngạch thành một nhà cho vay sử dụng đòn bẩy tối hậu như Cục Dự trữ Liên bang. Các chuyên gia kinh tế, nếu không muốn nói là cả công chúng nói chung, hiểu rất rõ năng lực đi vay và cho vay của nó. Nhưng ngay cả trong giới chuyên gia, đa phần vẫn còn lạ lẫm hoặc bối rối về quyền lực lớn nhất của IMF – khả năng tạo ra tiền. Thật vậy, tên gọi của đồng tiền thế giới mà IMF phát hành, quyền rút vốn đặc biệt, dường như được thiết kế để cố tình khiến người ta bối rối nhiều hơn là làm sáng tỏ điều gì. Cổ máy in tiền của IMF đang ở chế độ chờ, sẵn sàng để sử dụng khi cần thiết trong cuộc khủng hoảng thanh khoản toàn cầu tiếp theo. Nó sẽ là một công cụ quan trọng trong công cuộc thiết kế cái chết của đồng đô-la.



MỘT ĐỒNG TIỀN

John Maynard Keynes từng nghĩ rằng, trong số một triệu người, may ra có một người hiểu được quá trình lạm phát phá hủy tài sản. Và nhiều khả năng là trong mười triệu người, may ra có một người hiểu được các quyền rút vốn đặc biệt, hay SDR. Tuy nhiên, SDR đã sẵn sàng trở thành một công cụ dự báo lạm phát xuất sắc. Sự pha trộn giữa tính mơ hồ và tính không minh bạch của SDR cho phép các nhà quản lý tiền tệ toàn cầu giải quyết các vấn đề nợ công bằng một phương tiện gây lạm phát, từ đó cho phép các Chính phủ riêng lẻ phủ nhận trách nhiệm chính trị.

Những phẩm chất bị che giấu của SDR bắt đầu bằng cái tên của nó. Giống như *Cục Dự trữ Liên bang* và *Quỹ Tiền tệ Quốc tế*, cái tên *quyền rút vốn đặc biệt* được chọn để che giấu mục đích thực sự của nó. Cũng giống hệt như Cục dự trữ Liên bang và IMF là các ngân hàng trung ương với tên giả, SDR là đồng tiền thế giới được ngụy trang.

Một số học giả tiền tệ, đáng chú ý là Barry Eichengreen của trường Đại học California tại Berkeley, phản đối việc sử dụng thuật ngữ *tiền* để gọi SDR, họ xem những đơn vị này đơn thuần như một công cụ tính toán chỉ dùng để chuyển đổi dự trữ giữa các thành viên. Nhưng các báo cáo tài chính của chính IMF lại bác bỏ quan điểm này. Báo cáo thường niên của nó bao gồm những thông tin sau:



SDR có thể được phân bổ bởi IMF, như một dạng bổ sung cho các tài sản dự trữ hiện có. Giá trị của nó như một tài sản dự trữ bắt nguồn từ những cam kết của các bên tham gia để sở hữu và chấp nhận SDR. SDR cũng được một số tổ chức quốc tế và khu vực sử dụng như một đơn vị tính toán. Các bên tham gia và chủ sở hữu theo quy định có thể sử dụng và nhận SDR trong các giao dịch giữa họ với nhau.

Vì theo định nghĩa kinh điển, tiền có ba phẩm chất thiết yếu – lưu trữ giá trị, đơn vị tính toán và phương tiện trao đổi – nên đoạn trên đã ghi nhận trường hợp của SDR như một loại tiền. Bản thân IMF nói rằng SDR có giá trị, là một đơn vị tính toán và có thể được sử dụng như một phương tiện trao đổi trong các giao dịch giữa các chủ sở hữu được chỉ định. Nó thỏa mãn định nghĩa ba phần của tiền.

Số lượng SDR đang lưu thông rất nhỏ so với các loại tiền tệ quốc gia và khu vực như đồng đô-la và euro. Việc sử dụng SDR chỉ được giới hạn trong các thành viên của IMF và một số định chế chính thức nhất định khác và được kiểm soát bởi Ban Giám sát Quyền rút vốn đặc biệt của IMF (IMF Special Drawing Rights Department). Hơn nữa, có lẽ SDR sẽ không bao giờ được phát hành dưới hình thức tiền giấy và không bao giờ được sử dụng trong đời sống hàng ngày của người dân trên toàn thế giới. Nhưng ngay cả việc bị hạn chế sử dụng như vậy cũng không làm thay đổi một thực tế



rằng, SDR là đồng tiền thế giới, được kiểm soát bởi tầng lớp tinh hoa. Trên thực tế, nó còn củng cố cho vai trò này bằng cách khiến SDR trở nên vô hình đối với người dân.

SDR có thể được phát hành với số lượng lớn cho các thành viên của IMF và cũng có thể được sử dụng trong tương lai để lựa chọn ra một danh sách những giao dịch quan trọng nhất thế giới, bao gồm các dàn xếp cán cân thanh toán, định giá dầu và các tài khoản tài chính của những tập đoàn lớn nhất thế giới như Exxon-Mobil, Toyota và Royal Dutch Shell. Người dân sẽ không thể ngay lập tức nhận ra nếu có bất kỳ sự lạm phát nào bị gây ra bởi việc phát hành SDR số lượng lớn. Sự lạm phát này sẽ thể hiện dần dần ở đồng đô-la, đồng yên và đồng euro ở các trạm xăng hay cửa hàng tạp hoá, nhưng các ngân hàng trung ương quốc gia có thể dễ dàng chối bỏ trách nhiệm và chỉ sang IMF. Vì IMF không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tiến trình bầu cử nào và là một tổ chức siêu quốc gia tự duy trì nên người ta cũng không thể truy cứu trách nhiệm gì ở tổ chức này.

Lịch sử của SDR cũng đầy màu sắc như tương lai kỳ vọng của nó. Nó không phải là một phần của kiến trúc tiền tệ Bretton Woods ban đầu được nhất trí vào năm 1944. Nó là một phản ứng khẩn cấp đối với cuộc khủng hoảng đồng đô-la bắt đầu vào năm 1969 và tiếp tục qua nhiều giai đoạn đến năm 1981.



Trong những thập kỷ đầu tiên của hệ thống Bretton Woods, từ năm 1945 đến năm 1965, các chuyên gia tiền tệ quốc tế lo lắng về cái được gọi là sự thiếu hụt đô-la. Vào thời điểm đó, đô-la là đồng tiền dự trữ toàn cầu chính yếu, rất cần thiết cho thương mại quốc tế. Các cơ sở công nghiệp của châu Âu và Nhật Bản đã bị tàn phá trong Thế chiến II. Cả châu Âu và Nhật Bản đều có nguồn nhân lực nhưng lại không có đô-la hay vàng cần thiết để mua máy móc và nguyên liệu thô giúp khôi phục sản xuất. Tình trạng thiếu hụt đô-la này đã phần nào được giảm bớt nhờ viện trợ của Kế hoạch Marshall và chi tiêu cho Chiến tranh Triều Tiên, nhưng cú hích mạnh mẽ nhất đến từ sự thèm khát của người tiêu dùng Mỹ đối với hàng hóa nhập khẩu chất lượng cao, không đắt đỏ. Những người Mỹ thuộc thế hệ “baby boomer”, thanh thiếu niên trong thập niên 1960, có thể nhớ lại cảnh lái xe đến bãi biển trong một chiếc Volkswagen Beetle, tay cầm một chiếc đài bán dẫn Toshiba. Đến năm 1965, các quốc gia xuất khẩu có khả năng cạnh tranh cao như Đức và Nhật Bản nhanh chóng sở hữu đô-la và vàng – hai tài sản dự trữ chính vào thời điểm đó. Hoa Kỳ hiểu rằng họ cần thâm hụt thương mại đáng kể để cung ứng đô-la cho phần còn lại của thế giới và tạo điều kiện cho thương mại thế giới.

Hệ thống tiền tệ quốc tế nhanh chóng trở thành nạn nhân cho thành công của chính nó. Sự thiếu hụt đô-la đã được thay thế bằng sự thừa mứa đô-la, các đối tác thương



mại cảm thấy không thoải mái với tình trạng thâm hụt thương mại và lạm phát tiềm năng dai dẳng ở Mỹ. Tình huống này minh họa cho *tình trạng tiến thoái lưỡng nan của Triffin* (Triffin's dilemma), được đặt tên theo nhà kinh tế học Robert Triffin, người đầu tiên mô tả nó vào đầu những năm 1960. Triffin đã chỉ ra rằng, khi một quốc gia phát hành đồng tiền dự trữ toàn cầu, họ phải chấp nhận thâm hụt thương mại liên tục để cung cấp đồng tiền đó cho các đối tác thương mại, nhưng nếu thâm hụt diễn ra quá lâu, niềm tin vào đồng tiền cuối cùng sẽ mất đi.

Nghịch lý là, cả tình trạng thiếu hụt lẫn tình trạng dư thừa đô-la đều làm thúc đẩy việc cân nhắc các tài sản dự trữ thay thế. Trong trường hợp thiếu đô-la, người ta sẽ tìm kiếm một tài sản mới để tạo tính thanh khoản. Trong trường hợp thừa đô-la, người ta tìm kiếm một tài sản mới làm tài sản thay thế cho dự trữ đầu tư và để khôi phục lại niềm tin. Dù theo cách nào thì từ lâu, IMF đã tham gia vào việc tuyển lựa “ứng cử viên” thay thế cho đồng đô-la.

Vào cuối những năm 1960, niềm tin vào đồng đô-la dần dần sụp đổ do một tổ hợp các nguyên nhân từ phía Hoa Kỳ: thâm hụt thương mại, thâm hụt ngân sách và lạm phát do chính sách “súng và bơ” của Tổng thống Lyndon Johnson. Các đối tác thương mại của Hoa Kỳ, đáng chú ý là Pháp và Thụy Sĩ, bắt đầu tống khứ đô-la để đổi lấy vàng. Vàng bắt đầu ồ ạt chảy ra khỏi Fort Knox, và trữ lượng vàng của Mỹ



suy giảm với tốc độ đáng báo động, dẫn đến việc Tổng thống Nixon ra lệnh cấm chuyển đổi đô-la sang vàng vào ngày 15 tháng 8 năm 1971.

Là quản gia của hệ thống tiền tệ quốc tế, IMF đã phải đối mặt với sự sụp đổ niềm tin vào đồng đô-la và tình trạng thiếu vàng. Đồng bảng Anh đã giảm giá trị vào năm 1967 và cũng rơi vào khủng hoảng niềm tin. Đồng mark Đức được xem là hấp dẫn, nhưng các thị trường vốn của Đức quá nhỏ để cung ứng những lượng tài sản dự trữ toàn cầu đủ lớn. Đồng đô-la yếu, vàng khan hiếm và không có sẵn tài sản thay thế nào. IMF lo ngại rằng tính thanh khoản toàn cầu sẽ bốc hơi, châm ngòi cho một cuộc sụp đổ của thương mại thế giới và suy thoái, như đã xảy ra vào những năm 1930. Trong bối cảnh căng thẳng này, năm 1969, IMF đã quyết định phù phép ra một tài sản dự trữ toàn cầu mới, SDR, từ không trung.

Ngay từ đầu, SDR đã là đồng tiền pháp định của thế giới. Kenneth W. Dam, một học giả tiền tệ hàng đầu và là cựu quan chức cấp cao của Chính phủ Hoa Kỳ, từng phục vụ trong Kho bạc, Nhà Trắng và Bộ Quốc phòng, giải thích:

SDR khác với gần như tất cả những đề xuất trước đó ở một khía cạnh trọng yếu. Trước đây, người ta cho rằng bất kỳ dự trữ quốc tế mới nào cũng nhất thiết được tạo ra thông qua Quỹ, và đặc biệt là bất kỳ tài sản dự trữ mới nào cũng được “bảo đảm” bởi một tài sản nào đó khác. Ngược lại, SDR được tạo ra từ (có



thể nói là) toàn những lời nói bịa đặt¹⁵. Nó chỉ đơn thuần là được phân bổ cho các bên tham gia theo tỉ lệ, dẫn đến chuyển một số người nhắc đến SDR như “lộc trời cho”. Từ đó trở đi, nó tồn tại và được chuyển nhượng mà không có bất cứ thứ gì đảm bảo. Có thể so sánh nó với việc “công nhận” một đồng tiền được tạo ra bởi các Chính phủ quốc gia nhưng lại không thể chuyển đổi nó thành những tài sản cơ sở.

Ban đầu, SDR được định giá tương đương với 0,888671 gram vàng tinh khiết, nhưng bản vị vàng của IMF đã bị bãi bỏ vào năm 1973, không lâu sau khi chính Hoa Kỳ bãi bỏ bản vị vàng đối với đồng đô-la. Từ năm 1973, giá trị của SDR được tính trên cơ sở tham chiếu đến rổ tiền tệ dự trữ. Điều này không có nghĩa là SDR được đảm bảo bởi những đồng tiền mạnh, như Dam đã chỉ ra, mà chỉ đơn giản là giá trị của nó trong các giao dịch và bút toán được tính theo cách đó. Ngày nay, rổ tiền bao gồm đô-la Mỹ, euro, yên Nhật và bảng Anh theo tỉ trọng quy định.

Kể từ khi ra đời đến nay, SDR đã được phát hành cho các thành viên của IMF bốn lần. Lần phát hành đầu tiên là 9,3 tỉ SDR, chia thành nhiều giai đoạn từ năm 1970 đến năm 1972. Lần phát hành thứ hai là 12,1 tỉ SDR, cũng được thực hiện qua nhiều giai đoạn từ năm 1979 đến năm 1981. Trong gần 30 năm kể từ 1981 đến 2009, IMF không phát hành SDR. Đây là thời kỳ Vua Đô-la do Paul Volcker và

¹⁵ Nguyên văn: “The SDR, in contrast, was created out of (so to speak) whole cloth.”



Ronald Reagan thiết kế, kéo dài liên tục qua nhiều chính quyền Đảng Dân chủ và Đảng Cộng hòa của George Bush, Bill Clinton và George W. Bush. Đến năm 2009, sau cuộc khủng hoảng tài chính và trong giai đoạn suy thoái mới, IMF đã phát hành 161,2 tỉ SDR vào ngày 28 tháng 8 và 21,5 tỉ SDR vào ngày 9 tháng 9. Tổng giá trị SDR tích lũy kể từ lần đầu tiên đến nay là 204,1 tỉ, tương đương với hơn 300 tỉ đô-la tính theo tỉ giá hối đoái đô-la so với SDR hiện nay.

Lịch sử cho thấy rõ rằng có sự tương quan chặt chẽ giữa những lần phát hành SDR và các giai đoạn sụp đổ niềm tin vào đồng đô-la. Chỉ số tốt nhất để đo lường độ mạnh, yếu của đồng đô-la là *Broad Dollar Index* điều chỉnh theo giá, được tính toán và công bố bởi Cục Dự trữ Liên bang. Loạt chỉ số đô-la của FED bắt đầu vào tháng 1 năm 1973 và dựa trên một mệnh giá được biểu thị là 100.00 trên sàn giao dịch. Những SDR đầu tiên được phát hành từ năm 1970 đến năm 1972, trước khi chỉ số đô-la ra đời, nhưng lại liên quan đến sự sụp đổ của đồng đô-la so với vàng vào thời điểm đó.

Đợt phát hành SDR thứ hai, từ năm 1979 đến năm 1981, được thực hiện ngay lập tức sau đợt suy yếu của đồng đô-la từ mức chỉ số FED 94,2780 vào tháng 3 năm 1977 xuống còn 84,1326 vào tháng 10 năm 1978 – giảm 11% trong 19 tháng. Sau khi SDR được phát hành, đồng đô-la hồi phục và chạm mức 103,2159 vào tháng 3 năm 1982. Đây là thời điểm bắt đầu thời kỳ Vua Đô-la.



Lần phát hành SDR thứ ba và thứ tư bắt đầu vào tháng 8 năm 2009, không lâu sau khi chỉ số đô-la rơi xuống mức 84,1730 vào tháng 4 năm 2008, gần với mức đáy trong cuộc khủng hoảng năm 1978. Độ trễ xấp xỉ một năm giữa thời điểm chỉ số đô-la giảm với thời điểm phát hành SDR phản ánh thời gian cần thiết để IMF nhận được sự chấp thuận của ban điều hành cho việc thực hiện đợt phát hành mới.

Không giống như lần phát hành vào những năm 1980 của thời kỳ Vua Đô-la, lần phát hành cổ phiếu quy mô lớn năm 2009 đã không đưa đến kết quả là đồng đô-la lấy lại được sức mạnh của mình. Thực tế, chỉ số đô-la đã đạt mức thấp nhất trong lịch sử là 80,5178 vào tháng 7 năm 2011, ngay trước khi vàng chạm mức cao nhất mọi thời đại là 1,895.00 đô-la vào ngày 5 tháng 9. Sự khác biệt trong năm 2011 so với năm 1982 là FED và Kho bạc đang theo đuổi chính sách đồng đô-la yếu, trái ngược với chính sách đồng đô-la mạnh của Paul Volcker. Dù sao thì, lần phát hành SDR năm 2009 đã đạt được mục đích của nó, tái lập tính thanh khoản cho các thị trường tài chính toàn cầu sau Cuộc Khủng hoảng 2008. Các thị trường hồi phục vào cuối năm 2012 cùng với sự ổn định của cuộc khủng hoảng nợ tại châu Âu sau khi Mario Draghi cam kết “làm bất cứ việc gì cần thiết” thay mặt ECB. Đến năm 2012, thanh khoản toàn cầu đã được khôi phục, và SDR một lần nữa được cất đi, chờ đợi cuộc khủng hoảng thanh khoản toàn cầu tiếp theo.



Mặc dù SDR là một công cụ hữu ích để tạo tính thanh khoản khẩn cấp nhưng đồng đô-la vẫn giữ được vị thế là đồng tiền dự trữ hàng đầu thế giới. Việc thực hiện vai trò một đồng tiền dự trữ đòi hỏi nhiều hơn việc đồng tiền đó chỉ là tiền. Nó đòi hỏi một tập hợp các tài sản có thể đầu tư, chủ yếu là một thị trường trái phiếu liên kết sâu và có tính thanh khoản. Bất kỳ loại tiền tệ nào cũng có thể được sử dụng trong thương mại quốc tế nếu các bên đối tác sẵn sàng chấp nhận nó như một phương tiện trao đổi. Nhưng một vấn đề sẽ nảy sinh sau khi một đối tác thương mại có số dư tiền tệ thương mại lớn. Họ cần phải đầu tư số dư này vào tài sản có tính thanh khoản để trả lợi nhuận thị trường và bảo tồn giá trị. Khi số dư lớn – ví dụ dự trữ của Trung Quốc là 3.000 tỉ đô-la – tập hợp tài sản có khả năng đầu tư phải lớn tương ứng lớn. Các thị trường trái phiếu Chính phủ tính bằng đô-la Mỹ hiện nay là những thị trường duy nhất trên thế giới đủ lớn và đa dạng để hấp thụ những dòng vốn đầu tư từ các quốc gia dư thừa như Trung Quốc, Hàn Quốc và Đài Loan. So với các thị trường đô-la, thị trường SDR vô cùng nhỏ bé.

Tuy nhiên, IMF không hề giấu giếm những tham vọng của mình là biến SDR thành đồng tiền dự trữ có thể thay thế đồng đô-la. Điều này đã được tiết lộ trong một nghiên cứu của IMF được công bố vào tháng 1 năm 2011, bao gồm một kế hoạch nhiều năm, nhiều bước để định vị SDR như tài sản dự trữ toàn cầu hàng đầu. Nghiên cứu đề xuất



tăng nguồn cung SDR để khiến chúng thanh khoản hơn và hấp dẫn hơn đối với những người tham gia thị trường tiềm năng ở khu vực tư nhân như Goldman Sachs và Citigroup. Điều quan trọng là nghiên cứu nhận ra nhu cầu của những người bán trái phiếu tính theo SDR tự nhiên như Volkswagen và IBM. Các quỹ tài sản quốc gia được đề xuất là những người mua trái phiếu SDR tiềm năng nhất vì những lý do đa dạng hóa tiền tệ. Nghiên cứu của IMF khuyến cáo rằng, thị trường trái phiếu SDR sẽ tái lập cơ sở hạ tầng của thị trường Kho bạc Hoa Kỳ, với cơ chế phòng vệ, tài chính, thanh toán và thanh lý về cơ bản tương tự như những cơ chế được sử dụng để hỗ trợ hoạt động mua bán chứng khoán Kho bạc hiện nay.

Bên cạnh việc tạo ra thị trường trái phiếu SDR, kế hoạch chi tiết của IMF tiếp tục đề xuất rằng, IMF có thể thay đổi thành phần rổ SDR để giảm tỉ trọng của đồng đô-la Mỹ và tăng tỉ trọng của các ngoại tệ khác như đồng nhân dân tệ của Trung Quốc. Đây là một mảnh khế để tăng cường vai trò của đồng nhân dân tệ như một đồng tiền dự trữ thật xa trước khi chính Trung Quốc tự tạo ra một thị trường trái phiếu nhân dân tệ hoặc mở tài khoản vốn. Nếu thị trường SDR có khả năng thanh khoản và đồng nhân dân tệ được đưa vào SDR, các nhà môi giới ngân hàng sẽ tìm ra nhiều cách kiếm lời từ chênh lệch giá của một đồng tiền này so với đồng tiền khác, và do đó tăng mức độ sử dụng và tính hấp dẫn của đồng nhân dân tệ. Liên quan đến thị trường trái



phiếu SDR trong tương lai, nghiên cứu của IMF đã thẳng thắn kết luận: “Nếu có sự sẵn sàng về mặt chính trị để thực hiện điều đó, những chứng khoán này có thể hình thành nên một phôi thai của đồng tiền toàn cầu.” Kết luận này rất quan trọng vì đây là lần đầu tiên IMF công khai vượt qua ý tưởng rằng SDR chỉ là một bổ sung tính thanh khoản và giới thiệu nó như một hình thức tiền tệ thế giới hàng đầu.

Thật vậy, hoạt động phân phối SDR của IMF không chỉ giới hạn ở các thành viên của IMF. Điều XVII trong Điều khoản Thỏa thuận của IMF cho phép phát hành SDR cho “các bên không phải là thành viên” và “các chủ thể chính thức khác”, bao gồm cả Liên Hiệp Quốc và Ngân hàng Thanh toán Quốc tế (BIS) tại Basel, Thụy Sĩ. BIS vốn tai tiếng với việc tạo điều kiện cho việc trao đổi vàng của Đức Quốc xã trong khi nằm dưới quyền điều hành của một người Mỹ, Thomas McKittrick, suốt Thế chiến II, và thường được biết đến như là ngân hàng trung ương của các ngân hàng trung ương. Ngày nay, IMF có thể phát hành SDR cho BIS để tài trợ cho các hoạt động thao túng thị trường vàng mà nó đang thực hiện. Theo quy định tại Điều XVII, IMF cũng có thể phát hành SDR cho Liên Hiệp Quốc để họ sử dụng vào mục đích kiểm soát dân số hoặc các chính sách chống biến đổi khí hậu.

Việc mở rộng vai trò của SDR cần đến những bước phát triển xa hơn, có thể mất nhiều năm để đạt được. Mặc dù chưa sẵn sàng để thay thế đồng đô-la như đồng tiền dự trữ



hàng đầu nhưng SDR đang di chuyển từ từ theo hướng đó. Tuy nhiên, vai trò phản ứng nhanh của SDR như nguồn thanh khoản trong một cuộc khủng hoảng tài chính đã được thực hiện rất tốt. Việc phát hành SDR năm 2009 có thể được xem là “cuộc thử nghiệm” trước khi phát hành với quy mô lớn hơn nhiều trong cuộc khủng hoảng thanh khoản ở tương lai.

SDR được phát hành cho một thành viên của IMF không phải lúc nào cũng có tác dụng ngay lập tức, vì thành viên đó có thể phải trả nợ bằng đô-la hoặc euro. Tuy nhiên, SDR có thể được hoán đổi lấy đô-la với các thành viên khác, những người không phiền khi nhận SDR. IMF có một Ban SDR nội bộ để lo những vụ hoán đổi này. Ví dụ: Nếu Áo có nghĩa vụ nợ bằng đồng franc Thụy Sĩ và nhận được khoản phân bổ SDR, Áo có thể dàn xếp trao đổi SDR lấy đồng đô-la với Trung Quốc. Sau đó, Áo bán đồng đô-la lấy đồng franc Thụy Sĩ và sử dụng những đồng franc này để thực hiện các nghĩa vụ nợ của mình. Trung Quốc sẽ rất vui lòng chấp nhận đổi đô-la lấy SDR như một cách để đa dạng hóa dự trữ ngoại tệ. Trong các giao dịch hoán đổi thực tế, Trung Quốc đã mua lại một số lượng SDR tương đương với 1,24 tỉ đô-la ngoài hạn mức phân bổ chính thức vào ngày 30 tháng 4 năm 2012. Min Zhu – Phó Giám đốc Điều hành của IMF – đã tóm lược vai trò thanh khoản của SDR với câu nói: “Chúng là tiền giả, nhưng chúng là một loại tiền giả có thể là tiền thật.”

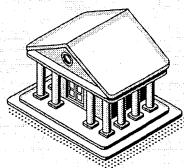


IMF minh bạch khi nói đến mục đích phát hành SDR. Toàn bộ công trình Bretton Woods, thứ đã giúp IMF trở dậy, là một phản ứng trước Cuộc suy thoái và giảm phát những năm 1930. Văn bản Điều khoản Thỏa thuận của IMF tình bày vấn đề này một cách rõ ràng:

Trong tất cả các quyết định của mình liên quan đến việc phân bổ của quyền rút vốn đặc biệt Quỹ sẽ tìm cách đáp ứng nhu cầu toàn cầu trong dài hạn, ngay khi nhu cầu phát sinh, để bổ sung cho các tài sản dự trữ hiện có theo cách thức như vậy sẽ tránh giảm phát.

Giảm phát là quả báo của mọi ngân hàng trung ương, vì nó rất khó đảo ngược, không thể thu thuế và làm cho nợ Chính phủ trở thành không thể trả được bằng cách làm tăng giá trị thực của nợ. Bằng việc thừa nhận một cách rõ ràng sứ mệnh ngăn ngừa giảm phát, những hành động của IMF nhất quán với mục tiêu của các ngân hàng trung ương khác.

Với ban lãnh đạo đa dạng, bảng cân đối kế toán có đòn bẩy và SDR, IMF đã sẵn sàng để thực hiện tầm nhìn một thế giới, một ngân hàng, một đồng tiền và thực hiện vai trò mà nó được thiết kế: Ngân hàng Trung ương Thế giới. Cuộc khủng hoảng thanh khoản toàn cầu tiếp theo sẽ làm rung chuyển sự ổn định của hệ thống tiền tệ quốc tế đến tận cốt lõi; nó cũng có thể là chất xúc tác cho quá trình hiện thực hóa tầm nhìn của IMF. SDR là kẻ kế vị được ưa thích cho ngai vàng của đồng đô-la.



CHƯƠNG 9

SỰ HỒI SINH CỦA VÀNG

Vàng và bạc là những vật chất duy nhất đã, đang và sẽ tiếp tục là loại tiền tệ toàn cầu của các quốc gia văn minh. Không cần liệt kê những tài sản nổi tiếng đã đưa chúng trở thành lựa chọn thích hợp nhất cho một phương tiện trao đổi đại trà. Chúng đã được sử dụng từ buổi bình minh... Và khi chúng ta thấy rằng các quốc gia khác nhau về ngôn ngữ, tôn giáo, tập quán, và về hầu hết mọi chủ đề nhạy cảm, trong suốt khoảng thời gian gần 4.000 năm, đã nhất trí ở một khía cạnh, vàng và bạc đã không hề bị gián đoạn cho đến tận ngày nay, liên tục giữ vai trò là đơn vị tiền tệ toàn cầu của thế giới thương mại và văn minh, chúng ta hoàn toàn có thể suy luận rằng chúng được đánh giá là ưu việt hơn so với bất kỳ vật chất nào khác về sự bền vững của giá trị.

- Albert Gallatin, Bộ trưởng Ngân khố tại vị lâu nhất của Hoa Kỳ (1801 - 1814)

Tiền là vàng, và không gì khác.

- J. P. Morgan -



THỰC TẾ VỀ VÀNG, THẦN THOẠI VỀ VÀNG

Những cuộc thảo luận thấu đáo về vàng cũng hiếm như chính kim loại này. Chủ đề dường như dễ xúc động đến nỗi khó mà thừa nhận phần lớn những lời lẽ lý trí. Một mặt, những người phản đối việc trao cho vàng một vai trò trong hệ thống tiền tệ quốc tế có xu hướng viện đến trò công kích cá nhân cũng như các phân tích kinh tế trong nỗ lực chế giễu và gạt chủ đề này ra khỏi cuộc thảo luận. Một bài xã luận năm 2013 của một nhà kinh tế học nổi tiếng đã sử dụng những từ *hoang tưởng*, *dựa trên nỗi sợ hãi*, *cực đoan* và *cuồng tín* để mô tả các nhà đầu tư vàng, trong khi lướt qua một danh sách những lý do phản bác rõ ràng là không thể trụ vững nếu xem xét kỹ lưỡng.

Mặt khác, nhiều người được gọi là nghiện vàng giờ đây không còn mặn mà nữa, họ buộc tội những kho vàng ở Fort Knox đã trống trơn, vàng từ lâu đã được vận chuyển đến các ngân hàng vàng như JPMorgan Chase và thay thế bằng những thỏi trông giống vàng nhưng độn đầy vonfram. Sự gian lận này được cho là một phần của kế hoạch kìm hãm giá quy mô lớn đã kéo dài nhiều thập kỷ nhằm tước đoạt từ tay các nhà đầu tư vàng những khoản lợi nhuận mà đáng lẽ họ được hưởng nhờ tầm nhìn xa trông rộng, và phủ nhận vị trí thích đáng của vàng trong vũ trụ tiền tệ.

Tất nhiên, những mối lo ngại chính đáng về việc sử dụng vàng kết hợp với chính sách tiền tệ tùy ý hiện nay là



có thực, và có bằng chứng cho thấy sự can thiệp của Chính phủ vào các thị trường vàng. Cả hai đều cần đến một cuộc kiểm tra về vấn đề này, trong đó tách bạch giữa thực tế với hư cấu. Để hiểu được vai trò thực sự của vàng trong hệ thống tiền tệ, chúng ta cần phải dựa vào lịch sử, chứ không phải là những vở diễn tuồng. Phân tích nên dựa trên dữ liệu có thể chứng minh và suy luận hợp lý hơn là lời kết tội và xét đoán. Khi có một tầm nhìn sáng tỏ về chủ đề vàng, sự thật hóa ra còn thú vị hơn những gì mà cả phe ghét vàng lẫn phe mê vàng muốn bạn tin.

Lord Nathan Rothschild, nhà môi giới vàng cho Ngân hàng Anh và người đứng đầu ngân hàng London huyền thoại Rothschild & Sons, cho biết: “Tôi chỉ biết hai người đàn ông thực sự hiểu được giá trị của vàng – một nhân viên vô danh trong tầng hầm của Ngân hàng Paris và một trong những Giám đốc của Ngân hàng Anh. Thật không may, họ không nhất trí.” Nhận xét này phản ánh sự khan hiếm những quan điểm được xây dựng trên nền tảng vững chắc và sự trì độn đã len sâu vào những cuộc thảo luận về vàng.

Ở mức độ cơ bản nhất, vàng là một nguyên tố, nguyên tử số 79, được tìm thấy trong quặng, đôi khi là quặng vàng tự nhiên, với số lượng khan hiếm, trong hoặc trên lớp vỏ Trái Đất. Thông tin vàng là một nguyên tố rất quan trọng, vì nó có nghĩa là vàng nguyên chất có chất lượng và thang đánh giá đồng nhất ở mọi nơi và mọi lúc. Nhiều loại hàng



hóa như dầu, ngô, lúa mì có nhiều hạng, với tạp chất nhiều hơn hoặc ít, điều này được phản ánh trong giá cả. Gạt qua một bên các hợp kim và sản phẩm chưa tinh chế, vàng nguyên chất ở mọi nơi đều như nhau.

Nhờ độ tinh khiết, tính đồng nhất, sự khan hiếm và đặc tính dễ dát mỏng dẻo dai mà vàng không phải là loại tiền tệ vô song. Vàng đã được xem là tiền trong trong ít nhất 4.000 năm, có lẽ còn lâu hơn thế. Sách *Sáng thế* (Genesis) mô tả Tộc trưởng Abraham là người “rất giàu có về gia súc, vàng và bạc”. Vua Croesus đã chế tác những đồng tiền vàng đầu tiên ở Lydia, tức Thổ Nhĩ Kỳ ngày nay, vào thế kỷ thứ VI trước Công nguyên. Đạo luật Coinage năm 1792 của Hoa Kỳ được thông qua chỉ ba năm sau khi Hiến pháp Hoa Kỳ có hiệu lực, ủy quyền cho Cục đúc tiền Kim loại mới thành lập sản xuất tiền xu bằng vàng tinh khiết mệnh giá 10 đô-la, 5 đô-la và 2,5 đô-la được gọi là *Đại bàng Mỹ* (American Eagle). Lịch sử lâu đời của vàng không có nghĩa là ngày nay người ta nhất định phải sử dụng nó làm tiền. Điều đó chỉ có nghĩa là bất cứ ai từ chối vai trò tiền tệ của vàng hẳn là phải cảm thấy mình sở hữu trí tuệ thông thái hơn cả Kinh Thánh, cổ nhân và các Nhà Lập Quốc cộng lại.

Để hiểu vàng, nên biết vàng *không* phải là gì.

Vàng *không* phải là một *phái sinh*. Một quỹ giao dịch vàng được niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng khoán New York không phải là vàng. Một hợp đồng vàng tương lai giao dịch



trên COMEX của Tập đoàn CME không phải là vàng. Một hợp đồng kỳ hạn được đưa ra bởi một ngân hàng Hiệp hội Thị trường Vàng thời London không phải là vàng. Những công cụ tài chính này, và nhiều thứ khác, chỉ là những hợp đồng sử dụng giá tính theo vàng, và là một phần của một hệ thống có liên quan đến vàng vật chất, nhưng chúng là hợp đồng, không phải vàng.

Các hợp đồng dựa trên vàng có nhiều rủi ro, mà những rủi ro này vốn không thuộc về bản chất của vàng, bắt đầu với khả năng các bên đối tác có thể không thực hiện được nghĩa vụ của mình. Các sàn giao dịch nơi những hợp đồng vàng này được niêm yết có thể bị đóng cửa do hậu quả của khủng hoảng, chiến tranh, hành động khủng bố, bão và các thiên tai khác. Bão Sandy năm 2012 và vụ tấn công 11/9 vào Trung tâm Thương mại Thế giới là hai trường hợp gần đây, trong đó Sàn Giao dịch Chứng khoán New York phải đóng cửa. Các quy tắc giao dịch cũng có thể được thay đổi một cách đột ngột, như đã xảy ra trên COMEX vào năm 1980 trong nỗ lực của anh em nhà Hunt hùng tìm cách lũng đoạn thị trường bạc. Các ngân hàng có thể tuyên bố lý do bất khả kháng để hủy bỏ hợp đồng và thanh toán bằng tiền mặt thay cho vàng. Ngoài ra, các Chính phủ có thể sử dụng các sắc lệnh để hủy bỏ các hợp đồng đang còn hiệu lực. Mất điện và sự sụp đổ của Internet cũng có thể dẫn đến việc không thể đóng hoặc thanh toán các hợp đồng giao dịch. Những thay đổi trong yêu cầu thanh toán nợ - ký quỹ



có thể dẫn đến việc cưỡng chế thanh lý, dẫn đến tình trạng bán tống bán tháo. Không sự cố nào trong những sự cố kể trên ảnh hưởng đến người sở hữu vàng thỏi ở dạng vật chất.

Quyền sở hữu vàng vật chất thuần túy, không có cam kết hoặc quyền giữ, được lưu trữ bên ngoài hệ thống ngân hàng, là hình thức duy nhất của vàng được xem là tiền thật, vì mọi hình thức khác đều chỉ là một tuyên bố có điều kiện trên vàng.

Vàng không phải là hàng hóa. Lý do là nó không được tiêu thụ hoặc chuyển đổi sang bất kỳ thứ gì khác, nó chỉ là vàng. Nó được giao dịch trên các sàn giao dịch hàng hóa và được nhiều người tham gia thị trường coi là hàng hoá, nhưng nó khác biệt. Rất nhiều nhà kinh tế học từ nhiều trường phái đa dạng như Adam Smith và Karl Marx đã định nghĩa hàng hóa nói chung là những sản phẩm hàng hóa không có tính dị biệt được sản xuất để đáp ứng những nhu cầu và mong muốn khác nhau. Dầu, lúa mì, ngô, nhôm, đồng và vô số các hàng hoá thực sự khác đáp ứng được định nghĩa này. Hàng hóa được tiêu thụ như thực phẩm hay năng lượng, hoặc sẽ đóng vai trò đầu vào cho các hàng hóa khác cần cho tiêu dùng. Ngược lại, vàng hầu như không được dùng trong công nghiệp và không phải là lương thực hay năng lượng dưới bất kỳ hình thức nào. Quả là hầu hết nhân loại đều khao khát vàng, nhưng đó là một khao khát đơn thuần như tiền trong vai trò tích trữ giá trị chứ không vì bất kỳ mục đích nào khác. Ngay cả trang sức cũng không phải là hàng



hóa tiêu dùng, mặc dù nó được coi là như vậy, bởi vì đồ trang sức bằng vàng là thứ tài sản mang tính trang trí, một hình thức của tiền mà bạn có thể đeo trên người.

Vàng không phải là một khoản đầu tư. Một khoản đầu tư liên quan đến việc chuyển đổi tiền thành một công cụ bao gồm cả rủi ro và lợi nhuận. Tiền thực sự, chẳng hạn như vàng, không có lợi nhuận bởi vì nó không có rủi ro. Cách đơn giản nhất để hiểu được ý tưởng này là lấy tờ một đô-la từ ví rồi nhìn vào nó. Bản thân tờ đô-la đó không tạo ra cho bạn một xu nào. Để có lợi nhuận, người ta phải chuyển đổi tiền thành một khoản đầu tư và chấp nhận rủi ro. Một nhà đầu tư lấy đô-la của mình đem gửi ngân hàng có thể nhận được một khoản lợi nhuận, nhưng đó không phải là lợi nhuận tính trên tiền, đó là lợi nhuận tính trên một tài khoản tiền gửi ngân hàng. Rủi ro tiền gửi ngân hàng có thể khá thấp, nhưng không phải bằng 0. Người gửi có thể gặp rủi ro về kỳ hạn nếu khoản tiền gửi có thời hạn cố định. Người gửi có thể gặp rủi ro tín dụng nếu ngân hàng thua lỗ. Bảo hiểm tiền gửi ngân hàng có thể giảm thiểu rủi ro thua lỗ của ngân hàng, nhưng cũng có khả năng khoản bảo hiểm này mất khả năng thanh toán.

Những người tin rằng rủi ro tiền gửi ngân hàng chỉ là chuyện quá khứ nên xem xét lại trường hợp của Síp vào tháng 3 năm 2013, khi những khoản tiền gửi ngân hàng nhất định bị buộc phải chuyển thành cổ phiếu ngân hàng sau khi một kế hoạch trước đó nhằm sung công những tài



khoản tiền gửi này bằng cách đánh thuế đã bị từ chối. Vụ chuyển đổi tiền gửi này sang vốn cổ phần để giải cứu các ngân hàng bị phá sản được châu Âu cũng như Hoa Kỳ ủng hộ và xem như một khuôn mẫu cho việc quản lý khủng hoảng ngân hàng trong tương lai.

Có vô số cách để kiếm lợi nhuận nhờ nhận rủi ro. Cổ phiếu, trái phiếu, bất động sản, các quỹ đầu cơ và nhiều loại phương tiện kết hợp khác, tất cả đều là những khoản đầu tư bao gồm cả rủi ro và lợi nhuận. Một nhánh của ngành khoa học kinh tế, đặc biệt là lý thuyết định giá quyền chọn, dựa trên giả định sai lầm rằng một tín phiếu Kho bạc ngắn hạn là một khoản đầu tư “không có rủi ro”. Trên thực tế là gần đây, thứ hạng tín dụng của Hoa Kỳ đã hạ xuống dưới mức AAA, tỉ lệ nợ/GDP tăng lên và Quốc hội liên tục thất bại về luật nợ trần, tất cả đều cho thấy rằng “không có rủi ro” chỉ là một huyền thoại.

Vàng không liên quan đến bất cứ rủi ro nào thuộc về bản chất của những khoản đầu tư này. Nó không có rủi ro đáo hạn vì sẽ không có ngày nào đó trong tương lai khi vàng “đáo hạn” thành vàng. Ngay từ đầu nó đã là vàng. Vàng không có rủi ro đối tác vì nó là tài sản đối với chủ sở hữu nó, nhưng nó không phải là nghĩa vụ nợ của bất kỳ ai khác. Không ai “phát hành” vàng theo cách mà một tờ giấy bạc được phát hành. Nó chỉ là vàng. Một khi vàng thuộc quyền sở hữu của bạn, nó không có rủi ro liên quan đến thanh lý hay thanh toán. Các ngân hàng có thể thua lỗ, sàn giao dịch



có thể đóng cửa, hòa bình có thể bị mất đi, nhưng những sự kiện này không hề tác động đến giá trị nội tại của vàng. Đây là lý do tại sao vàng là tài sản thực sự không có rủi ro.

Sự nhầm lẫn về vai trò của vàng phát sinh vì nó thường được coi là một khoản đầu tư và được báo cáo như vậy trên các kênh tài chính của giới truyền thông. Không ngày nào mà không có một phóng viên tài chính thông báo cho khán giả rằng vàng đang “lên” hay “xuống” trong ngày, dưới hình thức giá đô-la của mỗi ounce vàng, điều này đúng theo nghĩa đen. Nhưng vàng đang biến động, hay chính là đô-la đang biến động?

Trong một ngày vàng được báo cáo là “tăng” 3,3%, từ 1.500 đô-la/ounce lên 1.550 đô-la/ounce, sẽ chính xác hơn nếu xem vàng như là một hằng số và báo cáo rằng đồng đô-la “giảm” từ 1/1.500 của một ounce vàng lên 1/1.550 của một ounce vàng. Nói cách khác, với một đô-la bạn mua được ít vàng hơn, vì vậy đồng đô-la giảm giá. Điều này làm nổi bật vai trò của *đơn vị tính toán* (numeraire) – một phần của định nghĩa chuẩn về tiền. Nếu vàng là *đơn vị tính toán*, thì đồng đô-la hoặc các loại tiền tệ khác sẽ là tài sản biến động, chứ không phải vàng.

Vấn đề về *đơn vị tính toán* này cũng có thể được minh họa bằng một ví dụ liên quan đến tiền tệ sau đây. Giả sử rằng trong một ngày giao dịch nhất định, giá vàng thay đổi từ 1.500 đô-la/ounce xuống còn 1.495 đô-la/ounce, *giảm*



0,3%. Cùng ngày, tỉ giá hối đoái của đồng yên so với một đô-la thay đổi từ 100 yên lên 101 yên. Chuyển đổi từ đô-la sang yên, giá vàng đã tăng từ 150.000 yên ($1.500 \text{ đô-la} \times 100$) lên 150.995 đô-la ($1.495 \text{ đô-la} \times 101$), *tăng* 0,6%. Trong *cùng một ngày* giao dịch, vàng đã *giảm* 0,3% tính theo đô-la nhưng *tăng* 0,6% tính theo yên. Vậy vàng lên hay xuống?

Nếu một người xem đồng đô-la là hình thức duy nhất của tiền trên thế giới thì vàng đã xuống, nhưng nếu một người xem vàng là *đơn vị tính toán*, hay tiêu chuẩn tiền tệ, sẽ chính xác hơn khi nói rằng vàng không đổi, đồng đô-la tăng giá so với vàng và đồng yên giảm giá so với vàng. Kết luận này giải quyết được mâu thuẫn của việc vàng lên hay xuống. Nó không tăng cũng không giảm. Thay vào đó, các loại tiền tệ biến động. Điều này cũng minh họa thực tế rằng, giá trị của vàng là giá trị nội tại và nó không chỉ là một hàm số đơn thuần của các giá trị tiền tệ toàn cầu. Chính những đồng tiền đó mới dễ biến động và thiếu giá trị nội tại.

Nếu vàng không phải là một phái sinh, một hàng hóa, hay một khoản đầu tư, thì *vàng là gì?* Chủ ngân hàng huyền thoại J. P. Morgan đã trả lời câu hỏi này xác đáng hơn cả: “Tiền là vàng, và không gì khác.”

Mặc dù tiền là vàng đối với J. P. Morgan – và tất cả những người khác – trong 4.000 năm, nhưng tiền đột ngột không còn là vàng vào năm 1974, ít nhất là theo IMF. Tổng



thống Nixon đã chấm dứt khả năng chuyển đổi đô-la Mỹ thành vàng của các ngân hàng trung ương nước ngoài vào năm 1971, nhưng mãi tới năm 1974, một ủy ban cải cách đặc biệt của IMF, với sự đồng thuận của Hoa Kỳ, mới chính thức đề xuất xóa bỏ tư cách tiền tệ của vàng và nâng vị trí của SDR trong hoạt động của hệ thống tiền tệ quốc. Từ năm 1975 đến năm 1980, Hoa Kỳ đã nỗ lực không mệt mỏi để hạn chế vai trò tiền tệ của vàng, thực hiện những cuộc bán đấu giá vàng khổng lồ từ các kho vàng chính thức của Hoa Kỳ. Cuối năm 1979, Hoa Kỳ đã bán phá giá 412 tấn vàng trên thị trường trong nỗ lực kìm hãm giá và làm lu mờ tầm quan trọng của vàng. Những nỗ lực này cuối cùng đã thất bại. Giá thị trường của vàng đã tăng vọt lên 800 đô-la/ounce trong tháng 1 năm 1980. Kể từ đó đến nay, Mỹ không thực hiện đợt bán vàng chính thức nào quan trọng nữa.

Việc Hoa Kỳ và IMF “giáng chức” vàng khỏi vị thế tài sản tiền tệ vào cuối những năm 1970 có nghĩa là chương trình kinh tế của các trường Đại học hàng đầu đã không nghiêm cứu nghiêm túc về vàng trong gần hai thế hệ. Có thể người ta dạy về vàng trong các lớp lịch sử nhất định, và có nhiều chuyên gia về vàng tự học, nhưng bất kỳ nhà kinh tế học nào sinh ra từ năm 1952 cũng gần như chắc chắn không được đào tạo chính quy về công dụng tiền tệ của vàng. Kết quả là những truyền thuyết về vàng cứ nối tiếp nhau xuất hiện thay cho những công trình phân tích nghiêm túc.



Truyền thuyết đầu tiên là vàng không thể hình thành nền tảng của một hệ thống tiền tệ hiện đại vì *không có đủ vàng* để hỗ trợ các yêu cầu của ngành thương mại và tài chính thế giới. Truyền thuyết này rõ ràng là sai lầm, nhưng nó được viện dẫn quá thường xuyên đến mức sự sai lệch của nó xứng đáng bị bóc trần.

Tổng lượng cung vàng trên thế giới hiện nay, chưa kể trữ lượng trong lòng đất, xấp xỉ 163.000 tấn. Trong số này, 31.868,8 tấn đang được sở hữu bởi các định chế chính thức như ngân hàng trung ương, kho bạc quốc gia và IMF. Với mức giá 1.500 đô-la/ounce, số vàng chính thức trên thế giới có giá trị thị trường là 1.700 tỉ đô-la. Giá trị này nhỏ hơn rất nhiều so với tổng cung tiền của các cường quốc thương mại và tài chính lớn trên thế giới. Chẳng hạn, chỉ riêng cung tiền của Hoa Kỳ, gọi là M1, do Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ cung ứng, là 2.500 tỉ đô-la vào cuối tháng 6 năm 2013. Nguồn cung M2 của FED lớn hơn, 10,6 nghìn tỉ đô-la trong cùng kỳ. Kết hợp M1 và M2 với nguồn cung tiền của ECB, Ngân hàng Nhật Bản và Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc, ta có lượng cung tiền toàn cầu cho bốn khu vực kinh tế lớn lên đến 20 nghìn tỉ đô-la cho M1 và 48 nghìn tỉ đô-la cho M2. Nếu nguồn cung tiền toàn cầu được giới hạn ở mức 1.700 tỉ đô-la vàng thay vì 48 nghìn tỉ đô-la tiền giấy M2, thì kết quả sẽ gây ra giảm phát thảm khốc và dẫn đến một cuộc tình trạng suy thoái trầm trọng.

Vấn đề trong kịch bản này không phải là lượng vàng mà là *giá cả*. Nếu tính đúng giá thì lượng vàng rất dồi dào. Giá sử giá vàng là 17.500 đô-la/ounce, cung vàng chính thức sẽ gần bằng cung tiền M1 của khu vực Eurozone, Nhật Bản, Trung Quốc và Hoa Kỳ cộng lại. Điểm chính ở đây không phải là để dự báo giá vàng hay dự đoán một bản vị vàng, mà chỉ để minh họa rằng *số lượng* vàng không bao giờ là một trở ngại đối với một bản vị vàng, miễn sao *giá cả* tương thích với cung tiền mục tiêu.

Thuyết thứ hai là vàng không thể được sử dụng trong một hệ thống tiền tệ vì *vàng đã gây ra Đại suy thoái trong những năm 1930*, góp phần vào thời gian dai dẳng và mức độ nghiêm trọng của nó. Câu chuyện này có một nửa sự thật, nhưng trong nửa đối trá lại chứa nhiều điều gây nhầm lẫn. Đại suy thoái, thường được ghi nhận là xảy ra từ năm 1929 đến năm 1940, được đạo trước bởi việc áp dụng *bản vị hối đoái vàng* (gold exchange standard), nổi lên theo từng giai đoạn từ năm 1922 đến năm 1925 và hoạt động rất khó khăn cho đến năm 1939. Bản vị hối đoái vàng đã được thống nhất về nguyên tắc tại Hội nghị Genoa năm 1922, nhưng các bước triển khai chính xác thuộc trách nhiệm của các nước tham gia những năm tiếp theo.

Đúng như tên gọi của nó, bản vị hối đoái vàng không phải là một bản vị vàng thuần túy như loại đã tồn tại từ năm 1870 đến năm 1914. Đó là một bản vị lai, trong đó



cả vàng và ngoại hối – chủ yếu là đồng đô-la Mỹ, đồng bảng Anh và đồng franc Pháp – có thể đóng vai trò như tiền tệ dự trữ và được sử dụng để dàn xếp bất kỳ cán cân thanh toán nào. Sau Thế chiến thứ I, người dân ở hầu hết các nền kinh tế lớn không còn mang theo vàng xu như cảnh tượng thường thấy trước năm 1914.

Về lý thuyết, dự trữ ngoại hối của một quốc gia được quy đổi thành vàng khi một chủ sở hữu xuất trình chứng cho nước ban hành. Các công dân cũng được tự do sở hữu vàng. Tuy nhiên, các vụ quy đổi trên quy mô quốc tế diễn ra không thường xuyên và quyền sở hữu vàng vật chất của công dân chỉ giới hạn với thỏi vàng lớn, nhìn chung không thích hợp cho các giao dịch hàng ngày. Ý tưởng là để tạo ra một bản vị vàng nhưng lượng vàng trong lưu thông ít nhất có thể. Vàng sẵn có vẫn yên vị trong các hầm chức tại Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York, Ngân hàng Anh và Ngân hàng Pháp, trong khi người dân lại quen sử dụng giấy bạc thay vì đồng xu vàng, và các ngân hàng trung ương đã học cách chấp nhận giấy nợ của các đối tác thương mại thay vì yêu cầu vàng thỏi. Trong trường hợp tốt nhất thì các bản vị hối đoái vàng cũng chỉ là một bản sao nhặt nhòa của một bản vị vàng thực sự. Còn tồi tệ nhất thì nó là một cú gian lận vĩ đại.

Điều quan trọng nhất là các quốc gia phải chọn tỉ lệ chuyển đổi giữa tiền của họ và vàng, sau đó bám lấy tỉ lệ đó khi hệ thống mới phát triển. Theo quan điểm tăng cung



tiền giấy ồ ạt như đã xảy ra trong Thế chiến thứ I, từ năm 1914 đến năm 1918, hầu hết các quốc gia tham gia đều chọn một giá trị cho đồng tiền của mình, thấp hơn nhiều so với mức trước chiến tranh. Trong thực tế, họ phá giá đồng tiền của mình đối với vàng và trở lại một bản vị vàng với một tỉ giá hối đoái mới thấp hơn. Pháp, Bỉ, Ý và các thành viên khác của tổ chức sau này được biết đến với cái tên Gold Bloc đã theo đuổi chính sách này. Hoa Kỳ bước vào cuộc chiến muộn hơn các cường quốc châu Âu và nền kinh tế của nó ít bị ảnh hưởng hơn bởi chiến tranh. Hoa Kỳ cũng nhận được những dòng vàng vào rất lớn trong suốt thời kỳ chiến tranh và kết quả là họ không gặp khó khăn gì trong việc duy trì tỉ giá hối đoái của vàng là 20,67 đô-la/ounce. Sau khi các đợt phá giá tiền tệ của Gold Bloc và Hoa Kỳ không gặp khó khăn gì, thành công tương lai của bản vị hối đoái vàng giờ đây gắn liền với việc xác định tỉ lệ chuyển đổi cho đồng bảng Anh.

Vương quốc Anh, dưới sự chỉ đạo của Bộ trưởng Bộ Tài chính Winston Churchill, đã chọn tỉ giá trước chiến tranh, tương đương với 4,86 bảng Anh/ounce. Ông làm điều này bởi vì cảm thấy có nghĩa vụ phải tôn vinh những tờ giấy bạc của Ngân hàng Anh ở mức giá trị ban đầu của chúng và cũng vì những lý do thực dụng liên quan đến việc giúp London giữ vững vị thế trung tâm tiền tệ vững mạnh, đáng tin cậy của tài chính thế giới. Với số tiền khổng lồ mà Ngân hàng Anh đã in ra để tài trợ cho chiến



tranh, tỉ giá hối đoái này đã định giá quá cao đồng bảng và buộc phải giảm mạnh cung tiền để quay lại ngang giá cũ. Mức tỉ giá hối đoái tương đương với 7,50 bảng Anh/ounce sẽ là lựa chọn thực tế hơn và có thể đặt Anh vào vị thế cạnh tranh trong giao dịch. Thay vào đó, việc định giá quá cao đồng bảng Anh đã gây tổn hại cho thương mại của Anh và buộc Chính phủ phải giảm mức lương giảm phát của người lao động Anh để điều chỉnh cho phù hợp với các điều khoản thương mại. Quá trình này tương tự như những điều chỉnh cơ cấu mà Hy Lạp và Tây Ban Nha đang thực hiện ngày nay. Kết quả là nền kinh tế Anh bắt đầu rơi vào suy thoái năm 1926, nhiều năm trước ngày được ghi nhận trong năm 1929 liên quan đến cuộc Đại suy thoái và thị trường chứng khoán Mỹ sụp đổ.

Với một đồng bảng bị định giá quá cao và những điều khoản thương mại bất lợi, vàng của Vương quốc Anh bắt đầu chảy sang Hoa Kỳ và Pháp. Đáng lẽ, Hoa Kỳ nên nói lỏng chính sách tiền tệ, vấn đề thuộc quyền kiểm soát của Cục Dự trữ Liên bang và cho phép lạm phát trong nước cao hơn. Phản ứng này mới đúng đắn và sẽ đưa các điều khoản thương mại thay đổi theo hướng có lợi cho Anh và thúc đẩy nền kinh tế phát triển. Nhưng thay vào đó, FED điều hành một chính sách tiền tệ thắt chặt, góp phần vào sự sụp đổ của thị trường năm 1929 và dẫn tới Đại suy thoái. Vào năm 1931, áp lực lên đồng bảng Anh vốn đã bị định giá quá cao



đã trở nên nghiêm trọng đến mức Vương quốc Anh từ bỏ mức ngang giá năm 1925 và phá giá đồng bảng. Quyết định này đã khiến đồng đô-la Mỹ trở thành đồng tiền lớn bị định giá quá cao nhất trên thế giới, một tình huống được khắc phục vào năm 1933, khi Hoa Kỳ phá giá từ 20,67 đô-la/ounce xuống 35,00 đô-la/ounce, làm giảm giá trị đồng đô-la để bù đắp cho hiệu ứng của việc phá giá đồng bảng Anh hai năm trước đó.

Chuỗi các sự kiện từ năm 1922 đến năm 1933 chỉ ra rằng cuộc Đại suy thoái không phải do vàng, mà do *các chính sách tùy tiện của ngân hàng trung ương*. Các bản vị hối đoái vàng đã phạm phải sai lầm chết người vì nó không tính đến giá vàng trên thị trường tự do. Ngân hàng Anh định giá quá cao đồng bảng Anh vào năm 1925. Cục Dự trữ Liên bang thực hiện một chính sách tiền tệ thắt chặt không đúng lúc vào năm 1927. Những vấn đề này không liên quan đến bản thân vàng, mà liên quan đến giá của vàng bị thao túng và bóp méo bởi các ngân hàng trung ương. Bản vị hối đoái vàng đã góp phần vào cuộc Đại suy thoái vì nó không phải là bản vị vàng đích thực. Đó là một phiên bản lai tạp được thiết kế kém cỏi, bị thao túng và bị quản lý bởi những chính sách tiền tệ tùy tiện của các ngân hàng trung ương, đặc biệt là ở Anh và Hoa Kỳ. Cuộc Đại suy thoái không phải là một luận điểm chống lại vàng. Đó là một lời cảnh tỉnh về sự thiếu năng lực của ngân hàng trung ương và sự nguy hiểm của việc phớt lờ các thị trường.



Truyền thuyết thứ ba là vàng gây ra sự hoảng loạn trên thị trường và các nền kinh tế hiện đại ổn định hơn khi né tránh vàng còn các ngân hàng trung ương thì sử dụng các công cụ tiền tệ để xoa dịu những cơn hoảng loạn định kỳ. Đây là một trong những câu chuyện ưa thích của Paul Krugman và ông ta đã viện dẫn nó nhiều đến mức phát ngấy trong những bài viết phản đối vàng, ủng hộ lạm phát.

Trên thực tế, hoảng loạn thực sự xảy ra khi có một bản vị vàng, và hoảng loạn cũng xảy ra khi không có một bản vị vàng. Krugman thích viện dẫn một danh sách những đợt hoảng loạn phát sinh trong suốt thời kỳ sử dụng bản vị vàng cổ điển và bản vị hối đoái vàng. Nó bao gồm những lần thị trường hoảng loạn hoặc sụp đổ vào năm 1873, 1884, 1890, 1893, 1907 và cuộc Đại khủng hoảng. Cũng đúng. Nhưng hoảng loạn cũng xảy ra khi không có bản vị vàng. Ví dụ như sự sụp đổ của thị trường chứng khoán năm 1987, khi Chỉ số Công nghiệp Dow Jones giảm hơn 22% trong một ngày, sự sụp đổ của đồng peso Mexico năm 1994, cơn khủng hoảng của thị trường Vốn-Dài hạn-Châu Á-Nga năm 1997-1998, sự sụp đổ của cổ phiếu công nghệ năm 2000, của thị trường nhà ở năm 2007 và cuộc Khủng hoảng tài chính Lehman-AIG năm 2008.

Vàng không ngăn chặn hay gây ra sự hoảng loạn. Hoảng loạn xuất hiện do mở rộng tín dụng quá mức và quá tự tin, theo sau là sự mất niềm tin đột ngột và cuộc tranh giành



điên cuồng để vớt vát khả năng thanh khoản. Đặc trưng của khủng hoảng là giá trị tài sản sụt giảm nhanh chóng, các chủ nợ yêu cầu ký quỹ, tình trạng bán phá giá tài sản để lấy tiền mặt, và một vòng lặp bất tận. Càng nhiều tài sản được bán ra thì giá trị càng giảm, các chủ nợ lại phát thêm yêu cầu ký quỹ và tài sản càng được bán tống bán tháo. Quá trình này cuối cùng cũng tự kết thúc thông qua phá sản, một vụ giải cứu bởi các bên đủ khả năng, sự can thiệp của Chính phủ, hoặc kết hợp cả ba giải pháp. Hoảng loạn là của bản chất con người, và liên tục dao động giữa sợ hãi và tham lam, tham lam và lại sợ hãi. Hoảng loạn sẽ không biến mất. Vấn đề là những đợt hoảng loạn này ít hoặc không liên quan gì đến vàng.

Trên thực tế, các bản vị vàng đã hoạt động tốt trong quá khứ và vẫn hoàn toàn khả thi trong hiện tại. Tuy nhiên, quá trình kiến tạo ra bất kỳ bản vị vàng nào cũng sẽ phát sinh nhiều vấn đề khó khăn về thiết kế. Đây là công việc đầy thách thức cũng giống như việc thiết kế một bộ vi xử lý kỹ thuật số, có thiết kế xuất sắc và có thiết kế kém cỏi. Có những vấn đề kỹ thuật xứng đáng được xem xét nghiêm túc, nhưng cũng có những vấn đề đồn thổi không cần quan tâm. Có đủ vàng trên thế giới – vấn đề nằm ở giá cả. Vàng không gây ra cuộc Đại suy thoái, mà gánh nặng chính sách của các ngân hàng trung ương đã làm điều đó. Hoảng loạn không phải là kết quả của vàng.



Chúng là kết quả của bản chất con người và nỗi lòng tin dục. Việc chấm dứt những chuyện hoang đường này là cách để tiến đến một cuộc tranh luận đích thực về những ưu điểm và khuyết điểm của vàng.



CUỘC CHIẾN TRANH GIÀNH VÀNG

Trong khi các nhà nghiên cứu và chuyên gia học thuật vẫn đang tranh luận về các phẩm chất của vàng trên cương vị một bản vị tiền tệ thì các ngân hàng trung ương đã vượt qua giai đoạn tranh luận. Đối với họ, cuộc tranh luận đã kết thúc – vàng là tiền. Ngày nay, các ngân hàng trung ương đang mua vàng như là một tài sản dự trữ với tốc độ chưa từng thấy kể từ đầu những năm 1970, và cuộc tranh giành vàng này có ý nghĩa sâu sắc đối với vai trò tương lai của mọi loại tiền tệ, đặc biệt là đồng đô-la Mỹ.

Bản thân các sự kiện đã nói lên tất cả, hầu như không phải chỉnh sửa gì nhiều. Các ngân hàng trung ương và các định chế chính thức khác như IMF đã bán vàng nhiều hơn mua từ năm 2002 đến năm 2009, mặc dù doanh số đã giảm mạnh trong suốt thời gian đó, từ hơn 500 tấn năm 2002 xuống còn dưới 50 tấn vào năm 2009. Bắt đầu từ năm 2010, các ngân hàng trung ương mua vàng nhiều hơn bán, với mức tăng từ dưới 100 tấn vào năm 2010 lên trên 500 tấn vào năm 2012. Trong 10 năm từ năm 2002 đến



năm 2012, sự dịch chuyển từ bán ròng sang mua ròng đã đạt trên 1.000 tấn/năm, lớn hơn một phần ba sản lượng khai thác toàn cầu hàng năm. Ngày càng có nhiều vàng đang vận chuyển trực tiếp từ các hầm mỏ đến hầm chứa của ngân hàng trung ương.

Bảng 1 cho thấy mức tăng dự trữ vàng của một số quốc gia từ quý I năm 2004 đến quý I năm 2013, tính bằng tấn:

Tất cả những ngân hàng trung ương lớn này đến từ châu Á, Mỹ La-tinh và Đông Âu. Cũng trong thời kỳ này, từ năm 2004 đến năm 2013, các ngân hàng trung ương phương Tây đã bán vàng nhiều hơn mua, mặc dù doanh số bán ra đã đột ngột ngừng lại vào năm 2009. Kể từ đó, các nền kinh tế mới nổi đã phải mua vàng từ các nhà khai thác mỏ, tái chế vàng phế liệu, hoặc tìm đến các vụ bán vàng thị trường mở, bao gồm cả vụ bán ra hơn 400 tấn của IMF vào cuối năm 2009 và đầu năm 2010. Tính tất cả các ngân hàng trung ương quốc gia, trừ IMF, dự trữ vàng chính thức đã tăng 1.481 tấn từ quý I năm 2009 đến quý I năm 2013 – tăng 5,4%. Các ngân hàng trung ương đã trở thành những người mua vàng quan trọng, và sự dịch chuyển của vàng là từ Tây sang Đông.

Những số liệu thống kê này cần được chứng minh bằng trường hợp gây tò mò của Trung Quốc. Trung Quốc đã báo cáo một số lượng vàng dự trữ 395 tấn trong hơn 20 năm, kể từ năm 1980 đến cuối năm 2001. Sau đó, số lượng theo



báo cáo đột ngột nhảy vọt lên 500 tấn, giữ nguyên trong một năm. Rồi lại nhảy lên đến 600 tấn vào cuối năm 2002, và giữ mức đó trong 6 năm. Cuối cùng, lượng vàng theo báo cáo đã tăng lên 1.054 tấn vào tháng 4 năm 2009 và giữ nguyên gần 5 năm, cho đến đầu năm 2014.

Theo báo cáo chính thức từ Trung Quốc, số vàng họ sở hữu liên tục tăng vọt qua các thời kỳ: 105 tấn năm 2001, 100 tấn năm 2002 và 454 tấn năm 2009. Những sự tăng lên trong quy mô này cực kỳ khó thực hiện chỉ với một giao dịch đơn lẻ, trừ khi có sự dàn xếp trước giữa hai ngân hàng trung ương hay IMF. Không có báo cáo nào về việc ngân hàng trung ương hoặc IMF đã dàn xếp trước để bán vàng cho Trung Quốc, cũng không có báo cáo cho thấy tài khoản của một ngân hàng trung ương hoặc IMF giảm xuống một số lượng cần thiết trong những khoảng thời gian tương ứng có thể dẫn tới việc dự trữ vàng tăng như vậy. Kết luận không thể tránh khỏi là, Trung Quốc thực ra đang tích lũy vàng với số lượng nhỏ hơn trong thời gian dài, và báo cáo những thay đổi một lần dưới dạng số tổng trên cơ sở bất thường.

Chương trình thu mua vàng dần dần, bí mật này hoàn toàn hợp lý. Vàng vật chất có thể trao đổi, mua bán trên thị trường, nhưng người ta ít khi làm vậy và giá cả của nó cũng rất dễ biến động. Người mua lớn ở bất kỳ thị trường nào có hoạt động mua bán vàng khiêm tốn cũng cố gắng che giấu ý định của họ để tránh ảnh hưởng đến thị trường, khi các nhà môi giới ngân hàng đẩy giá theo hướng bất lợi cho



người mua, vì dự tính rằng sẽ có thêm nhiều đơn đặt hàng lớn và không có giãn theo giá.

Trung Quốc tối thiểu hóa tác động của chương trình mua vàng thông qua việc sử dụng các đại lý bí mật và mua trực tiếp từ các mỏ. Các đại lý chủ yếu đặt tại tòa trụ sở của HSBC trên đường Queen's Road ở Hồng Kông và tại chi nhánh Thượng Hải của Ngân hàng ANZ, mặc dù mạng lưới các đại lý thu mua vàng phân bố trên toàn thế giới. Những đại lý này thực hiện những đơn đặt mua những lô vàng có kích thước thương mại khoảng vài tấn với bên môi giới và các ngân hàng vàng thỏi ở London.

Danh tính thực của người mua không được tiết lộ. Tiền mua vàng được thanh toán bởi một trong số các quỹ tài sản quốc gia của Trung Quốc – Cục Quản lý Ngoại hối do cựu Giám đốc PIMCO Zhu Changhong quản lý. Sau khi mua xong, vàng được vận chuyển bằng đường hàng không đến hầm chứa an toàn tại Thượng Hải. Những đại lý này cực kỳ kỷ luật và kiên nhẫn trong hoạt động mua bán của mình và thường “mua đáy”¹⁶ dựa trên giá thị trường được thể hiện trên sàn giao dịch COMEX ở New York. Với sự am hiểu tuyệt vời về thị trường, Trung Quốc đã mua 600 tấn vàng trực tiếp từ Perth Mint của Úc và những người bán khác ở gần mức giá thấp tạm thời là 1.200 đô-la/ounce trong đợt giảm

¹⁶ Nguyên văn “buy the dips”. Đây là một vế trong chiến lược “buy the dips, sell the rips”, tức là mua khi giá đang giảm xuống gần mức sàn và bán khi giá đang tăng lên gần mức trần.



giá hồi tháng 4 đến tháng 7 năm 2013. Một phần do kết quả của những hoạt động bí mật trên quy mô lớn này, cộng thêm những đợt mua vàng thương mại công khai hơn, ước tính Trung Quốc đã nhập khẩu khoảng 1.000 tấn vàng mỗi năm trong hai năm 2012 và 2013.

Trung Quốc chủ yếu mua quặng vàng trực tiếp từ các mỏ vàng nước này, nhưng họ đã nhanh chóng mở rộng sang cả những mỏ mới mua lại ở Nam Phi và Tây Úc. Gần đây, năm 2001, Trung Quốc sản xuất chưa đến 200 tấn mỗi năm từ các mỏ của họ. Sản lượng tăng đều đặn từ năm 2001 đến năm 2005 rồi tăng lên trong năm 2006, và đến năm 2007, Trung Quốc đã vượt qua Nam Phi trở thành quốc gia sản xuất vàng lớn nhất thế giới rồi giữ vững vị trí đó cho đến tận bây giờ. Tính đến năm 2013, Trung Quốc đã sản xuất được hơn 400 tấn mỗi năm, chiếm khoảng 14% sản lượng khai thác mỏ trên thế giới. Quặng vàng được sản xuất trong các mỏ do Trung Quốc kiểm soát, dù ở Trung Quốc hay bất cứ nơi nào khác, sẽ được vận chuyển đến các cơ sở tinh chế ở Trung Quốc, Úc, Nam Phi và Thụy Sĩ. Tại đây vàng quặng được tinh chế thành vàng nguyên chất, đúc thành những thỏi vàng nặng một ki-lô-gram rồi vận chuyển về các hầm chứa ở Thượng Hải. Thông qua những kênh này, vàng của Trung Quốc qua mặt được thị trường London, giảm thiểu tác động thị trường và đảm bảo rằng quy mô chính xác của kho vàng Trung Quốc mãi mãi là bí mật quốc gia.



Sự kết hợp của sản lượng khai thác vàng nội bộ và vàng nhập khẩu từ nước ngoài đồng nghĩa với việc Trung Quốc đã tăng lượng sở hữu vàng nội địa, cả nhà nước và tư nhân, lên 4.500 tấn kể từ lần cập nhật chính thức gần đây nhất về lượng dự trữ vàng của ngân hàng trung ương Trung Quốc vào năm 2009. Các nhà quan sát bên ngoài Chính phủ Trung Quốc không thể nào đánh giá được chính xác dự trữ vàng chính thức của Trung Quốc sẽ tăng thêm bao nhiêu trong lần thông báo tiếp theo, và bao nhiêu đã được dành cho nhu cầu của người tiêu dùng Trung Quốc dưới dạng đồ trang sức, vàng thỏi và tiền xu. Ai cũng biết rằng người dân Trung Quốc mê vàng, vì cả lý do bảo tồn tài sản lẫn vai trò như một phương tiện tiện lợi để tháo chạy vốn. Vàng được bán dưới nhiều hình thức khác nhau trong hàng ngàn chi nhánh ngân hàng và các cửa hàng trên khắp Trung Quốc.

Trong điều kiện không có dữ liệu nào tốt hơn, người ta ước lượng rằng một nửa số vàng tăng lên của Trung Quốc kể từ năm 2009 đã được tiêu thụ trong nước và nửa còn lại, hay 2.250 tấn, đã bí mật được bổ sung vào dự trữ chính thức. Nếu con số ước lượng này đúng, thì dự trữ vàng chính thức của Trung Quốc vào đầu năm 2014 không phải là 1.054 tấn, mà là gần 3.300 tấn. Với tốc độ khai thác và nhập khẩu vàng hiện tại, và giả định rằng một nửa số vàng sẵn có được đưa vào dự trữ chính thức, Trung Quốc sẽ bổ sung thêm 700 tấn cho dự trữ vàng quốc gia tính đến hết

năm 2014, tăng tổng dự trữ vàng của Trung Quốc lên 4.000 tấn vào đầu năm 2015. Trung Quốc đã chờ đợi hơn sáu năm, từ cuối năm 2002 đến đầu năm 2009, trước khi công bố chính thức về lần tăng mới nhất của dự trữ chính thức. Nếu Trung Quốc lặp lại kế hoạch này, lần cập nhật tiếp theo về dự trữ vàng có thể diễn ra vào năm 2015.

Ngay cả những con số ước tính dựa trên sản lượng khai thác và lượng vàng nhập khẩu đã biết cũng phải tính đến thực tế là, chắc chắn có một lượng vàng nhập khẩu nhất định vào Trung Quốc hoàn toàn không được báo cáo. Gần đây, một nhà quản lý cấp cao của G4S, một trong những công ty *logistics* an toàn hàng đầu thế giới, đã tiết lộ với một nhân vật cấp cao khác trong ngành công nghiệp vàng rằng, cá nhân ông ta đã vận chuyển vàng vào Trung Quốc bằng đường bộ qua những con đèo trung tâm châu Á, dẫn đầu một đoàn xe tăng của Quân Giải phóng Nhân dân Trung Quốc và những phương tiện vận tải bọc thép. Vàng này ở dạng các thỏi vàng nặng 400 ounce đạt tiêu chuẩn *good delivery*¹⁷, vốn được các ngân hàng trung ương ưa thích hơn là những thỏi vàng nhỏ loại một ki-lô-gram được nhập khẩu thông qua các kênh thông thường và được các nhà đầu tư bán lẻ ưa chuộng. Từ những tiết lộ này, có thể thấy rõ là bất kỳ dự toán nào về dự trữ vàng chính thức của Trung Quốc

¹⁷ Tiêu chuẩn quốc tế về giao hàng, bao gồm những đặc điểm kỹ thuật mà một miếng vàng phải thỏa mãn để được chấp nhận khi giao hàng tại những thị trường hoặc sở giao dịch hàng hóa tương lai nhất định.



đều có nhiều khả năng quá thấp, chứ khó có thể quá cao so với thực tế.

Nếu đến năm 2015, Trung Quốc thông báo rằng họ đang nắm giữ 4.000 tấn vàng trong dự trữ chính thức, thì điều này sẽ bác bỏ quan điểm của giới học giả và các nhà kinh tế học phương Tây cho rằng vàng không phải là một tài sản tiền tệ. Với 4.000 tấn, Trung Quốc sẽ vượt qua Pháp, Ý, Đức và IMF trong danh sách những chủ sở hữu vàng lớn nhất thế giới, vươn lên vị trí thứ hai sau Mỹ. Điều này sẽ phù hợp với vị thế của Trung Quốc là nền kinh tế lớn thứ hai thế giới.

Hoạt động mua vàng bí mật của Trung Quốc tương phản gay gắt với những nỗ lực minh bạch hơn nhiều của Nga nhằm gia tăng dự trữ vàng của mình. Trong chín năm từ đầu năm 2004 đến cuối năm 2013, dự trữ vàng của Nga tăng hơn 250%, từ khoảng 390 tấn lên hơn 1.000 tấn. Không giống như Trung Quốc, Nga đạt được mức tăng này gần như là hoàn toàn thông qua hoạt động sản xuất, khai thác mỏ trong nước và không dựa vào nhập khẩu. Nga là nước sản xuất vàng lớn thứ tư thế giới, với sản lượng xấp xỉ 200 tấn mỗi năm. Việc tăng dự trữ của Nga cũng được thực hiện với tốc độ ổn định khoảng 5 tấn mỗi tháng, được công bố định kỳ trên trang web của Ngân hàng Trung ương Nga. Vì ngân hàng trung ương này không dựa vào nhập khẩu hoặc thị trường vàng thời của London để tăng dự trữ vàng



nên Nga có thể minh bạch hơn Trung Quốc vì họ ít bị tổn thương hơn trước sự tăng giảm giá vàng có chủ đích, điều khiến giá cả và “mua đón đầu” của các ngân hàng vàng thời London. Chương trình mua vàng của Nga đang được tiến hành và lượng vàng chính thức mà họ sở hữu họ sẽ vượt qua 1.100 tấn vào năm 2014. Quy mô dự trữ 1.100 tấn của Nga bằng hơn 1/8 quy mô dự trữ vàng của Mỹ, nhưng nền kinh tế Nga chỉ bằng khoảng 1/8 quy mô nền kinh tế Mỹ. Nếu đo lường bằng tỉ lệ phần trăm so với quy mô của nền kinh tế tương ứng thì dự trữ vàng của Nga đã vượt qua Mỹ.

Nhiều nhà phân tích đã gặp khó khăn bởi nghịch lý của việc nhu cầu vàng trên toàn thế giới lớn, nhưng cùng lúc đó, giá vàng trên sàn giao dịch COMEX lại giảm kể từ sau khi chạm đỉnh tháng 8 năm 2011. Hoạt động mua vàng vật chất không chỉ đến từ các ngân hàng trung ương mà còn từ cá nhân – được phản ánh qua cầu đối với vàng thỏi 1 ki-lô-gram so với cầu đối với vàng thỏi 400 ounce đạt tiêu chuẩn *good delivery* mà các ngân hàng trung ương ưa chuộng. Các cơ sở tinh chế của Thụy Sĩ đã phải làm việc thêm giờ để chuyển vàng thỏi cỡ lớn sang vàng thỏi cỡ nhỏ hơn nhằm đáp ứng nhu cầu này. Tình huống có vẻ như nghịch lý này rất dễ lý giải. Nếu giá của bất cứ hàng hóa nào, dù là vàng hay bánh mì, được giữ ở mức thấp hơn giá trị nội tại của nó bằng cách can thiệp dưới bất kỳ hình thức nào, phản ứng thuộc về hành vi của con người luôn là tìm cách mua bằng hết số hàng hóa đó.



Bản thân cuộc tranh giành vàng, mà những chương trình mua vàng của các ngân hàng trung ương ở Nga và Trung Quốc là mô hình thu nhỏ của nó, thực tế là các ngân hàng trung ương đang khẩn cấp thu hồi vàng gửi ở nước ngoài về cất giữ trong những hầm chứa ngay dưới chân mình.

Ngoài Hoa Kỳ ra, gần một nửa số vàng chính thức trên thế giới *không* được lưu trữ ở quê hương của người sở hữu, mà trong các hầm chứa tại Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York và tại Ngân hàng Anh ở London. Các hầm chứa của Cục Dự trữ Liên bang có khoảng 6.400 tấn vàng, và các hầm chứa của Ngân hàng Anh có khoảng 4.500 tấn. Trong hầm chứa của Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York hầu như không có vàng Hoa Kỳ, còn trong Ngân hàng Anh chỉ có chưa đến 300 tấn vàng thuộc về Vương quốc Anh. Vàng của Mỹ phần lớn được cất trong hai cơ sở của Quân đội Hoa Kỳ tại Fort Knox, Kentucky và West Point, New York, còn một lượng nhỏ được cất ở Cục Đúc tiền Kim loại Mỹ tại Denver, Colorado. Cục Dự trữ Liên bang và Ngân hàng Anh có khoảng 10.600 tấn vàng chính thức thuộc về Đức, Nhật, Hà Lan, IMF và các chủ sở hữu lớn khác cùng nhiều nhà đầu tư nhỏ trên khắp thế giới. Vàng của bên thứ ba được cất ở FED và Ngân hàng Anh chiếm 33% lượng vàng chính thức trên thế giới.

Việc vàng chính thức được tập trung về New York và London chủ yếu là di sản của những chế độ bản vị vàng khác



nhau đã tồn tại đứt quãng từ năm 1870 đến năm 1971. Khi vàng được sử dụng để ổn định cán cân thanh toán giữa các quốc gia, sẽ dễ dàng hơn nếu cất vàng tại các trung tâm tài chính như New York và London, sau đó chỉ định lại quyền sở hữu hợp pháp nếu cần, thay vì vận chuyển vàng đi khắp thế giới. Ngày nay, cán cân thanh toán được dàn xếp chủ yếu bằng đô-la hoặc euro chứ không phải vàng, vì vậy không còn cần đến các trung tâm tiền tệ cho vàng nữa.

Việc cất giữ vàng tập trung ở một vài nơi cũng là một di sản của Chiến tranh Lạnh (1946 - 1991), khi Đức thấy rằng sẽ an toàn hơn nếu cất vàng ở New York thay vì đối mặt với nguy cơ bị tịch thu bởi các sư đoàn thiết giáp của Liên Xô đang bao vây Berlin. Giờ đây, Đức đang phải đối mặt với rủi ro lớn hơn thế nhiều, đó là việc vàng của Đức có thể bị tịch thu bởi Hoa Kỳ trong trường hợp xảy ra một cuộc khủng hoảng tài chính. Các quốc gia như Đức không còn lý do nào thuyết phục để cất vàng tại New York hoặc London, và thậm chí họ còn phải gánh chịu những rủi ro đáng kể khi làm như vậy. Nếu Hoa Kỳ hoặc Anh đột ngột cho rằng cần phải tịch thu vàng của nước ngoài để bảo vệ đồng tiền giấy của mình trong một cuộc khủng hoảng, thì vàng đó sẽ được chuyển từ chủ sở hữu ban đầu sang quyền sở hữu của Hoa Kỳ hoặc Vương quốc Anh.

Do tình hình thay đổi như vậy, cộng với rủi ro ngày một tăng lên, các quốc gia sở hữu vàng đã bắt đầu một phong trào “hồi hương” cho vàng của mình. Chuyển “hồi hương”



quan trọng đầu tiên được khởi xướng bởi Venezuela, quốc gia đã ra lệnh cho Ngân hàng Anh chuyển trả 99 vàng tấn từ London về Caracas vào tháng 8 năm 2011. Những chuyến tàu chở vàng đầu tiên khởi hành vào tháng 11 năm 2011 và khi chúng đến nơi, Chủ tịch Hugo Chávez đã diễu hành một đoàn xe bọc thép chở đầy vàng qua đường phố Caracas, trong tiếng reo hò của người dân Venezuela.

Một chương trình “hồi hương” lớn hơn và quan trọng hơn được Đức thực hiện vào năm 2013. Đức sở hữu 3.391 tấn vàng chính thức và hiện là chủ sở hữu vàng lớn thứ hai thế giới sau Hoa Kỳ. Vào cuối năm 2012, vàng của Đức được cất ở những nơi sau: 1.051 tấn ở Frankfurt, 1.526 tấn tại New York, 441 tấn ở London và 374 tấn ở Paris. Vào ngày 16 tháng 1 năm 2013, Ngân hàng Trung ương Đức (Deutsche Bundesbank) đã công bố kế hoạch 8 năm để “hồi hương” toàn bộ số vàng ở Paris và 300 tấn vàng ở New York về Frankfurt. Số vàng ở London được giữ nguyên và vào cuối kế hoạch hồi hương, tháng 12 năm 2020, 50% lượng vàng của Đức sẽ ở Frankfurt, 37% ở New York và 13% ở London.

Các nhà bình luận nhanh chóng nghiêng về kết luận rằng, việc Đức phải mất 8 năm mới chuyển được 300 tấn vàng từ New York về Frankfurt chính là bằng chứng rõ ràng cho thấy trong các hầm chứa của Ngân hàng Dự trữ New York không có vàng của Đức, hoặc nếu có thì họ sẽ gặp nhiều rắc rối về mặt tài chính do yêu cầu của Đức gây ra. Nhưng Deutsche Bundesbank không muốn vàng quay trở



về một cách nhanh chóng. Họ thích để vàng ở New York, nơi nó có thể được sử dụng hiệu quả hơn trong các giao dịch hoán đổi vàng và hợp đồng thuê vàng nhằm thao túng thị trường. Dù không muốn, nhưng Deutsche Bundesbank buộc phải làm như vậy do áp lực từ phe ủng hộ bà Angela Merkel, người khi ấy đang đứng trước khả năng tái đắc cử vào tháng 9 năm 2013. Vấn đề đảm bảo an ninh cho vàng của Đức bằng các cơ sở vật chất đã trở thành vấn đề chính trị trong Bund Estag – Quốc hội Đức. Kế hoạch mà Deutsche Bundesbank công bố chỉ là một cách để xoa dịu vấn đề chính trị trong khi vẫn để lại hầu hết vàng của Đức ở New York. Ngay cả sau khi kế hoạch hoàn tất vào năm 2020, Đức vẫn sẽ có 1.226 tấn vàng tại New York, lớn hơn tổng dự trữ vàng của tất cả các nước trừ ba nước khác trên thế giới. Dù sao thì, một lượng vàng lớn đang trên đường về Frankfurt – một phần của phong trào hồi hương vàng trên toàn cầu.

Thụy Sĩ cũng đang phải đối mặt với cùng một áp lực chính trị đã buộc ngân hàng trung ương Đức phải hồi hương một phần số vàng của họ như đã nói trên. Trong khi các ngân hàng trung ương của Trung Quốc, Nga và các quốc gia khác đang ngấu nghiến mua vàng thì Thụy Sĩ là một trong những nước bán vàng lớn nhất thế giới. Vào đầu năm 2000, dự trữ vàng của Thụy Sĩ là hơn 2.590 tấn. Con số này giảm đều đặn vì giá vàng tăng mạnh và đến cuối năm 2008, Thụy Sĩ chỉ còn 1.040 tấn, giảm 60% so



với 8 năm trước đó. Từ đó đến nay, dự trữ vàng của Thụy Sĩ vẫn giữ nguyên ở mức này, trong khi giá vàng tăng đáng kể so với năm 2008.

Nghị viện Thụy Sĩ đã phản ứng gay gắt trước những đợt bán vàng khổng lồ, bất chấp việc giá vàng tăng lên. Vào ngày 20 tháng 9 năm 2011, bốn thành viên của Nghị viện Thụy Sĩ, dẫn đầu là Luzi Stamm của Đảng Nhân dân Thụy Sĩ, đã trình bày một sáng kiến yêu cầu toàn bộ vàng của Thụy Sĩ phải được cất giữ ở Thụy Sĩ và tước bỏ khả năng bán vàng Thụy Sĩ của Ngân hàng Quốc gia Thụy Sĩ. Sáng kiến này cũng yêu cầu Ngân hàng Quốc gia Thụy Sĩ sở hữu ít nhất 20% tổng tài sản của nó bằng vàng, có thể đồng nghĩa với việc yêu cầu Thụy Sĩ phải mua thêm nhiều vàng thời, vì tính đến tháng 7 năm 2013, vàng chỉ chiếm 8,9% tổng dự trữ của Thụy Sĩ. Vào ngày 20 tháng 3 năm 2013, các nhà bảo trợ cho sáng kiến tuyên bố họ đã thu được 100.000 chữ ký yêu cầu đưa sáng kiến ra biểu quyết toàn dân – một đặc tính quan trọng của nền dân chủ Thụy Sĩ. Ngày chính xác của cuộc trưng cầu vàng tại Thụy Sĩ chưa được công bố, nhưng dự kiến là vào năm 2015.

Năm 2003, tại Nghị viện, khi được hỏi về vị trí cất giữ vàng Thụy Sĩ, Kaspar Villiger – người về sau trở thành Bộ trưởng Tài chính Thụy Sĩ – đã ngang nhiên trả lời: “Tôi không biết, không cần phải biết, và không muốn biết.” Thái độ ngạo mạn này – một nét điển hình của giới tinh hoa tài



chính toàn cầu – ngày càng trở nên không thể chấp nhận đối với người dân, những người đang nhìn thấy dự trữ vàng của họ bị tiêu tan bởi đám quan chức ngồi sau những cánh cửa đóng kín ở các trung tâm ngân hàng và những nơi bất khả xâm phạm như IMF và BIS. Những hành động của các quan chức Thụy Sĩ đã làm mất đi trên 35 tỉ đô-la tài sản của người dân nếu so với giá trị khoản dự trữ của họ dưới hình thức vàng mà Thụy Sĩ đang giữ.

Người Venezuela, Đức và Thụy Sĩ có thể là những ví dụ nổi bật nhất của phong trào “hồi hương” vàng, nhưng họ không phải là những người duy nhất dấy lên vấn đề. Vào năm 2013, quỹ tài sản quốc gia của Azerbaijan, một nhà xuất khẩu năng lượng lớn, đã ra lệnh vận chuyển dự trữ vàng của họ từ JPMorgan Chase ở London về Ngân hàng Trung ương Azerbaijan ở Baku. Vấn đề hồi hương vàng cũng được đưa ra thảo luận công khai vào năm 2013 tại Mexico.

Ở Hà Lan, các thành viên của Đảng Dân chủ Kitô giáo (Christian Democratic Appeal Party) cánh hữu và Đảng Xã hội cánh tả đã yêu cầu De Nederlandsche Bank, ngân hàng trung ương của Hà Lan, hồi hương 612 tấn vàng. Chỉ có 11% vàng của Hà Lan, hay 67 tấn, thực sự ở Hà Lan. Phần còn lại được phân bố ở các nước khác, với khoảng 312 tấn ở New York, 122 tấn ở Canada và 110 tấn ở London. Năm 2012, khi được hỏi về khả năng Hoa Kỳ sẽ tịch thu số vàng của Hà Lan đang cất ở New York, Klaas Knot – người sau



này trở thành Chủ tịch của De Nederlandsche Bank – trả lời, “Chúng tôi thường xuyên phải đối mặt với những động thái vượt ra ngoài lãnh thổ của pháp luật từ phía Hoa Kỳ và thường thì chúng không được chào đón ở châu Âu.”

Một phong trào nhỏ ở Ba Lan với tên gọi “*Trả lại vàng cho chúng tôi*” (Give Our Gold Back) nổ ra vào tháng 8 năm 2013, tập trung vào việc hồi hương 100 tấn vàng của Ba Lan do Ngân hàng Anh nắm giữ. Tất nhiên, nhiều nước như Nga, Trung Quốc và Iran đã cất vàng ở nhà và không có nguy cơ bị tịch thu.

Vấn đề mua vàng và hồi hương vàng của các ngân hàng trung ương có liên quan chặt chẽ với nhau. Đó là hai khía cạnh của bức tranh tổng thể về việc vàng đang tái thiết lập vai trò mà nó đã đảm nhiệm trước đây: then chốt của hệ thống tiền tệ quốc tế. Những chủ sở hữu vàng lớn trên thế giới không muốn thừa nhận điều này vì họ thích hệ thống tiền giấy như bây giờ hơn. Những chủ sở hữu nhỏ hơn không muốn thừa nhận điều này vì họ muốn có được vàng với giá hấp dẫn và tránh được việc giá vàng tăng vọt khi cuộc giành giật vàng trở nên mất kiểm soát. Ở đây có một sự giao thoa về lợi ích, giữa những người coi thường vàng và những người tôn sùng vàng, để giữ cho vấn đề vai trò tiền tệ của vàng không bị đưa ra ánh sáng. Tình trạng sẽ không kéo dài, vì thế giới đang chứng kiến quá trình vàng trở lại vai trò tiền tệ của nó và không điều gì có thể ngăn cản được.



SỰ HỐI SINH CỦA VÀNG

Có rất ít bình luận chín chắn, thỏa đáng về vàng. Người ta chỉ đưa ra một tuyên bố mang tính suy diễn rằng ngày nay, một bản vị vàng sẽ không thể hoạt động được. Trên thực tế, một bản vị vàng được thiết kế tốt có thể hoạt động trôi chảy nếu như tồn tại ý chí chính trị để ban hành nó và để tuân thủ các nguyên tắc không lạm phát của nó. Một bản vị vàng là hệ thống tiền tệ lý tưởng cho những người tạo ra của cải thông qua sự khéo léo, khả năng kinh doanh và óc sáng tạo tuyệt vời. Bản vị vàng bị phản đối bởi những người không tạo ra của cải mà thay vào đó lại tìm cách bòn rút của cải từ những người khác thông qua lạm phát, thông tin nội gián và thao túng thị trường. Cuộc tranh cãi về vàng và tiền pháp định thực ra là cuộc tranh cãi giữa những người tự kinh doanh và những người sống bằng lợi tức.

Một bản vị vàng mới có nhiều thiết kế khả thi và sẽ hiệu quả, tùy thuộc vào thiết kế được lựa chọn và những điều kiện để nó được triển khai. Bản vị vàng cổ điển, từ năm 1870 đến năm 1914, đã thành công vang dội và gắn liền với một giai đoạn ổn định giá cả, tăng trưởng thực cao và phong trào phát minh, sáng chế rầm rộ. Ngược lại, bản vị hối đoái vàng, từ năm 1922 đến năm 1939, đã thất bại và là nhân tố góp phần gây ra cuộc Đại suy thoái. Bản vị vàng đô-la, từ năm 1944 đến năm 1971, là một thành công ở mức trung bình trong suốt hai thập kỷ trước khi nó bị rút lại do thiếu sự cam kết của nhà tài trợ chính là Hoa Kỳ. Ba



chương từ lịch sử phát triển 150 năm qua cho thấy rằng, bản vị vàng có nhiều hình thức khác nhau, và không phải vàng mà chính việc thiết kế hệ thống và sự sẵn sàng của các bên tham gia trong việc tuân thủ luật chơi mới quyết định một bản vị vàng thành công hay thất bại.

Sự cân nhắc một bản vị vàng mới bắt đầu với việc hiểu rằng, bản vị vàng cũ không bao giờ hoàn toàn mất đi. Khi hệ thống Bretton Woods sụp đổ vào tháng 8 năm 1971, với việc Tổng thống Nixon ra lệnh cấm các ngân hàng trung ương nước ngoài chuyển đổi đô-la sang vàng, thì bản vị vàng vẫn không bị vứt bỏ ngay tức khắc. Thay vào đó, tháng 12 năm 1971, đồng đô-la bị mất giá 7,89% nên giá vàng chính thức tăng từ 35 đô-la/ounce lên 38 đô-la/ounce. Đồng đô-la mất giá một lần nữa vào ngày 12 tháng 2 năm 1973, thêm 10%, vì vậy giá vàng chính thức mới là 42,22 đô-la/ounce. Hiện nay, đây vẫn là mức giá chính thức của vàng với một số ngân hàng trung ương, với Kho bạc Hoa Kỳ và cho các mục đích kế toán của IMF, mặc dù giá thị trường của nó cao hơn rất nhiều. Trong khoảng thời gian từ năm 1971 đến năm 1973, hệ thống tiền tệ quốc tế đã ngập ngừng chuyển hướng sang một cơ chế tỉ giá hối đoái thả nổi, cơ chế ngày nay vẫn đang tồn tại.

Vào năm 1972, IMF triệu tập Ủy ban Hai mươi, C-20, bao gồm 20 quốc gia thành viên được đại diện bởi ban điều hành của IMF, để xem xét việc cải tổ hệ thống tiền tệ quốc tế. Vào tháng 6 năm 1974, C-20 đã công bố một



báo cáo, *Đề cương Cải tổ* (Outline of Reform), đưa ra hướng dẫn cho hệ thống tỉ giá thả nổi mới và đề xuất rằng SDR nên được chuyển đổi từ tài sản dự trữ được hỗ trợ bằng vàng thành một tài sản tham chiếu đến một nhóm tiền tệ chọn lọc. Trong năm 1975, những khuyến nghị của C-20 đã được đem ra tranh cãi quyết liệt trong nội bộ IMF nhưng không được thông qua vào thời điểm đó. Tại một cuộc họp ở Jamaica vào tháng 1 năm 1976, IMF đã triển khai những biện pháp cải tổ đáng kể theo bộ khung trong báo cáo của C-20, văn bản đã được đưa vào Bản sửa đổi thứ hai của Các Điều khoản Thỏa thuận của IMF. Chúng bắt đầu có hiệu lực vào ngày 1 tháng 4 năm 1978.

Cuộc tranh luận về tiền tệ quốc tế, từ dự án C-20 trong năm 1972 đến Bản sửa đổi thứ hai năm 1978, bị chi phối bởi ý định đối với vàng của IMF. Hoa Kỳ muốn xóa bỏ bất kỳ vai trò nào của vàng trong tài chính quốc tế. Ngân khố Hoa Kỳ đã bán 300 tấn vàng ra thị trường dưới thời Carter để kìm hãm giá và thể hiện một Hoa Kỳ không quan tâm đến vàng. Trong khi đó, Pháp và Nam Phi lại khẳng định vai trò liên tục của vàng như một tài sản dự trữ quốc tế. Thỏa thuận Jamaica là một mớ hỗn độn, trong đó 710 tấn vàng của IMF đã được trả lại cho các thành viên, 710 tấn khác đã được bán trên thị trường, và khoảng 2.800 tấn còn lại được IMF giữ lại. IMF đã thay đổi đơn vị tính toán của mình sang SDR, và việc định giá SDR đã được thay đổi từ



vàng sang một nhóm tiền tệ chọn lọc. Hoa Kỳ hài lòng khi thấy vai trò của vàng đã bị hạ thấp, Pháp hài lòng khi thấy vàng vẫn là một tài sản dự trữ và IMF tiếp tục sở hữu một lượng lớn vàng. Bản chất của thỏa thuận Pháp-Hoa Kỳ vẫn tồn tại cho đến ngày nay.

Với việc chính quyền Reagan nắm quyền điều hành năm 1981, thái độ của Hoa Kỳ đối với vàng đã thay đổi sâu sắc. Từ năm 1981 đến năm 2006, họ bán ra chưa đến 1% số vàng còn lại của mình, và không bán vàng kể từ năm 2006 đến nay. Việc Hoa Kỳ và IMF giữ vàng lại từ năm 1981, cộng với việc Đức, Ý, Pháp, Thụy Sĩ mở rộng các kho vàng lớn, đã bỏ thế giới lại với một bản vị vàng mờ nhạt.

Vai trò liên tục của vàng như một loại tài sản tiền tệ toàn cầu đã được chỉ ra trong một bài phát biểu thẳng thắn đến đáng kinh ngạc của Mario Draghi, người đứng đầu Ngân hàng Trung ương châu Âu, tại trường Quản trị Kennedy vào ngày 9 tháng 10 năm 2013. Trả lời câu hỏi của một phóng viên tên là Tekoa Da Silva về quan điểm của ngân hàng trung ương đối với vàng, Draghi nhận xét:

Anh đang đặt ra câu hỏi này với một người đã và đang là Thống đốc Ngân hàng Ý. Ngân hàng Ý là chủ sở hữu dự trữ vàng lớn thứ tư thế giới.

Tôi không bao giờ cho rằng sẽ là khôn ngoan khi bán [vàng] vì đối với các ngân hàng trung ương, điều này đi ngược lại sự an toàn. Nước Ý cũng nghĩ như vậy. Trong trường hợp các quốc



gia không sử dụng đồng đô-la, nó sẽ cho các bạn một sự bảo vệ tương đối tốt trước những sự biến động của đồng đô-la, vì thế có một số nguyên nhân, đa dạng hóa rủi ro, v.v. Đó là lý do tại sao các ngân hàng trung ương, vốn đã bắt đầu một chương trình bán vàng vài năm trước, về thực chất đã dừng lại. Nói chung, họ không bán nó nữa. Đồng thời, những quyết định của một số ngân hàng trung ương đã thanh lý toàn bộ cổ phiếu của vàng khoảng mười năm trước đây không được xem là thành công thực sự.

Sự khẳng định của Pháp tại Jamaica vào năm 1976 rằng vàng tiếp tục là một tài sản dự trữ đã trở lại bữa tiệc tiền tệ của IMF như hồn ma của Banquo. Cũng giống Banquo đã được hứa hẹn trong *Macbeth* rằng ông trở thành tổ phụ của các nhà vua, vàng có thể bảo tồn vị thế tiền tệ bất diệt của mình.



MỘT BẢN VỊ VÀNG MỚI

Một bản vị vàng thế kỷ XXI sẽ được cấu trúc như thế nào? Nó chắc chắn sẽ phải có quy mô toàn cầu, liên quan đến ít nhất là Hoa Kỳ, Eurozone, Nhật Bản, Trung Quốc, Vương quốc Anh và các nền kinh tế hàng đầu khác. Hoa Kỳ có đủ năng lực để tung ra một đồng đô-la được đảm bảo bằng vàng, dựa trên dự trữ vàng khổng lồ của họ, nhưng nếu họ làm như vậy, các loại tiền tệ khác trên thế giới sẽ không hấp dẫn đối với các nhà đầu tư trong tương quan với



một đồng đô-la được đảm bảo bằng vàng. Kết quả sẽ là giảm phát, với việc các giao dịch bằng các loại tiền tệ khác bị suy yếu và tính thanh khoản giảm. Để sử dụng bản vị vàng toàn cầu mà không gây ra giảm phát, Mỹ chỉ có cách duy nhất là không gắn nó với đồng đô-la.

Bước đầu tiên sẽ là một hội nghị tiền tệ toàn cầu, tương tự như Bretton Woods, nơi mà các bên tham gia sẽ đồng ý thành lập một đơn vị tiền tệ mới. Vì SDR đã tồn tại nên nó là ứng cử viên hoàn hảo để làm đồng tiền toàn cầu mới. Nhưng SDR mới này sẽ được đảm bảo bởi vàng và tự do chuyển đổi thành vàng hoặc thành đồng nội tệ của bất kỳ nước nào tham gia hệ thống. Nó sẽ không phải là SDR giấy như hiện nay.

Hệ thống cũng sẽ phải có hai tầng. Tầng trên là SDR, được xác định tương đương với một trọng lượng vàng cụ thể. Tầng thứ hai sẽ bao gồm những đồng tiền riêng của các nước thành viên, chẳng hạn như đô-la, euro, yên hoặc bảng Anh. Mỗi đơn vị tiền tệ nội địa sẽ được xác định tương đương với một số lượng SDR cụ thể. Vì đồng nội tệ được định nghĩa trong SDR, và SDR được định nghĩa trong vàng nên sự mở rộng của mọi đồng tiền nội địa sẽ tương ứng với một tỉ trọng cụ thể trong vàng. Cuối cùng, vì mỗi đồng tiền nội địa nằm trong một mối quan hệ cố định với SDR và vàng, nên mỗi đồng tiền cũng sẽ nằm trong mối quan hệ cố định với nhau. Ví dụ: nếu $1,00 \text{ SDR} = 1,00 \text{ euro}$ và $1,00 \text{ SDR} = 1,50 \text{ đô-la}$, thì $1,00 \text{ euro} = 1,50 \text{ đô-la}$, v.v.



Để được tham gia vào hệ thống SDR vàng mới, một quốc gia thành viên sẽ phải có một tài khoản vốn mở, có nghĩa là đồng tiền của nó có thể chuyển đổi tự do thành SDR, vàng hay tiền tệ của các thành viên tham gia khác. Chuyện này không có gì khó khăn đối với Hoa Kỳ, Nhật Bản, Eurozone hay những quốc gia khác đã duy trì tài khoản vốn mở, nhưng nó có thể là một trở ngại đối với Trung Quốc. Tuy nhiên, Trung Quốc có thể thấy một đồng tiền phi đô-la, được đảm bảo bởi vàng như đồng SDR mới sẽ đủ hấp dẫn để họ mở tài khoản vốn, tham gia vào và cho phép hệ thống mới vận hành thành công.

Các bên tham gia sẽ được khuyến khích áp dụng SDR vàng mới như một đơn vị tính toán càng rộng rãi càng tốt. Các thị trường toàn cầu trong lĩnh vực dầu mỏ và nguồn tài nguyên thiên nhiên khác hiện nay sẽ được định giá theo SDR chứ không phải là đô-la. Báo cáo tài chính của các tập đoàn toàn cầu lớn nhất thế giới, như IBM và Exxon, sẽ được thực hiện bằng đồng SDR; nhiều chỉ số kinh tế khác, như sản lượng đầu ra và tài khoản cán cân thanh toán, sẽ được tính toán và báo cáo bằng SDR. Cuối cùng, một thị trường trái phiếu SDR sẽ phát triển; bên phát hành là các quốc gia có chủ quyền, tập đoàn toàn cầu và ngân hàng phát triển khu vực; bên mua là các quỹ tài sản quốc gia và quỹ lương hưu lớn. Trung gian có thể là những ngân hàng lớn nhất thế giới, như Goldman Sachs, dưới sự giám sát của IMF.



Một trong những vấn đề kỹ thuật nan giải hơn trong hệ thống SDR vàng toàn cầu tiềm năng này là việc xác định tỉ giá cố định hợp lý để một đồng tiền có thể chuyển đổi sang đồng tiền khác. Ví dụ: 1,00 euro nên tương đương với 1,30 đô-la, 1,40 đô-la; 1,50 đô-la hay một con số khác? Về bản chất, đây chính là vấn đề mà những người tạo ra đồng euro phải đối mặt sau khi Hiệp ước Maastricht được ký năm 1992, trong đó các bên cam kết các bên tạo ra một đồng tiền duy nhất từ nhiều loại tiền tệ khác nhau như đồng lira Ý, đồng mark Đức và đồng franc Pháp. Trong trường hợp của đồng euro, nhiều năm nghiên cứu kỹ thuật và phát triển lý thuyết kinh tế của các tổ chức chuyên môn đã được vận dụng cho nhiệm vụ này. Ngày nay, các vấn đề về kỹ thuật cũng sẽ được đảm bảo, nhưng phương án tối ưu là sử dụng các tín hiệu thị trường để giải quyết vấn đề. Các bên trong hệ thống mới có thể thông báo rằng lãi suất cố định sẽ được xác định sau 4 năm, dựa trên bình quân gia quyền của các giao dịch ngoại hối của ngân hàng trong 12 tháng trước ngày ấn định. Khoảng thời gian 4 năm sẽ cho thị trường đủ thời gian để điều chỉnh và xem xét các hệ lụy của hệ thống mới và khoảng thời gian 12 tháng sẽ cào bằng những sự tăng giảm bất thường hoặc hành vi thao túng thị trường.

Thách thức lớn nhất liên quan đến giá trị của SDR được tính bằng một trọng lượng của vàng, và dự trữ vàng bắt buộc là cần thiết để hệ thống này tồn tại được. Cả hai có thể tóm lại thành một vấn đề duy nhất: giá bao hàm và



không gây giảm phát của vàng trong một hệ thống tiền tệ được đảm bảo toàn cầu. Khi vấn đề đó đã được giải quyết liên quan đến một đơn vị đo lường giá trị, việc chuyển đổi các đơn vị tính toán khác theo tỉ giá hối đoái cố định sẽ trở nên đơn giản.

Ban đầu, hệ thống mới sẽ hoạt động mà không cần mở rộng cung tiền toàn cầu. Bất kỳ quốc gia nào muốn có SDR có thể mua từ các ngân hàng hoặc các đại lý, kiếm SDR thông qua thương mại hoặc đổi đồng nội tệ với IMF để lấy SDR. Những đồng nội tệ này được “trung hoà” (*sterilized*) để cung tiền toàn cầu không mở rộng. Khi cần, các ngân hàng trung ương quốc gia như FED và ECB có thể áp dụng chính sách tiền tệ tùy ý, tùy thuộc vào nhu cầu duy trì lãi suất cố định đối với vàng, SDR và các loại tiền tệ khác. IMF sẽ chỉ viện đến chính sách tiền tệ tùy ý thông qua việc tạo ra đồng SDR mới một cách không trung hoà như biện pháp cuối cùng trong những trường hợp bất thường và với sự chấp thuận của đại đa số các thành viên IMF tham gia vào hệ thống mới.

Do những hạn chế nói trên trong việc tạo ra SDR mới nên hệ thống sẽ khởi động với SDR như một mỏ neo và một đơn vị tính toán nhưng với một lượng SDR sẵn có trên thị trường tương đối nhỏ. Tổng cung tiền cơ sở của các bên tham gia sẽ hình thành nên cung tiền toàn cầu, như đang làm hiện nay, và cung tiền này sẽ là điểm tham chiếu để xác định giá vàng phù hợp.



Một vấn đề quan trọng nữa là việc xác định lượng vàng cần thiết để đảm bảo cung tiền toàn cầu. Các nhà kinh tế học Trường phái Áo khẳng định rằng phải đảm bảo 100%, nhưng không nhất thiết phải như vậy. Trên thực tế, hệ thống chỉ đòi hỏi có đủ vàng để cung ứng cho ai thích vàng vật chất hơn tiền giấy được đảm bảo bằng vàng, cùng với một cam kết thỏa đáng rằng giá vàng cố định sẽ không bị thay đổi một khi đã được thiết lập. Hai mục đích này có liên quan với nhau, cam kết nhất quán về giá vàng càng mạnh thì lượng vàng cần thiết để duy trì niềm tin càng ít. Trong lịch sử, các bản vị vàng đã được vận hành thành công với khoảng từ 20% đến 40% vàng đảm bảo trong tương quan với cung tiền. Dựa trên các đợt cấm vàng vào năm 1914, năm 1931 và năm 1971, những người dân hoài nghi một cách chính đáng sẽ đòi hỏi nhiều vàng hơn để gây dựng lòng tin. Để minh họa, hãy lấy 50% cung tiền để làm mức đảm bảo mục tiêu; Hoa Kỳ, Eurozone, Trung Quốc và Nhật Bản là các nền kinh tế tham gia; lượng sở hữu vàng chính thức toàn cầu là cung vàng; và M1 là cung tiền. Chia cung tiền cho cung vàng, ta có giá bao hàm, không giảm phát của vàng, theo một bản vị SDR được đảm bảo bằng vàng, là xấp xỉ 9.000 đô-la/ounce.

Các yếu tố đầu vào trong tính toán này có thể gây tranh cãi, nhưng 9.000 đô-la/ounce là con số ước lượng gần đúng đầu tiên của giá vàng không giảm phát trong một bản vị SDR toàn cầu được đảm bảo bằng vàng. Tất nhiên, mọi thứ trên



đời đều tác động qua lại lẫn nhau. Thế giới của vàng 9.000 đô-la/ounce cũng là thế giới của dầu 600 đô-la/thùng, bạc 120 đô-la/ounce, và những ngôi nhà có giá khởi điểm tính bằng triệu đô-la ở trung tâm nước Mỹ. Bàn vị vàng mới này sẽ không gây ra lạm phát, nhưng nó có thể là một sự thừa nhận thẳng thắn về tình trạng lạm phát đã xảy ra đối với tiền giấy từ năm 1971 đến nay. Mức giá tăng vọt này sẽ là kết quả đánh giá của xã hội trước những hành vi bóp méo do việc lạm dụng tiền tệ pháp định trong 40 năm qua. Các nước tham gia cần đến luật để điều chỉnh trên danh nghĩa các khoản thanh toán thu nhập cố định cho những người nghèo nhất, dưới hình thức lương hưu, lợi tức hàng năm, phúc lợi xã hội và tài khoản tiết kiệm lên đến mức được bảo đảm. Giá trị danh nghĩa của nợ sẽ không thay đổi, ngay lập tức giải quyết câu hỏi hóc búa về đảo-ngược-đòn-bẩy-và-nợ-công toàn cầu. Các ngân hàng và những người sống bằng lợi tức sẽ bị xóa bỏ – một bước tiến lành mạnh đối với tăng trưởng trong tương lai. Nạn “trộm cắp” thông qua lạm phát sẽ lùi vào dĩ vãng chừng nào hệ thống còn được duy trì. Nạn bòn rút của cải sẽ được thay bằng việc tạo ra của cải, mồ hôi công sức sẽ được đền đáp xứng đáng.

Chính sách tiền tệ tùy ý được triển khai bởi các ngân hàng trung ương quốc gia sẽ được duy trì trong hệ thống mới này. Thật vậy, đôi khi tỉ lệ vàng vật chất đảm bảo cho các đợt phát hành tiền tệ, thậm chí có thể tăng hoặc giảm nếu cần thiết. Tuy nhiên, các ngân hàng trung ương tham



gia vào hệ thống sẽ được yêu cầu phải duy trì giá vàng cố định trong đồng tiền của họ bằng cách đóng vai trò như người mua và người bán vàng vật chất. Bất kỳ ngân hàng trung ương nào được nhận định là quá lỏng lẻo trong một thời gian quá lâu sẽ thấy người dân xếp hàng dài trước cửa và vàng sẽ nhanh chóng bốc hơi khỏi hầm chứa. Hạn mức hoán đổi vàng của IMF với sự đảm bảo của các ngân hàng trung ương khác sẽ được áp dụng để giải quyết những yêu cầu điều chỉnh tạm thời – một dấu ấn của hệ thống Bretton Woods cũ. Những hoạt động vận hành thị trường vàng này sẽ được tiến hành minh bạch để thu hút củng cố niềm tin.

Điều quan trọng là IMF sẽ có quyền lực khẩn cấp để tăng nguồn cung SDR với sự chấp thuận của một thiểu số thành viên nhằm đối phó với một cuộc khủng hoảng thanh khoản toàn cầu, nhưng SDR và đồng tiền của các quốc gia vẫn sẽ có khả năng chuyển đổi tự do sang vàng bất cứ lúc nào. Nếu người dân có lòng tin vào những hành động khẩn cấp của IMF, hệ thống sẽ vẫn ổn định. Nếu người dân nhận định rằng việc tạo ra tiền đang được tiến hành để giải cứu tầng lớp thượng lưu và những người sống nhờ lợi tức, một cuộc tháo chạy vàng sẽ bắt đầu. Những tín hiệu thị trường này sẽ đóng vai trò như một cái phanh đối với sự lạm dụng của IMF và các ngân hàng trung ương. Trong thực tế, lần đầu tiên kể từ Chiến tranh Thế giới I, một tiếng nói dân chủ, do cơ chế thị trường làm trung gian, sẽ được tham gia vào các vấn đề tiền tệ toàn cầu.



Phe ủng hộ Trường phái Áo đối với một bản vị vàng truyền thống dường như không chấp nhận bản vị vàng mới này, vì sự đảm bảo của vàng rất nhỏ bé, thậm chí là hay biến động. Những người theo thuyết âm mưu nhiều khả năng cũng sẽ không ủng hộ nó, vì nó có tính toàn cầu và mang dáng dấp, trạng thái của một trật tự thế giới mới. Ngay cả những người ít chỉ trích hơn cũng sẽ chỉ ra rằng hệ thống này phụ thuộc hoàn toàn vào lời hứa của các Chính phủ, mà những lời hứa như vậy luôn luôn bị phá vỡ trong quá khứ. Tuy nhiên, bản vị vàng mới sở hữu sức mạnh của tính thực tiễn, nó thực sự có thể thành hiện thực. Nó ngay lập tức giải quyết những vấn đề của giám phát sẽ xảy ra nếu Hoa Kỳ chọn phương pháp triển khai bản vị vàng không kèm theo đô-la, và nó giảm nhẹ cú sốc siêu lạm phát sẽ xảy ra nếu một tỉ lệ đảm bảo nhỏ không được áp dụng. Bản vị vàng mới trở nên gần với giải pháp của Mundell, rằng khu vực tiền tệ tối ưu chính là thế giới và nó hồi sinh một phiên bản của tầm nhìn mà Keynes đưa ra ở Bretton Woods trước khi Hoa Kỳ quyết tâm đưa đồng đô-la lên ngôi bá chủ.

Đáng nói nhất là, một bản vị vàng sẽ giải quyết ba vấn đề kinh tế quan trọng nhất trên thế giới hiện nay: Đồng đô-la đi xuống, nợ tăng quá cao và vàng bị tranh giành. Ngân khố Hoa Kỳ và Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ đã quyết định rằng chính sách đồng đô-la yếu là biện pháp khắc phục cho sự thiếu hụt tăng trưởng của thế giới. Kế hoạch của họ là tạo ra lạm phát, tăng tổng cầu danh nghĩa, và dựa vào Hoa

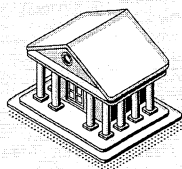


Kỳ để kéo nền kinh tế toàn cầu ra xa khỏi vực thẳm như một cỗ máy kéo John Deere được móc vào chiếc máy gặt đã ngập quá nửa dưới bùn. Có điều, giải pháp Hoa Kỳ được thiết kế cho các vấn đề có tính chu kỳ, chứ không phải cho những vấn đề về cơ cấu mà thế giới đang phải đối mặt. Giải pháp cho các vấn đề về cơ cấu liên quan đến các cấu trúc mới, bắt đầu với hệ thống tiền tệ quốc tế.

Trong ít nhất 10 năm nữa, không một đồng tiền giấy nào có thể đến đủ gần chỗ thay thế được đồng đô-la như tiền tệ dự trữ hàng đầu. Ngay cả khi hiện tại, đồng đô-la đang bị thất sủng và vàng được tiền tệ hóa với tốc độ ngày càng tăng. Đây là hai phản ứng hoàn toàn hợp lý đối với chính sách đồng đô-la yếu của Hoa Kỳ. Hoa Kỳ và IMF nên dẫn dắt thế giới đến với đồng SDR được đảm bảo bằng vàng, điều sẽ thỏa mãn lợi ích của Trung Quốc và Nga, đồng thời vẫn giữ nguyên vị thế dự trữ hàng đầu của Hoa Kỳ và châu Âu. Thế giới không thể chờ đợi 10 năm để SDR giấy, đồng nhân dân tệ và đồng euro hội tụ thành thế giới “Kumbaya”¹⁸ của Barry Eichengreen¹⁹ với nhiều loại tiền tệ dự trữ. Hậu quả của những chính sách điều hành tiền tệ sai lầm sẽ được bộc lộ trong vòng chưa đến 10 năm nữa.

¹⁸ Kumbaya là tên một bài hát cổ thường được cất lên trong các buổi tụ họp, đốt lửa trại, thể hiện tinh đoàn kết. Trong chính trị, nó được dùng để chỉ trạng thái các bên giả vờ tỏ ra hòa giải và gạt bỏ những bất đồng sâu sắc.

¹⁹ Giáo sư kinh tế học và chính trị của trường Đại học California, Hoa Kỳ. Trong cuốn *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar*, ông đã phác họa một tương lai mà trong đó đô-la, euro và nhân dân tệ cùng là những đồng tiền dự trữ toàn cầu. Tuy nhiên, ông loại trừ vai trò của SDR.



CHƯƠNG 10

NGÃ TƯ ĐƯỜNG

Tôi là người đã hất tung ly rượu đúng lúc bữa tiệc đang lên tới cao trào.

**- William McChesney Martin Jr., Cựu chủ tịch Hội đồng
Cục Dự trữ Liên bang -**

Vấn đề là đây không phải một cuộc suy thoái bình thường và rất nhiều người vẫn chưa hề nếm trái đắng.

- Kenneth Rogoff -

Các nước phát triển không có lý do để vỡ nợ. Lúc nào họ cũng có thể in tiền.

- George Soros



NGHỊCH LÝ LẠM PHÁT - GIẢM PHÁT

Chính sách của Cục Dự trữ Liên bang đang đứng giữa một ngã tư mà rẽ hướng nào cũng phải đối mặt với tương lai không hề dễ chịu. Chính sách tiền tệ trên khắp thế giới đã đạt đến mức mà những mâu thuẫn tiềm ẩn trong nhiều năm thao túng thị trường chỉ để lại toàn những lựa chọn liên quan đến tình trạng co lại của nền kinh tế, hoặc những nguy cơ thảm khốc. Việc nới lỏng tiền tệ thêm nữa có thể dẫn đến sự mất niềm tin vào tiền. Việc thắt chặt chính sách sẽ tái khởi động quá trình sụp đổ giá trị tài sản đã bắt đầu vào năm 2007. Chỉ có sự thay đổi cơ cấu trong nền kinh tế Mỹ, một thứ nằm ngoài tầm nhìn của FED, mới có thể phá vỡ thế bế tắc này.

Điều này đã trở nên rõ ràng vào năm 2013, khi các nhà kinh tế và các nhà hoạch định chính sách mòn mỏi chờ đợi sự phục hồi mạnh mẽ mà họ đã hồ hởi dự đoán từ khi thị trường cổ phiếu khởi động vào năm 2009. Tăng trưởng GDP hàng năm ở Mỹ đã tăng 4% trong quý IV năm 2009, ở khắp nơi người ta nói về “những tín hiệu lạc quan” cho thấy nền kinh tế đang hồi phục sau đợt suy thoái tồi tệ nhất kể từ cuộc Đại suy thoái. Ngay cả khi tốc độ tăng trưởng giảm xuống còn 2,2% trong quý II năm 2010, sự lạc quan này vẫn tiếp diễn, với bài phát biểu đầy hứng khởi của Bộ trưởng Ngân khố Timothy Geithner về một “mùa hè hồi phục” vào năm 2010. Thực tế dần dần chìm xuống. Tỷ lệ tăng trưởng hàng năm chỉ ở mức khiêm tốn 1,8% trong



năm 2011 và tăng nhẹ ở mức 2,2% vào năm 2012. Sau đó, bất chấp những dự báo từ FED và các nhà phân tích tư nhân rằng năm 2013 sẽ là năm hồi phục, tỉ lệ tăng trưởng lại giảm xuống còn 1,1% trong quý I năm 2013, mặc dù nó có tăng lên 4,1% trong quý III.

Nền kinh tế đang trong giai đoạn chưa từng thấy trong 80 năm trở lại đây. Đó không phải là một cuộc suy thoái (*recession*) theo định nghĩa về mặt kỹ thuật, cũng không phải là phục hồi mạnh mẽ như mong đợi của số đông. Đó là tình trạng suy thoái nghiêm trọng kéo dài (*depression*), đúng như Keynes định nghĩa, “một tình trạng mãn tính của hoạt động dưới mức bình thường trong một khoảng thời gian đáng kể mà không có bất kỳ khuynh hướng rõ ràng nào cho thấy hoặc là sự phục hồi hoặc là sự sụp đổ hoàn toàn”. Không có sự hồi phục theo chu kỳ vì những vấn đề này của nền kinh tế không có tính chu kỳ; chúng thuộc về cơ cấu. Tình trạng suy thoái dai dẳng này sẽ kéo dài vô hạn định nếu không có những thay đổi về cơ cấu.

Các chuyên gia dự báo của FED và hầu hết các chuyên gia phân tích tư nhân đều sử dụng các mô hình dựa trên tín dụng và chu kỳ kinh doanh được xây dựng cách đây 70 năm có lẽ, kể từ khi Chiến tranh Thế giới II kết thúc. Những đường cơ sở của mô hình không tính đến bất kỳ sự suy thoái kéo dài nào. Người ta phải trở lại quá khứ 80 năm, giai đoạn 1933-1936, một đợt hồi phục trong lòng một cuộc suy thoái kéo dài, mới tìm thấy một giai đoạn có



thể so sánh được. Đại suy thoái đã kết thúc vào năm 1940 với những thay đổi cơ cấu: Nền kinh tế đã được đặt vào thế chiến tranh. Đầu năm 2014, không có cuộc chiến nào sẽ xảy ra và không có thay đổi cơ cấu nào được dự liệu. Thay vào đó, tỉ lệ tăng trưởng thấp đến mức có nguy cơ dẫn đến suy thoái và tỉ lệ thất nghiệp cao đã trở nên hết sức bình thường trong nền kinh tế Mỹ.

John Makin của Viện Kinh doanh Hoa Kỳ, người sở hữu một thành tích huyền bí về khả năng dự báo chính xác chu kỳ kinh tế, đã chỉ ra rằng, dựa trên các mẫu hình lịch sử, có thể Hoa Kỳ đang thực sự hướng tới một đợt suy thoái vào năm 2014 – đợt suy thoái thứ hai trong một cuộc suy thoái kéo dài từ năm 2007, sự lặp lại kỳ quái của Đại suy thoái. Makin chỉ ra rằng bất chấp tỉ lệ tăng trưởng theo xu hướng từ năm 2009, sự mở rộng này đã kéo dài hơn bốn năm và đang tiến gần đến “tuổi thọ” trung bình của các đợt mở rộng kinh tế hiện đại ở Hoa Kỳ. Nếu không dựa vào độ mạnh và dựa vào độ kéo dài, thì tăng trưởng thực tế của Hoa Kỳ nhiều khả năng sẽ chuyển thành âm trong tương lai gần.

Ngay cả khi năm 2014, Hoa Kỳ không bước vào một đợt suy thoái về mặt kỹ thuật, thì cuộc suy thoái kéo dài vẫn sẽ tiếp tục, bằng chứng mạnh mẽ nhất đến từ dữ liệu về tình hình lao động đang ở mức suy thoái kéo dài. Bất chấp những lời tung hô vào cuối năm 2013 về việc mỗi tháng có thêm 200.000 việc làm mới và tỉ lệ thất nghiệp giảm, thực



tế đằng sau những dữ liệu bề nổi ấy lại rất tăm tối. Theo nhà phân tích Dan Alpert, gần 60% việc làm được tạo ra vào nửa đầu năm 2013 nằm trong các khu vực có mức lương thấp nhất của nền kinh tế Mỹ. Những khu vực này thường chiếm 1/3 tổng số việc làm, có nghĩa là số việc làm mới được tạo ra có mức lương thấp một cách không cân xứng với hệ số gần bằng 2:1. Các công việc lương thấp là những vị trí như nhân viên xử lý đơn hàng tại McDonald's, bartender tại Applebee và nhân viên thu ngân tại Walmart. Công việc nào cũng đáng tôn trọng, nhưng không phải công việc nào cũng được trả lương đủ để kích thích một quá trình tự phục hồi của nền kinh tế.

Khoảng 50% số việc làm được tạo ra trong nửa đầu năm 2013 là bán thời gian, được định nghĩa là công việc với 35 giờ làm mỗi tuần hoặc ít hơn. Một số công việc bán thời gian chỉ yêu cầu 1 giờ mỗi tuần. Nếu tỉ lệ thất nghiệp được tính bằng cách tính cả những người đang làm việc bán thời gian nhưng muốn có công việc toàn thời gian, và những người muốn có việc nhưng đã bỏ cuộc, thì tỉ lệ thất nghiệp vào giữa năm 2013 sẽ là 14,3% thay vì kết quả báo cáo chính thức 7,1%. Con số 14,3% này có thể so sánh với các mức tỉ lệ thất nghiệp trong thời kỳ Đại suy thoái, một mức phù hợp với tình trạng suy thoái kinh tế kéo dài.

Số việc làm mới từ năm 2009 đã gần bằng số lượng người mới tham gia vào lực lượng lao động trong cùng kỳ, có nghĩa là tổng số người trở nên thất nghiệp không đổi



trong giai đoạn hoảng loạn và đi xuống trong năm 2008 và năm 2009. Alpert cũng cho thấy rằng, ngay cả những “tin vui” về tỉ lệ thất nghiệp đang giảm đi cũng dễ gây hiểu lầm, vì tỉ lệ giảm xuống phản ánh những người lao động hoàn toàn rời khỏi lực lượng lao động chứ không thể hiện việc làm mới được tạo ra trong lực lượng lao động ngày càng mở rộng. Tỉ lệ người Mỹ trong lực lượng lao động đã giảm từ mức cao 66,1% trước khi cuộc suy thoái mới xuống còn 63,5% vào giữa năm 2013. Ngay cả với lực lượng lao động đã giảm, lợi tức từ tiền lương thực tế được điều chỉnh theo lạm phát không có và trên thực tế, tiền lương thực đã giảm trong 15 năm qua.

Bổ sung vào bức tranh việc làm ảm đạm này là việc tăng đáng kể sự phụ thuộc vào các chương trình của Chính phủ. Đến cuối năm 2013, Hoa Kỳ đã có hơn 50 triệu người dân sử dụng phiếu thực phẩm; hơn 26 triệu người thất nghiệp, làm việc dưới năng lực, hoặc không còn muốn đi tìm việc nữa; và hơn 11 triệu người mất khả năng lao động vĩnh viễn, rất nhiều trường hợp do trợ cấp thất nghiệp của họ đã hết. Những con số này là một nỗi nhọc quốc thể. Cùng với sự tăng trưởng yếu ớt, các điều kiện cận suy thoái và hơn 5 năm duy trì mức lãi suất 0%, những con số này biến kỳ vọng về một sự hồi phục kinh tế dường như bị đặt sai chỗ.

Mặc dù tình hình chung cho thấy một cuộc suy thoái kéo dài mới, nhưng có một thành phần bị thiếu trong bức chân dung nền kinh tế – đó là giảm phát, được định nghĩa



là sự sụt giảm được khái quát hóa trong giá cả tiêu dùng và giá trị tài sản. Trong suốt giai đoạn đen tối nhất của Đại suy thoái, từ năm 1930 đến năm 1933, giảm phát tích lũy ở Hoa Kỳ là 26%, một phần của một sự sụp đổ do giảm phát trên quy mô toàn thế giới. Hoa Kỳ đã trải qua giai đoạn giảm phát nhẹ trong năm 2009 so với năm 2008, nhưng không có gì có thể so sánh được với cuộc Đại suy thoái. Trên thực tế, lạm phát nhẹ đã tồn tại dai dẳng trong cuộc suy thoái mới, và chỉ số giá tiêu dùng chính thức tăng 10,6% từ đầu năm 2008 đến giữa năm 2013. Sự tương phản giữa giảm phát nghiêm trọng của cuộc Đại suy thoái và lạm phát nhẹ của cuộc suy thoái mới là điểm khác biệt rõ ràng nhất giữa hai giai đoạn, đồng thời cũng là nguồn gốc của thách thức lớn nhất mà Cục Dự trữ Liên bang đang phải đối mặt hiện nay. Nó đẩy lên vấn đề khó chịu: Khi nào thì giảm bớt, và cuối cùng là đảo ngược việc in tiền, và làm điều đó bằng cách nào.

Trạng thái tự nhiên của suy thoái kéo dài là giảm phát. Các doanh nghiệp đứng trước nguy cơ doanh thu giảm dần, còn cá nhân đứng trước nguy cơ thất nghiệp, họ sẽ nhanh chóng bán tài sản để giảm nợ, một quá trình được gọi là *đảo ngược đòn bẩy tài chính* (deleveraging). Khi tài sản liên tục được bán ra và chỉ tiêu giảm xuống, giá cả sẽ giảm sâu hơn, gây ra giảm phát ngay lập tức. Những mức sụt giảm của giá cả này sẽ khiến nền kinh tế căng thẳng hơn, dẫn đến tài sản bán ra càng nhiều hơn, tỉ lệ thất nghiệp cao hơn, cứ như



vậy trong một vòng lặp liên hồi. Trong giảm phát, giá trị thực của tiền mặt gia tăng, do đó cá nhân và doanh nghiệp tích trữ tiền mặt thay vì chi tiêu hoặc đầu tư vào đất đai, nhà máy và thiết bị mới.

Toàn bộ quá trình bán tài sản, tích trữ và giá giảm được gọi là một cái bẫy thanh khoản, khái niệm được mô tả trong *The Debt-Deflation Theory of Great Depressions* (Lý thuyết Nợ-Giảm phát của những cuộc Đại suy thoái) của Irving Fisher và trong tác phẩm có sức ảnh hưởng lớn nhất của Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money* (Lý thuyết chung về Thất nghiệp, Lãi suất và Tiền) xuất bản năm 1933. Trong một cái bẫy thanh khoản, phản ứng đối với việc in tiền thường yếu ớt và từ quan điểm của trường phái Keynes, chính sách tài khóa là phương thuốc được ưa chuộng.

Mặc dù phản ứng đối với việc in tiền có thể yếu ớt nhưng không phải bằng 0. Đẩy lùi giảm phát tiềm năng chính là quá trình in tiền khổng lồ của Cục Dự trữ Liên bang. Trong 6 năm từ năm 2008 đến năm 2014, Cục Dự trữ Liên bang đã tăng tiền cơ sở từ 800 tỉ đô-la lên hơn 4.000 tỉ đô-la, tăng hơn 400%. Trong khi tốc độ xoay vòng của tiền đã suy giảm mạnh, thì số lượng tiền lại tăng vọt, giúp bù đắp lại tốc độ chi tiêu chậm hơn. Sự kết hợp của việc in tiền và lãi suất không bằng 0 cũng đã làm tăng giá tài sản, dẫn đến



một cuộc chạy đua trên thị trường cổ phiếu và sự hồi phục mạnh mẽ của giá nhà đất kể từ năm 2009 nay. Nhưng giá trị tài sản cũng đang phồng lên từ các nguồn khác.



PHIẾU GHI NỢ HỌC PHÍ

Một lý do khác khiến giảm phát không chiếm ưu thế so với lạm phát, bất chấp sự tăng trưởng kinh tế yếu ớt, là Ngân khố Hoa Kỳ đã triển khai một đợt bơm tiền mới vào nền kinh tế, lớn hơn tài trợ dự án nhà ở dưới chuẩn trong giai đoạn 2002-2007. Đợt bơm tiền này diễn ra dưới hình thức khoản vay dành cho sinh viên.

Khoản vay dành cho sinh viên là những khoản vay thế chấp dưới chuẩn mới: một bong bóng khác do Chính phủ trợ cấp phình lên. Sinh viên có khuynh hướng chi tiêu cao, dù là cho học phí hay tài liệu, sách vở, căn hộ, đồ đạc và bia. Nếu bạn đưa tiền cho sinh viên, họ sẽ tiêu nó. Có rất ít nguy cơ họ dùng để mua vàng hoặc tích trữ dưới dạng tiền tiết kiệm. Các khoản thanh toán học phí được tài trợ bởi khoản vay cho sinh viên đơn thuần là một máng dẫn vì tiền được chuyển xuống như lương Giáo sư công đoàn hoặc chi phí chung của trường. Tiền còn dư sau khi chi trả học phí sẽ được sinh viên trực tiếp chi tiêu.

Giá trị các khoản đi vay hàng năm trong tất cả các chương trình khoản vay cho sinh viên đại học và sau đại học đã tăng lên hơn 100 tỉ đô-la mỗi năm vào năm 2012, so với khoảng



65 tỉ đô-la mỗi năm từ khi bắt đầu cuộc suy thoái kéo dài năm 2007. Tính đến tháng 8 năm 2013, tổng giá trị các khoản vay dành cho sinh viên mà Chính phủ Hoa Kỳ hỗ trợ đã vượt quá 1.000 tỉ đô-la, tăng gấp đôi từ năm 2009. Một điều khoản trong Đạo luật Obamacare năm 2010 cho phép Ngân khố Hoa Kỳ gần như độc quyền về khoản vay dành cho sinh viên, gạt sang bên phần lớn những người cho vay tư nhân vốn đã tham gia vào thị trường trước đó. Điều này có nghĩa là Ngân khố có thể nới lỏng các tiêu chuẩn cho vay để tiếp tục dòng tiền tệ nới lỏng.

Thị trường cho sinh viên vay là bất khả xâm phạm về mặt chính trị bởi nền giáo dục trình độ cao đã đào tạo ra những công dân có kỹ năng, những người sẽ thanh toán khoản vay học phí và kiếm được thu nhập cao dần theo thời gian. Không một thành viên nào của Quốc hội muốn ủng hộ những đạo luật có thể làm giảm khả năng được đi học Đại học của Johnnie hay Susie²⁰. Tuy nhiên, chương trình này đã biến thành hệ thống bơm tiền trực tiếp của Chính phủ, theo cách thức mà các chương trình cho vay mua nhà hiệu quả dần biến thành một bong bóng nhà ở trong giai đoạn 1994-2007. Trên thị trường thế chấp, Fannie Mae và Freddie Mac đã sử dụng các khoản trợ cấp của Chính phủ để đẩy quyền sở hữu nhà lên cao quá mức mà người mua có thể chi trả, dẫn đến sự phát triển của các khoản vay thế chấp dưới chuẩn mà không có hồ sơ hoặc tiền đặt cọc. Thị

²⁰ Hai cái tên nam sinh và nữ sinh phổ biến được sử dụng làm ví dụ trong các giáo trình Đại học.



trường thế chấp đã sụp đổ vào năm 2007, đánh dấu sự bắt đầu của cuộc suy thoái kéo dài.

Các khoản vay cho sinh viên hiện nay cũng tạo ra động năng tương tự. Phần lớn những khoản vay này ổn định và sẽ được hoàn trả đúng hạn. Tuy nhiên, nhiều sinh viên sẽ không trả nợ được vì họ không có những kỹ năng cần thiết và không thể tìm được việc làm trong một nền kinh tế thối ơ. Những trường hợp vỡ nợ này sẽ làm thâm hụt ngân sách liên bang tồi tệ hơn, một sự tiến triển không được phản ánh đầy đủ trong dự toán ngân sách chính thức. Thực ra, các khoản vay dành cho sinh viên đang được Ngân khố Hoa Kỳ bơm ra và trực tiếp nhắm đến những người đi vay có xu hướng chi tiêu cao và khả năng trả nợ hạn chế.

Những khoản tiền này đã giúp thúc đẩy nền kinh tế Mỹ, nhưng dòng tiền học phí không bền vững. Về mặt kinh tế, nó không khác gì những thành phố ma của Trung Quốc được xây dựng bằng tiền đi vay mà không thể hoàn trả. Các thành phố ma Trung Quốc và các văn bằng của Hoa Kỳ là thật, nhưng năng suất tăng lên và khả năng trả nợ thì không.

Trong khi các khoản cho vay sinh viên có thể cung cấp một khoản bổ sung ngắn hạn cho chi tiêu tùy ý, thì những ảnh hưởng dài hạn của nợ quá mức kết hợp với tình trạng thiếu công ăn việc làm lại gây ra trở ngại cho nền kinh tế. 21 triệu người trẻ độ tuổi từ 18 đến 31 đang sống cùng cha



mẹ, đây là con số cao kỷ lục. Nhiều người trong số này là sinh viên mới tốt nghiệp và không thể xoay sở được tiền đặt cọc mua nhà thế chấp do chưa trả hết khoản vay sinh viên. Hiện tại, dòng tiền và chi tiêu từ khoản vay sinh viên đã góp phần trì hoãn nguy cơ giảm phát, nhưng bong bóng khoản vay sinh viên sẽ phát nổ trong những năm tới, khiến cho khủng hoảng nợ và thâm hụt trở nên tồi tệ hơn.



LẠM PHÁT – VẤN ĐỀ HÓC BÚA

Chủ tịch FED – ông Bernanke từng nói, Cục Dự trữ Liên bang có thể chống lại nạn giảm phát bằng cách ném tiền từ máy bay trực thăng. Phép ẩn dụ của ông giả định rằng mọi người sẽ vui lòng nhận tiền và chi tiêu nó. Tuy nhiên, trong thế giới thực, việc nhặt tiền có nghĩa là gánh nợ dưới hình thức cho các khoản vay kinh doanh, cho vay thế chấp hoặc thẻ tín dụng. Các doanh nghiệp và cá nhân không sẵn lòng gánh nợ do sự không chắc chắn của chính sách và mối đe dọa giảm phát sâu hơn.

Trở lại năm 2009, phe chỉ trích Bernanke cho rằng nói lỏng định lượng sẽ dẫn đến lạm phát cao đến mức không thể chấp nhận được, thậm chí là siêu lạm phát. Những người này chỉ nhìn vào hoạt động in tiền mà không nhận thức được rằng lạm phát chỉ phụ thuộc một phần vào cung tiền. Yếu tố then chốt khác là hành vi dưới hình thức cho vay và chi tiêu. Sự yếu kém cơ bản trong nền kinh tế, và sự không



chắc chắn của các chính sách thuế, chăm sóc sức khỏe, các quy định về môi trường và các yếu tố quyết định chi phí kinh doanh khác dẫn đến tình trạng trì trệ cả trong chi tiêu tiêu dùng lẫn đầu tư kinh doanh, hai động lực chính thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Sự cách biệt trong cuộc chiến giữa giảm phát và lạm phát không có nghĩa là sự ổn định về giá sẽ thắng thế. Các thế lực đối lập này có thể đã tạm thời trung hòa lẫn nhau, nhưng không cái nào biến mất. Việc tăng trưởng ở Trung Quốc sụp đổ và khủng hoảng nợ công ở châu Âu xuất hiện trở lại có thể đẩy giảm phát tăng lên. Ngược lại, một cuộc chiến ở Trung Đông kéo theo cú sốc giá cả hàng hóa, giá dầu leo thang và thị trường mua vàng một cách hoảng loạn có thể gây ra việc từ bỏ đồng đô-la và một làn sóng lạm phát mà FED không thể ngăn chặn. Thái cực nào cũng có thể xảy ra.

Tình trạng tiến thoái lưỡng nan này được phản ánh trong một sự bất đồng quan điểm tại Ủy ban Thị trường mở Liên bang (FEDeral Open Market Committee - FOMC), cơ quan hoạch định chính sách của FED, giữa những người ủng hộ việc giảm in tiền và những người ủng hộ việc tiếp tục hoặc thậm chí mở rộng cung tiền thông qua hoạt động mua tài sản của FED. Nhóm ủng hộ giảm in tiền, được gọi là thu hẹp cung tiền, do thống đốc FED, Jeremy Stein, dẫn đầu, cho rằng tiếp tục việc in tiền chỉ có một số ảnh hưởng tích cực hạn chế nhưng có thể tạo ra bong bóng tài sản và



rủi ro hệ thống. Vì tiền thực ra đang miễn phí do chính sách lãi suất bằng 0 và do đòn bẩy phóng đại lợi nhuận cho nhà đầu tư nên mọi người khó có thể cưỡng lại động lực thúc đẩy họ đi vay, chấp nhận rủi ro của việc giá tài sản tăng lên. Đòn bẩy có sẵn cho người giao dịch chứng khoán dưới hình thức các khoản vay ký quỹ và cho người mua nhà ở dạng những khoản vay thế chấp giá rẻ. Vì giá cổ phiếu và nhà ở tăng lên dựa trên đồng tiền rẻ, hơn là trên các yếu tố kinh tế cơ bản, nên cả hai thị trường đang hình thành những bong bóng mới, thứ cuối cùng sẽ phát nổ và hủy hoại niềm tin một lần nữa.

Trong những kịch bản nhất định, kết quả có thể tồi tệ hơn là một bong bóng phát nổ, và có thể bao gồm rủi ro hệ thống và hoảng loạn ngay lập tức. Thị trường chứng khoán đã sẵn sàng cho một vụ sụp đổ tồi tệ hơn năm 2000 hoặc năm 2008. Các biên tập viên mảng tin kinh tế trên truyền hình và những chuyên gia phân tích của các hãng môi giới đều tỏ ra hết sức phấn khích khi thông báo một mức “kỷ lục” mới của các chỉ số trên thị trường cổ phiếu. Trong thực tế, những mức kỷ lục này chủ yếu là danh nghĩa – chúng không hoàn toàn là thực. Khi các mức chỉ số trên báo cáo được điều chỉnh theo lạm phát, thực tế sẽ xuất hiện. Mức đỉnh điểm của năm 2008 thực ra thấp hơn đỉnh điểm của năm 2000 nếu tính theo số liệu thực tế. Mức đỉnh điểm danh nghĩa xuất hiện vào năm 1973, theo sau đó là một trong những vụ sụp đổ tồi tệ nhất trong lịch sử thị trường



Hoa Kỳ vào năm 1974. Quá khứ không nhất thiết là khúc dạo đầu. Tuy nhiên, sự kết hợp của đòn bẩy quá cao, kinh tế yếu ớt và một đợt suy thoái lơ mờ xuất hiện đang đưa thị trường cổ phiếu đến gần với nguy cơ xảy ra một cuộc sụp đổ mang tính lịch sử. Bất kỳ một sự sụp đổ nào nghiêm trọng đến mức này cũng sẽ là một đòn chí tử thổi bay mọi niềm tin trong dân chúng, mà không một đợt in tiền nào của FED có thể cứu vãn được. Nó sẽ châm ngòi cho một phiên bản cực đoan của chu kỳ nợ-giảm phát của Fisher. Trong kịch bản này, giảm phát cuối cùng sẽ đạt được lợi thế so với lạm phát, và chắc chắn động năng kinh tế của những năm đầu thập niên 1930 sẽ trở lại.

Một yếu tố khác có thể góp phần vào một kết quả tồi tệ nhất chính là đòn bẩy ẩn trên bảng cân đối kết toán của các ngân hàng dưới dạng các công cụ phái sinh và hợp đồng hoán đổi tài sản. Sự lo ngại ở đây không liên quan đến một cuộc sụp đổ của thị trường cổ phiếu, mà liên quan đến sự thua lỗ của đối tác sẽ gây ra một cuộc khủng hoảng thanh khoản trong các thị trường tài chính dẫn đến khủng hoảng chung.

Nhóm ủng hộ thu hẹp cung tiền mà dẫn đầu là Stein, Thống đốc FED, hiểu rằng lượng tiền in giảm có thể gây ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng, nhưng họ sợ rằng một cuộc sụp đổ của thị trường cổ phiếu hoặc một đợt khủng hoảng tài chính có thể còn ảnh hưởng đến tăng trưởng nhiều hơn nữa bằng cách phá hủy niềm tin. Theo quan điểm của họ,



giảm in tiền giờ đây là một cách để các bong bóng xì hơi bớt chứ không phá hủy chúng hoàn toàn.

Trái với quan điểm này, các thành viên FOMC như Chủ tịch FED, Janet Yellen, những người không thấy nguy cơ lạm phát tức thì do dư thừa công suất trong thị trường lao động và sản xuất, đồng thời ủng hộ những đợt mua tài sản và in tiền quy mô lớn như là hy vọng duy nhất cho sự tăng trưởng liên tục, nhất là sau đợt thắt chặt chính sách tài khóa gần đây. Đối với Yellen, việc in tiền nên tiếp tục cho đến khi mức lạm phát vốn dĩ đã dai dẳng ở mức trên 2,5% thực sự tăng lên và cho đến khi tỉ lệ thất nghiệp là 6,5% hoặc ít hơn. Yellen ủng hộ việc tiếp tục in tiền ngay cả trong trường hợp lạm phát tăng lên 3% hoặc hơn, miễn là tỉ lệ thất nghiệp vẫn cao hơn 6,5%. Chủ tịch FED xem rủi ro xảy ra khủng hoảng tài chính là xa vời và tự tin rằng nếu lạm phát tăng quá cao thì tình hình có thể được kiểm soát kịp thời với các công cụ sẵn có.

Thái độ tự tin của Yellen về sự xa vời của lạm phát và khả năng kiểm soát lạm phát của FED, nếu nó xuất hiện, dựa trên việc áp dụng các mô hình cân bằng tổng thông thường, mà không tính đến các công trình nghiên cứu tiên tiến nhất về lý thuyết của sự phức hợp, tính chất liên kết qua lại lẫn nhau và sự xuất hiện đột ngột của rủi ro hệ thống. Mặt khác, việc bà nghĩ rằng lạm phát không phải là điều sắp xảy ra do sự chùng xuống của năng suất lao động và công nghiệp đã khiến cho những dự báo kinh tế của bà



luôn chính xác hơn so với của các đồng nghiệp và nhân viên của FED từ năm 2011 đến năm 2013. Những dự báo thành công này làm tăng uy tín của Yellen trong nội bộ Cục Dự trữ Liên bang và góp phần quan trọng giúp bà được lựa chọn là Chủ tịch mới của FED. Kết quả là, quan điểm của bà về nhu cầu tiếp tục in tiền có sức nặng rất lớn đối với nhân viên FED và FOMC.

Không có gì đáng ngạc nhiên khi các thành viên của FOMC bị chia rẽ sâu sắc vì những quan điểm trái ngược nhau của Stein và Yellen. Rõ ràng, Stein đã đúng khi cho rằng rủi ro hệ thống đang lớn dần lên và không thể nhìn thấy trong hệ thống ngân hàng thông qua các giao dịch ngoài bảng và rằng những bong bóng mới đang xuất hiện. Chắc chắn là Yellen đúng về việc nền kinh tế cơ bản yếu ớt và cần đến càng nhiều sự hỗ trợ chính sách càng tốt để tránh được một đợt suy thoái và giảm phát ngay tức khắc. Việc cả hai bên trong cuộc tranh luận đều đúng có nghĩa là cả hai bên cũng không đúng hoàn toàn, và họ không thể kết hợp với những điểm đúng đắn của đối phương vào quan điểm của mình. Sự rời rạc trong chính sách là kết quả tất yếu của việc FED thao túng thị trường. Các tín hiệu giá chính xác lại bị kìm hãm hoặc bị méo mó, khiến các ngân hàng phải chấp nhận những vị thế rủi ro mà chẳng vì mục đích kinh doanh nào ngoại trừ việc duy trì lợi nhuận trong một môi trường lãi suất bằng 0. Đồng thời, giá trị tài sản bị thổi phồng lên, có nghĩa là vốn không được sử dụng



vào những việc mà nó có thể đạt hiệu suất cao nhất, mà vào việc theo đuổi những khoản lời hạch toán theo giá thị trường cổ phiếu và nhà ở. Cả việc tiếp tục in tiền lẫn việc giảm in tiền đều tiềm ẩn rủi ro, mặc dù đây là những loại rủi ro khác nhau.

Kết quả là có sự cách biệt giữa giảm phát tự nhiên và lạm phát do chính sách gây ra. Nền kinh tế giống như một vận động viên leo núi đang lên cao dần một cách chậm chậm, có giải pháp ở trên đỉnh núi cao 28.000 feet mà không có oxy. Một bên của ngọn núi là vực thẳm thẳng đứng. Bên kia là sông băng. Dù sẩy chân bên nào thì cũng cầm chắc cái chết. Tuy nhiên, việc tiến về phía trước mỗi bước một khó khăn hơn và nguy cơ sẩy chân ngã xuống lại lớn hơn. Quay đầu lại là một lựa chọn, nhưng điều đó có nghĩa là cuối cùng cũng phải đối mặt với những đau đớn mà nền kinh tế đã tránh được trong năm 2009, khi hành trình in tiền bắt đầu.

Năm 1936, nhà văn vĩ đại người Mỹ F. Scott Fitzgerald đã viết: “Bài kiểm tra một trí tuệ hạng nhất chính là khả năng duy trì hai ý tưởng trái ngược nhau trong tâm trí cùng một lúc mà vẫn có thể hoạt động bình thường.” Đến năm 2014, các thành viên ban Giám đốc Cục Dự trữ Liên bang đang được đặt vào bài kiểm tra của Fitzgerald. Lạm phát và giảm phát là những ý tưởng trái ngược, cũng giống như thu hẹp cung tiền và mở rộng cung tiền. Không nghi ngờ gì nữa, các thành viên ban Giám đốc của FED đều



sở hữu trí tuệ hạng nhất và giờ đây họ đang đứng trước những ý tưởng trái ngược nhau. Câu hỏi đặt ra là liệu rằng, như cách nói của Fitzgerald, họ có thể “hoạt động bình thường” được hay không?



NIỀM TIN

Cựu Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Paul Volcker gia nhập FED với tư cách là một nhà kinh tế học vào năm 1952 và kể từ đó, ông đã chứng kiến hoặc chỉ đạo từng bước phát triển quan trọng về mặt tài chính và tiền tệ. Là Bộ trưởng Ngân khố, ông đã sát cánh cùng Tổng thống Nixon khi lệnh cấm chuyển đổi đô-la sang vàng được áp dụng vào năm 1971. Được Tổng thống Carter bổ nhiệm vào ghế Chủ tịch FED năm 1979, Volcker đã tăng lãi suất lên 19% vào năm 1981 để giải quyết tình trạng siêu lạm phát đã ghim chặt nước Mỹ kể từ năm 1977. Trong năm 2009, Tổng thống Obama đã chọn ông làm Trưởng Hội đồng Cố vấn Khôi phục Kinh tế để xây dựng những biện pháp ứng phó đối với cuộc suy thoái kinh tế tồi tệ nhất kể từ Đại suy thoái. Từ nền tảng này, ông đã phát triển Quy tắc Volcker, một nỗ lực nhằm khôi phục các phương pháp hoạt động ngân hàng lành mạnh đã bị hủy bỏ khi đạo luật Glass-Steagall được bãi bỏ vào năm 1999. Quy tắc Volcker cuối cùng đã vượt qua các chuyên gia vận động hành lang quan trọng trong lĩnh vực ngân hàng vào năm 2013. Volcker đã nhận định một cách đúng đắn về khía cạnh nguy hiểm nhất của hệ thống



ngân hàng và xứng đáng được ghi nhận công lao to lớn vì đã sửa chữa nó. Không một chủ nhà băng hay nhà hoạch định chính sách nào biết rõ về tiền và cách nó vận hành, hơn Volcker.

Khi bị hỏi dồn về vai trò của đồng đô-la trong hệ thống tiền tệ quốc tế hiện nay, Volcker thừa nhận những thách thức mà kinh tế Mỹ và đặc biệt là đồng đô-la, đang phải đối mặt với một thái độ “tôi đã trải qua hết rồi”. Ông chỉ ra rằng tình hình hiện nay không hề thảm hại như năm 1971, khi vàng ồ ạt chảy ra khỏi Fort Knox, hay năm 1978, khi vì các chủ nợ quốc tế bắt đầu từ chối vai trò lưu trữ giá trị của đồng đô-la, Ngân khố Hoa Kỳ đã đi đến một quyết định đáng xấu hổ là phát hành Trái phiếu Carter có mệnh giá bằng đồng franc Thụy Sĩ.

Khi bị hỏi gay gắt hơn, Volcker thẳng thắn đề cập đến sự trỗi dậy của Trung Quốc và thừa nhận những tin đồn về việc đồng đô-la đang bị hạ bệ khỏi vai trò là tiền tệ dự trữ hàng đầu thế giới. Tuy nhiên, ông nhanh chóng nêu rõ rằng, bất chấp những lời bán tán đó, không một loại tiền tệ nào có thể sánh ngang với đô-la nếu nói về độ sâu và tính thanh khoản của những tổ hợp tài sản có thể đầu tư cần thiết để cho một vị thế tiền tệ dự trữ đích thực. Volcker không phải là fan của bản vị vàng, ông tin rằng viễn cảnh vàng quay trở lại vừa không khả thi vừa không đáng để mong chờ.



Cuối cùng, khi trình bày những vấn đề như nợ trái phiếu, những quyền hạn to lớn, thâm hụt liên tục và sự bất ổn về lập pháp cho thấy rằng hồi kết của đồng đô-la đã bắt đầu, Volcker nheo mắt, đứng thẳng người và thốt lên một từ: “Niềm tin.”

Ông tin rằng, nếu người dân tin vào đồng đô-la thì nó có thể chống chọi với mọi bão tố. Nếu mọi người mất niềm tin vào đồng đô-la, không có đội quân Tiến sĩ nào có thể cứu vãn được. Về điểm này, chắc chắn là Volcker đúng, nhưng không ai biết chắc, liệu niềm tin vào đồng đô-la đã vượt qua ranh giới “bất khả vãn hồi” vì những sai lầm của FED, sự thất bại của biện pháp nợ trần và sự đề phòng Nga và Trung Quốc hay chưa.

Thật không may, ngày càng có nhiều dấu hiệu cho thấy rằng niềm tin vào đồng đô-la đang bốc hơi. Vào tháng 10 năm 2013, chỉ số đô-la điều chỉnh theo giá của FED, chỉ dấu tốt nhất cho vị thế của đồng đô-la trong các thị trường ngoại hối, ở mức 84,05; tăng so với mức thấp nhất mọi thời đại là 80,52 trong tháng 7 năm 2011 nhưng gần bằng các mức thấp trước đó vào tháng 10 năm 1978, tháng 7 năm 1995 và tháng 4 năm 2008. Nhu cầu đối với vàng thời vật chất, một thước đo sự mất niềm tin vào đồng đô-la, bắt đầu tăng mạnh trong khoảng từ giữa đến cuối năm 2013, một dấu hiệu khác của đồng đô-la yếu. Thành phần ngoại tệ của dự trữ quốc tế cho thấy sự sụt giảm liên tục trong việc sử dụng đồng đô-la làm đồng tiền dự trữ, từ khoảng 70% trong năm



2000 xuống còn 60% ở hiện tại. Không có dữ liệu nào kể trên thể hiện một cuộc khủng hoảng ngay lập tức, nhưng cả ba đều cho thấy niềm tin đang suy giảm.

Những chỉ dấu khác mang tính giai thoại và khó định lượng nhưng vẫn có sức nặng đáng kể. Đó là sự trỗi dậy của các đồng tiền thay thế và của tiền ảo hay tiền kỹ thuật số như *bitcoin*. Tiền kỹ thuật số tồn tại trong mạng máy tính cá nhân ngang hàng và không được phát hành hay đảm bảo bởi bất kỳ Chính phủ hoặc ngân hàng trung ương nào. Hiện tượng bitcoin bắt đầu vào năm 2008 với một bài báo được ký tên bằng bút danh (của Satoshi Nakamoto) mô tả các giao thức cho việc tạo ra một loại tiền tệ điện tử kỹ thuật số mới. Vào tháng 1 năm 2009, các bitcoin đầu tiên được tạo ra bởi phần mềm của Nakamoto. Ông tiếp tục đóng góp về mặt kỹ thuật vào dự án bitcoin cho đến năm 2010, khi ông không tham gia tích cực nữa. Tuy nhiên, vào thời điểm đó, một cộng đồng đông đảo các nhà phát triển, người hoạt động tự do và các doanh nhân đã tham gia vào dự án. Đến cuối năm 2013, hơn 11,5 triệu bitcoin đã được lưu hành, và số lượng tăng lên đều đặn. Giá trị của mỗi bitcoin dao động dựa trên cung và cầu, nhưng vào tháng 11 năm 2013, một bitcoin đã tương đương với hơn 700 đô-la. Trong tương lai lâu dài, bitcoin vẫn chỉ là một đồng tiền ảo, nhưng việc nó được đón nhận nhanh chóng và rộng rãi cho thấy rằng, các cộng đồng khắp thế giới đang tìm kiếm lựa chọn thay thế cho đồng đô-la và các loại tiền tệ truyền thống.



Bên ngoài thế giới của các loại tiền tệ thay thế là thế giới của các giao dịch hoàn toàn không cần tiền tệ: thị trường đổi chác điện tử. Đổi chác (*barter*) là một trong những khái niệm kinh tế bị hiểu nhầm nhiều nhất. Rất nhiều bài viết kinh tế đã bàn về sự kém hiệu quả của đổi chác, hình thức đòi hỏi phải có sự trùng khớp đồng thời giữa mong muốn của hai bên tham gia trao đổi. Nếu một bên muốn đổi lúa mì lấy đinh sắt, trong khi đối tác muốn lúa mì nhưng chỉ có dây thừng để đổi, thì bên thứ nhất có thể chấp nhận dây thừng rồi đi tìm người có đinh sắt mà muốn dây thừng. Theo cách này, tiền là phương tiện trao đổi hiệu quả để giải quyết vấn đề về sự đồng thời, vì một người có thể bán lúa mì lấy tiền rồi dùng tiền để mua đinh sắt mà không cần trao đổi trung gian qua dây thừng. Nhưng như tác giả David Graeber đã chỉ ra, lịch sử của hoạt động đổi chác chủ yếu là một câu chuyện hoang đường.

Các nhà kinh tế học từ thời Adam Smith đã giả định rằng, đổi chác là tiền thân của tiền tệ, nhưng không có bằng chứng thực nghiệm, khảo cổ học hoặc các bằng chứng khác cho sự tồn tại của một nền kinh tế đổi chác rộng rãi trước khi có tiền tệ. Trên thực tế, dường như các nền kinh tế trước tiền tệ chủ yếu dựa trên tín dụng – lời cam kết hoàn trả giá trị trong tương lai để đổi lấy giá trị được giao trong hiện tại. Hệ thống tín dụng cổ xưa này cho phép trao đổi liên thời gian, giống như ngày nay, và giải quyết vấn đề trùng khớp đồng thời của các mong muốn. Hoạt động đổi



chác trong lịch sử là một ví dụ nữa của việc các nhà kinh tế học phát triển các lý thuyết ít gắn liền với thực tế.

Bất chấp lịch sử nhiều chuyện hoang đường, đối chác là một hình thức phát triển nhanh chóng của hoạt động giao dịch kinh tế hiện nay, vì các máy tính nối mạng giải quyết được vấn đề về sự đồng thời. Một ví dụ gần đây liên quan đến Tập đoàn Đường sắt Trung Quốc, General Electric (GE) và Tyson Foods. Một nhà máy chế biến gia cầm đang là khách hàng của Đường sắt Trung Quốc đã nộp đơn xin phá sản, kết quả là Đường sắt có quyền sở hữu gà tây đông lạnh được cầm cố làm tài sản thế chấp. General Electric bán các đầu máy xe lửa chạy bằng tua-bin điện cho đường sắt, và Đường sắt Trung Quốc hỏi mình có thể thanh toán tiền đầu máy bằng gà tây đông lạnh hay không. GE, nơi có một bàn giao dịch e-barter dành cho 18 người, đã nhanh chóng xác định chắc chắn rằng Tyson Foods China nhận gà tây trả tiền mặt. Đường sắt Trung Quốc vận chuyển gà tây cho Tyson Foods, Tyson Foods trả tiền mặt cho GE, và sau đó GE chuyển đầu máy xe lửa cho Đường sắt Trung Quốc. Giao dịch giữa GE và Đường sắt Trung Quốc là cuộc đối chác hiệu quả giữa gà tây và tua-bin, không có tiền mặt trao tay. Việc đối chác không dùng tiền có thể không thịnh hành trong quá khứ, nhưng sẽ ngày càng quan trọng trong tương lai.

Các ví dụ về bitcoin và đối chác đều cho thấy rằng đồng đô-la ngày càng ít cần thiết hơn. Người ta cũng thấy điều này trong sự nổi lên của các nhóm thương mại khu vực,



chẳng hạn như Đông Bắc Á và mối quan hệ Trung Quốc-Nam Mỹ. Thương mại ba chiều giữa Trung Quốc, Nhật Bản và Triều Tiên; cùng với thương mại song phương giữa Trung Quốc và các đối tác thương mại ở Nam Mỹ, là hai trong số những mối quan hệ thương mại lớn nhất và phát triển nhanh nhất trên thế giới. Những đồng tiền liên quan đến các mối quan hệ này - nhân dân tệ, yên, won, real hoặc peso - đều không có khả năng trở thành tiền tệ dự trữ. Nhưng tất cả đều cực kỳ hiệu quả trong vai trò tiền tệ thương mại cho các giao dịch mà trước đây từng được tính bằng đô-la. Các loại tiền tệ thương mại được sử dụng như một biện pháp tạm thời để ghi nợ trong cán cân thương mại, trong khi các đồng tiền dự trữ đi kèm với một lượng lớn các tài sản có thể đầu tư lại được dùng để tích trữ tài sản. Ngay cả khi những đồng tiền nội địa này được sử dụng cho thương mại chứ không phải dự trữ, thì mỗi giao dịch cũng đại diện cho một sự suy giảm trong vai trò của đồng đô-la.

Diễn đạt bằng ngôn ngữ Hemingway, niềm tin vào đồng đô-la ban đầu chậm chậm mất đi, rồi nhanh dần. Tiền tệ ảo, tiền tệ thương mại mới, và sự vắng mặt của tiền tệ (trong trường hợp đối chác), tất cả đều là triệu chứng của sự mất đi dần dần, chậm rãi của niềm tin vào đồng đô-la. Chúng là những triệu chứng, không phải là nguyên nhân. Nguyên nhân của điều này là lạm phát và giảm phát - hai bóng ma song đôi. Nhận định của nhiều người rằng đồng đô-la không còn giữ chức năng tích trữ giá trị nữa, mà giống một



tầm vé xổ số, giá trị có thể tăng rất cao hoặc giảm rất sâu so với mệnh giá vì những lý do nằm ngoài tầm kiểm soát của người nắm giữ. Khủng hoảng mua vàng, và việc phát hành SDR khẩn cấp nhằm khôi phục tính thanh khoản khi nó ập đến, sẽ báo hiệu giai đoạn mất mát nhanh chóng của niềm tin.

Volcker đã đúng khi khẳng định rằng, niềm tin là điều không thể thiếu cho sự ổn định của bất kỳ hệ thống tiền tệ pháp định nào. Thật không may, các học giả giờ đây đang chịu trách nhiệm về chính sách tiền tệ lại chỉ tập trung vào các mô hình cân bằng và quá coi thường niềm tin.



SỰ THẤT BẠI CỦA TRÍ TƯỞNG TƯỢNG

Sau các vụ tấn công 11/9 ở New York và Washington, D.C., cộng đồng tình báo Mỹ bị chỉ trích vì đã không phát hiện và ngăn chặn những âm mưu không tặc. Làn sóng chỉ trích này dâng lên đến đỉnh điểm khi người ta phát hiện ra rằng CIA và FBI có những thông tin tình báo cụ thể liên kết các tay khủng bố với lịch trình bay, nhưng lại không chia sẻ thông tin hoặc kết nối các đầu mối.

Cây bút xã luận Tom Friedman của tờ *New York Times* đã mô tả chính xác nhất về sai lầm này: “Sự kiện 11 tháng 9 không phải là sự thất bại của tình báo hay sự phối hợp. Đó là sự thất bại của trí tưởng tượng”. Quan điểm của Friedman



cho rằng ngay cả khi các cơ quan tình báo đã thu thập và chia sẻ tất cả các sự kiện, thì họ vẫn có thể bỏ qua âm mưu vì nó quá bất thường và quá tàn độc, không phù hợp với ý niệm của các nhà phân tích về năng lực của bọn khủng bố.

Ngày nay, các nhà hoạch định chính sách kinh tế của Mỹ cũng đang đối mặt với một thách thức tương tự. Dữ liệu về hiệu quả kinh tế, tỉ lệ thất nghiệp và sự tích tụ của các phái sinh bên trong các siêu ngân hàng, tất cả đều có sẵn. Các mô hình kinh tế thông thường rất phong phú, và những chuyên gia phân tích sử dụng chúng là những người lỗi lạc nhất, nổi tiếng nhất trong lĩnh vực của họ. Không thiếu thông tin, không thiếu trí tuệ, phần còn thiếu là trí tưởng tượng. Các chuyên gia phân tích của FED và Phố Wall, gắn liền với việc sử dụng các mô hình dựa trên các chu kỳ kinh doanh trong quá khứ, dường như không thể tưởng tượng được những nguy cơ thực sự đang rình rập nền kinh tế Mỹ. Vụ tấn công 11/9 đã chứng minh rằng, sự thất bại trong việc tưởng tượng ra những điều tồi tệ nhất thường dẫn đến sự thất bại trong việc ngăn chặn nó.

Mỗi nguy hiểm kinh tế đáng sợ nhất mà Hoa Kỳ phải đối mặt thực ra vô cùng đơn giản. Nó trông giống thế này:

$$(-1) - (-3) = 2$$

Trong phương trình trên, số hạng thứ nhất đại diện cho tăng trưởng danh nghĩa, số hạng thứ hai đại diện cho lạm



phát hoặc giảm phát, và vế phải của phương trình là tăng trưởng thực. Một hình thức quen thuộc hơn của phương trình này là:

$$5 - 2 = 3$$

Trong hình thức quen thuộc này, phương trình nói rằng chúng ta bắt đầu với tăng trưởng danh nghĩa 5%, sau đó trừ đi lạm phát 2% để tính được mức tăng trưởng thực 3%. Tăng trưởng danh nghĩa là tổng giá trị hàng hóa và dịch vụ được sản xuất trong nền kinh tế, còn lạm phát là một sự thay đổi trong mức giá không đại diện cho sự tăng trưởng thực. Để tính được tăng trưởng thực, ta trừ giá trị danh nghĩa cho lạm phát. Cách điều chỉnh lạm phát này cũng có thể áp dụng cho các giá trị tài sản, lãi suất và nhiều điểm dữ liệu khác. Chúng ta phải trừ giá trị danh nghĩa hoặc giá trị công bố cho lạm phát thì mới tính được giá trị thực.

Khi lạm phát chuyển sang giảm phát, việc điều chỉnh giá sẽ trở thành một giá trị âm chứ không phải giá trị dương, vì giá giảm trong một môi trường giảm phát. Trong biểu thức $(-1) - (-3) = 2$; tăng trưởng danh nghĩa âm 1% trừ đi sự thay đổi giá âm 3% tạo ra tăng trưởng thực dương 2%. Trong thực tế, tác động của việc giảm giá lớn hơn hiệu số tăng trưởng danh nghĩa giảm và do đó làm giảm tăng trưởng thực. Tình trạng này gần như không xảy ra ở Hoa Kỳ kể từ cuối thế kỷ XIX, nhưng không phải là hiếm gặp ở những nơi khác, cũng không phải là không thể xảy ra ở Hoa



Kỳ. Trên thực tế, trong 25 năm qua, Nhật Bản đã nhiều lần ở trong tình trạng này.

Điều đầu tiên cần chú ý ở phương trình này là: có *tăng trưởng thực* 2%, yếu ớt nếu xét theo các tiêu chuẩn lịch sử nhưng *gần bằng mức tăng trưởng* của Mỹ kể từ năm 2009. Trong một kịch bản khác, sử dụng công thức trên, giả sử rằng giảm phát hàng năm 4%, nhưng đã xảy ra từ năm 1931 đến năm 1933. Bây giờ biểu thức là $(-1) - (-4) = 3$. Trong trường hợp này, *mức tăng trưởng thực* sẽ là 3%, gần với xu hướng và có vẻ không ở mức suy thoái kéo dài. Tuy nhiên, điều kiện *giảm phát cao, lãi suất bằng 0 và tỉ lệ thất nghiệp cao liên tục gần giống với một cuộc suy thoái kéo dài*. Đây là một ví dụ về sự thối nát của một phân tích kinh tế trong một thế giới giảm phát.

Mặc dù *tăng trưởng thực* có thể xảy ra nhưng Ngân khố Hoa Kỳ và Cục Dự trữ Liên bang sợ giảm phát hơn bất kỳ kết quả kinh tế nào khác. Giảm phát đồng nghĩa với một sự sụt giảm dai dẳng trong mức giá cả hàng hoá và dịch vụ. Giá thấp hơn cho phép mức sống cao hơn ngay cả khi tiền lương không đổi, vì chi phí tiêu dùng thấp hơn. Điều này có vẻ như là một kết quả đáng mong muốn, dựa trên những tiến bộ trong công nghệ và năng suất thể hiện trong việc giá sản phẩm giảm qua thời gian, chẳng hạn như máy tính và điện thoại di động. Tại sao Cục Dự trữ Liên bang lại sợ giảm phát đến nỗi viện đến những biện pháp chính sách bất thường nhằm gây ra lạm phát? Có bốn lý do cho sự sợ hãi này.



Thứ nhất là tác động của giảm phát đối với việc trả nợ của Chính phủ. Giá trị thực của nợ có thể dao động dựa trên lạm phát hoặc giảm phát, nhưng giá trị danh nghĩa của một khoản nợ được cố định theo hợp đồng. Nếu một người đi vay 1 triệu đô-la thì anh ta phải hoàn trả 1 triệu đô-la cộng thêm lãi vay, bất kể giá trị thực của 1 triệu đô-la lớn hơn hay nhỏ hơn do giảm phát hay lạm phát. Nợ của Mỹ đang ở mức mà không có sự kết hợp khả thi nào giữa tăng trưởng thực và thuế có thể giúp Chính phủ trả hết nợ. Nhưng nếu FED có thể gây ra lạm phát – ban đầu từ từ để tạo ra ảo giác tiền tệ, sau đó nhanh dần – nợ sẽ trong tầm kiểm soát vì nó sẽ được hoàn trả bằng ít đô-la danh nghĩa hơn. Trong giảm phát, điều ngược lại xảy ra và giá trị thực của nợ tăng, làm cho việc trả nợ trở nên khó khăn hơn.

Vấn đề thứ hai với giảm phát là tác động của nó đối với tỉ lệ nợ/GDP. Tỉ lệ này là số nợ chia cho tổng GDP, cả hai được thể hiện bằng giá trị danh nghĩa. Nợ danh nghĩa đang liên tục tăng vì thâm hụt ngân sách liên tục tăng, đòi hỏi phải có nguồn tài chính mới và các khoản thanh toán lãi vay được tài trợ bằng nợ mới. Tuy nhiên, như được thể hiện trong ví dụ trước, tăng trưởng thực có thể dương ngay cả khi GDP danh nghĩa đang giảm, nếu giảm phát vượt quá mức tăng trưởng danh nghĩa. Trong tỉ lệ nợ/GDP, khi từ số nợ mở rộng và mẫu số GDP thu hẹp, tỉ lệ này sẽ tăng lên. Ngay cả khi không tính đến các quyền, thì tỉ lệ nợ/GDP Mỹ đã ở mức cao nhất kể từ Chiến tranh Thế giới II, việc



tính thêm các quyền sẽ làm cho tình hình tồi tệ hơn rất nhiều. Qua thời gian, tác động của giảm phát có thể làm cho tỉ lệ nợ/GDP của Mỹ cao hơn mức của Hy Lạp, gần với của Nhật Bản. Thật vậy, động năng giảm phát này là một trong những lý do khiến tỉ lệ nợ/GDP của Nhật Bản hiện nay vượt quá 220%, mức cao nhất của tất cả các nền kinh tế phát triển. Một ảnh hưởng của tỉ lệ nợ/GDP trên trời như vậy đối với các chủ nợ nước ngoài là sự mất niềm tin, lãi suất cao hơn, thâm hụt nghiêm trọng hơn do lãi suất cao hơn, và cuối cùng là vỡ nợ.

Nguyên nhân thứ ba liên quan đến sức khỏe của hệ thống ngân hàng và rủi ro hệ thống. Giảm phát làm tăng giá trị thực của tiền và do đó làm tăng giá trị thực của các yêu cầu thanh toán mà chủ nợ đưa ra với con nợ. Điều này dường như có lợi cho chủ nợ, và ban đầu thì đúng như vậy. Nhưng khi tình trạng giảm phát tiếp diễn, tỉ trọng thực của nợ trở nên quá lớn và làn sóng vỡ nợ gia tăng. Điều này làm cho các khoản cho vay của ngân hàng bị thua lỗ và dẫn đến phá sản. Do đó, Chính phủ muốn lạm phát hơn, vì nó hỗ trợ hệ thống ngân hàng bằng cách giữ cho các ngân hàng và con nợ đều có khả năng trả nợ.

Nguyên nhân thứ tư và cuối cùng là tác động của giảm phát đối với việc thu thuế. Hãy xem xét ví dụ về một người lao động kiếm được 100.000 đô-la mỗi năm trong hai tình huống khác nhau. Trong kịch bản đầu tiên, giá cả không đổi và người đó được tăng lương 5.000 đô-la. Trong kịch bản thứ



hai, giá giảm 5% và người đó không được tăng lương. Trên cơ sở trước thuế, người lao động có cùng mức tăng 5% trong mức sống ở cả hai kịch bản. Trong kịch bản đầu tiên, sự cải thiện đến từ mức lương cao hơn, và kịch bản thứ hai là do giá cả thấp hơn, nhưng kết quả kinh tế là như nhau. Tuy nhiên, trên cơ sở sau thuế, hai kịch bản này tạo ra các kết quả hoàn toàn khác nhau. Chính phủ đánh thuế phần tiền lương tăng lên, giả sử thuế 40%, nhưng Chính phủ *không thể* tính thuế đối với phần giá giảm. Trong kịch bản đầu tiên, người lao động chỉ giữ được 60% mức tăng sau thuế. Nhưng trong kịch bản thứ hai, người lao động giữ 100% lợi ích của giá thấp hơn. Nếu một người giả định lạm phát trong ví dụ đầu tiên, người lao động có thể còn nghèo hơn nữa vì phần lương tăng lên sau thuế lại bị giảm thêm do lạm phát, còn Chính phủ sẽ có lợi vì họ thu được nhiều thuế hơn và giá trị thực của Chính phủ giảm. Vì lạm phát ủng hộ Chính phủ và giảm phát tạo thuận lợi cho người lao động, các Chính phủ luôn ủng hộ lạm phát.

Tóm lại, Cục Dự trữ Liên bang thích lạm phát vì nó xóa nợ của Chính phủ, giảm tỉ lệ nợ/GDP, chống đỡ các ngân hàng và có thể đánh thuế. Giảm phát có thể lợi cho người tiêu dùng và người lao động, nhưng nó làm tổn thương Kho bạc và các ngân hàng và được FED kiên quyết phản đối. Điều này giải thích chính sách bất thường của Alan Greenspan đối với lãi suất thấp trong năm 2002 và chính sách tỉ lệ lãi suất bằng 0 của Ben Bernanke bắt đầu từ năm



2008. Từ quan điểm của FED, việc trợ giúp nền kinh tế và giảm tỉ lệ thất nghiệp là những “sản phẩm phụ” của quá trình tăng trưởng. Hệ quả của những động năng giảm phát là Chính phủ phải có lạm phát, và FED phải gây ra nó.

Những động năng này phát triển thành một cú va chạm lịch sử giữa các thế lực tự nhiên của giảm phát và nhu cầu lạm phát của Chính phủ. Chừng nào mà dữ liệu chỉ số giá cho thấy rằng giảm phát là mối đe dọa, FED sẽ còn tiếp tục chính sách lãi suất bằng 0, in tiền và nỗ lực hạ giá đồng đô-la trên thị trường ngoại hối để nhập khẩu lạm phát thông qua giá nhập khẩu cao hơn. Khi dữ liệu cho thấy xu hướng lạm phát, FED sẽ cho phép xu hướng tiếp tục với hy vọng tăng trưởng danh nghĩa sẽ tự duy trì. Điều này tự nó sẽ lại gây ra lạm phát thông qua các vòng lặp hành vi không được tính đến các mô hình của FED.

Nhật Bản là một dấu hiệu cảnh báo quan trọng²¹ cho vấn đề này. Quốc gia châu Á này đã trải qua tình trạng giảm phát dai dẳng từ năm 1999 nhưng cũng nhìn thấy tăng trưởng thực dương từ năm 2003 đến năm 2007 và tăng trưởng danh nghĩa trong năm 2001 và năm 2002. Nhật Bản chưa trải qua tình trạng kết hợp đồng thời của

²¹ Nguyên văn “Japan is a large canary in a coal mine in this regard.” Đây là thành ngữ chỉ một dấu hiệu cảnh báo sớm cho thấy một điều nguy hiểm nào đấy đang đến gần. Thành ngữ này bắt nguồn từ việc các thợ mỏ ở các nước phương Tây trước kia có thói quen mang một lồng chim hoàng yến (canary) xuống hầm mỏ. Khi lượng khí độc như methane hay CO₂ trong hầm vượt quá nồng độ an toàn thì con chim hoàng yến sẽ chết trước, giúp thợ mỏ nhận ra nguy hiểm và kịp thời rút ra khỏi hầm.



tăng trưởng danh nghĩa, giảm phát và tăng trưởng thực dương trên một cơ sở kéo dài, nhưng nó đã làm quen với cả ba trong suốt 15 năm qua. Để thoát khỏi vòng xoáy này, Thủ tướng mới của Nhật Bản được bầu vào tháng 12 năm 2012 – Shinzo Abe đã tuyên bố chính sách tập trung vào “ba mũi tên”: (i) in tiền để gây ra lạm phát, (ii) chi tiêu thâm hụt và (iii) cải tổ cơ cấu. Một hệ quả to lớn của chính sách này là làm suy yếu giá trị trao đổi của đồng yên để nhập khẩu lạm phát, chủ yếu thông qua việc tăng giá nhập khẩu năng lượng.

Phản ứng ban đầu đối với “chính sách kinh tế Abe” rất thuận lợi. Trong 5 tháng sau cuộc bầu cử của Abe, tỉ giá đồng yên tính theo đô-la đã giảm 17% từ 85:1 xuống còn 102:1, trong khi chỉ số Nikkei của Nhật tăng 50%. Sự kết hợp của đồng yên rẻ hơn, hiệu ứng tài sản từ giá cổ phiếu tăng lên cùng lời hứa hẹn in tiền và chi tiêu thâm hụt ngân sách dường như được học hỏi từ cuốn cẩm nang của một nhà quản lý ngân hàng trung ương hướng dẫn cách thoát khỏi vòng xoáy giảm phát.

Bất chấp sự nhiệt tình của chính sách kinh tế mà ông Abe áp dụng, một lưu ý mang tính cảnh báo đã được Eisuke Sakakibara – nguyên Phó Bộ trưởng Tài chính, biệt danh “Ngài Yên”, một trong những nhân vật cấp cao nhất của tài chính Nhật Bản đưa ra trong một bài phát biểu ngày 31 tháng 5 năm 2013 tại Seoul, Hàn Quốc. Ông Eisuke đã phân tích tầm quan trọng của tăng trưởng thực ngay cả khi



không có tăng trưởng danh nghĩa và chỉ ra rằng, cá nhân người dân Nhật Bản vẫn giàu có và phát đạt bất chấp nhiều thập kỷ tăng trưởng danh nghĩa thấp. Ông đưa ra một quan điểm thường xuyên bị bỏ qua, đó là do dân số của Nhật đang giảm nên GDP thực *trên đầu người* sẽ tăng nhanh hơn *tổng* GDP thực. Tình hình còn xa mới đến mức thảm họa, một nước Nhật giảm phát, giảm dân số và giảm GDP danh nghĩa vẫn có thể tạo ra tăng trưởng GDP thực bình quân đầu người có lợi cho người dân. Kết hợp với của cải tích lũy của người dân Nhật Bản, điều kiện này có thể dẫn đến xã hội phát triển ngay cả khi đối mặt với tăng trưởng danh nghĩa, điều kiện khiến hầu hết các ngân hàng trung ương phải đổ tiền vào nền kinh tế.

Sakakibara hiểu rõ về tác động của giảm phát đối với giá trị thực của nợ. Tỷ lệ nợ/GDP của Nhật Bản được giảm nhẹ bởi lãi suất bằng 0, điều này ngăn không cho nợ nần chồng chất lên nhanh chóng. Hầu hết nợ Chính phủ của Nhật Bản đều thuộc sở hữu của chính người Nhật, vì vậy một cuộc khủng hoảng tài trợ nước ngoài như ở Thái Lan năm 1997 và Argentina vào năm 2000 có lẽ sẽ không xảy ra. Luận điểm có sức thuyết phục nhất của Sakakibara là: Các vấn đề tăng trưởng của Nhật Bản mang tính cơ cấu, chứ không theo chu kỳ và do đó, các biện pháp khắc phục theo chu kỳ như in tiền sẽ không hiệu quả. Ông không thấy có cơ hội nào cho lạm phát của Nhật Bản đạt tỉ lệ mục tiêu là 2%.



Những hiểu biết của Sakakibara rằng các biện pháp khắc phục tiền tệ sẽ không giải quyết được các vấn đề về cơ cấu và sự tăng trưởng thực quan trọng hơn tăng trưởng danh nghĩa, đang bị phớt lờ bởi các ngân hàng trung ương ở cả Hoa Kỳ và Nhật Bản. Cục Dự trữ Liên bang Mỹ và Ngân hàng Nhật Bản sẽ theo đuổi chính sách in tiền chừng nào còn có thể, cho đến khi các nhà đầu tư cuối cùng sẽ mất niềm tin vào đồng tiền, trái phiếu của họ, hoặc cả hai. Nhật Bản, con chim hoàng yến bị thí tốt, sẽ là nước đầu tiên rơi vào cuộc khủng hoảng này.

Những người ủng hộ Cục Dự trữ Liên bang hỏi một cách phòng thủ, *vậy đáng lẽ FED có thể làm gì khác?* Nếu FED không sử dụng khoản tiền in bất thường trong năm 2008 và nhiều năm kể từ đó đến nay, nhiều khả năng giá tài sản có thể sẽ giảm sâu hơn nữa, tỉ lệ thất nghiệp sẽ cao hơn đáng kể và tăng trưởng GDP âm đậm hơn đáng kể. Sự co rút mạnh mẽ của nền kinh tế với hàng loạt các công ty phá sản và sản lượng công nghiệp lao dốc, tương tự như trước thêm cuộc suy thoái năm 1920, có thể đã xảy ra. Nói tóm lại, những người bảo vệ FED cho rằng, thực sự không có sự lựa chọn nào khác ngoài việc in thêm tiền trên quy mô chưa từng thấy.

Theo quan điểm này, các vấn đề của việc thực thi một chiến lược rút khỏi việc mở rộng tiền tệ có thể dễ quản lý hơn so với các vấn đề của suy thoái kinh tế. Phe bảo vệ khẳng định rằng FED đã đi đúng đường trong năm 2008



và trụ vững với những kỹ năng tuyệt vời. Đây là quan điểm chính thống đã dựng nên hình ảnh Bernanke-một-anh-hùng, một vị trí rạng rỡ hào quang giờ đây đã được chuyển giao cho Janet Yellen.

Lịch sử các cuộc suy thoái ở Hoa Kỳ từ năm 1837 trở đi lại ủng hộ một quan điểm khác về hành động của FED. Theo quan điểm này, FED nên chỉ cung cấp đủ khả năng thanh khoản để giảm nhẹ giai đoạn khủng hoảng tài chính tồi tệ nhất vào cuối năm 2008. Sau đó, FED nên hạn chế lượng dự trữ dư thừa và đưa lãi suất về mức bình thường trong khoảng từ 1% đến 2%. Hầu hết các ngân hàng lớn, bao gồm Citibank, Morgan Stanley và Goldman Sachs đều nên được quốc hữu hóa tạm thời, cổ đông của họ bị xóa sổ và chủ sở hữu trái phiếu của họ sẽ được giảm nợ nếu cần thiết để khôi phục vốn. Tài sản không hiệu quả có thể bị thu hồi khỏi các ngân hàng này, đặt vào một quỹ tín thác Chính phủ dài hạn để chờ được thanh lý vì lợi ích của người đóng thuế khi hoàn cảnh cho phép. Ban quản lý của các ngân hàng nên bị sa thải, bị cưỡng chế và truy tố hình sự dựa trên tình hình thực tế mà họ góp phần gây ra. Cuối cùng, giá tài sản, đặc biệt là nhà ở và cổ phiếu, nên được cho phép giảm xuống mức thấp hơn nhiều so với năm 2009.

Trong kịch bản này, tình trạng phá sản và thất nghiệp năm 2009-2010 sẽ cao hơn nhiều và giá trị tài sản thấp hơn nhiều so với thực tế đã xảy ra. Năm 2009 sẽ giống như năm 1920 về mức độ suy thoái kéo dài, với tỉ lệ thất



nghiệp gia tăng, sản xuất công nghiệp sụp đổ và những vụ thua lỗ lan rộng. Nhưng nền kinh tế sẽ đạt đến *điểm uốn* (inflection point). Các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước có thể được công khai với bảng cân đối kế toán sạch sẽ và sẽ thể hiện trạng thái sẵn sàng cho vay mới. Các quỹ cổ phần tư nhân sẽ tìm thấy những tài sản hiệu quả với mức giá hợp lý và bắt đầu đầu tư. Lao động dồi dào, với chi phí đơn vị lao động thấp hơn, có thể được huy động để mở rộng năng suất, và một giai đoạn phục hồi mạnh mẽ sẽ bắt đầu, thay vì một thời kỳ tăm tối. Suy thoái kéo dài sẽ kết thúc vào năm 2010, tăng trưởng thực sẽ ở mức 4-5% trong năm 2011 và năm 2012.

Lợi ích của một cuộc suy thoái kéo dài nghiêm trọng trong năm 2009 không phải là nằm ở bản thân tính chất thảm khốc. Không ai muốn đùa giỡn với một câu chuyện đạo đức liên quan đến các chủ ngân hàng tham lam chỉ mới ăn tối món tráng miệng. Điểm quan trọng của một cuộc suy thoái kéo dài nghiêm trọng trong năm 2009 là nó sẽ thúc đẩy những điều chỉnh cơ cấu cần thiết trong nền kinh tế Mỹ. Nó cũng sẽ chuyển hướng tài sản từ việc bám theo lợi tức ngân hàng sang việc được sử dụng có hiệu quả trong công nghệ và sản xuất. Nó sẽ điều chỉnh chi phí đơn vị lao động xuống một mức mới thấp hơn có thể cạnh tranh toàn cầu khi năng suất lao động của Hoa Kỳ tăng lên. Lãi suất bình thường sẽ đem lại lợi tức cho người tiết kiệm và giúp củng cố đồng đô-la, biến Hoa Kỳ trở thành thỏi nam châm



thu hút các dòng vốn từ khắp nơi trên thế giới. Nền kinh tế sẽ bị tác động bởi đầu tư và xuất khẩu hơn là dựa vào mô hình cho vay-và-tiêu dùng. Thành phần tăng trưởng sẽ gần giống như những năm 1950, khi mà tiêu dùng chiếm khoảng 60% GDP, thay vì gần 70% như những thập niên gần đây. Những biện pháp điều chỉnh cơ cấu lành mạnh, dài hạn này sẽ được áp đặt cho nền kinh tế Mỹ bằng việc giải quyết dứt điểm nợ quá mức, đòn bẩy và sự mở rộng thái quá đến mức lỗ bịch của tài chính.

Sẽ không đúng khi nói rằng Cục Dự trữ Liên bang Mỹ không có lựa chọn nào khác trong việc kiểm soát nền kinh tế khi cuộc Đại suy thoái bắt đầu. Sẽ đúng hơn khi nói theo cách của Tom Friedman, rằng đã có một sự thất bại của trí tưởng tượng để nhìn ra các vấn đề của nền kinh tế thuộc về cơ cấu chứ không phải chu kỳ. FED đã áp dụng các mô hình cân bằng tổng thể tuyệt đối và bị che mắt khỏi thách thức về mặt cơ cấu. Các nhà hoạch định chính sách của FED và Ngân khố Hoa Kỳ đã tránh được một cuộc suy thoái kéo dài trong năm 2009, nhưng lại tạo ra một cuộc suy thoái nhẹ hơn vẫn tiếp diễn cho tới ngày nay và sẽ kéo dài vô thời hạn. Năm 2009, Các quan chức và nhân viên của Cục Dự trữ Liên bang lẫn Ngân khố Hoa Kỳ liên tục nói rằng, họ muốn tránh những sai lầm của Nhật Bản trong những năm 1990. Tuy nhiên, thực tế lại trái ngược hoàn toàn, họ đã lặp lại mọi sai lầm của Nhật Bản khi họ không theo đuổi những thay đổi cơ cấu cần thiết đối với thị trường lao động, loại



bỏ các ngân hàng ma, cắt giảm thuế và dỡ bỏ các quy định đối với khu phi tài chính. Hoa Kỳ là một Nhật Bản trên quy mô lớn hơn, cũng với mức thuế cao và lãi suất thấp để gây cản trở người gửi tiết kiệm, sự cứng nhắc của thị trường lao động và các ngân hàng quá lớn đến mức không thể thua lỗ.

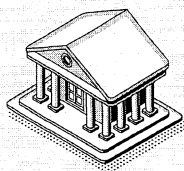
Chính sách kinh tế Abe và chính sách in tiền của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ đều tập trung vào việc tránh giảm phát, nhưng giảm phát cơ bản ở cả Nhật Bản và Hoa Kỳ không có gì bất thường. Đó là một tín hiệu giá cả hợp lý cho thấy hệ thống có quá nhiều nợ và quá nhiều lãng phí trong đầu tư trước khi vụ sụp đổ diễn ra. Nhật Bản đã đầu tư quá mức vào cơ sở hạ tầng, giống như Hoa Kỳ đã đầu tư quá mức vào nhà ở. Trong cả hai trường hợp, vốn bị phân bổ sai đều đạt đến mức cần phải được xóa sổ để giải phóng các bảng cân đối kế toán của ngân hàng, tạo ra các khoản cho vay mới hiệu quả hơn. Nhưng chuyện đã không xảy ra như vậy.

Thay vào đó, do hậu quả của tham nhũng chính trị và chế độ độc tài, các nhà quản lý ở cả hai quốc gia vẫn duy trì bảng cân đối nhiều vấn đề cũng như chiếc ghế lãnh đạo của giới chủ nhà băng. Các tín hiệu giảm phát đã được che đậy bằng việc in tiền, giống như cách người ta xoa dịu những đau đớn của các vận động viên bằng steroid²². Nhưng giảm phát không biến mất và sẽ không bao giờ biến mất cho đến khi những điều chỉnh cơ cấu được thực hiện.

²² Steroid là các hợp chất hữu cơ hòa tan có nguồn gốc tự nhiên và tổng hợp. Steroid giúp các cơ quan, các mô và tế bào hoạt động, tăng trưởng và sản sinh.



Hoa Kỳ có thể tìm thấy sự can đảm sai lầm trong thành công dễ thấy của Nhật Bản, sử dụng mô hình của Nhật như là vũ khí để đánh giá chính sách QE của chính mình. Nhưng những dấu hiệu ở Nhật Bản đang khiến người ta hiểu nhầm, với nhiều ảo giác tiền tệ và bong bóng tài sản mới. Nhật Bản là nước đầu tiên đi tới ngã tư đường và họ đã chọn chính sách kinh tế của Abe. FED cần phải xem xét kỹ lưỡng hơn về khả năng thoát khỏi suy thoái vốn chỉ nằm trong giả định của Nhật Bản. Nếu Mỹ đi theo con đường của Nhật Bản, cả hai nước sẽ phải đối mặt với một cuộc khủng hoảng nợ khốc liệt. Sự khác biệt duy nhất có lẽ là, Nhật Bản là nước chịu trận đầu tiên.



CHƯƠNG 11

VỮNG XOÁY

Không ai thực sự hiểu được giá vàng và tôi cũng không giả vờ hiểu chúng làm gì.

**- Ben Bernanke, Cựu Chủ tịch Hội đồng
Dự trữ Liên bang -**

Tôi nghĩ rằng, vào lúc này, nền văn minh toàn cầu đã vượt quá giới hạn của nó... Vì nó đã tạo ra một sự bùng nổ bất tận.

- Đức Giáo hoàng Francis



NHỮNG BÔNG TUYẾT VÀ TRẬN TUYẾT LỎ

Một trận tuyết lở là một phép ẩn dụ thích hợp cho sự sụp đổ tài chính. Thật vậy, nó còn hơn một phép ẩn dụ, bởi vì các phân tích hệ thống của một cơn bão tuyết giống hệt với việc phân tích các đợt sụp đổ của ngân hàng nối tiếp nhau như thế nào.

Một trận tuyết lở bắt đầu với một bông tuyết rơi gây ảnh hưởng đến những bông tuyết khác, khi mà xung lượng tăng dần rồi vượt khỏi tầm kiểm soát. Bông tuyết giống như một sự thua lỗ của ngân hàng, theo sau là sự hoảng loạn dây chuyền, kết thúc với những chuyên gia tài chính phải cuốn gói khỏi văn phòng ở các công ty Phố Wall, trên tay ôm bức ảnh lồng khung và cốc cà phê. Cả tuyết lở lẫn hoảng loạn trong ngân hàng đều là những ví dụ về các hệ thống phức tạp trải qua những gì mà các nhà vật lý gọi là quá trình chuyển đổi giai đoạn: Sự chuyển đổi nhanh chóng, không lường trước từ trạng thái ổn định sang tan rã, cuối cùng dừng lại ở một trạng thái hoàn toàn không giống với điểm bắt đầu. Động năng là như nhau, cũng là các hàm toán học đệ quy được sử dụng trong việc dựng mô hình các quy trình. Điều quan trọng hơn cả, mối quan hệ giữa tần suất và mức độ nghiêm trọng của các sự kiện tính theo thang hệ thống, được gọi là phân bố mức độ, cũng giống nhau.

Để đánh giá rủi ro của sự sụp đổ tài chính, người ta không nên chỉ ngồi hình dung ra một trận tuyết lở, mà



phải nghiên cứu nó. Lý thuyết về sự phức hợp, được phát triển lần đầu tiên vào đầu những năm 1960, được xem là non trẻ so với lịch sử khoa học, nhưng nó cung cấp cái nhìn sâu sắc về cách hành xử của các hệ thống phức tạp.

Nhiều nhà phân tích sử dụng những từ như *phức hợp* (*complex*) và *phức tạp* (*complicated*) thay thế cho nhau, nhưng như vậy không chính xác. Một cơ chế phức tạp, giống như đồng hồ trên quảng trường St. Mark ở Venice, có thể có nhiều bộ phận chuyển động, nhưng nó được lắp ráp và tháo rời theo những cách đơn giản. Khi các bộ phận không thích ứng với nhau, đồng hồ không thể đột nhiên biến thành con chim sẻ và bay đi. Ngược lại, các hệ thống *phức hợp* đôi khi biến hình và bay đi, hoặc trượt xuống núi, hoặc phá hủy các quốc gia. Các hệ thống phức hợp bao gồm các bộ phận chuyển động, được gọi là các tác nhân tự trị, nhưng chúng không chỉ chuyển động. Những tác nhân này đa dạng, liên kết, tương tác và thích nghi. Sự đa dạng và tính kết nối của chúng có thể được mô phỏng ở một mức độ hạn chế, nhưng sự tương tác và thích ứng nhanh chóng phân ra thành vô số các kết quả có thể được mô phỏng theo lý thuyết nhưng không phải trong thực tế. Nói một cách khác, người ta biết rằng những điều tồi tệ có thể xảy ra nhưng không bao giờ biết chính xác tại sao.

Đồng hồ treo tường, đồng hồ đeo tay và động cơ là những ví dụ của những hệ thống phức tạp nhưng không phức hợp. Ngược lại với các hệ thống phức hợp phổ biến, bao gồm



động đất, bão, lốc xoáy và băng thông vốn. Mỗi con người là một hệ thống phức tạp. Một tỉ người tham gia vào việc kinh doanh chứng khoán, trái phiếu và các phái sinh tạo thành một hệ thống vô cùng phức hợp, thách thức sự hiểu biết chứ chưa nói đến việc tính toán. Thách thức về tính toán này không có nghĩa là các nhà hoạch định chính sách và các nhà quản lý rủi ro nên đầu hàng hay sử dụng các mô hình dựa vào niềm tin như “giá trị rủi ro”. Việc quản lý rủi ro có thể thực hiện được bằng cách kết hợp đúng các công cụ phức hợp và một điều thiết yếu khác: Những gì chúng ta biết chỉ là hạt cát mà thôi.

Hãy xem xét trận tuyết lở. Những người leo núi và trượt tuyết gặp rủi ro không bao giờ biết được khi nào trận tuyết lở sẽ bắt đầu hoặc bông tuyết nào sẽ gây ra điều đó. Nhưng họ biết rằng, một số điều kiện nhất định nguy hiểm hơn những điều kiện khác và có thể áp dụng các biện pháp phòng ngừa. Họ sẽ quan sát cẩn thận tình trạng ướt hoặc khô của tuyết, nhiệt độ không khí và tốc độ gió. Quan trọng nhất, những người leo núi quan sát quy mô khối tuyết, hay những gì các nhà vật lý gọi là quy mô hệ thống. Những người đang ở trong tình cảnh nguy hiểm biết rằng một khối tuyết lớn có thể gây ra không chỉ một trận tuyết lở, mà trận tuyết đó sẽ *mạnh lên theo hàm số mũ*. Giải pháp hợp lý là chọn hạ trại ở các ngôi làng tránh xa đường dốc, trượt tuyết ngoài đường trượt và chọn núi không có tuyết để leo. Những người leo núi cũng có thể dọn dẹp các khối tuyết



bằng chất nổ. Người ta không thể dự đoán được những vụ sạt lở, nhưng có thể cố gắng giữ an toàn.

Trong thị trường vốn, cơ quan quản lý thường không giữ được an toàn. Thay vào đó, chúng gia tăng nguy cơ. Cho phép các ngân hàng tích lũy phái sinh cũng giống như bỏ qua sự tích tụ của tuyết. Cho phép JPMorgan Chase phát triển lớn hơn cũng giống như xây dựng một ngôi làng ngay trên tuyến đường sạt lở. Sử dụng giá trị rủi ro để đo lường mức độ nguy hiểm của thị trường cũng giống như việc xây dựng một thang trượt tuyết đến đúng chỗ tuyết không ổn định nhất, rồi miễn phí lên thang cho tất cả mọi người. Chính sách quản lý tài chính hiện tại là sai lầm bởi vì các mô hình quản lý rủi ro không có gì an toàn. Thậm chí, bất ổn hơn nữa chính là việc các nhà điều hành ở Phố Wall biết rằng những mô hình này là không an toàn nhưng vẫn sử dụng vì chúng cho phép có đòn bẩy cao hơn, lợi nhuận lớn hơn và tiền thưởng lớn hơn. Các nhà quản lý nghi ngờ nhưng cũng hòa theo, thường với hy vọng có thể kiếm được một dự án hay một chân trong ngân hàng mà họ giám sát. Nói một cách ẩn dụ, lâu đài của các ngân hàng nằm tít trên đỉnh núi, tách biệt với làng mạc phía dưới, trong khi dân làng, những người dân bình thường ở Mỹ và trên khắp thế giới, đang sống ngay trên tuyến đường tuyết lở.

Những trận sạt lở tài chính đang bị kích động bởi lòng tham, nhưng lòng tham không phải là một lời giải thích đầy đủ. Hành vi ký sinh của ngân hàng, kết quả của một giai



đoạn chuyển đổi văn hóa, hoàn toàn là đặc điểm của một xã hội bên bờ sụp đổ. Của cải không còn được tạo ra mà bòn rút từ những người khác. Hành vi kỷ sinh không chỉ giới hạn trong ngân hàng. Nó cũng lây nhiễm các quan chức Chính phủ cao cấp, Giám đốc điều hành doanh nghiệp, và tầng lớp xã hội ưu tú.

Chìa khóa để bảo tồn của cải là để hiểu được các quy trình phức tạp và tìm kiếm nơi ẩn náu khỏi dòng lũ tuyết ập xuống. Các nhà đầu tư không vô vọng trước sự suy đồi của tầng lớp tinh hoa này.



RỦI RO, SỰ KHÔNG CHẮC CHẮN VÀ TÍNH TRỌNG YẾU

Sự giải thích đầu tiên về rủi ro tài chính xuất phát từ công trình *Rủi ro, Sự bất định và Lợi nhuận* (*Risk, Uncertainty and Profit*) của Frank H. Knight năm 1921. Knight phân biệt giữa *rủi ro*, theo ông có nghĩa là một kết quả không biết rõ nhưng vẫn có thể được lập mô hình với một mức độ kỳ vọng hoặc xác suất và *sự không chắc chắn*, một kết quả không biết rõ và không thể lập mô hình được. Trò poker Texas Hold'em là một ví dụ về rủi ro khi Knight sử dụng thuật ngữ này. Khi một lá bài sắp được lật lên, người chơi không biết trước điều gì sẽ xảy ra, nhưng anh ta biết *chắc chắn* rằng nó sẽ là 1 trong số 52 khả năng duy nhất trong một bộ bài 4 chất. Khi nhiều quân bài hơn được lật lên, sự



chắc chắn tăng lên vì một số kết quả đã được loại bỏ bởi lượt chơi trước. Người chơi đón nhận rủi ro nhưng không xử lý một cách hoàn toàn không chắc chắn.

Bây giờ hãy tưởng tượng cùng một trò poker trên nhưng một người chơi khẳng khẳng sử dụng “quân bài hoang dã”. Trong một trò chơi có quân bài hoang dã, bất kỳ người chơi nào cũng có thể gán cho bất kỳ quân bài nào giá trị của quân khác để giúp người đó giành cù lũ hay xì tố. Về mặt kỹ thuật, đây không phải là sự không chắc chắn của Knight, nhưng nó gần giống vậy. Ngay cả những người chơi poker giỏi nhất với kỹ năng tính toán xuất sắc cũng không thể tính toán các tỉ lệ lên bài với quân bài hoang dã. Đó là lý do tại sao những người chơi poker chuyên nghiệp ghét trò quân bài hoang dã trong khi tay chơi nghiệp dư lại thích. Quân bài hoang dã cũng là một đại diện tốt cho sự phức hợp. Việc biến con hai bích thành con át tép chỉ vì tự nhiên thích thế cũng giống như một giai đoạn chuyển tiếp – không thể đoán trước, tức thời, và có khả năng gây ra hậu quả thảm khốc nếu một người đang ở bên thua cuộc.

Tác phẩm của Knight ra đời 40 năm trước khi lý thuyết về sự phức hợp xuất hiện, trước khi máy tính ra đời để triển khai những nghiên cứu tiên tiến về sự ngẫu nhiên và hệ thống ngẫu nhiên. Cách phân chia địa hạt tài chính của ông thành hai thế giới đen trắng rõ ràng của rủi ro và sự không chắc chắn rất hữu ích vào thời điểm đó, nhưng ngày nay, thế giới có nhiều màu xám hơn.



Số ngẫu nhiên là những con số không thể dự đoán nhưng có thể gán giá trị dựa trên xác suất xảy ra qua thời gian hoặc trong một chuỗi dài. Tung đồng xu và chơi bài là những ví dụ quen thuộc. Không ai biết được lần tung đồng xu tiếp theo sẽ sấp hay ngửa, và cũng không thể biết quân tiếp theo trong bộ bài là át hay bích, nhưng bạn có thể tính toán tỉ lệ. *Các mô hình ngẫu nhiên có hệ thống* (stochastic models) mô tả các hệ thống dựa trên các số liệu đầu vào ngẫu nhiên. Những hệ thống này không xác định được nhưng tính xác suất được, và khi áp dụng cho thị trường tài chính, chúng cho phép xác định giá và giá trị dựa trên xác suất. Đây là định nghĩa rủi ro của Knight. Các hệ thống ngẫu nhiên có thể bao gồm các hàm phi tuyến tính, hoặc các số mũ, biến những thay đổi nhỏ ở đầu vào thành những thay đổi lớn trong kết quả đầu ra.

Các mô hình ngẫu nhiên có hệ thống được bổ sung bằng phép tính tích phân đo lường định lượng, và phép tính vi phân đo lường sự thay đổi. Hồi quy, những liên kết ngược của một biến với biến khác, cho phép các nhà nghiên cứu xác định tương quan giữa những sự kiện nhất định. Nguyên tắc phân loại này của số ngẫu nhiên, hệ thống ngẫu nhiên, hàm phi tuyến tính, các phép tính toán và hồi quy đã hình thành nên bộ công cụ của nền tài chính hiện đại. Việc áp dụng bộ công cụ này vào công tác định giá phái sinh, giá trị rủi ro, chính sách tiền tệ và dự báo kinh tế đưa người thực hành đến với đường biên của lý thuyết kinh tế.



Vượt ra ngoài đường biên chính là lý thuyết về sự phức hợp. Sự phức hợp đã không được kinh tế học chính thống đón nhận nồng nhiệt, phần vì nó cho thấy nhiều nghiên cứu kinh tế trong nửa thế kỷ vừa qua không có ý nghĩa hoặc sai lầm nghiêm trọng. Sự phức hợp là một ví dụ tinh túy của khoa học mới đảo ngược các mô hình khoa học cũ. Sự thất bại của các nhà kinh tế trong việc nắm bắt khoa học mới của sự phức hợp đã phần nào giải thích tại sao những vụ sụp đổ của thị trường vào các năm 1987, 1998, 2000 và 2008 lại bất ngờ và nghiêm trọng hơn các chuyên gia tin tưởng.

Sự phức hợp là cách để hiểu những động năng của các vòng lặp phản hồi thông qua các hàm đệ quy. Chúng có rất nhiều bước lặp đồng thời xảy ra, mà kết quả bùng nổ có thể xuất hiện từ những nguyên nhân *nhỏ đến mức không thể quan sát được*. Một ví dụ là bom nguyên tử. Các nhà vật lý biết rằng khi uranium được làm giàu cao độ được thiết kế đến một *trạng thái trọng yếu* và một máy phát neutron được sử dụng, nó có thể gây ra một vụ nổ san bằng cả thành phố nhưng họ không biết chính xác hạt hạ nguyên tử nào sẽ bắt đầu phản ứng dây chuyền. Các nhà kinh tế học hiện đại dành thời gian tìm kiếm hạt hạ nguyên tử trong khi bỏ qua trạng thái trọng yếu của hệ thống. Họ đang tìm kiếm các bông tuyết mà bỏ qua trận tuyết lở.

Một thuộc tính chính thức của các hệ thống phức hợp là kích thước của sự kiện tồi tệ nhất có thể xảy ra là một



hàm mũ của thang hệ thống. Điều này có nghĩa là, khi quy mô của một hệ thống phức tạp tăng gấp đôi, thì rủi ro hệ thống không tăng gấp đôi. Nó có thể tăng lên 10 lần hoặc nhiều hơn. Đây là lý do tại sao mỗi sự sụp đổ tài chính áp đến như một “bất ngờ” đối với các ngân hàng và nhà quản lý. Khi quy mô hệ thống được tăng lên bởi các phái sinh, rủi ro hệ thống tăng trưởng theo hàm số mũ.

Trạng thái trọng yếu trong một hệ thống có nghĩa là nó nằm trên bờ vực của sự sụp đổ. Không phải mọi hệ thống phức hợp đều ở trong tình trạng nguy kịch, vì một số hệ thống có thể ổn định hoặc dưới mức trọng yếu. Một thách thức đối với các nhà kinh tế học là các hệ thống phức hợp *không* ở trạng thái trọng yếu thường cư xử giống như các hệ thống không phức hợp, và các đặc tính ngẫu nhiên có hệ thống của chúng có thể tỏ ra ổn định và đoán trước được ngay trước thời điểm trọng yếu, thời điểm các đặc tính phóng đại ra và một thảm họa bùng nổ, quá muộn để dừng lại. Một lần nữa, ví dụ uranium được làm giàu chính là minh họa tốt nhất. Một khối uranium nặng 35 pound có hình dáng một khối lập phương không chứa rủi ro. Nó là một hệ thống phức hợp – các hạt hạ nguyên tử tương tác, thích ứng và phân rã – nhưng không có thảm họa nào sắp xảy ra. Nhưng khi khối uranium được thiết kế chính xác thành hai phần, một phần có kích thước bằng quả bưởi và một như cây gậy bóng chày, và chúng được ép chặt với nhau bằng chất nổ liều cao, thì kết quả là một vụ nổ hạt nhân



hình thành. Hệ thống đi từ dưới điểm trọng yếu lên điểm trọng yếu thông qua quá trình thiết kế.

Các hệ thống phức hợp cũng có thể đi từ dưới điểm trọng yếu lên điểm trọng yếu một cách tự phát. Chúng biến đổi theo cùng cách mà một con sâu bướm biến thành một con bướm, một quy trình mà các nhà vật lý gọi là *trạng thái trọng yếu tự tổ chức* (self-organized criticality). Đây là đặc trưng của các hệ thống xã hội, bao gồm thị trường vốn. Hôm nay, thị trường chứng khoán hoạt động tốt và ngày mai, nó bất ngờ sụp đổ. Sự sụp đổ của thị trường chứng khoán kéo dài một ngày với 22,6% vào thứ Hai, ngày 19 tháng 10 năm 1987, và “sụp đổ chớp nhoáng” trong 10 phút “sét đánh” với 7% vào ngày 6 tháng 5 năm 2010 là hai ví dụ về hệ thống tài chính tự tổ chức thành trạng thái trọng yếu. Tại thời điểm đó, chỉ cần một bông tuyết hoặc một lệnh bán để khởi động quá trình sụp đổ. Tất nhiên, sau khi sự đã rồi, người ta có thể lần ngược lại quá khứ và tìm ra lệnh bán hàng được cho là đã khởi động quá trình sụp đổ đó (giống như chuyện đi tìm bông tuyết vậy). Nhưng vấn đề không phải là lệnh bán đó. Vấn đề là trạng thái của hệ thống.



TRÒ CHƠI VÀNG

Việc thao túng thị trường vàng của ngân hàng trung ương là một ví dụ về hành động trong một hệ thống phức hợp có thể đẩy hệ thống đạt đến trạng thái trọng yếu.



Chuyện các ngân hàng trung ương can thiệp vào thị trường vàng không mới, cũng chẳng có gì đáng ngạc nhiên. Khi mà vàng là tiền, và các ngân hàng trung ương kiểm soát tiền, thì các ngân hàng trung ương phải kiểm soát vàng. Trước khi vàng bắt đầu được đưa vào quá trình phi tiền tệ hóa từng phần từ giữa những năm 1970, sự tham gia của ngân hàng trung ương vào thị trường vàng dường như không phải vì mục đích thao túng mà là vấn đề về chính sách, mặc dù chính sách này đã được thực hiện không minh bạch.

Trong kỷ nguyên hậu Bretton Woods, đã có vô số hành vi thao túng thị trường vàng của các ngân hàng trung ương được lên kế hoạch hết sức chi tiết. Năm 1975, Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Arthur Burns đã viết một bản ghi nhớ bí mật gửi Tổng thống Gerald Ford, trong đó có đoạn:

Vấn đề lớn đặt ra là liệu các ngân hàng trung ương và các Chính phủ có nên được tự do mua vàng hay không tại các mức giá được xác định theo thị trường? Cục Dự trữ Liên bang phản đối.

Việc sớm loại bỏ những giới hạn hiện tại đối với hoạt động mua chính thức từ thị trường tư nhân có thể giải phóng thế lực và kích động các hành động gia tăng tầm quan trọng tương đối của vàng trong hệ thống tiền tệ.

Sự tự do như vậy sẽ tạo động lực khuyến khích các Chính phủ định giá số lượng vàng chính thức mà họ đang sở hữu theo



mức giá thị trường. Khả năng thanh khoản được tạo ra ở mức độ bất thường như vậy có thể phá hỏng những nỗ lực của chúng ta để đưa lạm phát vào tầm kiểm soát.

Trong khi trao đổi với Bundesbank, tôi đã thu được một thông tin mật rằng, Đức sẽ không mua vàng, cả từ thị trường lẫn từ Chính phủ khác, với giá cao hơn giá chính thức 42,22 đô-la/ounce.

Chỉ ba ngày sau khi văn bản ghi nhớ của Burns được soạn thảo, Tổng thống Ford đã gửi một bức thư tới Thủ tướng Đức Helmut Schmidt, đề cập đến lời khuyên của Burns:

NHÀ TRẮNG

WASHINGTON

Ngày 6 tháng 6 năm 1975

Kính gửi Ngài Thủ tướng,

Chúng tôi thực sự cảm thấy rằng một số biện pháp bảo vệ là cần thiết để đảm bảo rằng xu hướng đặt vàng trở lại ở trung tâm của hệ thống sẽ không phát triển. Chúng ta phải đảm bảo rằng không có cơ hội nào để các Chính phủ bắt đầu hoạt động kinh doanh vàng một cách tích cực giữa họ với nhau nhằm mục đích tạo ra một khối các nước sử dụng vàng hoặc phục hồi sự phụ thuộc vào vàng như một phương tiện tiền tệ quốc tế chủ đạo. Dựa trên tầm nhìn về vấn đề lạm phát trên quy mô toàn thế giới, chúng ta cũng phải bảo vệ trước bất kỳ sự gia tăng



lớn hơn nào của tính thanh khoản quốc tế. Nếu các Chính phủ hoàn toàn tự do giao thương với nhau ở mức giá xác định theo thị trường, chúng ta sẽ phải bổ sung vào vấn đề lạm phát mà chúng ta đang cùng đối mặt.

Trân trọng,

Gerald R. Ford

Việc các ngân hàng trung ương thao túng thị trường vàng không chỉ diễn ra trong những năm 1970 mà tiếp tục trong nhiều thập kỷ tiếp theo. Vụ kiện theo Đạo luật Tự do Thông tin (FOIA) chống lại Hệ thống Dự trữ Liên bang của một nhóm vận động chính sách đã tiết lộ những biên bản cuộc họp thành lập Ủy ban Hối đoái và Vàng bí mật giữa các Thống đốc ngân hàng trung ương G-10 được tổ chức tại Ngân hàng Thanh toán Quốc tế vào ngày 7 tháng 4 năm 1997. Ủy ban này là sự thành công đối với kế hoạch cố định giá vàng London Gold Pool nổi tiếng trong thập kỷ 1960. Biên bản được chuẩn bị bởi Dino Kos của Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York, có đoạn:

Vào tháng 5 năm 1996, thị trường giao dịch 3 tỉ đô-la vàng mỗi ngày. Các hợp đồng hoán đổi chiếm 75% khối lượng. Theo truyền thống, vàng là một thị trường bí mật.

Hoạt động cho thuê vàng cũng là một phần nổi bật của thị trường và các ngân hàng trung ương cũng góp phần vào sự tăng trưởng hoạt động này. Đến lượt mình, các ngân hàng trung



ương đã phản ứng lại với những áp lực yêu cầu họ phải biến tài sản phi lợi nhuận thành những tài sản tạo ra ít nhất là một khoản lợi nhuận dương nào đó. Các ngân hàng trung ương chủ yếu cho vay vàng với kỳ hạn từ 3 đến 6 tháng. Các ngân hàng trung ương có một phần trách nhiệm đối với thị trường cho thuê vàng vì chính hoạt động của nó đã tạo điều kiện để thị trường có thể khởi động. Vàng thực sự đóng vai trò như một rương chiến²³ và vai trò trong hệ thống tiền tệ quốc tế.

BIS²⁴ tuyệt đối không bán vàng trong nhiều năm. BIS chỉ cho thuê một phần.

(Peter) Fisher (Hoa Kỳ) lưu ý rằng, giá vàng từ trước đến nay không có xu hướng tăng lên bằng chi phí sản xuất. Điều này dường như cho thấy một sự mất cân bằng cung/cầu đang tiếp diễn. Ông có cảm giác rằng thị trường cho thuê vàng là một thành phần quan trọng trong câu đố này.

Mainert (Đức) đặt câu hỏi: một vụ bán vàng lớn sẽ ảnh hưởng như thế nào đến thị trường. Điều gì sẽ xảy ra nếu các ngân hàng trung ương bán 2.500 tấn – tương đương với sản lượng một năm. Không ai trả lời câu hỏi của Mainert.

(Peter) Fisher giải thích rằng vàng của Mỹ thuộc về Kho bạc. Tuy nhiên, Kho bạc đã phát hành chứng chỉ vàng cho Ngân hàng Dự trữ và do đó vàng cũng xuất hiện trên bảng cân đối của

²³ Quỹ dự trữ được sử dụng trong chiến tranh.

²⁴ BIS là viết tắt của Business Information System, nghĩa là Hệ thống thông tin thương mại.



Cục Dự trữ Liên bang. Nếu có một đợt định giá lại đối với vàng, những chứng chỉ lại cũng được định giá tăng. Tuy nhiên, (để ngăn chặn bằng cân đối của FED mở rộng), điều này sẽ dẫn đến việc Chính phủ bán chứng khoán.

Gần đây hơn, vào ngày 17 tháng 9 năm 2009, cựu Thống đốc Hội đồng Cục Dự trữ Liên bang Kevin Warsh đã gửi một lá thư tới một công ty luật Virginia từ chối yêu cầu cung cấp tài liệu về hoạt động hoán đổi vàng của FED theo đạo luật FOIA. Cơ sở mà Kevin đưa ra là FED có quyền miễn trừ đối với “thông tin liên quan đến hoạt động dàn xếp hoán đổi với các ngân hàng nước ngoài thay mặt cho Hệ thống Dự trữ Liên bang”. Mặc dù từ chối yêu cầu theo đạo luật FOIA, nhưng lá thư của Warsh ít nhất cũng thừa nhận rằng các giao dịch hoán đổi của ngân hàng trung ương thực sự tồn tại.

Vào ngày 31 tháng 5 năm 2013, Eisuke Sakakibara, cựu Thứ trưởng Bộ Tài chính Nhật Bản, vui vẻ nhớ lại cách mà Chính phủ Nhật Bản đã bí mật mua 300 tấn vàng vào giữa những năm 1980. Thương vụ này không xuất hiện trong vị thế dự trữ của Ngân hàng Nhật Bản do Hội đồng Vàng Thế giới báo cáo, vì nó được thực hiện bởi Bộ Tài chính chứ không phải bởi Ngân hàng Trung ương.

Chúng tôi đã mua 300 tấn vàng vào những năm 1980 để in một đồng xu kỷ niệm cho sự kiện kỷ niệm 60 năm trị vì của Nhật hoàng Hirohito. Đó là một phi vụ vô cùng khó khăn.



Chúng tôi đã làm việc thông qua JPMorgan và Citibank. Chúng tôi không thể để lộ hành động của mình vì nó là một lượng rất lớn và chúng tôi không muốn giá cả tăng lên nhiều. Vì vậy, chúng tôi mua vàng tương lai²⁵, vốn rất dễ thanh khoản và sau đó chúng tôi khiến thị trường ngạc nhiên bằng việc sẵn sàng nhận vàng! Một số thanh được giao là vàng ba số 9 (99,90% tinh khiết), nhưng chúng tôi nấu chảy và tinh chế thành vàng bốn số 9 (99,99% tinh khiết) bởi vì chúng tôi chỉ có thể sử dụng vàng tốt nhất cho Nhật hoàng.

Vàng được vận chuyển đến Nhật Bản bởi hãng Brinks trong tầng trên của hai chiếc Boeing 747 vốn được thiết kế để chuyên chở hàng hóa. Hai chiếc máy bay được huy động không phải vì trọng lượng của vàng mà để phân tán rủi ro. Brinks có hai người giám sát trên mỗi chuyến bay để luôn có một người canh giữ vàng trong khi người kia ngủ.

Tài liệu nói trên chỉ là phần nổi trên tảng băng trôi của hoạt động lũng đoạn thị trường vàng chính thức do các ngân hàng trung ương, các bộ tài chính và các đại lý ngân hàng tương ứng của mỗi bên thực hiện. Tuy nhiên, người ta vẫn bắt đầu sâu sắc về việc các Chính phủ sử dụng kết hợp giữa hoạt động mua vàng, bán vàng, cho thuê, hoán đổi, ấn định giá vàng và tạo áp lực chính trị thao túng giá vàng để đạt được các mục tiêu chính sách. Họ đã làm như vậy trong nhiều thập kỷ qua kể từ khi Bretton Woods chấm dứt. Hoạt động bán vàng chính thức đã kiểm chế giá vàng

²⁵ Good futures: Ấn định giá vàng.



được triển khai trên quy mô lớn bởi các ngân hàng trung ương phương Tây từ năm 1975 đến năm 2009 nhưng kết thúc đột ngột vào năm 2010, vì giá vàng phi mã và người dân đặt câu hỏi về sự khôn ngoan của việc bán một tài sản có giá trị như vậy.

Trường hợp nổi tiếng nhất và bị chỉ trích nặng nề nhất là việc bán 395 tấn vàng Anh do Bộ trưởng Tài chính Gordon Brown thực hiện trong một loạt các phiên đấu giá từ tháng 7 năm 1999 đến tháng 3 năm 2002. Giá trung bình mà Anh nhận được là khoảng 275 đô-la/ounce. Lấy mức giá tham chiếu là 1.500 đô-la/ounce, thiệt hại tài sản của người dân nước Anh do thất bại của Brown đã vượt quá 17 tỉ đô-la. Nghiêm trọng hơn cả thiệt hại về tài sản là việc vị thế của Anh bị giảm đi đáng kể trong số các cường quốc vàng toàn cầu. Gần đây, biện pháp bán vàng như là một hình thức thao túng giá của các ngân hàng trung ương đã mất đi sức hấp dẫn do dự trữ vàng cạn kiệt, giá tăng và Hoa Kỳ công khai từ chối bán vàng của mình.

Các kỹ thuật thao túng giá mạnh hơn của các ngân hàng trung ương và đại lý ngân hàng tư nhân của họ liên quan đến hợp đồng hoán đổi, hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng tương lai hoặc hoạt động cho thuê. Những giao dịch “vàng giấy” này cho phép đòn bẩy cực lớn và gây áp lực giảm giá vàng, trong khi vàng vật chất rất hiếm khi rời khỏi hầm chứa của ngân hàng trung ương.



Một giao dịch *hoán đổi vàng* thường được tiến hành giữa hai ngân hàng trung ương như là một hình thức đổi vàng lấy tiền, với một lời hứa đảo ngược những giao dịch này trong tương lai. Trong thời gian chờ đợi, bên nhận tiền có thể đầu tư kiếm lời trong suốt thời gian có hiệu lực của hợp đồng hoán đổi.

Các giao dịch vàng *kỳ hạn* và *tương lai* được thực hiện hoặc là giữa các ngân hàng tư nhân và đối tác, hoặc trên các sàn giao dịch. Đây là những hợp đồng cam kết giao vàng tại một ngày trong tương lai. Sự khác biệt giữa một hợp đồng kỳ hạn và một hợp đồng tương lai là hợp đồng kỳ hạn được giao dịch trên thị trường phi tập trung với một đối tác đã biết, trong khi một hợp đồng tương lai được giao dịch một cách ẩn danh trên sàn giao dịch. Các bên lời hoặc lỗ tùy thuộc vào việc giá vàng tăng hay giảm giữa ngày ghi trên hợp đồng và ngày giao hàng trong tương lai.

Trong một thỏa thuận *cho thuê*, một ngân hàng trung ương dùng vàng của mình cho một ngân hàng tư nhân thuê với một khoản phí cho thuê cụ thể. Sau đó, ngân hàng tư nhân sẽ bán nó trên cơ sở hợp đồng kỳ hạn. Khi một ngân hàng trung ương cho thuê vàng, nó cung cấp cho các ngân hàng tư nhân một vị thế cần thiết để thực hiện việc bán vàng. Thị trường kỳ hạn sẽ được khuếch đại bởi phương pháp bán vàng *không phân bổ* (unallocated gold). Khi một ngân hàng bán vàng không phân bổ cho khách hàng, khách hàng không sở hữu những thanh vàng cụ thể. Điều này cho



phép các ngân hàng bán nhiều hợp đồng cho nhiều bên trên cơ sở *cùng một số vàng*. Trong các giao dịch *được phân bổ*, khách hàng có quyền trực tiếp với những thanh vàng được đánh số cụ thể trong hầm chứa

Những dàn xếp này có một điểm chung, đó là vàng vật chất ít khi được di chuyển và cùng một số vàng có thể được sử dụng để cam kết nhiều lần nhằm hỗ trợ nhiều hợp đồng. Nếu Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York cho JPMorgan ở London thuê 100 tấn vàng, JPMorgan sau đó sẽ có quyền sở hữu hợp pháp theo hợp đồng thuê, nhưng vàng vẫn ở trong hầm chứa của New York. Với vị thế hợp pháp trong tay, JPMorgan có thể bán cùng một số vàng đó 10 lần cho các khách hàng khác trên cơ sở không phân bổ.

Tương tự, một ngân hàng như HSBC có thể tham gia vào thị trường tương lai và bán 100 tấn vàng cho một khách hàng để giao vàng sau ba tháng mà không cần đến vàng vật chất. Người bán chỉ cần đáp ứng các yêu cầu ký quỹ bằng tiền mặt, bằng một phần nhỏ so với giá trị của vàng. So với việc bán vàng vật chất ô ạt, các giao dịch vàng giấy có đòn bẩy này có hiệu quả hơn rất nhiều trong việc điều chỉnh giá thị trường, vì vàng không phải rời khỏi hầm chứa của ngân hàng trung ương nên tổng sức bán lớn hơn nhiều lần so với số vàng có trong tay.

Cách dễ nhất để các ngân hàng trung ương ngụy trang hành động của họ trên thị trường vàng là sử dụng các trung



gian ngân hàng như JPMorgan. Cha đẻ của tất cả các trung gian ngân hàng là Ngân hàng Thanh toán Quốc tế, có trụ sở tại Basel, Thụy Sĩ. Khách hàng của BIS là các ngân hàng trung ương trên thị trường vàng, điều này không có gì đáng ngạc nhiên; trên thực tế, nó là một lý do khai sinh ra BIS vào năm 1930. BIS thực hiện sổ sách và báo cáo tài chính của mình bằng đồng SDR, cũng như IMF. Trang web của BIS ghi rõ, “Khoảng 90% đơn hàng của khách được tính bằng tiền tệ, phần còn lại bằng vàng. Các khoản vàng gửi lên đến 17,6 tỉ SDR (khoảng 27 tỉ đô-la) vào ngày 31 tháng 3 năm 2013. Ngân hàng sở hữu 115 tấn vàng tinh chế vào ngày 31 tháng 3 năm 2013.”

Báo cáo thường niên thứ 83 của BIS cho giai đoạn kết thúc vào ngày 31 tháng 3 năm 2013 viết:

Ngân hàng giao dịch vàng thay mặt cho khách hàng, qua đó cung cấp khả năng tiếp cận một cơ sở thanh khoản lớn trong bối cảnh, ví dụ, tái cân bằng thường xuyên các danh mục dự trữ hoặc những thay đổi lớn trong việc phân bổ tiền tệ dự trữ. Ngoài ra, Ngân hàng cung cấp các dịch vụ liên quan đến vàng như mua bán, tài khoản trả ngay, tài khoản dự phòng, ký gửi có kỳ hạn cố định, nâng cấp, tinh giản và trao đổi địa điểm.

Tài khoản trả ngay (sight account) bằng vàng không phân bổ, còn tài khoản dự phòng bằng vàng có phân bổ. Trong tài chính, *trả ngay* là một thuật ngữ pháp lý cũ có nghĩa là “có thể thanh toán theo yêu cầu hoặc ngay khi



xuất trình”, mặc dù không yêu cầu phải sẵn có vàng cho đến khi yêu cầu thực sự được đưa ra. BIS đạt được cùng một đòn bẩy như các ngân hàng tư nhân của nó thông qua hợp đồng thuê, kỳ hạn và tương lai.

Đáng chú ý là thuyết minh số 15 về các chính sách kế toán trong Báo cáo thường niên năm 2010 của BIS cho biết: “Các khoản cho vay bằng vàng bao gồm những khoản cho vay bằng vàng ấn định kỳ hạn đối với *các ngân hàng thương mại*.” Cũng trong thuyết minh này trên Báo cáo năm 2013 cho biết: “Các khoản cho vay bằng vàng bao gồm các khoản cho vay bằng vàng ấn định kỳ hạn.” Rõ ràng là đến năm 2013, BIS cho rằng sẽ khôn ngoan hơn khi che giấu sự thật là BIS có giao dịch với các ngân hàng thương mại tư nhân. Sự phủ nhận này là hợp lý, vì BIS là một trong những kênh truyền tải chính của các chính sách thao túng thị trường vàng. Các ngân hàng trung ương gửi vàng cho BIS, sau đó BIS sử dụng số vàng này cho các ngân hàng thương mại thuê. Những ngân hàng thương mại này lại bán số vàng đi thuê trên cơ sở không phân bổ, điều này cho phép họ thu về 10 đô-la hoặc nhiều hơn tiền bán vàng trên mỗi đô-la vàng gửi tại BIS. Áp lực vô cùng lớn đối với việc giảm giá đang diễn ra trên thị trường vàng, nhưng không có thời vàng vật chất nào bị đối chủ. Đây là một hệ thống tốt cho việc đàn áp giá vàng.

Trong khi không ai còn nghi ngờ gì về sự hiện diện của các ngân hàng trung ương trên thị trường vàng, thì thời gian



và địa điểm chính xác của các hành động thao túng mà họ thực hiện không được tiết lộ. Tuy nhiên vẫn có thể suy diễn được. Chẳng hạn, ngày 18 tháng 9 năm 2009, IMF đã cho phép bán 403,3 tấn vàng. Trong số đó, 212 tấn đã được bán trong tháng 10 và tháng 11 năm 2009 cho các ngân hàng trung ương của Ấn Độ, Mauritius và Sri Lanka. Thêm 10 tấn nữa được bán cho Ngân hàng Trung ương Bangladesh vào tháng 9 năm 2010. Những thương vụ này được thực hiện bằng cách dàn xếp trước để tránh gây ảnh hưởng đến thị trường. Việc bán 181,3 tấn còn lại bắt đầu vào ngày 17 tháng 2 năm 2010, nhưng danh tính người mua chưa bao giờ được tiết lộ. IMF tuyên bố một vụ bán vàng khác đang “trên thị trường” nhưng cũng cho biết “việc bắt đầu bán vàng trên thị trường không ngăn cản việc bán thêm vàng ngoài thị trường, trực tiếp cho các ngân hàng trung ương quan tâm hoặc các chủ sở hữu chính thức khác”. Nói cách khác, rất có thể 181,3 tấn đã đến Trung Quốc hoặc BIS.

Cùng lúc với việc IMF thông báo và thực hiện hoạt động bán vàng, BIS cũng báo cáo một sự tăng mạnh trong lượng vàng mà họ sở hữu. Vàng của BIS đã tăng từ 154 tấn vào cuối năm 2009 lên hơn 500 tấn vào cuối năm 2010. Có thể IMF đã chuyển sang BIS một phần của số vàng chưa được công bố – 181,3 tấn cho BIS và Ban Ngân hàng của BIS, khi đó nằm dưới sự kiểm soát của Günter Pleines, một cựu Giám đốc ngân hàng trung ương từ Đức, đã bán vàng cho Trung Quốc. Cũng có thể là dòng vàng lớn đến từ các giao



dịch hoán đổi vàng của những ngân hàng châu Âu đang tuyệt vọng cố gắng huy động tiền mặt để trả nợ vì giá trị tài sản của họ đã sụp đổ trong suốt cuộc khủng hoảng công. Câu trả lời không được tiết lộ, nhưng dù sao đi nữa, BIS đã sẵn sàng tạo điều kiện cho những hoạt động không minh bạch như vậy trên thị trường vàng như nó đã làm cho Đức Quốc xã và các nước khác từ năm 1930.

Một số bằng chứng thuyết phục nhất cho việc thao túng thị trường vàng đến từ một nghiên cứu được thực hiện bởi bộ phận nghiên cứu của một trong những quỹ đầu cơ vĩ mô toàn cầu lớn nhất thế giới. Nghiên cứu này liên quan đến hai chương trình đầu tư giả định trong khoảng thời gian 10 năm, từ năm 2003 đến năm 2013. Một chương trình sẽ hàng ngày mua vàng tương lai tại mức giá mở cửa trên sàn giao dịch COMEX New York và bán tại mức giá đóng cửa. Một chương trình khác sẽ mua vàng khi hoạt động giao dịch ngoài giờ bắt đầu và bán ngay trước khi COMEX mở cửa vào ngày hôm sau. Có nghĩa là một chương trình sẽ hoạt động theo khung giờ của phiên giao dịch chính thức ở New York và một chương trình khác sẽ hoạt động trong khung giờ ngoài phiên giao dịch. Trong một thị trường không bị lũng đoạn, hai chương trình này sẽ đưa ra kết quả gần như giống hệt nhau theo thời gian, bất chấp những sự biến động trong ngày. Trên thực tế, chương trình New York đã cho thấy những thua lỗ nghiêm trọng, trong khi chương trình ngoài phiên giao dịch lại cho thấy lợi nhuận ngoạn



mức vượt xa mức giá trên thị trường vàng trong cùng thời kỳ. Hướng suy diễn không thể tránh khỏi là những kẻ thao túng đã ập vào phiên đóng cửa New York, tạo ra những cơ hội kiếm lời vượt trội cho những người giao dịch ngoài giờ. Vì giá vàng của phiên đóng cửa ở New York là “giá” vàng được báo cáo rộng rãi nhất nên động lực để làm điều này tương đối rõ ràng.

Động lực để các ngân hàng trung ương thao túng thị trường vàng cũng tinh vi như những phương pháp mà họ sử dụng. Các ngân hàng trung ương muốn lạm phát để giảm giá trị thực của nợ Chính phủ và chuyển của cải từ người tiết kiệm sang các ngân hàng. Nhưng các ngân hàng trung ương cũng muốn kìm hãm giá vàng. Những mục tiêu kép này có vẻ khó đối chiếu. Nếu các ngân hàng trung ương muốn lạm phát, và nếu giá vàng tăng sẽ gây ra lạm phát, thì tại sao các ngân hàng trung ương lại kìm hãm giá vàng?

Câu trả lời là các ngân hàng trung ương, chủ yếu là Cục Dự trữ Liên bang, muốn có lạm phát, nhưng họ muốn nó diễn ra *có trật tự* chứ không phải rối loạn. Họ muốn lạm phát với liều lượng nhỏ để nó không bị chú ý. Vàng rất dễ biến động và khi nó tăng đột biến thì những dự đoán về lạm phát cũng tăng theo. Cục Dự trữ Liên bang và BIS kìm hãm giá vàng không phải là để ngăn nó đừng giảm sâu hơn, mà để giữ cho nó tăng lên một cách có trật tự sao cho người gửi tiết kiệm không để ý đến lạm phát. Các ngân hàng trung ương hành động giống như một cậu bé 9 tuổi nhìn thấy



50 đô-la trong ví của mẹ mình và lấy trộm 1 đô-la với suy nghĩ rằng mẹ sẽ không để ý. Cậu bé biết rằng nếu ví mất 20 đô-la, mẹ sẽ biết và cậu sẽ bị phạt. Lạm phát 3%/năm hầu như không ai để ý, nhưng nếu kéo dài trong hai mươi năm, nó sẽ làm giá trị nợ quốc gia giảm gần một nửa. Kiểu lạm phát chậm, ổn định này là mục tiêu của ngân hàng trung ương. Quản lý những kỳ vọng lạm phát bằng cách thao túng giá vàng, buộc chúng phải giảm đi là lập luận của Chủ tịch FED, Arthur Burns, đưa ra với Tổng thống Gerald Ford trong bản ghi nhớ bí mật năm 1975. Đến nay, lập luận này vẫn không thay đổi.

Tuy nhiên, kể từ đó lại nổi lên một động cơ thậm chí còn nguy hiểm hơn của việc các ngân hàng trung ương thao túng giá vàng. Giá vàng phải được giữ ở mức thấp cho đến khi lượng vàng mà các cường quốc kinh tế sở hữu cân bằng trở lại, và quá trình tái cân bằng này phải được hoàn thành trước khi hệ thống tiền tệ quốc tế sụp đổ. Khi thế giới trở lại với một bản vị vàng, dù là để tạo ra lạm phát hay vì sự cần thiết phải khôi phục lòng tin, thì yếu tố sống còn là phải có sự hỗ trợ từ tất cả các trung tâm kinh tế lớn của thế giới. Một nền kinh tế lớn mà không có đủ vàng sẽ bị loại khỏi bất kỳ một hội nghị Bretton Woods kiểu mới nào, hoặc họ chủ động từ chối tham gia vì không thể kiếm lợi từ việc xác định lại giá vàng. Giống như trong ván poker, Hoa Kỳ sở hữu tất cả các con chip tại Bretton Woods và tích cực sử dụng chúng để quyết định kết quả. Bretton Woods sẽ xảy



ra một lần nữa, các nước như Nga và Trung Quốc sẽ không cho phép Hoa Kỳ áp đặt ý chí của họ. Họ sẽ thích đi theo con đường riêng hơn là phụ thuộc vào quyền bá chủ tài chính của Hoa Kỳ. Sẽ phải có một xuất phát điểm công bằng hơn để thúc đẩy quá trình hợp tác cải tổ hệ thống.

Liệu có phép toán ưa thích nào cho việc tái cân bằng dự trữ không? Nhiều nhà phân tích nhìn vào số liệu thống kê của vàng như tỉ lệ phần trăm trong dự trữ. Hoa Kỳ có 73,3% dự trữ tính bằng vàng. Con số này của Trung Quốc là 1,3%. Nhưng số liệu này lại dễ gây hiểu nhầm. Dự trữ của hầu hết các quốc gia là sự kết hợp giữa vàng và tiền tệ mạnh. Nhưng vì Hoa Kỳ có thể in đô-la nên họ không cần dự trữ ngoại tệ lớn, và kết quả là, vàng chiếm đa số trong vị thế dự trữ của Hoa Kỳ. Mặt khác, Trung Quốc có ít vàng nhưng sở hữu khoảng 3.000 tỉ đô-la dự trữ ngoại tệ. Những dự trữ này có giá trị trong ngắn hạn ngay cả khi chúng dễ có nguy cơ lạm phát trong tương lai. Vì những lý do này, tỉ lệ 73% của Hoa Kỳ đã phóng đại điểm mạnh của họ, trong khi tỉ lệ 1,3% của Trung Quốc lại phóng đại điểm yếu của họ.

Một thước đo tốt hơn về vai trò của vàng như một quỹ dự trữ tiền tệ là chia giá trị thị trường danh nghĩa của vàng cho GDP danh nghĩa (tỉ lệ giữa vàng/GDP). GDP danh nghĩa là tổng giá trị hàng hóa và dịch vụ mà một nền kinh tế sản xuất. Vàng là cơ sở tiền tệ thật sự, tài sản dự trữ đứng sau tiền tệ cơ bản của FED, gọi là M-Zero (M0). Vàng là M-Subzero. Tỉ lệ giữa vàng và GDP cho biết lượng tiền thực



sự sẵn có để hỗ trợ nền kinh tế và sức mạnh tương đối của một quốc gia nếu bản vị vàng trở lại. Trong Bảng 2 là dữ liệu gần đây cho một nhóm các nền kinh tế được lựa chọn với tổng GDP chiếm hơn 75% GDP toàn cầu.

Bảng 2: Tỷ lệ vàng/GDP của đối với các nền kinh tế được lựa chọn

Quốc gia	Vàng (mét tấn)	Giá trị thị trường của vàng tại mức giá 1.500 đô la/oz	GDP	Tỷ lệ vàng/GDP
Eurozone	10.783,4	569 tỷ đô la	12,3 nghìn tỷ đô la	4,6%
Hoa Kỳ	8.133,5	429 tỷ đô la	15,7 nghìn tỷ đô la	2,7%
Trung Quốc	4.200,0	222 tỷ đô la	8,2 nghìn tỷ đô la	2,7%
Nga	996,1	53 tỷ đô la	2 nghìn tỷ đô la	2,7%
Nhật Bản	765,2	40 tỷ đô la	6 nghìn tỷ đô la	0,7%
Ấn Độ	557,7	29 tỷ đô la	1,8 nghìn tỷ đô la	1,6%
Anh	310,3	16 tỷ đô la	2,4 nghìn tỷ đô la	0,7%
Australia	79,9	4 tỷ đô la	1,5 nghìn tỷ đô la	0,3%
Brazil	67,2	3,5 tỷ đô la	2,4 nghìn tỷ đô la	0,1%
Canada	3,2	0,2 tỷ đô la	1,8 nghìn tỷ đô la	0,01%
Tổng	25.896,5	1.365,7 tỷ đô la	54,1 nghìn tỷ đô la	2,5%



Tỉ lệ vàng/GDP trên toàn cầu là 2,2% cho thấy nền kinh tế toàn cầu đang sử dụng đòn bẩy đối với tiền thực ở mức tỉ lệ 45:1 nhưng nghiêng về phía có lợi đáng kể cho Hoa Kỳ, Eurozone và Nga. Ba nền kinh tế này có tỉ lệ trên mức trung bình toàn cầu. Tỉ lệ của Eurozone là 4,6%, cao gấp đôi mức trung bình toàn cầu. Hoa Kỳ và Nga đang ở trong vị thế ngang hàng chiến lược, kết quả của việc Nga tăng 65% dự trữ vàng kể từ năm 2009. Động năng này là tiếng vang kỳ diệu của “khoảng cách tên lửa” đầu những năm 1960, khi Nga và Hoa Kỳ cạnh tranh vị thế tối cao trong lĩnh vực vũ khí hạt nhân. Sự cạnh tranh đó được cho là không ổn định và dẫn đến các thỏa thuận giới hạn vũ khí chiến lược trong những năm 1970, nhờ đó duy trì thế ổn định hạt nhân trong 40 năm qua. Nga hiện đã xóa bỏ “khoảng cách vàng” và đứng ngang hàng với Hoa Kỳ.

Các liên kết yếu thế một cách rõ ràng là Trung Quốc, Anh và Nhật Bản, mỗi nước có tỉ lệ 0,7%, ít hơn 1/3 tỉ lệ của Hoa Kỳ-Nga và nhỏ hơn nhiều so với tỉ lệ của Eurozone. Các nền kinh tế lớn khác, như Brazil và Australia, thậm chí còn thấp hơn, trong khi dự trữ vàng của Canada rất khiêm tốn trong tương quan với quy mô của nền kinh tế nước này.

Nếu vàng không phải là tiền thì những tỉ lệ này là không quan trọng. Tuy nhiên, nếu có sự sụp đổ của niềm tin vào đồng tiền pháp định và sự quay trở lại của tiền tệ được bảo đảm bằng vàng, dù là cố ý hay do phản ứng khẩn cấp, thì những tỉ lệ này sẽ xác định ai sẽ có ảnh hưởng lớn nhất trên



bàn đàm phán của IMF hoặc G20 để cải tổ hệ thống tiền tệ quốc tế. Theo hình hình hiện nay, Nga, Đức và Hoa Kỳ sẽ chiếm ưu thế trong những cuộc thảo luận này.



CÚ LỬA CỦA TRUNG QUỐC

Một lần nữa chúng ta lại nói về Trung Quốc. Có vẻ như vô lý khi thừa nhận rằng hệ thống tiền tệ quốc tế có thể được cải tổ với sự tham gia mạnh mẽ của Trung Quốc, nền kinh tế lớn thứ hai thế giới (thứ ba nếu Eurozone được coi là một chủ thể đơn lẻ). Người ta ngầm hiểu rằng Trung Quốc có dự trữ vàng lớn hơn nhiều so với báo cáo chính thức của nó. Nếu Bảng 2 được điều chỉnh lại để thể hiện Trung Quốc với dự trữ vàng ước tính – nhưng chính xác hơn – là 4.200 tấn, thì sự thay đổi trong các tỉ lệ này sẽ rất lớn.

Trong Bảng số liệu được sửa đổi, tỉ lệ toàn cầu tăng nhẹ từ 2,2% lên 2,5%, đưa đòn bẩy vàng toàn cầu lên 40:1. Hơn thế, Trung Quốc sẽ gia nhập “câu lạc bộ vàng” với tỉ lệ 2,7%, tương đương với Nga và Hoa Kỳ, cao hơn mức trung bình toàn cầu.

Bảng 3: Tác động của việc mua vàng bí mật của Trung Quốc
lên các tỉ lệ vàng/GDP

Quốc gia	Vàng (mét tấn)	Giá trị thị trường của vàng tại mức giá 1.500đô la/oz	GDP	Tỷ lệ vàng/GDP
Eurozone	10.783,4	569 tỷ đô la	12,3 nghìn tỷ đô la	4,6%
Hoa Kỳ	8.133,5	429 tỷ đô la	15,7 nghìn tỷ đô la	2,7%
Trung Quốc	1.054,1	56 tỷ đô la	8,2 nghìn tỷ đô la	0,7%
Nga	996,1	53 tỷ đô la	2 nghìn tỷ đô la	2,7%
Nhật Bản	765,2	40 tỷ đô la	6 nghìn tỷ đô la	0,7%
Ấn Độ	557,7	29 tỷ đô la	1,8 nghìn tỷ đô la	1,6%
Anh	310,3	16 tỷ đô la	2,4 nghìn tỷ đô la	0,7%
Australia	79,9	4 tỷ đô la	1,5 nghìn tỷ đô la	0,3%
Brazil	67,2	3,5 tỷ đô la	2,4 nghìn tỷ đô la	0,1%
Canada	3,2	0,2 tỷ đô la	1,8 nghìn tỷ đô la	0,01%
Tổng	22.750,6	1.199,7 tỷ đô la	54,1 nghìn tỷ đô la	2,2%



Mặc dù hiếm khi được thảo luận công khai bởi giới tinh hoa tiền tệ, nhưng việc tỉ lệ vàng của Trung Quốc từ 0,7% lên 2,7%, như được thể hiện ở Bảng 2 và Bảng 3, thực sự đã xảy ra trong những năm gần đây. Khi quá trình tái cân bằng vàng hoàn tất, hệ thống tiền tệ quốc tế có thể chuyển sang một trạng thái cân bằng mới nếu Trung Quốc bị bỏ lại phía sau với dự trữ toàn tiền giấy. Sự gia tăng trong dự trữ vàng của Trung Quốc được thiết kế để đem lại cho quốc gia này một vị thế ngang hàng về vàng với Nga, Hoa Kỳ và Eurozone, và để tái cân bằng dự trữ vàng toàn cầu.

Sự tái cân bằng này mở đường cho hoặc là lạm phát toàn cầu, hoặc là việc huy động vàng khẩn cấp như một tiền tệ dự trữ, nhưng con đường này đã và đang trở nên phức tạp đối với Trung Quốc. Khi châu Âu và Nhật Bản trốn dậy từ đồng tro tàn của Chiến tranh Thế giới II, họ có thể mua vàng bằng những đồng đô-la thặng dư thương mại của họ, vì đồng đô-la có thể được chuyển đổi tự do ở một mức giá cố định. Dự trữ vàng của Mỹ giảm khoảng 11.000 tấn từ năm 1950 đến năm 1970 khi châu Âu và Nhật Bản dùng đô-la mua vàng. 30 năm sau, Trung Quốc là quốc gia mậu dịch chi phối thị trường quốc tế, thu về thặng dư khổng lồ bằng đô-la. Tuy nhiên, cửa sổ vàng đã đóng từ năm 1971 và Trung Quốc không thể hoán đổi đô-la lấy vàng của Hoa Kỳ ở một mức giá cố định. Kết quả là, Trung Quốc buộc phải mua dự trữ vàng của mình trên thị trường mở và thông qua các mỏ trong nước.



Việc mua lại vàng trên cơ sở thị trường này tạo ra ba nguy cơ cho Trung Quốc và thế giới. Thứ nhất, tác động của những đợt mua vàng khổng lồ như vậy đến thị trường có nghĩa là giá vàng có thể tăng vọt trước khi Trung Quốc hoàn thành việc tái cân bằng. Thứ hai, nền kinh tế Trung Quốc đang phát triển nhanh đến nỗi số lượng vàng cần thiết để đạt được vị thế ngang hàng là một mục tiêu không ngừng tăng lên. Thứ ba, Trung Quốc không thể bỏ dự trữ đô-la để mua vàng vì nó sẽ làm tăng thêm gánh nặng cho Hoa Kỳ với lãi suất cao hơn, ảnh hưởng đến nền kinh tế Trung Quốc nếu người tiêu dùng Mỹ ngừng mua hàng Trung Quốc như đòn đáp trả.

Nguy cơ lớn nhất đối với Trung Quốc trong tương lai gần là lạm phát sẽ xuất hiện ở Hoa Kỳ trước khi Trung Quốc thu thập được đủ số vàng cần thiết. Trong trường hợp đó, sự kết hợp giữa tăng trưởng nhanh hơn của Trung Quốc và giá vàng cao hơn sẽ gây tổn kém cho việc duy trì tỉ lệ vàng/GDP. Tuy nhiên, một khi đã có đủ vàng thôi, Trung Quốc sẽ có vị thế được phòng vệ vì bất cứ khoản nào họ bị mất đi vì lạm phát cũng sẽ lấy lại được nhờ giá vàng cao hơn. Đến lúc đó, Trung Quốc có thể bật đèn xanh cho lạm phát ở Mỹ. Tiến trình hướng đến dự trữ vàng được phân phối đồng đều cũng giải thích cho những nỗ lực kiểm soát giá của ngân hàng trung ương, vì Hoa Kỳ và Trung Quốc đang chia sẻ những lợi ích chung trong việc giữ giá vàng ở mức thấp cho đến khi Trung Quốc mua được vàng. Giải pháp cho Hoa Kỳ



và Trung Quốc là điều phối việc kim hãm giá vàng thông qua hợp đồng hoán đổi, cho thuê và tương lai. Một khi việc tái cân bằng được hoàn thành, có lẽ vào năm 2015, họ sẽ có ít lý do hơn để kim hãm giá vàng vì Trung Quốc không còn bị thiệt thòi trong trường hợp tăng giá.

Không khó để tìm ra bằng chứng cho thấy Hoa Kỳ đang hỗ trợ hoạt động mua vàng của Trung Quốc. Lời bình luận kích thích nhất đến từ Min Zhu, Phó Giám đốc Điều hành IMF. Để trả lời câu hỏi gần đây liên quan đến hoạt động mua vàng của Trung Quốc, ông trả lời, “Hoạt động mua vàng của Trung Quốc là hợp lý vì phần lớn dự trữ vàng toàn cầu đều thành phần tín dụng nhất định, chúng là tiền giấy. Cũng tốt nếu tích trữ một phần dự trữ trong cái gì đó có thực”. Việc sử dụng thuật ngữ *tín dụng* để mô tả dự trữ phù hợp với thực tế rằng tất cả tiền giấy đều là một nghĩa vụ nợ của ngân hàng trung ương và do đó một hình thức của nợ. Trái phiếu kho bạc mua bằng tiền giấy cũng giống như một hình thức nợ. Việc Min Zhu phân biệt giữa *dự trữ tín dụng* và *dự trữ thực* đã nêu bật vai trò của vàng như loại tiền cơ sở có thực, hay M-Subzero.

Phản ứng trong nội bộ cộng đồng an ninh quốc gia Hoa Kỳ đối với việc tái cân bằng vàng của Trung Quốc khá thờ ơ. Khi được hỏi về hoạt động mua vàng của Trung Quốc, một trong những quan chức tình báo cấp cao của Mỹ nhún vai, “Phải có ai sở hữu nó chứ” như thể dự trữ vàng là một phần của phiên chợ đồ cũ trên quy mô toàn cầu vậy. Một



quan chức cấp cao trong văn phòng Bộ trưởng Quốc phòng bày tỏ lo ngại về những tác động chiến lược mà kế hoạch tái cân bằng vàng của Trung Quốc có thể gây ra, nhưng sau đó nói tiếp, “Ngân khố thực sự không thích khi chúng ta nói về đồng đô-la”.

Lầu Năm Góc và CIA luôn chặn miệng FED và Kho bạc Hoa Kỳ khi chủ đề chuyển sang vàng và đô-la, trong khi Quốc hội hầu như rất mù mờ về chủ đề này. Theo Nghị sĩ James Himes, một trong bốn thành viên duy nhất ở cả hai đảng có vị trí trong cả hai Ủy ban Dịch vụ Tài chính Hạ viện và Ủy ban Đặc biệt chuyên trách Tình báo Thượng viện, “Tôi chưa bao giờ nghe thấy bất kỳ cuộc thảo luận nào về việc mua vàng dự trữ.” Với quân đội, các cơ quan và Quốc hội đều không quan tâm hoặc chưa được thông báo về hoạt động mua vàng của Trung Quốc, Kho bạc và FED rảnh tay giúp đỡ người Trung Quốc cho đến khi Trung Quốc hoàn thành mục tiêu tái cân bằng.

Bất chấp những biện pháp kín đáo và tinh vi để tái cân bằng vàng toàn cầu, ngày càng có nhiều dấu hiệu cho thấy hệ thống tiền tệ quốc tế có thể sụp đổ trước khi hoàn thành quá trình chuyển sang vàng hoặc SDR. Trong mắt những người ủng hộ thuyết hỗn độn, hệ thống này đang chao đảo. Hầu như mỗi hợp đồng “vàng giấy” đều có khả năng chuyển thành việc giao vàng vật chất, chỉ cần một thông báo và điều khoản chuyển đổi. Phần lớn các hợp đồng tương lai đều được gia hạn đến những thời hạn thanh toán xa hơn,



hoặc được đóng lại thông qua một hợp đồng đền bù. Tuy nhiên, bên mua của hợp đồng vàng tương lai có quyền yêu cầu giao vàng vật chất bằng cách đưa ra thông báo và sắp xếp để nhận hàng từ kho được chỉ định. Một hợp đồng cho thuê vàng có thể được chấm dứt bởi bên cho thuê vào cuối kỳ hạn. Vàng không phân bổ có thể được chuyển thành các vàng thỏi được phân bổ, thông thường bằng cách trả thêm phí, và vàng được phân bổ sau đó có thể được giao cho chủ sở hữu theo yêu cầu. Một số cổ đông quỹ hoán đổi giao dịch vàng (*exchanged-traded fund* - *ETF*) có thể chuyển đổi sang vàng vật chất bằng cách dùng cổ phiếu mua vàng rồi nhận vàng từ kho ETF.

Yếu tố có tiềm năng gây mất ổn định là lượng vàng phụ thuộc vào hợp đồng trên giấy tờ có giá trị gấp hàng trăm lần lượng vàng vật chất được sử dụng để bảo đảm cho những hợp đồng đó. Chừng nào chủ sở hữu còn đứng tên trên hợp đồng giấy tờ, hệ thống vẫn ở trạng thái cân bằng. Nếu những chủ sở hữu với số lượng lớn định yêu cầu giao vàng vật chất, họ có thể trở thành bông tuyết trên một ngọn núi vàng không ổn định. Khi những người sở hữu khác nhận ra rằng vàng vật chất sẽ cạn kiệt trước khi họ có thể chuộc lại hợp đồng vàng thỏi, thì một cú rơi nhẹ có thể leo thang thành một trận lở tuyết, một cuộc tháo chạy vốn khỏi ngân hàng thực sự, trừ khi các ngân hàng trong trường hợp này là những kho vàng đang hỗ trợ cho các sàn giao dịch và ETF. Đây là những gì xảy ra vào năm 1969 khi các đối tác thương



mại châu Âu của Hoa Kỳ được nhận tiền mặt bằng đô-la Mỹ thay cho vàng vật chất. Tổng thống Nixon đã đóng cửa sổ vàng vào tháng 8 năm 1971. Nếu không làm như vậy, các hầm vàng của Mỹ ở Fort Knox sẽ trở nên trống trơn vào cuối những năm 1970.

Một động năng tương tự đã bắt đầu vào ngày 4 tháng 10 năm 2012, khi giá vàng giao ngay chạm mức cao nhất lúc bấy giờ là 1.790 đô-la/ounce. Kể từ đó, vàng đã giảm hơn 12% trong sáu tháng tiếp. Sau đó, vàng giảm thêm 23,5% xuống còn 1.200 đô-la/ounce vào cuối tháng sáu. Không những chẳng dọa được người mua, mà việc giá vàng sụp đổ còn khiến vàng có vẻ rẻ hơn đối với hàng triệu người mua cá nhân trên khắp thế giới. Họ xếp hàng trước các ngân hàng và cửa hàng, nhanh chóng mua sạch nguồn cung. Người muốn mua vàng thỏi tiêu chuẩn 400 ounce và 1 ki-lô-gram không tìm thấy được người bán. Họ phải đợi gần 30 ngày để các nhà máy tinh chế vàng sản xuất xong. Argor-Heraeus và Pamp – hai cơ sở tinh chế vàng của Thụy Sĩ – đã phải làm ngày làm đêm để đáp ứng nhu cầu. Nhiều đợt trả nợ quy mô lớn được thực hiện trong các quỹ ETF, không phải vì tất cả các nhà đầu tư đều tin rằng giá vàng sẽ giảm, mà do một số người muốn có vàng thỏi từ kho ETF. Trong các nhà kho của COMEX đang giữ vàng để thanh toán hợp đồng tương lai, vàng tồn kho cạn kiệt đến mức chưa từng thấy kể từ đợt Khủng hoảng 2008. Các hợp đồng vàng tương lai rơi vào tình trạng *bù hoãn bán* (backwardation), điều kiện rất bất



thường, trong đó vàng để giao ngay đắt hơn vàng giao theo kỳ hạn. Thông thường, trường hợp ngược lại chiếm ưu thế vì người bán kỳ hạn phải trả tiền kho bãi và bảo hiểm. Đây là một dấu hiệu khác của sự thiếu hụt vàng vật chất cấp tính và nhu cầu cao đối với việc nhận vàng vật chất ngay lập tức.

Nếu ngày hôm nay, một cơn khủng hoảng mua vàng nổ ra thì không có bất cứ cửa sổ vàng đơn nhất nào để Tổng thống đóng lại. Thay vào đó, vô số các điều khoản hợp đồng được in chữ nhỏ li ti mà người mua cũng hiếm khi nghiên cứu sẽ được huy động. Sàn giao dịch vàng tương lai có khả năng chuyển đổi hợp đồng để có thể thanh toán bằng tiền mặt để đóng các kênh giao vàng vật chất. Các ngân hàng vàng thời cũng có thể thanh toán hợp đồng vàng kỳ hạn bằng tiền mặt và từ chối cho người mua chuyển đổi sang vàng phân bổ. Các điều khoản “chấm dứt sớm” và bất khả kháng bị chôn vùi trong hợp đồng nay lại được mang ra sử dụng bởi những ngân hàng đã bán nhiều hơn số vàng họ có trong tay. Kết quả là các nhà đầu tư sẽ nhận được một khoản thanh toán bằng tiền mặt khi đến ngày chấm dứt hợp đồng, nhưng chỉ vậy thôi. Các nhà đầu tư sẽ nhận được một số tiền mặt nào đó nhưng không có vàng thời, và sẽ bỏ lỡ đợt tăng giá chắc chắn sẽ xuất hiện ngay sau đó.

Mặc dù vàng vật chất đang chứng kiến tình trạng cung thiếu, cầu cao vào đầu năm 2014, điều này không nhất thiết có nghĩa là sắp diễn ra một sự thay đổi trong giá vàng.



Không phải mọi chuyển trượt tuyết biến thành một trận tuyết lở. Đôi khi những khối tuyết đang chờ đợi những điều kiện ban đầu khác để ập xuống. Các ngân hàng trung ương vẫn có những nguồn lực khổng lồ, bao gồm cả những đợt bán vàng vật chất để đẩy giá vàng lên trong ngắn hạn. Tuy nhiên, bộ tín hiệu báo động đã tắt. Khả năng của các ngân hàng trung ương để duy trì một mức giá trần cho vàng sẽ gặp nhiều thách thức và các khách hàng sở hữu giấy tiền lại sẵn sàng ồ ạt đòi hỏi vàng vật chất. Khi các hoạt động mua vàng của Trung Quốc vẫn đang gấp rút diễn ra, toàn bộ hệ thống tiền tệ quốc tế bị treo trên lưỡi dao tham vọng của Trung Quốc và của cầu thế giới đối với vàng vật chất.

Trong khi giá vàng dao động giữa hai thế lực nhu cầu vật chất và hành vi thao túng của ngân hàng trung ương, thì một thảm họa lớn khác đang lờ mờ xuất hiện: Cục Dự trữ Liên bang đang đứng trên bờ vực phá sản, nếu không muốn nói là đã bước qua mép vực. Kết luận này không phải từ một người theo phe chỉ trích FED, mà từ Frederic S. Mishkin, một trong những nhà kinh tế tiền tệ xuất sắc nhất thế giới, cố vấn của Ben Bernanke cũng như các Thống đốc và chuyên gia kinh tế của FED. Trong bài báo *Crunch Time: Fiscal Crises and the Role of Monetary Policy* (Giai đoạn Nước rút: Khủng hoảng Tài khoá và Vai trò của Chính sách Tiền tệ) được xuất bản vào tháng 2 năm 2013 mà ông viết cùng một số đồng nghiệp, Mishkin cảnh báo rằng FED đang tiến đến rất gần điểm mà tại đó quyền độc lập của nó bị tổn



thương nghiêm trọng và mục đích duy nhất còn lại của nó là tiền tệ hóa chi tiêu thâm hụt bằng cách gây ra lạm phát.

Mishkin và các đồng tác giả đã vận dụng lý thuyết về tính phức hợp và các hàm đệ quy trong phân tích của họ tốt hơn so với bất kỳ đồng nghiệp nào khác. Họ chỉ ra vòng lặp phản hồi trong tài chính quốc gia giữa các nước có thâm hụt lớn hơn, kéo theo chi phí đi vay cao hơn, dẫn đến thâm hụt vàng lớn và chi phí đi vay càng cao, cứ thế tiếp diễn cho đến khi vòng xoáy tử thần bắt đầu. Lúc đó, các quốc gia đang phải đối mặt với sự lựa chọn khó khăn giữa việc giảm thâm hụt thông qua cái gọi là các biện pháp thắt lưng buộc bụng, hay vỡ nợ. Mishkin lập luận rằng, chính sách thắt lưng buộc bụng có thể làm ảnh hưởng đến tăng trưởng danh nghĩa, giảm tỉ lệ nợ/GDP và có khả năng gây ra một đợt vỡ nợ trong quá trình cố gắng ngăn chặn một các xu hướng.

Theo quan điểm của Mishkin, có một cách khác trong đó ngân hàng trung ương cố gắng duy trì tỉ lệ lãi suất trong tầm kiểm soát bằng cách nới lỏng tiền tệ, trong khi các chính trị gia khởi động những giải pháp ngăn chặn thâm hụt dài hạn. Trong khi đó, thâm hụt ngắn hạn có thể chịu đựng được để tránh phải thắt lưng buộc bụng. Chính sách nới lỏng tài khóa và tiền tệ trong ngắn hạn sẽ hiệu quả trong việc kết hợp với nhau để duy trì nền kinh tế tăng trưởng, trong khi các biện pháp cải tổ tài khóa dài hạn sẽ đảo ngược vòng xoáy tử thần.



Mishkin nói rằng, phương pháp này hoạt động tốt trên lý thuyết, nhưng ông lại đưa chúng ta trở lại với thế giới thực của các hệ thống chính trị kém hiệu quả để rồi rốt cuộc vẫn phải dựa vào nói lỏng tiền tệ để né tránh những lựa chọn khó khăn về mặt tài khóa. Mishkin gọi điều kiện này là “thống trị tài chính”. Bài báo của ông mô tả cuộc khủng hoảng mà sự thống trị tài chính gây ra:

Trong điều kiện cực đoan, chính sách tài khóa không bền vững có nghĩa là hạn chế về ngân sách liên thời gian của Chính phủ sẽ phải thỏa mãn bằng cách phát hành nghĩa vụ nợ tiền tệ, được gọi là sự thống trị tài khóa, hoặc không thì bằng một tuyên bố vỡ nợ công. Sự thống trị tài chính buộc ngân hàng trung ương phải theo đuổi chính sách tiền tệ lạm phát ngay cả khi nó đưa ra một cam kết mạnh mẽ rằng sẽ kiểm soát lạm phát, đi kèm là một mục tiêu lạm phát. Ở một số thời điểm trong tương lai, sự thống trị tài khóa sẽ buộc ngân hàng trung ương phải kiếm tiền từ nợ nần, do vậy, bất chấp chính sách tiền tệ thắt chặt trong hiện tại, lạm phát sẽ tăng lên.

Cuối cùng, ngân hàng trung ương không còn quyền lực để né tránh những hậu quả của một chính sách tài chính không bền vững. Nếu ngân hàng trung ương chi trả cho những đợt mua nợ Chính phủ dài hạn trên thị trường mở với tiền dự trữ vừa in thêm thì cuối cùng tất cả những gì mà việc mua bán trên thị trường mở là trao đổi nợ Chính phủ dài hạn (dưới hình thức nợ Kho bạc ban đầu) lấy nợ Chính phủ qua đêm (dưới hình



thức dự trữ có lãi suất). Người ta thừa hiểu rằng bất kỳ sự hoán đổi nợ dài hạn lấy nợ ngắn hạn nào trên thực tế cũng làm cho Chính phủ dễ bị tổn thương hơn một chuyển bay tự nạp nhiên liệu từ nợ Chính phủ, hoặc trong trường hợp của Hoa Kỳ, là một chuyển bay tự nạp nhiên liệu từ đồng đô-la.

Sự thống trị tài khóa đặt một ngân hàng trung ương giữa một tảng đá và một quyết định khó khăn. Nếu ngân hàng trung ương không kiếm được tiền từ khoản nợ thì lãi vay của nợ Chính phủ sẽ tăng mạnh. Do đó, ngân hàng trung ương thực sự có rất ít lựa chọn và bị buộc phải mua nợ của Chính phủ rồi kiếm tiền từ đó, cuối cùng đẩy lạm phát tăng cao.

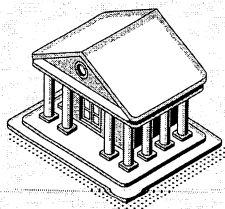
Mishkin và các đồng tác giả chỉ ra một sự sụp đổ khác trong quá trình trên, không liên quan gì đến quá trình tạo ra tiền và lạm phát từ nợ công. Khi FED mua nợ dài hạn bằng tiền mới in, bảng cân đối xuất hiện những khoản thua lỗ lớn tính theo giá thị trường do lãi vay tăng lên. FED sẽ không để lộ những tổn thất này cho đến khi thực sự phải bán trái phiếu như một phần của chiến lược rút lui, mặc dù các nhà phân tích độc lập có thể ước tính được quy mô tổn thất từ những thông tin được công bố công khai.

Quá trình kiếm tiền từ nợ vay để FED lại với sự lựa chọn của Hobson. Nếu Hoa Kỳ nghiêng về giảm phát, tỉ lệ nợ/DGP sẽ tồi tệ hơn vì không đủ tăng trưởng danh nghĩa. Nếu Hoa Kỳ nghiêng về lạm phát, tỉ lệ nợ/GDP sẽ tồi tệ hơn vì lãi suất đi vay của Mỹ cao hơn. Nếu FED chống lạm phát bằng

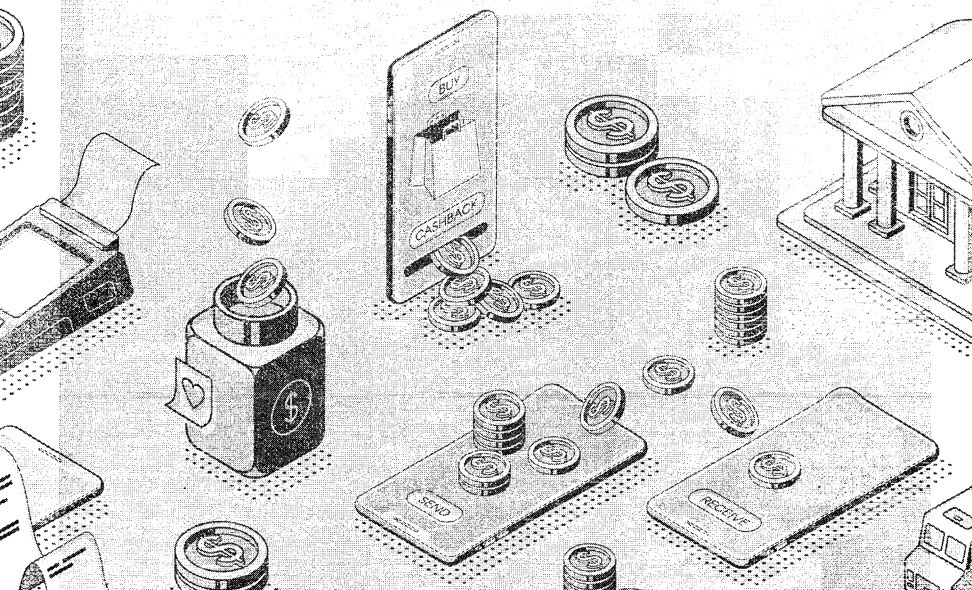


cách bán tài sản, họ sẽ gánh chịu những tổn thất từ đợt bán trái phiếu, và tình trạng mất khả năng thanh toán của nó sẽ trở nên rõ ràng. Tình trạng này sẽ làm xói mòn niềm tin, tự đẩy lãi suất lên cao hơn. Thua lỗ trái phiếu của FED cũng sẽ làm tỉ lệ nợ/GDP xấu đi, vì FED không thể chuyển lợi nhuận cho Ngân Khố, khiến thâm hụt tăng lên. Đường như không có cách nào để Hoa Kỳ thoát khỏi cuộc khủng hoảng nợ công. Các lối ra đều bị chặn lại. FED đã tránh được “cơn đau đớn” trong năm 2009 với những nỗ lực tiền tệ và các biện pháp thao túng thị trường, nhưng cơn đau đó chỉ tạm lắng xuống để chờ ngày trở lại. Ngày đó chính là bây giờ.

Giới tinh hoa tiền tệ toàn cầu, FED, IMF và BIS đang chạy đua cùng thời gian. Họ cần thời gian để Hoa Kỳ đạt được những mục tiêu cải tổ tài khoá dài hạn. Họ cần thời gian để tạo ra thị trường SDR toàn cầu. Họ cần thời gian để tạo điều kiện cho Trung Quốc mua vàng. Vấn đề là không còn thời gian. Một cuộc tháo chạy vàng đã bắt đầu trước khi Trung Quốc có được cái họ cần. Sự sụp đổ niềm tin vào đồng đô-la đã bắt đầu trước khi SDR sẵn sàng để thay thế vị trí của nó. Tình trạng mất khả năng thanh toán của FED đang lơ mơ hiện ra sẽ xuất hiện. Khi khoảnh khắc 11/9 ập đến, hệ thống sẽ nhấp nháy đỏ.



KẾT LUẬN





Trong tài chính, không có quả cầu pha lê nào để dự đoán một kết quả, sau đó bước đi trên một con đường duy nhất. Tuy nhiên, chúng ta có thể mô tả nhiều con đường và những cột cây số trên mỗi tuyến. Các nhà phân tích tình báo gọi những cột cây số này là “những chỉ dẫn và cảnh báo”. Khi đã xác định các chỉ dẫn và cảnh báo, các sự kiện phải được quan sát chặt chẽ, không phải chỉ lướt mắt qua những dòng tiêu đề hời hợt, mà là một phần của quá trình phân tích một hệ thống năng động

Nhà đầu tư Mohamed El-Erian của gã khổng lồ trái phiếu PIMCO đã phổ biến cụm từ “bình thường mới” để mô tả nền kinh tế toàn cầu sau cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008. Ông ấy đúng một nửa. Tình trạng bình thường cũ đã biến mất, nhưng tình trạng bình thường mới vẫn chưa xuất hiện. Nền kinh tế toàn cầu đã rơi xuống dưới mức cân bằng cũ, và vẫn chưa ổn định trong một sự cân bằng mới. Nền kinh tế đang chuyển tiếp từ giai đoạn này sang giai đoạn kia.

Khái niệm trên có thể được minh họa bằng cách đun một ấm nước cho đến khi nước sôi. Nước và hơi nước đều là trạng thái ổn định, mặc dù có động năng khác nhau. Giữa nước và hơi nước là một giai đoạn mà bề mặt nước sôi sục với nhiều bong bóng bật lên, rồi rơi xuống lại. Nước là trạng thái bình thường cũ; hơi nước là trạng thái bình thường mới. Ngay lúc này, nền kinh tế thế giới không ở trong cả hai trạng thái – nó là bề mặt nước với những bong bóng nhảy



nhót, không biết sẽ rơi xuống trở lại thành nước hay bay lên thành hơi nước. Chính sách tiền tệ chính là việc bạn bật ngọn lửa đun ấm nước lên.

Một số quá trình chuyển tiếp pha nhất định không thể đảo ngược được. Khi gỗ cháy thành tro, đó là một quá trình chuyển tiếp pha, nhưng không có cách nào dễ dàng biến tro trở lại thành gỗ. Cục Dự trữ Liên bang tin rằng họ đang quản lý một quy trình có thể đảo ngược. Họ tin rằng giảm phát có thể biến thành lạm phát, và sau đó biến thành không lạm phát, chỉ cần xác định đúng lượng tiền và thời gian cần thiết. Trong vấn đề này, họ đã nhầm.

Cục Dự trữ Liên bang không hiểu rằng việc tạo ra tiền có thể là một quá trình không thể đảo ngược. Tại một thời điểm nhất định, niềm tin vào tiền có thể bị mất đi và không có cách nào để khôi phục nó. Nó cần phải được thay thế bằng một hệ thống hoàn toàn mới. Một hệ thống tiền tệ quốc tế mới sẽ trỗi dậy từ đồng tro tàn của hệ thống đô-la cũ, giống như hệ thống đô-la đã trỗi dậy từ đồng tro tàn của Khối thịnh vượng chung Vương quốc Anh tại Bretton Woods năm 1944, ngay cả trước khi ngọn lửa của Thế chiến II được dập tắt.

Mấu chốt của vấn đề trong hệ thống tài chính toàn cầu hiện nay không phải là tiền mà là nợ. Biện pháp in tiền đang được sử dụng như một phương tiện để đối phó với nợ không trả được. Đến năm 2005, dưới sự dẫn dắt của những



ngân hàng vì lợi ích cá nhân mà mù quáng chấp nhận mọi nguy hiểm, Hoa Kỳ đã đẩy thế giới vào nợ quá mức dưới hình thức các khoản vay thế chấp và hạn mức tín dụng cho những người không thể trả nợ. Bản thân vấn đề thế chấp rất nghiêm trọng nhưng có thể quản lý được. Cái không thể quản lý được là hàng tỉ tỉ đô-la dưới dạng phái sinh được tạo nên từ những khoản vay thế chấp cơ sở và hàng nghìn tỉ đô-la trong các hợp đồng mua lại và giấy tờ thương mại được sử dụng để tài trợ cho hàng tồn kho dưới dạng chứng khoán được đảm bảo bằng tài sản thế chấp để hỗ trợ các công cụ phái sinh.

Khi sự sụp đổ là không thể tránh khỏi, thiệt hại không được phân bổ cho những người chịu trách nhiệm – các ngân hàng và chủ sở hữu trái phiếu – mà lại được chuyển sang cho người dân thông qua tài chính liên bang. Từ năm 2009 đến năm 2012, Ngân khố Hoa Kỳ đã gây ra khoản thâm hụt tích lũy 5.000 tỉ đô-la và Cục Dự trữ Liên bang đã in thêm 1,2 nghìn tỉ đô-la tiền mới. Các cơ chế thâm hụt và in tiền tương tự xuất hiện trên toàn thế giới, khi các ngân hàng không ngừng tạo ra các công cụ phái sinh. Chỉ có một phần của nợ tư nhân được xóa sổ.

Việc làm và lương thưởng của nhân viên ngân hàng vẫn được bảo tồn, nhưng lợi ích của người dân thì không đạt được gì. Một vấn đề nợ tư nhân đã được thay thế bằng khoản nợ công lớn hơn hàng tỉ lần khoản nợ tư nhân. Trong thực



tế, những khoản nợ này không thể trả được và vỡ nợ, phá sản sẽ sớm theo sau. Tình trạng vỡ nợ của các quốc gia nhỏ hơn như Hy Lạp, Síp và Argentina sẽ được thực hiện thông qua việc không thanh toán lợi tức trái phiếu và những khoản thiệt hại của người gửi tiết kiệm. Tình trạng vỡ nợ đối với các quốc gia lớn hơn như Hoa Kỳ sẽ đến từ lạm phát toàn cầu, cơ chế cho phép ăn cắp tài sản của người gửi tiết kiệm, người gửi tiền và người sở hữu trái phiếu.

Bên cạnh những thách thức là những lời cảnh báo về sự hồi sinh của một hiện tượng gần như bị lãng quên. Sự giảm phát, một tình trạng không được nhìn nhận rộng rãi trong các nền kinh tế phát triển mạnh kể từ những năm 1930, đã trở lại, quấy rầy cuộc chơi lạm phát của các ngân hàng trung ương. Giảm phát có nguồn gốc từ trạng thái tâm thần ỉn trệ, chán nản. Các nhà đầu tư đã bị sốc và sợ hãi bởi những sự kiện trong năm 2008 và phản ứng tức thời của họ là ngừng chi tiêu, tránh rủi ro và chuyển sang sử dụng tiền mặt. Phản ứng này khởi động quá trình giảm phát. Đã có nhiều nghiên cứu được thực hiện đối với giá cổ phiếu và giá nhà ở tăng lên kể từ năm 2009, nhưng một công trình nghiên cứu kỹ lưỡng về cả hai cho thấy rằng khối lượng cổ phiếu giao dịch trên thị trường thì thấp nhưng đòn bẩy lại khá cao. Đây là những dấu hiệu cho thấy các chỉ số tăng lên thực chất là bong bóng tài sản được tạo ra bởi giới giao dịch và đầu cơ chuyên nghiệp, các quỹ đầu cơ và sự tham gia của người dân đang mờ nhạt dần. Tương tự, giá nhà tăng lên



không chỉ vì hoạt động mua nhà truyền thống, mà còn bởi tổ chức đầu tư mua những khu căn hộ lớn bằng đòn bẩy, tái cấu trúc nợ của người sở hữu nhà, hoặc chuyển đổi các khoản thế chấp sang cho thuê. Dòng tiền có thể làm cho các khoản đầu tư này có sức hấp dẫn như trái phiếu, nhưng không ai được phép phạm phải những nhầm lẫn kỹ thuật rằng kỹ thuật tài chính này là để phục vụ một thị trường nhà ở lành mạnh, bình thường. Giá tài sản tăng cao là con mồi béo bở cho các dòng tít trên báo đài, nhưng nó không có ích gì trong việc phá vỡ tư duy giảm phát của đại bộ phận các nhà đầu tư và người tiết kiệm.

Việc các ngân hàng trung ương đang theo đuổi lạm phát, và không thể đạt được nó, là một nguyên nhân góp phần vào sự tồn tại dai dẳng của giảm phát cơ bản. Việc in tiền để chống lại giảm phát có thể gây mất lòng tin vào hệ thống tiền tệ pháp định. Nếu tư duy giảm phát bị phá bỏ, tâm trạng lạm phát có thể chạy trước những khả năng của ngân hàng trung ương và chứng minh rằng nó không thể ngăn chặn hay đảo ngược. Trong trường hợp giảm phát dai dẳng hoặc lạm phát không ngừng, chúng ta có nguy cơ mất đi thứ giá trị nhất mà Paul Volcker cảnh báo: niềm tin. Khi niềm tin vào một hệ thống tiền tệ bị mất đi, nó gần như không thể văn hồi được.

Rất có thể, một hệ thống mới sẽ là điều cần thiết, với một nền tảng mới có thể tạo ra niềm tin mới. Đồng đô-la được đảm bảo bằng vàng đã thay thế đồng bảng Anh trong



nhiều giai đoạn từ năm 1925 đến năm 1944. Đồng đô-la giấy đã thay thế đồng đô-la được đảm bảo bằng vàng trong nhiều giai đoạn từ năm 1971 đến năm 1980. Trong mỗi trường hợp, niềm tin tạm thời mất đi nhưng lại được phục hồi với một phương tiện tích trữ giá trị mới.

Cho dù niềm tin vào đồng đô-la bắt nguồn từ những mối đe dọa từ bên ngoài hay sự thờ ơ từ bên trong, thì nhà đầu tư cũng nên đặt ra hai câu hỏi: (i) *Điều gì sẽ xảy ra tiếp theo?* (ii) *Làm thế nào để bảo tồn tài sản trong quá trình chuyển tiếp?*



BA CON ĐƯỜNG

Sự sụp đổ của đồng đô-la dẫn đến một trong ba con đường. Thứ nhất là tiền thế giới, SDR; thứ hai là một bản vị vàng; và thứ ba là bất ổn xã hội. Mỗi kết quả này đều có thể dự đoán được và mỗi kết quả đại diện cho một chiến lược phân bổ tài sản tối ưu để bảo tồn của cải.

Việc sử dụng đồng SDR thay thế đồng đô-la làm đồng tiền dự trữ toàn cầu đang được tiến hành, và IMF đã đưa ra một kế hoạch chuyển đổi 10 năm được Hoa Kỳ thông qua một cách không chính thức. Kế hoạch này liên quan đến việc tăng số lượng SDR trong lưu thông và xây dựng cơ sở hạ tầng của tài sản có thể đầu tư có mệnh giá bằng SDR, các công ty phát hành, nhà đầu tư và các đại lý. Theo thời gian,



tỉ trọng của đồng đô-la trong rổ SDR sẽ được giảm xuống để nâng đồng nhân dân tệ của Trung Quốc lên.

Kế hoạch, như đã được IMF đưa ra, minh hoạ cho phương thức ưa chuộng của George Soros, như được mô tả bởi Karrrl Popper – nhà triết học mà Soros yêu thích. Soros và Popper gọi đó là “cải biến từng phần” (*piecemeal engineering*) và coi đó là hình thức cải biến xã hội ưa thích của họ. Lý tưởng của Soros-Popper là tạo ra những thay đổi lớn trong các bước tiến triển nhỏ, không đáng chú ý, thứ có thể được cải tiến hoặc trì hoãn theo yêu cầu của hoàn cảnh. Popper đã viết:

Theo đó, người thực hành kỹ thuật cải biến từng phần sẽ áp dụng phương pháp này sự ủng hộ của họ có thể dễ dàng trở thành một phương tiện để liên tục trì hoãn hành động cho đến một ngày khác, khi các điều kiện thuận lợi hơn.

Kế hoạch chi tiết cho kỹ thuật cải biến từng phần tương đối đơn giản. Chúng được thiết kế cho các định chế riêng lẻ.

Tôi không cho rằng kỹ thuật cải biến từng phần không thể được xem trọng, hoặc rằng nó phải bị giới hạn trong các vấn đề “nhỏ”.

Theo phương pháp Soros-Popper, mục tiêu của IMF đưa SDR trở thành tiền tệ thế giới, vốn được khởi xướng năm 1969, có thể dễ dàng kéo dài đến năm 2025 hoặc bất cứ khi nào, như Popper đã nói, mà “các điều kiện thuận lợi hơn.”



Trở trêu thay, phương pháp dần dần từng bước này *không* phải là kịch bản khả thi nhất để SDR thay thế đồng đô-la. Thay vào đó, một cuộc khủng hoảng tài chính trong vài năm tới, gây ra bởi rủi ro của chứng khoán phái sinh và sự liên kết chằng chịt của các ngân hàng, có thể gây ra một cuộc khủng hoảng thanh khoản toàn cầu tồi tệ hơn những cuộc khủng hoảng năm 1998 và năm 2008. Lần này, bảng cân đối của FED vốn đã căng kênh và bị kéo giãn đến mức giới hạn sẽ không đủ linh hoạt để khôi phục tính thanh khoản của thị trường liên ngân hàng. SDR sẽ bị buộc phải đưa vào sử dụng để ổn định hệ thống, như đã được thực hiện vào năm 1979 và năm 2009. Những điều kiện đang ngày càng phổ biến hiện nay có nghĩa là quy trình sẽ được thực hiện trên cơ sở một cuộc sụp đổ, không có tham chiếu đến cơ sở hạ tầng được xây dựng một cách cẩn thận đang trong quá trình thiết kế. Cơ sở hạ tầng hiện tại từ các định chế như DTCC và SWIFT sẽ bị buộc phải đưa vào sử dụng để tạo điều kiện cho thị trường SDR mới.

Muốn sử dụng SDR theo cách này, cần phải có sự chấp thuận của Trung Quốc, và để đổi lấy sự chấp thuận của mình, Trung Quốc sẽ khẳng định rằng SDR được sử dụng *không* phải để *cứu* đồng đô-la, như đã làm trong quá khứ, mà để *thay thế* đồng đô-la càng nhanh càng tốt. Quá trình này sẽ diễn ra trong vài tháng, tốc độ khá nhanh nếu tính theo tiêu chuẩn của hệ thống tiền tệ quốc tế. Việc chuyển đổi sẽ gây ra lạm phát nếu tính theo đồng đô-la, không phải



vì việc in đô-la mới mà vì đồng đô-la sẽ bị giảm giá trị so với SDR. Từ đó trở đi, nền kinh tế Mỹ sẽ phải đối mặt với những điều chỉnh cơ cấu nghiêm trọng khi nó thấy rằng mình phải kiếm được SDR thông qua cạnh tranh trong thị trường toàn cầu chứ không phải tùy ý in dự trữ khi cần.

Trong kịch bản này, tiết kiệm dưới hình thức tiền gửi ngân hàng, các chính sách bảo hiểm, tiền trợ cấp hàng năm và trợ cấp lương hưu sẽ bị xóa sổ.

Sự trở lại của bản vị vàng là một cách khác để thoát khỏi mê cung của in tiền. Điều này có thể nảy sinh từ tình trạng lạm phát cực đoan, khi cần phải viện đến vàng để khôi phục niềm tin, hoặc trong tình trạng giảm phát cực đoan, khi các Chính phủ định giá để nâng mức giá chung. Bản vị vàng này được sử dụng không phải vì các Chính phủ chọn nó, mà vì nó cần thiết khi niềm tin sụp đổ. Một ước lượng xấp xỉ cho giá vàng cân bằng, không giảm phát là 9.000 đô-la/ounce, mặc dù giá trị có thể cao hơn hoặc thấp hơn tùy thuộc vào các đặc tính kỹ thuật trong thiết kế của bản vị vàng. Tiền tệ trong lưu thông sẽ không phải là đồng tiền vàng mà là đồng đô-la (nếu Hoa Kỳ cầm trịch) hoặc SDR (nếu IMF là định chế trung gian). SDR được bảo đảm bằng vàng này sẽ khác với SDR giấy, nhưng tác động của chúng đối với đồng đô-la là như nhau. Bất kỳ sự di chuyển nào về phía đồng đô-la vàng hay SDR vàng đều sẽ gây ra lạm phát, vì vàng sẽ phải được định giá lại, cao hơn nhiều để hỗ trợ thương mại và tài chính thế giới với cổ phiếu vàng hiện có.



Giống như kịch bản SDR-giấy, lạm phát do sự mất giá của đồng đô-la so với vàng sẽ quét sạch các hình thức tiết kiệm.

Bất ổn xã hội là con đường thứ ba. Bất ổn xã hội liên quan đến bạo loạn, đình công, phá hoại và các hành vi rối loạn chức năng khác. Nó khác với phản kháng xã hội vì bất ổn xã hội liên quan đến các hành vi phi pháp, bạo lực và phá hoại tài sản. Sự bất ổn này có thể là phản ứng đối với siêu lạm phát cực đoan, tình trạng được nhìn nhận một cách rộng rãi và hợp lý như một hành vi trộm cắp do nhà nước thực hiện. Bất ổn xã hội có thể là phản ứng với tình trạng giảm phát cực đoan, thường kèm theo phá sản, thất nghiệp và cắt giảm phúc lợi xã hội. Bất ổn cũng có thể phát sinh sau một cuộc chiến tranh tài chính hoặc sụp đổ hệ thống, khi người dân nhận ra tài sản của họ đã biến mất vào màn sương mù của hành vi thâm nhập trái phép, thao túng, hình thức giải cứu *bail-in*²⁶ và tịch thu.

Bất ổn xã hội không thể dự đoán được vì nó là một đặc điểm nổi bật của một hệ thống phức hợp. Bất ổn xã hội phát sinh tự phát từ hệ thống phức tạp nhất – xã hội, một hệ thống lớn hơn và phức hợp hơn tất cả những thành phần tài chính và kỹ thuật số trong đó. Các cuộc bạo loạn

²⁶ Mặc dù “bail out” và “bail in” đều được dùng để chỉ việc cung cấp các khoản vay “cấp cứu” nhằm cung cấp thanh khoản và giúp các con nợ thoát khỏi cảnh vỡ nợ, nhưng trong khi “bail out” được thực hiện thông qua các khoản vay mới từ các chủ nợ bên ngoài (thường là Chính phủ hoặc các thể chế tài chính quốc tế) và được tài trợ chủ yếu bởi tiền thuế của người dân, thì “bail in” là biện pháp giải cứu mà qua đó các chủ nợ (thường là tư nhân) giúp xóa bỏ một phần các khoản nợ cũ của con nợ.



tiền tệ sẽ làm nhà chức trách bất ngờ. Một khi sự tan rã xã hội bắt đầu, sẽ rất khó để bắt giữ bất cứ ai.

Tan rã xã hội không thể dự đoán được, nhưng phản ứng chính thức thì có. Nó sẽ mang hình thức chủ nghĩa tân phát xít (*neofascism*), thay thế quyền lực nhà nước bằng tự do. Quá trình này đã tiến triển rất nhiều trong những khoảng thời gian tương đối bình lặng và sẽ phát triển mạnh mẽ hơn khi bạo lực bùng phát. Như tác giả Radley Balko đã ghi lại trong *Sự trỗi dậy của những Binh đoàn* (*Rise of the Warrior Cop*), nhà nước được trang bị vũ lực đầy đủ bởi các đội SWAT, máy bay không người lái, xe bọc thép, thiết bị giám sát kỹ thuật số, khí gas, lựu đạn flash... Người dân sẽ phát hiện ra một cách muộn màng rằng mọi bất tiện thoại E-ZPass ở Mỹ đều có thể nhanh chóng được chuyển thành điểm cấm và mọi máy quay giao thông đều không chỉ làm mỗi nhiệm vụ quét biển số xe. Những vụ việc tai tiếng của IRS và NSA vào năm 2013 cho thấy các cơ quan Chính phủ đáng tin cậy có thể bị lật đổ trong chớp mắt như thế nào vì những hành vi giám sát bất hợp pháp và đàn áp vì động cơ chính trị.

Đảng Cộng hòa và Đảng Dân chủ đều đồng lõa như nhau với sự trỗi dậy của chủ nghĩa tân phát xít. Tác giả Jonah Goldberg đã ghi lại lịch sử của chủ nghĩa phát xít và cho thấy rằng, cội nguồn của nó trong những năm đầu thế kỷ XX về bản chất chính là chủ nghĩa xã hội. Nhân vật đầu tiên công khai theo chủ nghĩa phát xít, Benito



Mussolini, được những người cùng thời xem là có tư tưởng cánh tả. Ngày nay, sự phân biệt giữa cánh Tả và cánh Hữu của những người theo phe chủ nghĩa phát xít không quan trọng bằng sự phân biệt giữa phe ủng hộ quyền lực nhà nước và phe ủng hộ tự do. Thị trưởng thành phố New York, Michael Bloomberg, là một trường hợp như vậy. Tùy thuộc vào những thời điểm khác nhau, ông có thể là đảng viên Đảng Cộng hòa, đảng viên Đảng Dân chủ, hay một người trung lập. Trong suốt nhiệm kỳ của mình, ông phô bày thái độ có thể gọi là “thân phát xít”. Nỗ lực của ông trong việc cấm các loại soda có đường ở thành phố New York là một cuộc diễn tập quyền lực nhà nước điển hình với chi phí là sự tự do, bất chấp nhiều lời chế giễu. Điều đáng lo ngại hơn là câu nói của ông: “Tôi có quân đội của tôi trong NYPD – quân đội lớn thứ bảy trên thế giới.”

Việc sử dụng chiến thuật tân phát xít để trấn áp các cuộc nổi loạn tiền tệ chính trị không đòi hỏi phải ban hành luật mới. Cơ quan có thẩm quyền đã tồn tại kể từ Đạo luật Cấm Thương mại với Kẻ thù năm 1917 sau này được mở rộng và cập nhật bởi Đạo luật về Các Quyền lực Kinh tế Khẩn cấp Quốc tế (IEEPA) năm 1977. Tổng thống Franklin Roosevelt đã sử dụng Luật Cấm Thương mại với Kẻ thù để tịch thu vàng từ các công dân Mỹ trong năm 1933. Ông không chỉ rõ ai là “kẻ thù”, có lẽ đó là những người sở hữu vàng. Mọi Tổng thống kể từ thời Jimmy Carter đã sử dụng IEEPA để đóng băng và tịch thu tài sản tại các ngân hàng Mỹ. Trong những tình huống xấu hơn trong tương lai, vàng có thể bị



tịch thu, các tài khoản bị đóng băng, lệnh kiểm soát vốn được áp đặt và sàn giao dịch đóng cửa. Các biện pháp kiểm soát tiền lương và giá cả có thể được sử dụng để kiềm chế lạm phát, còn các hệ thống giám sát kỹ thuật số hiện đại có thể được sử dụng để triệt phá các thị trường chợ đen và bắt giữ những người tham gia. Cuộc nổi loạn tiền tệ sẽ bị đè bẹp nhanh chóng.

Trong bản thể luận về quyền lực nhà nước, trật tự đến trước sự tự do hay công lý.



BẢY DẤU HIỆU

Các nhà đầu tư phải cảnh giác trước những chỉ dẫn và cảnh báo trên đường đi của nền kinh tế. Có bảy dấu hiệu quan trọng.

Dấu hiệu đầu tiên là *giá vàng*. Mặc dù giá vàng đang bị các ngân hàng trung ương thao túng nhưng bất kỳ sự biến động giá cả *không theo trật tự* nào cũng là tín hiệu cho thấy kế hoạch thao túng đang tan rã, bất chấp những nỗ lực cho thuê, bán vàng không phân bổ và bán vàng tương lai. Sự tăng giá nhanh chóng từ mức 1.500 đô-la/ounce lên mức 2.500 đô-la/ounce không phải là bong bóng mà là dấu hiệu cho thấy một cuộc khủng hoảng mua vàng vật chất đã bắt đầu và các hoạt động hạn chế không tạo ra hiệu ứng xoa dịu như mong muốn. Ngược lại, nếu vàng giảm xuống mức



800 đô-la/ounce hoặc thấp hơn, đây là một tín hiệu đáng tin cậy của giảm phát nghiêm trọng, có khả năng phá hủy các nhà đầu tư sử dụng đòn bẩy trong mọi lớp tài sản.

Hành động liên tục mua vàng của các ngân hàng trung ương. Cụ thể, những đợt mua vàng của Trung Quốc là dấu hiệu thứ hai cho sự sụp đổ của đồng đô-la. Thông báo của Trung Quốc vào cuối năm 2014 hoặc đầu năm 2015 rằng họ đã mua được hơn 4.000 tấn vàng sẽ là một cột mốc trong xu hướng ngày càng phát triển và là một dấu hiệu của lạm phát.

Cải cách quản trị trong IMF. Dấu hiệu thứ ba này có nghĩa là quyền biểu quyết lớn hơn cho Trung Quốc, và cho luật pháp Hoa Kỳ để chuyển đổi các cam kết hạn mức tín dụng của Mỹ thành cái gọi là hạn ngạch tại IMF. Bất kỳ sự thay đổi nào trong tổ hợp thành phần rổ tiền tệ SDR làm giảm tỉ trọng của đô-la cũng sẽ là dấu hiệu cảnh báo sớm lạm phát đối với đồng đô-la. Điều này cũng đúng đối với các bước cụ thể trong quá trình xây dựng cơ sở hạ tầng SDR. Nếu các công ty toàn cầu như Caterpillar và General Electric phát hành trái phiếu có mệnh giá tính bằng SDR, vốn được mua bởi các quỹ tài sản quốc gia hoặc các ngân hàng phát triển khu vực, điều này cho thấy kế hoạch đưa SDR trở thành đồng tiền thế giới đang được thúc đẩy.

Sự thất bại của cải cách quy định. Dấu hiệu thứ tư sẽ là những nỗ lực của các nhà vận động hành lang và Quốc hội



Mỹ để hạn chế quy mô của các ngân hàng lớn, giảm mức độ tập trung tài sản của ngân hàng hoặc hạn chế các hoạt động ngân hàng đầu tư. Việc bãi bỏ đạo luật Glass-Steagall năm 1999 là nguyên nhân trực tiếp gây ra sự sụp đổ của thị trường nhà ở vào năm 2007 và cuộc Khủng hoảng 2008. Quốc hội đang thực hiện nhiều nỗ lực nhằm khôi phục những điều khoản chính của Glass-Steagall. Các nhà vận động hành lang cho ngân hàng được huy động để ngăn chặn những cải cách như vậy, và có thể là cả những quy định về chứng khoán phái sinh, yêu cầu về vốn cao hơn và giới hạn đối với tiền thưởng của ngân hàng. Thành phần này chiếm ưu thế trong Quốc hội, và chẳng có lý do gì để tin rằng những nỗ lực cải cách sẽ đạt được thành công nhiều hơn cái vẻ bề ngoài. Không có cải cách, quy mô và mối quan hệ chằng chịt giữa các vị thế ngân hàng sẽ tiếp tục tăng từ các mức rất cao và với tốc độ nhanh hơn nhiều so với nền kinh tế thực. Kết quả sẽ là một thất bại hệ thống và không lường trước được khác, đến nỗi FED cũng không có đủ năng lực để ngăn chặn hay kìm hãm nó. Tác động tức thời của sự khủng hoảng sẽ là giảm phát cao khi tài sản, kể cả vàng, bị bán tống bán tháo để huy động tiền mặt. Biến động giảm phát này sẽ nhanh chóng kéo theo lạm phát, khi IMF bơm SDR để tái tạo tính thanh khoản cho hệ thống.

Hệ thống sụp đổ. Dấu hiệu thứ năm sẽ là những đợt sụp đổ thường xuyên như vụ sụp đổ chớp nhoáng ngày 6 tháng 5 năm 2010, trong đó chỉ số Dow Jones giảm 1.000 điểm



trong vài phút; vụ lỗi máy tính của Knight Trading ngày 1 tháng 8 năm 2012, đã xóa sạch vốn của Knight; và vụ đóng cửa thị trường cổ phiếu NASDAQ ngày 22 tháng 8 năm 2013. Từ quan điểm phân tích hệ thống, những sự kiện này nên là đặc tính nổi bật của các hệ thống phức hợp. Những vụ sụp đổ này không phải là kết quả trực tiếp từ lòng tham của các ngân hàng, nhưng chúng là những bóng ma thâm hiểm trong máy tính tự động kết nối, tốc độ cao và khả năng giao dịch với khối lượng cực lớn. Những sự kiện như vậy không nên bị loại bỏ như những sự cố bất thường, chúng nên được kỳ vọng. Việc những sự kiện như vậy xảy ra ngày càng dồn dập có thể chỉ ra rằng hệ thống thương mại đang chao đảo, chuyển sang tình trạng mất cân bằng, hoặc có lẽ quân đội Trung Quốc hay Iran đang hoàn thiện năng lực tấn công mạng của họ thông qua chiến thuật thăm dò và nghi binh. Đến một lúc, một trục trặc sẽ vượt ra khỏi tầm kiểm soát và đóng cửa các thị trường. Cũng như kịch bản rủi ro hệ thống, kết quả có thể sẽ là giảm phát tức thời do tài sản bán ra ồ ạt, tiếp theo là lạm phát khi các đội cứu hỏa của FED và IMF bơm tiền mới xối xả để dập tắt đám cháy.

Sự kết thúc của QE và chính sách kinh tế Abe. Dấu hiệu thứ sáu sẽ là sự sụt giảm bền vững trong việc mua sắm tài sản của Hoa Kỳ hoặc Nhật Bản, đem lại cơ hội thứ hai cho giảm phát, kìm hãm giá tài sản và tăng trưởng. Điều này đã xảy ra ở Hoa Kỳ khi QE1 và QE2 kết thúc và lại xảy ra vào năm 2012 khi Ngân hàng Trung ương Nhật không thực hiện



chính sách nới lỏng như đã hứa hẹn. Tuy nhiên, khi việc mua sắm tài sản bị cắt giảm thì chỉ sau 1 năm, nó sẽ lại tăng lên do hiệu ứng giảm phát. Đây sẽ là sự lặp lại của những chính sách tiền tệ bước đi - dừng lại mà FED áp dụng từ năm 2008 và Ngân hàng Nhật Bản áp dụng từ năm 1998. Giảm phát cứ liên tục quanh quẩn sẽ khiến lạm phát trở nên rất khó đạt được. Một kịch bản có nhiều khả năng xảy ra hơn là hoạt động in tiền lại tiếp tục ở cả hai giai đoạn sau khi đã đạt được lạm phát 2%. Đến lúc đó, rủi ro dồn hết về khả năng lạm phát sẽ cao hơn rất nhiều khi sự thay đổi trong kỳ vọng trở nên khó đảo ngược, nhất là ở Mỹ.

Sự sụp đổ của Trung Quốc. Dấu hiệu thứ bảy sẽ là sự tan rã tài chính ở Trung Quốc, khi mô hình Ponzi của sản phẩm quản lý tài sản sụp đổ. Mức độ liên kết tài chính của Trung Quốc với phần còn lại của thế giới thấp hơn so với các ngân hàng lớn của Hoa Kỳ và châu Âu, do đó sự sụp đổ của Trung Quốc chủ yếu là vấn đề địa phương, trong đó Đảng Cộng sản sẽ sử dụng nguồn dự trữ được nắm giữ bởi các quỹ tài sản quốc gia của họ để xoa dịu người gửi tiết kiệm và tái vốn hóa các ngân hàng. Tuy nhiên, hậu quả sẽ bao gồm việc Trung Quốc lại tiếp tục áp dụng mức trần hoặc phá giá đồng nhân dân tệ trên thị trường hối đoái để thúc đẩy xuất khẩu, tạo việc làm và khôi phục lại tài sản đã mất trong đợt sụp đổ. Trong ngắn hạn, điều này sẽ dẫn đến giảm phát khi hàng hóa của Trung Quốc được định giá dưới mức



giá trị thực một lần nữa lại tràn ngập các chuỗi cung ứng toàn cầu. Trong dài hạn, giảm phát của Trung Quốc sẽ sóng đôi với lạm phát của Hoa Kỳ và Nhật Bản, vì cả hai nước đều in tiền để bù đắp cho bất kỳ sự tăng giá nào của đồng yên hoặc đồng đô-la. Lúc ấy, các cuộc chiến tranh tiền tệ sẽ được nhen nhóm trở lại, vì ngọn lửa chiến tranh chưa bao giờ tắt hẳn.

Không phải tất cả bảy dấu hiệu trên đều có thể xảy ra. Sự xuất hiện của một số dấu hiệu có thể phủ nhận hoặc trì hoãn những dấu hiệu khác. Chúng sẽ không đến theo bất kỳ trật tự nào. Khi bất kỳ một dấu hiệu nào xuất hiện, các nhà đầu tư nên cảnh giác với những tác động của hoạt động đầu tư và hậu quả cụ thể đã được mô tả ở trên.



NĂM TÀI SẢN ĐẦU TƯ

Khi đối mặt với lạm phát cực đoan, giảm phát cực đoan, hoặc tình trạng bất ổn xã hội, danh mục đầu tư nào sẽ có khả năng trụ vững? Những tài sản sau đây đã chứng minh được khả năng hoạt động tốt trong môi trường lạm phát và giảm phát, đồng thời vẫn tồn tại qua những thời kỳ bất ổn xã hội, từ Chiến tranh Ba mươi năm đến thời Đức Quốc xã.

Vàng. Sẽ là khôn ngoan nếu phân bổ từ 10% đến 20% danh mục tài sản có thể đầu tư cho vàng. Việc phân bổ nên có hình thức vật chất như tiền xu hoặc vàng thỏi để tránh



việc chấm dứt hợp đồng sớm và thanh toán bằng tiền mặt, vấn đề nhiều khả năng sẽ ảnh hưởng đến thị trường vàng giấy trong tương lai. Đảm bảo an toàn trong khâu logistics, dễ dàng tiếp cận bởi nhà đầu tư, nên được cân nhắc, nhưng tránh để trong ngân hàng, bởi vì vàng được lưu giữ tại các ngân hàng sẽ không dễ rút ra khi cần thiết nhất. Mức phân bổ trên 20% không được khuyến khích vì vàng rất dễ biến động và dễ bị thao túng và bên cạnh vàng, còn các tài sản đầu tư khác thực hiện chức năng bảo tồn tài sản tương tự. Chúng ta có thể nghĩ về chức năng bảo hiểm của vàng như sau: 20% danh mục đầu tư sẽ đem lại 500% lợi nhuận và cung cấp 100% khả năng phòng vệ rủi ro cho cả danh mục. Vàng hoạt động tốt trong môi trường lạm phát, cho đến khi lãi suất được nâng lên trên mức tỉ lệ lạm phát. Trong môi trường giảm phát, ban đầu giá trị danh nghĩa của vàng sẽ giảm, mặc dù nó có thể hoạt động tốt hơn các loại tài sản khác. Nếu giảm phát vẫn tiếp diễn, vàng tăng mạnh vì các Chính phủ định giá lại đồng tiền giấy để tạo ra lạm phát. Vàng đem lại giá trị cao tính theo trọng lượng và có thể mang theo khi cần trốn chạy.

Đất đai. Tài sản đầu tư này bao gồm đất chưa sử dụng nhưng ở vị trí đắc địa hoặc đất có tiềm năng nông nghiệp, nhưng không bao gồm đất đã quy hoạch. Giống như vàng, đất đai sẽ hoạt động tốt trong môi trường lạm phát cho đến khi lãi suất danh nghĩa cao hơn tỉ lệ lạm phát. Giá trị danh nghĩa của đất đai có thể giảm trong môi trường giảm phát,



nhưng chi phí khai thác, xây dựng còn giảm nhiều hơn. Điều này có nghĩa là đất đai có thể được khai thác với giá rẻ ở đáy của giai đoạn giảm phát và mang lại lợi nhuận cao trong giai đoạn lạm phát, nhiều khả năng sẽ đến ngay sau giảm phát. Tòa nhà Empire State và Rockefeller Center, cả hai đều ở thành phố New York, được xây dựng trong thời kỳ Đại suy thoái và hưởng lợi từ chi phí nhân công thấp và vật liệu rẻ vào thời điểm đó. Từ đó đến nay, hai dự án này đã chứng tỏ là những dự án đầu tư tuyệt vời.

Tác phẩm mỹ thuật. Loại tài sản này bao gồm các bức tranh và bản vẽ có chất lượng bảo tàng, nhưng không bao gồm ô tô, rượu, hoặc các vật lưu niệm. Tác phẩm mỹ thuật cũng đem lại lợi nhuận như vàng trong cả hai môi trường lạm phát và giảm phát, nhưng lại không bị thao túng như vàng. Các ngân hàng trung ương không hề quan tâm đến chuyện giá cả tăng bất thường trong thị trường nghệ thuật và cũng không can thiệp để ngăn chặn điều đó. Các nhà đầu tư nên tập trung vào các họa sĩ nổi tiếng, tránh những trường phái có thể không được ưa chuộng. Tranh cũng có thể mang theo người và có giá trị cực kỳ cao tính theo trọng lượng. Một bức tranh trị giá 10 triệu đô-la nặng khoảng 2 pound, tức là trị giá đến 312.500 đô-la/ounce, gấp hơn 200 lần giá trị của vàng tính theo trọng lượng, và sẽ không bị máy dò kim loại phát hiện. Nghệ thuật chất lượng cao có thể mua được với số tiền thấp hơn nhiều so với 10 triệu đô-la thông qua các phương tiện đầu tư chung và mang lại lợi



nhuận cực cao, mặc dù những phương tiện này thiếu tính thanh khoản và tính linh hoạt của quyền sở hữu tác phẩm nghệ thuật.

Các quỹ thay thế. Danh mục này bao gồm các quỹ đầu cơ và quỹ cổ phần tư nhân với các chiến lược cụ thể. Những chiến lược quỹ đầu cơ có thể đứng vững trong môi trường lạm phát, giảm phát và bất ổn xã hội bao gồm chiến lược vốn cổ phần dài hạn, vĩ mô toàn cầu và tài sản hữu hình nhắm vào tài nguyên thiên nhiên, kim loại quý, nước hoặc năng lượng. Các chiến lược cổ phần tư nhân cũng nên bao gồm các tài sản hữu hình, năng lượng, vận tải và các nguồn tài nguyên thiên nhiên. Các quỹ dựa trên các cổ phiếu tài chính, các thị trường mới nổi, các khoản nợ công và các công cụ tín dụng mang lại rủi ro quá mức cho những con đường phía trước. Các quỹ đầu cơ và quỹ cổ phần tư nhân cung cấp mức độ thanh khoản khác nhau, mặc dù một số quỹ nhất định có thể không thanh khoản trong 5 đến 7 năm. Việc lựa chọn người quản lý có tầm quan trọng sống còn, và nói luôn dễ hơn làm. Sau khi cân nhắc kỹ, bạn nên đưa các quỹ này vào danh mục đầu tư vì lợi ích của sự đa dạng hóa và một nhà quản lý tài năng sẽ có trọng lượng hơn nhiều so với việc thiếu tính thanh khoản.

Tiền mặt. Có vẻ như đây là một sự lựa chọn đáng ngạc nhiên trong một thế giới bị đe dọa bởi lạm phát phi mã và những vụ sụp đổ tiền tệ. Nhưng tiền mặt vẫn có chỗ



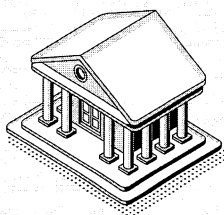
đứng riêng, ít nhất là trong thời gian này, vì nó là một hàng rào chống giảm phát tuyệt vời và có khả năng tích hợp tùy chọn, cho phép chủ sở hữu có thể xoay qua các tài sản khác ngay tại thời điểm có biến cố. Đưa tiền mặt vào danh mục đầu tư cũng làm giảm khả năng biến động của danh mục, ngược lại với đòn bẩy. Các nhà đầu tư đang tìm kiếm đồng tiền lý tưởng có thể xem xét đồng đô-la Singapore, đồng đô-la Canada, đồng đô-la Mỹ và đồng euro. Tiền mặt có thể không phải là khoản đầu tư tốt nhất sau một thảm họa, nhưng nó có thể phục vụ nhà đầu tư một cách hiệu quả cho đến khi thảm họa mới xuất hiện. Tất nhiên, thách thức dành cho nhà đầu tư là phải chú ý đến các chỉ dẫn và cảnh báo, kịp thời chuyển đổi sang một trong những tài sản thay thế đã nói trên.

Nhìn chung, một danh mục bao gồm 20% vàng, 20% đất đai, 10% tác phẩm mỹ thuật, 20% quỹ thay thế và 30% tiền mặt sẽ là sự kết hợp tối ưu để bảo tồn tài sản trong điều kiện lạm phát, giảm phát và bất ổn xã hội, đồng thời mang lại lợi nhuận điều chỉnh theo rủi ro cao và tính thanh khoản hợp lý. Nhưng không có danh mục nào thiết kế cho những mục tiêu này mà lại hiệu quả cho một nhà đầu tư “mua và giữ”. Danh mục này phải được quản lý tích cực. Vì các chỉ dẫn và cảnh báo ngày càng trở nên phổ biến, và khi có đủ lý do để xác định rằng một khả năng sẽ xảy ra thì danh mục đầu tư phải được sửa đổi một cách hợp lý. Nếu giá vàng tăng lên đến 9.000 đô-la/ounce, thì có lẽ đây là

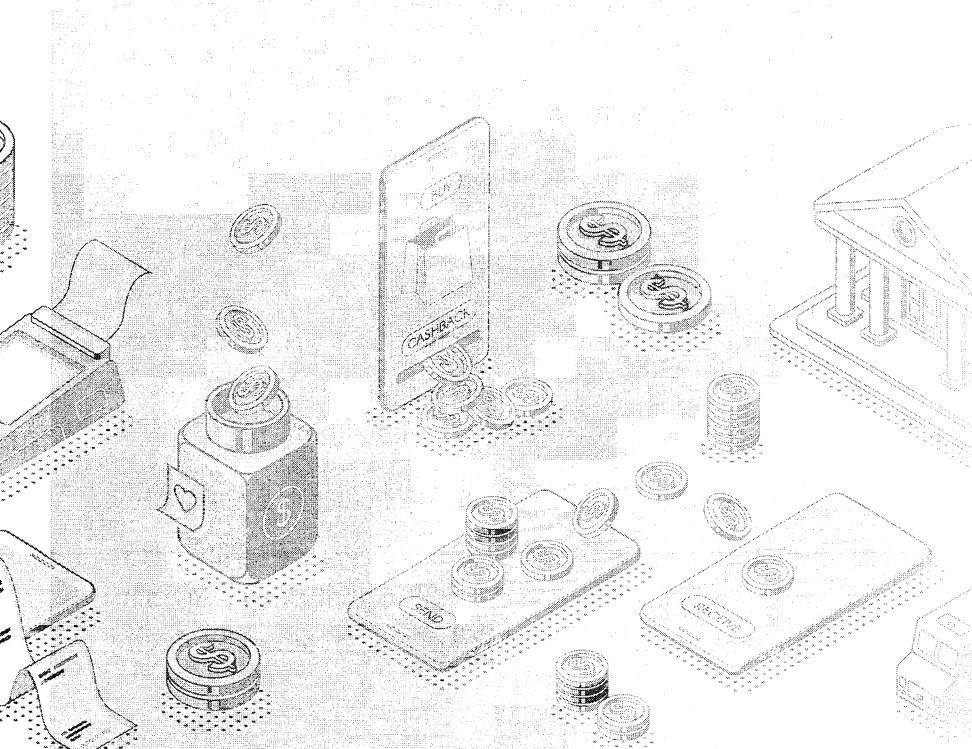


lúc để bán vàng và mua thêm đất. Nếu lạm phát xuất hiện nhanh hơn dự kiến, sẽ hợp lý nếu chuyển đổi tiền mặt sang vàng. Một quỹ cổ phần tư nhân hoạt động tốt trong 5 năm có thể được bán đi nếu không có kế hoạch tái đầu tư, vì tình hình có thể trở nên nguy hiểm hơn sau 5 năm. Không ai biết trước được kết quả chính xác và hiệu quả hoạt động của danh mục, vì vậy không ngừng chú ý đến bảy dấu hiệu kể trên và linh hoạt trong tầm nhìn.

Mặc dù các kịch bản được mô tả trong cuốn sách này rất nghiêm trọng, nhưng chúng không nhất thiết sẽ xuất hiện trên trang nhất các báo vào hôm sau. Phần nhiều phụ thuộc vào các Chính phủ và ngân hàng trung ương, và những tổ chức này có quyền lực rất lớn ngay cả khi theo đuổi những chính sách tàn nhẫn khủng khiếp. Thế giới đã chứng kiến nhiều cuộc khủng hoảng tồi tệ hơn một cuộc sụp đổ tài chính, và người ta vẫn sống sót để kể lại lịch sử. Nhưng khi thảm họa ập đến, tốt hơn là chúng ta nên ở trong số những người đã sẵn sàng cho cơn bão. Chúng ta không bắt lức và có thể bắt đầu ngay từ bây giờ để chuẩn bị đối phó với kết cục không thể tránh khỏi do thói ngạo mạn của các ngân hàng trung ương.



LỜI BẠT





Khi viết *Currency Wars* (Các cuộc chiến tranh tiền tệ) vào năm 2011, tôi đã chẩn đoán nhiều mối nguy hiểm khác nhau trong hệ thống tài chính và đã dự liệu những bước đi cụ thể mà các nhà hoạch định chính sách có thể thực hiện để giảm thiểu những nguy cơ đó. Tôi đã trình bày nhiều cách để đảo ngược những sai lầm chính sách tiền tệ và tài chính trên thế giới, đặc biệt ở Hoa Kỳ. Giọng điệu của tôi cảnh báo nhưng đầy hy vọng. Tôi đặc biệt nhấn mạnh rằng đã muộn, nhưng không phải là quá muộn, để khắc phục những thiệt hại do các ngân hàng gây ra và khôi phục lại hệ thống tài chính để có thể hỗ trợ thương mại thay vì cố gắng vắt kiệt nó.

Trong hai năm rưỡi kể từ khi tôi hoàn thành *Currency Wars* (Các cuộc chiến tranh tiền tệ), tình hình đã thay đổi rất nhiều – nhưng không phải theo chiều hướng tốt hơn. Giới tinh hoa, những người thời trước luôn sẵn sàng hy sinh, thì nay chỉ biết phục vụ bản thân. Thế giới đã vượt qua thời điểm còn có nhiều triển vọng cho những vụ hạ cánh mềm; không có lối thoát nào để dễ dàng trốn chạy khỏi những sai lầm chính sách đã ăn sâu bám rễ. Tất cả những gì còn lại là những lựa chọn khó khăn.

Một đợt lạm phát nhẹ ở mức trung bình, có thể tự duy trì và nâng đỡ tất cả những con thuyền bằng ảo giác tiền tệ là một hy vọng hão huyền. Chỉ có lạm phát cao, giảm phát, bất ổn, vỡ nợ và đàn áp. Không ai dự đoán được con đường

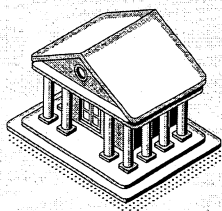


và kết quả chính xác, nhưng có thể dự đoán được những hậu quả nghiêm trọng. Những hậu quả này có thể diễn ra sau những khoảng thời gian dài đáng kể, nhưng quy trình cơ bản thì đã bắt đầu rồi.

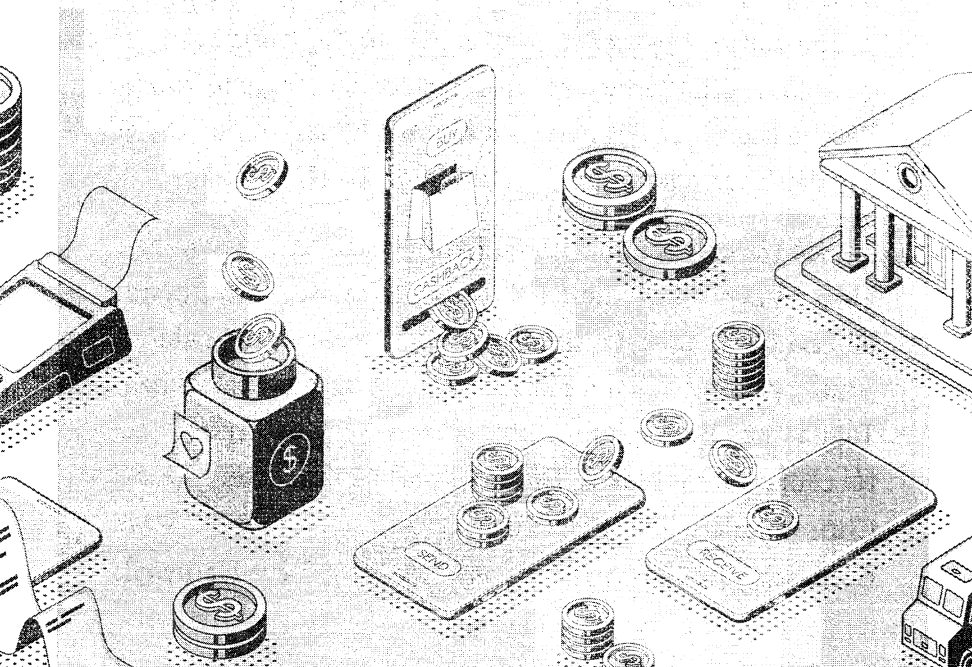
Sự sụp đổ của đồng đô-la và sự sụp đổ của hệ thống tiền tệ quốc tế thực chất là một. Những mối đe dọa đối với đồng đô-la đang ở khắp mọi nơi - niềm tin mất dần, chiến tranh tài chính, các cuộc nổi dậy trong khu vực, lạm phát phi mã và nhiều hơn nữa. Chúng đang ngày càng lan rộng hơn và thậm chí có thể hội tụ với nhau, như lạm phát làm xói mòn niềm tin và khuyến khích kẻ thù trong một vòng lặp phản hồi thu nạp năng lượng như một cơn bão trên vùng biển ấm.

Các nhà hoạch định chính sách có thể không cảnh giác với những mối nguy hiểm xung quanh đồng đô-la, nhưng người tiết kiệm và các nhà đầu tư có ý nghĩa tốt hơn. Chúng ta dễ dàng cảm nhận được một đợt thủy triều theo đuổi tài sản hữu hình đang ngày càng dâng cao.

Có thể là quá muộn để cứu vãn đồng đô-la, nhưng nó không phải là quá muộn để bảo tồn tài sản. Chúng ta đang sống trong một hệ thống tiền tệ thể phẩm đã đến giai đoạn kết thúc. Trong thời đại của chúng ta, vàng đã trở thành đồng thau. Đã quá muộn để quay trở lại với những giá trị thực chất dựa trên lòng tin tưởng.



LỜI CẢM ƠN





Xin gửi lời cảm ơn chân thành của tôi đã đến Melissa Flashman và Adrian Zackheim vì đã khuyến khích tôi viết về chủ đề kinh tế quốc tế nhiều năm trước, và luôn ủng hộ tôi kể từ đó đến nay. Cuốn sách sẽ không tồn tại nếu thiếu sự giúp đỡ và hướng dẫn của họ.

Công việc biên tập của những con người xuất sắc hiếm khi nào thất bại trong việc cải thiện chất lượng bản thảo và tôi đã may mắn có một trong những đội biên tập giỏi nhất. Will Rickards đã rất khéo léo xử lý gánh nặng chỉnh sửa bản thảo đầu tiên. Hugh Howard hoàn thành xuất sắc công việc cải thiện bản thảo, khiến cho những cấu trúc khô khan trở nên sống động. Sự chú ý đến từng chi tiết của Janet Biehl có thể sánh ngang với Sherlock Holmes. Niki Papadopoulos, biên tập viên cấp cao chuyên về Danh mục đầu tư, là một nguồn cảm hứng tuyệt vời và góp ý cho tôi trong toàn bộ quá trình. Chất lượng của cuốn sách có sự đóng góp không hề nhỏ của tất cả đội ngũ biên tập. Bất kỳ sai sót nào trong đây đều hoàn toàn thuộc trách nhiệm của tôi.

Tôi rất may mắn có nhiều bạn bè thân thiết là các nhà kinh tế học và các chuyên gia thị trường, những người đã cho tôi lời khuyên thẳng thắn khi tôi cần thử nghiệm những ý tưởng mới hoặc khám phá ý tưởng của người khác. Tôi đã được hưởng lợi rất nhiều từ sự nhạy bén của họ, và tôi cảm ơn John Makin, Dave “Davos” Nolan, Peter Moran, Chris Whalen, Bob Rice, Sorin Sorescu, Benn Steil, Steve Cordasco, John Cassarini, Roger Kubarych, Steve Halliwell,



Komal Sri- Kumar, Don Young, Richard Duncan, và Art Laffer vì họ đã hết sức rộng rãi về thời gian và tinh thần để giúp tôi hiểu được toàn cảnh nền tài chính vốn không mấy rõ ràng.

Tôi nợ một lời cảm ơn đặc biệt đối với Ken Dam, người đã viết cuốn sách về IMF, vàng và SDR. Tác phẩm kinh điển *The Rules of the Game* (Những quy tắc của trò chơi) xuất bản năm 1982 là nguồn tri thức vô tận để tôi có được những hiểu biết về IMF ngày nay. Tôi chỉ khiêm tốn bước theo những dấu chân ông để lại.

Rất nhiều lời mời tôi tham gia thảo luận về vấn đề tài chính tại các quảng trường công cộng, đài phát thanh và trên Internet đã giúp tôi mài dũa những phân tích của mình theo nhiều cách góp phần vào cuốn sách này. Xin gửi lời cảm ơn chân thành của tôi đến Deirdre Bolton, Lauren Lyster, Adam Johnson, Vielka Todd, Max Keiser, Stacy Herbert, Kathleen Hays, Demetri Kofinas, Amanda Lang và Annmarie Hordern vì đã mời tôi tham gia các chương trình và luôn bắt bẻ tôi trong vô số cuộc thảo luận về đồng euro, vàng, FED, Trung Quốc và cuộc suy thoái mới.

Hôm nay, một cuốn sách về tài chính luôn đề cập rất nhiều đến Washington như về Phố Wall, và tôi biết ơn các bạn của tôi trong ngành chính sách công cộng, an ninh quốc gia và các phương tiện truyền thông ở Washington, những người đã hướng dẫn tôi tìm hiểu từng góc ngách



của vấn đề. Cảm ơn Taylor Griffin, Charles Duelfer, Joe Pesce, Mike Allen, và Rob Saliterman vì tình bạn của mọi người và những lời khuyên tuyệt vời.

Trong tất cả các thách thức nghiên cứu mà tôi phải đối mặt trong quá trình viết cuốn sách này, điều đáng lo ngại nhất liên quan đến hoạt động bí ẩn bên trong thị trường vàng toàn cầu. Tôi không thể vượt qua thách thức này nếu không có sự hỗ trợ và hướng dẫn của các chuyên gia thị trường vàng và bạn bè như Alex Stanczyk, Philip Judge, Chris Blasi, Ben Davies, John Hathaway, Ronni Stoeferle, Mark Valek và Jan Skoyles. Cảm ơn tất cả.

Một số hướng dẫn có giá trị nhất của tôi đến từ bạn bè và người thân, những người đầu tiên đọc bản thảo của cuốn sách này. Họ không phải là chuyên gia mà chỉ là những thường dân quan tâm đến nền kinh tế và đất nước nói chung. Tôi biết ơn Glen Rickards, Joan và Erv Hobson, Diane Rickards, Gwendolyn van Paasschen và Bruce Orr đã phản hồi và cảnh báo sớm về những đoạn quá dài hoặc quá lan man.

Gia đình tôi luôn là nguồn động viên, hỗ trợ và khuyến khích quý giá. Con gái tôi, Ali; con trai tôi, Will; con trai và con dâu tôi, Scott và, Dominique; và các cháu tôi, Thomas và Samuel, chưa bao giờ ngừng khiến tôi ngạc nhiên khi chứng kiến chúng lớn lên, thành đạt và đối mặt với cùng



những thách thức kinh tế mà tôi viết trong cuốn sách này. Chúng là tương lai và thế hệ của chúng có lý do để hy vọng bất chấp những rào cản mà thế hệ chúng tôi dựng lên. Tôi vô cùng biết ơn vợ tôi, Ann, vì tình yêu, sự an ủi và khuyến khích vô tận. Tôi biết ơn toàn thể gia đình tôi vì sự kiên nhẫn bao la trong suốt những giai đoạn cư xử phản xã hội kéo dài của tôi, vốn được biết đến dưới hình thức viết lách. Tôi yêu tất cả mọi người.

TIỀN ĐẦU VỚI VÀNG

JAMES RICKARDS

Lại Hồng Vân dịch

NHÀ XUẤT BẢN TÀI CHÍNH

Địa chỉ: Số 7 Phan Huy Chú - quận Hoàn Kiếm - Hà Nội

Điện thoại: (024) 3826 4565; Fax: (024) 3933 1242

Email: nxbtaichinh@hn.vnn.vn

Website: www.nhaxuatbantaichinh.net

Chi nhánh phía Nam:

138 Nguyễn Thị Minh Khai, P.6, Q.3, Tp. Hồ Chí Minh (TPHCM), Việt Nam

Tel: (028) 3930 2775, 3930 2776; Fax: (028) 3930 2774

Chịu trách nhiệm xuất bản:

Giám đốc - Tổng biên tập

PHAN NGỌC CHÍNH

Biên tập: Lê Thị Anh Thu

Sửa bản in: Vũ Nhân

Vẽ bìa: Bạch Kim

Trình bày: Ngô Phương Hoa

Đơn vị độc quyền xuất bản và phát hành



RYBOOKS

Thông tin liên hệ:

Email: rybooks@bachvietbooks.com.vn

Fanpage: <https://www.facebook.com/RyBOOKS/>



BACHVIET

Liên kết xuất bản Công ty CP Sách Bạch Việt

Trụ sở chính:

Địa chỉ: số 9, ngõ 55/9 Huỳnh Thúc Kháng, P. Láng Hạ, Q. Đống

Đa, TP. Hà Nội

Tel: (024) 3776 5580 - Fax: (024) 3776 5579

Chi nhánh tại Thành phố Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: 233 Nguyễn Thượng Hiền, P. 6, Q. Bình Thạnh, Tp. HCM

Tel/Fax: (028) 3517 1788

Website: <http://www.bachvietbooks.com.vn>

<http://www.facebook.com/bachvietbooks.com.vn>

In 3.000 cuốn, khổ 14.5 x 20.5 cm tại Công ty TNHH Đầu tư In Thiên Minh
Số 8, ngõ 197, phố Thúy Lĩnh, phường Lĩnh Nam, quận Hoàng Mai, TP. Hà Nội
Số xác nhận ĐKXB: 162-2020/CXBIPH/1-03/TC cấp ngày 13 tháng 1 năm 2020

Quyết định xuất bản số: 09/QĐ-NXBTC cấp ngày 14 tháng 1 năm 2020

ISBN: 978-604-79-2324-3

In xong và nộp lưu chiểu quý I năm 2020.