

TỦ SÁCH DOANH TRÍ
Do PACE tuyển chọn & giới thiệu

PAUL KRUGMAN

Chủ nhân Nobel kinh tế năm 2008



**SỰ TRỞ LẠI CỦA
KINH TẾ
SUY THOÁI**

và cuộc khủng hoảng

HỌC



năm 2008



NHÀ XUẤT BẢN TRẺ

dtBOOKS

VỀ tác giả

Paul Krugman nhận giải Nobel Kinh tế năm 2008. Ông phụ trách chuyên mục op-ed xuất hiện hai lần một tuần trên tờ Thời báo New York, đồng thời viết blog “Lương tâm của một người tự do” (The conscience of a Liberal – tên blog lấy từ tên một tác phẩm khác của ông). Krugman từng đoạt giải “Phóng viên chuyên mục của Năm” (The Columnist of the Year) do tạp chí *Editor and Publisher* bình chọn. Ông là giáo sư môn kinh tế và quan hệ quốc tế tại Đại học Princeton, sáng tác và biên tập hơn 20 cuốn sách, hơn 200 bài viết trên các tạp chí chuyên ngành. Thông tin thêm về Krugman có thể xem ở website www.krugmanonline.com.

PAUL KRUGMAN Nobel kinh tế năm 2008 *

Paul Krugman, 55 tuổi, người Mỹ, giáo sư đại học Princeton, vừa được Hàn lâm viện Khoa học Thụy Điển cho biết là sẽ được giải Nobel Kinh tế năm 2008 (lễ trao sẽ vào tháng 12), qua những đóng góp của ông về thuyết thương mại và kinh tế địa lý. Việc Krugman được giải này không gây nhiều ngạc nhiên. Đối với đa số đồng nghiệp, ông đã nằm trong danh sách “đáng được Nobel” từ lâu. Tuy vậy, cũng có vài lời đàm tiếu. Có người nhắc là, từ khoảng mười năm nay (từ khi ông cộng tác với tờ New York Times) hầu như Krugman không có đóng góp gì mới (có kẻ nói móc: Ủy ban Nobel đã vi phạm điều lệ là chỉ trao giải cho người còn sống, vì “nhà kinh tế Krugman” đã qua đời gần mười năm rồi!). Ngược lại, có người cho rằng, dù ông có xứng đáng, trao giải cho ông năm nay là không đúng lúc, đáng lẽ nên đợi Bush hết nhiệm kỳ, những công trình khoa học của Krugman (một người cực lực chống Bush) sẽ được đánh giá khách quan hơn, và giải thưởng sẽ không bị nghi ngờ là cách các giám khảo Nobel mượn Krugman để làm bẽ mặt Bush!

Dù sao thì Paul Krugman cũng được giải năm nay, vậy cũng nên biết về hai đóng góp, quả là quan trọng, mà ông đã được tuyên dương.

Thứ nhất là cái gọi là “thuyết thương mại mới” (“new trade theory”) và thứ hai là “kinh tế địa lý mới” (new economic geography).

1

Trước hết, nên biết “thuyết thương mại cũ” nói gì. Đây là lý thuyết được dạy trong các lớp kinh tế nhập môn ở hầu hết các đại học: Quốc gia này khác quốc gia kia về năng suất của từng công nghiệp, và về các nguồn lực (vốn, lao động, v.v...) mà quốc gia ấy sở hữu. Những khác biệt đó là động cơ của thương mại. Chẳng hạn, quốc gia vùng nhiệt đới thì trồng trọt và xuất khẩu chuối, quốc gia vùng ôn đới thì trồng trọt và xuất khẩu lúa mì; quốc gia có lao động nhiều học vấn thì xuất khẩu hàng công nghệ cao, còn quốc gia mà lao động học vấn kém thì xuất khẩu hàng công nghệ thấp...

“Thuyết thương mại mới” phát sinh từ nhận định rằng, dù “thuyết thương mại cũ” soi sáng rất nhiều cơ cấu thương mại toàn cầu, vẫn còn một số hiện tượng quan trọng mà nó không giải thích được. Khối lượng thương mại giữa Pháp và Đức, chẳng hạn, là rất cao, dù hai nước khá giống nhau về tài nguyên cũng như khí hậu. Mậu dịch giữa Mỹ và Canada cũng thế. Hơn nữa, hàng hóa mà các nước đã phát triển buôn bán với nhau thường là cùng một thứ (chẳng hạn như Mỹ xuất khẩu ô tô mà cũng nhập khẩu ô tô), chứ không phải luôn luôn xuất khẩu thứ này, nhập khẩu thứ khác. (Nên để ý rằng sự kiện này đã được phát giác từ thập kỷ 1950, Krugman không phải là người đầu tiên nhận thấy.)

Tuy đã có một số lý thuyết giải thích hiện tượng này (thường được gọi là “thương mại nội ngành” – intra-industry trade) nhưng hầu hết đều vá vớ, tùy tiện, chỉ áp dụng cho vài trường hợp thật cá biệt. Đóng góp to lớn của Krugman là chứng minh rằng “thương mại nội ngành” hoàn toàn có thể là hậu quả của (sự đa dạng) chủng loại sản phẩm và đặc tính sản xuất. Cụ thể, có khá nhiều sản phẩm không giống lúa mì, hoặc chuối (mà rất nhiều nơi trên thế giới sản xuất được), nhưng lại giống loại máy bay khổng lồ (jumbo jet), mà chỉ vài nơi trên thế giới sản xuất. Tại sao? Lý do chính là một số công nghiệp có đặc tính mà kinh tế học gọi là “tính tiết kiệm do quy mô” (economies of scale): số lượng sản xuất càng cao thì giá phí bình quân càng thấp. Đối với loại hàng hóa có tính này thì thế giới chỉ cần vài cơ xưởng sản xuất là đủ. Những cơ xưởng này tất nhiên phải tọa lạc ở nơi nào đó, và quốc gia nào “may mắn” có chúng thì sẽ xuất khẩu những loại hàng ấy, còn các quốc gia khác thì phải nhập khẩu từ họ.

Cách giải thích của Krugman tất nhiên dẫn đến câu hỏi: Quốc gia nào sẽ là nơi có cơ xưởng sản xuất máy bay, hoặc một loại máy chuyên dụng, hoặc một kiểu ô tô đặc biệt mà một số người tiêu dùng khắp thế giới đều muốn? “Thuyết thương mại mới” của Krugman đưa câu trả

lời, khá bất ngờ và thú vị: Điều đó không quan hệ! Rất nhiều loại hàng có tính “tiết kiệm do quy mô”; quốc gia nào cũng có một số hàng như vậy; mọi chi tiết khác (có thể là do tình cờ của lịch sử) đều không là quan trọng! Quan trọng là cái bức tranh toàn cảnh của thương mại thế giới: Bức tranh ấy được định đoạt bởi những yếu tố như tài nguyên và khí hậu (như trong thuyết thương mại “cũ”), nhưng thêm vào đó là rất nhiều những chuyên biệt hóa căn cứ trên tính tiết kiệm do quy mô, như thuyết thương mại “mới” vừa cho thấy. Đó là lý do tại sao khối lượng thương mại toàn cầu trên thực tế rất lớn, nhất là giữa những nước khá giống nhau, hơn là khối lượng mà thuyết thương mại “cũ” (chỉ căn cứ trên sự khác biệt tài nguyên và khí hậu) tiên đoán.

2

Khoảng mười năm sau khi trình làng “thuyết thương mại mới”, Krugman đặt câu hỏi: Điều gì sẽ xảy ra nếu như vài (nhưng không tất cả) nguồn lực kinh tế (cụ thể là lao động và vốn) có thể di chuyển từ nơi này đến nơi khác? Trong thế giới của “thuyết thương mại cũ”, thương mại (hoặc, nói cách cầu kỳ, “sự lưu động của hàng hóa”) có thể được thay thế bằng “sự lưu động của yếu tố sản xuất”: nếu nhà máy và công nhân có thể tự do di chuyển từ vùng này sang vùng khác, thì những nhà máy và công nhân này sẽ phân tán đến “gần” nông dân, để “tối thiểu hóa” phí vận chuyển nông phẩm lẫn hàng công nghiệp. Song, trong thế giới “tiết kiệm do quy mô” mà Krugman hình dung thì “hiệu ứng ly tâm” này (đẩy các hoạt động kinh tế ra xa nhau) sẽ gặp sự đối kháng của “hiệu ứng hướng tâm” kéo những hoạt động ấy đến những thị trường lớn. Hiệu ứng hướng tâm này có khuynh hướng tập trung hóa các hoạt động kinh tế. Lấy trường hợp vua ô tô Henry Ford và kiểu xe “Model T” nổi tiếng, làm thí dụ. Ford có thể xây nhiều nhà máy rải rác khắp nước Mỹ để gần khách hàng. Tuy nhiên, ông sáng suốt tiên đoán rằng dù phí chuyên chở đến khách hàng có là cao nếu tập trung sản xuất ở chỉ một nhà máy ở bang Michigan, tập trung như thế sẽ cho phép ông khai thác “tiết kiệm do quy mô”, phí sản xuất sẽ rất thấp, và rốt cuộc thì giá bán sẽ rẻ hơn là sản xuất ở nhiều nhà máy nhỏ, dù gần khách hàng.

Tất nhiên, sẽ có câu hỏi: nếu tập trung sản xuất vào một số ít địa phương để tận dụng tiết kiệm do quy mô thì nên chọn những địa phương nào? Krugman trả lời: đó là những địa phương có sẵn một thị trường lớn – tức là những địa phương mà các nhà sản xuất khác cũng đã chọn để sản xuất hàng của họ! Qua thời gian, nếu lực hướng tâm này đủ mạnh, chúng ta sẽ có một hiệu ứng tích lũy: những vùng, do một tình cờ lịch sử nào đó, là nơi đầu tiên có những trung tâm sản xuất thì những vùng ấy sẽ thu hút thêm các nhà sản xuất, trở thành trung tâm kinh tế, trong lúc những vùng khác trở thành “ngoại vi”.

Chính vì thế mà, theo Krugman, cho đến gần đây, hầu hết công nghiệp của Mỹ đều nằm trong một “vòng đai” địa lý tương đối hẹp, trải từ miền Tân Anh Cát Lợi (New England) đến vùng Trung Tây (Midwest) của quốc gia này. Tương tự, Krugman nói cách ẩn tượng: 60 triệu người Mỹ sống dọc bờ biển miền Đông chẳng phải vì so với nơi khác thì phong cảnh ở đây hữu tình hơn, hoặc khí hậu dễ chịu hơn (trái lại là khác!), song mỗi người sống ở đây vì 60 triệu người khác cũng sống ở đây.

Với cùng một logic, Krugman giải thích tại sao một số công nghiệp nào đó tập trung ở một địa phương nhất định, dù rằng trong trường hợp này thì cái logic sẽ dính líu đến những yếu tố như: ở địa phương ấy số lao động chuyên môn về một ngành nào đó thì đặc biệt hùng hậu, hoặc là ở nơi ấy có nhiều nguồn cung cấp một loại đầu vào mà nơi khác không có.

Có thể hỏi thêm: Điều gì quyết định một công nghiệp định cư ở nơi nào? Trả lời: Thường, là một ngẫu nhiên! Ví dụ như thung lũng Silicon (Silicon Valley, trung tâm công nghiệp điện tử của Mỹ) sở dĩ được như ngày nay cũng vì hai chàng William Hewlett và David Packard (sáng lập viên đại công ty Hewlett-Packard), tản mẩn rị mọ trong gara của họ ở một ngôi nhà vùng đó... Một ví dụ khác: Thành phố New York là thủ phủ đồ may mặc của nước Mỹ, phần lớn là vì số lượng mậu dịch về hàng vải đã sẵn có ở đây, và vì đông đảo khách hàng đang sống ở thành phố (lớn nhất nước Mỹ) này.

3

Ngày nay, hầu như ai trong giới kinh tế cũng chấp nhận căn bản của thuyết “thương mại mới” và thuyết “địa lý kinh tế” như là hiển nhiên. Nhưng trước Krugman thì những cách mô tả này rất là xa lạ (một ngoại lệ: hình như Paul Samuelson, “trưởng lão” kinh tế gia Mỹ, người Mỹ đầu tiên được Nobel kinh tế, cũng đã nghĩ đến vai trò của tiết kiệm do quy mô trong thương mại, dù nhà kinh tế này không khai triển thêm). Thiên tài của Krugman là nhận ra, trước mọi người, cốt tủy của một hiện tượng kinh tế quan trọng, rồi dùng một mô hình cực kỳ đơn giản (nhưng không quá đơn giản!) để phân tích nó, trình bày nó một cách thật dễ hiểu, mở đường cho hàng trăm nhà kinh tế khác (trong đó có người viết bài này!) theo chân ông, khai triển thêm mô hình ấy. Krugman cũng đã may mắn vào nghề đúng lúc kinh tế học có nhiều tiến bộ khác mà ông có thể sử dụng trong mô hình của ông (ví dụ như tiếp cận áp dụng thuyết trò chơi trong các phân tích về cạnh tranh công nghiệp, hay “hàm tiêu dùng” cực kỳ giản dị, nhưng súc tích, của Avinash Dixit và Joseph Stiglitz – từ một lý thuyết nổi tiếng của Kelvin Lancaster – theo đó người tiêu dùng không chỉ ham muốn

số lượng (nhiều) và chất lượng (cao) của một loại hàng mà còn ưa chuộng sự đa loại của hàng hóa nữa).

Những lý thuyết trên đây của Krugman có áp dụng nào cho chính sách kinh tế? Chính Krugman cũng nhìn nhận rằng điều này không là rõ ràng. Khi mới xuất hiện thì “thuyết thương mại mới” thường được xem là cho nhà nước một lý do để can thiệp vào thương mại (cụ thể là bảo hộ những công nghiệp có tính tiết kiệm do quy mô), thậm chí nó đã được nhiều công ty viện dẫn để biện hộ cho yêu cầu nhà nước giúp đỡ. (Trong thời kỳ này, Krugman rất “đắt sô”, được các công ty mời đi diễn thuyết mọi nơi, trả tiền khá sộp!). Tuy nhiên, dần dà Krugman và những người có đóng góp vào thuyết này (như James Brander, Barbara Spencer, Anthony Venables...) đâm “hoảng” về sự lạm dụng mà các công ty dùng thuyết của họ để yêu cầu chính phủ tài trợ, bảo hộ. Họ phải quay ra viết nhiều bài để “thanh minh”. Chẳng hạn, họ cảnh báo rằng nhà nước cần xác định ảnh hưởng của chính sách bảo hộ một công nghiệp đến những công nghiệp khác (giúp cái này có thể hại cái kia), hoặc là vạch rõ rằng công cụ bảo hộ (nếu quyết định là sẽ bảo hộ) tùy vào cách mà các công ty cạnh tranh với nhau (cạnh tranh bằng giá cả thì khác cạnh tranh bằng số lượng, chẳng hạn), và nhiều điều khó tiên liệu khác. Đàng khác, thuyết thương mại mới cũng có thể được dùng để chứng minh lợi ích của tự do mậu dịch, bởi vì thương mại trên cơ sở này sẽ đem đến cho người tiêu dùng nhiều chủng loại hàng hóa hơn. Nói chung, Krugman tin rằng tuy bảo hộ có thể có ích trên lý thuyết nhưng trên thực tế thì cái lợi của bảo hộ hầu như luôn luôn bất cập hại. Theo Krugman, những công trình của ông về thương mại và địa lý như tóm lược trên đây là để gia tăng kiến thức của chúng ta về thế giới thực tế, không có một dụng ý chính trị nào.

Một chi tiết khá thú vị là người ủng hộ Krugman mạnh mẽ nhất (đã vận động để New York Times mời Krugman về cộng tác) chính là Thomas Friedman, nổi tiếng với ý niệm “thế giới phẳng”. Oái oăm là, theo lý thuyết địa lý của Krugman thì toàn cầu hóa sẽ làm thế giới ... kém phẳng: chính tiến trình này sẽ củng cố vai trò của những “thành phố toàn cầu” như New York, Luân Đôn... vì lẽ ngày càng dễ cho những thành phố này buôn bán với cả thế giới.

4

Tuy không được Ủy ban Nobel chính thức tuyên dương, hai lãnh vực nghiên cứu khác của Krugman cũng có nhiều dấu ấn đáng kể, đó là những phân tích của ông về khủng hoảng tiền tệ và về sự phân bố thu nhập ở Mỹ. Về khủng hoảng tiền tệ thì ông là trong số ít người bào chữa quyết định kiểm soát ngoại hối của thủ tướng (lúc ấy) Mahathir của Malaysia, thay vì nghe lời IMF, trong cuộc khủng hoảng tài chính Đông Á năm 1997. Còn về vấn đề phân bố thu nhập ở Mỹ

thì phe bảo thủ luôn luôn phủ nhận là sự chênh lệch trong phân bố này ngày càng tăng, và họ cho rằng nếu có tăng thì cũng là do những yếu tố khách quan, cụ thể là tiến bộ công nghệ. Krugman mạnh mẽ phản bác ý kiến này. Dựa vào những con số thống kê khó chối cãi, ông chứng minh rằng hố chênh lệch thu nhập ở Mỹ phần lớn là hậu quả của chính sách của đảng Cộng Hòa, nhất là vào thời tổng thống Reagan.

5

Trong những nhà kinh tế được Nobel từ trước đến nay, có lẽ Paul Krugman là người được biết nhiều nhất ngoài giới kinh tế, qua hai bài bình luận mà ông viết hàng tuần cho tờ New York Times vào thứ hai và thứ sáu, và cụ thể là sự công kích kịch liệt chính sách của Bush nói riêng và đảng Cộng Hòa nói chung. Có thể nói là trong giới bình luận gia, ông là cái gai khó chịu nhất trong mắt của Bush và đảng Cộng Hòa. Tuy nhiên, liên hệ giữa Krugman và phe phóng khoáng (chống Bush) cũng có nhiều “phức tạp”. Vào giữa thập niên 1990, ông viết một số bài báo, cực lực chỉ trích (đôi khi hơi cao ngạo) những nhà kinh tế mà ông cho là “đem kinh tế đi bán dạo”. Dù có học vị cao, dạy trường danh tiếng, song, theo Krugman, những người này dùng những lập luận lỏng lẻo, lý thuyết lỗi thời, thậm chí sai lầm, để biện hộ cho những mục tiêu chính trị, hoặc chỉ để kiếm tiền hay vì háo danh. Không may, trong số những người mà ông chỉ trích lại là những nhân vật phóng khoáng có hạng (như Lester Thurow, Robert Kuttner, Robert Reich, Laura Tyson) được nhiều người mến mộ. Song, cũng phải nói, từ khi viết thường xuyên cho New York Times thì Krugman có vẻ “điềm đạm” hơn đối với người cùng phe phóng khoáng (có thể vì đôi khi chính Krugman cũng bị cáo buộc là “đem kinh tế đi bán dạo”!). Nhưng rồi gần đây, trong giai đoạn bầu cử sơ bộ của đảng Dân Chủ, Krugman lại làm nhiều người trong hàng ngũ phóng khoáng “nhức đầu” vì ông kịch liệt ủng hộ bà Hillary Clinton, đến độ lắm khi nặng lời với phe ủng hộ Barack Obama, cho là họ quá mê muội!

6

Paul Krugman sinh trưởng ở Long Island (kế cận thành phố New York). Thuở nhỏ, ông mê truyện khoa học giả tưởng của Isaac Asimov (có lẽ đây là lý do ông viết một bài đùa “lý thuyết thương mại giữa các ngôi sao” (theory of interstellar trade) khi còn là sinh viên). Sau khi lấy tiến sĩ ở Viện Công nghệ Massachusetts (MIT) năm 1977, ông dạy ở Yale, MIT, Stanford, trở lại MIT, và từ năm 2000 về trụ trì ở Princeton, do lời mời của Ben Bernanke (hiện là chủ tịch Hệ thống Dự trữ Liên bang của Mỹ) lúc ấy là chủ nhiệm khoa kinh tế ở trường đại học này. Ông cũng có làm việc vài năm trong chính phủ (vào thời Reagan, cùng nhóm với Lawrence Summers, do Martin Felstein mời

về làm trong Hội đồng Cố vấn Kinh tế). Năm 1991 ông được huy chương John Bates Clark của Hiệp hội Kinh tế Hoa Kỳ. Đây là một huy chương rất có uy tín, được trao hai năm một lần cho một kinh tế gia dưới 40 tuổi, và thường được xem là dấu hiệu của “tương lai Nobel”. Krugman cũng có viết hai cuốn sách giáo khoa bán rất chạy, một cuốn về kinh tế quốc tế mà đồng tác giả là Maurice Obstfeld, một cuốn về kinh tế nhập môn viết chung với bà Robin Wells. Bà này là vợ kế của Krugman.

Trần Hữu Dũng
Dayton, 25/10/2008

* Được sự đồng ý của Giáo sư Trần Hữu Dũng - Wright State University, DT Books đăng nguyên văn bài viết của ông, đã được giới thiệu trên trang web www.viet-studies.info, như một lời giới thiệu chính thức về Giáo sư Paul Krugman.

GIỚI THIỆU

Đa số các nhà kinh tế, trong mức độ mà họ suy nghĩ về đề tài này, đều cho rằng cuộc Đại suy thoái của thập niên 1930 chỉ là một thảm họa vu vơ và vô cơ. Phải chi Herbert Hoover ^[1] không cố gắng cân bằng ngân sách trong bối cảnh kinh tế suy thoái; phải chi Cục Dự trữ Liên bang không bảo vệ chế độ bản vị vàng bất chấp cái giá phải trả là nền kinh tế quốc nội; phải chi người ta cung cấp thanh khoản cho các ngân hàng gặp khó khăn để làm dịu sự sợ hãi trong hệ thống ngân hàng những năm

1930-31... thì vụ sụp đổ của thị trường chứng khoán năm 1929 cũng chỉ dẫn tới một cuộc suy thoái bình thường, không đáng để ý và chắc chắn sẽ rơi vào quên lãng. Do các nhà kinh tế và những nhà làm chính sách đã “thuộc bài” – chẳng hạn sẽ không có ông bộ trưởng tài chính nào dám lặp lại giọng điệu của Andrew Mellon ^[2] trong lời khuyên khét tiếng “loại bỏ và thanh lý hết các lao động, các chứng khoán, những nông trại, bất động sản ... bất cứ thứ gì kém hiệu quả và độc hại ra khỏi hệ thống kinh tế” – dường như một cuộc Đại suy thoái tương tự sẽ không bao giờ có cơ may xảy ra nữa.

Liệu điều này có đúng hay không? Cuối thập niên 1990 một loạt nền kinh tế châu Á – những nền kinh tế chiếm một phần tư sản lượng của kinh tế toàn cầu, với dân số cỡ bảy trăm triệu người – đã trải qua một đợt suy thoái có những nét tương đồng một cách đáng sợ với cuộc Đại suy thoái năm nào. Và cũng như cuộc Đại suy thoái, cuộc khủng hoảng lần này cũng đột ngột xuất hiện như tiếng sét giữa bầu trời xanh; trong khi các chuyên gia vẫn khẳng định dự đoán kinh tế tiếp tục tăng trưởng ngay khi suy thoái đã manh nha hé lộ. Như thập niên 1930, những “phương thuốc” kinh tế truyền thống tỏ ra không hiệu quả, đôi khi còn phản tác dụng. Khi nghĩ đến việc lịch sử u ám đó đang lặp lại, dường như ai trong chúng ta cũng phải rùng mình!

Đó chính là cảm giác của tôi lúc này. Ấn bản đầu tiên của cuốn sách trên tay các bạn đã được hình thành để trả lời cho cuộc khủng hoảng kinh tế châu Á những năm 1990. Hồi đó, trong khi một số người xem đây là một hiện tượng thuần túy châu Á, tôi đã cho rằng đây là một điềm báo chẳng lành cho tất cả chúng ta, là một cảnh báo cho thấy các vấn đề của kinh tế học suy thoái (*depression economics*) chưa hề biến mất trong thời hiện đại. Đáng buồn thay, những điều tôi đã lo

ngại hóa ra lại là đúng. Khi ấn bản mới của cuốn sách này ra đời, đa phần thế giới (trong đó có cả nước Mỹ) đang phải vật lộn với khủng hoảng kinh tế và tài chính. Cuộc khủng hoảng này thậm chí, so với khủng hoảng kinh tế châu Á thập niên 1990, còn tương đồng hơn nhiều với thời Đại suy thoái.

Những vấn đề kinh tế mà châu Á trải qua một thập kỷ trước đây, cũng như những gì mà chúng ta đang đối mặt hiện nay, hóa ra lại chính là những gì người ta tưởng rằng đã học được cách phòng ngừa hiệu quả. Trong thời kỳ đen tối trước đây, những nền kinh tế lớn và phát triển với những chính phủ ổn định như nước Anh hồi thập niên 1920 có thể không tìm ra lời giải đáp cho những thời kỳ đình đốn và giảm phát kéo dài; song trong giai đoạn giữa John Maynard Keynes và Milton Friedman, chúng ta đã từng nghĩ rằng mình đã học được cách ngăn ngừa hiệu quả những khủng hoảng tương tự. Trước kia những nền kinh tế nhỏ như nước Áo hồi năm 1931 từng phải chịu phó mặc số phận cho những cơn thủy triều tài chính và không thể tự quyết định vận mệnh kinh tế của mình; nhưng ngày nay những chuyên gia ngân hàng và viên chức chính phủ dày dặn kinh nghiệm (đó là chưa kể đến Quỹ Tiền tệ quốc tế IMF) được cho là hoàn toàn có khả năng dàn xếp những gói giải cứu hữu hiệu, có thể khống chế dễ dàng những cuộc khủng hoảng trước khi chúng kịp lan rộng. Chính phủ Mỹ những năm 1930-31 có thể chỉ biết khoanh tay đứng nhìn hệ thống ngân hàng trong nước sụp đổ, nhưng trong thời hiện đại, bảo hiểm tiền gửi và việc Cục Dự trữ Liên bang sẵn sàng bơm tiền mặt cho các định chế tài chính gặp khó khăn được người ta kỳ vọng có thể ngăn chặn những cảnh tượng tương tự. Tất nhiên chẳng ai nghĩ rằng những quan ngại về kinh tế đã đi qua, song chúng ta đều chắc chắn rằng dù có gặp phải bất kỳ vấn đề gì trong tương lai, thì chúng cũng chẳng thể có nét gì tương đồng với những khủng hoảng thời 1920 và 1930 cả.

Tuy nhiên, lẽ ra một thập niên trước đây chúng ta đã phải nhận ra rằng sự tự tin nói trên đã được đặt nhầm chỗ. Gần suốt thập niên 1990, nước Nhật rơi vào một cái bẫy kinh tế, vốn chẳng xa lạ gì với Keynes và những người cùng thời với ông. Trong khi đó, một số nền kinh tế nhỏ hơn tại châu Á đã rơi tõm từ đỉnh cao tăng trưởng xuống vực sâu thảm họa chỉ sau một đêm – và câu chuyện buồn của họ rất giống với những gì đã diễn ra hồi thập niên 1930.

Vào thời gian đó, tôi có suy nghĩ như sau: những gì xảy ra giống như một loài vi khuẩn gây bệnh dịch chết người đã được y học khống chế một thời gian dài, nay bất thần xuất hiện trở lại dưới một dạng thức mới, mà không một dạng kháng sinh thông thường nào có khả năng ngăn chặn. Trong phần giới thiệu cho ấn bản đầu tiên của cuốn sách này, tôi đã viết như sau: “Cho đến nay mới chỉ có một số ít người là nạn nhân của giống vi khuẩn mới này; song thật là khờ khạo nếu

những ai chưa bị bệnh không chịu tìm ra những phương thuốc hay cơ chế phòng bệnh mới bằng bất cứ giá nào; điều đó sẽ biến họ thành những nạn nhân kế tiếp của bệnh dịch!”.

Vâng, đúng là chúng ta đã khờ khạo, thậm chí ngu ngốc. Và hôm nay bệnh dịch đang hoành hành trên đầu chúng ta.

Đa phần cuốn sách này dành để viết về cuộc khủng hoảng kinh tế châu Á thập niên 1990, cái hóa ra là “đợt tổng diễn tập” cho cuộc khủng hoảng toàn cầu đang diễn ra hiện nay. Tuy nhiên, tôi cũng bổ sung khá nhiều tài liệu mới, trong nỗ lực giải thích bằng cách nào mà nước Mỹ hôm nay rơi vào tình cảnh như nước Nhật mười năm trước đây; bằng cách nào mà Iceland hôm nay giống Thái Lan trước kia; và bằng cách nào mà những quốc gia từng bị khủng hoảng mười năm trước kinh hãi nhận ra một lần nữa họ lại đang đứng bên bờ vực thẳm...

Về cuốn sách này

Tôi xin nói ngay từ đầu rằng về bản chất mà nói, đây là một cuốn sách phân tích. Theo đó, tôi không nói quá nhiều về “cái đã xảy ra” bằng việc nói về lý do tại sao mọi việc đã xảy ra như vậy. Tôi tin rằng điều quan trọng là hiểu được bằng cách nào thảm họa đã có thể xảy ra, làm sao những nạn nhân của nó có thể “sống sót”, cũng như cách thức phòng ngừa thảm họa trong tương lai. Điều này có nghĩa mục tiêu sau cùng của cuốn sách là, như người ta hay nói trong các trường kinh doanh, phát triển lý thuyết từ tình huống thực tế – hay nói cách khác, tìm ra cách thức suy nghĩ và lý giải tất cả những hiện tượng này.

Tuy nhiên, tôi cũng cố gắng tránh làm cho cuốn sách trở thành một sự trình bày khô khan về lý thuyết. Không có những phương trình, những biểu đồ bí hiểm, và (tôi hy vọng) cũng không có cả những thuật ngữ chuyên ngành quá ư khó hiểu. Là một nhà kinh tế có tên tuổi, tôi hoàn toàn có khả năng viết ra những điều khó hiểu tới mức ... không ai đọc nổi. Thực ra mà nói, những tài liệu không-ai-đọc-nổi đó (*những tài liệu chuyên ngành kinh tế với đầy những thuật ngữ – ND*) của chính tôi và nhiều người khác đã đóng một vai trò quan trọng trong việc giúp tôi đi đến những kết luận trong cuốn sách này. Tuy nhiên, điều mà thế giới hiện đang cần là một cách hành động khôn ngoan và có hiểu biết. Mà để có được cách hành động đó, các ý tưởng phải được trình bày bằng ngôn ngữ sao cho dễ đọc dễ hiểu với những ai liên quan, chứ không chỉ giới hạn trong những ông tiến sĩ về Kinh tế học. Những phương trình và biểu đồ rối rắm khó hiểu nói trên chẳng qua chỉ đóng vai trò làm giàn giáo trong việc xây một tòa lâu đài tri thức.

Một khi tòa lâu đài đã được xây tới một mức nào đó, người ta sẽ dỡ bỏ giàn giáo kia đi, những gì còn lại chỉ là ngôn ngữ giản dị và dễ hiểu.

Ngoài ra, dù mục tiêu sau cùng của cuốn sách là phân tích (analytical), đa phần nội dung lại bao gồm lối văn kể chuyện (narrative). Một phần là vì thứ tự trước sau của các sự kiện (ở đây có thể xem như cốt truyện) là một minh chứng quan trọng cho ý nghĩa và tính chính xác của lý thuyết đề ra (chẳng hạn, quan điểm “chính thống” về khủng hoảng kinh tế xem khủng hoảng là một hình phạt đích đáng dành cho một số nền kinh tế, đã không thể được biện minh khi đối mặt với thực tế: vài nền kinh tế có vẻ ngoài rất khác biệt cùng gặp khủng hoảng trong vài tháng gần nhau – một sự trùng hợp đặc biệt thú vị!). Ngoài ra, tôi cũng nhận ra rằng các sự kiện nối tiếp nhau cũng cung cấp bối cảnh cần thiết cho các nỗ lực tìm hiểu và giải thích của tôi, và rằng không phải ai cũng có điều kiện theo dõi sâu sát những sự kiện đặc biệt kịch tính trong mười tám tháng vừa qua. Cũng như ít ai nhớ chính xác những gì Thủ tướng Mahathir phát biểu tại Kuala Lumpur hồi tháng 8 năm 1997 và liên hệ chúng với những gì Donald Tsang đã làm ở Hongkong một năm sau đó! Trong những trường hợp như vậy, những câu chuyện được kể trong cuốn sách này sẽ giúp các bạn cùng hồi tưởng lại và suy ngẫm.

Tôi cũng xin nói đôi lời về phong cách trình bày của mình. Các tác gia về kinh tế học khi viết về những đề tài nghiêm trọng và to lớn thường bị cám dỗ sử dụng những ngôn từ và cách trình bày quá sức trịnh trọng, tự đề cao. Không phải ý tôi nói những vấn đề liên quan ở đây không quan trọng, ngược lại là khác, đôi khi chúng là những vấn đề sinh tử. Dù vậy, các chuyên gia kinh tế rất thường nghĩ rằng do vấn đề mà họ trình bày và xem xét là nghiêm trọng, lớn lao, cách tiếp cận nó cũng phải hết sức nghiêm trang, theo kiểu “vấn đề lớn – từ ngữ lớn”, tuyệt đối tránh những từ ngữ và cách diễn đạt bông lơn, thoải mái, không trang trọng. Tuy nhiên, chúng ta đều đã từng thấy rằng để có thể nắm bắt và hiểu được các hiện tượng mới và lạ, người ta phải sẵn sàng để có thể “chơi” với các ý tưởng. Tôi dùng động từ “chơi” ở đây một cách rất có suy nghĩ: những người quá ư trịnh trọng, nghiêm túc và thiếu óc khôi hài, sẽ chẳng bao giờ có thể đưa ra những kiến giải mới mẻ, về kinh tế học hay bất cứ lĩnh vực nào cũng vậy. Chẳng

hạn hãy nghe tôi phát biểu “Nhật Bản đang chịu thiệt hại từ sự không thể thích nghi và điều chỉnh về bản chất, do mô hình tăng trưởng lấy Nhà nước làm trung tâm của họ dẫn tới sự cứng nhắc về cơ chế”. Rõ ràng tôi chẳng diễn tả hay “nói” được điều gì cả, có chăng chỉ tạo cho các bạn cảm giác rằng vấn đề tôi đang nói tới là một vấn đề rất khó khăn, không có câu trả lời dễ dàng – một cảm giác có thể hoàn toàn sai lầm. Giả sử tôi trình bày chính vấn đề trên đây của nước Nhật bằng một câu chuyện nhẹ nhàng về những thăng trầm của một hợp tác xã giữ trẻ (thực tế cuốn sách này có vài ví dụ như vậy) thì sao nhỉ? Thoạt nghe có vẻ kỳ dị, song chính sự khôi hài, bông lơn của phong cách này có đích nhắm riêng của nó: thức tỉnh và đưa tư duy của chúng ta sang hẳn một kênh khác, chẳng hạn trong ví dụ trên là việc nhận ra rằng có thể có một cách giải quyết khác đơn giản hơn, ít ra là cho một phần của vấn đề mà Nhật Bản đang gặp phải. Do đó xin độc giả đừng kỳ vọng nơi đây một cuốn sách viết theo lối hàn lâm trang trọng, ngược lại tuy mục tiêu đặt ra là hoàn toàn nghiêm túc, lối viết của tôi lại mang vẻ giản dị và đùa bỡn, như đề tài này đòi hỏi nó phải thế!

Và bây giờ hãy bắt đầu cuộc hành trình của chúng ta, bắt đầu với một thế giới với vẻ ngoài của nó, chỉ vài năm trước đây thôi.

^[1] Tổng thống thứ 31 của Mỹ, nhiệm kỳ 1929-1933; trước đó là Bộ trưởng Thương mại (1921-1928)

^[2] Bộ trưởng Tài chính Mỹ từ 1921 đến 1932, nổi tiếng với quan điểm cứng rắn trong thời suy thoái, chẳng hạn từ chối bơm thanh

khoản cho các ngân hàng yếu, từ chối bơm thêm tiền mặt vào nền kinh tế v.v...

“VẤN ĐỀ TRỌNG TÂM ĐÃ ĐƯỢC GIẢI QUYẾT”

Năm 2003, ông Robert Lucas, giáo sư Đại học Chicago và là người đoạt giải Nobel Kinh tế năm 1995, đọc bài phát biểu với tư cách Chủ tịch tại Hội nghị thường niên của Hiệp hội Kinh tế Mỹ (American Economic Association). Sau khi giải thích rằng kinh tế học vĩ mô (macroeconomics) được hình thành nhằm đáp lại những đòi hỏi đặt ra trong thời Đại suy thoái, ông này tuyên bố rằng nay đã đến lúc lĩnh vực này phải phát triển thêm nữa, bởi “vấn đề trọng tâm – ngăn ngừa suy thoái – trên thực tế đã được giải quyết xong”.

Lucas không có ý nói rằng chu kỳ kinh tế, bao gồm những đợt suy thoái và tăng trưởng nối tiếp nhau bất thường mà chúng ta đã chứng kiến ít nhất là một thế kỷ rưỡi vừa qua, đã đi qua. Nhưng ông ta cho rằng chu kỳ này đã được chế ngự đến mức chẳng cần phải làm gì thêm nữa, bởi việc nỗ lực dẹp bỏ hoàn toàn những “lắc lư” trong tăng trưởng kinh tế hầu như không đem lại mấy lợi ích cho cái chung. Thay vào đó, nên chuyển sự tập trung sang những vấn đề như tăng trưởng kinh tế dài hạn.

Mà cũng chẳng phải chỉ có mình Lucas tin rằng vấn đề phòng ngừa suy thoái đã được giải quyết trọn vẹn. Một năm sau Ben Bernanke (cựu Giáo sư trường Princeton, sau này tham gia Hội đồng thống đốc và hiện là Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang) trong bài phát biểu cực kỳ lạc quan mang tên “Thời kỳ ôn hòa vĩ đại” (The great moderation) cũng nói tương tự như Lucas, đại ý rằng chính sách kinh tế vĩ mô trong thời hiện đại đã giải quyết vấn đề chu kỳ kinh tế, hay nói chính xác hơn là giảm thiểu độ ảnh hưởng của nó xuống chỉ còn là một sự phiền phức vặt vãnh, chứ không phải là một vấn đề bức thiết nữa.

Chỉ vài năm sau, khi cả thế giới đang vật lộn với cuộc khủng hoảng kinh tế và tài chính rất giống những năm 1930, khi nhìn lại chúng ta có thể thấy những tuyên bố nói trên dường như ngạo mạn đến mức khó tin. Điều đáng kinh ngạc nhất về sự lạc quan thái quá đó chính là

việc ngay từ thập niên 1990, những vấn đề kinh tế tương tự như hồi Đại suy thoái đã xuất hiện tại một số quốc gia, trong đó có cả Nhật – nền kinh tế lớn thứ nhì thế giới.

Đến những năm đầu thế kỷ XXI này, các vấn đề suy thoái vẫn chưa ảnh hưởng tới nước Mỹ, trong khi lạm phát – nổi kinh hoàng của những năm 1970 – lại có vẻ đã được kiểm soát tốt. Trong khi đó, những tin tức khá êm dịu về kinh tế lại hòa quyện với một bối cảnh chính trị rất dễ khiến người ta lạc quan: trong suốt 9 thập kỷ gần đây, thế giới chưa bao giờ lại thuận lợi cho kinh tế thị trường hơn thế!

Sự thành công của Chủ nghĩa tư bản

Đây là cuốn sách về kinh tế học, nhưng kinh tế học tất nhiên diễn ra trong một bối cảnh chính trị cụ thể. Do đó, bạn sẽ không thể cắt nghĩa sự lạc quan về kinh tế nói trên nếu không xét tới một sự kiện chính trị căn bản của thập niên 1990: đó là sự sụp đổ của chủ nghĩa xã hội, không chỉ như một hệ tư tưởng chủ đạo, mà còn với tư cách một ý tưởng có thể làm thay đổi tư duy của mọi người.

Thật kỳ lạ khi sự sụp đổ này bắt đầu từ Trung Quốc. Đến nay, người ta vẫn cảm thấy kỳ lạ khi nhận ra rằng Đặng Tiểu Bình đã dẫn dắt đất nước của ông đi theo con đường kinh tế thị trường từ năm 1978, chỉ ba năm sau khi những người cộng sản thắng lợi trong cuộc chiến Việt Nam, hai năm sau thất bại của những người Mao-ít cấp tiến đang muốn khôi phục lại Cách mạng Văn hóa. Có lẽ chính ông Đặng cũng không nhận ra con đường đó lại dẫn đất nước của ông đi xa đến vậy so với những tư tưởng kinh tế lúc đầu của họ; và phần còn lại của thế giới đã mất một thời gian khá dài để nhận ra rằng hơn một tỷ người Trung Quốc đã “lẳng lặng” đi theo kinh tế thị trường! Thực sự mà nói, mãi cho đến đầu thập niên 1990 công cuộc cải cách của Trung Quốc vẫn chưa được giới trung lưu^[1] và những người quan tâm đến chính trị – xã hội trên thế giới nhận ra và đánh giá đúng đắn. Trong các sách vở bán chạy nhất thời kỳ đó, kinh tế thế giới vẫn được cho là cuộc đối đầu trực diện giữa Mỹ, châu Âu và Nhật Bản. Còn Trung Quốc nếu có được nghĩ đến thì vẫn với tư cách một đối thủ hạng hai, cùng lắm chỉ là một phần của khối “yên Nhật” (*yen bloc*) đang trời dậy mà thôi.

Tuy nhiên, lúc đó mọi người đều nhận thấy quả là có một điều gì đó đang diễn ra. “Điều gì đó” chính là sự sụp đổ của Liên bang Xô viết.

Không ai thực sự hiểu điều gì đã xảy ra với chế độ Xô viết. Ngày nay, khi mọi việc đã qua, chúng ta có thể thấy cấu trúc của nó có nhiều vấn đề đến mức chắc chắn cuối cùng sẽ sụp đổ. Thế mà chế độ đó đã từng đứng vững qua nội chiến và nạn đói, đã từng chiến thắng chủ nghĩa phát xít, đã từng có khả năng tập trung và huy động những

nguồn lực khổng lồ về khoa học và công nghiệp để thách thức sức mạnh hạt nhân của nước Mỹ. Việc siêu cường này tan rã một cách đầy bất ngờ không dưới sức ép của một “cú đánh” nào quả là một trong những câu hỏi khó trả lời nhất của kinh tế chính trị học. Có lẽ đó chỉ đơn thuần là vấn đề thời gian; bởi dường như nhiệt tình cách mạng và sự sẵn sàng tiêu diệt mọi đối thủ vì một lợi ích cao cả nào đó không thể kéo dài quá một vài thế hệ. Hoặc bởi vì chế độ đó dần dần bị xói mòn do phe tư bản chủ nghĩa mãi không chịu suy thoái và tan rã. Cá nhân tôi thì có một quan điểm riêng (hoàn toàn không dựa trên chứng cứ nào!) rằng chính sự trỗi dậy của các nền kinh tế tư bản châu Á đã, một cách tinh tế nhưng rất sâu sắc, làm nản lòng chế độ Xô viết, bằng việc làm cho tuyên bố của họ về việc nắm được quy luật lịch sử (trong phát triển kinh tế xã hội) trở nên kém tin cậy hơn bao giờ hết. Cuộc chiến gây hao tổn tài lực mà không thể kết thúc thắng lợi tại Afghanistan và việc thất bại rõ ràng của nền công nghiệp trong cuộc chạy đua vũ trang với chính quyền Reagan cũng khiến quá trình sụp đổ của họ diễn ra nhanh hơn. Dù lý do gì đi nữa, vào năm 1989 khối phụ thuộc Liên Xô tại Đông Âu thành hình tan rã, và hai năm sau đó thì chính Liên bang Xô viết cũng sụp đổ luôn.

Cả thế giới, với những mức độ nhiều ít, rõ ràng hay kém rõ ràng khác nhau, đều cảm thấy tác động của những sự kiện nói trên. Và tất cả những tác động, ảnh hưởng của chúng đều có lợi cho sự ưu thắng về chính trị và tư tưởng của chủ nghĩa tư bản.

Trước hết, hàng trăm triệu người trước đây sống trong các nước xã hội chủ nghĩa nay trở thành công dân của những nước sẵn sàng đón nhận và thử áp dụng kinh tế thị trường. Tuy nhiên, đáng ngạc nhiên là điều này hóa ra lại là hậu quả ít quan trọng nhất của sự sụp đổ (của Liên Xô) nói trên. Ngược với kỳ vọng của nhiều người, các nền kinh tế chuyển đổi tại Đông Âu không hề nhanh chóng trở thành một lực lượng quan trọng và có tiếng nói trên thị trường toàn cầu, hay trở thành một đích đến được đánh giá cao của đầu tư nước ngoài. Thời gian chuyển đổi của họ nhìn chung rất khó khăn, chẳng hạn với nước Đức thống nhất thì Đông Đức trở thành một vùng tương tự như vùng Mezzogiorno^[21] của nước Ý – chậm phát triển và gây ra những quan ngại về xã hội và tài chính. Đến nay, tức là chỉ sau hai thập kỷ kể từ ngày khối Xã hội chủ nghĩa Đông Âu sụp đổ, một số nước như Ba Lan, Estonia và Cộng hòa Sec mới bắt đầu có vẻ thành công. Bản thân nước Nga thì trở thành một nguồn bất ổn về chính trị và tài chính cho phần còn lại của thế giới. Nhưng thôi, chúng ta hãy quay trở lại câu chuyện này trong Chương 6.

Một hậu quả trực tiếp nữa của sự sụp đổ của Liên Xô là việc một số chính phủ vốn quá phụ thuộc vào viện trợ hào phóng của siêu cường

này từ nay phải tự xoay xở một mình. Trước đây những quốc gia này vẫn được những đối thủ của chủ nghĩa tư bản lý tưởng hóa, thậm chí thần tượng hóa; còn bây giờ sự nghèo khó đột ngột cùng những hé lộ về sự phụ thuộc của họ vào Liên Xô trong quá khứ đã khiến những phong trào phản đối chủ nghĩa tư bản trở nên kém giá trị và bị xói mòn. Cuba chẳng hạn, trước kia là biểu tượng hấp dẫn cho phong trào cách mạng tại châu Mỹ Latinh, khi nước này hiên ngang và đôn độc thách thức Mỹ – một biểu tượng đẹp hơn nhiều so với những quan chức quan liêu tại Moscow. Giờ đây, một nước Cuba thời hậu Xô viết gặp rất nhiều khó khăn đã chỉ rõ rằng hình ảnh và vị thế quả cảm của họ trước kia được hỗ trợ rất rất nhiều bởi chính những quan chức quan liêu đó! Tương tự, cho đến tận những năm 1990, Chính phủ Bắc Triều Tiên vẫn còn mang vẻ kỳ bí và hấp dẫn với những người cấp tiến trong giới sinh viên Hàn Quốc. Còn giờ đây, khi người dân Bắc Triều Tiên đang thật sự khó khăn vì thiếu viện trợ của Liên Xô, sức hấp dẫn đó cũng đã bay đi!

Ngoài ra, một ảnh hưởng nữa là sự “biến mất” của nhiều phong trào cấp tiến, mà dù tuyên bố theo đuổi mục tiêu cách mạng cao đẹp nào đó, nhưng không thể tồn tại nếu thiếu tài trợ và cung cấp vũ khí của Moscow. Các nước châu Âu từng tuyên bố rằng những nhóm cấp tiến của thập niên 70 và 80 như Baader-Meinhof tại Đức hay Red Army Brigades tại Ý hoàn toàn không có liên hệ gì với các nước xã hội chủ nghĩa, song đến nay chúng ta đều biết rằng họ rất phụ thuộc vào khối Xô viết, nên khi khối này tan rã, những tổ chức kia cũng biến mất luôn.

Trên mọi thứ, sự sụp đổ của Liên Xô cũng làm tan vỡ luôn giấc mơ chủ nghĩa xã hội. Trong suốt một thế kỷ rưỡi trước đó, ý tưởng “làm theo năng lực, hưởng theo nhu cầu” của chủ nghĩa xã hội là ý tưởng cốt lõi cho những ai chống lại bàn tay của thị trường. Các nhà lãnh đạo theo chủ nghĩa quốc gia viện dẫn những lý tưởng của chủ nghĩa xã hội khi muốn ngăn cản đầu tư từ nước ngoài hay từ chối trả những khoản nợ nước ngoài; các công đoàn cũng dùng chúng khi đòi tăng lương; ngay cả một số doanh nhân cũng nói đến những nguyên tắc chủ nghĩa xã hội mơ hồ khi đòi bảo hộ bằng thuế quan hay trợ cấp cho sản phẩm của họ. Một số Chính phủ ít nhiều đi theo kinh tế thị trường cũng e ngại chính sách triệt để cam kết với thị trường hoàn toàn tự do sẽ bị xem là quá vô nhân đạo, phản xã hội (anti-social)...

Nhưng nay liệu còn ai có thể đường hoàng tự tin sử dụng những lập luận trên của chủ nghĩa xã hội nữa? Vốn là một người thuộc thế hệ bùng nổ dân số sau Thế chiến II, tôi có thể nhớ được khoảng thời gian lúc các ý tưởng về cách mạng, về những con người can đảm có khả năng thúc đẩy lịch sử đi về phía trước tươi sáng hơn có sức hấp dẫn lớn lao với mọi người. Ngày nay, sau tất cả những cuộc thanh trừng và

gulag, nước Nga vẫn lạc hậu và tham nhũng như ngày trước, sau Cách mạng Văn hóa và Đại nhảy vọt, người Trung Quốc nay đã nhận ra rằng làm ra tiền của là sứ mệnh tốt đẹp nhất. Tất nhiên vẫn còn những người cánh tả cấp tiến bướng bỉnh tuyên bố rằng một chủ nghĩa xã hội thực thụ vẫn chưa được xây dựng, và những người cánh tả ôn hòa hơn khi cho rằng (không phải là không có lý) người ta có thể không đi theo lý tưởng Mác – Lênin mà không nhất thiết phải trở thành môn đệ của Milton Friedman. Nói gì thì nói, sự nhiệt tình đã biến mất khỏi những phong trào đối lập với chủ nghĩa tư bản.

Lần đầu tiên kể từ năm 1917, chúng ta nay sống trong một thế giới mà quyền tư hữu về tài sản và thị trường tự do được xem như những nguyên tắc cơ bản chứ không phải là những phương cách miễn cưỡng phải làm; còn những khía cạnh tiêu cực của thị trường như thất nghiệp, bất bình đẳng và bất công thì được chấp nhận như những thực tế của cuộc đời này. Như trong thời Victoria, chủ nghĩa tư bản được chấp nhận không chỉ vì sự thành công của nó (điều hoàn toàn là sự thực, như chúng ta sẽ xét dưới đây) mà còn vì con người hiện chẳng có giải pháp thay thế nào khả dĩ tốt hơn thế.

Tình hình này không phải mãi mãi bất biến. Sớm muộn cũng sẽ có những tư tưởng, chủ thuyết và những giấc mơ mới xuất hiện, nhất là nếu cuộc khủng hoảng toàn cầu hiện tại còn kéo dài và trầm trọng thêm. Nhưng hiện tại thì chủ nghĩa tư bản vẫn thắng thế trên thế giới.

Việc tuân phục chu kỳ kinh tế

Kẻ thù lớn nhất đối với sự ổn định của chủ nghĩa tư bản là chiến tranh và suy thoái. Đương nhiên chiến tranh sẽ còn tiếp tục xuất hiện với con người. Nhưng những cuộc chiến giữa các siêu cường suýt làm tan vỡ chủ nghĩa tư bản hồi giữa thế kỷ XX thì có lẽ khó có khả năng tái diễn trong một tương lai gần đây.

Còn suy thoái thì sao? Cuộc Đại suy thoái năm nào đã gần như hủy hoại cả chủ nghĩa tư bản và nền dân chủ, và ít nhiều nó cũng là nguyên nhân trực tiếp của chiến tranh. Tuy nhiên, sau thời suy thoái là một giai đoạn tăng trưởng kinh tế bền vững trong thế giới công nghiệp, trong đó những đợt suy thoái diễn ra ngắn ngủi và không mấy nặng nề, còn những đợt phục hồi lại mạnh mẽ và bền vững. Đến cuối thập niên 1960, nước Mỹ đã trải qua một giai đoạn không suy thoái kéo dài đến mức mà các nhà kinh tế đã có thể tổ chức những cuộc hội thảo với tiêu đề đại loại như “Phải chăng chu kỳ kinh tế đã lỗi thời?”.

Thực tế đã cho thấy vấn đề trên được đặt ra hơi sớm. Thập niên 70 được xem là thập niên của đình trệ – một kết hợp của suy giảm kinh tế và lạm phát. Tiếp theo hai cuộc khủng hoảng năng lượng những năm 1973 và 1979 là những đợt suy thoái tồi tệ nhất kể từ những năm

1930. Tuy nhiên đến những năm 1990 thì vấn đề thuần phục chu kỳ kinh tế lại được đặt ra một lần nữa, và như đã trình bày trong phần trên, cả Robert Lucas và Ben Bernanke vài năm trước đây đã mạnh dạn tuyên bố rằng tụy nền kinh tế có thể phải chịu những suy giảm lúc này hay lúc khác, nhưng các đợt suy thoái nghiêm trọng (chứ chưa nói tới suy thoái toàn cầu) đã ở phía sau lưng chúng ta.

Bằng cách nào chúng ta có thể đi tới những kết luận và tuyên bố như trên, ngoài việc chỉ nhận thấy rằng nền kinh tế gần đây đã không trải qua một đợt suy thoái nặng nề nào? Để trả lời câu hỏi này có lẽ chúng ta phải đi lạc đề một chút, bằng việc tìm hiểu lại lý thuyết về chu kỳ kinh tế. Cụ thể hơn, chúng ta sẽ tìm hiểu tại sao các nền kinh tế thị trường lại trải qua những đợt suy thoái?

Dù làm gì đi nữa, xin bạn đừng đưa ra những câu trả lời rõ ràng và hiển nhiên, kiểu như suy thoái xảy ra vì một lý do X nào đó, trong khi X đó chỉ là một lựa chọn thiên kiến của bạn. Sự thật là nếu bạn suy nghĩ về điều đó – nhất là khi bạn tin rằng thị trường sẽ cân bằng cung và cầu, thì rõ ràng suy thoái là một hiện tượng kỳ lạ và khó hiểu. Bởi trong trường hợp suy thoái kinh tế nghiêm trọng, dường như cung có khắp mọi nơi còn cầu thì hoàn toàn mất hút! Công nhân muốn làm việc nhưng không ai thuê, nhà máy thì không nhận được đơn đặt hàng, cửa hiệu thì không có khách... Tất nhiên có thể lý giải được tại sao cầu cho một số mặt hàng sụt giảm: chẳng hạn nếu người ta sản xuất quá nhiều búp bê Barbie trong khi người mua thích loại Bratz hơn thì đương nhiên sẽ có một số lượng Barbie bán không được. Nhưng sẽ lý giải sao đây khi hầu như không có lượng cầu cho nhiều loại hàng hóa nói chung? Phải chăng người ta không phải xài tiền vào một thứ gì đó?

Một phần của vấn đề chúng ta gặp phải khi nói về suy thoái là việc khó mà hình dung điều gì sẽ xảy ra trong thời gian này, ít ra là với tầm vóc con người. Nhưng tôi thích dùng câu chuyện sau đây vừa để giải thích về suy thoái, vừa như là một cái “bơm trực giác” cho những suy nghĩ của riêng mình. Đây là một chuyện có thật, song trong Chương 3 tôi sẽ dùng một chút tưởng tượng để liên tưởng đến sự khó khăn của nước Nhật.

Câu chuyện này được kể trong một bài báo của Joan và Richard Sweeney hồi năm 1978, với tiêu đề “Lý thuyết tiền tệ và cuộc Đại khủng hoảng của hợp tác xã giữ trẻ Đồi Capitol ^[3]”. Xin đừng vội cười tiêu đề này, đây là một câu chuyện hoàn toàn nghiêm túc.

Trong những năm 1970, vợ chồng nhà Sweeney tình cờ trở thành thành viên của một “hợp tác xã giữ trẻ”, nói đúng ra là một hội các cặp vợ chồng trẻ (đa số là những người làm việc tại Quốc hội), thỏa thuận chăm sóc và giữ con cái cho nhau. Hợp tác xã này khá đông với

khoảng 150 cặp vợ chồng, điều này không chỉ có nghĩa rằng có khá nhiều người giữ trẻ “tiềm năng”, mà còn cho thấy việc quản lý sao cho mọi cặp vợ chồng đều thực hiện những phần việc công bằng khi hỗ trợ nhau không hề là một việc dễ dàng chút nào!

Là một tổ chức theo kiểu trao đổi, hỗ trợ qua lại nên hợp tác xã giữ trẻ Đồi Capitol cũng thực hiện việc phát hành các phiếu (coupon): người cầm phiếu sẽ nhận được một giờ giữ trẻ (cho con cái của họ). Khi giữ trẻ cho người khác, người giữ trẻ sẽ nhận được số coupon tương ứng từ người có con đang nhờ họ giữ hộ. Như vậy, hệ thống này hướng đến việc tạo công bằng cho mọi cặp vợ chồng tham gia hợp tác xã: theo thời gian, cặp nào cũng nhận được dịch vụ giữ trẻ bằng với số thời gian mà họ đã giữ con cho người khác.

Nhưng mọi chuyện diễn ra không đơn giản như vậy. Người ta nhận ra rằng cần phải có một lượng coupon khá lớn được “lưu hành”. Này nhé, chẳng hạn một cặp vợ chồng có mấy buổi tối liên tục được tự do, nhưng chưa có kế hoạch đi đâu chơi cả, sẽ cố dự trữ coupon để dùng sau này (bằng cách đi giữ trẻ cho người khác), điều này sẽ kéo theo việc dự trữ coupon của một số gia đình khác bị giảm theo. Nhưng sau một thời gian thì gia đình nào cũng cố dự trữ một số coupon nhất định để dành cho những chuyến đi chơi giữa những giai đoạn phải trông con. Việc phát hành coupon cũng rắc rối: các cặp vợ chồng nhận coupon khi gia nhập và phải trả lại khi rời hợp tác xã, nhưng cũng phải trả một ít phí bằng các coupon dành cho các nhân viên hành chính của hợp tác xã đó. Nói chung chi tiết ở đây còn dài và không mấy quan trọng, vấn đề là ở chỗ sẽ đến một lúc mà có rất ít coupon lưu hành trong cộng đồng này, quá ít để có thể đáp ứng nhu cầu của các thành viên.

Kết quả xảy ra lúc này là rất đặc biệt. Những cặp vợ chồng cảm thấy dự trữ coupon của họ không đủ sẽ nóng lòng muốn đi giữ trẻ hộ người khác và không muốn đi chơi nữa. Nhưng quyết định đi chơi của một cặp vợ chồng lại chính là cơ hội giữ trẻ của một cặp khác, cho nên những cơ hội này trở nên hiếm hoi đi, điều này đến lượt nó lại khiến người ta càng miên cưỡng sử dụng coupon (trừ những khi bất đắc dĩ). Kết quả là các cơ hội được giữ trẻ tiếp tục giảm đi nhiều hơn nữa...

Nói ngắn gọn, hợp tác xã giữ trẻ này đã rơi vào suy thoái.

OK, câu chuyện đã hết. Bạn cảm thấy như thế nào?

Nếu ai đó cảm thấy bối rối – đây là cuốn sách về khủng hoảng kinh tế, chứ đâu phải về chăm sóc trẻ em? – thì người đó đã không hiểu được vấn đề. Cách duy nhất để hiểu một hệ thống phức tạp như kinh tế toàn cầu là phải xem xét các hình mẫu đơn giản của nó. Những hình mẫu (model) đó có thể chỉ là những hệ thống phương trình, hay chương trình máy tính (như trong dự báo thời tiết); nhưng cũng có khi chúng giống như những mô hình máy bay được thử nghiệm khí động

học trong đường hầm gió, giúp các nhà thiết kế kiểm tra và quan sát dễ hơn. Theo đó, hợp tác xã giữ trẻ Đồi Capitol chính là một nền kinh tế thu nhỏ, hay đúng hơn là nền kinh tế nhỏ nhất có khả năng rơi vào suy thoái. Nhưng sự suy thoái mà hợp tác xã này trải qua hoàn toàn là thật, giống như sức nâng mà cánh của máy bay mô hình tạo ra là thật vậy. Và cũng giống như hoạt động của máy bay mô hình giúp nhà thiết kế hiểu hơn về hoạt động của máy bay thực, những thăng trầm của hợp tác xã trong ví dụ trên cũng sẽ giúp chúng ta có được những cái nhìn sâu sắc và thông hiểu hơn về lý do tại sao toàn bộ nền kinh tế có thể thành công hay thất bại.

Còn nếu bạn không bối rối mà cảm thấy bức mình, vì chỉ được nghe một câu chuyện mang tính chất răn dạy về những cặp vợ chồng trẻ ở thủ đô Washington thay vì bàn luận về những vấn đề nghiêm túc, thì bạn cũng sai nốt! Hãy nhớ lại điều tôi nói trong phần giới thiệu: óc khôi hài, hay sự sẵn sàng “chơi đùa” với các ý tưởng không những làm cho mọi việc trở nên vui vẻ dễ chịu mà còn đặc biệt quan trọng trong những thời điểm như hiện nay. Đừng bao giờ tin một nhà thiết kế máy bay nào nói “không” với các mô hình máy bay, cũng như đừng bao giờ tin vào một chuyên gia kinh tế nào từ chối nghiên cứu những mô hình kinh tế!

Khi xảy ra, câu chuyện về hợp tác xã giữ trẻ nói trên đã trở thành một công cụ hữu hiệu để hiểu được những vấn đề không hề khôi hài chút nào của nền kinh tế thực. Các mô hình lý thuyết theo phương pháp toán học mà các nhà kinh tế hay sử dụng thường nghe có vẻ phức tạp hơn nhiều, song kết quả của chúng hoàn toàn có thể diễn đạt một cách đơn giản thành những câu chuyện như về hợp tác xã nói trên (còn nếu không thể diễn đạt đơn giản như vậy thì dường như mô hình lý thuyết ...có vấn đề!). Tôi sẽ còn quay trở lại câu chuyện về hợp tác xã giữ trẻ này một vài lần nữa, trong những ngữ cảnh khác nhau. Còn bây giờ, hãy xem xét hai hàm ý của câu chuyện: bằng cách nào mà suy thoái có thể xảy ra, và bằng cách nào để đối phó với chúng.

Đầu tiên, tại sao hợp tác xã giữ trẻ lại rơi vào suy thoái? Lý do không phải vì các thành viên không hoàn thành tốt dịch vụ giữ trẻ: họ có thể làm tốt hoặc không, nhưng đó là một vấn đề hoàn toàn khác. Cũng không phải là do hợp tác xã gặp rắc rối từ những “giá trị Đồi Capitol” hay “chủ nghĩa giữ trẻ thân hữu”^[4], hoặc không thể điều chỉnh công nghệ giữ trẻ theo kịp những đối thủ của nó. Vấn đề không phải là khả năng “sản xuất” của hợp tác xã, mà đơn giản chỉ là một sự thiếu hụt về “lượng cầu thực sự” (effective demand): có quá ít tiêu xài vào hàng hóa thực (ở đây là thời gian giữ trẻ) bởi mọi người đều đua nhau tích trữ tiền mặt (ở đây chính là các coupon). Bài học cho nền kinh tế thực là: tính dễ tổn thương và chịu thiệt hại từ chu kỳ kinh tế ít

hoặc chẳng liên quan gì đến các sức mạnh và điểm yếu cơ bản của nền kinh tế cả; những điều tồi tệ có thể xảy ra ngay với cả những nền kinh tế “khỏe mạnh”.

Thứ hai, trong trường hợp này, đâu là giải pháp? Bài báo của Sweeney cho biết thoát tiên ban quản trị của hợp tác xã (bao gồm đa phần là các luật sư làm việc tại Quốc hội) không tin rằng đây chỉ là một vấn đề mang tính kỹ thuật và có thể giải quyết một cách dễ dàng. Thay vào đó, họ xem đây là một vấn đề mang tính “cơ cấu” (structural problem, theo cách nói của các nhà kinh tế), đòi hỏi một hành động trực tiếp. Do đó, họ đưa ra một quy tắc buộc mỗi cặp vợ chồng phải ra ngoài đi chơi ít nhất 2 lần mỗi tháng (qua đó tăng cơ hội giữ trẻ cho những người khác). Tuy nhiên, cuối cùng thì những nhà kinh tế và giải pháp của họ đã thắng thế, người ta quyết định phải tăng số lượng coupon phát hành. Kết quả rất ấn tượng: với dự trữ coupon tăng lên, các cặp vợ chồng sẵn lòng đi chơi nhiều hơn, tạo nhiều “cơ hội việc làm” hơn, từ đó lại khiến người ta đi chơi nhiều hơn nữa v.v... Tổng sản phẩm ^[5] của hợp tác xã – đo lường bằng số giờ giữ trẻ – tăng vọt. Một lần nữa, điều này xảy ra không do chất lượng giữ trẻ tốt hơn hay do một quá trình cải cách căn bản nào, mà chỉ là do sự căng thẳng về coupon được giải tỏa. Nói cách khác, suy thoái có thể được xử lý dễ dàng đến mức đáng ngạc nhiên qua việc... in thêm tiền.

Bây giờ chúng ta quay lại với chu kỳ kinh tế và thế giới thực!

Nền kinh tế của một quốc gia, dù là một quốc gia nhỏ bé, cũng phức tạp hơn nhiều so với hợp tác xã trong ví dụ ở phần trên. Người ta có thể xài tiền không chỉ cho những nhu cầu hiện tại mà còn để đầu tư cho tương lai (hãy tưởng tượng tình huống bạn thuê các thành viên hợp tác xã để đóng các xe đẩy cho con mình, thay vì thuê họ giữ trẻ). Trong nền kinh tế thực còn tồn tại thị trường vốn, nơi người dư tiền cho người cần tiền vay với một khoản tiền lãi nhất định. Nhưng các vấn đề cơ bản thì vẫn tương tự: suy thoái xảy ra khi toàn thể công chúng cố gắng tích trữ tiền mặt hoặc những thứ tương đương, tiết kiệm nhiều hơn đầu tư; và vấn đề suy thoái thông thường có thể được giải quyết đơn giản bằng việc in thêm tiền/phát hành thêm coupon!

Người phát hành coupon trong thế giới hiện đại là các ngân hàng trung ương: Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed), Ngân hàng trung ương châu Âu (ECB), Ngân hàng trung ương Nhật (BOJ) v.v... Nhiệm vụ của họ là giữ cho nền kinh tế trong trạng thái cân bằng thông qua việc bơm vào hay rút ra lượng tiền mặt cần thiết.

Nhưng nếu mọi chuyện dễ dàng như vậy, tại sao chúng ta vẫn trải qua những đợt suy giảm kinh tế? Tại sao các ngân hàng trung ương không luôn in đủ tiền để tạo đủ việc làm cho tất cả mọi người?

Trước Thế chiến II, nói một cách đơn giản thì những nhà làm chính sách chẳng có khái niệm gì về những việc họ phải làm. Còn ngày nay toàn bộ các nhà kinh tế từ Milton Friedman cho đến những người cánh tả, đều đồng ý rằng Đại suy thoái là do sự sụt giảm của lượng cầu thực sự, do đó Cục Dự trữ Liên bang lẽ ra phải chống suy thoái bằng việc bơm tiền vào nền kinh tế. Nhưng vào thời gian khủng hoảng 1929–1933 quan niệm này còn chưa hề được chấp nhận như một “lẽ thường”. Nhiều nhà kinh tế sáng giá lúc đó theo thuyết định mệnh, coi suy thoái như là hậu quả tất yếu của sự phát triển kinh tế quá mức trước đó, và xem đây là một quá trình tốt. Theo Joseph Schumpeter, việc phục hồi của nền kinh tế “... chỉ thực sự lành mạnh nếu phát sinh từ nội tại của nó. Bất kỳ phục hồi nào do những kích thích nhân tạo sẽ làm cho giai đoạn suy thoái không hoàn tất, và do đó sẽ mang lại thêm những vấn đề mới do (nền kinh tế) không điều chỉnh kịp, từ đó đặt nền kinh tế trước nguy cơ khủng hoảng tiếp theo”.

Thuyết định mệnh này biến mất sau chiến tranh, và suốt một thế hệ sau đó các nước đã nỗ lực thành công trong việc kiểm soát chu kỳ kinh tế: suy thoái hiếm khi xảy ra, việc làm trở nên dồi dào trong nền kinh tế. Đến cuối thập niên 1960 nhiều người bắt đầu tin rằng chu kỳ kinh tế không còn là một vấn đề nghiêm trọng; ngay cả Tổng thống Richard Nixon cũng hứa hẹn sẽ “điều chỉnh” (fine-tune) nền kinh tế.

Thật là một sự ngạo mạn, và khiếm khuyết chết người của chính sách toàn dụng nhân công trở nên rõ ràng vào thập niên 1970. Nếu Ngân hàng trung ương quá lạc quan về số việc làm được tạo ra, nếu họ bơm quá nhiều tiền vào lưu thông, thì hậu quả sẽ là lạm phát. Và khi lạm phát ăn sâu vào kỳ vọng của công chúng, nó sẽ chỉ có thể được giải quyết thông qua một thời kỳ với tỷ lệ thất nghiệp cao kéo dài. Thêm vào một số cú sốc bất chợt về giá – chẳng hạn việc giá dầu tăng gấp đôi – thế là bạn đã có suy thoái kinh tế quy mô nhỏ.

Nhưng đến giữa thập niên 80, lạm phát dịu bớt xuống những tỷ lệ chấp nhận được, cung về dầu khá dồi dào, và các Ngân hàng trung ương dường như bắt đầu hiểu được cách quản lý kinh tế. Thực sự mà nói, cú sốc mà nền kinh tế trải qua dường như củng cố niềm tin rằng chúng ta đã hiểu được hoàn toàn rõ ràng về suy thoái và khủng hoảng. Chẳng hạn năm 1987, thị trường chứng khoán Mỹ sụp đổ, với mức sụt giảm có ngày lên tới mức sụt giảm trong ngày đầu tiên của cuộc khủng hoảng năm 1929. Nhưng Cục Dự trữ Liên bang bơm tiền vào hệ thống, nền kinh tế thực không suy giảm và chỉ số Dow phục hồi một cách nhanh chóng sau đó. Đến cuối những năm 1980 những quan chức ở Ngân hàng trung ương quá lo lắng trước một đợt tăng nhẹ của lạm phát đã bỏ qua những dấu hiệu của suy thoái và chuyển sang chống lạm phát. Tuy điều này khiến Tổng thống George H. W. Bush phải trả giá bằng vị trí của mình, đợt suy thoái lần này tiếp tục bị

khống chế thành công với những “toa thuốc” thông thường, và nước Mỹ lại bước vào một giai đoạn tăng trưởng bền vững mới. Đến cuối những năm 1990 có vẻ như người ta chắc chắn rằng chu kỳ kinh tế, nếu không được loại trừ hoàn toàn, thì ít ra cũng đã được “thuần phục” và khống chế một cách dứt khoát.

Công trạng lớn nhất trong thành tích kiểm soát được chu kỳ kinh tế dành cho những nhà quản lý tiền tệ: có lẽ trong lịch sử chưa có chuyên gia Ngân hàng trung ương nào mang vẻ thần bí như Alan Greenspan. Tuy nhiên cũng có ý kiến cho rằng cấu trúc nội tại của nền kinh tế đã có những thay đổi phù hợp, tạo điều kiện cho sự phát triển thịnh vượng liên tục.

Công nghệ là người cứu tinh

Xét trên phương diện thuần túy công nghệ chúng ta có thể nói thời đại công nghệ thông tin hiện đại bắt đầu khi hãng Intel giới thiệu bộ vi xử lý (microprocessor) – tức là một bộ máy computer trên một con chip – vào năm 1971. Đầu thập niên 80 các sản phẩm sử dụng công nghệ này như máy fax, trò chơi điện tử và máy tính cá nhân đã trở nên phổ biến. Nhưng vào thời đó tất cả những điều này chưa có vẻ gì giống một cuộc cách mạng cả. Mọi người cho rằng các ngành công nghiệp thông tin sẽ tiếp tục bị thống trị bởi những tập đoàn cỡ bự và quan liêu như IBM; hoặc mọi công nghệ mới đều đi theo con đường chúng đã đi với các sản phẩm như máy fax, VCR và trò chơi điện tử – tức là công nghệ do người Mỹ phát minh ra nhưng chỉ trở thành các sản phẩm bán được qua tay những nhà sản xuất Nhật Bản.

Tuy nhiên đến những năm 90 của thế kỷ XX thì mọi người đều thấy rõ rằng các ngành công nghiệp thông tin làm thay đổi tận gốc rễ ngoài và bên trong của nền kinh tế của chúng ta.

Lợi ích của công nghệ thông tin rất cuộc lớn đến mức nào đến nay vẫn còn chưa rõ. Nhưng điều không thể chối cãi là những công nghệ mới này đã có những ảnh hưởng rõ rệt lên cách thức chúng ta làm việc, nhiều hơn bất kỳ thay đổi gì trong hai hay ba mươi năm trở lại đây. Người lao động Mỹ điển hình ngồi làm việc ở văn phòng, và suốt tám thập kỷ đầu tiên của thế kỷ XX hình ảnh cơ bản của một văn phòng là máy đánh chữ và ngăn chứa hồ sơ, các memo và các cuộc họp – nghĩa là đa số là “tĩnh” (vâng, máy photocopy Xerox cũng loại bỏ hoàn toàn giấy than nữa). Rồi đó, chỉ sau một thời gian ngắn, mọi thứ thay đổi hoàn toàn với PC nối mạng trên từng bàn làm việc, email và Internet, hội nghị truyền hình (videoconference), làm việc từ xa qua mạng (telecommuting). Đó là những thay đổi về chất một cách hiển nhiên, tạo ra những tiến bộ vượt bậc theo một cách mà những

tiến bộ về lượng không thể nào đạt được. Và chính ý thức về tiến bộ đó đã kéo theo một ý thức lạc quan về chủ nghĩa tư bản.

Hơn thế nữa, các ngành mới này mang trở lại một hiện tượng mà chúng ta từng gọi tên là “sự lãng mạn tư bản chủ nghĩa”: những doanh nhân khởi nghiệp thành công với một mô hình kinh doanh hay một phát minh mới, trở nên thành đạt và giàu có. Kể từ thời Henry Ford, hình ảnh anh hùng ấy nay chỉ còn là huyền thoại, khi nền kinh tế càng lúc càng do những tập đoàn lớn thống trị, với nhà lãnh đạo là những viên chức quan liêu chẳng khác gì những quan chức nhà nước! Năm 1968 John Kenneth Galbraith đã viết: “Với sự xuất hiện của các công ty hiện đại, sự nổi lên của các tổ chức do đòi hỏi của công nghệ và việc lập kế hoạch, cũng như sự tách rời quyền sở hữu vốn và quyền điều hành công ty; doanh nhân khởi nghiệp (entrepreneur) với tư cách cá nhân nay không còn tồn tại nữa trong các ngành công nghiệp trưởng thành”. Và ai còn có thể nhiệt tình với chủ nghĩa tư bản mang màu sắc chủ nghĩa xã hội như vậy nữa?

Tuy nhiên, chính những ngành công nghệ thông tin đã thay đổi hoàn toàn trật tự ấy. Như những câu chuyện hồi thế kỷ XIX, câu chuyện thành công hiện nay mang đậm tính cá nhân: những người có ý tưởng tốt, phát triển chúng trong những garage hay nhà bếp, và làm giàu từ nó. Các tạp chí kinh doanh trở nên đặc biệt hấp dẫn, thành công kinh doanh được ngưỡng mộ theo cách thức chưa từng xảy ra trong một thế kỷ trở lại đây.

Và điều này tạo ra một mảnh đất màu mỡ cho các ý tưởng thị trường tự do. Bốn mươi năm trước đây, những người bảo vệ thị trường tự do và việc tạo điều kiện thuận lợi cho kinh doanh khởi nghiệp gặp phải một vấn đề về hình ảnh: khi họ nói “doanh nghiệp tư nhân”, người ta nghĩ ngay đến General Motors; còn khi nói “doanh nhân”, đa số mọi người liên tưởng đến một người lịch lãm trong bộ đồ vest. Đến những năm 90, ý tưởng cũ về việc giàu có là kết quả của đạo đức, hay ít nhất là của sáng tạo, đã quay trở lại.

Tuy nhiên, lý do lớn nhất cho sự lạc quan về kinh tế chính là tình trạng phồn vinh không chỉ ở những nước phát triển (ở đây sự phồn vinh thực ra không tới mức người ta đã kỳ vọng) mà còn ở nhiều nước khác, vốn không lâu trước đây vẫn bị coi là tuyệt vọng về kinh tế.

Trái ngọt của toàn cầu hóa

Cụm từ “Thế giới thứ ba” nguyên được tạo ra như là một biểu tượng của lòng tự hào: Jawaharlal Nehru sáng tạo ra cụm từ này để nói về những quốc gia không ngã theo cả phương Tây lẫn Liên Xô để giữ gìn tính độc lập, không liên kết của mình. Tuy nhiên chẳng bao lâu sau ý định chính trị đã phải nhường chỗ cho thực tế kinh tế: “thế giới

thứ ba” nay chỉ còn mang nghĩa nghèo đói, lạc hậu, kém phát triển. Hàm ý của cụm từ này nay không còn là một đòi hỏi chính đáng mà chỉ là sự vô vọng.

Chính toàn cầu hóa đã gây ra những thay đổi đó: sự di chuyển của vốn và công nghệ từ các quốc gia có lương cao sang các quốc gia với mức lương thấp hơn, kéo theo tăng trưởng của xuất khẩu tại thế giới thứ ba, nơi thâm dụng lao động.

Khó mà hình dung ra thế giới trước toàn cầu hóa, do đó chúng ta sẽ cùng quay trở lại khoảng một thế hệ trước đây tại thế giới thứ ba (thực ra hiện nay một số nước vẫn còn giữ nguyên những hình ảnh này!). Vào những ngày đó, mặc dù một số ít quốc gia Đông Á đã bắt đầu tăng trưởng nhanh và gây ra sự chú ý, đa số các nước đang phát triển (như

Philippines, Indonesia hay Bangladesh) vẫn không có gì thay đổi: xuất khẩu nguyên liệu thô, nhập khẩu hàng chế tạo. Khu vực chế tạo trong nền kinh tế của họ có quy mô nhỏ, kém hiệu quả, được bảo hộ bởi hàng rào hạn ngạch nhưng vẫn tạo ra ít công ăn việc làm. Trong khi đó sức ép về dân số buộc dân phải canh tác cả trên những khu đất xấu hoặc tìm bất cứ cách nào khả dĩ để kiếm sống, chẳng hạn sống ngay trong những khu ổ chuột gần các thành phố.

Trong tình hình đó, người ta có thể thuê nhân công ở Djakarta hay Manila với mức thù lao rẻ mạt. Nhưng vào thời gian giữa thập niên 70 thì giá nhân công rẻ là hoàn toàn chưa đủ để các nước đang phát triển có thể cạnh tranh trên thị trường thế giới về hàng hóa chế tạo. Các nước phát triển với những lợi thế cố hữu (cơ sở hạ tầng và công nghệ, quy mô thị trường, khả năng tiếp cận gần gũi với các nhà cung cấp của các bộ phận lắp ráp chính, tính ổn định chính trị, những điều chỉnh xã hội tinh tế nhưng sâu sắc giúp nền kinh tế vận hành tốt) dường như vẫn chiếm ưu thế, dù chênh lệch về chi phí lao động giữa họ với những nước đang phát triển có thể lên tới mười hay hai mươi lần đi chăng nữa. Ngay cả những người cấp tiến cũng cảm thấy tuyệt vọng trước khả năng lật ngược tình thế này: vào thập niên 70 những lời kêu gọi về một “trật tự kinh tế thế giới mới” chỉ tập trung vào việc nâng giá nguyên liệu thô, hơn là làm sao để các nước thuộc thế giới thứ ba gia nhập vào hàng ngũ các nước công nghiệp hiện đại.

Rồi mọi việc bắt đầu thay đổi. Sự kết hợp của một số yếu tố mà chúng ta chưa hiểu được một cách thấu đáo, như giảm hàng rào thuế quan, phát triển viễn thông, sự xuất hiện của vận chuyển hàng không giá rẻ... đã làm giảm những bất lợi của việc sản xuất tại những nước đang phát triển. Bên cạnh đó, dù việc sản xuất tại các nước phát triển vẫn có lợi hơn (chúng ta thường nghe những câu chuyện về các doanh nghiệp chuyển sản xuất sang Mexico hay Đông Á, sau khi vấp phải những bất lợi về môi trường kinh doanh tại đây đã quyết định bỏ đi),

nhưng ngày nay càng lúc càng có nhiều ngành mà chi phí lao động rẻ tạo lợi thế cạnh tranh cho các nước đang phát triển gia nhập thị trường thế giới. Một số nước trước kia chỉ xuất khẩu sợi đay và cà phê nay đã có thể sản xuất quần áo và giày dép để xuất khẩu.

Những công nhân sản xuất quần áo và giày dép này chắc chắn sẽ được trả lương rất thấp và phải làm việc trong những điều kiện tồi tệ. Tôi nói “chắc chắn” vì những ông chủ của họ chẳng hề kinh doanh hay sản xuất vì sức khỏe của công nhân, nên họ sẽ làm sao để chi phí lương cho người lao động là thấp nhất, mức thấp nhất này được quyết định bởi số lượng các cơ hội việc làm mà người lao động có thể có. Và trong đa số trường hợp đây vẫn là những nước rất nghèo.

Tuy nhiên, chính trong những nước bắt đầu phát triển xuất khẩu đó đã có những tiến bộ không thể chối cãi trong mức sống của người dân nói chung. Một phần là do những ngành mới nổi cần đưa ra một mức lương hấp dẫn hơn để kéo công nhân từ những ngành khác. Quan trọng hơn là sự phát triển của ngành chế tạo cùng những công việc mới do các ngành xuất khẩu tạo ra đã gây ra một hiệu ứng gợn sóng ^[6] trong nền kinh tế. Sức ép lên nông nghiệp giảm khiến mức lương tại nông thôn tăng. Số người thất nghiệp tại đô thị cũng thu hẹp, khiến các nhà máy phải giành giật nhân công, dẫn tới mức lương tại các thành phố cũng tăng lên. Tại những quốc gia mà quá trình này diễn ra trong một thời gian đủ dài, như Đài Loan và Hàn Quốc, mức lương đã tăng lên ngang bằng với một số quốc gia phát triển. (Năm 1975 mức lương trung bình tính theo giờ tại Hàn Quốc chỉ bằng 5% so với Mỹ, nhưng đến năm 2006 tỷ lệ này đã vọt lên 62%).

Tại những nền kinh tế công nghiệp hóa mới nổi, lợi ích của tăng trưởng dựa vào xuất khẩu đối với công chúng không chỉ là một vấn đề mang tính chất phỏng đoán. Lấy ví dụ một nước nghèo như Indonesia chẳng hạn, nơi mà sự phát triển phải đo bằng lượng thực phẩm một người bình thường được nhận: trong giai đoạn từ 1968 đến 1990 khẩu phần bình quân đã tăng từ 2.000 lên 2.700 calorie/người/ngày, và tuổi thọ trung bình tăng từ 46 lên 63 tuổi. Người ta cũng ghi nhận những tiến bộ tương tự khắp vùng vành đai Thái Bình Dương, ngay cả những nơi như Bangladesh. Tiến bộ và phát triển không đến do những người từ tâm ở phương Tây – các khoản viện trợ nước ngoài, vốn chưa bao giờ là nhiều, đã liên tục thu hẹp trong những năm 1990 xuống đến mức gần như không còn gì. Mà đây cũng không hề là kết quả của những chính sách tốt đẹp của các chính phủ, vốn vẫn tham nhũng và nhân tâm như trước kia. Thực ra có thể nói đây là kết quả gián tiếp của các tập đoàn đa quốc gia và cả các doanh nghiệp địa phương tham lam, những người sẵn sàng chụp lấy những cơ hội kiếm lời nhờ nguồn nhân công giá rẻ. Rõ ràng đây chẳng phải là một hình ảnh hay câu

chuyện mang tính đạo đức gì cho lắm, nhưng dù động cơ của các bên liên quan có tồi tệ tới đâu đi nữa thì kết quả của quá trình này vẫn là hàng trăm triệu người thoát nghèo và cuộc sống trở nên tốt hơn (dù vẫn còn khó khăn nhất định).

Và một lần nữa, chủ nghĩa tư bản lại rất xứng đáng được ngợi khen vì thành tích này. Những người theo chủ nghĩa xã hội từ lâu đã hứa hẹn sẽ phát triển được kinh tế; đã có thời các nước thuộc thế giới thứ ba coi các kế hoạch 5 năm kiểu Stalin là hình ảnh một quốc gia lạc hậu có thể tự chuyển mình bước vào thế kỷ XX. Và ngay cả khi Liên Xô đã mất đi vòng hào quang của sự tiến bộ, rất nhiều trí thức vẫn tiếp tục tin rằng chỉ bằng việc từ bỏ cạnh tranh với những nền kinh tế phát triển hơn, các nước nghèo mới có cơ thoát khỏi cái bẫy của họ. Tuy nhiên đến thập niên 1990, đã có những hình mẫu chứng minh rằng phát triển nhanh chóng là hoàn toàn có thể; và điều này được thực hiện không phải qua việc tự cách ly bản thân mà qua việc hội nhập càng nhiều càng tốt với chủ nghĩa tư bản toàn cầu.

Những người hoài nghi và phê phán

Không phải ai cũng vui vẻ với trật tự kinh tế thế giới mới sau sự sụp đổ của hệ thống xã hội chủ nghĩa. Trong khi nước Mỹ có một thời gian thịnh vượng đáng kể, những quốc gia phát triển khác gặp một số phiền toái. Nước Nhật chưa thể phục hồi sau bong bóng kinh tế đầu thập niên 1990, trong khi châu Âu phải chịu tình trạng “Eurosclerosis”^[71] – tỷ lệ thất nghiệp gia tăng, nhất là trong giới trẻ, bất chấp những phục hồi về kinh tế.

Sự thịnh vượng và những lợi ích có được từ tăng trưởng cũng không được phân chia một cách công bằng ngay tại Mỹ. Sự bất bình đẳng về thu nhập tăng cao đến mức chưa từng có kể từ thời “đại gia Gatsby”^[81], và theo những tính toán chính thức, tiền lương thực tế đã giảm đối với nhiều người lao động. Ngay cả khi người ta có thể nghi ngờ các con số thống kê, thì rõ ràng sự phát triển kinh tế Mỹ đã khiến 20-30 triệu người ở những bậc thấp nhất trong thang phân phối thực sự đã tụt lại phía sau!

Ngoài ra, một số người cũng cảm thấy không hài lòng ở những điểm khác. Lương thấp và điều kiện làm việc tồi tệ tại các nước xuất khẩu thuộc thế giới thứ ba gây ra những chỉ trích về mặt đạo đức, và những người phê phán không thể chấp nhận nổi cách giải thích theo kiểu “công việc tồi tệ, mức lương tồi tệ còn hơn là ... không có việc gì để làm!”. Ngoài ra, các nhà hoạt động nhân quyền cũng chỉ ra nhiều khu vực lớn của thế giới chẳng hề được hưởng lợi gì từ toàn cầu hóa: châu

Phi chẳng hạn, đến nay vẫn là lục địa chìm trong nghèo khó, bệnh tật lan tràn và xung đột bất tận.

Và như thường lệ, luôn có những người dự báo tin xấu. Nhưng kể từ những năm 1930, bất cứ khi nào có ai dự đoán sẽ có suy thoái mới sắp xảy ra, những người quan sát có lý trí lại học được cách ... phớt lờ những cảnh báo đó. Đó chính là lý do tại sao những sự phát triển mang điềm báo xấu ở châu Mỹ Latinh nửa đầu thập niên 1990 – những gì mà nay chúng ta đã biết là báo hiệu cho khả năng quay lại của kinh tế học suy thoái – nhìn chung đã bị phớt lờ.

[1]. Nguyên bản là từ “chattering classes”: thuật ngữ thường được các nhà bình luận chính trị bảo thủ sử dụng, dùng để chỉ một bộ phận giai cấp trung lưu thành thị có học thức cao, quan tâm đến chính trị và xã hội, nhất là những người trong giới học thuật, chính trị hoặc truyền thông.

[2]. Tức vùng miền Nam và vùng đảo (Sicily và Sardegna) của nước Ý, xưa nay vốn kém phát triển hơn miền Bắc Ý.

[3]. Nơi có Điện Capitol, trụ sở Quốc hội Mỹ tại thủ đô Washington.

[4]. Nguyên văn “crony baby-sittingism”, một lối chơi chữ theo từ “crony capitalism” – chủ nghĩa tư bản thân hữu, ám chỉ tình trạng “bố làm chính trị, con làm kinh tế” trong một số nước, nơi thành công kinh doanh dựa vào các quan hệ thân hữu với chính quyền và các quan chức Nhà nước. Có thể xem thêm bài viết sau của TS Nguyễn Sĩ Dũng trên báo điện tử Vietnamnet (<http://vietnamnet.vn/nhandinh/2006/10/622194/>).

[5]. Nguyên văn là GBP (Gross Baby-sitting Product), nói nhại theo cụm từ GDP – Tổng sản phẩm quốc nội.

[6]. Nguyên văn “ripple effect”, trong kinh tế mang hàm ý những đợt tăng trưởng hay tăng giá lan nhanh từ hoạt động hay nhóm dân cư này sang những hoạt động/nhóm dân cư khác như những gợn sóng nước. Alvin Toffler cũng sử dụng một khái niệm tương đương là “những làn sóng phát triển” (waves of development).

[7]. Eurosclerosis là thuật ngữ hình thành vào những năm 1980 để nói về hình mẫu kinh tế châu Âu, trong đó thất nghiệp tăng, khả năng tạo việc làm thấp dù kinh tế nhìn chung vẫn tăng trưởng. Tình trạng này ngược với tình trạng của Mỹ trong cùng giai đoạn, khi sự mở rộng và tăng trưởng đi kèm với việc tạo ra nhiều công ăn việc làm. Sau này, eurosclerosis được dùng để chỉ tình trạng đình đốn về kinh tế (economic stagnation).

[8]. Tên một tiểu thuyết nổi tiếng của F. Scott Fitzgerald (xuất bản lần đầu năm 1925) với bối cảnh “kỷ nguyên Jazz” – nước Mỹ những năm 1920, một thời kỳ tăng trưởng kinh tế sau Đại chiến thế giới I, nhưng đi kèm theo là sự bất bình đẳng trong thu nhập và suy thoái về các giá trị tinh thần.

KHỦNG HOẢNG TẠI CHÂU MỸ LATINH - LỜI CẢNH BÁO BỊ PHỐT LỖ

Hãy hình dung một trò chơi mang tên “ghép từ”: một người nói ra một từ hay một cụm từ nào đó, người kia phải trả lời ngay bằng một từ khác liên quan đến từ chủ đề, từ đầu tiên nảy ra trong đầu anh ta. Giả sử người chơi này là một giám đốc ngân hàng, một viên chức tài chính hay một nhà kinh tế nhiều kinh nghiệm. Mãi cho đến gần đây, và thậm chí là ngay lúc này, nếu từ chủ đề mà bạn nêu lên là “khủng hoảng tài chính”, chắc chắn người kia sẽ đáp “Châu Mỹ Latinh”!

Suốt nhiều thế hệ, các nước Mỹ Latinh liên tục chịu khủng hoảng tiền tệ, những vụ sụp đổ ngân hàng, các đợt siêu lạm phát, nói chung là đủ mọi loại “bệnh tật” về tiền tệ mà loài người hiện đại có thể biết tới! Những chính phủ yếu ớt được bầu lên được xen kẽ bằng những nhà độc tài quân sự, cả hai đều cố gắng giành sự ủng hộ của nhân dân bằng những chương trình dân túy tham vọng mà họ... không thể thực hiện nổi. Trong nỗ lực kiếm nguồn tài trợ cho những chương trình đó, các chính phủ xoay xở rất nhiều cách khác nhau, từ việc vay nợ nước ngoài dẫn tới khủng hoảng cán cân thanh toán và vỡ nợ, tới việc in thêm tiền dẫn tới siêu lạm phát. Tới nay, khi các nhà kinh tế trình bày những ví dụ về nguy hại của “chủ nghĩa dân túy trong kinh tế vĩ mô” trong đó kể về những cách làm đồng tiền một quốc gia bị ảnh hưởng, thì nghiêm nhiên ví dụ nêu tên đồng peso!

Nhưng đến cuối thập niên 1980, dường như các nước Mỹ Latinh đã rút ra bài học. Hầu như chẳng ai ủng hộ nhà độc tài Pinochet, nhưng những cải cách mà ông ta thực hiện ở Chile đã rất thành công và được tiếp tục giữ nguyên khi đất nước này quay lại chính thể dân chủ vào năm 1989. Việc Chile quay lại các giá trị của thời Victoria ^[1] – tiền tệ

lành mạnh ^[2] và thị trường tự do – đã trở nên rất ấn tượng và hấp dẫn, khi tốc độ tăng trưởng của nước này tăng mạnh. Hơn nữa, các chính sách cũ dường như đã khiến người ta hết sức chịu đựng: cuộc khủng hoảng nợ nần của khu vực kéo dài từ 1982 đến cuối thập kỷ, và ai cũng thấy rõ sự đòi hỏi cần có những thay đổi hết sức cấp bách và quyết liệt.

Và thế là châu Mỹ Latinh cải cách. Các công ty quốc doanh được tư hữu hóa, hạn chế nhập khẩu được dỡ bỏ, thâm hụt cán cân thanh toán được thu hẹp. Kiểm chế lạm phát trở thành một ưu tiên, và chúng ta sẽ thấy một số quốc gia thực hiện những biện pháp mạnh mẽ để lấy lại niềm tin vào đồng nội tệ của họ. Những nỗ lực này mau chóng được tưởng thưởng, không chỉ qua hiệu quả cao hơn của nền kinh tế mà còn qua sự tin tưởng trở lại của các nhà đầu tư nước ngoài. Những quốc gia khốn khổ về tài chính suốt thập niên 80 (đến tận năm 1990, những chủ nợ muốn chạy khỏi các món nợ của khu vực này bằng cách bán quyền đòi nợ cho người khác sẵn sàng chịu rủi ro cao hơn đã phải chấp nhận mức giá khoảng 30 cent cho 1 USD nợ gốc!) nay đã trở thành con cưng của thị trường vốn quốc tế, với các nguồn tiền đổ vào làm giảm hẳn các khoản nợ của ngân hàng, điều gây ra cuộc khủng hoảng nợ trước đó của họ. Truyền thông quốc tế bắt đầu nói về một châu Mỹ Latinh “mới”, nhất là về “điều kỳ diệu Mexico”. Tháng 9/1994, báo cáo thường niên về tính cạnh tranh toàn cầu, do những người điều hành các hội nghị ở Davos soạn thảo, đã có đăng một thông điệp đặc biệt từ “người hùng” là ngài tổng thống Mexico, Carlos Salinas.

Vốn vẹn ba tháng sau, đất nước này rơi vào cuộc khủng hoảng tài chính tồi tệ nhất của họ – được biết đến dưới cái tên “khủng hoảng tequila” ^[3], một trong những đợt suy thoái nặng nề nhất mà một quốc gia đơn lẻ phải gánh chịu kể từ những năm 1930. Hậu quả của nó lan ra khắp vùng châu Mỹ Latinh, hầu như phá hủy hệ thống ngân hàng của Argentina. Sau này khi nhìn lại sự việc, người ta thấy lẽ ra cuộc khủng hoảng tequila phải được xem như một cảnh báo, rằng những đánh giá tốt của thị trường không phải là bất biến, những lời ngợi khen của báo chí hôm nay không hề đảm bảo bạn tránh khỏi sự mất lòng tin (của công chúng) vào ngày mai!

Thế nhưng, cảnh báo đó đã bị bỏ qua. Để hiểu lý do của tất cả những việc này, chúng ta cần xem lại toàn bộ câu chuyện về cuộc khủng hoảng châu Mỹ Latinh đã bị người ta xem nhẹ như thế nào.

Mexico: cất cánh từ thập niên 1980

Không ai có thể nói rằng chính phủ Mexico kém chuyên nghiệp. Ban tham mưu của ngài tổng thống gồm toàn những chuyên gia trẻ trung và có học thức cao – những người được gọi là Científicos, quyết tâm đưa đất nước thành một quốc gia hiện đại, đồng thời tin rằng để làm được điều đó cần hội nhập sâu rộng vào nền kinh tế thế giới. Người ta hoan nghênh các nhà đầu tư nước ngoài, quyền tư hữu của họ được bảo đảm. Ấn tượng với sự lãnh đạo rất tiến bộ như vậy, đầu tư nước ngoài tràn vào với khối lượng lớn, đóng một vai trò quan trọng trong công cuộc hiện đại hóa đất nước.

OK, tôi đã đùa một chút với độc giả! Những dòng trên không mô tả chính phủ gần đây của Mexico. Mà đó là những dòng tôi mô tả về chế độ của Porfirio Díaz, tổng thống Mexico từ năm 1876 đến khi bị lật đổ vào năm 1911. Một thập niên nội chiến sau đó tiếp nối bằng một chính phủ mạnh mẽ, theo con đường dân túy, quốc gia, nghi ngờ đầu tư nước ngoài nói chung và nước Mỹ nói riêng. Các thành viên chính phủ mới của một chính đảng có cái tên rất “kêu” là Đảng Thể chế Cách mạng (PRI) muốn hiện đại hóa Mexico theo cách của họ: phát triển các ngành nội địa để phục vụ thị trường trong nước, hạn chế nhập khẩu và đầu tư nước ngoài. Ngoại tệ được chấp nhận khi nó không kéo theo sự kiểm soát của đối tác nước ngoài: Chính phủ Mexico cho phép các công ty vay tiền từ các ngân hàng Mỹ, với điều kiện cổ phần có quyền biểu quyết (voting shares) vẫn thuộc về bên Mexico.

Chính sách kinh tế hướng nội này có thể đã không mấy hiệu quả. Trừ các *maquiladoras* (các nhà máy hướng về xuất khẩu được phép hoạt động ở một vùng hạn chế gần biên giới với Mỹ), nói chung Mexico không tận dụng được những lợi ích của làn sóng toàn cầu hóa. Nhưng một khi đã hình thành, chính sách phát triển này ăn sâu vào hệ thống chính trị và xã hội, được củng cố và bảo vệ bởi một “tam đầu chế” gồm: các ông trùm công nghiệp (có đặc quyền tiếp cận tín dụng và giấy phép nhập khẩu), các chính trị gia (nhận hối lộ từ các ông trùm này) và các công đoàn (đại diện cho một nhóm nhỏ những người lao động được trả lương cao trong những ngành được Chính phủ bảo hộ). Đến thập niên 1970, phải nói là Mexico đã rất cẩn trọng để không làm gì “quá sức” mình: tăng trưởng chỉ ở mức đáng thất vọng, nhưng hoàn toàn không xảy ra khủng hoảng kinh tế.

Nhưng đến cuối những năm 1970 thì sự cẩn trọng đó đã bị “cuốn theo chiều gió”. Nền kinh tế Mexico tăng trưởng mạnh mẽ, hưởng lợi từ việc khám phá ra nhiều mỏ dầu mới với giá bán cao, cùng những khoản nợ lớn vay được từ các ngân hàng nước ngoài. Ít ai nhận ra những dấu hiệu cảnh báo khi tiền bạc đổ vào và nền kinh tế nóng lên. Lác đác vài bài báo nêu lên một số vấn đề về tài chính có thể xảy ra, song nhìn chung công luận xem Mexico (và châu Mỹ Latinh nói

chung) hầu như không có rủi ro về tài chính. Điều này có thể được cụ thể hóa bằng những con số: đến tháng 7/1982, lợi suất trái phiếu Chính phủ Mexico thậm chí còn thấp hơn lợi suất trái phiếu của ngay cả những tổ chức có uy tín và hầu như không có rủi ro như Ngân hàng Thế giới (World Bank)! Điều này có nghĩa các nhà đầu tư đánh giá khả năng không trả được nợ đúng hạn của quốc gia này là hoàn toàn không đáng kể.

Tuy nhiên, chỉ ngay sau đó, vào giữa tháng 8/1982, một phái đoàn các quan chức Mexico đã phải bay sang gặp bộ trưởng tài chính Mỹ để thông báo Mexico đã hết tiền và không có khả năng thanh toán các khoản nợ của họ. Trong vòng vài tháng, khủng hoảng lan rộng khắp châu Mỹ Latinh, khi các ngân hàng dừng việc cho vay và đòi người đi vay trả nợ. Bằng các nỗ lực tuyệt vọng – các khoản vay khẩn cấp từ chính phủ Mỹ và các tổ chức quốc tế như Ngân hàng Thanh toán Quốc tế (Bank for International Settlements – BIS), các biện pháp điều chỉnh kỳ hạn trả nợ, và những biện pháp được gọi dưới cái tên mỹ miều “cho vay hợp vốn” (concerted loan – các ngân hàng buộc phải cho quốc gia vỡ nợ vay tiền để trả tiền lãi trên dư nợ gốc!) – đa số các nước trong khu vực phải vật lộn để tránh tình trạng vỡ nợ. Tuy nhiên, cái giá phải trả để tránh thảm họa tài chính theo những cách trên đây chính là một cuộc suy thoái nặng nề, sau đó nền kinh tế phục hồi chậm chạp và không liên tục. Năm 1986, thu nhập bình quân đầu người thực tế của Mexico thậm chí còn giảm đi 10% so với năm 1981; còn tiền lương thực tế giảm 30% so với thời kỳ trước khủng hoảng do ảnh hưởng của lạm phát cao bình quân khoảng 70% trong bốn năm trước đó.

Một thế hệ những nhà cải cách mới xuất hiện. Qua những năm 1970, đã hình thành một “giai cấp” mới với ảnh hưởng ngày càng tăng trong bộ máy chính quyền và chính phủ tại Mexico. Đó là những người học thức cao (với những bằng cấp từ Harvard hay MIT), thông thạo tiếng Anh và có quan điểm quốc tế. Họ vừa có đủ chất Mexico để thích hợp với việc lèo lái “con thuyền PRI” vốn mang nặng phong cách gia trưởng, lại vừa đủ “Mỹ hóa” để hiểu rằng cần phải có những điều chỉnh thích hợp. Khủng hoảng kinh tế khiến những người theo đường lối kinh tế cũ lúng túng không tìm ra câu trả lời, và tạo cơ hội cho những nhà kỹ trị – những người có khả năng giải thích lý do thành công của những cải cách thị trường tại Chile, sự tăng trưởng dựa trên xuất khẩu của Hàn Quốc hay cách ổn định lạm phát tại Israel – bước lên diễn đàn. Họ không hề đơn độc trong quyết định của mình: đến giữa thập niên 80 nhiều nhà kinh tế trong khu vực đã từ bỏ quan điểm nhà nước (*statist views*: ủng hộ sự can thiệp của Nhà nước vào nền kinh tế) của những năm 50-60 để ủng hộ cái gọi là “đồng thuận Washington”, với nội dung: tăng trưởng sẽ là cao nhất thông qua việc

duy trì ngân sách lành mạnh, lạm phát thấp, thị trường phi điều tiết (deregulated markets) và tự do thương mại.

Năm 1985 Tổng thống Miguel de la Madrid bắt đầu đưa học thuyết trên vào thực tiễn, chủ yếu thông qua việc tự do hóa thương mại của Mexico: giảm thuế quan và danh sách các mặt hàng nhập khẩu cần có giấy phép của chính phủ. Chính phủ bắt đầu bán một số công ty quốc doanh, nới lỏng các quy định về sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài. Đặc sắc nhất là Tổng thống de la Madrid đã chỉ định người kế vị không phải là một lãnh tụ PRI như thường lệ, mà là một nhà cải cách hàng đầu: Bộ trưởng Kế hoạch và Ngân sách Carlos Salinas de Gortari, vốn có bằng tốt nghiệp Trường Quản lý Nhà nước Kennedy thuộc Đại học Harvard và được hỗ trợ bởi các cộng sự là các nhà kinh tế xuất sắc, đa phần học ở MIT.

Tôi dùng cụm từ “chỉ định người kế vị” ở đoạn trên không phải là vô cớ. Hệ thống chính trị của Mexico trong giai đoạn từ 1920 đến 1990 quả là độc nhất vô nhị. Trên giấy tờ thì đó là chế độ dân chủ đại nghị, nhưng thật ra điều này chỉ thành sự thực vài năm trở lại đây mà thôi. Còn vào năm 1988, khi Salinas đắc cử tổng thống, thực ra đó chỉ là một phiên bản của trường phái chính trị truyền thống kiểu Chicago: hệ thống độc đảng (one-party system), trong đó các lá phiếu bầu sẽ được kiểm thông qua sự bảo trợ, thiếu hụt phiếu bầu sẽ được bù đắp bởi...việc kiểm phiếu sáng tạo (tức là gian lận trong kiểm phiếu – ND). Cái khác biệt tại Mexico chỉ là: tuy bản thân Tổng thống gần như là một ông vua trong nhiệm kỳ sáu năm và trở nên cực kỳ giàu có, ông ta không thể tái ứng cử mà phải rút lui và chuyển giao quyền lực cho một người kế vị được chỉ định (do đảng PRI đề cử), người này chắc chắn sẽ thắng cuộc trong kỳ bầu cử tiếp theo.

Đến năm 1988 thì hệ thống này, cũng như chính đất nước Mexico, trở nên rất căng thẳng. Salinas gặp một đối thủ khó chơi trong kỳ bầu cử, đó là Cuauhtémoc Cárdenas ^[4], con trai của một cựu tổng thống từng được nhân dân ưa chuộng. Ông này thách thức đường lối cải cách theo hướng thị trường tự do của Salinas bằng một đường lối truyền thống hơn, mang tính dân túy và chống tư bản chủ nghĩa. Đó là một cuộc bầu cử đóng, và Cárdenas dường như đã thắng. Tuy nhiên, kết quả chính thức thì lại không phải như vậy ^[5]. Salinas vẫn trở thành tổng thống, song khác với bất kỳ người tiền nhiệm nào, ông ta phải thực hiện các cam kết của mình (đã tuyên bố trong khi tranh cử). Để làm được điều này, ông ta phải trông cậy vào đội ngũ các chuyên gia kinh tế được đào tạo từ Cambridge của mình.

Thành công của Salinas sau đó dựa trên hai động thái chính sách quan trọng. Một là việc giải quyết cuộc khủng hoảng nợ. Đầu năm 1989, sau khi bầu cử tại Mỹ kết thúc thành công, Chính phủ Mỹ bắt

đầu thể hiện quyết tâm đối mặt với các thực tế khó khăn của họ. Chính phủ Mỹ bắt đầu thừa nhận một điều mà ai cũng đã biết từ lâu, rằng một số tổ chức tiết kiệm và cho vay đã đánh bạc với tiền đóng thuế của người dân, và do đó cần bị đóng cửa. Cùng lúc đó, trong một bài phát biểu gây ngạc nhiên, Bộ trưởng Tài chính Nicholas Brady tuyên bố các khoản nợ của châu Mỹ Latinh là không thể hoàn trả đầy đủ, và các biện pháp xóa nợ cần được đặt ra. Cái gọi là kế hoạch Brady mang tính chất tình cảm hơn là một kế hoạch thực sự – bài phát biểu của Brady xuất hiện như một âm mưu trong serie phim hài *Yes, Minister*

(Vâng, thưa Ngài Bộ trưởng), trong đó những quan chức chính phủ có khả năng lập ra một kế hoạch giảm nợ bị che mắt vì sợ rằng họ sẽ phản đối. Tuy nhiên điều này đã tạo cho những người Mexico một khởi đầu cần thiết: trong vòng vài tháng họ tạo ra một kế hoạch khả thi. Kết quả sau đó là Mexico đã thay thế phần lớn dư nợ quốc gia của mình bằng những trái phiếu Brady ^[6] có mệnh giá nhỏ hơn.

Việc giảm nợ của kế hoạch Brady tại Mexico chỉ có kết quả khiêm tốn, song nó đánh dấu một bước ngoặt về tâm lý. Người Mexico vốn hay bị từ chối cho vay nay cảm thấy nhẹ nhõm hơn khi các ngân hàng nước ngoài chịu chấp nhận phần nào giải pháp của họ, khiến nợ nần tạm không còn là vấn đề chính trị nóng bỏng của quốc gia nữa. Trong khi đó các nhà đầu tư nước ngoài từng e sợ khi bỏ tiền vào Mexico cảm thấy kế hoạch này đã giúp chấm dứt sự âu lo của họ và lại sẵn sàng mang “tiền tươi” vào đầu tư. Lãi suất mà Mexico buộc phải trả để giữ cho dòng tiền khỏi quay ra giảm mạnh, và do Chính phủ không phải trả lãi suất cao trên các khoản nợ, thậm hực cán cân thanh toán mau chóng giảm theo. Chỉ một năm sau kế hoạch Brady, tình hình tài chính của Mexico hoàn toàn thay đổi.

Giải pháp trên cho vấn đề nợ nần không phải là con bài duy nhất trong tay Salinas. Năm 1990 ông ta làm cả thế giới ngạc nhiên với đề nghị thành lập khối thương mại tự do với Mỹ và Canada (hai nước này đã thương lượng ký thỏa thuận tự do thương mại với nhau trước đó). Về mặt thực chất mà nói, NAFTA (Hiệp định tự do thương mại Bắc Mỹ) không phải là một bước tiến lớn, bởi trước đó thị trường Mỹ nhìn chung đã mở cửa cho các sản phẩm của Mexico, đồng thời cựu Tổng thống de la Madrid đã đặt nền móng cho quá trình tự do hóa thương mại của Mexico từ trước đó. Nhưng giống như gói giải pháp làm giảm gánh nặng nợ nần nói ở phần trên, NAFTA cũng đánh dấu một bước ngoặt mang tính tâm lý. Bằng việc biến chính sách “mở cửa cho hàng hóa và đầu tư nước ngoài” từ một đường lối nội bộ thành một phần của một hiệp ước quốc tế, Salinas hy vọng làm cho thị trường tin rằng những động thái này là không thể đảo ngược. Đồng thời, ông ta cũng

hy vọng người Mỹ sẽ đáp lại nỗ lực này một cách thích đáng, qua việc mở cửa vĩnh viễn thị trường Mỹ cho các sản phẩm Mexico.

George H. W. Bush đã chấp nhận đề nghị của Salinas. Làm sao ông ta có thể từ chối được? Vào năm 1982, khi khủng hoảng nợ nổ ra ở Mexico, rất nhiều người Mỹ e ngại điều này sẽ dẫn đến sự tái xuất hiện của chủ nghĩa cấp tiến cực đoan trong nền chính trị Mexico, rằng những lực lượng chống Mỹ, thậm chí cả những người cộng sản, sẽ nổi dậy trong những cuộc bạo loạn. Nhưng thay vào đó, các lực lượng thân Mỹ và ủng hộ thị trường tự do đã nắm được chính quyền và nay đề nghị gỡ bỏ mọi hàng rào trong thương mại. Cho nên, từ chối họ sẽ là một cái tát vào mặt phong trào cải cách, chắc chắn sẽ kéo theo sự bất ổn và thù địch ở quốc gia láng giềng này. Rồi dựa trên những lý lẽ hấp dẫn về mặt chính sách đối ngoại, các nhà ngoại giao Mỹ trở nên rất nhiệt tình với NAFTA. Sau này việc thuyết phục Quốc hội có trở nên khó khăn đôi chút, nhưng khi đó, trong làn sóng nhiệt tình cao độ, điều này vẫn còn chưa rõ ràng.

Thay vào đó, khi quá trình cải cách ở Mexico tiếp diễn, với nhiều công ty quốc doanh được tư nhân hóa, hàng rào nhập khẩu được dỡ bỏ, đầu tư nước ngoài được chào đón...thì kỳ vọng về tương lai của Mexico cũng tăng theo. Tôi vẫn còn nhớ lần gặp gỡ một số lãnh đạo các tập đoàn đa quốc gia đang phụ trách các cơ sở tại châu Mỹ Latinh ở Cancún hồi năm 1993. Tôi có trình bày một số lo ngại và bảo lưu nhẹ nhàng về tình hình phát triển tại Mexico, rằng hậu quả của cải cách có thể đôi chút không đáng hài lòng. Khi đó người ta lịch sự nhắc tôi “Ông là người duy nhất trong phòng này có những ý kiến tiêu cực về Mexico!”. Và những nhà đầu tư như những người tôi gặp hôm đó quả đã làm đúng như những gì họ nói: năm 1993 hơn 30 tỷ USD đầu tư nước ngoài đã đổ vào Mexico.

Argentina đoạn tuyệt quá khứ

“Giàu như người Argentina” là câu nói phổ biến ở châu Âu hồi trước Thế chiến I, khi mà Argentina còn được công chúng và các nhà đầu tư xem là một miền đất của cơ hội. Như Úc, Canada và Mỹ, đây là một đất nước giàu tài nguyên, một điểm đến hứa hẹn của cả dân nhập cư và vốn đầu tư từ châu Âu. Thời đó Buenos Aires là một thành phố xinh đẹp mang vẻ châu Âu với mạng lưới đường sắt do người Anh bỏ tiền xây dựng, với những đoàn tàu chuyên chở thịt và bột mì từ những đồng bằng để xuất khẩu ra thế giới. Kết nối với kinh tế toàn cầu bằng thương mại và đầu tư, kết nối với thị trường vốn toàn cầu qua hệ thống điện tín, Argentina thực sự là một thành viên quan trọng của hệ thống quốc tế thời tiền chiến.

Sự thật thì cũng có lúc Argentina có xu hướng in quá nhiều tiền và gặp những khó khăn nhất định với các khoản nợ nước ngoài của họ. Nhưng lúc đó người Mỹ cũng gặp những vấn đề tương tự. Và chẳng ai có thể tiên đoán rằng sau này Argentina lại có thể tụt hậu xa đến như vậy!

Những năm tháng giữa hai cuộc thế chiến, cũng như những quốc gia xuất khẩu tài nguyên khác, Argentina đặc biệt gặp khó khăn. Giá nông sản sụt giảm trong thập niên 1920 và thực sự “bổ nhào” trong những năm 1930. Tình hình còn tệ hơn vì những khoản nợ đã tích lũy trong những năm tăng trưởng trước đó. Nói ngắn gọn, Argentina giống như một nhà nông đã vay quá nhiều tiền khi tình hình tốt đẹp, nay khổ sở vì bị kẹt giữa giá nông sản giảm và mức trả nợ giữ nguyên không đổi! Tuy nhiên, trong thời Đại suy thoái tình hình với Argentina cũng chưa đến nỗi nào. Chính phủ tỏ ra ít giáo điều hơn một số nước phát triển khác, những nước kiên quyết duy trì giá trị tiền tệ của họ bằng bất cứ giá nào. Còn tại đây, nhờ vào việc phá giá đồng peso, kiểm soát chặt dòng vốn và việc tạm hoãn trả nợ, Argentina đã phục hồi mạnh mẽ từ sau năm 1932. Trên thực tế, đến khoảng năm 1934 dân nhập cư châu Âu lại bắt đầu kéo đến Argentina vì ở đây họ kỳ vọng kiếm được những công việc tốt hơn tại quê nhà.

Tuy nhiên, thành công của những chính sách không mấy chính thống trong thời kỳ suy thoái đã tạo ra những phong cách quản lý kém hiệu quả sau đó. Quản lý ngoại hối trong tình hình khẩn cấp trước đó nay trở thành một loạt các luật lệ phức tạp, làm nản lòng các doanh nghiệp và nuôi dưỡng tệ tham nhũng. Hạn chế nhập khẩu tạm thời biến thành những hàng rào thường xuyên, giúp sức cho những ngành nội địa kém hiệu quả sống sót. Các doanh nghiệp quốc doanh là điểm đến của đầu tư công, thu dụng hàng trăm ngàn lao động nhưng hiệu quả lại rất kém. Ngoài ra, thâm hụt chi tiêu cũng tiếp diễn, gây nên những đợt lạm phát mới.

Đến những năm 1980, tình hình trở nên tồi tệ hơn. Sau thất bại trong cuộc chiến Falklands ^[7] năm 1982, chính quyền quân sự tại Argentina được thay thế bằng Chính phủ dân sự của Raúl Alfonsín, với lời hứa tái kiến thiết kinh tế đất nước. Nhưng khủng hoảng nợ của châu Mỹ Latinh cũng tác động tới Argentina không kém các nước lân cận, khiến nỗ lực bình ổn giá qua việc đưa ra đồng nội tệ mới (đồng austral) của Chính phủ đã thất bại hoàn toàn. Đến 1989, đất nước này chìm trong siêu lạm phát, với mức giá bình quân hàng năm tăng đến 3.000%!

Cuộc bầu cử 1989 mang thắng lợi cho Carlos Menem, ứng viên của chính đảng được thành lập bởi cựu Tổng thống Juan Perón (người mà đường lối quốc gia và bảo hộ đã góp phần lớn trong việc biến

Argentina thành một nước thuộc thế giới thứ ba!). Tuy nhiên, hóa ra Menem lại mang đến những cải cách kinh tế cho Argentina, theo phong cách tương tự như chuyến thăm của Nixon tới Trung Quốc ^[8]! Ông bổ nhiệm Domingo Cavallo, một tiến sỹ từ Harvard (cùng khóa với Pedro Aspe, bộ trưởng tài chính Mexico giai đoạn trước khủng hoảng) vào vị trí bộ trưởng tài chính, và ông này đưa ra một kế hoạch cải cách thậm chí còn cấp tiến hơn cả người Mexico lúc đó.

Một phần của kế hoạch này là mở cửa thị trường Argentina ra thế giới, nhất là việc từ bỏ truyền thống bảo hộ nông sản nội địa thâm căn cố đế. Việc tư nhân hóa các tập đoàn quốc doanh có quy mô lớn và hết sức kém hiệu quả được đẩy mạnh (khác Mexico, Argentina thậm chí còn tư nhân hóa các công ty đầu mỏ quốc doanh!). Do các chính sách trước đó của Argentina thuộc vào hàng... kém nhất thế giới, nên những cải cách vừa nêu thực sự tạo ra một khác biệt to lớn.

Tuy nhiên điểm nhấn trong các biện pháp của Cavallo là cải cách tiền tệ. Nhằm giải quyết dứt điểm vấn nạn lạm phát của đất nước, ông ta áp dụng lại một hệ thống tiền tệ tưởng như đã hoàn toàn bị lãng quên trong thế giới hiện đại: hệ thống tỷ giá chuẩn (currency board).

Hệ thống tỷ giá chuẩn này từng rất phổ biến ở các thuộc địa của các nước châu Âu trước đây. Các thuộc địa được phép phát hành đồng tiền riêng của họ, song giá trị của chúng phải gắn chặt với giá trị đồng tiền của chính quốc. Sức mạnh và sự ổn định của các đồng tiền tại thuộc địa được đảm bảo bằng một đạo luật, theo đó quy định việc phát hành chúng được đảm bảo bằng dự trữ đồng tiền chính quốc. Cụ thể, công chúng được phép chuyển đổi nội tệ ra bảng Anh hoặc franc Pháp (đồng tiền chính quốc) với một tỷ giá luật định, và ngân hàng trung ương tại thuộc địa có trách nhiệm dự trữ đủ số bảng Anh/franc Pháp cần thiết để chuyển đổi toàn bộ số nội tệ kia.

Trong những năm sau chiến tranh, với sự suy tàn của hệ thống thuộc địa và sự nổi lên của quản trị kinh tế, tỷ giá chuẩn dần chìm vào quên lãng. Tất nhiên có một trường hợp ngoại lệ là Hongkong năm 1983, khi đối mặt với khủng hoảng nội tệ, đã áp dụng tỷ giá chuẩn neo đồng HKD (dollar Hongkong) với đồng USD theo tỷ giá USD/HKD 7.80. Tuy nhiên bản thân Hongkong cũng là một dạng thuộc địa cũ (dù là một khu vực rất năng động), do đó sự kiện này không được quan tâm cho lắm.

Tình hình ở Argentina đòi hỏi phải khôi phục lòng tin một cách vô cùng khẩn cấp, chính vì vậy mà Cavallo đã quay lại với phương thuốc cũ kỹ là tỷ giá chuẩn! Đồng austral bị thay thế bởi đồng peso như trước, nhưng đồng peso “mới” này được bảo đảm bằng dự trữ USD của Chính phủ, theo tỷ giá 1 USD ăn 1 peso. Sau nhiều thập kỷ lạm

dụng đồng nội tệ, nay Argentina đã chính thức từ bỏ khả năng in thêm tiền, trừ phi ai đó muốn đổi 1 USD lấy 1 peso!

Kết quả có được hết sức ấn tượng. Lạm phát tụt xuống gần như bằng zero. Giống như Mexico, Argentina cũng thưởng lượng một gói kế hoạch Brady và được thưởng bằng sự quay lại của dòng vốn đi vào (capital inflow), dù với quy mô nhỏ hơn. Nền kinh tế thực tăng trưởng nhanh chóng: sau nhiều năm suy giảm, nay GDP của họ tăng thêm một phần tư chỉ trong vòng ba năm sau đó.

Năm tồi tệ của Mexico

Cuối năm 1993, liệu có đám mây nào đe dọa ở chân trời của châu Mỹ Latinh? Các nhà đầu tư thì hết sức phấn khởi; họ thấy dường như định hướng thị trường tự do đã đưa khu vực này thành miền đất của các cơ hội. Các doanh nhân nước ngoài, như những người tôi đã gặp và trao đổi ở Cancún, cũng chia sẻ tinh thần đó: môi trường tự do hóa tạo cho họ vô số cơ hội làm ăn mới. Chỉ một số ít các nhà kinh tế đặt ra vài vấn đề, nhưng hầu hết đều nhẹ nhàng, không đáng kể.

Một câu hỏi phổ biến cho cả Mexico và Argentina là về tính thích hợp của tỷ giá. Cả hai nước đều ổn định tỷ giá và giảm lạm phát, song sự ổn định về lạm phát đều đi sau rất xa so với tỷ giá. Ở Argentina đồng peso được neo với USD từ năm 1991, nhưng trong hai năm kể đó giá tiêu dùng tăng 40% (so với mức tăng ở Mỹ trong cùng thời gian chỉ là 6%). Mexico cũng không khác hơn. Trong cả hai trường hợp, kết quả đều là khiến cho giá hàng hóa của họ đắt hơn trên thị trường thế giới, khiến các nhà kinh tế nghi ngờ liệu đồng tiền của hai nước này có bị đánh giá quá cao hay không.

Một vấn đề khác là cán cân thương mại (chính xác hơn là cán cân thanh toán vãng lai, tức bao gồm cả khu vực dịch vụ, trả lãi nước ngoài v.v... – nhưng tôi sẽ dùng cả hai thuật ngữ này). Đầu những năm 1990 xuất khẩu của Mexico tăng khá chậm, chủ yếu do đồng peso mạnh khiến giá hàng hóa xuất khẩu mất tính cạnh tranh. Cùng thời gian đó thì nhập khẩu lại tăng do việc dỡ bỏ những rào cản nhập khẩu và sự bùng nổ của tín dụng. Kết quả là thâm hụt lớn trong cán cân thương mại: thâm hụt lên tới mức chưa từng có trong lịch sử nước này là 8% GDP vào năm 1993. Liệu đó có phải là một dấu hiệu chẳng lành hay không?

Các quan chức Mexico, cũng như nhiều người khác trên thế giới, trả lời là không. Lập luận của họ dường như đi thẳng từ sách giáo khoa ra! Xét về mặt kế toán thuần túy, cán cân thanh toán lúc nào cũng cân bằng: bất kỳ một khoản mua hàng từ nước ngoài nào cũng đều được cân bằng bởi một khoản bán hàng với giá trị tương đương (các sinh viên kinh tế đều biết một chút kỹ thuật để giải thích lập luận trên, liên

quan đến những khoản chuyển tiền tặng, cho v.v...). Nếu một quốc gia thâm hụt tài khoản vãng lai (tức là mua nhiều hàng hóa hơn là bán ra), thì quốc gia đó sẽ có thặng dư tương đương trong tài khoản vốn (tức là bán nhiều tài sản ^[9] hơn là mua vào). Điều ngược lại cũng đúng: nếu một quốc gia thặng dư tài khoản vốn thì sẽ bị thâm hụt tài khoản vãng lai. Điều này nghĩa là thành công của Mexico trong việc thu hút các nhà đầu tư nước ngoài làm thặng dư tài khoản vốn sẽ kéo theo thâm hụt tài khoản vãng lai; do đó việc thâm hụt này chỉ là cách nói khác đi của việc “các nhà đầu tư nước ngoài xem Mexico là địa điểm đầu tư tốt”. Theo những người lạc quan này, vấn đề nếu có chỉ là khi luồng vốn vào mang tính “nhân tạo”, tức là khi chính phủ tự mình vay tiền nước ngoài (như Mexico đã làm trước năm 1982), hoặc có thâm hụt ngân sách dẫn tới thiếu hụt tiết kiệm trong nước. Trong khi chính phủ Mexico duy trì ngân sách cân bằng và thực tế đã duy trì tài sản ở nước ngoài (thông qua dự trữ ngoại hối) thay vì các nghĩa vụ nợ nần. Thế thì tại sao chúng ta lại phải lo lắng? Nếu khu vực tư nhân muốn đổ tiền vào đầu tư tại Mexico, tại sao chính phủ phải lo ngăn dòng tư bản này lại?

Tuy nhiên có một khía cạnh không như ý trong thành tích của Mexico: bất chấp những cải cách và dòng vốn đổ vào, tăng trưởng đã không diễn ra.

Trong thời gian từ 1981 đến 1989, kinh tế Mexico tăng trưởng bình quân 1,3%/năm, thấp hơn nhiều so với tốc độ tăng dân số, khiến thu nhập bình quân đầu người giảm sâu so với đỉnh của năm 1981. Trong giai đoạn “phép màu Mexico” từ 1990 đến 1994, tốc độ tăng trưởng khá hơn – 2,8%/năm, nhưng con số này cũng chỉ vừa bằng mức tăng dân số, nên đến năm 1994 (theo chính những thống kê của nước này) kinh tế Mexico vẫn thua xa mức đạt được của năm 1981. Vậy thì phép màu ở đâu, hay nói cách khác, đâu là kết quả thực sự của những cải cách và dòng vốn đầu tư nước ngoài? Năm 1993 Rudiger Dornbusch, nhà kinh tế từ MIT, người đã nghiên cứu kinh tế Mexico trong nhiều năm và là “sư phụ” của nhiều nhà quản lý kinh tế Mexico, kể cả Aspe, đã trình bày một phân tích mang tính cảnh báo, có tựa đề “Mexico: ổn định, cải cách và KHÔNG tăng trưởng”.

Những người ủng hộ thành tích của Mexico cho rằng những con số vừa nêu chưa phản ánh đúng những tiến bộ của nền kinh tế, đặc biệt là việc chuyển từ nền công nghiệp lạc hậu, hướng nội sang một nền kinh tế hướng về xuất khẩu mang tính cạnh tranh cao. Tuy nhiên, rõ ràng là lượng vốn đổ vào nền kinh tế rất lớn mà kết quả cụ thể lại không mấy đáng kể. Chuyện gì đã xảy ra?

Dornbusch và nhiều người khác cho rằng vấn đề nằm ở giá trị đồng peso: đồng nội tệ được định giá quá cao khiến giá hàng hóa xuất khẩu

kém tính cạnh tranh, từ đó không cho phép nền kinh tế hưởng lợi từ việc tăng quy mô của nó. Điều cần làm là phá giá đồng peso so với USD để kích thích kinh tế. Tương tự, năm 1992 dưới sức ép của thị trường tài chính (và nhất là George Soros – xem chương 6) nước Anh cũng đã buộc phải giảm giá trị đồng bảng, kết quả là suy thoái tại Anh đã chuyển thành một đợt tăng trưởng mạnh mẽ. Những người như Dornbusch cho rằng Mexico cần một “liều thuốc” tương tự nước Anh (những đề xuất tương tự cũng được đặt ra cho Argentina, nơi mà kinh tế còn tăng trưởng nhanh hơn Mexico nhưng tỷ lệ thất nghiệp vẫn tăng cao).

Những người Mexico gạt phăng những ý kiến trên, trấn an các nhà đầu tư rằng nền kinh tế của họ vẫn đang đi đúng hướng, rằng họ không cần và cũng không hề có ý định phá giá đồng nội tệ. Lý lẽ này đặc biệt quan trọng vì cùng thời gian đó Hiệp định tự do thương mại Bắc Mỹ (NAFTA) đang cần được Quốc hội Mỹ phê chuẩn, nhưng đang gặp những phản đối không hề nhỏ. Ứng cử viên tổng thống Ross Perot đã công khai phản đối NAFTA với lập luận nó sẽ khiến nước Mỹ mất vô số việc làm về tay Mexico, ngoài ra rất nhiều người có uy tín khác cũng lên tiếng phản đối. Năm 1993 chính phủ của Clinton, thừa hưởng NAFTA từ người tiền nhiệm, đã hết sức cố gắng mới khiến hiệp định này được thông qua – một việc làm rất kịp thời.

Bởi trong năm 1994, một số điềm xấu đã bắt đầu hiện diện tại Mexico. Vào ngày đầu năm xảy ra một cuộc bạo loạn ở vùng nông thôn Chiapas, một khu vực vốn không bị ảnh hưởng cả về chính trị và kinh tế bởi những thay đổi đang diễn ra trên khắp đất nước này. Chính phủ chưa bị đe dọa, nhưng sự kiện này cho thấy tham nhũng và nghèo khó tại nông thôn vẫn là một phần quan trọng trong bối cảnh Mexico. Nghiêm trọng hơn là vụ ám sát Donalddo Colosio vào tháng ba. Colosio là người kế vị được Salinas chỉ định, một nhà cải cách và chính trị gia được yêu mến, người được thừa nhận rộng rãi là đại diện cho những phương pháp mới trong quản lý kinh tế. Việc ám sát Colosio không những tước đi một nhà lãnh đạo mà Mexico đang cần, mà còn cho thấy những thế lực ngầm (các chính trị gia tham nhũng hay những trùm buôn ma túy?) không cho phép một nhà cải cách thực thụ lên nắm quyền. Ứng cử viên thay thế, Ernesto Zedillo, là một nhà kinh tế đào tạo tại Mỹ, với lòng chính trực và trình độ không ai dám nghi ngờ, nhưng liệu ông ta có chỉ là một “con nai tơ” trên chính trường hay không? Cuối cùng, trong cuộc chạy đua bầu cử, đảng PRI đã chỉ tiêu rất nhiều, những đồng peso được chuyển thành USD và làm cạn kiệt dự trữ ngoại hối của Nhà nước.

Zedillo thắng cử khá dễ, vì ông ta thuyết phục cử tri rằng đường lối dân túy của Cárdenas sẽ làm bùng nổ một cuộc khủng hoảng tài chính nữa. Một người bạn Mexico kể tôi nghe rằng PRI nói với các cử tri

như sau: nếu bạn không bầu cho Zedillo, “chuyện cũ sẽ lặp lại” (ý nói khủng hoảng). Nhưng, lạ Chúa, khủng hoảng tài chính vẫn cứ đến!

Cuộc khủng hoảng tequila

Tháng 12 năm 1994, chính quyền Mexico buộc phải lựa chọn một giải pháp khi dự trữ ngoại hối ngày càng cạn kiệt. Họ có thể nâng lãi suất khiến dân chúng có động lực giữ peso nhiều hơn, đồng thời thu hút vốn đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên làm như vậy sẽ ảnh hưởng đến kinh doanh và tiêu dùng, trong khi đất nước này đang trên bờ suy thoái sau nhiều năm có thành tích tăng trưởng tệ hại. Hoặc họ cũng có thể phá giá đồng peso với hy vọng có những kết quả tích cực như người Anh mười sáu tháng trước đó. Theo đó, trong kịch bản tốt nhất thì hàng xuất khẩu Mexico trở nên cạnh tranh hơn, đồng thời có thể thuyết phục các nhà đầu tư nước ngoài rằng tài sản ở Mexico có giá trị tốt, từ đó sẽ làm giảm lãi suất.

Chính phủ Mexico chọn phương án phá giá đồng tiền. Nhưng họ làm việc này quá tệ.

Khi một quốc gia phá giá đồng tiền, người ta kỳ vọng các nhà đầu tư sẽ nghĩ “OK, mọi chuyện đã qua” và thôi không đánh cược vào khả năng đồng tiền tiếp tục bị mất giá nữa. Đó chính là những gì đã xảy ra khi Anh và Thụy Điển phá giá đồng tiền năm 1992. Nguy cơ xảy ra khi các nhà đầu tư, thay vào đó, cho rằng đợt phá giá này chưa phải là cuối cùng, và do đó, tiếp tục đầu cơ tỷ giá xuống. Để tránh điều này, chính phủ phải tuân theo một số quy tắc. Một là, khi đã quyết định phá giá thì sự phá giá đó phải đủ lớn đến mức cần thiết; nếu không bạn chỉ làm tăng kỳ vọng đồng tiền sẽ còn tiếp tục bị phá giá. Hai là, sau khi phá giá đồng tiền, chính phủ phải đưa ra các dấu hiệu cho thấy mọi thứ đang được kiểm soát, rằng chính phủ hiểu rõ tầm quan trọng trong chính sách với các nhà đầu tư... Ngược lại, sự phá giá có thể làm tăng thêm mối nghi ngờ về tình trạng lành mạnh của nền kinh tế và dễ dàng dẫn đến hoảng loạn.

Mexico không tuân theo cả hai quy tắc trên. Lần phá giá đầu tiên chỉ là 15%, tức là bằng phân nửa mức mà các nhà kinh tế như Dornbusch đề nghị. Cách hành xử của các quan chức chính phủ thì hoàn toàn không đem lại cảm giác an toàn, đảm bảo cho các nhà đầu tư. Bộ trưởng Tài chính mới, Jaime Serra Puche, tỏ ra cao ngạo và thờ ơ trước những ý kiến của các chủ nợ nước ngoài. Mọi việc còn tệ hơn khi chẳng bao lâu người ta nhận ra rằng một số doanh nhân Mexico đã được thông báo trước về việc phá giá đồng tiền, cho phép họ hưởng lợi từ những thông tin nội gián mà các nhà đầu tư nước ngoài không có được. Sự tháo chạy của luồng vốn là không thể tránh được, và

chính phủ Mexico sớm muộn cũng phải từ bỏ chính sách tỷ giá cố định.

Serra Puche bị thay thế, và chính phủ bắt đầu đưa ra những tuyên bố cố về đúng đắn. Người ta hy vọng rằng những cải cách từ năm 1985 sẽ có ảnh hưởng nhất định. Nhưng không, các nhà đầu tư nước ngoài đã bị sốc thật sự khi phát hiện ra rằng Mexico chẳng phải là miền đất hứa, và muốn rút vốn ra bằng bất kỳ giá nào. Chẳng mấy chốc, giá trị của đồng peso giảm xuống chỉ còn phân nửa so với trước khủng hoảng.

Vấn đề cấp bách nhất là ngân sách của Chính phủ. Khi gặp vấn đề về tín nhiệm tài chính, các chính phủ sẽ rất khó bán trái phiếu dài hạn và thông thường sẽ phải chịu những khoản nợ ngắn hạn khổng lồ, đòi hỏi tái tục trong những khoảng thời gian ngắn liên tiếp. Mexico không phải là ngoại lệ, và việc phải trả lãi suất cao trên số nợ đó đã là vấn đề tài khóa lớn nhất trong những năm 1980. Như chúng ta đã biết, một trong những lợi ích lớn nhất của thỏa thuận Brady năm 1989 là tạo thêm niềm tin cho nhà đầu tư, cho phép chính phủ Mexico tái tục các khoản nợ ngắn hạn với lãi suất thấp hơn rất nhiều. Nay những lợi ích đó đã không còn, trái lại, đến tháng 3 Mexico đã phải trả lãi suất lên tới 75% cho các nhà đầu tư.

Ngoài ra, trong một nỗ lực thuyết phục thị trường rằng đồng tiền sẽ không bị phá giá, Mexico trước đó đã chuyển hàng tỉ peso nợ ngắn hạn thành cái gọi là tesobonos, một loại trái phiếu chính phủ ngắn hạn được đảm bảo bằng USD. Khi đồng peso rớt giá, quy mô của các khoản nợ được đô la hóa này phình to lên một cách dữ dội, và vì vấn đề này được công chúng đặc biệt quan tâm nên nó càng làm tăng sự hoảng loạn.

Khủng hoảng tài chính của chính phủ mau chóng lan sang khu vực tư nhân. Năm 1995, GDP thực của Mexico giảm 7%, sản xuất công nghiệp giảm 15%, tệ hơn nhiều so với bất kỳ mức sụt giảm nào tại Mỹ năm 1930 – thậm chí còn tệ hơn cả cuộc suy thoái sau khủng hoảng nợ 1982. Hàng ngàn doanh nghiệp phá sản, hàng trăm ngàn công nhân thất nghiệp. Vấn đề chính là tại sao khủng hoảng tài chính lại có ảnh hưởng nặng như thế lên nền kinh tế thực, và tại sao chính phủ Mexico lại không thể, theo phong cách của hợp tác xã giữ trẻ, hành động để ngăn chặn cuộc suy thoái. Nhưng chúng ta hãy khoan tranh luận, và xem xét thêm một vài cuộc khủng hoảng nữa.

Điều đáng kinh ngạc hơn hết là khủng hoảng không chỉ hạn chế ở Mexico mà thôi. “Hiệu ứng tequila” lan ra khắp thế giới, nhất là khu vực châu Mỹ Latinh, trầm trọng nhất là Argentina.

Điều này thật sự gây ngạc nhiên. Argentina và Mexico có vị trí địa lý ở hai cực của khu vực, hầu như không có những liên kết về thương mại và tài chính. Hơn nữa, hệ thống tỷ giá chuẩn của Argentina được

cho là bảo đảm độ tin cậy của đồng peso của họ. Vậy tại sao họ lại bị ảnh hưởng bởi khủng hoảng tài chính ở tận Mexico?

Có lẽ lý do là vì với các nhà đầu tư Mỹ, mọi quốc gia châu Mỹ Latinh đều giống nhau. Tuy nhiên, khi người ta bắt đầu đầu cơ chống lại đồng peso Argentina, mọi chuyện trở nên rõ ràng rằng hệ thống tỷ giá chuẩn đã không mang lại sự bảo đảm cho đồng nội tệ mà các tác giả của nó mong muốn. Đúng là mỗi peso đang lưu hành được đảm bảo bằng một USD trong dự trữ ngoại hối, do đó, về mặt kỹ thuật thì Argentina luôn luôn có thể bảo vệ giá trị của đồng peso. Nhưng điều gì sẽ xảy ra khi công chúng, có lý hay không có lý, bắt đầu đổi một số lớn peso ra USD? Câu trả lời sẽ là các ngân hàng Argentina mau chóng tiến đến bờ vực sụp đổ, kéo theo sự sụp đổ của cả nền kinh tế.

Mọi việc đã xảy ra như sau: một nhân viên tín dụng ở New York lo lắng trước những tin tức từ Mexico, quyết định giảm danh mục đầu tư tại khu vực châu Mỹ Latinh, đồng thời cảm thấy không cần giải thích cho sếp của anh ta, như Ronald Reagan đã từng nói, rằng “họ là những quốc gia khác nhau”. Thế là anh ta nói với một khách hàng Argentina rằng hạn mức tín dụng sẽ không được gia hạn và dư nợ hiện tại phải được hoàn trả. Ông khách hàng này rút peso từ ngân hàng địa phương, chuyển sang USD một cách dễ dàng bởi vì ngân hàng trung ương Argentina có USD trong tay. Nhưng ngân hàng địa phương này cần bù đắp cho khoản thiếu hụt tiền mặt do khách hàng vừa rút ra, họ phải đòi lại khoản tiền đã cho một doanh nghiệp Argentina khác vay.

Vấn đề nảy sinh từ đây. Để trả nợ, doanh nghiệp này phải có peso, rút từ một ngân hàng khác. Vòng luẩn quẩn lại tiếp tục, kết quả là có nhiều đợt rút tiền hơn, tín dụng bị thắt chặt hơn. Nói cách khác, việc giảm tín dụng ban đầu từ nước ngoài đã có một hiệu ứng theo cấp số nhân lên Argentina: một USD tín dụng giảm đi từ New York sẽ dẫn tới nhiều peso tín dụng giảm đi ở Buenos Aires.

Khi tín dụng co lại, tình hình kinh doanh ở Argentina trở nên nguy hiểm. Các doanh nghiệp gặp khó khăn khi bị ngân hàng đòi nợ, đồng thời các khách hàng của họ cũng phải chịu sức ép tài chính tương tự. Những người gửi tiền bắt đầu tự hỏi liệu các ngân hàng có thể thu nợ được không, do đó cũng rút tiền để đề phòng, do đó càng làm tăng tình trạng thắt chặt tín dụng... và thế là chúng ta lại rơi vào vòng luẩn quẩn của thắt chặt tín dụng và rút tiền hàng loạt tại ngân hàng đã tàn phá nền kinh tế Mỹ những năm 1930-1931.

Ngày nay, các quốc gia hiện đại đã có những rào cản phòng hộ đối với những việc trên. Trước tiên, tiền gửi được chính phủ bảo hiểm nên người gửi tiền không còn phải lo lắng về khả năng trả nợ của ngân hàng. Sau nữa, ngân hàng trung ương sẽ thực hiện chức năng người cho vay cuối cùng (lender of last resort), cung cấp thanh khoản cho

các ngân hàng để đáp ứng nhu cầu rút tiền. Bằng cách đó, Argentina có thể bóp chết khủng hoảng từ trong trứng.

Tuy nhiên, mọi việc không dễ dàng như vậy. Những người gửi tiền tại Argentina có thể tin rằng những đồng peso gửi ngân hàng của họ được an toàn, nhưng họ không tin giá trị của chúng so với USD được đảm bảo. Do đó, họ muốn chắc ăn bằng cách đổi ra USD ngay bây giờ. Ngân hàng trung ương không thể hành động như người cho vay cuối cùng bởi vì họ không thể in thêm peso khi không có thêm USD. Chính những quy tắc được thiết kế để bảo vệ hệ thống khỏi khủng hoảng lòng tin đã khiến nó trở nên dễ tổn thương hơn bao giờ hết trước một loại khủng hoảng khác.

Thế là, đến đầu năm 1995, cả Argentina và Mexico rơi vào hoảng loạn. Dường như những thí nghiệm cải cách ở hai quốc gia này chắc chắn sẽ sụp đổ trong thảm họa.

Cuộc giải cứu vĩ đại

Cái mà châu Mỹ Latinh cần nhất lúc này là USD: với nó, Mexico có thể thanh toán các tesobonos đến hạn, còn Argentina có thể in thêm peso và cho các ngân hàng địa phương vay.

Gói giải cứu của Mexico có quy mô lớn hơn, gấp rút hơn, khó khăn về chính trị hơn. Trong khi đa số tiền giải cứu đến từ các tổ chức quốc tế như IMF, châu Âu và Nhật Bản lại cho rằng Mexico chỉ là một vấn đề của người Mỹ, do đó, người Mỹ cần phải tự mình bỏ ra một phần lớn trong khoản tiền giải cứu này. Không may là có những lực lượng chính trị hùng mạnh chống lại bất kỳ một cuộc giải cứu nào. Những người đã từng phản đối NAFTA coi cuộc khủng hoảng tại Mexico là minh chứng cho sự đúng đắn của họ và không đồng ý dùng tiền đóng thuế của dân Mỹ để hỗ trợ người dân và các ngân hàng Mexico. Những người bảo thủ thì phản đối việc chính phủ can thiệp vào thị trường cũng như vai trò của IMF, coi đây là một bước tiến đến một “chính phủ toàn cầu” (World government). Chẳng bao lâu sau, mọi người đều thấy rằng Quốc hội Mỹ sẽ không chuẩn y bất kỳ một khoản chi nào cho việc giải cứu nền kinh tế Mexico.

Thật may mắn là Bộ Tài chính Mỹ có thể sử dụng quỹ bình ổn tỷ giá (Exchange Stabilization Fund –ESF), tức một số tiền để dành cho việc can thiệp cấp thời vào thị trường ngoại hối. Mục đích ban đầu của quỹ này đương nhiên là bình ổn giá trị của đồng USD, có điều ngôn từ của văn bản pháp quy không nói rõ như vậy. Thế là, với một sự sáng tạo đáng ngưỡng mộ, Bộ Tài chính Mỹ nay sử dụng quỹ này để bình ổn giá trị của đồng peso! Cùng với các nguồn khác, ESF lập tức đưa ra một hạn mức tín dụng lên tới 50 tỷ USD cho Mexico, và sau vài tháng hồi hộp, tình hình tài chính đã bắt đầu đi vào ổn định.

Gói giải cứu dành cho Argentina có quy mô bé hơn, thực hiện qua Ngân hàng Thế giới (World Bank), nhưng cũng có giá trị hỗ trợ các ngân hàng nội địa lên tới 12 tỷ USD.

Cuộc giải cứu Argentina và Mexico thực ra không hề ngăn chặn được đà suy thoái kinh tế – tình hình lúc này còn tồi tệ hơn so với những năm đầu của cuộc khủng hoảng nợ thập niên 1980. Tuy nhiên, phải thừa nhận là đến cuối năm 1995 các nhà đầu tư bắt đầu lấy lại bình tĩnh, tin tưởng rằng dù sao thì các quốc gia này cũng không sụp đổ (vỡ nợ). Lãi suất hạ nhiệt, Mexico và Argentina phục hồi khá nhanh chóng. Với hàng ngàn doanh nghiệp và hàng triệu công nhân thì cuộc khủng hoảng này thật quá nặng nề, nhưng nó đã kết thúc sớm hơn đa số người ta lo sợ hay kỳ vọng.

Không rút ra được bài học đúng đắn

Hai năm sau cuộc khủng hoảng tequila, dường như mọi chuyện đã tạm ổn trở lại. Cả Mexico và Argentina đều tăng trưởng, những nhà đầu tư còn trụ lại được cũng làm ăn phát tài. Và do đó cái đáng lý phải xem là một lời cảnh báo lại được coi là một lý do để tự mãn! Trong khi chẳng có ai đưa ra được bài học từ khủng hoảng, nhìn chung người ta đúc kết cuộc khủng hoảng tequila như sau:

Thứ nhất, cuộc khủng hoảng này không mang tính phổ quát toàn cầu, nó chỉ là một vấn đề riêng lẻ của người Mexico. Khủng hoảng là do những sai lầm chính sách của chính phủ Mexico, cụ thể là định giá nội tệ quá cao, mở rộng tín dụng khi việc đầu cơ chống lại peso bắt đầu, thực hiện phá giá đồng tiền một cách kém cỏi, gây mất lòng tin nơi các nhà đầu tư. Tình trạng nghiêm trọng của đợt suy thoái sau đó được cho là chủ yếu liên quan đến đặc thù kinh tế chính trị của đất nước, với di sản của chủ nghĩa dân túy và tinh thần bài Mỹ (anti-Americanism). Nói chung, chúng ta có thể nói suy thoái là sự trừng phạt đích đáng cho sự gian lận trong bầu cử năm 1988.

Từ đó, với đa số, bài học rút ra là cuộc khủng hoảng Mexico hầu như chẳng liên quan gì đến phần còn lại của thế giới. Đúng là khủng hoảng đã lan rộng khắp châu Mỹ Latinh, song ngay cả tình hình tồi tệ ở Argentina cũng chẳng khiến dư luận thế giới quan tâm, một phần là do họ hồi phục khá nhanh sau đó. Từ đó người ta tin rằng khủng hoảng kiểu này sẽ không thể xảy ra ở những nền kinh tế được vận hành tốt, không chịu ảnh hưởng từ chủ nghĩa dân túy về kinh tế vĩ mô – những nền kinh tế đang được ca tụng là “sự thần kỳ châu Á”.

Một bài học khác không chỉ liên quan đến Mexico mà cả Washington – tức là IMF và Bộ Tài chính Mỹ. Cuộc khủng hoảng cho thấy Washington đủ khả năng khống chế tình hình, họ có đủ nguồn lực và sự thông minh để hạn chế ngay cả những khủng hoảng tài chính

ng nghiêm trọng. Người ta đã mau chóng tập trung một số lượng lớn tiền bạc để giải cứu Mexico, và việc này đã mang lại kết quả. So với bảy năm khủng hoảng đầu thập niên 1980, lần này khủng hoảng tequila chỉ kéo dài hơn một năm rưỡi. Dường như những người có trách nhiệm giải quyết khủng hoảng càng ngày càng giỏi giang hơn trong công việc của họ!

Hôm nay, mười bốn năm sau khủng hoảng tequila, khi mà gần như cả thế giới đang chịu khủng hoảng tài chính mang nhiều nét tương đồng với những năm 1994-95, điều rõ ràng là chúng ta đã rút ra những bài học hoàn toàn sai lầm từ châu Mỹ Latinh năm nào.

Điều chúng ta cần hỏi, cũng là câu hỏi mà Guillermo Calvo (nhà kinh tế từ Ngân hàng Thế giới và sau đó là Đại học Maryland) đã nhiều lần đặt ra, là: “Tại sao một lỗi lầm nhỏ lại phải chịu một sự trừng phạt khủng khiếp đến như vậy?”. Sau khủng hoảng tequila, người ta dễ dàng lật lại các chính sách của Chính phủ Mexico trong thời gian trước đó và nhận ra chúng hoàn toàn sai lầm. Nhưng vấn đề là khi ban hành, những chính sách đó đều dường như rất hợp lý, đồng thời người ta cũng khó có thể dẫn ra một sai lầm chính sách nào đủ lớn đến giải thích cho thảm họa năm 1995. Có lẽ chúng ta cần xét tới lập luận của Calvo, hàm ý rằng có một cơ chế biến những lỗi lầm nhỏ trong chính sách thành những thảm họa to lớn về kinh tế. Chúng ta nên nhìn nhận nhiều hơn đến những lập luận của một số nhà bình luận cho rằng thực ra chẳng có lỗi lầm chính sách nào nghiêm trọng, ngoại trừ một số lỗi nhỏ của chính phủ khiến thị trường mất niềm tin và rơi vào hoảng loạn. Đồng thời cũng cần nhận ra rằng những gì xảy ra ở Mexico hoàn toàn có thể tái hiện ở những nơi khác, rằng sự thành công của một nền kinh tế cùng với những ngưỡng mộ mà thị trường và truyền thông dành cho những người quản lý hoàn toàn không mang lại sự đảm bảo “miễn dịch” trước những khủng hoảng tài chính bất thường.

Ngoài ra, khi nhìn lại mọi việc thì rõ ràng người ta đã quá tin tưởng vào Washington, vào IMF và Bộ Tài chính Mỹ. Đúng là họ đã hành động một cách can đảm và quyết đoán, minh chứng qua những kết quả thực tế mà ai cũng thấy. Tuy nhiên khi xem xét kỹ thì tất cả những điều này không đảm bảo cho một thành tích tương tự trong những lần sau. Trước hết, việc huy động một lượng lớn tiền bạc vào đợt giải cứu đã được thực hiện theo cách khá rành ma, chủ yếu là do tầm quan trọng đặc biệt của Mexico đối với lợi ích của nước Mỹ. Điều này rõ ràng không dễ thực hiện trong những cuộc khủng hoảng tương lai, tại những nơi khác. Kế hoạch cứu Mexico cũng trôi chảy hơn do sự phối hợp của chính phủ nước này: những người của Zedillo không có mấy niềm tự hào về lịch sử và truyền thống dân tộc, sẵn lòng nghe theo Washington về mọi việc cần làm ngay lúc bấy giờ. Với các quốc gia

châu Á quen thương lượng từ thế mạnh, với các nhà lãnh đạo “cứng đầu”, mọi chuyện có thể sẽ rất khác.

Có lẽ quan trọng nhất là việc người ta đã không đánh giá đúng mức độ “ăn may” mà cả Mexico và Washington đã có trong cuộc khủng hoảng này. Cuộc giải cứu không hề là một kế hoạch được nghiên ngẫm kỹ càng nhằm giải quyết căn nguyên khủng hoảng, trái lại chỉ là một đợt bơm tiền mặt cấp thời cho một chính phủ khốn khó, chọn lựa biện pháp “đau thương” này chỉ để giành lại lòng tin từ thị trường hơn là vì chúng thực sự liên quan đến các vấn đề kinh tế. Các biện pháp giải cứu tuy thành công (chỉ sau khi nền kinh tế đã bị tàn phá nặng nề!) nhưng không có lý do gì để đoán chắc rằng chúng sẽ lại hiệu quả trong những khủng hoảng sắp tới.

Do những lập luận lạc quan trên, không ai chuẩn bị đối phó với một cuộc khủng hoảng tương tự ở châu Á vài năm sau đó, cũng như tính đến hiệu quả của một cuộc giải cứu như đã từng áp dụng với Mexico. Chúng ta thậm chí còn không chuẩn bị nhiều hơn cho khủng hoảng tài chính toàn cầu nổ ra năm 2007. Điều đáng ngạc nhiên về sự lãng quên của mọi người là việc nước Nhật – nền kinh tế lớn nhất châu Á – đã thực sự lâm vào khó khăn trước đó, đồng thời quản lý nền kinh tế rất kém hiệu quả.

[1] Thời Victoria là giai đoạn nước Anh dưới sự trị vì của Nữ hoàng Victoria từ 1837 đến 1901, trong thời gian này đế quốc Anh phát triển thịnh vượng trên nhiều mặt.

[2] Nguyên văn “sound money”, ý nói đồng tiền được quản lý tốt nên không xảy ra lạm phát quá cao.

[3] Tequila là tên một loại rượu có độ cồn cao truyền thống của Mexico.

[4]. Một chính trị gia Mexico, cựu thành viên PRI, rời bỏ Đảng này vì phản đối việc đề cử Salinas là ứng viên Tổng thống, cũng như chính sách kinh tế của Tổng thống de la Madrid, sau đó trở thành ứng cử viên tranh cử của liên minh cánh tả mang tên Mặt trận dân chủ quốc gia (PRD), thất bại trong kỳ bầu cử 07/1988.

[5]. Cuộc bầu cử Tổng thống Mexico vào tháng 7/1988 là một ví dụ điển hình về gian lận trong bầu cử. Đúng ngày kiểm phiếu, hệ thống đếm phiếu bầu của Chính phủ (do Bộ Nội vụ triển khai) bất ngờ...bị hỏng, và sau khi sửa xong thì Salinas được tuyên bố thắng cuộc (trong khi các nguồn thông tin sơ bộ trước đó cho thấy Cárdenas dẫn trước khá xa về số phiếu). Đây là lần đầu tiên Đảng PRI thắng cử một cách khó khăn và gây tranh cãi kể từ khi họ tham gia chính trường Mexico năm 1929!

[6]. Trái phiếu Brady (*Brady bonds*) là loại trái phiếu định giá bằng đồng USD, có thể giao dịch trên thị trường trái phiếu quốc tế, cho phép các nước đang phát triển có thể chuyển các dạng trái phiếu không có khả năng thanh toán quốc tế thành loại trái phiếu khả hoán. Loại trái phiếu này được xây dựng từ thập kỷ 80 của thế kỷ trước nhằm giúp các nước đang phát triển giảm nợ. Trái phiếu Brady cho phép các nước này tìm kiếm nguồn tiền từ các ngân hàng thương mại thay vì các khoản vay hỗ trợ giữa các chính phủ, ít nhiều mang tính chính trị.

[7]. Cuộc chiến xảy ra năm 1982 giữa Anh và Argentina giành quyền kiểm soát quần đảo Falklands (người Argentinian gọi là Manvinas) trên Đại Tây Dương, nơi chỉ vỏn vẹn 150.000 dân.

[8]. Cuộc viếng thăm của Nixon tới Trung Quốc năm 1972 là chuyến thăm đầu tiên của một tổng thống Mỹ tới Cộng hòa nhân dân

Trung Hoa, sau này thường được dẫn chiếu với hàm ý “một hành động bất thường, không theo phong cách thường thấy của một nhà chính trị”.

^[9] Bao gồm tài sản thực (bất động sản) và tài sản tài chính (cổ phiếu, trái phiếu v.v...)

CÁI BẦY KINH TẾ CỦA NHẬT BẢN

Cách đây không lâu, có một thời gian người Mỹ rất bị ám ảnh bởi hình ảnh Nhật Bản. Sự thành công của ngành công nghiệp Nhật Bản khiến cho người Mỹ vừa ngưỡng mộ vừa sợ hãi. Họ không thể bước vào hiệu sách ở sân bay mà không đi xuyên qua các dãy bìa sách có hình mặt trời mọc và các chiến binh samurai. Một số những quyển sách này thì lại hứa hẹn chỉ dạy các bí mật của phong cách quản lý Nhật Bản; những quyển khác thì tiên đoán (hay thậm chí đòi hỏi) người Mỹ phải có một cuộc chiến kinh tế với Nhật. Dù với vai trò là hình mẫu đáng học hỏi hay kẻ ác cần phải hủy diệt, hoặc cả hai, thì Nhật Bản đều đã hiện diện rất nhiều trong tâm trí người Mỹ.

Bây giờ thì tất cả đã khác. Thỉnh thoảng hình ảnh Nhật Bản vẫn xuất hiện rầm rộ, nhưng đó thường là khi có các tin xấu – ví dụ như chỉ số Nikkei giảm quá mạnh, hoặc “kinh doanh chênh lệch lãi suất” (carry trade) bị gián đoạn (“kinh doanh chênh lệch lãi suất” xảy ra khi các quỹ đầu cơ vay tiền với lãi suất thấp ở Nhật và cho vay ở nơi khác với lãi suất cao hơn). Nhưng chúng ta không quan tâm phần lớn những thông tin đó. Công chúng dường như đã kết luận rằng Nhật Bản cũng không phải là một đối thủ khó nuốt cho lắm, nên đây là lúc người Mỹ có thể phớt lờ họ.

Điều này thật điên rồ. Mọi thất bại hay thành công của Nhật Bản đều rất quan trọng đối với người Mỹ. Những gì đã xảy ra với Nhật Bản vừa là một thảm kịch lại vừa là một điềm báo. Nền kinh tế lớn thứ hai thế giới vẫn được may mắn là có nguồn lao động có kiến thức và quyết tâm, có nguồn vốn hiện đại và bí quyết sản xuất ấn tượng về công nghệ. Nhật Bản có chính phủ ổn định nên không gặp khó khăn trong việc thu thuế. Không giống châu Mỹ Latinh, hoặc các nền kinh tế châu Á nhỏ hơn khác, đó là một quốc gia thặng dư cán cân thanh toán lũy kế (creditor nation), không phụ thuộc vào thiện chí của các nhà

đầu tư nước ngoài. Và nhờ nền kinh tế có quy mô to lớn (sheer size), nghĩa là các nhà sản xuất chủ yếu bán hàng ở thị trường trong nước, nên Nhật Bản – cũng như Mỹ – có thể có sự tự do trong hành động chính sách, điều mà những nước nhỏ hơn không có được.

Tuy nhiên, Nhật Bản đã trải qua phần lớn những năm 1990 trong khủng hoảng, xen kẽ với các giai đoạn tăng trưởng kinh tế ngắn hạn và không có chất lượng là những đợt suy thoái chưa bao giờ trầm trọng đến thế. Vốn đã từng đạt được sự tăng trưởng cao nhất trong số các nước tiên tiến, sản lượng của ngành công nghiệp Nhật Bản năm 1998 lại ít hơn năm 1991. Và điều tệ hại hơn những số liệu kinh tế kém cỏi đó là những ý nghĩ phớt lờ cho định mệnh: người dân không còn tin rằng các chính sách công sẽ có thể giúp đảo ngược tình thế. Đây quả là một thảm kịch: một nền kinh tế lớn như vậy không cần thiết hoặc không đáng phải trải qua một cuộc khủng hoảng kéo dài một thập kỷ. Tai họa của Nhật Bản không trầm trọng như các nước châu Á khác, nhưng chúng đã diễn ra quá lâu, với ít lý lẽ để bào chữa hơn. Đó cũng là một điềm báo: nếu điều đó đã có thể xảy ra với Nhật Bản thì ai có thể nói được nó sẽ không thể xảy ra cho chúng ta? Và không còn nghi ngờ gì nữa, điều đó đã xảy ra.

Điều đó đã xảy ra với Nhật Bản như thế nào?

Nhật Bản – Quốc gia số một

Không có quốc gia nào – kể cả Liên bang Xô viết trong những ngày thực hiện những kế hoạch năm năm của Stalin – đã từng trải qua một thời kỳ chuyển đổi kinh tế gây ấn tượng sâu sắc như Nhật Bản trong những năm tăng trưởng nhanh từ 1953 đến 1973. Qua hai thập kỷ, từ một quốc gia có nền kinh tế phần lớn dựa vào nông nghiệp, Nhật Bản đã trở thành quốc gia xuất khẩu thép và ô tô lớn nhất thế giới. Tokyo đã lớn mạnh, trở thành khu vực đô thị lớn nhất và có thể xem là sôi động nhất thế giới, tiêu chuẩn sống cũng đã có một bước đột phá.

Và một số chuyên gia phương Tây đã chú ý. Ngay từ năm 1969, nhà dự đoán tương lai Herman Kahn đã xuất bản quyển *Nhật Bản – Siêu cường quốc đang lên (The Emerging Japanese Superstate)*, dự đoán các tỷ lệ tăng trưởng cao của Nhật Bản sẽ làm cho nó trở thành nền kinh tế hàng đầu thế giới vào năm 2000. Nhưng phải đến cuối những năm 1970 – khi Ezra Vogel viết quyển sách bán chạy *Nhật Bản – Quốc gia số một (Japan as Number One)* – công chúng mới bắt đầu nhận ra những gì Nhật Bản đã đạt được. Và chỉ khi các sản phẩm tinh vi của Nhật Bản – nhiều nhất là ô tô và hàng tiêu dùng điện tử – tràn ngập các thị trường phương Tây, mọi người mới bắt đầu tự hỏi về bí mật thành công của đất nước này.

Làn sóng tranh luận mạnh mẽ về thành công của Nhật Bản diễn ra ở một thời điểm thật trở trêu: sự thật là “thời hoàng kim” của sự tăng trưởng kinh tế Nhật Bản đã kết thúc vào đúng lúc các nước phương Tây bắt đầu nghiên cứu về Nhật Bản một cách nghiêm túc. Vào đầu thập niên 1970, vì một số lý do đến nay vẫn chưa rõ ràng, tốc độ tăng trưởng của các nước tiên tiến đã chậm lại. Nhật Bản, vốn đã từng có tốc độ tăng trưởng cao nhất, cũng đã bị sụt giảm mạnh nhất – từ 9% một năm trong thập niên 1960 xuống còn thấp hơn 4% sau năm 1973. Mặc dù tỷ lệ này vẫn còn cao hơn các quốc gia tiên tiến khác (tốc độ của Nhật Bản nhiều gấp rưỡi tốc độ tăng trưởng của Mỹ), nhưng nếu chỉ với tỷ lệ đó, ít nhất cũng phải đến thế kỷ XXI mới tới ngày Nhật Bản có thể trở thành nền kinh tế hàng đầu thế giới. Dù sao thì thành tích tăng trưởng của Nhật Bản cũng đã là sự khao khát của nhiều quốc gia khác. Nhiều người tranh luận rằng thành công của Nhật Bản không chỉ nhờ vào cách quản lý nền kinh tế tốt hơn, mà phần nào còn nhờ vào chính sự sơ sẩy của các đối thủ cạnh tranh phương Tây khá ngây thơ nữa.

Ở đây chúng ta không cần phải thuật lại toàn bộ cuộc tranh luận về lý do tại sao Nhật Bản đã thành công. Về cơ bản thì có hai ý kiến trái ngược nhau. Một bên giải thích rằng sự tăng trưởng là sản phẩm của những nguyên tắc cơ bản đúng đắn, trên hết là nền giáo dục cơ bản tuyệt vời và tỷ lệ tiết kiệm cao. Ý kiến này cũng sử dụng một ít kiến thức xã hội học thông thường để giải thích vì sao Nhật Bản đã rất thành công trong việc sản xuất các sản phẩm chất lượng cao với giá thành thấp. Một bên khác lại cho rằng Nhật Bản đã phát triển một hệ thống kinh tế khác biệt về cơ bản, một hình thức chủ nghĩa tư bản mới mẻ và tiên tiến hơn. Cuộc tranh luận về Nhật Bản cũng đã trở thành một cuộc tranh luận về triết lý kinh tế, về giá trị của tư tưởng kinh tế phương Tây nói chung và các ưu điểm của thị trường tự do nói riêng.

Một yếu tố khác nữa trong hệ thống được cho là tiên tiến của Nhật Bản chính là sự chỉ đạo và điều tiết của chính phủ. Vào thập niên 1950 và 1960, chính phủ Nhật Bản – kể cả Bộ Thương mại và Công nghiệp Quốc tế (Ministry of International Trade and Industry – MITI) danh tiếng, và Bộ Tài chính (Ministry of Finance) tuy im ắng hơn nhưng thậm chí còn ảnh hưởng lớn hơn – đã đóng vai trò rất lớn trong việc chỉ đạo nền kinh tế. Ít nhất thì tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế đã phần nào được định hướng nhờ các thiết kế chiến lược của chính phủ, ví dụ như tiền vay ngân hàng và giấy phép nhập khẩu được tập trung vào các ngành và các công ty được ưu đãi. Đến khi phương Tây thực sự tập trung vào Nhật Bản thì sự kiểm soát của chính phủ nước này đã được nới lỏng nhiều, nhưng hình ảnh “Tập đoàn Nhật Bản” (Japan Inc.), một nền kinh tế chỉ đạo tập trung hướng vào việc chi

phối các thị trường thế giới, vẫn là một trong những hình ảnh có sức thuyết phục vào những năm 1990.

Một đặc trưng khác của nền kinh tế Nhật Bản là các công ty lớn không chịu áp lực về tài chính ngắn hạn. Các thành viên của các *keiretsu* Nhật Bản – một nhóm các công ty có quan hệ với nhau được thành lập xoay quanh một ngân hàng chính – thường sở hữu số lượng đáng kể cổ phần của các công ty khác trong nhóm, nên việc quản lý công ty trở nên khá độc lập với các cổ đông bên ngoài. Các công ty Nhật Bản cũng không cần phải lo lắng nhiều về giá cổ phiếu hoặc lòng tin của thị trường, vì họ hiếm khi tự tài trợ bằng cách bán cổ phiếu hoặc trái phiếu. Thay vào đó, ngân hàng trong nhóm đã cho họ vay số tiền cần thiết. Vì vậy, các công ty này cũng không cần phải lo nghĩ về lợi nhuận ngắn hạn, hay thực chất là về lợi nhuận. Người ta có thể nghĩ rằng điều kiện tài chính của một ngân hàng *keiretsu* cuối cùng sẽ đưa các khoản đầu tư của công ty vào nề nếp: nếu các khoản cho vay của ngân hàng dành cho các công ty trong nhóm có vẻ không hiệu quả thì chẳng phải ngân hàng sẽ bắt đầu mất khách hàng gửi tiền hay sao? Nhưng tại Nhật Bản cũng như hầu hết các nước, những người gửi tiền tin rằng chính phủ không bao giờ để cho họ bị mất tiền tiết kiệm, nên họ rất ít chú ý đến việc các ngân hàng làm gì với số tiền gửi đó.

Theo nhận xét của cả những người ngưỡng mộ và những người lo ngại, kết quả là hệ thống này đã hình thành một quốc gia có thể có tầm nhìn dài hạn. Chính phủ Nhật Bản nhắm vào từng ngành “chiến lược” có thể đóng vai trò như các động cơ của sự tăng trưởng. Khu vực kinh tế tư nhân sẽ được chỉ đạo đầu tư vào các ngành đó, thời gian đầu sẽ được giúp đỡ bảo hộ khỏi sự cạnh tranh của các đối thủ nước ngoài. Trong thời gian đó, các doanh nghiệp có thể trau dồi kỹ năng trong thị trường nội địa. Sau đó sẽ có một làn sóng xuất khẩu lớn, các doanh nghiệp sẽ bỏ qua lợi nhuận khi đang xây dựng thị phần và làm giảm sự cạnh tranh của các công ty nước ngoài. Cuối cùng, khi các doanh nghiệp trong nước đảm bảo thống trị thị trường, Nhật Bản sẽ chuyển sang ngành tiếp theo. Nhật Bản đã thành công với ngành thép, xe hơi, đầu máy VCR, ngành bán dẫn – và trong tương lai gần là ngành máy tính và sản xuất máy bay.

Những người hay hoài nghi đã tìm ra nhiều lỗ hổng trong các khía cạnh của câu chuyện này. Nhưng ngay cả những người không buộc tội Nhật Bản về cách hành xử không công bằng này, những ai đã nghi ngờ liệu các quyền năng của MITI có thực sự tài giỏi như quảng cáo hay không, cũng có xu hướng đồng ý rằng chính các đặc trưng của hệ thống quản lý kinh tế Nhật Bản có liên quan đến thành công của nước này. Chỉ sau đó rất lâu, các đặc trưng tương tự – mối quan hệ dễ chịu giữa chính phủ và doanh nghiệp, việc cấp tín dụng dễ dàng của các ngân hàng được chính phủ bảo lãnh dành cho các công ty trong nhóm

– mới được gọi tên là “chủ nghĩa tư bản thân hữu” và được xem như là nguồn gốc của những bất ổn về kinh tế.

Nhưng với những ai sẵn sàng chứng kiến thì các yếu kém của hệ thống đã bộc lộ rõ ràng vào cuối những năm 1980.

Nền kinh tế bong bóng, công việc vất vả và vô vàn khó khăn

Đầu năm 1990, mức vốn hóa thị trường Nhật Bản – tổng giá trị cổ phiếu của tất cả các công ty trong nước – đã lớn hơn mức vốn hóa của thị trường Mỹ, nơi có dân số đông gấp đôi và GDP hơn gấp đôi Nhật Bản. Đất đai, vốn chưa bao giờ rẻ ở xứ đông dân như Nhật Bản, đã trở nên đắt đỏ không ngờ: theo một tài liệu chưa xác thực được trích dẫn rộng rãi, đất đai trong vòng một dặm vuông gần Cung điện Hoàng gia Tokyo còn đáng giá hơn toàn bộ tiểu bang California. Đó, xin chào mừng bạn đến với “nền kinh tế bong bóng” (bubble economy) của Nhật Bản, có thể được ví như những năm 20 sôi động^[1] của phương Tây thuở nào.

Những năm cuối thập niên 1980 đã tượng trưng cho một thời kỳ thịnh vượng của Nhật Bản, với tốc độ tăng trưởng nhanh, tỷ lệ thất nghiệp thấp và lợi nhuận cao. Tuy nhiên, trong các dữ liệu kinh tế cơ bản nói trên, không có gì biện minh được cho việc giá đất đai và cổ phiếu đã tăng gấp ba lần trong suốt thời gian đó. Thậm chí vào lúc đó, nhiều nhà quan sát đã nghĩ rằng sự phát triển mạnh mẽ của thị trường tài chính có gì đó bất thường và khá vô lý – rằng các công ty truyền thống thuộc những ngành tăng trưởng chậm không nên được đánh giá như các cổ phiếu đang tăng trưởng, với hệ số giá trên thu nhập (P/E) lớn hơn hoặc bằng 60. Nhưng cũng như thường xảy ra ở các thị trường rơi vào các hội chứng bất thường, những người hay hoài nghi thì không có khả năng hoặc can đảm để có sức thuyết phục; trong khi những người khác dễ dàng dùng những lý lẽ thông thường để tìm ra mọi minh chứng bảo vệ cho việc đẩy giá lên tận mây xanh.

Bong bóng tài chính không phải là một điều mới mẻ. Cũng như chứng nghiệm hoa tulip^[2] và Internet, ngay cả những nhà đầu tư sáng suốt nhất cũng thấy rất khó cưỡng lại sức hút để bình tĩnh nhìn nhận trong khi mọi người khác đều đang giàu có lên. Nhưng do Nhật Bản vốn nổi tiếng về tư duy chiến lược dài hạn, và nhận thức phổ biến rằng Japan Inc., như một nền kinh tế được hoạch định hơn là một thị trường tự do, quy mô của bong bóng vẫn có phần đáng ngạc nhiên.

Giờ đây, danh tiếng của Nhật Bản về việc thực hiện các khoản đầu tư dài hạn và được kiểm soát công khai luôn luôn vượt xa thực tế. Các nhà đầu cơ bất động sản thường được nhận thêm nhiều ưu đãi nhờ hồi

lộ các chính khách, và nhiều hơn nữa thông qua các mối quan hệ của yakuza ^[3], hóa ra đã đóng vai trò là một phần quan trọng đáng ngạc nhiên trong bối cảnh Nhật Bản từ rất lâu. Các khoản đầu tư mang tính đầu cơ vào bất động sản đã suýt làm nổ ra một cuộc khủng hoảng ngân hàng trong thập niên 1970; tình hình chỉ ổn định sau khi bùng nổ một cuộc lạm phát, khiến giá trị thật sự của các khoản nợ của nhà đầu cơ giảm xuống và giúp chuyển các khoản nợ xấu thành tốt trở lại. Tuy nhiên, quy mô quá lớn của bong bóng Nhật Bản thật đáng ngạc nhiên. Liệu đã có một lời giải thích nào khác cho hiện tượng này ngoài yếu tố tâm lý đám đông?

Người ta đã nhận ra rằng bong bóng Nhật Bản chỉ là một trong vài đợt bộc phát của cơn sốt đầu cơ trên toàn thế giới trong thập niên 1980. Tất cả các cơn bộc phát này có đặc điểm chung là được tài trợ chủ yếu bằng các khoản vay ngân hàng – cụ thể là các định chế tài chính vốn rất thận trọng và nhiều uy tín nay bắt đầu cung cấp tín dụng cho các công ty yêu thích rủi ro, thậm chí có hoạt động kinh doanh không minh bạch để đổi lại lãi suất cao hơn thị trường. Trường hợp nổi tiếng nhất là của các hiệp hội tiết kiệm và cho vay Mỹ. Hình tượng của các định chế tài chính này đã từng được khắc họa thông qua Jimmy Stewart – nhân viên ngân hàng ở một thị trấn nhỏ với sự đứng đắn tiêu biểu cho nước Mỹ đã được miêu tả trong phim *Cuộc sống tuyệt vời (It's a Wonderful Life)* ^[4]. Nhưng đến thập niên 1980, các tổ chức này được nhận diện qua hình ảnh ngày một nhiều những người có thế lực lớn về bất động sản tại Texas. Nhưng những đợt bùng phát cho vay thiếu minh bạch tương tự cũng đã xảy ra ở đâu đó, đáng chú ý là tại Thụy Điển, một quốc gia không thường xuyên liên quan đến những cơn sốt đầu cơ. Từ lâu, các nhà kinh tế học đã lập luận rằng đằng sau tất cả các câu chuyện này là một nguyên lý kinh tế giống nhau – nguyên lý giống như mô hình giữ trẻ cơ bản của cuộc suy thoái, sẽ xuất hiện lại nhiều lần trong quyển sách này. Nguyên lý đó được gọi là rủi ro về đạo đức (moral hazard).

Thuật ngữ “rủi ro về đạo đức” bắt nguồn từ ngành bảo hiểm. Ngay từ lúc đầu, các công ty bảo hiểm hỏa hoạn nói riêng đã nhận thấy rằng các chủ tài sản đã mua bảo hiểm đầy đủ cho tổn thất này có xu hướng tự gây ra những đám cháy phá hoại – đặc biệt là khi các điều kiện thay đổi làm cho giá trị thị trường của tài sản còn thấp hơn mức bảo hiểm (Vào giữa thập niên 1980, thành phố New York đã phát hiện một số chủ tài sản cố ý gây hỏa hoạn. Vài người trong số đó mua một tòa nhà với mức giá được thổi phồng từ một công ty giả do chính họ sở hữu, rồi sử dụng giá đó làm cơ sở cho một hợp đồng bảo hiểm lớn, sau đó, ngẫu nhiên tòa nhà đó lại bị hỏa hoạn. Thật sự đây chính là rủi ro về đạo đức). Cuối cùng thì thuật ngữ này được sử dụng để chỉ một tình

huống bất kỳ trong đó một người quyết định việc nhận lấy bao nhiêu rủi ro, trong khi một người khác phải gánh chịu chi phí nếu mọi việc xấu đi.

Vốn dĩ chính khoản tiền vay đã có khả năng phát sinh rủi ro về đạo đức. Giả sử tôi là một người thông minh nhưng không có vốn, và dựa trên sự thông minh đã được kiểm chứng đó mà bạn quyết định cho tôi vay một tỷ USD để đầu tư vào bất cứ dự án nào phù hợp, miễn là tôi hứa trả nợ trong vòng một năm. Thậm chí nếu bạn tính lãi suất cao thì đó vẫn là một giao dịch tốt: Tôi sẽ có một tỷ USD để đầu tư vào một cái gì đó cuối cùng có thể tạo nhiều tiền nhưng cũng có thể vô dụng (tức là mất sạch!), và tôi cứ hy vọng điều tốt đẹp nhất sẽ xảy ra. Nếu khoản đầu tư thành công thì tôi sẽ giàu có; nếu không, tôi sẽ tuyên bố phá sản và bỏ đi. Chắc chắn phần thắng thuộc về tôi.

Tất nhiên, đó là lý do tại sao không ai cho người không có vốn vay một tỷ USD để đầu tư vào những gì thấy phù hợp, cho dù người đó có vẻ thông minh đến đâu đi nữa. Những người cho vay thường hạn chế những gì người đi vay có thể làm với số tiền đã vay, và thông thường người đi vay cũng bị bắt buộc phải có một số vốn tự có lớn trong khoản đầu tư đó để họ có lý do chính đáng mà ngăn ngừa tổn thất.

Đôi khi những người cho vay có vẻ bỏ quên các quy tắc này và cho những người làm ra vẻ rất hiểu biết về việc họ đang làm vay những số tiền rất lớn một cách không ngăn ngại. Chúng ta sẽ được biết câu chuyện đáng ngạc nhiên về các quỹ đầu cơ (hedge funds) ở Chương 6. Vào những lúc khác, bản thân yêu cầu rằng bên đi vay phải đưa đủ vốn tự có vào khoản đầu tư có thể là nguồn gốc cho sự bất ổn của thị trường. Khi tài sản bị mất giá, những ai đã mua bằng tiền vay có thể phải đối mặt với một “yêu cầu tăng ký quỹ” ^[5] (margin call): hoặc nhà đầu tư phải đưa thêm tiền riêng vào hoặc phải trả nợ vay bằng cách bán tài sản, làm cho giá xuống thấp hơn nữa. Đây là quy trình đã dẫn đến cuộc khủng hoảng tài chính hiện nay. Nhưng nếu bỏ những nguyên lý về khiếm khuyết của thị trường (market pathologies) như vậy qua một bên, thì vẫn còn có một lý do khác cho việc tại sao đôi khi các quy tắc bị phá vỡ: vì chỉ có người nộp thuế phải trả giá cho trò chơi rủi ro về đạo đức này.

Hãy nhớ lại những gì chúng ta đã nói về các ngân hàng chính trong keiretsu của Nhật Bản: các khách hàng gửi tiền tin rằng tiền gửi của họ được an toàn vì có chính phủ đứng sau lưng. Sự thật đúng như vậy với hầu hết ngân hàng trong Thế giới thứ nhất (gồm Mỹ và các nước đồng minh – ND), và các ngân hàng khắp mọi nơi. Các quốc gia tiên tiến, ngay cả khi không bảo đảm các khoản tiền gửi một cách rõ ràng thì về mặt lương tâm, họ cũng không thể cho phép các quả phụ và trẻ mồ côi bị mất các khoản tiền tiết kiệm chỉ đơn giản là vì họ gửi nhầm

vào một ngân hàng tồi, cũng như họ không thể khoanh tay đứng nhìn khi con sông đang cuồn cuộn cuốn đi những ngôi nhà được xây dựng một cách đại dột trong vùng đồng bằng bị lũ lụt. Chỉ có những con người bảo thủ sắt đá nhất mới mong muốn mọi việc khác đi. Nhưng kết quả là mọi người rất không thận trọng về nơi xây nhà, và thậm chí còn lơ đãng nhiều hơn trong việc cất giữ tiền ở đâu.

Sự bất cẩn này tạo ra một cơ hội hấp dẫn cho các doanh nhân không có đạo đức: chỉ cần thành lập một ngân hàng, đảm bảo rằng nó tọa lạc ở một tòa nhà ấn tượng và có một cái tên hào nhoáng. Hãy thu hút thật nhiều tiền gửi bằng cách trả lãi suất cao nếu được phép, nếu không được phép thì có thể bằng cách tặng quà gì đó. Sau đó, cho các nhà đầu cơ không ổn định vay tiền với lãi suất cao (tốt nhất là bạn bè, hoặc có thể thậm chí là chính ngân hàng đó đứng sau lưng một công ty khác). Những người gửi tiền sẽ không thắc mắc về chất lượng các khoản đầu tư vì biết rằng họ được bảo vệ trong mọi trường hợp. Và giờ đây bạn đã có một sự lựa chọn chỉ có thắng mà thôi: nếu các khoản đầu tư tốt đẹp, bạn sẽ trở nên giàu có; còn nếu chúng thất bại, bạn có thể chỉ cần bỏ đi và để cho chính phủ dọn dẹp tình trạng hỗn độn đó.

Tất nhiên, cũng không phải dễ dàng làm được những điều thiếu đạo đức này, vì những người điều hành chính phủ không hoàn toàn ngớ ngẩn. Trong thực tế, từ thập niên 1930 đến 1980, dạng hành vi này khá hiếm khi xảy ra vì các cơ quan quản lý (regulators) hầu như cũng đã yêu cầu những điều tương tự như khi một tổ chức cho vay tư nhân thường làm trước khi cho tôi vay một tỷ USD để đầu tư. Họ nỗ lực ngăn chặn việc các ngân hàng nhận lấy rủi ro vượt hạn mức bằng cách giới hạn những gì ngân hàng có thể thực hiện với số tiền gửi nhận được. Các cơ quan quản lý yêu cầu các chủ ngân hàng phải có một số vốn tự có đáng kể, thông qua yêu cầu về vốn đầu tư. Và theo một cách đánh giá tinh tế hơn, có thể là không chú ý thì trong quá khứ cơ quan quản lý đã giới hạn sự cạnh tranh giữa các ngân hàng (*ý nói giấy phép thành lập ngân hàng được cấp ra hạn chế hơn – ND*) khiến cho giấy phép ngân hàng trở thành một vật có giá trị nội tại: khi sở hữu một “giá trị nhượng quyền thương mại” (franchise value) đáng kể, những người được cấp phép không muốn hủy hoại giá trị nhượng quyền này bằng cách nhận lấy các rủi ro có thể làm ngân hàng sụp đổ.

Tuy nhiên, trong thập niên 1980, các ràng buộc này đã bị phá vỡ ở nhiều nơi. Nguyên nhân chủ yếu là do việc giảm bớt các quy định quản lý thị trường (giải quy – deregulation). Các ngân hàng truyền thống đều an toàn, nhưng cũng rất bảo thủ; người ta có thể cho rằng họ đã không sử dụng vốn cho những mục đích có hiệu quả nhất. Các nhà cải cách lập luận rằng có một giải pháp mang tính tự do hơn và cạnh tranh hơn: hãy cho phép các ngân hàng cho vay những nơi mà họ

nghĩ rằng tốt nhất, và cho phép tổ chức cạnh tranh thu hút tiết kiệm từ công chúng. Thế là những nhà cải cách đã quên rằng việc này sẽ khiến các ngân hàng cũng tự do hơn trong việc nhận lấy các rủi ro xấu hơn và rằng những hành vi làm giảm giá trị nhượng quyền thương mại kiểu như thế sẽ không khuyến khích họ tránh được việc này. Các thay đổi trên thị trường, đáng chú ý là sự gia tăng của các nguồn tài chính khác của công ty đã khiến cho lợi nhuận biên của các ngân hàng trung thành với các phương thức kinh doanh an toàn, cổ điển giảm đi nhiều.

Và do đó, trong thập niên 1980 đã có một nạn dịch rủi ro về đạo đức trên toàn cầu. Rất ít quốc gia có thể tự hào rằng đã kiểm soát được tình trạng này, và chắc chắn đó không phải là Mỹ, nơi mà việc không kiểm soát được vấn đề tiết kiệm và cho vay đã trở thành một ví dụ kinh điển của việc hoạch định chính sách không thận trọng, tầm nhìn ngắn hạn và đôi khi sai lạc. Nhưng Nhật Bản đã đặc biệt không thích hợp với một cơ chế tài chính nơi lỏng. Ở đó, tất cả mối quan hệ thông thường giữa chính phủ và doanh nghiệp, giữa các ngân hàng và khách hàng, giữa những gì được và không được chính phủ đảm bảo đã đặc biệt hoen ố. Các ngân hàng Nhật Bản cho vay nhiều hơn nhưng lại ít chú ý hơn về chất lượng tín dụng của người vay. Khi làm như vậy, họ đã làm cho nền kinh tế bong bóng phồng lên đến quy mô kỳ dị.

Không sớm thì muộn các bong bóng cũng luôn nổ tung. Sự bùng nổ của bong bóng Nhật Bản không hoàn toàn mang tính tự phát: do lo ngại tình trạng đầu cơ quá mức, Ngân hàng Trung ương Nhật Bản (Bank of Japan) đã bắt đầu tăng lãi suất vào năm 1990 trong nỗ lực giúp bong bóng bớt phình to. Lúc đầu, chính sách này không thành công, nhưng bắt đầu từ năm 1991, giá đất đai và cổ phiếu đã bắt đầu giảm sâu, chỉ trong vòng một vài năm đã giảm khoảng 60% so với mức giá đỉnh điểm.

Ban đầu, và thực sự là một vài năm sau đó, chính phủ Nhật Bản có vẻ đã xem tất cả những điều này là lành mạnh, chỉ là các tài sản được đánh giá hợp lý và thực tế hơn. Nhưng ngày càng rõ ràng rằng đoạn kết của nền kinh tế bong bóng đã không chỉ mang lại sự lành mạnh cho nền kinh tế mà còn mang đến những bất ổn sâu sắc hơn.

Sự đình trệ thềm lạng

Không giống như Mexico năm 1995, Hàn Quốc năm 1998 và Argentina năm 2002, Nhật Bản chưa bao giờ trải qua một năm suy giảm kinh tế rõ ràng và thảm hại như vậy. Trong thập niên sau khi bong bóng tài chính nổ tung, Nhật Bản chỉ trải qua hai năm có GDP thực giảm.

Nhưng liên tục nhiều năm, tốc độ tăng trưởng đã không những không thể đạt đến thành tích trước đây mà còn không đạt được bất kỳ

ước tính hợp lý nào về sự tăng trưởng tương ứng với khả năng của nó. Trong thập niên sau 1991, chỉ có một năm trong đó Nhật Bản đã tăng trưởng nhanh chóng như mức trung bình của thập kỷ trước. Ngay cả khi bạn ước tính một cách thận trọng về sự tăng trưởng của “sản lượng tiềm năng” Nhật Bản, sản lượng mà nền kinh tế có thể đã sản xuất với tất cả nguồn lực, thì sản lượng thực tế cũng chỉ tăng trưởng nhanh tương ứng với tiềm năng vốn có được một năm mà thôi.

Các nhà kinh tế học đã đề cập đến một trong các cụm từ nổi tiếng rắc rối về những gì Nhật Bản đã trải qua: “tình trạng đình trệ trong tăng trưởng” (growth recession). Tình trạng suy thoái trong tăng trưởng là những gì xảy ra khi một nền kinh tế tăng trưởng nhưng sự tăng trưởng này không đủ nhanh để theo kịp năng lực đang mở rộng của nền kinh tế, do đó ngày càng nhiều máy móc và công nhân không có việc làm. Thông thường tình trạng suy thoái trong tăng trưởng khá hiếm hoi, vì cả sự tăng trưởng vượt bậc và sự khủng hoảng đều có tính xu thế, nghĩa là hoặc tạo ra sự tăng trưởng nhanh chóng hoặc sự giảm sút rõ ràng. Tuy nhiên, cơ bản là Nhật Bản đã trải qua một cuộc suy thoái trong tăng trưởng kéo dài một thập niên, làm cho tình trạng kinh tế tồi tệ hơn rất nhiều so với quá khứ, đến nỗi thiên về một hiện tượng mới: tình trạng suy thoái trong tăng trưởng (growth depression).

Bản thân sự đình trệ đi cùng với việc nền kinh tế Nhật Bản đang xấu đi là nguồn gốc của nhiều sai lầm. Vì tình trạng đình trệ đã lan ra khắp đất nước, nên công chúng không bao giờ phản đối buộc chính phủ phải thực hiện một điều gì đó mạnh mẽ. Vì bộ máy kinh tế của Nhật Bản đang mất dần động lực hơn là đột ngột mất khả năng hoạt động, bản thân chính phủ đã nhất quán hạ thấp dần định nghĩa về sự thành công, xem sự tăng trưởng liên tục của nền kinh tế đã là minh chứng thuyết phục cho các chính sách, mặc dù tốc độ tăng trưởng thấp hơn rất nhiều so với những gì có thể và lẽ ra đã đạt được. Và cùng thời điểm đó, các nhà phân tích của cả Nhật Bản và nước ngoài đều có xu hướng cho rằng vì nền kinh tế đã tăng trưởng quá chậm trong một thời gian quá dài nên nó *không thể* phát triển nhanh hơn chút nào nữa.

Vì vậy, các chính sách kinh tế của Nhật Bản đã được đánh dấu bằng một sự kết hợp kỳ quặc của tính thiên cận và việc phó mặc cho định mệnh – sự né tránh đáng ngạc nhiên đối với việc suy nghĩ kỹ rằng mọi việc có thể đã diễn tiến quá sai lệch như thế nào.

Bẫy kinh tế của Nhật Bản

Không có gì huyền bí về sự bắt đầu cuộc khủng hoảng Nhật Bản năm 1991: không sớm thì muộn, bong bóng tài chính cũng phải nổ tung, và khi đó sẽ làm đầu tư, tiêu dùng và tổng cầu đều giảm. Tình

trạng tương tự cũng đã xảy ra cho Mỹ sau khi bong bóng thị trường chứng khoán Mỹ bùng nổ vào thập niên 1990, và một thập kỷ sau đó, bong bóng nhà đất lại nổ ra lần nữa. Tuy nhiên, câu hỏi đặt ra là tại sao các nhà hoạch định chính sách Nhật Bản, cụ thể là ngân hàng trung ương, đã không thể đưa nền kinh tế chuyển động trở lại.

Đây là lúc chúng ta quay lại câu chuyện của hợp tác xã giữ trẻ. Giả sử thị trường chứng khoán Mỹ sụp đổ, làm suy giảm lòng tin của nhà đầu tư. Liệu điều này có chắc chắn gây ra tình trạng đình trệ thảm hại hay không? Bạn hãy nghĩ như thế này: khi lòng tin của người tiêu dùng giảm xuống, ví dụ như vì lý do gì đó mà các thành viên tiêu biểu của hợp tác xã trở nên ít muốn ra ngoài, lo lắng hơn trong việc tích lũy coupon cho thời điểm khó khăn. Thực sự điều này có thể dẫn đến tình trạng khủng hoảng, nhưng điều đó sẽ không xảy ra nếu ban quản lý được cảnh báo và phản hồi bằng cách đơn giản là phát hành thêm coupon. Đó chính là những gì mà giám đốc bộ phận phát hành coupon của chúng ta, Ngài Alan Greenspan, đã thực hiện vào năm 1987.

Hoặc giả sử rằng bộ phận phát hành coupon không đáp ứng đủ nhanh, dẫn đến nền kinh tế thực sự rơi vào khủng hoảng thì chúng ta cũng không cần hoảng sợ: ngay cả khi giám đốc bộ phận phát hành coupon tạm thời chưa đáp ứng đủ nhu cầu, ông ấy vẫn có thể xoay chuyển tình hình bằng cách phát hành thêm. Đó là chính sách tiền tệ mở rộng mạnh mẽ, như các chính sách đã giúp đẩy lùi các cuộc suy thoái của Mỹ những năm 1981 - 1982, 1990-1991 và năm 2001.

Vậy còn tất cả các khoản đầu tư không hiệu quả đã phát sinh trong suốt thời kỳ phát triển vượt bậc thì sao? Quả là có rất nhiều vốn đầu tư bị lãng phí. Nhưng không có một lý do rõ ràng cho thấy tại sao các khoản đầu tư không hiệu quả trong quá khứ lại dẫn đến thời kỳ khủng hoảng thực sự về sản lượng trong hiện tại. Năng lực sản xuất có thể không tăng như dự đoán, nhưng nó đã không thực sự giảm, vậy tại sao không đơn giản là in đủ tiền để tiếp tục chi tiêu giúp nền kinh tế sử dụng hiệu quả hết khả năng của nó?

Hãy nhớ rằng câu chuyện của hợp tác xã cho bạn biết rằng những cuộc khủng hoảng kinh tế không phải là hình phạt cho sai lầm của chúng ta, không phải là những sự đau đớn mà chúng ta tất yếu phải gánh chịu. Hợp tác xã Đồi Capitol đã không gặp rắc rối do các thành viên là những người giữ trẻ không tốt, không hiệu quả; các vấn đề của nó đã không bộc lộ những sai sót cơ bản của “các giá trị Đồi Capitol” hoặc “chủ nghĩa giữ trẻ thân hữu” (crony baby-sittingism). Hợp tác xã này đã gặp phải một rắc rối kỹ thuật là có quá nhiều người đuổi theo quá ít nguồn lực, điều này có thể được, và đã được, giải quyết với một tư duy khá rõ ràng. Và do đó câu chuyện của hợp tác xã đã giúp chúng ta phòng chống việc phó mặc cho định mệnh và sự bi quan. Điều này

dường như ngụ ý rằng tình trạng suy thoái luôn luôn có thể giải quyết một cách thật sự dễ dàng.

Nhưng trong trường hợp đó, tại sao Nhật Bản không nỗ lực đứng lên sau khi bong bóng đã vỡ? Làm thế nào mà Nhật Bản có thể bị sa lầy trong một thời kỳ khủng hoảng có vẻ khó vượt qua – một cuộc khủng hoảng không có vẻ dễ dàng thoát ra được chỉ đơn giản bằng cách in thêm những “coupon”? Nếu chúng ta mở rộng câu chuyện của hợp tác xã hơn một chút thì không khó tạo một điều gì đó trông rất giống với những vấn đề của Nhật Bản.

Trước tiên, chúng ta phải tưởng tượng ra một hợp tác xã với các thành viên nhận thấy một điều bất tiện không cần thiết trong quy tắc là có những khi một cặp vợ chồng cần phải đi ra ngoài nhiều lần liên tục và sẽ hết coupon. Khi đó họ không thể nhờ người khác giữ trẻ hộ, cho dù họ hoàn toàn sẵn sàng giữ trẻ bù lại vào một ngày sau đó. Để giải quyết vấn đề này, chúng ta giả định rằng hợp tác xã cho phép các thành viên *vay mượn* coupon từ ban quản lý khi cần thiết, rồi sau đó trả lại bằng các coupon có được ở những lần giữ trẻ tiếp theo. (Chúng ta có thể đưa tình huống này đến gần thực tế hơn một chút bằng cách tưởng tượng rằng các cặp vợ chồng cũng có thể vay mượn coupon của nhau; lãi suất trong thị trường vốn sơ khai này sẽ đóng vai trò “tỷ lệ chiết khấu” của ban quản lý hợp tác xã trong câu chuyện của chúng ta). Tuy nhiên, để ngăn các thành viên không lạm dụng đặc quyền này, ban quản lý cần phải áp đặt một số tiền phạt, yêu cầu người đi vay phải trả lại nhiều coupon hơn số đã vay.

Theo quy tắc mới này, các gia đình sẽ dự trữ ít coupon hơn trước đây vì biết rằng họ có thể vay thêm nếu cần thiết. Tuy nhiên, ban quản lý hợp tác xã sẽ phải có một công cụ quản lý mới. Nếu các thành viên báo cáo rằng việc tìm người giữ trẻ là rất dễ dàng và họ khó có việc làm thì các điều khoản cho thành viên vay mượn coupon có thể được ưu đãi hơn, khuyến khích nhiều người đi ra ngoài hơn. Ngược lại, nếu số người giữ trẻ khan hiếm, các điều kiện có thể sẽ trở nên xấu hơn để khuyến khích mọi người ở nhà nhiều hơn.

Nói cách khác, hợp tác xã khá phức tạp này sẽ có một ngân hàng trung ương có thể kích thích nền kinh tế đình trệ bằng cách cắt giảm lãi suất, giúp một nền kinh tế đang phát triển nóng nguội đi bằng cách nâng cao lãi suất.

Nhưng ở Nhật Bản, lãi suất đã giảm xuống gần đến 0% và nền kinh tế vẫn còn khủng hoảng. Có phải cuối cùng câu chuyện của chúng ta đã không còn có ích nữa?

Hãy hình dung rằng cung cầu của việc giữ trẻ cũng mang tính thời vụ. Vào mùa đông, khi trời lạnh và tối, các gia đình không muốn ra ngoài nhiều mà sẽ sẵn sàng ở nhà và trông nom trẻ con của những gia đình khác, qua đó họ tích lũy điểm để có thể sử dụng vào các buổi tối

mùa hè dịu mát. Nếu tính thời vụ này không quá rõ rệt, hợp tác xã có thể vẫn giữ được cung cầu của việc giữ trẻ ở mức cân bằng bằng cách tính lãi suất thấp hơn cho những tháng mùa đông và cao hơn vào những tháng mùa hè. Tuy nhiên, giả sử rằng tính thời vụ thật sự rất mạnh mẽ. Như vậy vào mùa đông, thậm chí với lãi suất 0% thì cũng sẽ có nhiều cặp vợ chồng tìm kiếm cơ hội giữ trẻ hơn là số cặp ra ngoài, điều đó có nghĩa là cơ hội giữ trẻ sẽ khó kiếm hơn, đồng nghĩa với việc các cặp vợ chồng đang tìm cách tích lũy cho mùa hè vui nhộn thậm chí sẽ ít sẵn sàng sử dụng các số điểm này trong mùa đông hơn, nghĩa là lại càng ít cơ hội giữ trẻ hơn... và hợp tác xã sẽ trượt dài vào tình trạng suy thoái ngay cả ở mức lãi suất 0%.

Và thập niên 1990 chính là mùa đông của sự bất mãn ở Nhật Bản. Có lẽ do tình trạng dân số lão hóa và vì sự lo lắng chung về tương lai, công chúng Nhật Bản đã không có vẻ sẵn sàng chi tiêu hết khả năng của nền kinh tế, cho dù ở lãi suất 0%. Các nhà kinh tế học cho rằng Nhật Bản đã rơi vào “bẫy thanh khoản” (liquidity trap) đáng sợ. Và những gì bạn vừa đọc được là một sự giải thích dễ hiểu về bẫy thanh khoản là gì và nó có thể xảy ra như thế nào.

Sự trôi giạt của con thuyền Nhật Bản

Khi đối mặt với tình trạng suy thoái, giải pháp thông thường là cắt giảm lãi suất, điều đó cho phép mọi người vay coupon giữ trẻ với giá rẻ, khuyến khích họ bắt đầu ra ngoài trở lại. Nhật Bản đã chậm chân trong việc cắt giảm lãi suất sau khi bong bóng tài chính nổ tung, nhưng cuối cùng thì cũng đã cắt hết mức chỉ còn 0%. Vẫn chưa đủ! Vậy bây giờ phải làm gì tiếp theo?

Câu trả lời kinh điển, vốn đã được gắn liền với nhà kinh tế học John Maynard Keynes ^[6], là nếu khu vực kinh tế tư nhân không chi tiêu đủ để duy trì toàn bộ việc làm thì khu vực kinh tế công phải bao trùm phần thiếu hụt. Hãy để chính phủ vay tiền và sử dụng vốn tài trợ cho các dự án đầu tư công cộng – nếu có thể là cho mục đích tốt, nhưng đó chỉ là mối quan tâm thứ yếu – để từ đó tạo ra việc làm, giúp mọi người sẵn sàng chi tiêu nhiều hơn, rồi sẽ tạo ra nhiều việc làm hơn và còn nhiều điều khác nữa. Cuộc Đại suy thoái ở Mỹ đã kết thúc bằng một chương trình việc làm cho cộng đồng được tài trợ bằng khoản thâm hụt ngân sách khổng lồ, được biết đến với tên gọi Chiến tranh Thế giới thứ II. Tại sao không thử khởi động sự tăng trưởng của Nhật Bản bằng một phiên bản hòa bình tương tự?

Nhật Bản đã thử. Trong suốt thập niên 1990, chính phủ đã đưa ra một loạt các gói kích thích, vay tiền để xây dựng đường sá và cầu bắt kể đất nước có cần chúng hay không. Những gói kích thích này đã tạo

việc làm trực tiếp và thúc đẩy mạnh mẽ tổng thể nền kinh tế mỗi khi được thử.

Vấn đề là các chương trình này không đủ mạnh để cứu đồng yen. Năm 1991 chính phủ Nhật Bản đã có thặng dư ngân sách khá lớn (2,9% GDP). Năm 1996 quốc gia này lại thâm hụt rất cao là 4,3% GDP. Lúc bấy giờ bộ máy kinh tế vẫn còn chưa trơn tru. Trong khi đó, sự thâm hụt cao chưa từng có, liên quan đến trạng thái ngân sách trong dài hạn, đã bắt đầu làm Bộ Tài chính Nhật Bản lo lắng. Vấn đề lớn là đặc điểm nhân khẩu học (đặc điểm này cũng có thể liên quan nhiều đến tình trạng tiết kiệm cao và nhu cầu đầu tư thấp của Nhật). Giống như các nước khác, Nhật Bản đã có thời kỳ bùng nổ dân số rồi sau đó lại hạn chế sinh, và đối mặt với khả năng tỷ lệ người về hưu so với người trong độ tuổi lao động tăng cao. Nhưng vấn đề của Nhật Bản rất cực đoan: dân số trong độ tuổi lao động thật sự giảm đều đặn, trong khi số người về hưu tăng rất nhanh. Và vì các công dân đã nghỉ hưu là một gánh nặng về tài chính cho chính phủ hiện nay – những người về hưu được hưởng trợ cấp và chăm sóc sức khỏe công cộng đắt tiền – nên các nguyên tắc tài chính chuẩn mực cho rằng Nhật Bản cần phải xây dựng một quỹ ủy thác đầu tư (trust fund) để đáp ứng các chi tiêu trong tương lai, để không còn phải chịu những khoản thâm hụt chưa từng có như vậy.

Năm 1997, các ý kiến về trách nhiệm tài khóa đã chiếm ưu thế, và Thủ tướng Ryutaro Hashimoto đã tăng thuế để giảm thâm hụt ngân sách. Nền kinh tế nhanh chóng lún sâu vào tình trạng suy thoái.

Và đất nước lại trở về tình trạng thâm hụt chi tiêu (deficit spending). Năm 1998, Nhật Bản đã giới thiệu một chương trình việc làm công khai mới mở rộng khắp đất nước. Nhưng giờ đây vấn đề tài khóa đã được nêu ra, và nó không thể bị loại bỏ. Các nhà đầu tư sớm nhận ra rằng Nhật Bản đang dự tính thâm hụt 10% GDP và tỷ lệ nợ của chính phủ so với GDP đã hơn 100%. Đây là những dạng con số thường gắn liền với các quốc gia Mỹ Latinh có nguy cơ lạm phát phi mã. Không ai thực sự mong đợi lạm phát phi mã xảy ra với Nhật Bản, nhưng ít nhất thì các nhà đầu tư đang dần lo lắng về sự lành mạnh trong dài hạn của nền tài chính của chính phủ. Tóm lại, cố gắng khởi động nền kinh tế với tình trạng thâm hụt chi tiêu dường như đang đạt đến giới hạn.

Vậy có còn lựa chọn nào khác không?

Nếu chi tiêu của chính phủ là một câu trả lời chuẩn mực cho một nền kinh tế bị sa lầy, thì việc vực dậy các ngân hàng là một câu trả lời khác. Một ý kiến được thừa nhận bởi đa số về cuộc Đại suy thoái là: suy thoái kéo dài quá lâu vì đợt khủng hoảng ngân hàng giai đoạn 1930-31 đã giáng những thiệt hại dài hạn lên các thị trường tín dụng. Theo ý kiến này, có những doanh nhân sẽ sẵn sàng chi tiêu nhiều hơn

nếu có thể tiếp cận tín dụng, và trên thực tế họ chính là những người đủ điều kiện đi vay. Nhưng những ngân hàng có thể cho vay ra thì hoặc đã phá sản hoặc không thể gây quỹ vì lòng tin của công chúng vào các ngân hàng đã bị lung lay. Trong trường hợp của hợp tác xã giữ trẻ, điều này chung quy là có những người sẵn sàng ra ngoài vào mùa đông và giữ trẻ vào mùa hè, nhưng họ cũng chính là những người không thể vay mượn coupon khi cần thiết.

Giờ đây, các ngân hàng Nhật Bản đã có rất nhiều nợ xấu trong những năm kinh tế bong bóng, và tình trạng đình trệ kéo dài sau đó cũng đã làm cho các khoản nợ khác xấu đi. Vì vậy, có một lý thuyết về tình trạng khủng hoảng của Nhật Bản là đất nước gặp khó khăn về thanh khoản chủ yếu do tình trạng tài chính yếu kém của các ngân hàng; vậy chỉ cần tái tổ chức các ngân hàng thì nền kinh tế sẽ hồi phục. Vào cuối năm 1998, cơ quan lập pháp của Nhật Bản đã đưa ra kế hoạch giải cứu ngân hàng trị giá 500 tỷ USD.

Còn có một lựa chọn khác cho Nhật Bản là làm mọi cách có thể để vẫn tiếp tục có được một tỷ lệ lạm phát nhẹ. Chúng ta cần giải thích thêm lựa chọn này.

Sự thật là từ rất lâu rồi các nhà kinh tế đã không nghĩ nhiều về chủ đề các “bẫy thanh khoản”. Trước khi xảy ra các vấn đề của Nhật Bản vào thập niên 1990, lần cuối cùng một nền kinh tế lớn có vẻ lâm vào khó khăn như vậy là kinh tế Mỹ vào cuối những năm 1930. Các nhà sử học kinh tế đã có xu hướng đánh giá thấp tầm quan trọng của những trải nghiệm đó bằng cách lập luận rằng nó không phải là một cái bẫy thanh khoản thật sự – rằng Fed đã có thể giải quyết việc này nếu chịu cố gắng hết sức – hoặc cho rằng chúng ta đã rơi vào bẫy chỉ vì các sai lầm về chính sách bất thường, và điều này ít có khả năng được lặp lại. Do đó khi những nét chính của “cái bẫy Nhật Bản” dần trở nên rõ ràng vào giữa thập niên 1990, về cơ bản thì các nhà kinh tế đã không có sự chuẩn bị – và nếu tôi có thể chỉ trích nghề nghiệp của mình, thì thậm chí họ cũng không quan tâm. Tôi tiếp tục lấy làm ngạc nhiên khi thấy rất ít nhà kinh tế học trên khắp thế giới nhận ra vấn đề “cái bẫy Nhật Bản” quan trọng như thế nào, cả với vai trò là một vấn đề thực tế và là một thử thách cho các học thuyết kinh tế của chúng ta.

Nhưng theo lời nhà kinh tế học vĩ đại thời nữ hoàng Victoria Alfred Marshall^[71] đã nói, “kinh tế học không phải là một chân lý cụ thể mà là một động cơ để khám phá chân lý”. Hay nếu nói theo ngôn ngữ thông dụng hơn là người ta có thể giảng dạy các mô hình cũ nhằm thực hiện các thủ thuật mới. Như chúng ta đã thấy trong câu chuyện có chỉnh sửa của tôi về hợp tác xã giữ trẻ, một mô hình được thiết kế để giải thích tại sao ngân hàng trung ương có thể khắc phục tình trạng suy thoái một cách bình thường bằng cách cắt giảm lãi suất cũng có

thể làm sáng tỏ các trường hợp mà cách khắc phục trực tiếp này không có hiệu quả. Và chúng ta đã thấy rằng câu chuyện được sửa đổi này cũng đưa ra một số cách giúp thoát khỏi bẫy thanh khoản, hay ít nhất là làm thế nào ngăn chặn việc rơi vào bẫy ngay từ đầu.

Hãy nhớ rằng vấn đề cơ bản của hợp tác xã giữ trữ là mọi người muốn tiết kiệm số điểm kiếm được từ việc giữ trữ trong mùa đông để sử dụng vào mùa hè, ngay cả với mức lãi suất 0%. Tuy nhiên, trong tổng thể, các thành viên của hợp tác xã *không thể* tiết kiệm số giờ giữ trữ trong mùa đông để sử dụng vào mùa hè, do đó các nỗ lực cá nhân để làm như vậy sẽ không đưa đến kết quả gì cả, ngoại trừ một mùa đông đình trệ.

Bất kỳ một nhà kinh tế học nào cũng nhận ra ngay câu trả lời là phải có được mức giá đúng: nói rõ hơn là số điểm kiếm được trong mùa đông sẽ bị giảm giá trị nếu được giữ đến mùa hè – ví dụ như năm giờ giữ trữ vào mùa đông sẽ giảm chỉ còn tương đương bốn giờ vào mùa hè. Điều này sẽ khuyến khích người dân sử dụng giờ giữ trữ sớm hơn, và qua đó tạo thêm nhiều việc giữ trữ khác. Bạn có thể nghĩ rằng ở đây có điều gì đó bất công, rằng nó đang tước đoạt tiền tiết kiệm của người dân. Nhưng thực tế là toàn thể hợp tác xã *không thể* tiết kiệm thời gian giữ trữ vào mùa đông để sử dụng vào mùa hè, do đó, nó thực sự bóp méo động lực của các thành viên trong chuyện cho phép họ trao đổi một giờ mùa đông với một giờ mùa hè.

Nhưng điều gì trong nền kinh tế không-giữ-trữ tương ứng với việc số lượng các coupon của chúng ta giảm đi vào mùa hè? Câu trả lời là *lạm phát*, khiến cho giá trị thực sự của tiền giảm dần theo thời gian. Hoặc nói chính xác hơn, một yếu tố có thể đưa nền kinh tế ra khỏi bẫy thanh khoản là lạm phát *kỳ vọng*, nó không khuyến khích người dân tích trữ tiền. Một khi bạn xem xét khả năng xảy ra bẫy thanh khoản một cách nghiêm túc – và trường hợp của Nhật Bản cho thấy rõ rằng chúng ta nên làm như vậy – thì chúng ta không khỏi kết luận rằng lạm phát kỳ vọng có thể là một điều tốt, vì nó giúp ta thoát khỏi khó khăn. Tôi đã giải thích các ưu điểm của lạm phát dưới hình thức câu chuyện kỳ lạ của hợp tác xã giữ trữ, nhưng bạn cũng sẽ có được kết luận tương tự từ việc ứng dụng các mô hình toán học tiêu chuẩn bất kỳ mà các nhà kinh tế học thường sử dụng để thảo luận chính sách tiền tệ. Thật vậy, từ lâu đã có ý kiến cho rằng lạm phát có thể là cần thiết để chính sách tiền tệ có thể đánh bại tình trạng suy thoái. Tuy nhiên, những người tán thành lạm phát đã phải đấu tranh với một tư duy tồn tại lâu đời là người ta luôn mong muốn giá cả ổn định, còn ủng hộ lạm phát sẽ tạo ra những động cơ sai lầm và nguy hiểm. Niềm tin vào tầm quan trọng của sự ổn định giá cả không dựa trên các mô hình kinh tế chuẩn – mà ngược lại là dựa vào lý thuyết thông thường, mà khi áp dụng vào các tình huống bất thường của Nhật Bản đã chỉ ra rằng lạm phát là

giải pháp tất yếu. Nhưng lý thuyết kinh tế truyền thống và sự hiểu biết về kinh tế truyền thống không phải lúc nào cũng giống nhau, đó là một cuộc xung đột ngày càng trở nên rõ ràng hơn khi các quốc gia phải thực hiện những chọn lựa khó khăn khi đối mặt với khủng hoảng tài chính.

Sự phục hồi của Nhật Bản

Cuối cùng thì nền kinh tế Nhật Bản đã bắt đầu cho thấy một số dấu hiệu phục hồi vào khoảng năm 2003. GDP thực tế bắt đầu tăng nhẹ hơn 2% một năm, tỷ lệ thất nghiệp giảm và tình trạng giảm phát tệ hại đang gây khó khăn cho nền kinh tế (và làm cho bất thanh khoản xấu hơn) dịu đi, mặc dù không có dấu hiệu của lạm phát thực sự. Điều gì đã giúp nền kinh tế chuyển mình?

Câu trả lời là chủ yếu nhờ vào xuất khẩu. Vào giữa thập niên này, Mỹ đã bị thâm hụt thương mại nghiêm trọng do nhập khẩu quá nhiều hàng hóa thành phẩm. Mặc dù sự gia tăng lớn nhất là nhập khẩu từ Trung Quốc và các nền kinh tế đang phát triển khác nhưng cũng có một số hàng hóa nhập từ Nhật. Ngoài ra Nhật Bản còn được hưởng lợi từ sự tăng trưởng của Trung Quốc, vì rất nhiều hàng hóa thành phẩm của Trung Quốc có chứa các thành phần nguyên vật liệu từ Nhật Bản. Thật buồn cười là sự bùng nổ nhập khẩu Mỹ là đã làm gia tăng xuất khẩu Nhật Bản, giúp nền kinh tế Nhật Bản phục hồi.

Tuy nhiên, việc Nhật Bản thoát ra khỏi khó khăn vẫn chỉ là tạm thời. Lãi suất tiền gửi không kỳ hạn tại Nhật, tương đương với lãi suất của Liên bang (lãi suất được Cục dự trữ Liên bang quy định), đã chỉ còn 0,5% tại thời điểm tôi viết quyển sách này. Điều này có nghĩa là Ngân hàng Trung ương Nhật Bản chỉ còn có thể giảm lãi suất rất ít khi đối mặt với cuộc suy thoái có vẻ đang lơ mờ hiện ra. Và nếu tình trạng suy thoái quá tồi tệ, Nhật Bản sẽ ngay lập tức lâm vào khó khăn, tức là rơi lại vào cái bẫy trước đây.

^[1] Nguyên văn “Roaring twenties”: chỉ thời kỳ phát triển sôi nổi về mọi mặt tại Bắc Mỹ và châu Âu trong thập niên 1920, ngay sau Thế chiến I.

[2]. “Tulip mania” chỉ một giai đoạn hồi thế kỷ XVII, khi hoa Tulip trở thành sự đam mê và trưng diện của tầng lớp quý tộc, một loại hàng hoá được đầu cơ tích trữ. Tất cả dân chúng Hà Lan, từ kẻ giàu đến người nghèo đều tìm cách lao vào công việc kinh doanh béo bở này. Họ thế chấp nhà cửa, cầm cố tất cả những gì mình có chỉ để có tiền kinh doanh Tulip.

[3]. Yakuza: từ thường được dùng để chỉ mafia hay các tổ chức tội phạm truyền thống ở Nhật Bản.

[4]. Tên một bộ phim kinh điển của Frank Capra năm 1946, với diễn viên chính James (Jimmie) Stewart.

[5]. Yêu cầu tăng ký quỹ (margin call): Khi giá trị tài sản thế chấp xuống thấp hơn mức ký quỹ tối thiểu, tổ chức môi giới sẽ yêu cầu nhà đầu tư phải tăng mức ký quỹ. Nếu nhà đầu tư không thực hiện yêu cầu tăng ký quỹ, tổ chức môi giới có quyền bán tài sản / chứng khoán trong tài khoản cho đến khi đạt yêu cầu.

[6]. John Maynard Keynes (5/6/1883-21/4/1946) là một nhà kinh tế học người Anh. Những ý tưởng của ông, hình thành nên Kinh tế học, có ảnh hưởng lớn tới kinh tế học hiện đại và chính trị cũng như các chính sách tài chính của nhiều chính phủ. Ông là người khai sinh kinh tế học vĩ mô hiện đại.

[7]. Alfred Marshall (26/07/1842-13/07/1924): là nhà kinh tế học người Anh và là một trong những nhà kinh tế học có ảnh hưởng sâu rộng nhất ở thời đại của mình. Tác phẩm “Các nguyên lý kinh tế” (Principles of Economics – 1890) của ông đã mang đến ý tưởng về cung cầu, thuyết hữu dụng biên và chi phí sản xuất trong một tổng thể mạch lạc. Quyển sách này đã trở thành một trong những lý thuyết về kinh tế học có ảnh hưởng lớn tại Anh trong một thời gian dài.

SỰ SỤP ĐỔ CỦA CHÂU Á

Thái Lan không thực sự là một quốc gia nhỏ bé. Dân số của Thái Lan lớn hơn cả Anh hoặc Pháp; và Bangkok là một cơn ác mộng đô thị rộng lớn với tình trạng giao thông thật tồi tệ. Mặc dù vậy, so với quy mô nền kinh tế thế giới lớn đến mức không thể hình dung nổi thì Thái Lan có quy mô kinh tế khá nhỏ bé. Mặc dù có tốc độ tăng trưởng nhanh chóng trong những năm 1980 và 1990, đó vẫn là một quốc gia nghèo khó; sức mua của cả nước cũng không lớn hơn sức mua của riêng thành phố Massachusetts. Người ta có thể nghĩ rằng các vấn đề kinh tế của Thái Lan, không giống như những vấn đề của một nền kinh tế khổng lồ như Nhật Bản, chỉ được người Thái, các nước láng giềng lân cận và các doanh nghiệp có sở hữu tài chính trực tiếp với đất nước này quan tâm mà thôi.

Nhưng sự mất giá của đồng baht Thái vào năm 1997 đã kích hoạt một cơn bão tài chính chôn vùi phần lớn châu Á. Có các câu hỏi rất quan trọng là tại sao điều đó đã xảy ra và thật sự là làm thế nào mà nó có thể xảy ra. Nhưng trước khi biết được lý do tại sao và như thế nào, chúng ta hãy xem lại câu chuyện về sự phát triển vượt bậc của Thái Lan, sự sụp đổ của nó và sự lan rộng ra khắp châu Á.

Sự phát triển vượt bậc

Thái Lan là quốc gia phát triển khá trẻ trong giai đoạn thần kỳ châu Á (Asian miracle). Từ một quốc gia chủ yếu xuất khẩu nông sản truyền thống, Thái Lan đã bắt đầu trở thành một trung tâm công nghiệp lớn chỉ trong thập niên 1980, khi các doanh nghiệp nước ngoài – đặc biệt là Nhật Bản – bắt đầu xây dựng các nhà máy tại đây. Nhưng khi nền kinh tế đã cất cánh thì sự phát triển của Thái Lan thật sự rất ấn tượng: có sự chuyển dịch người nông dân từ các công việc nhà nông

sang các công việc thành thị mới, các kết quả tốt có được nhờ làn sóng các nhà đầu tư nước ngoài đầu tiên đã khuyến khích các kết quả khác, tốc độ tăng trưởng hàng năm của Thái Lan đã là 8% hay nhiều hơn. Không lâu sau các đèn thờ nổi tiếng của Bangkok đã nép mình trong bóng râm của các tòa cao ốc văn phòng và căn hộ. Cũng như các nước láng giềng, Thái Lan đã trở thành nơi mà hàng triệu người dân bình thường đã bắt đầu chuyển từ sự nghèo khó tuyệt vọng sang ít nhất là sự khởi đầu của một cuộc sống tươi tắn, và là nơi mà một số người đã trở nên hết sức giàu có.

Cho đến đầu những năm 1990, hầu hết các khoản đầu tư gắn liền với sự tăng trưởng này xuất phát từ các khoản tiền tiết kiệm của chính người Thái. Tiền từ nước ngoài được dùng để xây dựng các nhà máy xuất khẩu lớn, còn các doanh nghiệp nhỏ hơn thì được tài trợ bởi tiền tiết kiệm của các doanh nhân địa phương, các tòa nhà văn phòng và căn hộ mới thì được tài trợ bằng tiền gửi ngân hàng của các hộ gia đình trong nước. Năm 1991, nợ nước ngoài của Thái Lan thấp hơn một chút so với lượng xuất khẩu hàng năm – không phải là một tỷ lệ không đáng kể, nhưng cũng là một tỷ lệ nằm trong các giới hạn an toàn thông thường. (Trong cùng năm đó, các khoản nợ của châu Mỹ Latinh trung bình gấp 2,7 lần xuất khẩu.)

Tuy nhiên, trong suốt những năm 1990, sự độc lập về tài chính của Thái Lan đã bắt đầu kém đi, với áp lực chủ yếu đến từ bên ngoài. Như đã mô tả ở chương 2, hướng giải quyết cuộc khủng hoảng nợ của châu Mỹ Latinh đã khiến cho các khoản đầu tư vào Thế giới thứ ba tăng trở lại. Sự sụp đổ của Hệ thống Xã hội chủ nghĩa, đi cùng với việc giảm đi các mối đe dọa công hữu tài sản thường trực, đã khiến cho việc đầu tư bên ngoài thế giới an toàn của phương Tây có vẻ ít rủi ro hơn trước đây. Vào đầu thập niên 1990, lãi suất ở các nước phát triển đặc biệt thấp vì các ngân hàng trung ương đã cố gắng đưa nền kinh tế ra khỏi tình trạng suy thoái từ từ nên nhiều nhà đầu tư bắt đầu ra nước ngoài để tìm kiếm lợi nhuận cao hơn. Có lẽ chủ yếu hơn hết là các quỹ đầu tư đã hình thành một tên gọi mới cho các quốc gia mà trước đó đã được gọi là thế giới thứ ba hoặc các nước đang phát triển: bây giờ đó là những “thị trường mới nổi” (emerging market), một khu vực có nhiều cơ hội tài chính mới.

Hàng loạt nhà đầu tư đổ vào các thị trường này. Năm 1990 dòng vốn tư nhân đổ vào các nước đang phát triển là 42 tỷ USD, và các cơ quan chính thức như Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) và Ngân hàng Thế giới (WB) đã tài trợ nhiều khoản đầu tư vào Thế giới thứ ba hơn tất cả các nhà đầu tư cá nhân cộng lại. Tuy nhiên, năm 1997, trong khi dòng vốn chính thức thực sự chậm lại thì dòng vốn tư nhân vào các nước đang phát triển đã tăng gấp năm lần, lên đến 256 tỷ USD. Lúc đầu, phần lớn số tiền này được đổ vào Châu Mỹ Latinh, đặc biệt là Mexico,

nhưng sau năm 1994 thì hình như vốn đổ vào các nền kinh tế an toàn hơn ở khu vực Đông Nam Á ngày càng tăng.

Tiền đã đi từ Tokyo hay Frankfurt đến Bangkok hoặc Djakarta như thế nào? (Hầu hết các khoản vay của châu Á đến từ Nhật Bản hoặc châu Âu – nhờ sự khôn ngoan hoặc may mắn mà các ngân hàng Mỹ chủ yếu vẫn đứng bên lề). Tiền đổ vào các nước đó để làm gì? Chúng ta hãy theo dõi tiếp.

Chúng ta hãy bắt đầu bằng một giao dịch điển hình: Một ngân hàng Nhật Bản cho một “công ty tài chính” của Thái Lan vay tiền. Công ty tài chính này vốn là một định chế có mục đích hoạt động chính là làm trung gian chu chuyển tài chính cho các quỹ nước ngoài. Vậy là công ty tài chính này có yen Nhật, và sử dụng số yen này để cho một công ty phát triển địa ốc trong nước vay với lãi suất cao hơn. Nhưng công ty phát triển địa ốc lại muốn vay baht, không phải yen, vì họ mua đất và trả tiền công nhân bằng đồng nội tệ. Do đó công ty tài chính tham gia thị trường ngoại hối để đổi yen lấy baht.

Như những thị trường khác, thị trường ngoại hối cũng được chi phối bởi quy luật cung cầu: khi nhu cầu gia tăng thì thông thường giá cũng sẽ tăng. Như vậy, nhu cầu về đồng baht của công ty tài chính sẽ có xu hướng làm cho baht tăng giá so với các đồng tiền khác. Nhưng trong suốt những năm kinh tế phát triển vượt bậc, ngân hàng trung ương Thái Lan đã được cam kết duy trì tỷ giá ổn định giữa đồng baht và USD. Để làm được điều này, Thái Lan sẽ phải đáp ứng mọi gia tăng trong nhu cầu về đồng baht bằng cách tăng nguồn cung: bán baht và mua ngoại tệ như USD hoặc yen Nhật. Do đó kết quả gián tiếp của khoản vay bằng yen ban đầu là dự trữ ngoại hối của Ngân hàng trung ương và nguồn cung tiền của Thái tăng lên. Đó cũng là một sự mở rộng tín dụng trong nền kinh tế – không chỉ mở rộng các khoản cho vay trực tiếp được các công ty tài chính cung cấp mà còn là tín dụng bổ sung của các ngân hàng nhận gửi phần baht Thái mới được tạo ra. Và vì phần lớn khoản tiền được cho vay ra cuối cùng sẽ quay về các ngân hàng dưới hình thức các khoản tiết kiệm mới, nên ngân hàng sẽ sử dụng tiền này để tài trợ cho các khoản vay mới, và cứ tiếp tục như vậy trong quy trình “đồng tiền tăng theo cấp số nhân / số nhân tiền tệ” (money multiplier) cổ điển được giảng dạy trong môn Kinh tế học cơ bản^[11]. (Mô tả của tôi về cuộc khủng hoảng ngân hàng Argentina năm 1995 là một ví dụ của quy trình tương tự, nhưng diễn biến theo chiều ngược lại).

Sau đó, vì ngày càng nhiều khoản vay từ nước ngoài đổ vào nên tín dụng được mở rộng mạnh mẽ, kích thích một làn sóng đầu tư mới. Một số khoản đầu tư nằm dưới hình thức xây dựng thật sự, chủ yếu là các tòa nhà văn phòng và căn hộ, nhưng cũng đã có nhiều khoản đầu

tư hoàn toàn mang tính đầu cơ, chủ yếu là vào bất động sản và một phần là vào chứng khoán. Đầu năm 1996, các nền kinh tế của khu vực Đông Nam Á đã bắt đầu có nhiều điểm tương đồng với “nền kinh tế bong bóng” của Nhật Bản vào cuối những năm 1980.

Tại sao các cơ quan quản lý tiền tệ không kiềm chế sự phát triển vượt bậc mang tính đầu cơ này? Câu trả lời là họ đã cố gắng nhưng không thành công. Ngân hàng trung ương của tất cả các nước châu Á đều đã cố gắng trung hòa các dòng vốn vào: khi bị buộc phải bán baht trên thị trường ngoại hối, Ngân hàng Trung ương Thái Lan đã cố gắng mua lại baht ở nơi khác bằng cách phát hành trái phiếu, thực chất là vay lại số tiền vừa in ra. Những khoản vay này làm cho lãi suất trong nước tăng lên, khiến cho việc đi vay từ nước ngoài thậm chí còn hấp dẫn hơn và thu hút càng nhiều yen và USD hơn. Nỗ lực kiềm chế đã thất bại: tín dụng vẫn tăng trưởng.

Cách duy nhất mà ngân hàng trung ương có thể làm để ngăn chặn quả bóng tiền và tín dụng không bị căng lên là không tiếp tục cố gắng cố định tỷ giá ngoại hối mà để cho đồng baht tự do tăng giá. Và đây thực sự là những gì mà những nhà phê bình chính sách ^[2] hiện nay cho rằng người Thái lẽ ra nên làm. Nhưng tại thời điểm đó đây có vẻ là một ý tưởng tồi: đồng baht mạnh hơn sẽ khiến cho hàng xuất khẩu của Thái khó cạnh tranh hơn trên thị trường thế giới (vì tiền lương và các chi phí khác sẽ cao hơn nếu tính bằng USD), và nói chung người Thái nghĩ rằng tỷ giá ổn định sẽ tốt cho việc kinh doanh, vì đất nước của họ quá nhỏ để có thể chịu đựng tỷ giá thả nổi dao động mạnh như Mỹ.

Và vì thế sự bùng nổ đã được phép diễn ra. Cuối cùng, như những gì bạn được học trong sách giáo khoa của môn kinh tế học, sự mở rộng tiền tệ và tín dụng cũng bị tự giới hạn. Đầu tư tăng rất nhanh, cùng với làn sóng chi tiêu của những nhà giàu mới nổi đã dẫn đến làn sóng nhập khẩu, trong khi nền kinh tế đang phát triển vượt bậc làm tiền lương tăng, khiến hàng xuất khẩu Thái giảm tính cạnh tranh (đặc biệt là vì Trung Quốc, một đối thủ cạnh tranh quan trọng của Thái Lan, đã phá giá đồng nội tệ vào năm 1994). Vì vậy tăng trưởng xuất khẩu chậm lại. Kết quả là một khoản thâm hụt thương mại khổng lồ. Thay vì được dùng để trợ giúp cho tiền tệ và tín dụng trong nước, các khoản vay bằng ngoại tệ lại bắt đầu được sử dụng để trả tiền hàng nhập khẩu.

Và tại sao không? Một số nhà kinh tế học đã cho rằng – cũng giống như những người ủng hộ Mexico đã lập luận vào đầu thập niên 1990 – các khoản thâm hụt thương mại của Thái Lan, Malaysia và Indonesia không phải là dấu hiệu của sự yếu kém của nền kinh tế mà là của sức mạnh kinh tế, của các thị trường đang vận hành như mong đợi. Tôi xin nhắc lại lập luận này: đứng ở góc độ chung về kế toán, một quốc

gia đang thu hút các dòng vốn đầu tư đi vào thì phải chịu thâm hụt tài khoản vãng lai với quy mô tương đương. Vì vậy, miễn là bạn nghĩ rằng các dòng vốn đầu tư đi vào khu vực Đông Nam Á có thể thật sự có hiệu quả có tính thuyết phục về mặt kinh tế, thì các nước sẽ phải có thâm hụt thương mại. Và tại sao việc thế giới đầu tư nhiều vốn vào khu vực Đông Nam Á lại không hợp lý, nếu xét về lịch sử tăng trưởng và sự ổn định kinh tế? Xét cho cùng, không phải chính phủ nào cũng chỉ tiêu lu bù: trong khi Malaysia và Indonesia đầu tư nhiều vào các dự án công cộng quy mô lớn, những gì họ nhận được lại dựa trên các nguồn thu hiện tại, và ngân sách hầu như đã được cân bằng. Do đó các khoản thâm hụt thương mại này là kết quả của những quyết định kinh doanh thuộc khu vực kinh tế tư nhân; vậy thì tại sao các quyết định này lại bị phê bình?

Tuy nhiên, ngày càng nhiều những nhà quan sát bắt đầu cảm thấy lo lắng khi thâm hụt của Thái Lan và Malaysia tăng đến 6, 7 hay 8% GDP – các dạng con số mà Mexico đã từng có trước khi xảy ra cuộc khủng hoảng tequila (đã nói đến ở chương 2). Kinh nghiệm của Mexico đã làm cho một số nhà kinh tế học nhận ra rằng các nguồn vốn quốc tế, ngay cả khi chúng là kết quả của các quyết định đúng đắn của khu vực kinh tế tư nhân, cũng không nhất thiết là đáng tin cậy. Sự đánh giá cao của các nhà đầu tư về triển vọng châu Á cũng có gì đó giống với đánh giá của họ về châu Mỹ Latinh một vài năm trước đó. Và kinh nghiệm của Mexico cũng đã cho thấy nếu xuất hiện một sự đảo chiều trong tâm lý thị trường thì tình hình đó sẽ rất nghiêm trọng và khó đối phó.

Chúng ta cũng phải chú ý nhận định rằng các khoản vay của châu Á là kết quả của những quyết định kinh doanh thuộc khu vực kinh tế tư nhân tự do không hẳn là sự thật. Khu vực Đông Nam Á, như Nhật Bản trong những năm kinh tế bong bóng, cũng đã xuất hiện vấn đề rủi ro về đạo đức, vấn đề có thể sẽ sớm bị gán cho cái tên “chủ nghĩa tư bản thân hữu”.

Chúng ta hãy trở lại trường hợp công ty tài chính của Thái Lan, định chế đã vay tiền yen gây ra toàn bộ quy trình mở rộng tín dụng. Chính xác các công ty tài chính này là gì? Thông thường, đó không phải là các ngân hàng bình thường: nếu có khách hàng tiết kiệm thì họ cũng chỉ có rất ít khách hàng lớn. Công ty đó cũng không giống các ngân hàng đầu tư phương Tây, vốn là những tổ chức có được các thông tin đặc biệt có thể giúp sử dụng vốn cho những mục đích có lợi nhất. Vậy chúng tồn tại vì lý do gì và đã làm được những gì?

Về cơ bản, câu trả lời là nhờ vào các mối quan hệ chính trị. Thật vậy, thông thường chủ sở hữu của công ty tài chính là thân nhân của một quan chức chính phủ nào đó. Vì vậy, nhận định cho rằng các quyết định vay bao nhiêu và đầu tư bao nhiêu là kết quả đánh giá của

khu vực kinh tế tư nhân, vốn không hề bị phê bình hay nghi ngờ, thật là sáo rỗng. Đúng là các khoản nợ của các công ty tài chính không cần được đảm bảo như đối với các khoản tiền gửi tại các quỹ tiết kiệm và cho vay ở Mỹ. Nhưng các ngân hàng nước ngoài cho công ty tài chính của cháu trai một bộ trưởng Thái Lan vay tiền có thể được miễn trách vì tin rằng họ an toàn hơn, rằng bộ trưởng sẽ tìm cách giải cứu công ty nếu các khoản đầu tư của nó không hiệu quả như dự kiến. Và các tổ chức cho vay nước ngoài đã đúng: khoảng chín trong mười trường hợp, các tổ chức cho vay nước ngoài tài trợ các công ty như thế đã thực sự nhận được giải cứu từ chính phủ Thái Lan khi cuộc khủng hoảng nổ ra.

Bây giờ chúng ta hãy xem xét tình huống này theo quan điểm của cháu trai ngài Bộ trưởng, chủ sở hữu công ty tài chính. Về cơ bản, ông ta có thể được vay tiền với lãi suất thấp, không nghi ngờ gì nữa. Vậy thì còn gì có thể tốt yếu hơn là lấy số tiền đó cho một người bạn vay với lãi suất cao hơn, người bạn đó vốn là công ty phát triển bất động sản mới đầu cơ vào một tòa nhà văn phòng. Việc làm này có thể tạo ra một món lời to, nhưng cũng có thể không. Nếu tất cả đều tốt đẹp thì cả hai có thể kiếm được rất nhiều tiền. Còn nếu mọi việc không diễn ra như hy vọng thì cũng không nên hoảng sợ: ngài Bộ trưởng quý hóa sẽ tìm được cách bảo vệ công ty tài chính. Phần thắng luôn thuộc về người cháu đó, chỉ có những người nộp thuế thua cuộc mà thôi.

Dù bằng hình thức này hay hình thức khác, các trò chơi tương tự cũng đã được diễn ra ở tất cả các quốc gia có thể sẽ sớm bị rơi vào khủng hoảng. Tại Indonesia, những người môi giới đóng vai trò ít quan trọng hơn: chúng ta có ví dụ về một giao dịch đáng ngờ điển hình là một ngân hàng nước ngoài cấp một khoản tín dụng trực tiếp cho một công ty được kiểm soát bởi một người thân của tổng thống (Một ví dụ hoàn hảo là khoản vay đã làm sụp đổ Quỹ đầu tư Peregrine của Hongkong, được cấp trực tiếp cho công ty taxi của con gái Suharto). Tại Hàn Quốc, những con nợ lớn chính là các ngân hàng được kiểm soát một cách hiệu quả bởi *chaebol*, các đại công ty đã thống trị nền kinh tế và chính trị quốc gia, cho đến rất gần đây. Sau đó trên toàn khu vực, các bảo lãnh ngầm ngầm của Chính phủ đã giúp cam kết tài trợ cho các khoản đầu tư vốn dĩ rủi ro hơn và ít triển vọng hơn nếu không có sự bảo lãnh đó, và điều này đã tiếp thêm hơi sức cho một quả bong bóng đầu cơ dù sao đi nữa cũng đã được bơm quá căng.

Căn cứ vào tất cả những điều này, sự phát triển của một số dạng khủng hoảng không phải là điều đáng ngạc nhiên lắm. Một số người trong chúng ta thậm chí có thể tuyên bố rằng đã dự đoán được các cuộc khủng hoảng tiền tệ từ hơn một năm trước. Nhưng đã không ai nhận ra cuộc khủng hoảng sẽ khốc liệt như thế nào.

Ngày 2 tháng 7 năm 1997

Trong suốt năm 1996 và nửa đầu 1997, cỗ máy tín dụng đã từng tạo nên sự phát triển vượt bậc của Thái Lan bắt đầu vận hành theo chiều ngược lại. Một phần là do các sự kiện bên ngoài: các thị trường của một số mặt hàng xuất khẩu của Thái Lan đã giảm sút nhẹ, sự mất giá của đồng yen Nhật đã làm ngành công nghiệp Đông Nam Á mất đi một ít tính cạnh tranh. Tuy nhiên, phần lớn là do tình trạng xảy ra khi những con bạc đang bị thua tiền cho nhà cái, một kết quả tất yếu trong dài hạn: ngày càng nhiều các khoản đầu tư mang tính chất đầu cơ đã được tài trợ, cả trực tiếp lẫn gián tiếp, bởi các khoản vay giá rẻ từ nước ngoài đã trở nên tồi tệ. Một số nhà đầu cơ vỡ nợ và một số công ty tài chính phá sản. Các tổ chức cho vay nước ngoài đã cho vay thêm tiền ngày càng miễn cưỡng hơn.

Sự mất lòng tin đã đạt đến một mức độ nhất định của quá trình tự củng cố (self-reinforcing process). Miễn là giá bất động sản và thị trường chứng khoán tăng trưởng mạnh mẽ thì thậm chí những khoản đầu tư đáng nghi vấn cũng có vẻ tốt đẹp. Khi thời kỳ phát đạt bắt đầu qua đi, thiệt hại bắt đầu tăng lên, làm giảm lòng tin và khiến cho việc cung cấp các khoản vay mới còn giảm nhiều hơn. Ngay cả trước cuộc khủng hoảng ngày 2 tháng 7, giá trị đất đai và cổ phiếu đã giảm rất sâu so với mức giá đỉnh điểm.

Sự giảm sút của các khoản vay nước ngoài cũng gây ra nhiều vấn đề cho ngân hàng trung ương. Đồng yen và USD đi vào ít hơn làm cho nhu cầu về baht trên thị trường ngoại hối giảm; trong khi đó, nhu cầu đổi baht lấy ngoại tệ để thanh toán hàng nhập khẩu vẫn tiếp tục không suy yếu. Để giữ đồng baht không bị mất giá, Ngân hàng trung ương Thái Lan đã phải thực hiện ngược lại những gì đã làm khi dòng vốn bắt đầu đi vào: ngân hàng tham gia vào thị trường để trao đổi đôla và yen lấy baht, hỗ trợ đồng nội tệ. Nhưng có một sự khác biệt quan trọng giữa việc cố gắng giữ không cho đồng nội tệ lên giá với việc nỗ lực không cho nó xuống giá là: Ngân hàng Trung ương Thái Lan có thể tăng cung baht bao nhiêu tùy thích, vì họ chỉ việc in thêm baht, nhưng Ngân hàng Trung ương Thái Lan lại không thể in USD. Như vậy khả năng giữ giá của đồng baht của ngân hàng cũng bị hạn chế. Không sớm thì muộn dự trữ ngoại hối cũng sẽ cạn kiệt.

Cách duy nhất để duy trì giá trị đồng baht là giảm lượng baht trong lưu thông, tăng lãi suất và từ đó một lần nữa làm cho việc vay ngoại tệ để tái đầu tư bằng baht hấp dẫn trở lại. Nhưng điều này đã gây ra nhiều vấn đề thuộc dạng khác. Khi cơn sốt đầu tư nổ ra, nền kinh tế Thái Lan đã phát triển chậm lại – các hoạt động xây dựng ít diễn ra hơn, nghĩa là ít việc làm hơn, thu nhập thấp hơn, có nhiều vụ sa thải trong toàn bộ nền kinh tế. Mặc dù đất nước không chính thức lâm vào

tình trạng suy thoái nhưng nền kinh tế cũng không còn duy trì phong cách quen thuộc. Việc tăng lãi suất có thể sẽ không khuyến khích đầu tư hơn nữa và có thể đẩy nền kinh tế vào một tình trạng khủng hoảng thật sự.

Phương án thay thế là thả nổi đồng nội tệ: dừng mua baht và thả nổi tỷ giá. Nhưng đây cũng là một sự lựa chọn không hấp dẫn, không chỉ vì việc phá giá đồng tiền sẽ làm tổn hại danh tiếng của chính phủ, mà còn vì rất nhiều ngân hàng, công ty tài chính và các doanh nghiệp Thái Lan khác đang vay nợ bằng USD. Nếu giá trị của USD so với baht tăng lên, nhiều tổ chức sẽ mất khả năng chi trả.

Vì vậy, chính phủ Thái Lan đã do dự. Chính phủ không sẵn sàng để cho đồng baht mất giá; cũng không sẵn sàng áp dụng các biện pháp nghiêm khắc trong nước có thể giúp ngăn chặn suy giảm dự trữ ngoại hối. Thay vào đó, chính phủ chơi trò chơi chờ đợi, hình như hy vọng rằng cuối cùng một điều gì đó sẽ xuất hiện.

Tất cả điều này đi theo một kịch bản chuẩn: đó là cách mở đầu kinh điển cho một cuộc khủng hoảng tiền tệ, một thứ mà các nhà kinh tế học thích mô hình hóa và những nhà đầu cơ thích chiêm ngời cho nó diễn ra. Khi rõ ràng rằng chính phủ không đủ khả năng xoay chuyển được nền kinh tế trong nước, thì ngày càng có nhiều khả năng là cuối cùng đồng baht được phép giảm giá. Nhưng vì điều đó chưa xảy ra nên vẫn còn thời gian để tận dụng lợi thế của sự kiện sắp tới. Miễn là tỷ giá đồng baht so với USD có vẻ ổn định, thực tế là lãi suất ở Thái Lan cao hơn ở Hoa Kỳ một ít đã khuyến khích mọi người đi vay USD và cho vay lại bằng baht. Nhưng một khi có khả năng lớn là đồng baht sẽ sớm bị phá giá thì việc khuyến khích đã đi theo cách khác, mọi người đi vay baht và mong rằng trị giá theo USD của những khoản nợ này sẽ sớm giảm xuống, và mua USD với hy vọng trị giá theo baht của các tài sản này sẽ sớm tăng lên. Các doanh nhân địa phương vay baht và thanh toán hết các khoản vay bằng USD; những người Thái giàu có thì bán chứng chỉ nợ của Chính phủ và mua trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ; và cuối cùng những không kém phần quan trọng là một số quỹ đầu cơ quốc tế lớn đã bắt đầu vay baht và chuyển đổi doanh thu sang USD.

Tất cả những hành động này bao gồm việc bán baht và mua các ngoại tệ khác, có nghĩa là chúng đòi hỏi ngân hàng trung ương thậm chí phải mua nhiều baht hơn để giữ đồng tiền không bị giảm giá, khiến cho dự trữ ngoại hối cạn kiệt nhanh hơn, càng làm củng cố thông tin rằng đồng baht sẽ bị phá giá sớm hơn. Một cuộc khủng hoảng tiền tệ kinh điển đã xuất hiện.

Bất kỳ nhà tư vấn tài chính nào cũng có thể cho bạn biết rằng một khi mọi việc đã đạt đến điểm đó thì chính phủ phải hành động một cách dứt khoát, bằng cách này hay cách khác: hoặc cam kết rõ ràng sẽ bảo vệ đồng tiền bằng mọi giá hoặc thả nổi nó. Nhưng chính phủ các

nước thường trải qua một giai đoạn rất khó khăn trong việc quyết định thực hiện theo hướng nào. Giống như nhiều chính phủ trước đây và chắc chắn sẽ còn nhiều nước khác, chính phủ Thái Lan đã chờ đợi trong khi dự trữ đang giảm đi; họ vẫn cố gắng chứng minh cho các thị trường thấy rằng các trạng thái hiện tại của quốc gia đang mạnh hơn trước đây, chính phủ còn làm cho các khoản dự trữ này có vẻ nhiều hơn thông qua “các giao dịch hoán đổi tiền tệ” (currency swap) không được thông báo rộng rãi (trên thực tế là hôm nay vay USD để sau này trả lại). Nhưng dù đôi khi áp lực có vẻ yếu đi, nó luôn luôn hồi phục như cũ. Rõ ràng là trò chơi đã kết thúc vào đầu tháng 7. Ngày 2 tháng 7, Thái Lan thả nổi đồng baht.

Cho đến thời điểm này, chưa có điều gì đáng ngạc nhiên xảy ra cả. Sự cạn kiệt của các khoản dự trữ, các giao dịch đầu cơ tấn công lên một đồng tiền rõ ràng đã suy yếu là những điều có thể đọc được từ bất kỳ cuốn sách giáo khoa kinh tế nào. Nhưng cho dù mới trải qua cuộc khủng hoảng tequila gần đây, hầu hết mọi người đều nghĩ rằng sự mất giá của đồng baht sẽ gần như kết thúc câu chuyện: Chính phủ bị bê mặt, có thể là một cú sốc khó chịu đối với một số doanh nghiệp phát triển quá nóng, nhưng đã không gây ra thảm họa nào. Chắc chắn Thái Lan không có gì giống với Mexico. Không ai có thể buộc tội nó vì đã đạt được “ổn định hóa, cải cách, và không tăng trưởng”; không có Cárdenas của Thái Lan chờ đợi ở hai bên cánh gà sân khấu để thực hiện một chương trình dân túy. Và như vậy cũng sẽ không có tình trạng suy thoái tàn phá được.

Họ đã sai.

Sự sụp đổ

Có hai câu hỏi khác nhau về tình trạng suy thoái lan khắp châu Á theo sau sự mất giá của đồng baht Thái. Câu hỏi đầu tiên thuộc về cơ chế: Cuộc khủng hoảng này đã xảy ra như thế nào? Tại sao chỉ một sự mất giá của một nền kinh tế nhỏ lại có thể gây ra một sự sụp đổ trong đầu tư và sản lượng trong cả một khu vực rộng lớn? Câu hỏi thứ hai chi tiết hơn là tại sao các chính phủ đã không, hay có lẽ là đã không thể, ngăn chặn thảm họa này? Điều gì đã xảy ra với chính sách kinh tế vĩ mô?

Chúng ta cần có thời gian để trả lời câu hỏi thứ hai, ít nhất một phần vì nó là một vấn đề bất đồng nghiêm trọng giữa những con người có hiểu biết. Do đó chúng ta sẽ bàn đến vấn đề đó ở chương kế tiếp, còn bây giờ chỉ cần cố gắng miêu tả những gì đã xảy ra.

Khi mọi việc tốt đẹp thì việc một đồng tiền được phép giảm giá cũng không dẫn đến một điều gì khủng khiếp. Khi Anh không còn bảo hộ đồng bảng vào năm 1992, bảng đã xuống giá khoảng 15% và sau

đó ổn định: các nhà đầu tư chỉ ra rằng tình hình xấu nhất đã qua, rằng đồng tiền có giá trị thấp hơn sẽ giúp đẩy mạnh xuất khẩu và do đó đất nước sẽ trở thành một nơi đầu tư tốt hơn trước đây. Các tính toán thông thường cho thấy đồng baht sẽ phải giảm giá khoảng 15% để giúp cho ngành công nghiệp Thái có chi phí cạnh tranh một lần nữa, do đó, dường như có khả năng xảy ra một sự phá giá đáng kể. Nhưng thay vì vậy, đồng tiền đã rơi tự do: tỷ giá USD so với baht đã tăng 50% trong vài tháng sau đó, và đã có thể tăng nhiều hơn nữa nếu Thái Lan không tăng lãi suất một cách mạnh mẽ.

Vậy tại sao đồng baht đã lại giảm giá mạnh như vậy? Câu trả lời ngắn gọn là do “sự hoảng loạn”. Nhưng có rất nhiều sự hoảng loạn, vậy đâu là nguyên nhân?

Đôi khi sự hoảng loạn chỉ là sự hoảng loạn: đó là một phản ứng phi lý của các nhà đầu tư và không được lý giải bởi các thông tin thực tế. Chúng ta có thể lấy ví dụ là đợt giảm nhẹ của đồng USD năm 1981, sau khi một tay súng loạn trí ám sát Tổng thống Ronald Reagan. Đó là một sự kiện gây sững sốt; nhưng ngay cả nếu Reagan chết trong vụ ám sát đó, sự ổn định của chính phủ Hoa Kỳ và tính liên tục của chính sách quốc gia cũng hầu như không bị ảnh hưởng. Những ai đã giữ bình tĩnh và không tháo chạy khỏi đồng USD đã được tưởng thưởng nhờ những cái đầu lạnh.

Tuy nhiên, trong kinh tế học, điều quan trọng hơn nhiều là khi sự hoảng loạn tự biến thành sự thật ^[3]: dù bất kể điều gì đã khởi động nó thì chính bản thân tình trạng hoảng loạn sẽ khiến người ta cảm thấy hoảng loạn là một hành vi hợp lý! Một ví dụ kinh điển là sự sụp đổ của ngân hàng: khi tất cả khách hàng tiết kiệm của ngân hàng cố gắng rút tiền cùng một lúc, ngân hàng buộc phải bán các tài sản với giá quá thấp, khiến cho ngân hàng phá sản; những khách hàng không hoảng loạn cuối cùng lại có kết quả xấu hơn những ai đã hoảng loạn.

Và thực sự đã có một số vụ sụp đổ ngân hàng tại Thái Lan, thậm chí tại Indonesia còn nhiều hơn. Nhưng nếu chỉ tập trung vào những vụ sụp đổ này thì chúng ta đã nhìn nhận vấn đề không được sâu sắc. Những gì thật sự đã xảy ra là một quá trình khép kín – một vòng luẩn quẩn của sự tồi tệ về tài chính và sự suy giảm lòng tin, trong đó những vụ sụp đổ ngân hàng chỉ là một khía cạnh.

Hình vẽ dưới đây minh họa quá trình này dưới dạng biểu đồ, xảy ra ở một số nền kinh tế châu Á phải gánh chịu khủng hoảng. Bạn có thể bắt đầu từ bất kỳ chỗ nào trong vòng tròn – ví dụ như với sự suy giảm lòng tin vào đồng tiền và nền kinh tế Thái Lan. Sự suy giảm lòng tin này có thể khiến cho các nhà đầu tư, cả trong nước và nước ngoài, muốn đưa tiền ra khỏi đất nước. Nếu những yếu tố khác không đổi, điều này sẽ làm cho đồng baht giảm giá trị. Vì Ngân hàng Trung ương

Thái Lan không còn có thể hỗ trợ thêm giá trị của đồng nội tệ bằng cách mua vào trên thị trường ngoại hối (vì ngân hàng không còn USD hoặc yen để bán ra nữa), nên cách duy nhất mà ngân hàng trung ương có thể thực hiện để hạn chế sự giảm giá của đồng tiền là tăng lãi suất và đưa baht ra khỏi lưu thông. Thật không may, cả việc giảm giá đồng tiền và tăng lãi suất đều gây nên các vấn đề tài chính cho các doanh nghiệp, bao gồm cả các định chế tài chính và các công ty khác. Một mặt là vì nhiều công ty vay nợ bằng USD, đột nhiên trở nên phiền toái hơn vì cần nhiều baht hơn để đổi lấy một USD, mặt khác là nhiều công ty cũng có nợ bằng baht, sẽ gặp gánh nặng nợ lớn hơn vì lãi suất tăng. Sự kết hợp của lãi suất cao và bảng cân đối kế toán có vấn đề cùng với một hệ thống ngân hàng thường tự thấy không thể cho vay ra, ngay cả các khoản vay an toàn nhất, có nghĩa là các công ty đã phải cắt giảm chi tiêu, gây ra tình trạng suy thoái, và đến lượt nó, tình trạng suy thoái lại hàm ý là sẽ còn có các tin tức xấu hơn cho lợi nhuận và bảng cân đối kế toán. Chắc chắn tất cả tin tức xấu này của nền kinh tế đã làm lòng tin tiếp tục suy giảm và nền kinh tế lâm vào tình trạng suy thoái.

Bỏ qua một bên tất cả các chi tiết phức tạp (vẫn đang được các nhà nghiên cứu tiếp tục quan tâm tìm hiểu) thì câu chuyện này có vẻ khá dễ hiểu – đặc biệt là vì đã điều tương tự xảy ra tại Mexico năm 1995. Vậy tại sao các ảnh hưởng thảm hại của việc đồng baht mất giá lại xuất hiện thật bất ngờ? Câu trả lời cơ bản là trong khi nhiều nhà kinh tế học đã nhận thức được các yếu tố của câu chuyện này – tất cả mọi người đều hiểu rằng các phản hồi từ lòng tin đến các thị trường tài chính, đến nền kinh tế thực sự và tác động trở lại lại lòng tin đã tồn tại trên nguyên tắc – không ai biết được quy trình phản hồi trong thực tế sẽ có thể mạnh mẽ như thế nào. Và kết quả là không ai nhận ra lý luận vòng tròn khủng hoảng có thể dễ bùng nổ như thế nào.

Đây là một ví dụ tương tự. Đặt một cái micro trong thính phòng sẽ luôn tạo ra một vòng phản âm: âm thanh được micro thu vào được khuếch đại qua loa; âm thanh đi ra từ loa được micro hút vào; và cứ tiếp tục như vậy. Tuy nhiên, miễn là căn phòng không vang và mức khuếch đại không quá cao thì đây là một quy trình “cản lại” (damped) và không tạo ra vấn đề. Tuy nhiên, nếu bạn điều chỉnh một chút thì quá trình sẽ bùng nổ: mọi âm thanh đều được hút vào, khuếch đại, thu vào một lần nữa, và đột nhiên có một tiếng rít chói tai. Nói cách khác, vấn đề không phải chỉ là thực tế định tính của thông tin phản hồi mà còn là sức mạnh định lượng. Điều làm tất cả mọi người ngạc nhiên là trong thực tế như trong ví dụ trên, mức khuếch đại đã được điều chỉnh quá cao.

Thật vậy, ngay cả bây giờ vẫn có rất nhiều người thấy khó tin rằng nền kinh tế thị trường có thể thực sự không ổn định đến như vậy, rằng

những phản hồi được minh họa trong biểu đồ có thể thực sự đủ mạnh để làm bùng nổ một cuộc khủng hoảng. Nhưng đúng là như vậy – như chúng ta có thể thấy bằng cách theo dõi cách mà cuộc khủng hoảng lan rộng.

Sự lây lan

Có thể có một lý do chính đáng cho việc các cuộc họp quan trọng về tài chính quốc tế, đặc biệt là về việc kiểm soát khủng hoảng trên thế giới, lại có xu hướng diễn ra tại các khu nghỉ mát ở đồng quê – tại sao hệ thống tiền tệ sau chiến tranh đã được quyết định tại khách sạn Mount Washington ở Bretton Woods, tại sao nhiều bộ trưởng tài chính của thế giới và ngân hàng trung ương mỗi mùa hè lại tập trung tại nhà nghỉ Jackson Lake ở Wyoming. Có lẽ khung cảnh thiên nhiên giúp những con người quan trọng đó cách xa các vấn đề của cuộc sống hàng ngày và ít nhất là sẽ tập trung vào các vấn đề lớn hơn trong một thời gian ngắn. Dù là trường hợp nào đi nữa thì vào đầu tháng 10 năm 1997 – khi cuộc khủng hoảng châu Á đã đang diễn ra, những tính nghiêm trọng vẫn chưa rõ ràng lắm – thì một số giám đốc ngân hàng, quan chức chính phủ và các nhà kinh tế học đã cùng đổ về Woodstock, Vermont để đánh giá tình hình.

Khi đó khá rõ ràng rằng Thái Lan đã vướng sâu vào khó khăn, đồng nội tệ của láng giềng Malaysia cũng đã bị ảnh hưởng xấu và đồng rupiah Indonesia đã mất giá khoảng 30%. Quan điểm chung của mọi người là Thái Lan đã tự mang khó khăn vào mình, và đã có một chút thông cảm cho Malaysia. Vài năm trước đây, Malaysia cũng thâm hụt tài khoản vãng lai trầm trọng như Thái Lan và thủ tướng Malaysia rõ ràng đã khiến mọi việc tồi tệ hơn khi lên án các nhà đầu cơ xấu xa. Nhưng tất cả mọi người đều đồng ý rằng trong khi Indonesia đã đứng khi để cho đồng tiền trượt dốc, thật vậy, có rất nhiều lời khen ngợi đối với cách quản lý kinh tế của Indonesia, thì sự mất giá của đồng rupiah lại không thật sự hợp lý. Xét cho cùng, thâm hụt tài khoản vãng lai của Indonesia không chiếm tỷ trọng đáng kể so với GDP như các nước láng giềng. Thâm hụt của Indonesia ít hơn 4% GDP, thật sự còn nhỏ hơn thâm hụt của Úc. Nền tảng các mặt hàng xuất khẩu cơ bản của quốc gia – một phần là nguyên vật liệu, một phần là sản xuất cần nhiều nhân công – trông có vẻ vững chắc, và nhìn chung về cơ bản thì nền kinh tế có vẻ đang ở tình trạng tốt.

Chỉ trong vòng ba tháng, Indonesia đã lâm vào tình trạng thậm chí còn tồi tệ hơn các nước Đông Nam Á khác: thực sự là đất nước này đang phải gánh chịu một trong những cuộc khủng hoảng kinh tế tồi tệ nhất trong lịch sử thế giới. Và cuộc khủng hoảng đã lan rộng không chỉ khắp khu vực Đông Nam Á, mà còn lan đến Hàn Quốc, một nền

kinh tế cách khá xa khu vực này về địa lý, đồng thời có GDP gấp hai lần so với Indonesia và ba lần so với Thái Lan.

Đôi khi cũng có các lý do hợp lý giải thích cho sự lây lan ảnh hưởng xấu về kinh tế. Từ xưa đã có câu nói vui là khi Mỹ hắt hơi, Canada sẽ cảm lạnh – không nghi ngờ gì nữa, khi đa phần sản phẩm của Canada được tiêu thụ trong các thị trường của người láng giềng khổng lồ ở phía Nam. Và giữa các nền kinh tế châu Á đang lâm vào khó khăn cũng có một số liên kết trực tiếp: Thái Lan là thị trường cho các sản phẩm của Malaysia và ngược lại. Ngoài ra lực kéo các nền kinh tế cùng nhau rơi vào tình trạng khó khăn còn có thể là do xu hướng bán các sản phẩm tương tự cho bên thứ ba của các nền kinh tế châu Á: khi Thái Lan phá giá đồng baht, quần áo xuất khẩu sang phương Tây của người Thái trở nên rẻ hơn, và do đó làm giảm lợi nhuận biên của các doanh nghiệp Indonesia sản xuất cùng loại sản phẩm.

Nhưng tất cả các số liệu ước tính về sự lây lan trực tiếp trên “thị trường hàng hóa” này giữa các nền kinh tế khủng hoảng cho thấy rằng đó không thể là một yếu tố chính khiến cho tình trạng này lan rộng. Cụ thể thì vai trò của Thái Lan dù với vai trò là thị trường hay là đối thủ cạnh tranh của Hàn Quốc cũng đều ít ảnh hưởng đến nền kinh tế Hàn Quốc vốn lớn hơn nhiều.

Một lý do có sức thuyết phục mạnh mẽ hơn khiến cho ảnh hưởng xấu về kinh tế lan rộng ít nhiều chính là sự liên kết tài chính trực tiếp giữa các quốc gia. Không phải vì các công ty Thái Lan là những nhà đầu tư lớn ở Hàn Quốc, hay doanh nghiệp Hàn Quốc là nhà đầu tư lớn ở Thái Lan, mà các dòng tiền đi vào khu vực thường được chuyển thông qua “các quỹ thị trường mới nổi” (emerging market funds) đã kết nối tất cả các quốc gia với nhau. Khi có tin xấu ở Thái Lan, tiền chạy ra khỏi các quỹ này và từ đó ra khỏi tất cả các quốc gia trong khu vực.

Tuy nhiên, điều thậm chí còn quan trọng hơn cơ chế liên kết này là cách mà các nhà đầu tư liên tưởng trong đầu về mối liên kết giữa các nền kinh tế châu Á. Sự khao khát của các nhà đầu tư đối với khu vực này đã được nuôi dưỡng bởi nhận thức về một “sự thần kỳ châu Á” chung cho nhiều quốc gia. Khi cuối cùng nền kinh tế của một quốc gia cho thấy không có gì thần kỳ cả thì lòng tin vào tất cả các quốc gia khác cũng bị lung lay. Những con người khôn ngoan tại Woodstock có thể đã cho rằng Indonesia khá khác biệt với Thái Lan, nhưng những người đang đầu tư thì ít chắc chắn hơn về điều đó và bắt đầu rút lại vốn đầu tư để tránh rủi ro.

Và chúng ta đều đã thấy rằng cho dù giữa tất cả các nền kinh tế có sự khác biệt như thế nào thì vẫn có một điểm chung là tính nhạy cảm đối với sự hoảng loạn tự biến thành sự thật. Những con người khôn ngoan ở Woodstock đã nhận định sai về Indonesia, và các nhà đầu tư

yếu bóng vía đã đúng; đây không phải là vì những con người khôn ngoan đó đã đánh giá sai ưu điểm của Indonesia mà là vì họ đã đánh giá thấp tính dễ tổn thương của nó. Tại Malaysia, Indonesia, Hàn Quốc, cũng như Thái Lan, việc mất lòng tin vào thị trường đã khởi đầu vòng luẩn quẩn của sự sụp đổ tài chính và kinh tế. Vấn đề không nằm ở chỗ các nền kinh tế này chỉ được liên kết một cách vừa phải với dòng chảy thực thể của hàng hóa. Thực tế là chúng được kết nối trong tâm tưởng của nhà đầu tư, vốn là những người xem các vấn đề khó khăn của một nền kinh tế châu Á là thông tin xấu cho cả các nền kinh tế khác, và khi một nền kinh tế rơi vào tình trạng dễ bị tổn thương do sự hoảng loạn tự biến thành sự thật thì chính việc tin vào điều đó đã khiến cho nó trở nên như vậy.

Tại sao là châu Á? Tại sao lại vào năm 1997?

Tại sao châu Á lại trải qua một cuộc khủng hoảng kinh tế tồi tệ và tại sao lại bắt đầu vào năm 1997? Như Bill Clinton đã nói, câu trả lời phụ thuộc vào việc bạn có ý gì khi dùng từ “tại sao”. Có thể bạn đang hỏi về các sự kiện dồn dập cụ thể, hoặc quan trọng hơn là có thể bạn đang hỏi về nguồn gốc của việc châu Á dễ bị tổn thương bất thường như vậy.

Nếu bạn khẳng định cho rằng sự bắt đầu của cuộc khủng hoảng châu Á là từ một sự kiện cụ thể nào đó, thì sẽ có đến một danh sách các mối hoài nghi thông thường. Thứ nhất là tỷ giá giữa đồng yen và USD: giữa năm 1995 và 1997, giá đồng yen lúc đó đang cao ngất trời một cách khá khó hiểu đã rơi xuống mặt đất trở lại. Vì hầu hết các đồng tiền châu Á không ít thì nhiều đều được neo với USD, nên hàng hóa xuất khẩu của họ có vẻ đắt hơn ở các thị trường Nhật Bản và trong cuộc cạnh tranh với các sản phẩm của Nhật Bản ở khắp nơi, khiến xuất khẩu chậm lại. Tương tự, sự phá giá đồng nhân dân tệ của Trung Quốc năm 1994 và sự cạnh tranh ngày càng gay gắt từ nguồn lao động giá rẻ của Trung Quốc cũng khiến cho xuất khẩu của Thái Lan và Malaysia cũng giảm mạnh. Và đã có một cuộc khủng hoảng trên toàn thế giới trong nhu cầu về sản phẩm điện tử nói chung và hàng bán dẫn nói riêng, lĩnh vực mà các nền kinh tế châu Á có xu hướng chuyên môn hóa.

Nhưng trước đó châu Á cũng đã vượt qua nhiều cú sốc lớn hơn. Ví dụ như sự sụp đổ của giá dầu năm 1985 là một cú đánh mạnh mẽ vào quốc gia xuất khẩu dầu mỏ Indonesia, nhưng nền kinh tế vẫn tăng trưởng ngay cả trong giai đoạn có những thông tin xấu. Cuộc suy thoái năm 1990-1991, không quá khốc liệt nhưng cũng ảnh hưởng nhiều đến các ngành công nghiệp, đã làm giảm nhu cầu về hàng xuất khẩu

của châu Á, nhưng đã không làm chậm sức bật của khu vực này chút nào. Vì vậy, vấn đề quan trọng là “Điều gì của châu Á (hay có lẽ là thế giới) đã thay đổi làm cho các mẩu tin xấu như thế này đã kích hoạt được một cơn bão kinh tế?”

Một số người châu Á, đặc biệt là Thủ tướng Mahathir của Malaysia, đã có câu trả lời sẵn sàng: âm mưu. Thật vậy, ông Mahathir lập luận rằng không chỉ sự hoảng loạn ở châu Á được sắp đặt một cách cố ý bởi những nhà điều hành tài chính lớn như George Soros mà còn vì bản thân Soros đang hành động theo chỉ đạo của chính phủ Hoa Kỳ, vốn muốn giảm quy mô ảnh hưởng của các nước châu Á kiên định. Thời gian trôi qua, luận điệu chỉ trích của Mahathir đối với các quỹ đầu cơ bắt đầu càng lúc càng có lý hơn khi ông ấy bắt đầu nêu ra những giải thích này. Thật vậy, giờ đây vai trò của các quỹ đầu cơ có vẻ quan trọng đủ để được xếp trọn một chương trong quyển sách này (Chương 6). Nhưng vai trò đó chỉ bắt đầu quan trọng chủ yếu là vào năm 1998 (và vào thời điểm đó, tình cờ các hoạt động của Soros và các quỹ khác đối lập rất lớn với các mong muốn của chính sách Hoa Kỳ); còn để giải thích nguyên do của cuộc khủng hoảng bắt đầu như thế nào thì có lẽ lý thuyết âm mưu không phù hợp.

Mặt khác, nhiều người phương Tây đã chuyển câu chuyện sự sụp đổ của châu Á thành một vở kịch về đạo đức, trong đó các nền kinh tế nhận lấy các hình phạt không thể tránh được do sai lầm của chủ nghĩa tư bản thân hữu. Sau thảm họa đó, tất cả mọi người đã có một câu chuyện về sự quá độ và tham nhũng của khu vực này – về các công ty tài chính, về các kế hoạch quy mô lớn của Malaysia cho một “hành lang công nghệ” (technology corridor), về tài sản của gia đình Suharto, về sự đa dạng kỳ lạ của các tập đoàn Hàn Quốc (bạn đã bao giờ nghe câu chuyện về một công ty sản xuất đồ lót đã mua một khu nghỉ mát trượt tuyết và cuối cùng phải bán nó cho Michael Jackson chưa?). Nhưng có ít nhất là hai vấn đề ở vở kịch về đạo đức này.

Trước tiên, trong khi chủ nghĩa thân hữu và nạn tham nhũng là rất thực tế tại châu Á thì chúng lại không có gì mới mẻ. Các đại công ty Hàn Quốc (chaebol) chủ yếu là các công ty gia đình được nguy trang như những tập đoàn hiện đại, với các chủ nhân đã quen được biệt đãi trong nhiều thập kỷ qua, được ưu đãi tiếp cận tín dụng, được cấp giấy phép nhập khẩu, được chính phủ trợ cấp. Và đó là những thập kỷ của sự tăng trưởng kinh tế mang tính đầu cơ. Đó không phải là một hệ thống tốt theo các tiêu chuẩn phương Tây nhưng nó đã hoạt động rất tốt trong ba mươi lăm năm. Ở mức độ thấp hơn, điều tương tự cũng có thể đúng với tất cả các quốc gia lâm vào cuộc khủng hoảng. Vậy tại sao sai lầm của họ chỉ trở nên mang tính quyết định vào năm 1997?

Và còn một điểm có liên quan nữa: nếu cuộc khủng hoảng là hình phạt cho sai lầm của các nền kinh tế châu Á, vậy tại sao các nền kinh

tế không có gì tương đồng trên con đường phát triển lại “đâm đầu vào tường” cùng một lúc? Hàn Quốc năm 1997 gần như đạt mức một quốc gia phát triển, với thu nhập bình quân đầu người có thể so sánh với thu nhập của các nước Nam Âu, trong khi Indonesia vẫn còn là một quốc gia rất nghèo, nơi sự phát triển có thể được tính dưới dạng một người có thể tiêu thụ bao nhiêu calo trong một ngày. Làm thế nào mà cặp đôi không cân xứng đó có thể đồng thời lâm vào khủng hoảng?

Ít ra, câu trả lời duy nhất mà tôi cho là hợp lý là cuộc khủng hoảng không (hoặc không chủ yếu) là hình phạt cho những sai lầm. Các nền kinh tế này có những nhược điểm thật sự, nhưng nhược điểm chính là tính dễ tổn thương đối với sự hoảng loạn tự biến thành sự thật (self-fulfilling panic).

Chúng ta quay lại các vụ sụp đổ ngân hàng: Năm 1931, khoảng một nửa số ngân hàng ở Hoa Kỳ sụp đổ. Các ngân hàng này không hoàn toàn giống nhau. Một số ngân hàng đã được điều hành một cách tệ hại, một số chấp nhận quá nhiều rủi ro, cho dù họ vẫn biết những gì xảy ra trước năm 1929; một số ngân hàng khác hoạt động khá hợp lý, thậm chí còn được kiểm soát một cách thận trọng. Nhưng khi sự hoảng loạn lan rộng khắp nơi, người gửi tiền ở mọi nơi đều muốn rút tiền ngay lập tức thì không còn điều gì có ý nghĩa phân biệt hai loại ngân hàng nói trên nữa: chỉ có các ngân hàng vô cùng thận trọng, còn giữ được đa số tiền gửi của khách hàng dưới dạng tiền mặt là tồn tại được. Tương tự, Thái Lan đã có một nền kinh tế bị kiểm soát một cách tồi tệ; Thái Lan đã mượn nợ quá nhiều và đầu tư vào các dự án rất đáng ngờ. Indonesia,

dù liên quan đến các vụ tham nhũng nhưng đã ít đáng trách hơn, và đã thật sự sở hữu các ưu điểm mà những con người khôn ngoan đã hình dung ra, nhưng trong cuộc hoảng loạn thì những sự khác biệt này không có ý nghĩa gì cả.

Liệu các nền kinh tế châu Á có dễ bị tổn thương trong cuộc hoảng loạn tài chính năm 1997 hơn trước đây hay không, ví dụ như năm hay mười năm trước? Có, chắc chắn là như vậy – nhưng không phải vì chủ nghĩa tư bản thân hữu, hay thực sự là những gì thường được xem là các chính sách sai lầm của chính phủ. Thay vào đó, các nền kinh tế đó đã một phần trở nên dễ bị tổn thương hơn vì họ đã mở cửa các thị trường tài chính – vì trên thực tế các nước này đã trở thành những nền kinh tế thị trường tự do có mức độ “mở” cao hơn trước. Và các nước cũng dễ bị tổn thương hơn vì đã tận dụng lợi thế là được các tổ chức cho vay quốc tế biết đến nhiều hơn để vay những khoản nợ đáng kể từ thế giới bên ngoài. Những khoản nợ này đẩy mạnh phản ứng từ chỗ mất lòng tin sang sụp đổ tài chính và ngược lại một lần nữa, khiến cho vòng luẩn quẩn của cuộc khủng hoảng trở nên khắc nghiệt hơn.

Không phải do tiền được chi tiêu không đúng; có một số khoản đúng còn một số khoản thì không; mà là vì các khoản nợ mới bằng USD chứ không giống những khoản vay cũ – và người ta thấy rằng điều đó sẽ hủy hoại nền kinh tế.

Lời kết: Argentina, năm 2002

Argentina không phải là một quốc gia châu Á. Nhưng Argentina đã trải qua một cuộc khủng hoảng theo kiểu châu Á vào năm 2002, cuộc khủng hoảng đã đưa ra một minh chứng đau lòng nhưng rất rõ ràng về việc các chính sách kinh tế được ca tụng có thể đưa một dân tộc vào thảm họa như thế nào.

Tôi đã thảo luận về lịch sử tiền tệ của Argentina trong Chương 2. Sau nhiều thế hệ vô trách nhiệm trong việc sử dụng và lạm dụng việc in tiền, năm 1991, Chính phủ Argentina đã cố gắng đặt dấu chấm hết cho tất cả những điều này bằng cách thiết lập một chế độ “tỷ giá chuẩn” (currency board) được cho là tạo ra một liên kết cố định giữa đồng peso Argentina và đôla Mỹ. Mỗi peso trong lưu thông được cho là được dự trữ bằng một USD, không có ngoại lệ. Và người ta hy vọng rằng sự ổn định tiền tệ này sẽ đảm bảo cho sự thịnh vượng tiếp diễn của nền kinh tế.

Như chúng ta đã thấy trong Chương 2, Argentina đã gần như chạm vào thảm họa vào năm 1995, khi những hệ quả không tốt từ cuộc khủng hoảng Mexico khiến hệ thống ngân hàng sụp đổ. Nhưng khi cuộc khủng hoảng đó dịu dần thì lòng tin cũng trở lại. Các nhà quan sát nước ngoài tiếp tục tán dương tới tấp nền kinh tế Argentina và các nhà quản lý, và nguồn vốn nước ngoài lại chảy vào, phần lớn là dưới hình thức các khoản vay bằng USD cho các doanh nghiệp và cá nhân Argentina.

Vào cuối những năm 1990, tất cả bắt đầu đi sai đường.

Ban đầu, vấn đề là do sự cứng nhắc của hệ thống tỷ giá, trong đó một peso tương đương với một đôla Mỹ. Đây có thể không phải là một vấn đề lớn nếu Argentina, cũng như Mexico, có nhiều giao dịch thương mại với Hoa Kỳ. Nhưng bạn hãy xem bản đồ: Argentina không gần với Hoa Kỳ như với châu Âu, và thực tế là Argentina giao dịch thương mại với Liên minh châu Âu và nước láng giềng Brazil nhiều hơn là với Hoa Kỳ. Và hệ thống tiền tệ của Argentina đã *không* đảm bảo tỷ giá ổn định so với đồng euro hay đồng *real* của Brazil. Trái lại, hệ thống thực sự có xu hướng gây ra những sự biến động vô cơ cho tỷ giá ngoại hối và vị thế thương mại của Argentina. Ví dụ như nếu đồng USD tăng giá so với euro, vì bất kỳ lý do gì, thì tác động là giá cả hàng hóa xuất khẩu của Argentina trở nên quá đắt đỏ nên các thị trường châu Âu không thể mua nổi.

Và đó chính là những gì đã xảy ra với Argentina bắt đầu từ cuối những năm 1990. Một mặt là đồng USD tăng giá quá cao so với euro – với một euro chỉ bằng 0,85 USD so với giá 1,26 USD tại thời điểm tôi viết quyển sách này. Mặt khác, Brazil, bị ảnh hưởng xấu từ cuộc khủng hoảng tài chính của Nga (xem Chương 6), đã phá giá đồng real một cách mạnh mẽ. Hiệu ứng kết hợp của những thay đổi tỷ giá này là xuất khẩu của Argentina không còn tính cạnh tranh như trước, đẩy đất nước vào tình trạng suy thoái.

Khi nền kinh tế Argentina lâm vào khủng hoảng, các nhà đầu tư nước ngoài đã mất niềm tin. Dòng chảy vốn đầu tư đi vào quốc gia đang đảo ngược, tạo ra một đợt tháo chạy tín dụng. Và năm 1995, việc mất đi các quỹ đầu tư nước ngoài cũng gây ra một cuộc khủng hoảng ngân hàng.

Các quan chức Argentina đã cố gắng kiềm chế cuộc khủng hoảng đang lớn dần lên bằng những biện pháp liều lĩnh. Họ cắt giảm chi tiêu khiến tình trạng suy thoái tồi tệ hơn, với hy vọng giành lại được sự tin tưởng của các nhà đầu tư ở nước ngoài. Họ giới hạn các khoản rút tiền từ các ngân hàng, một biện pháp kích động những cuộc biểu tình giận dữ với các bà nội trợ khua lọ và chảo âm ỉ diễn ra bên ngoài dinh tổng thống. Dường như không có hiệu quả gì. Và vào cuối năm 2001, chính phủ đã tự nhận thấy không thể duy trì tỷ giá một peso ăn một đôla Mỹ. Giá trị của đồng peso Argentina giảm xuống một cách nhanh chóng từ một đôla xuống còn khoảng ba mươi xu.

Các kết quả bước đầu của việc mất giá đồng tiền thật khủng khiếp, giống như các đợt phá giá tiền tệ ở châu Á. Vì nhiều doanh nghiệp và cá nhân Argentina có các khoản vay bằng USD, việc tăng giá trị đồng USD so với peso đã gây một hiệu ứng xấu lên các bảng cân đối kế toán, trong nhiều trường hợp các doanh nghiệp đã bị phá sản. Nền kinh tế lại tê liệt: GDP thực tế giảm 11% trong năm 2002, sau khi giảm 4% vào năm 2001. Nhìn chung, quy mô của nền kinh tế Argentina đã giảm 18% từ năm 1998 đến năm 2002, một quy mô rút gọn của cuộc Đại suy thoái.

Trong năm năm tiếp theo, Argentina đã phục hồi mạnh mẽ, nhờ một thỏa thuận trong đó chính phủ chỉ trả khoảng ba mươi xu cho mỗi USD nợ nước ngoài. (Một trong các tiêu đề yêu thích nhất từ trước đến giờ của tôi, trong một báo cáo của Reuters về việc thương lượng nợ, đã ghi lại rằng “Argentina nói với các quốc gia chủ nợ: Vậy hãy kiện chúng tôi đi”). Nhưng kinh nghiệm đó thật đáng sợ. Và khi quyển sách này được đưa đi in, Argentina lại lâm vào khủng hoảng một lần nữa.

Câu hỏi đáng quan tâm hơn

Hầu hết các nhà bình luận về cuộc khủng hoảng châu Á đều có thể tìm thấy một số chi tiết cần tranh cãi về nhận định trong chương này. Một số người sẽ cho rằng thiệt hại gây ra là do các khoản cho vay có vấn đề rủi ro về đạo đức nhiều hơn tôi đã đề cập. Ngược lại, một số người sẽ tranh luận rằng các nền kinh tế thật sự đã trong tình trạng rất tốt, và rằng cuộc khủng hoảng là hoàn toàn vô cớ. Cơ chế đặc biệt của cuộc khủng hoảng – vai trò tương ứng của những vụ sụp đổ ngân hàng, giá bất động sản, tỷ giá ngoại hối, lãi suất, và nhiều điều khác nữa – sẽ là chủ đề của nhiều cuộc tranh luận âm ỉ trong nhiều năm, và có thể là nhiều thập kỷ sắp tới. Tuy nhiên, theo cảm nhận chung, tôi tin rằng các nhận định của tôi sẽ được chấp nhận rộng rãi.

Cuộc tranh luận thật sự lại liên quan đến chính sách, đó là một cuộc tranh luận nóng bỏng và thường mang tính cá nhân, vì những người chỉ trích cách xử lý khủng hoảng cũng chỉ trích những người xử lý nó. Tại sao các chính phủ không thể hành động nhiều hơn để hạn chế thiệt hại?

^[1] Kinh tế học cơ bản (Econ 101): Hầu hết các khoa của trường đại học Mỹ đều có một môn học được đánh số “101” là môn học giới thiệu cơ bản về ngành.

^[2] “Monday-morning quarterback”: người đưa ra những nhận xét, phê bình... khi sự đã rồi (nguyên gốc từ này nghĩa là “người cổ động viên kể lại trận đấu bóng đá kiểu Mỹ (vào sáng thứ hai, sau khi trận đấu đã diễn ra hôm Chủ nhật) cho người khác”).

^[3] Sự hoảng loạn tự biến thành sự thật (self-validating panic, self-fulfilling panic): khi người ta lo sợ, và hành động như thể tình hình hoảng loạn sẽ lan truyền thì việc hoảng loạn sẽ thật sự diễn ra. Đến lượt nó, điều này lại làm cho hành vi hoảng loạn ban đầu được đánh giá là đúng, và nhiều người tiếp tục làm theo. Kết quả, đây là sự hoảng

loạn tự tạo ra, tự biến thành sự thật và tự khẳng định lý do tồn tại của nó.

Chính sách sai LÂM

Vào tháng 12 năm 1930, chỉ khi mà mọi thứ bắt đầu trở nên rõ ràng là Mỹ đang lâm vào một cuộc suy thoái không bình thường, John Maynard Keynes đã cố gắng giải thích những nguyên nhân của cuộc suy thoái trước công chúng. Ông tuyên bố “Chúng ta đang gặp vấn đề với hệ thống khởi động (magneto) của nền kinh tế”. Ở một mức độ nào đó, đây là một lời tuyên bố cấp tiến, vì ông cho rằng bộ máy kinh tế sẽ không tự khởi động lại, rằng nó cần có một kích hoạt từ phía Chính phủ. Nhưng ở một ý nghĩa sâu sắc hơn, Keynes là một người bảo thủ: ông đang công bố rằng chuyện trục trặc với động cơ không phải là cơ bản, rằng nó có thể được khắc phục bởi một sự điều chỉnh kỹ thuật. Đúng vào lúc mà những người trí thức trên thế giới đều tin rằng chủ nghĩa tư bản là một hệ thống thất bại, rằng chỉ còn cách chuyển hướng sang nền kinh tế kế hoạch tập trung thì phương Tây mới có thể thoát khỏi cuộc Đại suy thoái, Keynes lại nói rằng chủ nghĩa tư bản *không* chết, rằng một loại hình can thiệp có giới hạn – can thiệp mà vẫn không làm sứt mẻ tư hữu và quyết định tư hữu – là tất cả những gì cần thiết để làm cho hệ thống này hoạt động.

Trước sự ngạc nhiên của những kẻ hoài nghi, chủ nghĩa tư bản vẫn cứ tồn tại; nhưng dù những người có nhiệt huyết với thị trường tự do hôm nay vẫn thấy giả thuyết này thật khó mà chấp nhận, sự tồn tại đó về cơ bản vẫn giống những gì mà Keynes đã nêu. Thế chiến 2 đã tạo ra sự kích hoạt mà Keynes đã nêu ra từ nhiều năm qua; nhưng thứ làm khôi phục lại niềm tin ở các thị trường tự do không chỉ là sự phục hồi từ cuộc suy thoái mà còn là sự đảm bảo rằng can thiệp ở nền kinh tế vĩ mô – nghĩa là cắt giảm lãi suất hay tăng những thâm hụt ngân sách để chống lại những cuộc suy thoái – có thể làm cho một nền kinh tế thị trường tự do ít nhiều ổn định hay có thêm một số việc làm. Trên thực tế, chủ nghĩa tư bản và những nhà kinh tế học của nó đã điều đình với công chúng: từ đây trở đi, áp dụng thị trường tự do là đúng đắn, vì

chúng ta đã dư biết cách ngăn cản bất kỳ một cuộc Đại suy thoái nào khác.

Việc thương lượng ngầm này thực sự có một tên gọi: trong thập niên 50, Paul Samuelson ^[1], trong tác phẩm nổi tiếng của mình, đã gọi nó là “sự tổng hợp theo phong cách tân cổ điển” (neoclassical synthesis). Nhưng tôi lại thích gọi nó là “sự thỏa thuận kiểu Keynes” (Keynesian compact) hơn.

Ở Mỹ và hầu hết những quốc gia tiên tiến khác, sự thỏa thuận đó vẫn còn rất uy tín. Á, đôi lúc thì cũng có suy thoái. Tuy nhiên, khi chúng xảy ra, mọi người đều trông chờ Cục Dự trữ Liên bang làm những việc mà nó đã thực hiện vào những năm 1975, 1982 và 1991: cắt giảm lãi suất để khôi phục nền kinh tế. Và chúng ta cũng trông chờ tổng thống và Quốc hội cắt giảm thuế và tăng chi tiêu nếu cần thiết để giúp cho quá trình này. Chắc chắn là chẳng ai mong cuộc suy thoái sẽ gặp phải, theo kiểu của Herbert Hoover, những vấn đề như tăng thuế, giảm chi tiêu và tăng lãi suất.

Nhưng khi thảm họa tài chính nổ ra ở châu Á, những chính sách mà các quốc gia này theo đuổi để phản ứng lại thì hầu như ngược hẳn với những gì mà Mỹ đã làm khi trong bối cảnh suy thoái. Thắt chặt tài chính là thứ nằm trong chương trình nghị sự, lãi suất bị tăng lên, thường là tăng ác liệt. Vấn đề không phải là do những người làm chính sách ở các quốc gia đó ngu ngốc hay kém hiểu biết. Ngược lại, phần lớn họ hiểu sự thỏa thuận kiểu Keynes rất tốt, và thực ra họ đã cố gắng để bám theo nó trong quá khứ. Dù sao đi nữa, một khi cuộc khủng hoảng nổ ra, các nước châu Á thấy rằng những chính sách của họ phần lớn bị chi phối bởi Washington – nghĩa là, bởi Quỹ Tiền tệ Quốc tế và Bộ Tài chính Mỹ. Và những người đứng đầu các cơ quan đó cực kỳ sành sỏi: người ta có thể nói rằng chưa bao giờ trong lịch sử lại có nhiều nhà kinh tế học hàng đầu nắm giữ những vị trí có nhiều quyền lực đến thế.

Tại sao những nhân vật cực kỳ thông thái này lại ủng hộ áp dụng vào những nền kinh tế thị trường mới nổi những chính sách hoàn toàn sai lầm nếu xét theo các học thuyết kinh tế tiêu chuẩn? Câu trả lời ngắn gọn là “sợ những kẻ đầu cơ”. Nhưng câu trả lời ngắn gọn này chỉ có ý nghĩa khi đặt nó vào đúng bối cảnh – cụ thể là nếu chúng ta bỏ ra một chút thời gian để cố tìm hiểu về những tình huống tiến thoái lưỡng nan của tiền tệ quốc tế.

Hệ thống tiền tệ quốc tế
đã trì trệ ra sao

Ngày xưa, thế giới chỉ có một đồng tiền duy nhất, đó là globo. Nó được quản lý rất tốt: Ngân hàng Dự trữ Toàn cầu (mà được biết đến một cách phổ biến là The Glob), dưới quyền chủ tịch Alan Globespan^[2], đã thực hiện một công việc khá hợp lý là tăng cung ứng lượng tiền toàn cầu khi thế giới có dấu hiệu đe dọa bị rơi vào suy thoái, và giảm đi khi có những dấu hiệu của lạm phát. Thật vậy, vào những năm sau đó, nhiều người vẫn nhắc đến sự thống trị của globo như là thời đại hoàng kim. Những nhà kinh doanh đặc biệt yêu thích hệ thống này vì họ có thể mua bán bất kỳ nơi nào chỉ với ít phiền toái nhất.

Nhưng trên thiên đường cũng có rắc rối. Bạn thấy đó, dù việc quản lý cẩn thận globo có thể ngăn chu trình trời-sụt của *thế giới như là một tổng thể*, nhưng nó lại không thể áp dụng với từng mảnh ghép của tổng thể đó. Vậy nên thường xuyên có những mâu thuẫn quyền lợi về chính sách tiền tệ. Có đôi lúc The Glob theo đuổi chính sách nổi lỏng tiền tệ vì châu Âu và châu Á đang trên bờ vực của sự suy thoái; nhưng việc nổi lỏng tiền tệ đó lại tiếp thêm năng lượng cho cuộc bùng nổ đầu cơ dữ dội ở Bắc Mỹ. Những lúc khác, The Glob lại cảm thấy buộc phải thắt chặt tiền tệ để ngăn chặn lạm phát ở Bắc Mỹ, thế là làm tăng sự suy thoái đang phát triển ở Nam Mỹ. Và do không có sự tách bạch tiền tệ ở các lục địa, nên chính phủ ở những nơi này cũng không thể làm gì được trước những vấn đề đó.

Rồi cũng đến lúc thất vọng trở nên quá lớn và hệ thống này cũng bị phá vỡ. Thay vì globo, mỗi lục địa cho ra đời các hệ thống tiền tệ riêng và tiếp tục theo đuổi những chính sách tiền tệ được “đo ni đóng giày” cho hợp với các nhu cầu của nó. Khi nền kinh tế châu Âu trở nên quá nóng, thì có thể giảm cung đồng euro; khi châu Mỹ Latinh suy giảm, thì có thể tăng cung cho đồng latino. Sự bất tiện của chính sách tiền tệ một-kích-cỡ-phù-hợp-hết-thảy (one-size-fits-all) đã biến mất.

Nhưng mọi việc sớm trở nên “tránh vỏ dưa gặp vỏ dừa”^[3] vì tỷ giá hối đoái giữa hai đồng tiền đã dao động một cách dữ dội. Người ta có thể cho rằng tỷ giá hối đoái, ví dụ như, giữa đồng latino và đồng euro sẽ bị quyết định bởi những nhu cầu thương mại: những nước châu Mỹ Latinh đổi đồng latino lấy đồng euro của để mua hàng hóa châu Âu, và ngược lại. Tuy nhiên, mọi thứ sớm trở nên rõ ràng là, thị trường chủ yếu bị thống trị bởi những nhà đầu tư – những người mua và bán các loại tiền tệ để thu mua cổ phiếu và trái phiếu. Và vì những nhu cầu đầu tư này thay đổi rất lớn, bao gồm cả một bộ phận lớn đầu cơ, nên giá trị tiền tệ cũng cho thấy là không ổn định. Tệ hơn nữa, người ta bắt đầu đầu cơ vào giá trị của chính các loại tiền tệ này. Kết quả là tỷ giá hối đoái bị xóc nảy quanh đó, tạo ra tính bất ổn cho các ngành kinh doanh vì sẽ không bao giờ chắc chắn được những tài sản và

những nợ tồn đọng của chúng ở nước ngoài có giá trị thực sự là như thế nào.

Vì thế, một số châu lục cố gắng bình ổn tỷ giá hối đoái – bằng cách mua và bán trên thị trường ngoại hối để giữ giá của đồng euro với đồng afro, hay đồng gringo với đồng latino, không đổi. Tuy nhiên những ngân hàng trung ương giành quyền thay đổi những tỷ giá hối đoái mục tiêu nếu cần thiết – nghĩa là, bằng cách phá giá đồng tiền của họ nếu điều này có vẻ là cần thiết để chống thất nghiệp.

Trời ạ, cái hệ thống “ổn định linh hoạt” (“adjustable peg” system) này hóa ra lại mời gọi những nhà đầu cơ quá nhiều mục tiêu “ngon ăn” : khi một châu lục trải qua những khó khăn kinh tế, và có vẻ như bắt đầu cân nhắc đến việc phá giá, thì những nhà đầu cơ cũng bắt đầu bán đồng tiền đó để đề phòng. Điều này sẽ sớm buộc ngân hàng trung ương châu lục phải hoặc là nâng lãi suất, thực sự là càng làm tệ hơn sự suy thoái, hoặc là phá giá ngay lập tức. Hay – quyền chọn còn lại – nó có thể cố gắng đánh bại những nhà đầu cơ ngay lập tức, bằng cách áp đặt các biện pháp hạn chế di chuyển tư bản.

Và vì thế các châu lục của thế giới bị buộc phải chọn lựa một trong ba “chế độ tiền tệ”, mà mỗi chế độ đều có những khiếm khuyết nghiêm trọng. Họ có thể quyết định duy trì một chính sách tiền tệ độc lập và để cho tỷ giá hối đoái dao động tùy thích; điều này làm cho họ tự do chống lại suy thoái, nhưng lại đưa ra sự bất ổn gây lo lắng đối với đời sống kinh doanh. Họ có thể cố định giá trị của tỷ giá hối đoái và cố gắng thuyết phục thị trường rằng họ sẽ không bao giờ phá giá; điều này sẽ làm cho đời sống kinh doanh đơn giản hơn và an toàn hơn nhưng sẽ lại gây ra vấn đề của chính sách tiền tệ một-kích-cỡ-phù-hợp-hết-thảy. Hay họ có thể duy trì chế độ “ổn định linh hoạt”, nghĩa là cố định tỷ giá hối đoái nhưng vẫn có quyền chọn thay đổi nó; nhưng chế độ này chỉ có hiệu quả nếu họ vẫn giữ được kiểm soát đối với việc di chuyển tư bản (vốn rất khó để tuân theo) cũng như đặt ra những phụ phí kinh doanh, và – giống như bất kỳ sự cấm cản nào đối với những giao dịch có tiềm năng về lợi nhuận – đây là một nguồn tham nhũng.

Vâng vâng, chuyện thực sự không xảy ra như thế. Chưa bao giờ có một globo; thứ gần nhất với nó là chế độ bản vị vàng trước thập niên 30, mà rủi thay, cái chế độ này đã không thể xoay sở để ngăn cản những bùng nổ và suy sụp của thế giới. Nhưng câu chuyện tưởng tượng về lịch sử của chúng ta đã minh họa rõ hơn một chút so với độ phức tạp của những gì thực sự xảy ra ở tình huống nan giải thể chân vạc, hay còn gọi là “trilemma” (tình huống tiến thoái lưỡng nan/tình huống “vô kế khả thi”) mà các nền kinh tế quốc gia phải đối mặt trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu.

Hãy suy nghĩ theo chiều hướng này. Có ba thứ mà những nhà quản lý kinh tế vĩ mô muốn có cho nền kinh tế của họ. Thứ nhất, họ muốn

tự do quyết định về chính sách tiền tệ để chống suy thoái và kiềm chế lạm phát. Thứ hai, họ muốn tỷ giá hối đoái ổn định để các ngành kinh doanh không phải đối mặt với quá nhiều bất ổn. Và cuối cùng họ muốn để ngỏ kinh doanh quốc tế – đặc biệt là để cho mọi người có thể chuyển đổi tiền tệ tùy theo ý thích – để có thể thoát khỏi đường lối của khu vực kinh tế tư nhân.

Điều mà câu chuyện về globo và sự thất bại của nó cho chúng ta thấy là các quốc gia không thể có cả ba ước muốn này được (đây là một “bộ ba bất khả thi”); nhiều lắm là chỉ đạt được hai mà thôi. Họ có thể từ bỏ sự ổn định của tỷ giá hối đoái, có nghĩa là phải chấp nhận một tỷ giá thả nổi, như Mỹ và Úc đã thực hiện. Họ có thể từ bỏ chính sách tiền tệ tự quyết; có nghĩa là phải cố định tỷ giá hối đoái, theo cách mà Argentina làm vào thập niên 90, và thậm chí có thể từ bỏ cả đồng tiền của chính mình, như các quốc gia ở châu Âu đã làm. Hay họ có thể từ bỏ nguyên tắc về các thị trường tự do hoàn toàn và áp đặt kiểm soát tư bản; đây là việc hầu hết các quốc gia đã thực hiện vào giữa thập niên 40 và 60, và điều mà hiện nay Trung Quốc đang làm.

Đáp án nào trong ba đáp án không hoàn hảo này là tốt nhất? Có một số người cho rằng những cái lợi từ một tỷ giá hối đoái ổn định là rất nhiều, ưu thế từ chính sách tiền tệ độc lập được đánh giá cao. Họ muốn chỉ ra rằng Mỹ, mặc dù trải khắp một châu lục, đã làm rất tốt chỉ với một đồng tiền duy nhất, và rằng khoảng 300 triệu người châu Âu đã chấp nhận một đồng tiền chung. Vậy thì tại sao thế giới lại không thể là một tổng thể? Nhưng hầu hết những nhà kinh tế học sẽ chỉ ra rằng Mỹ có nhiều điều đặc biệt giúp nó có thể sống với chỉ một loại tiền tệ, đáng chú ý nhất là công nhân có thể và thực sự có di chuyển một cách nhanh chóng từ các khu vực suy thoái sang các khu vực bùng phát để cho một kích cỡ của chính sách tiền tệ có thể ít nhiều phù hợp với tất cả. Việc ra mắt đồng euro, đồng tiền chung châu Âu, thật sự là một việc gây tranh cãi. Nhiều nhà kinh tế học chất vấn rằng liệu châu Âu có điểm nào gần với những gì phù hợp với hệ thống một đồng tiền duy nhất như là Mỹ hay không. Nhưng ít ra thì các nền kinh tế to lớn châu Âu cũng khá tương tự nhau và được liên kết chặt chẽ, nên nhìn chung một chính sách tiền tệ mà thích hợp với Pháp thì có vẻ cũng thích hợp với Đức, và ngược lại. Tuy nhiên, thật khó để thấy rằng một chính sách tiền tệ thích hợp có thể được thiết kế như thế nào để phù hợp cho cả Nhật và Mỹ, nói chi là Mỹ và Argentina. Vì thế hầu như rất ít các nhà kinh tế học có sự hoài niệm về thời kỳ bản vị vàng, hay mơ màng viễn vông về một globo tương lai; ngược lại sự độc lập tiền tệ quốc gia hay khu vực rõ ràng là vẫn còn cần thiết.

Mặt khác, việc kiểm soát tư bản cho phép các quốc gia tiên tiến kết hợp tỷ giá hối đoái cố định với các chính sách của Keynes ở thế hệ đầu

tiên sau chiến tranh giờ đây đã hết sức lỗi thời. Vấn đề cơ bản với những kiểm soát này là: những giao dịch quốc tế “tốt” hay “xấu” là rất khó phân biệt. Một nhà đầu cơ rút tiền ra khỏi Malaysia do muốn kiếm lời từ việc phá giá thì lại bị cho là tham gia vào một hành động phản xã hội; một nhà xuất khẩu Malaysia giành được khách hàng nước ngoài bằng việc cho phép khách hàng trả chậm là đang giúp đất nước tìm cách tiến vào các thị trường thế giới. Nhưng giả sử cũng chính nhà xuất khẩu đó, nghi ngờ rằng đồng ringgit sẽ sớm bị phá giá, nên yêu cầu khách hàng thanh toán bằng đồng USD và cho họ một thời gian trước khi thanh toán. Tác động cũng tương tự như việc anh ta nhận đồng ringgit và mua đồng USD trên thị trường chợ đen vậy. Và có hàng tá cách khác trong đó đường ranh giữa kinh

doanh hiệu quả và đầu cơ tiền tệ có thể bị mờ nhạt đi. Điều này có nghĩa hoặc là những nỗ lực để kiểm soát đầu cơ có thể dễ dàng bị trốn tránh hoặc là chính phủ có thể hạn chế đầu cơ chỉ bằng việc áp đặt những hạn chế phiền hà lên những giao dịch thông thường (ví dụ như giới hạn việc cấp tín dụng mà những nhà xuất khẩu có thể cho khách hàng của họ). Năm mươi năm trước, hầu hết các chính phủ xem những giới hạn này như là một cái giá đáng để trả (a price worth paying). Tuy nhiên, ngày hôm nay, chúng ta sống ở một thế giới đã nhận thức lại tính hấp dẫn của các thị trường tự do, đã nghi ngờ đối với sự can thiệp chính phủ, và nhận thức một cách cụ thể là chính phủ càng cấm đoán bao nhiêu thì càng làm tăng hối lộ và chủ nghĩa thân hữu bấy nhiêu.

Để cho các tỷ giá hối đoái tự do thả nổi là cái mà vào giữa thập niên 90 hầu hết các nhà kinh tế học đều thống nhất cho rằng đó là thứ ít tồi tệ hơn trong ba thứ tồi tệ trên. Đúng là thực tế cho thấy các tỷ giá hối đoái đã quá bất ổn so với lẽ ra chúng “nên” như thế, trong những bối cảnh kinh tế cơ bản nhất định (15 năm qua tỷ giá USD-yen đã đi từ 120, đến 80, rồi gần 150, sau đó dưới 110, trong khi những điều kiện kinh tế cơ bản của hai nước hầu như không thay đổi). Và ngay cả những người tán thành việc thả nổi tỷ giá cũng ủng hộ rằng những khu vực liên kết chặt chẽ dưới dạng những “khu vực tiền tệ tối ưu” nên chấp nhận hình thức cao nhất của tỷ giá hối đoái cố định, nghĩa là một đồng tiền chung (còn việc châu Âu có là một khu vực như thế hay không thì lại là một vấn đề khác!). Nhưng như một quy luật chung, sự lựa chọn được ưu tiên hơn cả của hầu hết các nhà kinh tế học – và, đặc biệt là, sự lựa chọn tương thích nhất với sự thỏa thuận kiểu Keynes (Keynesian compact), bởi vì nó để cho nhiều quốc gia tự do theo đuổi cả chính sách thị trường tự do lẫn chính sách tối đa việc làm – là một tỷ giá thả nổi.

Mặt tốt của một sự thả nổi tự do như thế, một khi nó hoạt động, thì không khó để thể hiện. Mỹ đã được lợi bởi chính sách này: dù tỷ giá

USD-yen và USD-euro có thể đi qua những chuyển động xoay tròn phức tạp, nhưng chẳng đáng kể gì so với sự tự do hành động mà cơ chế này trao cho Cục Dự trữ Liên bang – khả năng cắt mức lãi suất nhiều và ngay lập tức khi có nguy cơ xảy ra suy thoái hay khủng hoảng tài chính.

Tốt hơn nữa, hãy suy xét ví dụ về nước Úc trong suốt cuộc khủng hoảng châu Á. Vào năm 1996 một đồng dollar Úc có giá gần 0,8USD. Vào cuối mùa hè năm 1998 nó đã rớt xuống ở mức hơn 0,6USD một chút. Không có gì ngạc nhiên ở đây cả: phần lớn xuất khẩu của Úc hoặc sang Nhật hoặc sang các “con hổ kinh tế” đang gặp rắc rối. Nhưng nước Úc, ngoại trừ khoảng thời gian ngắn ngủi vào mùa hè năm 1998 dường như phải đối diện với cuộc tấn công phối hợp từ các quỹ đầu tư phòng vệ (sẽ tìm hiểu sâu hơn về vấn đề này ở chương tiếp theo), đã không cố gắng chống đỡ đồng tiền của nó, bằng cách hoặc là mua vào trên thị trường ngoại hối hoặc nâng lãi suất. Thật ra, việc sụp đổ của tiền tệ đã chứng tỏ sự tự giới hạn: khi đồng dollar Úc rớt giá, các nhà đầu tư xem như đây là một cơ hội đầu tư với giá rẻ vào thứ mà họ vẫn tiếp tục xem như là một nền kinh tế đáng tin cậy. Và sự tự tin này có vẻ như là chính đáng bởi “sự thần kỳ của nước Úc”: mặc dù phụ thuộc vào các thị trường châu Á, nước Úc thực sự phát triển tăng vọt ngay giữa lúc châu Á bị khủng hoảng.

Nhưng nếu như Úc có thể dễ dàng tránh được việc không bị mắc vào thảm họa kinh tế của các nước láng giềng như thế, thì tại sao Indonesia và Hàn Quốc lại không làm được điều tương tự?

Mối đe dọa từ đầu cơ

Hãy tưởng tượng một nền kinh tế không hoàn hảo (nền kinh tế là gì nhỉ?). Có lẽ Chính phủ đang quản lý một ngân sách thâm hụt kéo dài, dù rằng sự thâm hụt này không thực sự đe dọa lắm đến khả năng thanh toán; hoặc có lẽ là các ngân hàng với những mối quan hệ chính trị đã cấp quá nhiều khoản vay cho những người đi vay đáng ngờ. Nhưng miễn là không ai đưa ra con số thâm hụt cụ thể, thì mọi việc có thể được giải quyết nhờ vào thiện chí và sự bình ổn trong vài năm.

Và rồi, vì một lý do nào đó – có lẽ là một sự khủng hoảng kinh tế ở đâu bên kia thế giới – các nhà đầu tư cảm thấy bồn chồn hốt hoảng và bắt đầu ồ ạt rút tiền. Đột nhiên nền kinh tế rơi vào rắc rối – thị trường chứng khoán sụt giảm mạnh, mức lãi suất thì lại tăng vùn vụt. Bạn có thể cho rằng những nhà đầu tư khôn ngoan sẽ xem đây như là một cơ hội để mua vào. Xét cho cùng, nếu những điều kiện kinh tế cơ bản không thay đổi, chẳng phải điều này có nghĩa là tài sản giờ đây đã bị hạ giá hay sao? Nhưng, như chúng ta đã thấy trong chương 4, câu trả lời là “chưa hẳn”. Tài sản mất đi giá trị có thể làm cho những ngân

hàng vững chắc trước đây bị sụp đổ. Suy thoái kinh tế, lãi suất cao, và một tỷ giá hối đoái bị phá giá có thể làm cho các công ty uy tín bị phá sản. Tệ hơn là, khốn khó về kinh tế có thể gây ra sự bất ổn về chính trị. Có lẽ việc mua vào khi mọi người khác đều đổ xô tìm đường thoát dù sao cũng không phải là một ý hay; có lẽ là tốt hơn hết cũng nên tìm đường thoát cho chính mình.

Do vậy về nguyên tắc, việc mất đi niềm tin ở một quốc gia có khả năng tạo ra một cuộc khủng hoảng kinh tế để chứng minh cho việc mất niềm tin đó – rằng các quốc gia rất dễ tổn thương đối với cái mà các nhà kinh tế học gọi là “những cuộc tấn công đầu cơ tự thực hiện dự báo” (“self-fulfilling speculative attacks”). Và trong khi nhiều nhà kinh tế học vẫn thường nghi ngờ về tầm quan trọng của những cuộc khủng hoảng “tự thực hiện dự báo” (self-fulfilling) như thế, thì kinh nghiệm của châu Mỹ Latinh và châu Á vào thập niên 1990 đã giải tỏa những nghi ngờ đó, ít nhất như là một vấn đề thực tế.

Điều đáng buồn cười là một khi bạn đón nhận khả năng của những cuộc khủng hoảng như trên một cách nghiêm túc, thì khi đó tâm lý thị trường trở thành điều cốt lõi – cốt lõi đến mức chỉ nội trong các giới hạn, kỳ vọng, thậm chí là những thành kiến của các nhà đầu tư, cũng trở thành những điều căn bản của nền kinh tế – bởi vì niềm tin khiến chúng thành như thế.

Chẳng hạn như, cho là mọi người đều bị thuyết phục rằng mặc dù phụ thuộc khá cao vào vốn nước ngoài (tài khoản vãng lai thâm hụt rất lớn ở mức 4% GDP trong hàng thập kỷ), Úc về cơ bản là một quốc gia có uy tín – người ta có thể tin vào sự ổn định về kinh tế và chính trị của nó. Lúc đó phản ứng của thị trường trước sự sụt giảm của đồng đô la Úc trên thực tế là “Tốt, mọi thứ đã qua rồi, hãy mua đô la Úc thôi”, và nền kinh tế thực sự được hưởng lợi. Những ý kiến tốt của thị trường vì thế được khẳng định.

Mặc khác, giả dụ là dù có 20 năm tăng trưởng một cách ấn tượng người ta vẫn không hoàn toàn bị thuyết phục rằng Indonesia không còn là đất nước của *Năm sinh tồn nguy hiểm* (*The Year of Living Dangerously*^[4]) nữa. Lúc đó khi đồng rupiah rớt giá, họ có thể nói là, “Ôi, trời ơi, chúng lại quay về những ngày xưa tồi tệ rồi”. Cuộc tháo chạy của vốn đầu tư đã dẫn đến khủng hoảng về tài chính, kinh tế và chính trị, và ý kiến xấu về thị trường cũng được khẳng định tương tự như trên.

Nói theo cách khác, dường như là sự thỏa thuận kiểu Keynes là một chuyện đã qua. Quan điểm chung giữa các nhà kinh tế học cho rằng tỷ giá thả nổi là giải pháp tốt nhất, dù không hoàn hảo, đối với sự tiến thoái lưỡng nan về tiền tệ quốc tế được dựa trên kinh nghiệm của những quốc gia như Canada, vương quốc Anh và Mỹ. Nhưng trong

suốt thập niên 90 một loạt các quốc gia – như là Mexico, Thái Lan, Indonesia, Hàn Quốc – phát hiện ra rằng họ đang hướng đến những quy luật khác nhau. Hết lần này đến lần khác, những cố gắng phá giá nội tệ một cách vừa phải lại dẫn đến sự giảm sút nghiêm trọng về niềm tin. Chính là vấn đề niềm tin này giải thích rất cuộc là tại sao sự thỏa thuận của Keynes lại bị phá vỡ.

Trò chơi mang tên niềm tin

Vào mùa hè năm 1998 Brazil đã hoàn toàn hứng chịu một sự giảm sút kinh tế; thất nghiệp gia tăng, trong khi lạm phát – căn bệnh truyền thống của Brazil – đã nhường chỗ cho sự ổn định giá cả, và thậm chí một số người còn nói đến chuyện giảm phát. Và rồi, sự sụp đổ của việc cải cách kinh tế ở Nga đã châm ngòi cho một cuộc tấn công vào đồng real của Brazil (tại sao thế nhỉ? Xin tìm hiểu ở chương 6), và quốc gia này đã phải cầu cứu Mỹ và IMF. Cái mà Brazil cần là cả tiền và, thậm chí quan trọng hơn, là một “chứng thực” lên những chính sách của nó, điều có thể thuyết phục các nhà đầu tư bòn chòn hốt hoảng không tháo chạy nữa. Để đáp lại, Brazil cam kết thực hiện một chương trình “ổn định hóa” nền kinh tế.

Thế thì chương trình – hãy nhớ là chương trình này được nhắm tới một quốc gia với nền kinh tế trì trệ và không có lạm phát để bàn đến – đã gồm những gì? Thuế cao, chi tiêu chính phủ bị cắt giảm và tiếp tục mức lãi suất cực kỳ cao (Brazil đã tăng lãi suất lên gần 50% kể từ khi cuộc khủng hoảng bắt đầu). Nói cách khác chính phủ Brazil đã thực hiện những chính sách về tài chính và tiền tệ cực kỳ thắt chặt, những chính sách chắc chắn đưa tới một cuộc suy thoái nghiêm trọng vào năm 1999.

Chương trình cho Brazil có tính chất cực đoan lạ kỳ; nó gần như là một dạng tranh biếm họa về các chính sách đã được trình làng ở châu Á vào năm trước đó. Nhưng cũng như nhiều tranh biếm họa, nó nhấn mạnh vào những điểm đặc thù của chủ thể. Trọng tâm của các chính sách mà Washington đã áp đặt lên nhiều cuộc khủng hoảng của các nước gần như là một phiên bản đảo ngược hoàn toàn của “thỏa thuận Keynes”: khi đối mặt với khủng hoảng kinh tế, các quốc gia bị thuyết phục tăng lãi suất, cắt giảm chi tiêu, và tăng thuế!

Sáu mươi năm sau thời đại của Keynes, liệu ai có thể cho rằng từ bỏ thỏa thuận theo kiểu Keynes là một ý kiến hay? Câu trả lời nằm ở nhu cầu giành được niềm tin của thị trường bằng bất cứ giá nào.

Trước tiên là giải pháp của nước Úc – cứ để cho đồng tiền trượt giá – bị bác bỏ. Tỷ giá hối đoái cố định giữa đồng *real* của Brazil và USD là tâm điểm của chương trình cải cách quốc gia, chương trình đã đem

lại sự ổn định về giá sau nhiều thế hệ lạm phát cao. Nếu bỏ đi tỷ giá cố định đó, cả Brazil và Washington đều e ngại sợ rằng sẽ phá hủy niềm tin của những nhà đầu tư. Đương nhiên có thể lập luận rằng đồng real đang được định giá cao hơn giá trị thực 20%, do đó phá giá real 20% sẽ làm cho quốc gia có lợi nhiều hơn là có hại. Nhưng không ai tin rằng sự phá giá 20% là một chiến lược thực tế: như một viên chức Mỹ đã nói rằng “Đối với các quốc gia đang phát triển, thì không có sự phá giá nhỏ”.

Làm thế nào để tránh phá giá đồng real? IMF có thể cung tiền, cùng với quỹ ngoại hối dự trữ của chính Brazil có thể được dùng để củng cố đồng tiền trên thị trường. Nhưng số tiền này sớm bị cạn đi trừ phi phải làm một điều gì đó để ngăn chặn sự di chuyển tư bản. Công cụ duy nhất và nhanh nhất ngay trong tầm tay là áp đặt mức lãi suất rất cao, cao đến mức đủ để thuyết phục người ta giữ tiền ở Brazil thậm chí ngay cả khi người ta ngờ rằng đồng tiền của Brazil có thể rút cuộc rồi cũng kết thúc bằng việc phá giá.

Thế cũng chưa hết. Khi các thị trường quyết định rằng Brazil là một rủi ro tệ hại, họ cũng quyết định rằng cốt lõi các vấn đề của Brazil là sự thâm hụt ngân sách khổng lồ của nó. Bây giờ bạn có thể đưa câu hỏi về sự đánh giá đó. Chính phủ Brazil thực sự không nợ toàn bộ khoản thiếu hụt đó – ít hơn đáng kể, nếu so về thu nhập quốc gia, so với nhiều nước châu Âu hay Nhật Bản. Và phần lớn sự thâm hụt thực sự là do hậu quả của cuộc khủng hoảng: lãi suất cao đã làm tăng chi trả của chính phủ về tiền lãi, trong khi nền kinh tế suy thoái làm thu hẹp doanh thu thuế (Ở mức độ “bình thường” về việc làm và lãi suất, sự thâm hụt ngân sách của Brazil cũng vừa phải). Nhưng biện hộ thì có ích gì? Các nhà đầu tư tin rằng Brazil sẽ có một cuộc khủng hoảng thảm họa trừ phi sự thâm hụt được giảm đi nhanh chóng, và chắc chắn là họ đúng, bởi vì chính họ tạo ra cuộc khủng hoảng đó (Và thực sự là họ đã làm như thế, vào tháng 1/1999).

Vấn đề là do những cuộc tấn công đầu cơ mang tính chất “tự thực hiện dự báo”, việc áp dụng một chính sách kinh tế “chính thống” sẽ không đủ để đảm bảo niềm tin trên thị trường. Thật ra, sự cần thiết giành lại niềm tin của thị trường có thể thực sự ngăn cản một quốc gia không theo những chính sách có lý khác, thay vào đó buộc phải theo những chính sách mà thông thường dường như là sai lầm.

Bây giờ hãy xem xét tình huống từ quan điểm của những nhà kinh tế học khôn ngoan, những người đang hoạch định chính sách ở Washington. Họ thấy chính họ đang đối diện với những nền kinh tế mà việc nắm giữ niềm tin của những nhà đầu tư đối với nền kinh tế đó là quá mong manh. Hầu như theo định nghĩa một quốc gia mà đã tìm đến Mỹ hay/và IMF để xin giúp đỡ là quốc gia đã trải qua một cuộc tàn phá nhanh chóng về tiền tệ và đang gặp rủi ro bởi sự tàn phá ở

một vấn đề khác. Vì thế mục tiêu quan trọng hơn của chính sách phải là xoa dịu cảm xúc của thị trường. Nhưng bởi vì các cuộc khủng hoảng có thể “tự thực hiện”, nên chính sách kinh tế tốt chưa đủ để lấy lại niềm tin thị trường – cái mà phải thỏa mãn về nhận thức, về định kiến, ham muốn bất chợt nảy sinh của thị trường. Hay chính xác hơn, đó là cái có thể thỏa mãn những gì mà người ta *hy vọng* sẽ là nhận thức của thị trường đó.

Và đó là cách mà thỏa thuận kiểu Keynes bị phá vỡ: chính sách kinh tế quốc tế rất cuộc chẳng mấy liên quan đến kinh tế học. Nó trở thành một dạng thực hành về tâm lý học không chuyên trong đó IMF và Bộ Tài chính cố gắng thuyết phục các nước tiến hành những việc mà họ hy vọng là thị trường sẽ tán thành. Chẳng có gì nghi ngờ khi những cuốn sách giáo khoa kinh tế này sẽ bị ném ra ngoài cửa sổ ngay khi cuộc khủng hoảng ập đến.

Rủi thay, các vấn đề của sách giáo khoa vẫn không ra đi mãi mãi. Giả định là Washington đúng, rằng một quốc gia bị đe dọa bởi sự hoảng loạn của các nhà đầu tư thì phải tăng lãi suất, cắt giảm chi tiêu và phòng thủ đồng tiền của nó để tránh bị hủy hoại bởi cuộc khủng hoảng. Sự thật vẫn là, những chính sách tài chính và tiền tệ thắt chặt, cùng với việc nâng giá đồng tiền cao hơn giá trị thực sẽ tạo ra những cuộc suy thoái. Phương thuốc chữa trị nào mà Washington đã đưa ra? Chẳng có phương thuốc nào cả. Nhu cầu nhận thức được để chơi trò chơi niềm tin đã thế chỗ những mối quan tâm thông thường về chính sách kinh tế. Nghe có vẻ hơi điên rồ, nhưng thực sự nó là thế.

Vậy là bây giờ chúng ta đã giải quyết được bài toán mà chương 4 đã để lại: Tại sao chính sách lại thất bại ở việc chống lại quá trình phản hồi mang tính chất phá hủy, quá trình đã làm tan chảy hết nền kinh tế này đến nền kinh tế khác? Câu trả lời là những người thực hiện chính sách tin rằng họ đã chơi trò chơi niềm tin, rằng điều này có nghĩa là họ áp dụng những chính sách kinh tế vĩ mô làm trầm trọng thêm những suy thoái, thay vì làm dịu chúng đi.

Nhưng liệu có thực sự cần thiết để chơi trò chơi này hay không?

Phải chăng IMF
đã làm cho tình hình tồi tệ thêm?

Chẳng ai thích Quỹ Tiền Tệ Quốc Tế (IMF) cả; nếu ai đó thích, đó sẽ là một dấu hiệu xấu. Vì IMF là “người cho vay cuối cùng”^[51] cho các chính phủ quốc gia: đó là nơi họ đến để vay tiền khi họ gặp rắc rối. Và những người cho vay cuối cùng thường bị cho là thực hành tình yêu cứng rắn: cho bạn cái mà bạn cần hơn là cái mà bạn muốn và buộc

bạn phải tự kiềm chế trong quá trình đó. Một IMF nồng nhiệt và ôm ấp sẽ không thực hiện được công việc của nó.

Nhưng điều ngược lại không nhất thiết phải đúng: chỉ vì người ta ghét IMF thì không có nghĩa là nó đang làm tốt công việc của nó. Và kể từ khi bắt đầu cuộc khủng hoảng châu Á, có rất nhiều lời ca thán về vai trò của IMF. Rất ít người nghĩ rằng IMF (và Bộ Tài chính Mỹ, mà trong thực tế đây là cơ quan ra lệnh phần lớn cho những chính sách của IMF) thực sự gây ra khủng hoảng hoặc rằng nó xử lý sai cuộc khủng hoảng theo cách làm cho cuộc khủng hoảng tệ hơn nhiều so với thông thường. Liệu họ có đúng không?

Hãy bắt đầu với phần dễ nhất: hai thứ mà IMF rõ ràng là đã làm sai.

Đầu tiên, khi IMF được kêu gọi giúp đỡ Thái Lan, Indonesia, Hàn Quốc, họ nhanh chóng yêu cầu các quốc gia này phải thực hành việc thắt chặt tiền tệ – tăng thuế và cắt giảm chi tiêu để tránh thâm hụt ngân sách quá lớn. Thật khó hiểu tại sao đây lại là một phần của chương trình, vì ở châu Á (không giống ở Brazil một năm sau đó) không ai ngoại trừ IMF lại xem việc thâm hụt ngân sách như là một vấn đề quan trọng cả. Và nỗ lực để đáp ứng những hướng dẫn về ngân sách này đã có ảnh hưởng tiêu cực kép lên các quốc gia: ở những nước đáp ứng được đòi hỏi này, thì hậu quả là làm cho cuộc suy thoái tệ hơn vì làm giảm cầu; còn ở những nước không đáp ứng nổi yêu cầu trên, thì hậu quả là vô cớ làm tăng thêm nhận thức rằng mọi thứ đã ở ngoài tầm kiểm soát, và vì thế mà nuôi dưỡng thêm sự hoảng loạn của thị trường.

Thứ hai, IMF đòi hỏi một cải tổ về cơ cấu (structural reform) – tức những thay đổi vượt quá cả chính sách tài chính và tiền tệ – như là một điều kiện để cấp vốn cho các nền kinh tế đang gặp khủng hoảng. Một số những cải tổ này, như việc đóng cửa những ngân hàng tồi tệ, có thể được cho là liên quan đến cuộc khủng hoảng tài chính. Những cải tổ khác, như yêu cầu Indonesia xóa bỏ thông lệ ban cho các thân hữu của tổng thống những độc quyền béo bở ở một số ngành nghề, ít liên quan hoặc chẳng hề liên quan gì đến nhiệm vụ của IMF! Thật vậy, độc quyền cây đinh hương (thứ mà người Indonesia rất thích cho vào thuốc lá) là một điều tệ hại, là một ví dụ rõ ràng về chủ nghĩa tư bản thân hữu đang hiện hành. Nhưng nó thì có liên quan gì đến việc nhà đầu tư đang tháo chạy khỏi đồng rupiah?

Nếu bạn hỏi các viên chức IMF lúc đó họ nghĩ họ đang làm gì, thì họ sẽ trả lời đó là tất cả phần công việc để tái tạo niềm tin. Thâm hụt ngân sách không là mối quan tâm thị trường tại thời điểm đó, nhưng họ nghĩ rằng điều đó sẽ sớm xảy ra. Và họ cũng nghĩ rằng việc các quốc gia thể hiện rõ ràng một cuộc chiến chống lại chủ nghĩa thân hữu và tham nhũng cũng rất quan trọng, để thuyết phục với các thị trường là họ thực sự thay đổi cách thức của họ. Người ta gần như có

thể mô tả việc này như là một cơ hội để các chính phủ phải thể hiện sự nghiêm túc của mình bằng việc làm cho chính bản thân các chính phủ phải chịu đau đớn – cho dù sự đau đớn đó có chút liên quan trực tiếp gì đến những vấn đề trước mắt hay không – bởi vì chỉ như thế họ mới có thể lấy lại niềm tin của thị trường.

Nếu đó là lý thuyết, thì lý thuyết đó hóa ra là hoàn toàn sai lầm. Những chỉ dẫn về ngân sách dần được thả lỏng, và cũng không ai quan tâm; thị trường chứng khoán một lần nữa lại tăng ở Hàn Quốc dù những cải tổ cơ cấu bị đình trệ tại đây. Hơn nữa, phạm vi rộng lớn hoàn toàn vô lý của những đòi hỏi từ IMF (bị nghi ngờ rằng do Mỹ đang cố dùng cuộc khủng hoảng để áp đặt tư tưởng của họ lên châu Á) ít nhiều đảm bảo cho một thời kỳ tranh cãi kéo dài giữa các chính phủ châu Á và những người giải cứu, thời kỳ mà cuộc khủng hoảng niềm tin ngày càng tệ hại hơn.

Vì thế IMF đã làm hỏng hai phần quan trọng của cuộc cứu nguy. Nhưng những vấn đề thực sự lớn lại có liên quan đến lãi suất và tỷ giá hối đoái. Liệu nó có làm hỏng cả hai vấn đề này nữa hay không?

Đây là những gì IMF đã làm: Ở châu Á (trái với ngược với Brazil, nơi tôi đã nói là bức tranh biếm họa của các chương trình châu Á) IMF đã không nói với các nước là phải bảo vệ đồng tiền của họ bằng mọi giá. Nhưng IMF đã nói với họ là nâng lãi suất, đầu tiên ở mức rất cao, trong nỗ lực để thuyết phục các nhà đầu tư để nguyên tại chỗ vốn đầu tư của họ. Những người phê bình mạnh mẽ IMF – nổi tiếng nhất là Jeffrey Sachs của Harvard – nói rằng đây là một việc làm rất sai trái. Thực tế, Sachs đã tin rằng các quốc gia châu Á có thể và nên xử sự như nước Úc, đơn giản là cứ để cho đồng tiền của họ giảm sút cho đến khi các nhà đầu tư bắt đầu thấy chúng dường như rẻ, rằng nếu họ làm như thế, thì sự suy thoái nặng nề sẽ không bao giờ xảy ra.

Đáp lại, IMF nói rằng châu Á không phải là nước Úc, rằng để đồng tiền rơi không kiểm soát sẽ dẫn tới việc “phá giá thái quá”, và rằng hậu quả sẽ xảy ra là tai họa tài chính lớn lao (bởi vì sẽ có rất nhiều doanh nghiệp phải trả nợ bằng tiền USD) và lạm phát tăng vọt. Vấn đề của lập luận này là: tai họa tài chính lớn lao đó dù sao vẫn cứ xảy ra, do lãi suất cao và sự suy thoái mà IMF đã tạo ra. Vì thế, IMF giỏi lắm cũng chỉ tránh cái vòng lẩn quẩn này bằng cách bắt đầu một cái vòng lẩn quẩn khác.

Chính quan sát này cũng bác bỏ lập luận của nhiều nhà phê bình cánh hữu với IMF, rằng nó nên báo với các quốc gia là hãy bảo vệ tỷ giá hối đoái ban đầu của họ ở bất cứ giá nào. Điều này thực sự có thể tránh được sự sụp đổ niềm tin vào các *đồng tiền* châu Á; nhưng nó sẽ không làm bất kỳ điều gì để ngăn cản sự sụp đổ niềm tin vào các *nền kinh tế* châu Á, và sự suy sụp hoàn toàn của nền kinh tế có thể vẫn xảy ra.

Liệu việc đơn thuần để cho đồng tiền rơi tự do có hiệu quả hay không? Sachs biện luận rằng bằng việc *không* nâng lãi suất, các chính phủ sẽ tránh khỏi thêm sự hoảng loạn tài chính, thì kết quả có thể sẽ là những phá giá khiêm tốn, có thể vượt qua được, và một kết quả kinh tế khá hơn nhiều. Sự biện luận này dường như không thuyết phục đối với nhiều người (kể cả bản thân tôi) tại thời điểm của cuộc khủng hoảng châu Á, nhưng tới đầu năm 1999 đã được ủng hộ hơn, khi Washington hoàn toàn phá hủy Brazil – nhưng chi tiết sẽ được nói kỹ hơn trong chương 7.

Tuy nhiên, chắc chắn kết luận ở đây là: không có sự lựa chọn nào hoàn toàn tốt cả. Dường như, các nguyên tắc của hệ thống tài chính quốc tế làm cho nhiều quốc gia không có lối thoát. Và vì thế lỗi không thuộc về ai khi mọi việc trở nên hết sức tồi tệ.

Nhưng điều này không có nghĩa là không có kẻ nào chủ mưu hết.

^[1] Paul Adam Samuelson (1915-) : nhà kinh tế học người Mỹ, đại biểu của trường phái kinh tế học vĩ mô tổng hợp và có đóng góp to lớn ở một loạt lĩnh vực của kinh tế học. Ông là người sáng lập khoa kinh tế học lừng danh của Học viện Kỹ thuật Massachusetts. Samuelson đoạt Giải John Bates Clark vào năm 1947 (khi 32 tuổi) và Giải Nobel Kinh tế vào năm 1970 (khi 55 tuổi). Ông còn được trao Giải thưởng Khoa học Quốc gia Mỹ vào năm 1996.

^[2] The Glob, Alan Greenspan: trong đoạn này tác giả chơi chữ, nhại theo việc Alan Greenspan làm chủ tịch Cục dự trữ liên bang (FED).

^[3] Nguyên văn: “việc tống khứ một vấn đề lại làm nảy sinh một vấn đề khác”.

^[4] Tên bộ phim nổi tiếng năm 1982 của đạo diễn Peter Weir với bối cảnh câu chuyện vào thời gian đảo chính Tổng thống Sukarno ở Indonesia (năm 1965), với diễn viên Mel Gibson thủ vai chính. Phim này từng bị cấm chiếu ở Indonesia đến tận năm 1999.

^[5] Lender of last resort (người cho vay cuối cùng) một chức năng của ngân hàng trung ương, như Cục dự trữ liên bang, giúp các ngân hàng bằng cách cho vay tiền để đối phó tình trạng rút tiền hàng loạt một cách bất thường nhằm làm bình ổn hệ thống ngân hàng.

NHỮNG ÔNG CHỦ CỦA VŨ TRỤ

Vào những ngày xưa tồi tệ, trước khi có sự chiến thắng của chủ nghĩa tư bản, hình ảnh của con quỷ đầu cơ – một kẻ bất lương giàu sự thao túng thị trường làm hại đến những người công nhân lương thiện – là khá phổ biến. Nhưng với sự sụp đổ của hệ thống xã hội chủ nghĩa, sự thành công của toàn cầu hóa, và sự phục hồi hoàn toàn đức tin vào thị trường tự do, thì con quỷ đầu cơ ra đi theo lối mòn của pháp sư và phù thủy: những người đứng đắn đã không còn tin ở sự tồn tại của quỷ nữa. Tất nhiên chỉ những người bảo vệ cực đoan nhất của chính sách tự do kinh doanh (*laissez-faire*) mới phủ nhận rằng có những trường hợp trong đó người ta lợi dụng thông tin nội bộ và thậm chí có thể thao túng giá cả của cổ phiếu chỗ này, hàng hóa chỗ kia. Nhưng chắc chắn đây chỉ là một tội lỗi vụn vặt; còn những sự kiện tài chính to tát quyết định số phận của các quốc gia thì liên quan đến các thị trường rộng lớn, không có chỗ cho lý thuyết âm mưu trở nên đáng tin cậy được. Chẳng có cá nhân hay nhóm nhỏ nào thực sự có thể tác động đến giá trị tiền tệ của ngay cả một nền kinh tế cỡ trung, phải không nào?

À, có lẽ là họ cũng có thể. Một trong những khía cạnh lạ lùng nhất của cuộc khủng hoảng thập niên 90 là vai trò quan trọng của “các quỹ đầu tư phòng vệ – hedge funds” – những định chế đầu tư có thể thực hiện những kiểm soát tạm thời về tài sản vượt hơn nhiều so với của cải của những người sở hữu. Rõ ràng các quỹ này, cả khi thành công lẫn thất bại, đã khiến thị trường thế giới rung chuyển. Và ít nhất trong một vài trường hợp, con quỷ đầu cơ dường như đang “tái xuất giang hồ”.

Bản chất của con quái vật

Các quỹ đầu tư phòng vệ thực ra chẳng hề “phòng vệ” chút nào. Thật vậy, chúng ít nhiều làm điều ngược lại. “Phòng vệ” hay “bảo hiểm” (to hedge), theo từ điển Webster định nghĩa, là “cố tránh hay làm giảm thất thoát bằng cách cân bằng các khoản đặt cược hay đầu tư v.v...”. Có nghĩa là, người ta phòng vệ để đảm bảo rằng những dao động trên thị trường *không* ảnh hưởng đến của cải của họ.

Nhưng ngược lại, những gì mà các quỹ đầu tư phòng vệ làm chính xác là cố gắng kiếm lợi cao nhất ở những dao động trên thị trường. Cách thức mà chúng thực hiện việc này điển hình là đầu cơ giá xuống ở một số tài sản – nghĩa là, hứa giao chúng ở mức giá cố định vào một thời điểm nào đó trong tương lai – và đầu cơ giá lên ở những tài sản khác. Sẽ có lợi nhuận nếu giá của tài sản được đầu cơ giá xuống giảm (để cho họ có thể giao hàng với giá rẻ) hay là giá của tài sản đã mua tăng lên, hay cả hai ^[1].

Ưu điểm của kiểu chơi về tài chính này là nó có thể đem lại một khoản tiền lãi rất cao cho những người đầu tư của quỹ phòng vệ. Lý do là quỹ này có thể duy trì những vị thế (positions) lớn hơn nhiều so với số lượng tiền mà những người đầu tư đặt vào nó, khi mà nó mua vị thế “đầu cơ giá cao” chủ yếu bằng số tiền tăng lên từ việc tạo ra vị thế “đầu cơ giá thấp”. Thực ra, lý do duy nhất quỹ đầu cơ cần có bất kỳ nguồn vốn nào là để thuyết phục các bên đối tác trong giao dịch đầu cơ tài sản giá xuống rằng họ có thể giao hàng đúng hạn (tức những cổ phiếu quỹ này vay mượn ban đầu). Những quỹ phòng vệ có uy tín có thể có được những vị thế lớn hơn tiền vốn của những người sở hữu của nó hàng trăm lần; điều này có nghĩa là khi giá tài sản của họ tăng lên hay giá nợ phải trả của họ giảm đi 1%, thì tiền vốn đó sẽ tăng gấp đôi.

Điểm bất lợi, hẳn nhiên rồi, là quỹ đầu tư phòng vệ cũng có thể mất tiền một cách rất “ấn tượng”. Những biến động không lớn của thị trường với các nhà đầu tư thông thường hoàn toàn có thể xóa sạch vốn chủ sở hữu của một quỹ phòng vệ, hay ít nhất cũng làm cho nó mất đi những khoản đầu cơ giá xuống – tức là khiến cho những ai cho quỹ này mượn cổ phiếu hay những tài sản khác yêu cầu họ hoàn trả những tài sản này.

Những quỹ phòng vệ lớn đến cỡ nào? Không ai thực sự biết được vì cho đến gần đây không ai nghĩ rằng cần thiết phải tìm hiểu việc này. Thật vậy, mặc dù những lời cảnh báo thi thoảng từ những nhà kinh tế học có liên quan, và mặc dù ngay cả với những sự kiện mà tôi sắp nêu ra đây, thì các quỹ này gần như không bị các luật lệ chạm đến. Một phần bởi vì các quỹ phòng vệ chỉ cần một khoản tiền vốn giới hạn, từ một số ít các nhà đầu tư – có thể và thực sự vận hành “ngoài khơi” ^[2],

lập nên những nơi cư ngụ hợp pháp có sẵn quyền hạn để giải phóng chính bản thân chúng khỏi những sự can thiệp đầy phiền phức. Không phải là không thể kiểm soát những hoạt động của chúng, nhưng điều đó sẽ rất khó khăn. Hơn nữa, đã từ lâu lắm rồi, có sự đồng tình chung, ít nhất là ở Mỹ, là không cần thiết phải kiểm soát.

Nhưng ở một mức độ nào đó thì đây là một thái độ kỳ lạ, bởi vì ngay năm 1992 có một quỹ đầu tư phòng vệ nổi tiếng đã đưa ra một minh chứng hết sức ấn tượng rằng một nhà đầu tư có hệ số đòn bẩy tài chính cao (highly leveraged investor) có thể có tầm ảnh hưởng như thế nào.

Huyền thoại về George Soros

George Soros, dân Hungary tị nạn trở thành một nhà doanh nghiệp Mỹ, thành lập Quỹ Định mức (Quantum Fund) của ông vào năm 1969. Vào năm 1992 ông đã là một tỷ phú, nổi tiếng như là một “nhà đầu tư vĩ đại của thế giới”, và cũng được tôn vinh bởi sự hào hiệp và sáng tạo về những hoạt động nhân đức của mình. Nhưng Soros – người đàn ông với kiến thức cũng như những tham vọng tài chính, người muốn thế giới phải đón nhận những tuyên bố về triết học của ông một cách nghiêm túc như đã làm thế đối với sự nhay bén về kinh doanh của ông – đã muốn nhiều hơn thế. Như chính bản thân ông đã nói, ông đi tìm một việc phi thường trong kinh doanh để không những tạo ra tiền bạc mà còn tạo ra danh tiếng cho chính ông, danh tiếng mà ông có thể dựa vào nó để phát triển những lĩnh vực phi lợi nhuận của mình.

Ông đã tìm thấy cơ hội của mình ở nước Anh vào mùa hè đó. Năm 1990, nước Anh tham gia Cơ chế tỷ giá hối đoái (Exchange Rate Mechanism – ERM) của Hệ thống tiền tệ Châu Âu, một hệ thống các tỷ giá hối đoái cố định được dự định như là một trạm dừng trên con đường hợp nhất tiền tệ khu vực này. Tuy nhiên, như những lục địa kém hạnh phúc trong câu chuyện ngụ ngôn của chúng ta về globo, nước Anh thấy rằng nó không thích chính sách tiền tệ mà nó bị ép buộc phải theo. Vào lúc mà châu Âu không có một Ngân hàng Trung ương Châu Âu; và dù rằng có một câu chuyện hư cấu hợp pháp về sự cân bằng giữa các quốc gia, nhưng trên thực tế mọi người đều làm nó phù hợp với chính sách tiền tệ của Ngân hàng Trung ương Đức (Germany's Bundesbank). Mà nước Đức thật sự là một nơi hoàn toàn khác với phần còn lại của châu Âu: do vừa mới được tái hợp nhất, nó buộc phải chi tiêu những số tiền lớn vào việc xây dựng lại Đông Đức. Sợ rằng khoản chi tiêu này sẽ gây ra lạm phát, Bundesbank đã duy trì lãi suất cao để ngăn không cho nền kinh tế của chính nó quá nóng. Cùng lúc đó, nước Anh, có lẽ đã tham gia vào ERM với một tỷ giá hối

đoái quá cao, đang ở trong tình trạng suy thoái nặng, và Chính phủ của nước này đang đối mặt với sự bất mãn của dân chúng đang tăng lên. Các viên chức ra sức phủ nhận việc họ cân nhắc để thoát khỏi ERM; nhưng vẫn có sự nghi ngờ dai dẳng về việc liệu họ có thực sự như vậy hay không.

Đây rõ ràng là một tình huống “sắp sẵn” cho cuộc khủng hoảng tiền tệ, và Soros đã quyết định không chỉ đánh cược vào một cuộc khủng hoảng như thế mà còn kích động cho nó xảy ra.

Cơ chế của cuộc đánh cược hết sức đơn giản về nhận thức, nhưng lại cực kỳ phức tạp về chi tiết. Giai đoạn đầu là một cách ứng xử kín đáo, thậm chí là có tính bí mật, khi Quỹ Định Mức âm thầm thiết lập những hạn mức tín dụng (credit line) cho phép nó vay số tiền bằng bảng Anh trị giá 15 tỷ USD và có thể chuyển số tiền đó thành USD tùy ý. Sau đó, một khi về căn bản quỹ đã đầu cơ giá lên bằng USD và đầu cơ giá xuống bằng bảng Anh (tức là giữ trạng thái trường với USD và trạng thái đoản với bảng Anh), thì cuộc tấn công chuyển sang giai đoạn “huyền não”: Soros tỏ ra phô trương nhiều hết mức có thể về việc đầu cơ giá xuống đối với bảng Anh, trả lời phỏng vấn của các tờ báo để công khai rằng ông tin bảng Anh sẽ sớm bị phá giá, và cứ thế. Nếu tất cả đều tiến triển tốt, thì điều này sẽ gây ra việc tháo chạy khỏi bảng Anh của những nhà đầu tư khác, một cuộc tháo chạy sẽ buộc chính phủ Anh nhường bước và phá giá nó.

Và nó đã có tác dụng. Cuộc tấn công công khai đồng bảng Anh của Soros bắt đầu vào tháng 8. Trong vài tuần nước Anh đã chi gần 50 tỷ USD trên các thị trường hối đoái để phòng thủ cho bảng Anh, mà không có kết quả. Giữa tháng 9 chính phủ đã nâng lãi suất để bảo vệ đồng tiền, nhưng về mặt chính trị điều này cho thấy là không chấp nhận được. Chỉ sau ba ngày, nước Anh rút khỏi ERM và bảng Anh được thả nổi (và thả nổi cho đến tận ngày hôm nay). Soros không những kiếm được khoảng một tỷ USD từ khoản vốn tăng lên nhanh chóng mà còn tạo ra cho chính mình có lẽ là hình ảnh của một nhà đầu cơ nổi tiếng nhất của mọi thời đại.

Nhưng thực sự thì Soros đã làm gì? Ở đây có ba câu hỏi.

Đầu tiên, phải chăng Soros đã ngầm phá hoại một đồng tiền mà nếu không nó vẫn còn duy trì giá trị của nó? Có lẽ là không. Thực tế là những áp lực lên bảng Anh đã được dựng lên đều đặn, và rất nhiều nhà kinh tế học (mặc dù không phải nhiều người tham gia vào thị trường) hầu như đã nghi ngờ rằng nước Anh không khao khát ở lại ERM lắm. Không ai có thể chứng minh được sự quả quyết này, nhưng tôi vẫn tin rằng nỗ lực của nước Anh để tham gia vào câu lạc bộ tiền tệ của châu lục đã bị thất bại, dù có hay không có Soros.

Nhưng trong trường hợp đó, ít ra là Soros có làm nhanh thêm thời gian biểu, làm cho bảng Anh phá giá sớm hơn dự định? Hầu như chắc

chấn có, nhưng câu hỏi là, ở mức nào? Lại một lần nữa, người ta không thể chứng minh điều này theo cách này hay cách kia, nhưng phỏng đoán của chính tôi là những điều kiện kinh tế đã di chuyển nước Anh theo hướng tiến gần đến cửa thoát khỏi ERM trong bất kỳ trường hợp nào và rằng Soros đã làm nhanh thêm thời gian biểu chỉ một vài tuần.

Cuối cùng, Soros có gây hại gì cho nạn nhân của mình hay không? Chính phủ của Thủ tướng John Major không bao giờ hồi phục khỏi tình trạng nhục nhã này. Nhưng thực sự có thể biện luận rằng Soros đã ban một đặc ân cho nước Anh nói chung. Sự suy sụp của bảng Anh đã không tạo ra một khủng hoảng kinh tế: đồng tiền ổn định một cách tự nhiên thấp hơn khoảng 15% so với giá trị trước đây của nó. Thoát khỏi nhu cầu hỗ trợ bảng Anh, chính phủ Anh có thể giảm lãi suất. (Bộ trưởng Tài chính Anh Norman Lamont tuyên bố rằng ông đã “hát trong nhà tắm” với nổi khuấy khóa về việc chấm dứt cố định tiền tệ mà ông đã tuyên bố là vững chắc chỉ vài ngày trước đó. Sự khuấy khóa của ông này là hơi sớm – hầu hết người dân Anh đều thắng lợi từ việc phá giá, nhưng chỉ riêng ông là sớm bị buộc từ chức). Sự kết hợp của lãi suất thấp hơn và tỷ giá hối đoái cạnh tranh hơn sớm dẫn đến sự khôi phục mạnh mẽ ở nền kinh tế nước Anh, chỉ trong vòng vài năm đã giảm thất nghiệp xuống ở mức mà những nước láng giềng xem là không thể đạt được. Đối với những người dân thường của nước Anh, cuộc tấn công của Soros vào bảng Anh đem lại chủ yếu những điều tốt đẹp.

Vì thế, rốt cuộc thì đây không phải là câu chuyện tồi tệ. Thật vậy, với những người châu Âu ủng hộ việc thống nhất tiền tệ thì những sự kiện năm 1992 là một bi kịch. Người Pháp, những người mà về cơ bản chống cự lại những cuộc tấn công đầu cơ vào năm 1992 và 1993 (trong một thời gian ngắn họ cho phép thả nổi đồng franc, nhưng sớm đưa nó trở lại nhóm ERM), dường như có “cảm râm” những lời tố cáo cũ rích về những kẻ đầu cơ tiền tệ như là những đại diện của quỷ dữ. Nhưng trong giới thảo luận chính sách Anglo-Saxon, thì câu chuyện về Soros và bảng Anh thì không được xem như là bất kỳ lời nguyền phiến toái nào.

Tất cả những cái đó thay đổi khi khủng hoảng châu Á nổ ra: hoá ra kết quả của việc đầu cơ có thể không hiền lành chút nào!

Sự diên khùng của Thủ tướng Mahathir

Hãy thử tưởng tượng xem phải cảm nhận điều này ra sao. Ông đã điều hành những vấn đề chính trị sắc tộc rắc rối của đất nước mình với kỹ năng hoàn hảo: làm hài lòng sắc tộc Mã Lai (chiếm đa số dân tại Malaysia) với những ưu đãi về kinh tế theo chương trình *bumiputra*

(“đưa con của đất”), nhưng vẫn không đẩy cộng đồng người Hoa hoạt động thương mại ra ngoài. Ông đã biến quốc gia thành một địa điểm ưu tiên cho những nhà máy chi nhánh đa quốc gia ngay cả khi vẫn theo đuổi một chính sách đối ngoại độc lập, có phần bài phương Tây (anti-Western) được thực hiện rất tốt với một cộng đồng dân cư phần lớn là theo đạo Hồi. Dưới sự lãnh đạo của ông đất nước đã hưởng lợi toàn diện từ sự thần kỳ châu Á: khi nền kinh tế của nó nổi lên, các doanh nhân nước ngoài, từ Bill Gates trở xuống, đều theo ve vãn, và vào mùa hè năm 1997 tạp chí uy tín Time đã công bố ông nằm trong danh sách 100 “nhà lãnh đạo công nghệ” của thế giới.

À, cũng có vài lời chỉ trích. Một số bạn bè của ông và các thành viên trong gia đình ông dường như trở nên giàu có khá dễ dàng. Một số người nước ngoài buộc tội ông về sự vĩ cuồng, với việc kiên trì xây dựng tòa nhà cao nhất thế giới, thủ đô mới và một “hành lang công nghệ” mới. Nhưng nói chung ông có mọi lý do để cảm thấy thỏa mãn với những thành tựu của mình.

Vào lúc đó, chỉ với một cú sốc bất ngờ, mọi thứ trở nên chua chát. Những người láng giềng không tuân kỷ luật của ông bị một cuộc khủng hoảng tiền tệ – vàng, đây chính là vấn đề của họ. Nhưng sau đó tiền bắt đầu cũng lũ lượt ra khỏi đất nước của ông. Ông phải đối diện với lựa chọn nhục nhã giữa việc cứ để tiền tệ lún sâu hoặc là phải tăng lãi suất, cách nào cũng đặt những ngành nghề dày công xây đắp đó vào tình cảnh khó khăn tài chính nghiêm trọng.

Vì thế một mặt chúng ta không nên khiển trách Mahathir Mohamad, thủ tướng Malaysia, vì ông dễ bị thuyết phục bởi những lý thuyết âm mưu. Nói gì thì nói, đa số mọi người tin rằng George Soros đã sắp đặt cuộc tháo chạy khỏi bảng Anh 5 năm trước, và Quỹ Định Mức chắc chắn là đã đầu cơ vào tiền tệ Nam Á vài năm qua. Vậy còn gì tự nhiên hơn là đổ lỗi cho một nhà đầu cơ nổi tiếng về những nỗi khổ của mình? Người ta thậm chí có thể gọi nó là một chút công lý thơ mộng: Soros, bằng chính sức mình, đã tấn công bảng Anh vì sự nổi tiếng cũng như vì tiền bạc, và bây giờ ông phải hứng chịu “gậy ông đập lưng ông”.

Tuy nhiên, rõ ràng là Mahathir lẽ ra nên giữ mồm giữ miệng. Vào lúc mà niềm tin vào nền kinh tế đất nước ông đã hoàn toàn bị suy sụp, hình ảnh một thủ tướng say sưa nói về âm mưu của Mỹ chống lại châu Á ^[3] – và ám chỉ một cách chung chung rằng thật ra đó là một âm mưu của người Do Thái – không phải là cái mà những ông lang tiền tệ ^[4] sẽ kê đơn.

Và tình cờ điều này cũng không đúng. Quỹ Định Mức đã đầu cơ chống Thái Lan (tức là theo hướng dự đoán đồng baht xuống giá), nhưng lúc đó nhiều người cũng làm như thế. Mà ngay chính cuộc tháo

chạy về vốn khỏi Malaysia hóa ra là bởi chính những người Malaysia – đặc biệt là một số doanh nghiệp trước đó trở nên giàu có nhờ vào đặc ân của Mahathir.

Tuy nhiên, Mahathir vẫn tiếp tục nhấn mạnh tình cảnh của mình, tấn công Soros ở các cuộc họp báo và diễn thuyết. Chỉ sau vài tháng trôi qua, và tình trạng kinh tế của Malaysia bắt đầu ở mức độ báo động, thì ông mới trở nên khá im lặng, lo sợ sẽ gây phiền phức đến các thị trường. Có lẽ ông cũng nhận thức được rằng hầu hết thế giới đều thấy những lời than phiền của ông là ngớ ngẩn. Những âm mưu như thế rõ ràng không xảy ra trong thế giới thực.

Và sau đó một âm mưu như thế đã xảy ra.

Cuộc tấn công vào Hong Kong

Hong Kong từ lâu đã có một vị trí đặc biệt trong trái tim của những người nhiệt huyết với thị trường tự do. Vào lúc mà hầu hết các nước Thế giới thứ ba tin rằng chế độ bảo hộ và nền kinh tế chỉ huy là con đường để phát triển, thì Hong Kong đã có tự do mậu dịch và một chính sách để cho các doanh nghiệp mặc sức tung hoành – và đã cho thấy một nền kinh tế mở rộng cửa như thế có thể phát triển ở những mức độ mà các nhà kinh tế học không bao giờ có thể tưởng tượng ra. Chính quyền đặc khu cũng dẫn đến sự hồi phục tỷ giá chuẩn (currency board), điều mà một số người bảo thủ ưa tưởng tượng là thiết lập bước đầu tiên trên con đường quay trở lại bản vị vàng. Năm này qua năm khác tổ chức Heritage Foundation ^[5] luôn đánh giá Hong Kong ở vị trí cao về “chỉ số tự do kinh tế” của nó.

Nhưng Hong Kong đã chịu ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng châu Á. Thật khó tìm ra bất kỳ lỗi nào ở chính sự quản lý của đặc khu: hơn bất kỳ nước nào khác trong khu vực, nền kinh tế của nó được điều hành trên nguyên tắc thượng tôn pháp luật, với những ngân hàng được điều chỉnh tốt và những chính sách bảo thủ về ngân sách. Có rất ít dấu hiệu của chủ nghĩa tư bản thân hữu trước cuộc khủng hoảng, và trong năm đầu tiên, ở đó cũng không có bất kỳ cuộc đào thoát hoảng loạn nào về vốn tư bản. Tuy thế, rõ ràng là đặc khu đã ở không đúng nơi và đúng lúc. Khi những người láng giềng của nó suy giảm, kinh doanh chịu tác động: người Nhật ngưng việc ghé qua Hong Kong để mua sắm, các công ty Đông Nam Á ngưng mua các dịch vụ từ các ngân hàng Hong Kong. Tệ hơn nữa, hệ thống tỷ giá chuẩn nghiêm ngặt của Hong Kong có nghĩa là tỷ giá hối đoái được cố định cứng nhắc ở mức 7,8 HKD ăn một USD, ngay cả khi nhiều đồng tiền còn lại của châu Á bị phá giá và đột nhiên Hong Kong trở nên đắt đỏ hơn

nhiều so với Bangkok và thậm chí Tokyo. Kết quả là đã có sự suy thoái nghiêm trọng, điều tồi tệ nhất trong ký ức của mọi người.

Đương nhiên những nghi ngờ hết sức phiến toái bắt đầu xuất hiện. Hong Kong liệu có thực sự bảo vệ tỷ giá hối đoái của nó bằng bất kỳ giá nào hay không? Một số thương nhân Hong Kong công khai khản khoản Ủy ban Tiền tệ phá giá đồng tiền, để làm cho chi phí của họ cạnh tranh trở lại. Những yêu cầu như thế bị loại đi, và chính phủ tuyên bố rằng tỷ giá cố định, nhưng sau đó cũng phải làm giống như chính phủ Anh đã làm vào năm 1992. Cũng vậy, Trung Quốc thì sao? Gã khổng lồ phần lớn thoát được đợt sóng đầu tiên của cuộc khủng hoảng, chủ yếu nhờ vào việc kiểm soát tiền tệ của nó. Nhưng vào mùa hè năm 1998, những dấu hiệu của một nền kinh tế trì trệ đã xuất hiện, và cùng với nó là những lời xì xầm cho rằng cả đồng tiền của Trung Quốc cũng có thể bị phá giá, đặt Hong Kong vào một vị trí phải chịu sức ép nặng nề hơn nữa.

Một số người có thể xem tất cả những điều này như là những tin xấu; nhưng đối với một số quỹ đầu tư phòng vệ thì lại thấy đây là một cơ hội.

Với những lý do hết sức rõ ràng, không có những con số chính xác về chính những gì đã xảy ra vào tháng 8 và 9 năm 1998, nhưng đây là cách mà câu chuyện đã được kể, bởi cả những viên chức Hong Kong và cả những thành viên tham gia thị trường. Một nhóm nhỏ các quỹ phòng vệ – nghe đồn là có cả Quỹ Định Mức của Soros và Quỹ Tiger của Julian Robertson (ít nổi tiếng hơn nhưng cũng có tầm ảnh hưởng tương đương), mặc dù các quan chức không nêu đích danh ai – bắt đầu một “trò chơi hai mặt” đối với Hong Kong. Họ bán đầu cơ giá thấp cổ phiếu của Hong Kong – nghĩa là họ vay cổ phiếu từ những người chủ, sau đó bán đi để lấy dollar Hong Kong (với một lời hứa đối với những người chủ là sẽ mua cổ phiếu để trả lại, dĩ nhiên rồi – cũng như trả một “phí thuê mượn” cho việc sử dụng cổ phiếu trong chốc lát). Sau đó họ đổi dollar Hong Kong để lấy dollar Mỹ. Thực tế họ đang đánh cược rằng một trong hai thứ sẽ xảy ra. Hoặc là dollar Hong Kong sẽ bị phá giá, trong trường hợp đó họ sẽ kiếm lời trên việc đầu cơ tiền tệ; hoặc là Ủy ban Tiền tệ Hong Kong sẽ bảo vệ đồng tiền của mình bằng cách tăng lãi suất, điều này sẽ làm cho thị trường cổ phiếu nội địa đi xuống, và họ sẽ kiếm tiền từ việc đầu cơ giá xuống của họ.

Nhưng theo quan điểm của các quan chức Hong Kong, các quỹ phòng vệ không chỉ đánh cược trên những sự kiện này: như Soros năm 1992, họ đang cố hết sức để làm cho nó xảy ra. Việc bán ra dollar Hong Kong (để mua vào USD) được thực hiện hết sức khoa trương với nhiều hợp đồng ngoại hối lớn, trong những thời gian đều đặn, để đảm bảo rằng mọi người trên thị trường đều phải chú ý. Và cũng không nêu đích danh, các quan chức Hong Kong cũng tuyên bố rằng

các quỹ phòng vệ đã trả tiền cho các phóng viên và biên tập viên để thuê dệt những câu chuyện cho là dollar Hong Kong hay nhân dân tệ của Trung Quốc, hay cả hai, đang trên bờ vực phá giá. Nói cách khác, họ đang chủ ý khởi động một cuộc đào thoát về tiền tệ.

Liệu các quỹ phòng vệ đầu tư có thực sự thông đồng với nhau hay không? Cũng có thể lắm: trong khi một sự đồng tình rõ ràng để thao túng giá cổ phiếu Microsoft sẽ đưa bạn vào tù, thì một âm mưu tương tự chống lại thị trường cổ phiếu Hong Kong (với giá trị vốn hóa tương đương vào năm 1998) rõ ràng là bị lọt qua kẽ hở pháp luật. Cũng có thể là chẳng có liên hệ gì với nhau cả. Nhưng có vẻ như có những dấu hiệu và những cái nhảy mất, vài trao đổi thông tin qua một ván chơi golf hay bên cạnh một chai rượu đắt tiền. Dù gì đi nữa thì cũng không có nhiều nhà đầu cơ như vậy, và tất cả bọn họ đều biết “cách chơi” rất rõ ràng.

Thật vậy một số nhà quan sát đã thấy bóng dáng của một âm mưu lớn hơn nữa. Tứ đại gia Hong Kong (hay Ngũ đại gia, hay bất kỳ cái gì đi nữa) còn chơi nhiều trò khác cùng lúc đó. Họ mua đầu cơ giá thấp ở đồng yen – bởi vì lãi suất ở Nhật thấp, và họ nghĩ rằng đồng yen có thể giảm theo dollar Hong Kong – cũng như dollar Úc, dollar Canada v.v... Và họ đã trở thành những người mua bán to lớn và ồn ào của một số loại tiền tệ khác nữa. Vì thế bạn có thể nghĩ về Hong Kong như là trung tâm của trò chơi chống lại khu vực châu Á – Thái Bình Dương, thật ra hoàn toàn có thể là âm mưu thị trường lớn nhất của mọi thời đại.

Và tất cả dường như đều thành công. Rốt cuộc, Hong Kong có thể làm được gì? Thị trường chứng khoán Hong Kong to lớn so với thị trường chứng khoán của hầu hết những nước đang phát triển, nhưng không so được với nguồn lực của những quỹ phòng vệ. Có những báo cáo cho rằng tổng vị thế đầu cơ giá xuống của những kẻ âm mưu lên đến 30 tỷ USD, tương đương với việc đầu cơ giá xuống khoảng 1,5 nghìn tỷ USD ở thị trường chứng khoán Mỹ. Hơn nữa thị trường Hong Kong đã, đang và sẽ mở cửa: đó là nơi có tiếng là người ta có thể làm bất cứ điều gì mà họ thích đối với đồng tiền của mình, tránh được sự can thiệp tùy tiện của chính phủ, thậm chí còn không dám đùa với những kiểm soát về sự đào thoát của vốn đầu tư. Nói chung là, kế hoạch đầu cơ nói trên có vẻ là một kế hoạch tuyệt vời, với rất nhiều cơ hội thành công.

Nhưng thật bất ngờ, Hong Kong đánh trả lại!

Vũ khí chính trong cuộc chiến đó là một ứng dụng mới lạ và khác thường của những quỹ thuộc Ủy ban tiền tệ Hong Kong (Hong Kong Money Authority – HKMA). HKMA có những nguồn lực to lớn. Hong Kong theo chế độ tỷ giá chuẩn, cho nên cứ mỗi 7,8 dollar Hong Kong tiền mặt luân chuyển thì trả lại 1 USD ở dạng dự trữ; nhưng hóa ra là

HKMA thực tế đã gửi vào ngân hàng số lượng USD cao hơn nhiều so với nhu cầu của nó. Gia tài này có thể được sử dụng như thế nào để đối phó lại những quỹ đầu tư phòng vệ? Bằng cách dùng nó để mua cổ phiếu nội địa, làm tăng giá cổ phiếu và khiến các quỹ đã bán những cổ phiếu đầu cơ giá xuống đó bị thua lỗ. Dĩ nhiên, để có hiệu quả những cuộc mua bán này sẽ phải ở quy mô lớn, bằng hay thậm chí lớn hơn nhiều so với việc mua bán giá xuống của các quỹ phòng vệ. Nhưng hiển nhiên là các cấp chính quyền có nguồn lực để thực hiện những giao dịch như thế.

Lúc đó, tại sao các quỹ phòng vệ lại không lường trước phản ứng này? Bởi vì họ không nghĩ rằng chính phủ Hong Kong liệu linh chấp nhận những phản ứng không thể tránh khỏi từ phía những nhà bảo thủ cho rằng một hình mẫu thị trường tự do như vậy mà lại cố điều khiển giá cả thị trường. Và phản ứng thực sự là hết sức dữ dội. Hành động của chính phủ là “điên khùng”, Milton Friedman gào lên như thế. Heritage Foundation loại bỏ việc đánh giá nhà-nước-đặc-khu này như là thành lũy của tự do kinh tế; các câu chuyện trên báo chí liên hệ Hong Kong với Malaysia, nơi vừa mới áp dụng những kiểm soát hà khắc về vốn. Bộ trưởng Tài chính Tăng Âm Quyền (Donald Tsang ^[6]) bắt đầu công du thế giới, cố giải thích những hành động đó với các nhà đầu tư và tái khẳng định với họ rằng chính phủ của ông vẫn luôn ủng hộ chủ nghĩa tư bản. Nhưng đó là một nhiệm vụ thật nan giải.

Trong một thời gian ngắn các quỹ đầu tư phòng vệ trông mong rằng phản ứng sẽ buộc chính quyền Hong Kong nhượng bộ. Họ tái tục (roll over) các vị thế đầu tư giá xuống của họ (nghĩa là trả cho những người chủ cổ phiếu một khoản phí để gia hạn thời gian hoàn trả chúng) và nằm chờ chính phủ chấm dứt việc can thiệp. Chính phủ không lùi bước, trái lại còn đề ra những luật lệ mới nhằm hạn chế việc đầu cơ giá thấp, từ đó buộc những nhà đầu tư đã cho thuê cổ phiếu phải đòi cổ phiếu về; điều này buộc các quỹ phòng vệ đầu tư phải thu hẹp các vị thế của chúng, đồng thời gây ra những sự la ó bất bình sâu sắc.

Và lúc đó toàn bộ vấn đề Hong Kong phai nhạt dần, khi mà một loạt những sự kiện lạ lùng trên khắp thế giới buộc bản thân các quỹ đầu tư phòng vệ phải cắt giảm những hoạt động của chúng.

Nền kinh tế Potemkin

Năm 1787, nữ hoàng Catherine ^[7] của Nga đi công du các tỉnh thành phía nam vương quốc. Theo truyền thuyết, quan tể tướng Grigori Aleksandrovich Potemkin ^[8] đến trước một ngày, dàn cảnh sao cho các thôn xóm bần hàn trông như thịnh vượng, và rồi tháo dỡ những vật chống chế đó ra mang sang điểm dừng kế tiếp. Từ đó, thuật

ngữ “ngôi làng Potemkin” được sử dụng để đề cập đến những cảnh tượng rõ ràng là hạnh phúc nhưng thực tế chẳng có gì ngoài bộ mặt bên ngoài, điều không hề có mối liên hệ nào đến những gì nằm bên dưới chúng.

Và rồi, hoàn toàn thích hợp để cho rằng vào nửa sau của thập niên 90 bản thân nước Nga trở thành một dạng kinh tế Potemkin.

Chẳng ai nói việc chuyển đổi từ chủ nghĩa xã hội sang chủ nghĩa tư bản là dễ dàng, nhưng đối với nước Nga việc này càng khó hơn nhiều so với tất cả các nước khác. Nhiều năm sau sự sụp đổ của chế độ Cộng sản, ở đây nền kinh tế của Nga dường như bị rơi vào tình trạng bị bỏ bê, mất đi những gì mà nền kinh tế kế hoạch tập trung đã từng cung cấp, nhưng cũng thất bại trong việc hình thành một hệ thống thị trường hoạt động. Thậm chí những thứ đã từng hoạt động ở một mức độ nào đó cũng không còn thực hiện được chức năng đó: các nhà máy từng sản xuất ra những sản phẩm kém chất lượng cũng không còn sản xuất gì nữa, những nông trang tập thể thậm chí còn trở nên kém năng suất hơn cả trước kia, và những năm tháng khủng khiếp thời Brezhnev

^[9] bắt đầu có vẻ như là thời vàng son. Có hàng trăm ngàn những lập trình viên, kỹ sư, nhà khoa học, toán học có chuyên môn cao, nhưng họ vẫn không thể tìm ra một công việc tử tế.

Đó là một tình trạng thật đáng tiếc, nhưng Nga vẫn còn một tài sản cuối cùng: là người thừa kế của Liên bang Xô Viết, nó vẫn còn một kho vũ khí hạt nhân khổng lồ. Nga đã không đe dọa một cách rõ ràng là sẽ bán vũ khí hạt nhân cho ai trả giá cao nhất, nhưng rủi ro có thể xảy ra việc này đã ảnh hưởng đến chính sách phương Tây khiến cho chính phủ Mỹ lo lắng nhưng làm ra vẻ là mọi thứ đều tốt đẹp cả. Một thời gian dài sau khi những người am hiểu nhất hoàn toàn trở nên yếm thế, thì Mỹ vẫn tiếp tục hy vọng rằng những nhà cải cách của Nga bằng cách nào đó sẽ cố gắng để hoàn tất sự chuyển đổi đã bị trì hoãn, rằng những đầu sỏ chính trị sẽ ngừng ích kỷ, hay ít nhất đừng quá thiên cận. Vì thế chính phủ Mỹ đã ép buộc Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF) cho Nga vay tiền để mua thời gian cho những kế hoạch ổn định hóa mà bằng cách nào đó không bao giờ trở thành hiện thực (*Phóng sự Medley* , một bản tin kinh tế quốc tế, bình luận rằng Mỹ đã không – như một số người đã nói – ném tiền qua cửa sổ. Thay vào đó, họ đang ném tiền vào hầm chứa tên lửa).

Đến lượt mình, khả năng rõ ràng của Nga trong việc dùng vũ khí hạt nhân như là một “tài sản thế chấp để vay tiền” đã khuyến khích những nhà đầu tư nước ngoài lăm tiền nhiều của chấp nhận rủi ro và “đặt” tiền vào “cửa” Nga. Mọi người đều biết rằng đồng rúp có thể bị phá giá nhiều, thậm chí là nghiêm trọng, hoặc là chính phủ Nga có thể đơn giản là không trả được nợ. Nhưng có vẻ như đó là một cá cược tốt

bởi trước khi việc đó xảy ra, phương Tây sẽ can thiệp với một lượng tiền mặt bơm vào khẩn cấp! Vì khoản nợ của chính phủ Nga được chào với mức lãi suất cực kỳ cao, sau cùng còn đạt mức 150%, thì việc cá cược là một việc hết sức hấp dẫn đối với các nhà đầu tư sẵn sàng chấp nhận rủi ro – đáng chú ý là những quỹ đầu tư phòng vệ.

Tuy nhiên, hóa ra là việc cá cược này rốt cuộc cũng không “ngon ăn”. Vào mùa hè năm 1998 tình hình tài chính của Nga được tháo gỡ nhanh hơn mong đợi. Vào tháng 8, George Soros (!) công khai đề nghị Nga phá giá đồng rúp và sau đó đi theo chế độ tỷ giá chuẩn. Những nhận xét của ông châm ngòi cho một cuộc tháo chạy tiền tệ, một sự phá giá không tương xứng theo kiểu Mexico, và sau đó là một sự kết hợp giữa sự sụp đổ tiền tệ và việc hoãn nợ. Và phương Tây rõ ràng đã chán ngấy: lần này thì không còn việc giải cứu gì nữa. Thế là những khoản nợ của Nga chỉ có thể bán với giá chỉ bằng một phần nhỏ mệnh giá, và hàng tỷ USD đã bốc hơi (Còn cái “tài sản thế chấp” hạt nhân đó thì sao? Câu hỏi hay đó; thôi hãy dừng nghĩ về nó nữa).

Ở khía cạnh tiền bạc thuần túy, tiền mất ở Nga là hoàn toàn vụn vặt – con số này chẳng qua cũng không nhiều hơn khi thị trường chứng khoán Mỹ giảm một phần nhỏ bằng 1% (điều hầu như ngày nào cũng có thể xảy ra trên thị trường khổng lồ này). Nhưng những thất thoát này tác động nặng nề lên một nhóm nhỏ những nhà đầu cơ có hệ số đòn bẩy tài chính cao, điều này có nghĩa là chúng hầu như có những tác động hết sức to lớn đến phần còn lại của thế giới. Thật vậy, chỉ với một vài tuần mà trông như thể sự sụp đổ tài chính của Nga có thể kéo theo cả toàn bộ thế giới.

Sự hoảng loạn năm 1998

Vào mùa hè năm 1998 bảng cân đối kế toán của các quỹ đầu tư phòng vệ trên thế giới không chỉ có quy mô lớn mà còn hết sức phức tạp. Tuy thế, vẫn có một “khuôn mẫu” chung. Điển hình, những quỹ này đầu cơ giá xuống ở những tài sản an toàn, không có vẻ là rất giá và dễ chuyển đổi – nghĩa là có thể bán đi dễ dàng nếu bạn cần tiền mặt. Đồng thời chúng đầu cơ giá lên ở những tài sản rủi ro và khó chuyển đổi. Do đó mà một quỹ phòng vệ có thể đầu cơ giá xuống vào những khoản nợ của chính phủ Đức, vốn rất an toàn và dễ bán, và đầu cơ giá lên ở những chứng khoán có-thế-chấp-tài-sản (mortgage-backed securities) của Đan Mạch (tức những chứng chỉ gián tiếp đòi quyền sở hữu nhà cửa), rủi ro hơn một chút và rất khó bán trong một khoảng thời gian ngắn. Hoặc họ có thể đầu cơ giá xuống vào trái phiếu của Nhật và đầu cơ giá lên vào nợ của Nga.

Nguyên tắc chung ở đây là về phương diện lịch sử, những thị trường này có khuynh hướng quan tâm đến an toàn và tính thanh khoản, bởi

vì những nhà đầu tư nhỏ là những người ác cảm với rủi ro và không bao giờ biết được khi nào họ cần rút tiền ra. Điều này đã đưa ra một cơ hội cho những nhà đầu cơ lớn, những người có thể tối thiểu hóa rủi ro bằng việc đa dạng hóa thận trọng (mua hỗn hợp tài sản để thu về ở một khoản đầu tư này có thể bù lại những thua lỗ ở một khoản khác), và những người ít khi cần tiền mặt đột ngột. Phần lớn là do việc khai thác triệt để những chênh lệch này mà các quỹ phòng vệ đã kiếm được nhiều tiền, năm này qua năm khác.

Tuy nhiên, vào năm 1998 nhiều người đã hiểu được ý niệm cơ bản này, và sự cạnh tranh giữa chính những quỹ phòng vệ đã làm cho việc kiếm tiền ngày càng khó khăn hơn. Một số quỹ phòng vệ thực sự bắt đầu trả lại tiền cho các nhà đầu tư, tuyên bố rằng họ không thể tìm ra những cơ hội tạo đủ lợi nhuận để sử dụng nó. Nhưng họ cũng cố gắng thử tìm những cơ hội mới bằng việc chọn lựa những vị thế xa hơn, phức tạp hơn mà có vẻ như bên ngoài thì cực kỳ rủi ro nhưng được cho là đã được cơ cấu một cách khôn khéo để tối thiểu hóa những khả năng thất thoát.

Điều không ai nhận thức được cho đến khi tai họa giáng xuống là: sự cạnh tranh giữa các quỹ phòng vệ để khai thác những cơ hội có lợi nhuận hạn hẹp hơn bao giờ hết đã tạo ra một cỗ máy tài chính đi vào chỗ chết.

Đây là cách thức mà cỗ máy đã vận hành. Giả dụ rằng một quỹ đầu tư phòng vệ nào đó – cứ gọi nó là Quỹ Tương đối – đã đặt cược lớn vào nợ của chính phủ Nga. Sau đó Nga không trả nợ, và nó mất hàng tỷ USD hay đại loại thế. Điều này làm cho những nhà đầu tư, những người là đối tác của Quỹ Tương đối ở vị thế đầu cơ giá xuống – thấy lo lắng – họ là những người đã cho Quỹ này mượn cổ phiếu và trái phiếu, để được hoàn lại trong tương lai. Vì thế họ yêu cầu trả lại tài sản của họ. Tuy nhiên, Quỹ Tương đối thực sự không có những tài sản đó trong tay; nó phải mua lại, có nghĩa là nó phải bán những tài sản khác để có được lượng tiền cần thiết. Và vì nó là một người chơi lớn (big player) trên thị trường, khi nó bắt đầu bán, giá cả của những thứ mà nó đã đầu tư bắt đầu đi xuống.

Trong khi đó, đối thủ của Quỹ Tương đối, Quỹ Pussycat cũng đầu tư vào những thứ tương tự. Vì thế khi Quỹ Tương đối bị buộc vào những việc mua bán đột ngột với số lượng lớn, điều này có nghĩa là Pussycat cũng bị thất thoát; nó cũng rơi vào trường hợp bị ép buộc bán ra, và cũng làm cho giá của các loại tài sản khác giảm. Trong khi làm thế, nó cũng tạo ra vấn đề cho Quỹ Elizabeth, và cứ thế mọi chuyện lây lan.

Nếu tất cả những điều này nhắc nhở bạn về sự tan chảy (meltdown) tài chính của châu Á, như tôi đã nói trong chương 4, thì về cơ bản đó cũng là một quá trình tương tự, liên quan đến sự sụt giảm giá cả và sự

thâm thụt bảng cân đối kế toán – một cái vòng lẩn quẩn của quá trình giảm đòn bẩy tài chính (deleveraging). Không ai cho rằng một việc như thế có thể xảy ra trong thế giới hiện đại, nhưng nó đã xảy ra, và hậu quả thì thật đáng giật mình.

Bạn thấy đấy, hóa ra là các quỹ phòng vệ cần mẫn ở việc mua đi bán lại tính thanh khoản và phí bảo hiểm rủi ro đến mức đối với nhiều tài sản kém thanh khoản thì họ chính là thị trường; khi tất cả họ đều cố gắng bán ngay lập tức thì không có những người mua khác. Và vì thế sau nhiều năm bị thu hẹp dần, tính thanh khoản và phí bảo hiểm rủi ro đột nhiên dâng lên ở những cấp độ chưa-từng-nghe-nói-đến khi các quỹ phòng vệ bị buộc phải tháo bớt vị thế của họ. Những trái phiếu thời hạn 29 năm của chính phủ Mỹ – một tài sản an toàn tuyệt đối (vì nếu như chính phủ Mỹ sụp thì mọi thứ khác đều sụp theo!) – đã đưa ra những lãi suất cao hơn nhiều so với những trái phiếu thời hạn 30 năm, mà những trái phiếu này được giao dịch ở thị trường lớn hơn, và do đó mà dễ bán hơn một chút. Trái phiếu công ty thông thường đưa ra những mức lãi cao hơn so với công trái chính phủ Mỹ, nhưng sự chênh lệch này đột nhiên trở nên rộng thêm vài điểm phần trăm nữa. Và những chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp (MBS) có tính thương mại – công cụ tài chính gián tiếp gây quỹ cho việc xây dựng bất động sản không để ở – hoàn toàn không thể bán được. Tại một cuộc hội nghị mà tôi đã tham dự, những người tham gia hỏi một viên chức của Cục Dự trữ Liên bang rằng có thể làm gì để giải quyết tình hình này. Ông ta trả lời là “Hãy cầu nguyện”.

Thật ra, thật may mắn, Cục Dự Trữ đã làm hơn cả thế. Trước hết, nó sắp đặt việc cứu hộ đối với quỹ bị tổn thất nổi tiếng nhất trong số các quỹ phòng vệ đầu tư: Quỹ Quản lý vốn đầu tư dài hạn đặt ở Connecticut (Long Term Capital Management – LTCM).

Trường thiên tiểu thuyết của LTCM thậm chí còn đáng chú ý hơn cả huyền thoại George Soros. Soros là một nhân vật có truyền thống lâu dài, đó là một kẻ tấn công tài chính mang phong cách “giang hồ” không khác biệt mấy so với những Jim Fisk hay Jay Gould^[10] thuở nào. Tuy nhiên, những nhà quản lý ở LTCM là những con người hiện đại hết sức tinh túy: những nhà thông thái sử dụng những công thức và chương trình vi tính để làm ăn trên thị trường. Công ty đã khoe khoang về việc sở hữu hai giải Nobel cũng như rất nhiều sinh viên xuất chúng trong đội ngũ nhân viên của mình. Họ tin rằng bằng việc nghiên cứu kỹ các mối tương quan lịch sử giữa các tài sản, họ có thể xây dựng những danh mục đầu tư khôn ngoan – đầu cơ giá cao ở một số tài sản này, và giá thấp ở một số tài sản khác – đem lại lợi nhuận cao và ít rủi ro hơn nhiều so với người khác có thể tưởng tượng. Năm này sang năm khác, họ kiếm lời đều đặn đến nỗi những người cho họ

mượn tiền ngưng cả việc hỏi liệu công ty đó có thực sự đủ khả năng tài chính để là một đối tác an toàn hay không.

Rồi đến lúc các thị trường trở nên điên cuồng.

Vẫn không rõ liệu những thất thoát mà LTCM phải chịu đựng có phải là kết quả của những cú sốc chỉ-có-một-lần-trong-đời không thể lường trước được, hay liệu những mô hình vi tính mà họ sử dụng quá ngây thơ không tính tới những xáo trộn thi thoảng ở các thị trường lớn (Và cũng vậy, liệu sự ngây thơ này lại là chủ ý thì sao – một rủi ro đạo đức nữa!). Cho dù nguyên nhân là gì, vào tháng 9 công ty lại phải đối mặt với việc kêu gọi vốn bổ sung – những đòi hỏi hoặc phải đặt thêm tiền đặt cọc với những người cho vay, hoặc phải trả hết khoản tiền đã vay – mà nó không thể đáp ứng được. Và đột nhiên vấn đề trở nên rõ ràng là LTCM là một người chơi quá lớn trên thị trường đến nỗi nếu nó thất bại, và những vị thế của nó bị thanh toán, thì một cuộc hỗn loạn trên toàn thị trường là điều có thể thấy rõ!

Phải làm một việc gì đó. Cuối cùng không cần sử dụng một khoản tiền công cộng nào cả: Ngân hàng dự trữ New York thuyết phục một nhóm các nhà đầu tư tiếp quản phần lớn quyền sở hữu của LTCM để đổi lấy một lượng tiền bơm vào, đang vô cùng cần thiết cho công ty này. Cuối cùng khi các thị trường lại trở nên yên bình, thì các ngân hàng thực sự đã kiếm lời từ giao dịch này.

Tuy nhiên, thậm chí với việc giải cứu này, không có nghĩa là chắc chắn rằng khủng hoảng sẽ được khắc phục. Khi Cục Dự trữ Liên bang chỉ cắt giảm 0,25% lãi suất ở cuộc họp định kỳ vào tháng 9, các thị trường cảm thấy thất vọng, và tình hình tài chính vốn đã rắc rối nay trở nên hoảng loạn. Đột nhiên người ta bắt đầu rút ra sự giống nhau giữa khủng hoảng tài chính hiện tại và những vụ rút tiền ngân hàng hàng loạt từng đẩy nước Mỹ chìm vào cuộc Đại suy thoái thuở nào. J.P.Morgan thậm chí đã dự đoán một cách quả quyết về một cuộc suy thoái nghiêm trọng vào năm 1999.

Nhưng Fed đã xắn tay áo lên và bắt đầu “tung chiêu”. Thông thường thì những thay đổi lãi suất chỉ diễn ra khi Ủy ban Thị trường Mở Liên bang (Federal Open Market Committee - FOMC) hội họp, sáu tuần một lần. Tuy nhiên, ở cuộc họp vào tháng 9 đó, ủy ban đã bổ nhiệm Alan Greenspan quyền thực thi tùy theo ý mình để cắt giảm lãi suất thêm 25 điểm cơ bản (0,25%) nữa mỗi khi cần thiết. Ngày 15/10 ông đã gây ngạc nhiên cho các thị trường khi thông báo việc cắt giảm đó – và, một cách nhiệm màu, các thị trường đã bình phục. Khi Fed lại tiếp tục cắt lãi suất thêm một lần nữa vào cuộc họp tiếp theo của nó, cuộc hỗn loạn chuyển thành một sự phấn khởi. Vào cuối năm 1998 tất cả những khoản bảo hiểm tính thanh khoản bất thường đều biến mất, và thị trường chứng khoán lại một lần nữa lập kỷ lục mới.

Vấn đề quan trọng là nhận ra rằng thậm chí hiện giờ các viên chức Liên bang cũng không hoàn toàn chắc chắn rằng họ đã thành công ra sao ở cuộc giải cứu. Vào lúc cao trào của cuộc khủng hoảng dường như việc cắt giảm lãi suất là hoàn toàn vô tác dụng – nếu không ai vay được tiền thì sự khác biệt về lãi suất liệu có gì đáng kể? Và nếu mọi người tin rằng thế giới sắp đến ngày tận thế, thì cuộc hỗn loạn của họ, như ở nhiều quốc gia khác, đã trở thành một quá trình tự hiện thực hóa (self-fulfilling). Hồi tưởng lại, Greenspan có vẻ giống như một tổng tư lệnh bước lên trước đội quân đã nản lòng của mình, giơ cao thanh kiếm và kêu gọi sự dũng cảm, và bằng cách đó chuyển hướng cuộc chiến. Ông ta đã làm tốt, nhưng đó không phải là thứ mà bạn có thể trông cậy trong những trận đánh tiếp theo.

Thực ra, một số viên chức Fed lo lắng rằng công chúng đang đánh giá quá cao khả năng của họ – lại một hình thức rủi ro đạo đức mới nữa, theo lời một cố vấn của Greenspan, dựa vào niềm tin là Fed có thể cứu nền kinh tế và thị trường thoát khỏi bất kỳ cuộc khủng hoảng nào. Và đúng như vậy, những hạn chế trong năng lực của Fed đã hiển hiện một cách sinh động khi cuộc khủng hoảng năm 2008 nổ ra.

Tuy nhiên, trước khi chúng ta nói về điều đó, hãy nói về huyền thoại Alan Greenspan, và việc tất cả mọi thứ trở nên sai lầm như thế nào.

^[1] Thuật ngữ về tình huống “giá xuống” ngược với “giá lên”, hay các vị thế trường/đoản (*long/short positions*) là những biệt ngữ trong tài chính, nhưng nó là biện pháp tốc ký quá hữu dụng trong quyển sách này. Về cơ bản, đầu cơ giá lên (*go long*) vào một tài sản là đặt mình vào vị trí thắng lợi nếu giá tăng lên – đây là điều mà một người đầu tư bình thường vẫn làm khi mua cổ phiếu, bất động sản hay bất cứ cái gì khác. Đầu cơ giá xuống (*go short*) vào một tài sản là đặt mình vào vị trí thắng lợi nếu giá giảm. Để bán một cổ phiếu đầu cơ giá giảm (*sell short*), người ta vay mượn cổ phiếu từ người chủ của nó

với lời hứa là sẽ trả lại nó về sau, rồi bán nó đi. Điều này có nghĩa là cổ phiếu sẽ được mua lại trước ngày đáo hạn; người đầu cơ trên đã kỳ vọng rằng giá vào thời điểm đó sẽ giảm xuống. Trong khi đó, anh ta đã có được khoản tiền thêm, mà có thể dùng để đầu tư vào cái khác – nghĩa là có thể đầu cơ giá lên ở một tài sản khác.

Dĩ nhiên, người sở hữu tài sản cho mượn phải chắc rằng người đầu cơ giá xuống sẽ thực sự có đủ tiền để mua lại tài sản, vì thế anh ta muốn một loại hình tái bảo đảm nào đó để anh ta có đủ tài sản để giao hàng đúng hạn. Khi các nhà đầu cơ giá thấp thua lỗ nặng trên thị trường, nhìn chung họ sẽ không thể vay mượn nhiều và dễ dàng như trước đây nữa. Khi những người này đóng vai trò lớn trong thị trường, có thể dẫn đến những kết quả khá lý thú mà chúng ta sẽ được thấy ngay sau đây.

^[2] Nguyên văn “offshore”, ý nói những tổ chức tài chính thành lập tại nước ngoài, những nơi có luật lệ dễ dàng, thuế thấp v.v...

^[3] Thời điểm Malaysia rơi vào khó khăn khi nổ ra cuộc khủng hoảng kinh tế năm 1997, Thủ tướng Mahathir đã nổi tiếng khi phê phán gay gắt nhà tài phiệt George Soros và buộc tội ông này gây ra mọi chuyện. Sau đó, ông lại có động thái gây nhiều tranh cãi khi cách ly nền kinh tế bằng việc kiểm soát các nguồn vốn ngắn hạn để không cho ngoại tệ rời khỏi Malaysia. Các ý kiến chỉ trích chính sách này của Thủ tướng Mahathir chỉ dứt khi thời gian chứng minh ông đã đúng, Malaysia phục hồi nhanh chóng về tăng trưởng GDP từ năm 1998.

^[4] Nguyên văn “money doctor”, ám chỉ IMF.

^[5] Tên một tổ chức nghiên cứu chính sách có tiếng là bảo thủ ở thủ đô Washington D.C, thành lập năm 1973.

[6]. Sinh năm 1944, Trưởng đặc khu hành chính Hong Kong (từ năm 2005, kế nhiệm Đồng Kiến Hoa).

[7]. Catherine: tên gọi theo tiếng Anh của Ekaterina II (02/05/1729 – 17/11/1796) - Nữ hoàng Nga, cai trị toàn lãnh thổ Đế quốc Nga từ 28/06/1762 cho tới khi mất. Có thể nói bà là hiện thân của Đế chế Nga quân chủ độc tài tuy bà có công lớn trong việc đưa nước Nga thực sự trở thành một cường quốc tại châu Âu thế kỷ 18.

[8]. Grigori Aleksandrovich Potemkin: Quận công của nước Nga, giữ chức Thống chế, về sau là Tể tướng, ông cũng là người tình có ảnh hưởng nhất đến nữ hoàng Ekaterina II.

[9]. Leonid Ilyich Brezhnev (19/12/1906 – 10/11/1982) Tổng bí thư Đảng Cộng sản Liên Xô (từ 1964 đến 1982)

[10]. Hai nhà đầu tư có tiếng là gian hùng trên thị trường chứng khoán Mỹ hồi thế kỷ XIX.

Greenspan và bong bóng tài sản

Trong hơn 18 năm, từ tháng 5 năm 1987 đến tháng 1 năm 2006, Alan Greenspan là chủ tịch Hội đồng thống đốc của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed). Vị trí này khiến cho ông ta trở thành một trong những quan chức tài chính có quyền lực lớn nhất thế giới. Nhưng ảnh hưởng của Greenspan còn lớn hơn quyền lực chính thức của ông: ông là nhạc trưởng, là người dẫn dắt, là thành viên cao cấp của “Ủy ban giải cứu thế giới”, như một bài xã luận của tạp chí Time vào năm 1999 đã viết.

Greenspan đã rời nhiệm sở trong ánh hào quang. Giáo sư Alan Blinder tại Đại học Princeton cho rằng ông ta có lẽ là chủ tịch ngân hàng trung ương vĩ đại nhất trong lịch sử. Trong một trong những lần xuất hiện cuối cùng tại Hạ viện, ông ta gần như được ca ngợi như một vị cứu tinh tiền tệ. “Ngài đã dẫn dắt chính sách tiền tệ vượt qua những đổ vỡ của thị trường chứng khoán, các cuộc chiến tranh, tấn công khủng bố và những thảm họa thiên nhiên”, một nghị sĩ tuyên bố. “Ngài đã có sự đóng góp vĩ đại vào sự phồn thịnh của nước Mỹ và đất nước này mang ơn ngài”.

Gần ba năm sau, cái tên Greenspan đã bị hoen ố.

Sự thăng trầm về tiếng tăm của Alan Greenspan không chỉ là một câu chuyện về phẩm hạnh cá nhân. Nó cũng là câu chuyện về cách các nhà hoạch định chính sách kinh tế tự thuyết phục mình rằng mọi thứ đang được quản lý tốt để rồi sợ hãi nhận ra mọi thứ không tốt như họ tưởng.

Kỷ nguyên của Greenspan

Greenspan đã trở thành một huyền thoại như thế nào? Nguyên nhân chủ yếu là vì ông ta đã tại vị trong một thời kỳ kinh tế phát triển tốt. Thập kỷ 70 và 80 là thời kỳ của các cú sốc tồi tệ, tỷ lệ lạm phát và

thất nghiệp lên tới hai con số và những đợt suy thoái kinh tế nghiêm trọng nhất kể từ Đại suy thoái. Ngược lại, kỷ nguyên của Greenspan tương đối yên bình. Lạm phát luôn ở mức thấp và hai đợt suy thoái trong suốt nhiệm kỳ của ông đều chỉ ngắn tám tháng, ít nhất là theo công bố chính thức. Việc làm tương đối dồi dào: vào cuối thập kỷ 90 và giữa thập kỷ tiếp theo, tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống mức thấp chưa từng có kể từ những năm 60. Và đối với những nhà đầu tư tài chính, kỷ nguyên của Greenspan thật tuyệt vời: chỉ số Dow Jones vượt qua mốc 10.000 điểm và giá cổ phiếu trung bình tăng trên 10% mỗi năm.

Greenspan xứng đáng được tưởng thưởng thế nào cho thành tích này? Chắc chắn là ít hơn những gì ông ta đã nhận. Chính người tiền nhiệm của Greenspan, Paul Volcker đã đưa lạm phát vào vòng kiểm soát nhờ chính sách tiền tệ thắt chặt, chính sách đã gây ra một đợt suy thoái nghiêm trọng nhưng cuối cùng đã kiềm chế được tâm lý lạm phát. Sau khi Volcker hoàn thành công việc khó khăn ít thấy này, Greenspan là người được hưởng thành quả.

Phần lớn những thành tích kinh tế tích cực đều không có mấy liên quan đến chính sách tiền tệ. Trong thời kỳ của Greenspan, các doanh nghiệp Mỹ cuối cùng đã tìm ra cách áp dụng hiệu quả công nghệ thông tin. Khi một công nghệ mới được giới thiệu, nó thường phải mất một thời gian trước khi đem lại những lợi ích kinh tế rõ ràng, bởi vì các doanh nghiệp cần phải có thời gian điều chỉnh cơ cấu để tận dụng những lợi thế của công nghệ mới. Ví dụ kinh điển là ngành năng lượng điện. Mặc dù máy chạy bằng điện đã phổ biến rộng rãi vào những năm 1880, ban đầu, các doanh nghiệp tiếp tục phải xây dựng nhà máy theo cách cũ: xây những tòa nhà cao tầng với máy móc nhồi nhét trong những khoảng không gian hẹp, một thiết kế ra đời do yêu cầu phải có động cơ hơi nước lớn đặt ở dưới để chạy tất cả các trục quay và bánh xe. Cho đến tận sau Thế chiến I, các doanh nghiệp mới bắt đầu khai thác lợi thế của việc không cần dùng một nguồn năng lượng trung tâm, bằng cách chuyển sang các nhà máy mở, một tầng với nhiều không gian để vận chuyển vật liệu.

Điều này cũng đã xảy ra với công nghệ thông tin. Bộ vi xử lý được phát minh từ năm 1971 và máy tính cá nhân đã phổ biến vào đầu những năm 80. Nhưng trong một thời gian dài, các văn phòng vẫn được vận hành như thời kỳ sử dụng giấy than. Cho đến tận giữa thập kỷ 90, các doanh nghiệp mới thực sự bắt đầu tận dụng công nghệ mới để tạo ra những văn phòng kết nối mạng, cập nhật liên tục số liệu kho v.v... Khi điều này xảy ra, tốc độ tăng trưởng năng suất của Mỹ – đo lường bằng sản lượng mà một công nhân bình quân sản xuất trong một giờ – tăng tốc mạnh mẽ. Điều này làm tăng lợi nhuận và giúp kiểm soát lạm phát, góp phần vào những thành tích kinh tế dưới thời Greenspan; mặc dù ngài chủ tịch Fed chẳng có đóng góp gì trong đó.

Mặc dù Greenspan không góp phần kiềm chế lạm phát hay tạo ra cuộc cách mạng năng suất, ông ta đã có cách tiếp cận riêng trong quản lý tiền tệ mà “dưỡng như” có hiệu quả vào lúc đó. Từ cần chú ý ở đây là “dưỡng như”, nhưng trước khi chúng ta bàn về nó, hãy xem điều khác biệt trong đế chế của Greenspan là gì.

“Người dọn dẹp” nước Mỹ

Alan Greenspan không phải là chủ tịch Fed tại nhiệm lâu nhất. Vinh dự này thuộc về William McChesney Martin Jr., người lãnh đạo Fed từ năm 1951 đến năm 1970. Triết lý tiền tệ của hai người này hoàn toàn khác nhau.

Martin tuyên bố công việc của Fed là “cất đi bình rượu punch ngay khi bữa tiệc bắt đầu”. Với tuyên bố này, ông ám chỉ rằng Fed nên tăng lãi suất để ngăn ngừa một nền kinh tế đang bùng nổ khỏi bị quá nóng và có thể gây ra lạm phát. Nhưng tuyên bố này cũng được diễn giải với hàm ý Fed nên tìm cách ngăn chặn những sự “hưng phấn thái quá” – theo cách nói của Greenspan – trên các thị trường tài chính.

Tuy nhiên, trong khi Greenspan cảnh báo chống lại sự hưng phấn thái quá, ông ta chẳng mấy khi hành động ngăn chặn nó. Ông ta sử dụng cụm từ “hưng phấn thái quá” trong một bài phát biểu năm 1996, trong đó ông ta gợi ý rằng đang có bong bóng về giá cổ phiếu. Nhưng ông không tăng lãi suất để kìm hãm sự hưng phấn của thị trường; thậm chí chẳng tìm cách áp hạn mức thế chấp đối với các nhà đầu tư cổ phiếu. Thay vào đó, ông ta đợi đến khi bong bóng vỡ, như nó đã xảy ra vào năm 2000, và sau đó cố gắng dọn dẹp đống đổ nát.

Như một bài báo của Reuters mỉa mai hết sức chính xác, Greenspan hành động giống như một ông bố nghiêm nghị cảnh báo con trẻ không được quá nghịch ngợm nhưng thực tế không làm gì để ngăn chặn điều đó và sẵn sàng đóng vai “người dọn dẹp” (designated driver ^[11]) khi cuộc vui đã qua.

Nói cho công bằng, nhiều nhà kinh tế ở cả hai cánh chính trị, đồng ý với học thuyết chính sách này. Và sự thật là mong muốn kéo dài thời kỳ đẹp đẽ của Greenspan đã đóng góp cho nền kinh tế Mỹ ít nhất trên một khía cạnh: thành tích tạo việc làm ngoạn mục trong nhiệm kỳ tổng thống Clinton sẽ không thể hoành tráng như vậy nếu người lãnh đạo Fed là một ai khác.

Đồ thị về tỷ lệ thất nghiệp ở Mỹ từ đầu năm 1987 tới nay đã cho thấy điều đó ^[12]. Những mốc suy thoái chính thức được đánh dấu bằng cột sẫm màu. Đặc trưng nổi bật của đồ thị này là sự giảm sút ngoạn

mục của tỷ lệ thất nghiệp từ năm 1993 đến năm 2000, đưa tỷ lệ thất nghiệp xuống dưới 4% lần đầu tiên kể từ năm 1970. Greenspan không tạo ra sự giảm sút đó nhưng ông cho phép nó diễn ra. Và sự thờ ơ của ông với tỷ lệ thất nghiệp suy giảm mặc dù khác thường nhưng lại hoàn toàn đúng đắn.

Trong những năm đầu đến giữa thập kỷ 90, quan điểm phổ biến (mà tôi cũng chia sẻ) là lạm phát sẽ tăng tốc nếu tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống dưới 5,5%. Đây dường như là bài học từ nhiều thập kỷ trước. Trong thực tế, lạm phát đã tăng tốc ngay khi tỷ lệ thất nghiệp xuống sát 5%. Khi tỷ lệ thất nghiệp rớt xuống thấp hơn mức báo động do truyền thống vào giữa thập kỷ 90, nhiều nhà kinh tế thúc giục Greenspan tăng lãi suất để ngăn ngừa lạm phát.

Tuy nhiên, Greenspan từ chối làm điều đó trước khi ông nhìn thấy lạm phát. Ông suy đoán công khai rằng việc tăng tốc của tăng trưởng năng suất có thể đã thay đổi mối quan hệ truyền thống giữa tỷ lệ thất nghiệp thấp và lạm phát cao; và sử dụng lập luận này để trì hoãn bất kỳ dự tính tăng lãi suất nào cho đến khi có bằng chứng rõ ràng rằng lạm phát thực tế đang tăng. Và thực tế xảy ra là có điều gì đó đã thay đổi nền kinh tế. (Các nhà kinh tế vẫn còn đang tranh luận đó là cái gì). Tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống mức chưa từng có trong nhiều thập kỷ nhưng lạm phát vẫn không xảy ra. Và nước Mỹ cảm nhận được sự phồn thịnh chưa từng có kể từ thập kỷ 60.

Trên khía cạnh tạo việc làm, để nguyên bình rượu punch khi bữa tiệc diễn ra tỏ ra là một chính sách tuyệt hảo. Tuy nhiên, trên khía cạnh kiềm chế sự hưng phấn thái quá trên các thị trường tài sản, phương pháp của Greenspan ít thành công hơn. Chỉ sau khi Greenspan đã rời nhiệm sở, mức độ *không* thành công của ông mới trở nên rõ ràng.

Những bong bóng thời Greenspan

Như tôi đã nói, Greenspan cảnh báo về sự hưng phấn thái quá nhưng ông ta đã chẳng làm gì để ngăn chặn nó. Và thực tế, tôi tin rằng vị chủ tịch Fed đang nắm giữ một kỷ lục của các thống đốc ngân hàng trung ương: ông ta tại vị qua không chỉ một mà hai bong bóng tài sản lớn, cái thứ nhất trong thị trường cổ phiếu, cái thứ hai trong thị trường nhà đất.

Đồ thị trong trang này cho thấy thời điểm và độ lớn của hai bong bóng này. Một trục tung thể hiện tỷ lệ giữa giá cổ phiếu với lợi nhuận doanh nghiệp (chỉ số P/E), một chỉ số sử dụng phổ biến để đo lường mức độ hợp lý của giá cổ phiếu. Một trục tung thể hiện thước đo tương ứng về giá nhà đất, tỷ lệ giữa giá nhà trung bình và mức giá thuê trung bình, thể hiện dưới dạng chỉ số với giá trị năm 1987 được lấy

làm mốc 100. Bạn có thể nhìn thấy rõ ràng bong bóng cổ phiếu trong những năm 1990, theo sau là bong bóng nhà đất vào thập kỷ sau đó ^[3]. Nhìn chung, giá nhà không đi quá xa khỏi chuẩn mực truyền thống như giá cổ phiếu. Nhưng điều này sai lầm trên nhiều khía cạnh. Trước hết, nhà đất là một tài sản quan trọng hơn cổ phiếu, ít nhất là đối với các gia đình trung lưu, trong đó nhà đất thường là một tài sản lớn của họ. Hai là, sự bùng nổ giá nhà đất không xảy ra đồng đều: ở miền trung nước Mỹ, nơi đất đai dồi dào, giá nhà không bao giờ tăng cao hơn tỷ lệ lạm phát chung; nhưng ở những vùng ven biển, đặc biệt là Florida và nam California, giá nhà đã tăng hơn hai lần so với tỷ lệ giữa giá và tiền thuê thông thường. Cuối cùng, hệ thống tài chính tỏ ra dễ tổn thương trước những hiệu ứng từ sự suy giảm giá nhà đất hơn là trước những hiệu ứng của sự đổ vỡ cổ phiếu, vì những lý do mà tôi sẽ giải thích trong chương 9.

Những bong bóng này đã hình thành như thế nào?

Bong bóng cổ phiếu trong thập kỷ 90 có lẽ chủ yếu do hai nguyên nhân. Một trong số đó là sự lạc quan thái quá về tiềm năng lợi nhuận của công nghệ thông tin; điều này đã được chỉ ra nhiều lần. Nguyên nhân thứ hai là sự tin tưởng ngày càng tăng vào nền kinh tế, tin rằng thời kỳ của những cuộc suy thoái trầm trọng đã đi qua, lại ít được để ý. Nhưng cả hai nguyên nhân này cùng góp phần đẩy giá cổ phiếu lên mức cao đáng kinh ngạc.

Ngày nay, ai cũng biết về bong bóng dot-com (công ty kinh doanh trên mạng) với trường hợp điển hình là hiện tượng của trang web Pets.com, biến một mô hình kinh doanh đáng ngờ cộng với một chiến dịch quảng cáo thông minh thành một thương vụ có giá trị kinh ngạc. Nhưng không chỉ có các công ty dot-com. Trong hầu khắp các lĩnh vực kinh doanh, các công ty lạc quan kể rằng công nghệ mới thay đổi mọi thứ, rằng những quy tắc cũ về giới hạn đối với lợi nhuận và sự tăng trưởng của họ đã không còn thích hợp. Trong nhiều trường hợp, sau này chúng ta nhận ra rằng những câu chuyện có vẻ tốt đẹp đó được hỗ trợ bởi những gian lận kế toán. Nhưng điều chính yếu là các nhà đầu tư, chứng kiến mức lợi nhuận khổng lồ mà những người mua cổ phiếu của Microsoft và những công ty mới khác trong lĩnh vực IT kiếm được, sẵn sàng tin rằng nhiều công ty khác cũng có thể đạt được những thành tích kỳ diệu như thế. Dĩ nhiên, có sự ảo tưởng ở đây: chẳng thể có chỗ trong nền kinh tế cho tất cả các công ty thành công như Microsoft trong tương lai. Nhưng khi phấn khích người ta sẵn sàng bỏ qua những toan tính hợp lý.

Dường như cũng có những lý do nghiêm túc để mua cổ phiếu. Các nhà kinh tế và các chuyên gia tài chính đều biết rằng đầu tư cổ phiếu trong lịch sử là một hình thức đầu tư tốt, ít nhất cho những ai sẵn

sàng mua và nắm giữ. Cũng có rất nhiều nghiên cứu kinh tế về nghịch lý “phần thưởng cổ phiếu” (equity premium), rằng cổ phiếu luôn cho lợi nhuận cao hơn các hình thức đầu tư khác (như trái phiếu) đến mức thật khó hiểu tại sao người ta không bỏ toàn bộ tiền vào cổ phiếu. Câu trả lời có lẽ là sự sợ hãi: những thiệt hại lớn do cổ phiếu trong những năm 1930 và kỷ ỨC gần đây về sự sụp đổ cổ phiếu do suy thoái trong những năm 1970 – giá cổ phiếu giảm 7% một năm trong giai đoạn 1968-1978 – khiến cho các nhà đầu tư lo ngại. Nhưng với một giai đoạn ổn định kéo dài, lạm phát thấp và không có suy thoái kinh tế nghiêm trọng nào (trong kỷ nguyên của Greenspan), nỗi sợ hãi dần dần biến mất. Những cuốn sách như “Dow 36.000” dựa trên lý thuyết “phần thưởng cổ phiếu” trở thành những cuốn sách bán chạy nhất (các tác giả cuốn sách này đã tính sai bét, nhưng kìa, ai quan tâm cơ chứ?).

Và khi cổ phiếu tăng, chúng bắt đầu tự thúc đẩy nhau lên tiếp. Chẳng cần biết những lập luận ủng hộ mua cổ phiếu hợp lý đến mức nào, chỉ biết cho tới khoảng năm 1998, người ta thấy rằng bất kỳ ai mua cổ phiếu đều kiếm được bộn tiền trong khi những người đứng ngoài bị bỏ lại. Do vậy, ngày càng nhiều tiền được đổ vào thị trường cổ phiếu, giá thậm chí tăng cao hơn và bong bóng ngày càng mở rộng, dường như không có giới hạn.

Nhưng dĩ nhiên, phải có một giới hạn. Như Robert Shiller, tác giả của cuốn sách “Sự hưng phấn thái quá” đã chỉ ra, bong bóng tài sản là một dạng “kế hoạch Ponzi” (Ponzi scheme) ^[4] tự nhiên khiến cho mọi người đều kiếm được tiền miễn là có những kẻ mới gia nhập. Nhưng cuối cùng sẽ đến lúc kế hoạch này cũng không thể tìm đủ người gia nhập mới và toàn bộ kế hoạch sụp đổ. Trong trường hợp thị trường cổ phiếu, đỉnh cao của nó đạt được vào mùa hè năm 2000. Trong vòng 2 năm tiếp theo, cổ phiếu đã mất trung bình 40% giá trị.

Một bong bóng tiếp theo bắt đầu hình thành chỉ ngay sau đó.

Bong bóng nhà đất, theo nghĩa nào đó, thậm chí còn khó lý giải hơn bong bóng cổ phiếu một thập kỷ trước đó. Đúng là rất ngu ngốc khi quá lạc quan về Pets.com và những thứ tương tự nhưng sự thật là có cả một thế giới công nghệ mới hấp dẫn đang mở ra chờ khám phá. Thêm vào đó, tình hình kinh tế vĩ mô thực sự được cải thiện – lạm phát suy thoái bị đẩy lùi và chu kỳ kinh tế dường như trở nên ôn hòa hơn – và có lý do để tin rằng một số nguyên tắc cũ không còn được áp dụng.

Nhưng điều gì lý giải cho bong bóng nhà đất? Chúng ta biết tại sao giá nhà đất bắt đầu tăng: lãi suất vào những năm đầu thập kỷ này rất thấp, vì những lý do mà tôi sẽ giải thích ngay sau đây, khiến cho việc

mua nhà trở nên hấp dẫn. Và dễ hiểu là điều này giải thích phần nào cho sự tăng giá nhà.

Tuy nhiên, nó không thể giải thích được tại sao người ta lại tin rằng tất cả những nguyên tắc cũ đều không còn áp dụng. Nhà đất là nhà đất; người Mỹ từ lâu đã quen mua nhà bằng tiền vay nhưng thật khó lý giải tại sao người ta lại tin, vào khoảng năm 2003, rằng những nguyên tắc cơ bản của việc vay tiền đã bị loại bỏ. Từ kinh nghiệm nhiều năm, chúng ta biết rằng người mua nhà không nên thế chấp mua những bất động sản mà họ không có khả năng thanh toán và rằng họ nên trả ngay một phần tiền để có thể chịu được sự suy giảm vừa phải của giá nhà và vẫn có giá trị cầm cố dương. Lãi suất thấp làm thay đổi khoản thanh toán cầm cố gắn với một khoản vay, nhưng chỉ có thế.

Tuy vậy, điều thực sự xảy ra đã loại bỏ hoàn toàn những nguyên tắc truyền thống. Ở mức độ nào đó, điều này xảy ra do sự hưng phấn thái quá của các gia đình khi thấy giá nhà liên tục tăng và quyết định nhảy vào thị trường, không hề lo lắng về việc làm sao để thanh toán. Nhưng phần lớn là do sự thay đổi trong thủ tục cho vay. Người mua được cho vay mà hoàn toàn không phải thanh toán ngay hoặc chỉ bị yêu cầu thanh toán ngay một phần nhỏ. Phần còn lại được thanh toán dần hàng tháng; mà mức này vượt quá khả năng chi trả của họ hoặc ít nhất họ không thể thanh toán một khi mức lãi suất thấp ban đầu thay đổi. Phần lớn những khoản vay đáng ngờ này nằm trong khoản mục “nợ dưới chuẩn” (subprime), mặc dù hiện tượng này diễn ra trên phạm vi rộng lớn hơn nhiều. Và không chỉ những người mua nhà thu nhập thấp hoặc thuộc nhóm thiểu số mua những căn nhà vượt quá khả năng của họ; điều này diễn ra trên quy mô lớn.

Tại sao các chủ nợ lại nới lỏng tiêu chuẩn của họ? Trước hết, họ tin rằng giá nhà sẽ tiếp tục tăng. Miễn là giá nhà chỉ có tăng, việc người mua có đủ tiền trả hay không chẳng quan trọng lắm đối với họ. Nếu khoản thanh toán vượt quá khả năng của người mua, người mua hoặc có thể bổ sung thế chấp (home equity loan) để vay thêm tiền mặt hoặc, trong trường hợp tồi tệ hơn, chỉ cần bán căn nhà và trả tiền. Hai là, bản thân người cho vay không quan tâm đến chất lượng món vay bởi vì họ không nắm giữ chúng. Thay vào đó, họ bán chúng cho các nhà đầu tư, những người chẳng hiểu họ đang mua thứ gì.

“Chứng khoán hóa” các khoản cho vay thế chấp nhà – nghĩa là kết hợp nhiều món vay thế chấp và bán chúng như những cổ phiếu trên khoản thanh toán của người vay cho các nhà đầu tư – không phải là một phương pháp mới. Trên thực tế, đây là phương pháp do Fannie Mae, một tổ chức cho vay do chính phủ tài trợ ra đời từ những năm 1930, khởi xướng. Tuy nhiên, trước khi xuất hiện bong bóng nhà đất khổng lồ hiện nay, chứng khoán hóa chủ yếu giới hạn trong những khoản vay thế chấp có chất lượng: người vay có thể thanh toán phần

lớn giá trị nhà đất ngay khi mua và có đủ thu nhập để thanh toán khoản vay thế chấp. Những người đi vay này đôi khi vẫn có thể mất khả năng thanh toán do bị mất việc làm hoặc bệnh tật nhưng tỷ lệ này rất thấp và những nhà đầu tư mua những chứng khoán trên khoản vay thế chấp biết khá rõ họ đang mua cái gì.

Một cách tân tài chính (financial innovation) dẫn tới khả năng chứng khoán hóa những khoản vay thế chấp dưới chuẩn là chứng chỉ nợ thế chấp (collateralized debt obligation – CDO).

CDO phát hành cổ phiếu cho những khoản thanh toán nợ thế chấp nhưng những cổ phiếu này không hoàn toàn giống nhau. Một số cổ phiếu được xếp hạng “ưu tiên” sẽ được phép thanh toán trước. Chỉ sau khi những cổ phiếu này được thanh toán, những cổ phiếu khác mới được thanh toán. Về nguyên tắc, điều này khiến cho những cổ phiếu ưu tiên trở thành một khoản đầu tư rất an toàn: ngay cả khi khoản vay thế chấp mất khả năng thanh toán, liệu nó có khả năng gây khó khăn thanh toán cho những cổ phiếu ưu tiên? (điều đó hoàn toàn có thể xảy ra, nhưng điều này không được hiểu rõ vào thời đó). Và những hãng định giá (rating agencies) sẵn sàng xếp những cổ phiếu ưu tiên CDO hạng AAA, ngay cả khi các khoản vay thế chấp rất đáng ngờ. Điều này mở ra cơ hội cho vay dưới chuẩn quy mô lớn, bởi vì có rất nhiều nhà đầu tư tổ chức, chẳng hạn như các quỹ lương hưu, không mua gì khác ngoài những chứng khoán hạng AAA và luôn sẵn sàng mua những tài sản xếp hạng AAA có lợi suất cao hơn nhiều trái phiếu thông thường.

Miễn là giá nhà tiếp tục tăng, mọi thứ đều có vẻ ổn thỏa và kế hoạch Ponzi vận hành tốt đẹp. Chỉ có rất ít vụ phá sản xảy ra, những chứng khoán dựa trên khoản cho vay thế chấp cho lợi nhuận cao và các quỹ tiếp tục đổ tiền vào thị trường nhà đất. Một số nhà kinh tế, trong đó có tôi, đã cảnh báo rằng đang có một bong bóng nhà đất lớn và rằng sự bùng nổ của nó sẽ gây ra những hiểm họa nghiêm trọng cho nền kinh tế. Nhưng các nhà quản lý lại nghĩ khác. Chẳng hạn, Alan Greenspan tuyên bố rằng hầu như không có khả năng xảy ra bất kỳ sự suy giảm lớn nào trong giá nhà. Có thể có, ông ta thừa nhận, một số “bong bóng nhỏ” trên thị trường nhà đất địa phương nhưng không có một bong bóng quốc gia.

Nhưng thật sự là có một bong bóng nhà đất lớn và nó bắt đầu xì hơi vào năm 2006 – lúc đầu khá chậm và sau đó tăng tốc. Cho tới lúc đó, Greenspan không còn là chủ tịch của Fed nữa mà vị trí này đã được thay thế bởi Ben Bernanke. Nhưng tư tưởng của Greenspan vẫn còn ảnh hưởng: Fed (và chính quyền Bush) tin rằng những ảnh hưởng của sự đổ vỡ nhà đất có thể “kiềm chế” được và rằng Bernanke, cũng giống như Greenspan, có thể đóng vai người dọn dẹp.

Nhưng kinh nghiệm sau sự đổ vỡ bong bóng cổ phiếu trước đây đáng lẽ phải là một cảnh báo rõ ràng rằng niềm tin này là sai lầm.

Khi bong bóng vỡ

Câu chuyện sau khi bong bóng cổ phiếu của những năm 1990 vỡ thường được kể như thế này: sau khi bong bóng vỡ, nền kinh tế Mỹ rơi vào suy thoái. Nhưng Greenspan đã quyết liệt cắt giảm lãi suất và nhanh chóng đảo ngược tình hình. Suy thoái chỉ diễn ra ngắn ngủi với mức độ nhẹ nhàng, không gây ra giảm sút lớn về GDP và chỉ kéo dài có tám tháng.

Câu chuyện thực tế lại khác: suy thoái chính thức thì ngắn nhưng thị trường lao động tiếp tục xấu đi khá lâu sau khi cuộc suy thoái được chính thức tuyên bố chấm dứt. Bạn có thể quan sát điều này trong đồ thị về tình hình thất nghiệp ở phần trước: tỷ lệ thất nghiệp tăng vọt trong thời kỳ suy thoái (cột bôi sẫm) và tiếp tục tăng trong những tháng sau đó. Thời kỳ xấu đi của thị trường lao động thực tế kéo dài tới hai năm rưỡi chứ không chỉ tám tháng.

Bạn có thể hỏi tại sao, trong trường hợp này, suy thoái lại được tuyên bố kết thúc sớm như vậy. Ở Mỹ, thời điểm bắt đầu và kết thúc các cuộc suy thoái được quyết định bởi một ủy ban độc lập gồm các nhà kinh tế gắn với Cơ quan Nghiên cứu kinh tế quốc gia (National Bureau of Economic Research). Ủy ban này xem xét rất nhiều chỉ số về thất nghiệp, sản xuất công nghiệp, chi tiêu tiêu dùng và GDP. Nếu tất cả những chỉ số này đi xuống, ủy ban sẽ tuyên bố suy thoái bắt đầu. Nếu nhiều chỉ số bắt đầu đi lên, suy thoái sẽ được tuyên bố là đã chấm dứt. Cho tới cuối năm 2001, sản xuất công nghiệp và GDP tăng lên, mặc dù chậm chạp, do đó, nó chỉ báo sự kết thúc của cuộc suy thoái. Nhưng như chúng ta đã thấy, thị trường lao động vẫn còn trở nên xấu đi.

Fed rất lo lắng về sự suy yếu của thị trường lao động và sự trì trệ của nền kinh tế, những điều dường như gợi nhớ đến tình cảnh của Nhật Bản trong những năm 1990. Greenspan sau này có thể viết rằng ông ta đã lo lắng về khả năng xảy ra “giảm phát”, do đó, liên tục cắt giảm lãi suất và cuối cùng đưa lãi suất cơ bản (Fed rate) xuống chỉ còn 1%.

Khi chính sách tiền tệ cuối cùng cũng có tác động, nó tác động qua thị trường nhà đất. Những người hoài nghi nói rằng Greenspan đã thành công chỉ bằng cách thay bong bóng cổ phiếu bằng bong bóng nhà đất – và họ nói đúng. Và câu hỏi mà mọi người đáng lẽ phải hỏi (nhưng chỉ rất ít người hỏi) là: điều gì sẽ xảy ra khi bong bóng nhà đất vỡ? Fed chỉ có khả năng kéo nền kinh tế ra khỏi tình trạng suy thoái sau bong bóng cổ phiếu và ngay cả điều đó cũng chỉ nhờ may mắn rằng có một bong bóng khác xuất hiện đúng lúc. Liệu Fed có khả năng thành công lần nữa?

Những hậu quả do sự đổ vỡ của bong bóng nhà đất đã xảy ra tồi tệ hơn hầu hết mọi người có thể tưởng tượng. Vì sao vậy? Vì hệ thống tài

chính đã thay đổi theo những hướng mà chẳng mấy người hiểu rõ.

^[1] Nguyên văn “designated driver”, có nghĩa: một người được giao nhiệm vụ lái xe chở những bạn bè khác về nhà an toàn sau một buổi tiệc tùng, và do đó người này sẽ không uống rượu trong buổi tiệc đó.

^[2] Nguồn: Ngân hàng dự trữ liên bang tại St. Louis. Tỷ lệ thất nghiệp của Mỹ theo số liệu của Cục thống kê, Bộ lao động Mỹ; số liệu về các cuộc suy thoái là từ NBER.

^[3] Tỷ lệ P/E trong đồ thị được lấy từ Robert Shiller tại Đại học Yale, người đã so sánh giá cổ phiếu với lợi nhuận trung bình trong thập kỷ trước – để loại bỏ những giao động ngắn hạn trong lợi nhuận do sự bùng nổ hay suy thoái. Chỉ số giá nhà đất là chỉ số quốc gia Case-Shiller, trong khi số liệu về giá thuê nhà lấy từ Cục phân tích kinh tế (Bureau of Economic Analysis).

^[4] Kế hoạch Ponzi được đặt theo tên của Charles Ponzi, một nhân viên ở Boston, người đã thực hiện kế hoạch này lần đầu tiên vào năm 1919. Kế hoạch này giống như kế hoạch hình kim tự tháp, thu hút tiền của nhà đầu tư mới tham gia và phân phối cho những người tham gia trước. Chiến lược này thực sự đem lại lợi nhuận cho những nhà đầu tư tham gia trước miễn là có thể thu hút thêm các nhà đầu tư mới – ND.

HỆ THỐNG ngân hàng song song

Các ngân hàng là những thể chế tuyệt vời khi chúng hoạt động tốt. Nhưng khi chúng gặp vấn đề, khủng hoảng sẽ xảy ra như chúng đã xảy ra ở Mỹ và nhiều nơi trên thế giới trong năm qua.

Nhưng không phải thời kỳ của các cuộc khủng hoảng ngân hàng đã chấm dứt từ bảy mươi năm trước hay sao? Không phải là các ngân hàng đã được giám sát và bảo hiểm hay sao? Câu trả lời là vừa đúng vừa không. Đúng với các ngân hàng truyền thống và không với phần lớn hệ thống các tổ chức ngân hàng hiện đại.

Để hiểu vấn đề, cần xem lại sơ qua lịch sử ngành ngân hàng và giám sát ngân hàng.

Lược sử ngành ngân hàng

Người ta cho rằng các ngân hàng hiện đại ra đời từ những chủ hiệu kim hoàn có nghề kinh doanh chính là làm đồ trang sức, sau đó kinh doanh thêm một nghề phụ lãi cao là giữ tiền cho người khác. Bởi vì các cửa hàng kim hoàn có kết an toàn, họ có thể cung cấp địa điểm cất giữ an toàn để những người giàu giữ tiền trong đó thay vì bỏ vào hộp để dưới gầm giường.

Đến một lúc nào đó, những chủ hiệu kim hoàn nhận ra rằng họ có thể khiến ngành kinh doanh phụ này có lãi hơn bằng cách sử dụng một phần tiền được gửi nhờ ấy để cho vay lấy lãi. Bạn có thể cho rằng điều này có thể khiến họ gặp khó khăn: điều gì sẽ xảy ra nếu người chủ tiền gửi xuất hiện và đòi tiền ngay lập tức? Những chủ hiệu kim hoàn biết rằng theo quy luật trung bình, điều này rất khó xảy ra: vào bất kỳ một ngày nào, một vài người gửi tiền sẽ xuất hiện và rút tiền nhưng phần lớn còn lại thì không và số tiền này có thể dùng để kinh doanh. Do đó, ngân hàng ra đời.

Tuy nhiên, đôi khi mọi thứ có thể trở nên tồi tệ. Có thể xuất hiện những tin đồn – có thể đúng hoặc sai – rằng những khoản đầu tư của ngân hàng trở nên rất xấu và rằng ngân hàng không còn đủ tài sản để trả cho người gửi tiền. Tin đồn này sẽ gây ra sự hoảng loạn đổ xô đi rút tiền của người gửi tiền trước khi mọi thứ biến mất. Và thường thì điều này sẽ làm ngân hàng sụp đổ ngay cả khi tin đồn ban đầu là thất

thiệt: để có tiền mặt nhanh chóng, ngân hàng sẽ phải bán tài sản với giá rẻ và chắc chắn là với giá này, nó không có đủ tài sản để trả nợ. Bởi vì sự hoảng loạn dựa trên những tin đồn thất thiệt có thể gây đổ vỡ ngay cả những tổ chức ngân hàng khỏe mạnh, đổ vỡ ngân hàng do hoảng loạn có thể là một kỳ vọng tự hoàn thành (self-fulfilling prophecy): một ngân hàng có thể sụp đổ, không phải bởi có tin đồn về những khoản đầu tư thất bại của nó, mà đơn giản bởi vì có những tin đồn rằng ngân hàng sẽ gặp phải tình trạng hoảng loạn rút tiền (bank runs).

Và một trong những nguyên nhân gây ra một tin đồn như vậy là việc các ngân hàng khác đang gặp phải tình trạng hoảng loạn rút tiền. Lịch sử của hệ thống tài chính Mỹ trước cuộc Đại suy thoái được đánh dấu bởi nhiều vụ hoảng loạn ngân hàng như các năm 1873, 1907... Đó chủ yếu là những chuỗi hoảng loạn rút tiền dây chuyền, trong đó sự sụp đổ của mỗi ngân hàng phá hủy niềm tin vào các ngân hàng khác và các tổ chức tài chính sụp đổ giống như những quân bài domino.

Sự giống nhau giữa những vụ hoảng loạn trước Đại suy thoái và cuộc khủng hoảng tài chính quét qua châu Á vào cuối thập kỷ 1990 chẳng phải ngẫu nhiên. Tất cả các cuộc khủng hoảng tài chính thường giống nhau.

Sự xuất hiện vấn đề hoảng loạn ngân hàng đòi hỏi phải có những giải pháp xử lý. Trong thời gian giữa cuộc nội chiến ở Mỹ và chiến tranh thế giới thứ nhất, nước Mỹ không có ngân hàng trung ương (Ngân hàng dự trữ liên bang được lập ra vào năm 1913) nhưng nó có một hệ thống “ngân hàng quốc gia” (national banks – ngân hàng thương mại) chỉ được giám sát rất hạn chế. Ở một số vùng, các ngân hàng góp chung nguồn lực để hình thành các trung tâm thanh toán địa phương, cùng bảo lãnh nợ của các thành viên trong trường hợp có hoảng loạn rút tiền và một số chính quyền bang bắt đầu cung cấp bảo hiểm tiền gửi.

Tuy nhiên, vụ hoảng loạn năm 1907 đã cho thấy những hạn chế của hệ thống này (và kỳ lạ thay, cũng dự báo cuộc khủng hoảng của chúng ta hiện nay). Cuộc khủng hoảng bắt nguồn từ các quỹ ủy thác (trust), những tổ chức tương tự như ngân hàng, nhận tiền gửi nhưng ban đầu chỉ dự định quản lý tài sản thừa kế và tài sản của những khách hàng giàu có. Bởi vì chúng được kỳ vọng chỉ tham gia vào những hoạt động rủi ro thấp, các quỹ ủy thác ít bị quản lý hơn, có yêu cầu dự trữ bắt buộc và tỷ lệ dự trữ tiền mặt thấp hơn các ngân hàng thương mại. Tuy nhiên, khi nền kinh tế bùng nổ trong thập kỷ đầu tiên của thế kỷ 20, các quỹ này bắt đầu đầu tư vào cơ sở nhà đất và thị trường chứng khoán, những lĩnh vực mà các ngân hàng thương mại bị cấm. Do ít bị kiểm soát hơn, họ có thể trả lãi suất cao hơn cho người gửi tiền. Đồng thời, quỹ ủy thác lại hưởng lợi miễn phí từ danh tiếng lành mạnh của hệ thống

ngân hàng thương mại, do người gửi tiền coi chúng có độ an toàn ngang nhau. Kết quả là, các quỹ ủy thác tăng trưởng nhanh chóng. Cho tới năm 1907, tổng giá trị tài sản của các quỹ ủy thác ở thành phố New York ngang với tổng giá trị tài sản của các ngân hàng thương mại. Trong khi đó, các quỹ ủy thác lại từ chối tham gia Trung tâm thanh toán New York (New York Clearing house), một consortium của các ngân hàng thương mại tại thành phố New York để bảo đảm sự lành mạnh của mỗi ngân hàng, bởi vì điều đó buộc họ phải duy trì dự trữ tiền mặt cao hơn và làm giảm lợi nhuận của chúng.

Vụ khủng hoảng năm 1907 khởi đầu với sự sụp đổ của Knickerbocker, một quỹ ủy thác lớn ở thành phố New York khi nó tài trợ một vụ đầu cơ quy mô lớn không thành công trên thị trường chứng khoán. Rất nhanh chóng, các quỹ ủy thác khác gặp khó khăn khi những người gửi tiền hoảng loạn xếp hàng dài để rút tiền. Trung tâm thanh toán New York từ chối tham gia trợ giúp cho các quỹ ủy thác vay; và ngay cả khi đó những quỹ ủy thác khỏe mạnh cũng gặp khó khăn nghiêm trọng. Trong vòng hai ngày, hàng chục quỹ ủy thác lớn sụp đổ. Thị trường tín dụng đóng băng và thị trường chứng khoán rớt giá thảm hại khi các nhà đầu tư không thể vay tiền để mua cổ phiếu và lòng tin kinh doanh xuống thấp.

Thật may, người giàu nhất thành phố New York, chủ ngân hàng J.P. Morgan nhanh chóng vào cuộc để chặn đứng sự hoảng loạn. Hiểu rằng cuộc khủng hoảng đang lan rộng và sẽ nhanh chóng nhấn chìm ngay cả các tổ chức khỏe mạnh, dù là ngân hàng thương mại hay quỹ ủy thác, ông đã làm việc với các chủ ngân hàng khác, những người giàu có như John D. Rockefeller và Bộ Tài chính Mỹ để hỗ trợ tiền dự trữ cho các ngân hàng, để chúng có thể chống đỡ được làn sóng rút tiền. Một khi người gửi tiền được đảm bảo rằng họ có thể rút được tiền của họ, sự hoảng loạn bị chặn đứng. Mặc dù sự hoảng loạn chỉ kéo dài hơn một tuần, nó và sự sụp đổ của thị trường chứng khoán gây thiệt hại lớn cho nền kinh tế, kéo theo một đợt suy thoái kéo dài bốn năm với sản lượng sản xuất giảm 11% và tỷ lệ thất nghiệp tăng từ 3% lên tới 8%.

Mặc dù đã tránh được một thảm họa trong đường tơ kẽ tóc, việc dựa vào J. P. Morgan để cứu thế giới lần thứ hai không phải là ý tưởng hay, ngay cả trong thời kỳ hoàng kim (Gilded Age). Cuộc khủng hoảng 1907 đã dẫn tới những đổi mới trong hệ thống ngân hàng. Vào năm 1913, hệ thống ngân hàng thương mại cũ bị giải thể và hệ thống Ngân hàng dự trữ liên bang được thành lập với mục tiêu bắt buộc tất cả các tổ chức nhận tiền gửi phải duy trì đủ dự trữ và chịu sự kiểm soát của các cơ quan quản lý. Mặc dù hệ thống mới chuẩn hóa và tập trung hóa nguồn dự trữ của các ngân hàng, nó không xóa bỏ được hiểm họa rút tiền hàng loạt và cuộc khủng hoảng ngân hàng nghiêm

trọng nhất trong lịch sử đã nổ ra vào đầu thập kỷ 1930. Khi nền kinh tế suy sụp, giá hàng hóa rơi tự do, những nông dân vay nợ nhiều bị thiệt hại nặng và gây ra hàng loạt vụ vỡ nợ và hoảng loạn ngân hàng trong những năm 1931, 1932 và 1933, bắt đầu từ các ngân hàng ở miền Trung Tây và sau đó lan ra cả nước. Các nhà lịch sử kinh tế ít nhiều thống nhất với nhau rằng chính khủng hoảng ngân hàng đã biến một suy thoái kinh tế thành một cuộc Đại suy thoái.

Phản ứng của nước Mỹ sau Đại suy thoái là tạo ra một hệ thống ngân hàng với nhiều cơ chế bảo vệ hơn. Đạo luật Glass – Steagall tách các ngân hàng ra làm hai loại: các ngân hàng thương mại và các ngân hàng đầu tư. Các ngân hàng thương mại được phép nhận tiền gửi và bị hạn chế tham gia các hoạt động rủi ro cao. Để đổi lại, họ được tiếp cận nguồn tín dụng từ Fed (qua cửa sổ chiết khấu – discount window) và có lẽ quan trọng nhất, tiền gửi của họ được bảo hiểm bởi người đóng thuế. Các ngân hàng đầu tư không được nhận tiền gửi và ít bị kiểm soát hơn. Điều đó cũng hợp lý bởi với tư cách là các tổ chức phi tiền gửi (nondepository institutions), chúng không gặp phải tình trạng hoảng loạn rút tiền.

Hệ thống mới này đã bảo vệ nền kinh tế khỏi các cuộc khủng hoảng tài chính trong gần bảy mươi năm. Vào những năm 1980, sự kết hợp giữa chính sách sai lầm và sự không may mắn đã dẫn tới sự sụp đổ của nhiều ngân hàng tiết kiệm và cho vay (savings and loans), một dạng ngân hàng đặc biệt cung cấp nguồn vốn chủ yếu cho vay mua nhà. Bởi vì tiền gửi tại các ngân hàng này được bảo hiểm, người đóng thuế phải trả khoản tiền lên tới 5% GDP (tương đương hơn 700 tỷ USD hiện nay). Sự sụp đổ của các ngân hàng tiết kiệm và cho vay kéo theo một thời kỳ thắt chặt tín dụng tạm thời và đây là nguyên nhân chính của đợt suy thoái năm 1990-1991, điều thể hiện rõ trong đồ thị về tỷ lệ thất nghiệp ở chương 7. Nhưng đây là điều tồi tệ nhất có thể xảy ra. Người ta nói rằng thời kỳ của các cuộc khủng hoảng ngân hàng đã chấm dứt.

Thực tế, nó vẫn còn tồn tại.

Hệ thống ngân hàng song song

Thế nào là một ngân hàng?

Câu hỏi này nghe có vẻ ngớ ngẩn. Chúng ta đều biết một ngân hàng trông thế nào: nó là một toà nhà lớn, cũng có thể là một cửa hàng mặt tiền trong khu phố buôn bán có nhân viên giao dịch nhận và trả tiền và có dấu hiệu bảo hiểm tiền gửi “FDIC ^[1] bảo đảm” ở trên cửa sổ.

Nhưng trên quan điểm của các nhà kinh tế, ngân hàng được xác định không phải bởi nó trông thế nào mà bởi nó làm gì. Kể từ thời kỳ

của những chủ hiệu kim hoàn cho đến nay, một đặc trưng cơ bản của ngân hàng là đảm bảo những người gửi tiền có thể rút tiền ngay lập tức, ngay cả khi nó đang đầu tư phần lớn số tiền đó vào những tài sản không thể thanh khoản ngay. Bất kỳ một tổ chức nào thực hiện điều này đều là một ngân hàng dù nó có ở trong một toà nhà lớn hay không.

Chẳng hạn, hãy xem một kế ước gọi là chứng khoán lãi suất đấu giá (auction-rate security - ARS), được phát kiến bởi Lehman Brothers vào năm 1984 và trở thành nguồn tài trợ ưa chuộng với nhiều tổ chức, từ Cảnh vụ ở New York và New Jersey đến Bảo tàng nghệ thuật New York. Kế ước này như sau: Các cá nhân sẽ cho một tổ chức vay dài hạn, về luật pháp, thời hạn vay có thể lên tới 30 năm. Tuy nhiên, cứ sau mỗi khoảng thời gian, thường là một tuần, tổ chức này sẽ tổ chức một cuộc đấu giá nhỏ, trong đó những nhà đầu tư mới tiềm năng sẽ đấu giá giành quyền thay thế các nhà đầu tư muốn rút lui. Mức lãi suất được quyết định qua quá trình đấu giá này sẽ áp dụng với tất cả các nguồn vốn đầu tư vào chứng khoán này cho đến cuộc đấu giá tiếp theo. Nếu cuộc đấu giá thất bại – nghĩa là nếu không có đủ người tham gia đấu giá, lãi suất sẽ tăng đến mức rất cao, chẳng hạn 15%; nhưng điều này không hy vọng xảy ra. Ý tưởng của một chứng khoán với lãi suất đấu giá là nó sẽ cân bằng giữa mong muốn có nguồn vốn dài hạn của người vay với mong muốn rút tiền khi cần của người cho vay.

Nhưng đây chính xác lại là điều mà một ngân hàng làm.

Tuy nhiên, các chứng khoán với lãi suất đấu giá dường như có lợi cho những người tham gia hơn là nghiệp vụ ngân hàng truyền thống. Các nhà đầu tư vào các chứng khoán với lãi suất đấu giá được trả lãi suất cao hơn lãi từ tiền gửi ngân hàng trong khi những người phát hành chứng khoán phải trả lãi suất thấp hơn mức lãi họ phải trả để vay dài hạn. Milton Friedman đã nói rằng chẳng có cái gì không có giá của nó cả, nhưng những chứng khoán với lãi suất đấu giá dường như là như thế. Làm sao điều đó có thể xảy ra?

Câu trả lời có vẻ rất đơn giản, ít nhất là khi nhìn lại những gì đã diễn ra: các ngân hàng bị kiểm soát chặt chẽ hơn, chúng phải nắm giữ những nguồn dự trữ có tính thanh khoản, duy trì nguồn vốn lớn và phải trả cho hệ thống bảo hiểm tiền gửi. Bằng cách huy động vốn thông qua các chứng khoán có lãi suất đấu giá, người vay tiền có thể tránh các quy định này và những chi phí của chúng. Nhưng điều đó cũng có nghĩa là các chứng khoán với lãi suất đấu giá không được bảo vệ bởi hệ thống bảo hiểm ngân hàng.

Và hệ quả là hệ thống chứng khoán với lãi suất đấu giá vốn có giá trị vào lúc đỉnh cao lên tới 400 tỷ USD đã sụp đổ vào đầu năm 2008. Các cuộc đấu giá thất bại hết lần này đến lần khác do quá ít nhà đầu

tư mới tham gia để các nhà đầu tư muốn rút ra có thể lấy được tiền. Những người nghĩ rằng họ luôn có thể rút tiền ra nếu muốn bỗng nhận ra rằng họ buộc phải gắn với một khoản đầu tư dài hàng thập kỷ mà không thể thoát ra được. Và cuộc đấu giá thất bại này kéo theo cuộc đấu giá thất bại khác: khi đã thấy những điểm yếu chết người của chứng khoán này, có ai còn muốn bỏ tiền vào chúng nữa?

Điều xảy ra đối với những chứng khoán có lãi suất đầu giá là một chuỗi các vụ hoảng loạn rút tiền dây chuyền.

Điều này giống hệt như cuộc khủng hoảng năm 1907. Vào đầu thế kỷ 20, những quỹ ủy thác dường như hiệu quả hơn bởi vì chúng có thể hoạt động ngoài vòng kiểm soát, tăng trưởng nhanh hơn nhưng là tâm điểm của một cuộc khủng hoảng tài chính. Một thế kỷ sau, điều tương tự lại xảy ra.

Ngày nay, tập hợp những tổ chức hoạt động như các “ngân hàng phi ngân hàng (non-bank banks)” thường được gọi là “hệ thống ngân hàng song song” hay “hệ thống ngân hàng chìm”. Tôi cho rằng cái tên thứ hai hàm chứa thông tin và sống động hơn. Các ngân hàng truyền thống, nhận tiền gửi và là một phần trong hệ thống ngân hàng dự trữ liên bang, hoạt động ít nhiều minh bạch với sổ sách công khai và được các cơ quan quản lý thường xuyên giám sát. Hoạt động của các tổ chức phi tiền gửi mà thực chất là các ngân hàng, ngược lại, mập mờ hơn nhiều. Trên thực tế, cho đến khi cuộc khủng hoảng xảy ra, dường như rất ít người đánh giá được tầm quan trọng của hệ thống ngân hàng song song.

Vào tháng 6 năm 2008, Timothy Geithner, chủ tịch Ngân hàng dự trữ liên bang New York, đã có bài phát biểu tại Câu lạc bộ kinh tế New York, trong đó ông cố gắng giải thích tại sao sự đổ vỡ của bong bóng nhà đất lại có thể gây ra nhiều thiệt hại tài chính đến như vậy (Geithner không biết rằng, điều tồi tệ nhất vẫn chưa tới). Mặc dù bài phát biểu được viết bằng ngôn ngữ của ngân hàng trung ương với vô số thuật ngữ, chúng ta vẫn có thể thấy được Geithner đã sốc như thế nào trước những gì đã xảy ra với hệ thống tài chính:

Cấu trúc của hệ thống tài chính đã thay đổi căn bản trong thời kỳ bùng nổ với sự tăng trưởng đáng kinh ngạc của các tài sản nằm ngoài hệ thống ngân hàng truyền thống. Hệ thống tài chính phi ngân hàng này đã có quy mô rất lớn, đặc biệt là trong các thị trường tiền tệ và tài trợ vốn. Vào đầu năm 2007, các thương phiếu bảo đảm bởi tài sản, các công cụ đầu tư cấu trúc, các chứng khoán ưu đãi có lãi suất đầu giá, những trái phiếu lựa chọn ưu đãi và những hối phiếu không kỳ hạn có lãi suất thay đổi, có tổng giá trị tài sản khoảng 2,2 ngàn tỷ USD. Những tài sản repo ba bên tài trợ qua đêm tăng lên tới 2,5 nghìn tỉ. Tài sản nằm trong các quỹ

phòng vệ (hedge fund) tăng tới khoảng 1,8 ngàn tỉ. Tổng giá trị tài sản của năm ngân hàng đầu tư lớn lên tới 4 ngàn tỷ đô la.

Trong khi đó, tổng tài sản của năm ngân hàng thương mại hàng đầu của Mỹ vào thời điểm đó chỉ hơn 6 nghìn tỷ đô la, còn tổng tài sản của toàn bộ hệ thống ngân hàng chỉ khoảng 10 nghìn tỷ.

Sau đó, Geithner coi tất cả các hình thức tài chính, không chỉ các chứng khoán có lãi suất đầu giá, là một bộ phận của hệ thống tài chính phi ngân hàng. Đó là những tổ chức không phải là ngân hàng theo luật định nhưng lại thực hiện các chức năng ngân hàng. Và ông chỉ ra tính dễ tổn thương của hệ thống mới:

Những tổ chức trong hệ thống tài chính song song này sử dụng những chứng khoán ngắn hạn để tài trợ cho những tài sản dài hạn rủi ro và tương đối kém thanh khoản. Điều này khiến cho chúng cực kỳ dễ tổn thương trước những hoảng loạn rút tiền kinh điển mà không hề có hình thức bảo vệ nào như bảo hiểm tiền gửi mà hệ thống ngân hàng sử dụng để giảm rủi ro này.

Thực tế, nhiều bộ phận của hệ thống mà Geithner miêu tả đã sụp đổ: chứng khoán có lãi suất đầu giá đã bị loại bỏ, như đã trình bày; thương phiếu bảo đảm bằng tài sản (các chứng khoán nợ ngắn hạn do các quỹ phát hành để đầu tư vào các tài sản dài hạn, bao gồm cả những chứng khoán bảo đảm bằng tài sản thế chấp – mortgage-backed security – MBS) đang chết dần, hai trong số năm ngân hàng đầu tư lớn đã phá sản và một ngân hàng đã phải hợp nhất với một ngân hàng truyền thống... Và Geithner còn bỏ sót một số điểm yếu lớn nữa: chính phủ thực tế đã phải quốc hữu hóa AIG, công ty bảo hiểm lớn nhất thế giới; còn đầu cơ chênh lệch lãi suất (carry trade) – một hình thức đầu cơ tài chính quốc tế chuyển vốn từ Nhật và những quốc gia có lãi suất thấp khác vào những khoản đầu tư có lãi suất cao ở những nơi khác – đang sụp đổ khi ấn bản lần này của cuốn sách sắp sửa phát hành.

Nhưng hãy tạm hoãn thảo luận về cuộc khủng hoảng sang chương sau và thay vào đó tìm hiểu sự hình thành của cuộc khủng hoảng: tại sao hệ thống này trở nên dễ tổn thương đến thế?

Sự xao lãng nguy hiểm

Khi cuộc khủng hoảng tài chính nổ ra, điều không tránh khỏi là người ta sẽ phải đi tìm ai đó để đổ lỗi.

Một số lời buộc tội hoàn toàn vô lý, như lời buộc tội, rất phổ biến trong những người cánh hữu, rằng tất cả mọi vấn đề là do Luật tái đầu

tư cộng đồng (Community Reinvestment Act) buộc các ngân hàng phải cho những người mua nhà thiếu số vay tiền, những người sau đó đã không thể trả được nợ. Trên thực tế, luật này được thông qua từ năm 1977 và rất khó hiểu là tại sao người ta lại đổ lỗi cho nó về một cuộc khủng hoảng xảy ra tận ba thập kỷ sau. Hơn nữa, luật này chỉ áp dụng cho các ngân hàng nhận tiền gửi, những ngân hàng chỉ chiếm tỷ lệ nhỏ nợ xấu trong thời kỳ bong bóng nhà đất.

Những lời buộc tội khác có một chút hạt nhân đúng đắn, nhưng sai nhiều hơn đúng. Những người bảo thủ muốn đổ lỗi cho Fannie Mae và Freddie Mac, những công ty cho vay do chính phủ bảo trợ đã khởi xướng hoạt động chứng khoán hóa, đã gây ra bong bóng nhà đất và sự ồm ồm yếu của hệ thống tài chính. Điều đúng đắn ở đây là Fannie và Freddie – hai tổ chức đã vươn lên mạnh mẽ trong thời kỳ 1990-2003, chủ yếu do chúng lấp vào khoảng trống để lại sau sự sụp đổ của các ngân hàng tiết kiệm và cho vay – đã có một số khoản cho vay khinh suất và chịu tác động của các vụ xì căng đan gian lận kế toán. Nhưng chính sự giám sát theo sau những xì căng đan đó khiến cho hai tổ chức này hầu như nằm ngoài bức tranh bong bóng nhà đất trong thời kỳ nóng bỏng nhất, từ 2004 đến 2006. Kết quả là, các tổ chức này chỉ đóng vai trò thứ yếu trong sự lan truyền của nợ xấu.

Những người cánh tả thường đổ lỗi cho phi điều tiết (deregulation) là nguyên nhân của khủng hoảng, đặc biệt là sự hủy bỏ đạo luật Glass-Steagall vào năm 1999, cho phép các ngân hàng thương mại nhảy vào lãnh địa của các ngân hàng đầu tư, và do đó gánh chịu nhiều rủi ro hơn. Rõ ràng đây là một bước đi sai lầm, và có lẽ nó đã góp phần vào cuộc khủng hoảng – chẳng hạn, một số cấu trúc tài chính rủi ro được tạo ra trong những năm bong bóng bùng nổ là những hoạt động “ngoài bảng cân đối kế toán” của các ngân hàng thương mại. Những cuộc khủng hoảng phần lớn không liên quan đến những vấn đề của các tổ chức tài chính phi điều tiết. Trái lại, nó liên quan đến những rủi ro gắn với các tổ chức tài chính chưa bao giờ bị điều tiết.

Và tôi cho rằng, đây chính là cốt lõi của cuộc khủng hoảng. Khi hệ thống ngân hàng song song mở rộng và thách thức, thậm chí vượt qua tầm quan trọng của hệ thống ngân hàng truyền thống, các nhà chính trị và quan chức chính phủ đáng lẽ phải nhận ra rằng chúng ta đang tạo ra những rủi ro tổn thương tài chính giống như thứ đã gây ra cuộc Đại suy thoái; và họ đáng lẽ phải hành động bằng cách bổ sung luật lệ và mở rộng mạng lưới bảo vệ tài chính để bao quát những tổ chức mới này. Những nhân vật quan trọng đáng lẽ phải công bố một quy tắc đơn giản: bất kỳ tổ chức nào thực hiện những nghiệp vụ mà ngân hàng thực hiện, những tổ chức cần phải được cứu giúp trong khủng hoảng giống như các ngân hàng, thì phải bị kiểm soát như các ngân hàng.

Thực tế, sự sụp đổ của Long Term Capital Management, mô tả trong chương 6, đáng lẽ phải là một bài học về những hiểm họa do hệ thống ngân hàng song song gây ra. Chắc chắn, nhiều người đã biết hệ thống này dễ đổ vỡ thế nào.

Nhưng sự cảnh báo này bị lơ đi và chẳng có bước đi nào được thực hiện để nới rộng sự giám sát. Ngược lại, tư duy của thời đại này và hệ tư tưởng của chính quyền George W. Bush là chống lại điều tiết. Điều này được biểu hiện một cách hình tượng trong một lần chụp ảnh năm 2003, trong đó đại diện của nhiều tổ chức đóng vai trò giám sát ngân hàng sử dụng kéo cắt tỉa và cửa để cắt bớt các quy định. Cụ thể hơn, chính quyền Bush đã sử dụng quyền lực liên bang, bao gồm quyền lực của Văn phòng quản lý ngoại hối, để ngăn cản những nỗ lực của các bang tìm cách kiểm soát hoạt động cho vay dưới chuẩn.

Trong khi đó, những người đáng lẽ phải lo lắng về sự mong manh của hệ thống, lại đi ca ngợi những thay đổi này như “sự đổi mới tài chính”. “Mỗi tổ chức tài chính không chỉ ít tổn thương trước các cú sốc hơn mà toàn bộ hệ thống tài chính cũng đã trở nên mềm dẻo và linh hoạt hơn”, Alan Greenspan tuyên bố vào năm 2004.

Do đó, những rủi ro khủng hoảng ngày càng tăng của hệ thống tài chính nói riêng và nền kinh tế nói chung đã bị bỏ qua. Và cuộc khủng hoảng đã nổ ra.

^[1] Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) : Cơ quan Bảo hiểm tiền gửi Liên bang Mỹ.

KhỦng hoẢng

Vào ngày 19 tháng 7 năm 2007, chỉ số bình quân công nghiệp Dow Jones lần đầu tiên vượt qua 14.000 điểm. Hai tuần sau, Nhà Trắng đưa ra một “thông cáo” khoe khoang về thành tích kinh tế của chính quyền Bush: “Các chính sách hỗ trợ tăng trưởng của Tổng thống đang giúp cho nền kinh tế của chúng ta linh hoạt, năng động và mạnh mẽ”. Vậy những vấn đề đã hiện rõ trong thị trường nhà đất và các khoản cho vay thế chấp dưới chuẩn thì sao? Phần lớn chúng được “kiểm soát tốt”, Bộ trưởng tài chính Henry Paulson tuyên bố trong một bài phát biểu ngày 1 tháng 8 ở Bắc Kinh.

Vào ngày 9 tháng 8, ngân hàng BNP Paribas của Pháp phải ngừng cho khách hàng rút tiền từ ba quỹ đầu tư của nó và cuộc khủng hoảng lớn đầu tiên trong thế kỉ 21 bắt đầu.

Sẽ nhầm lẫn khi cho rằng cuộc khủng hoảng này không hề giống những cuộc khủng hoảng mà chúng ta đã chứng kiến trước đây. Có lẽ chính xác hơn là nó giống hệt những cuộc khủng hoảng trước đó: cũng một vụ nổ bong bóng nhà đất có quy mô tương đương như đã xảy ra ở Nhật vào cuối thập kỉ 1980; một làn sóng hoảng loạn ngân hàng giống như thời kì đầu những năm 1930 (mặc dù chủ yếu liên quan đến hệ thống ngân hàng song song thay vì các ngân hàng truyền thống); một cái bẫy thanh khoản ở Mỹ gợi nhớ trường hợp Nhật; và gần đây nhất là sự gián đoạn của dòng vốn quốc tế và một làn sóng khủng hoảng tiền tệ gợi lại những gì đã xảy ra ở châu Á vào cuối thập niên 1990.

Câu chuyện đã bắt đầu như thế này.

Sự xì hơi và sụp đổ
của bong bóng nhà đất

Bong bóng nhà đất Mỹ bắt đầu xì hơi vào mùa thu năm 2005 nhưng phải mất một thời gian hầu hết mọi người mới nhận ra điều đó. Khi giá nhà tăng tới mức mà việc mua nhà trở nên ngoài tầm với của nhiều người Mỹ – ngay cả khi không cần trả ngay một đồng nào và có lãi suất vay hấp dẫn – doanh số bán nhà bắt đầu đi xuống. Đã xuất hiện tiếng “xèo xèo”, từ mà tôi dùng lúc đó, khi khí xì ra khỏi quả bong bóng.

Tuy nhiên, giá nhà vẫn còn tiếp tục tăng một thời gian nữa. Điều này có thể hiểu được. Nhà đất khác với cổ phiếu vốn chỉ có một mức giá thị trường thay đổi từng phút. Mỗi ngôi nhà đều khác biệt và người bán sẵn sàng chờ một thời gian trước khi thực sự tìm ra người mua. Kết quả là, giá nhà thường dựa vào giá những ngôi nhà khác đã bán trong thời gian gần đây: người bán không giảm giá cho đến khi họ cảm thấy rõ ràng rằng sẽ không thể bán được giá cao. Vào năm 2005, sau một thời gian dài giá nhà tăng mạnh mẽ mỗi năm, người bán kỳ vọng rằng xu hướng này sẽ tiếp tục và do đó, giá chào thực tế tiếp tục tăng một thời gian ngay cả khi doanh số đã giảm.

Tuy nhiên, cho tới cuối xuân năm 2006, những yếu kém của thị trường bắt đầu lộ rõ. Giá cả bắt đầu giảm, ban đầu chậm chạp nhưng sau đó với tốc độ tăng dần. Cho tới quý 2 năm 2007, theo chỉ số giá nhà được sử dụng rộng rãi Case- Shiller, giá nhà chỉ giảm 3% so với mức đỉnh điểm một năm trước. Năm tiếp theo, giá nhà giảm hơn 15%. Dĩ nhiên, giá giảm nhiều nhất ở những vùng có bong bóng nhà đất lớn nhất, như vùng bờ biển Florida.

Tuy nhiên, ngay cả sự suy giảm nhẹ nhàng ban đầu của giá nhà cũng làm suy yếu những giả định làm nền tảng hậu thuẫn sự bùng nổ cho vay dưới chuẩn. Hãy nhớ, lý lẽ chủ yếu của hoạt động cho vay dưới chuẩn là niềm tin rằng việc người vay có thể trả tiền vay hay không chẳng hề quan trọng, theo quan điểm của chủ nợ. Miễn là giá nhà tiếp tục tăng, những khách hàng vay tiền gặp khó khăn luôn có thể thanh toán bằng cách bán nhà. Ngay khi giá nhà bắt đầu giảm thay vì tăng và nhà đất trở nên khó bán, tỷ lệ mất khả năng trả nợ bắt đầu tăng. Và lúc đó, một sự thật đau đớn trở nên rõ ràng: tịch thu tài sản thế chấp không chỉ là bi kịch của người mua nhà mà còn là bi kịch của chủ nợ. Trong khi chờ bán ngôi nhà tịch thu, chủ nợ phải chịu những chi phí pháp lý và sự xuống cấp thường xảy ra trong các ngôi nhà không có người ở, và thường chủ nợ chỉ có thể lấy lại được một phần, chẳng hạn một nửa, giá trị ban đầu của khoản cho vay.

Bạn có thể bán khoản tại sao trong trường hợp đó người đi vay không thỏa thuận với chủ nhà để giảm bớt khoản tiền thanh toán và tránh những chi phí bán nhà tịch thu? Lý do là làm điều đó cũng tốn chi phí và đòi hỏi nhân lực. Và nợ dưới chuẩn phần lớn cũng không do các ngân hàng nắm giữ; chúng do những người trung gian tiến hành,

sau đó bán lại khoản nợ cho các tổ chức tài chính, những tổ chức đến lượt mình lại chia những khoản vay thế chấp thành những chứng chỉ nợ thế chấp (collateralized debt obligations – CDO) bán cho các nhà đầu tư. Việc quản lý khoản nợ này được đẩy cho những công ty dịch vụ cho vay không có đủ nguồn lực hay động lực để thực hiện tái cơ cấu nợ. Một điều nữa là sự phức tạp của các công cụ tài chính hỗ trợ cho vay dưới chuẩn khiến cho việc sở hữu khoản vay thế chấp được rải cho nhiều nhà đầu tư, tạo ra trở ngại pháp lý cho bất kỳ nỗ lực xóa nợ nào.

Do vậy, tái cơ cấu nợ đã không thể diễn ra và chủ nợ buộc phải thực hiện việc tịch thu nhà (foreclosure) rất tốn kém. Điều đó có nghĩa là những chứng khoán dựa vào các khoản vay thế chấp dưới chuẩn trở thành những món đầu tư tồi tệ ngay khi sự bùng nổ của lĩnh vực nhà đất bắt đầu ngừng lại.

Khoảnh khắc quyết định đã đến vào đầu năm 2007, khi cuộc khủng hoảng nợ dưới chuẩn bắt đầu trở nên rõ ràng. Hãy nhớ rằng những cổ phiếu nợ thế chấp tuân theo hệ thống phân loại cổ phiếu có thứ bậc: chủ sở hữu những cổ phiếu bậc cao mà các tổ chức định giá xếp loại AAA sẽ được ưu tiên thanh toán trước, trong khi những chủ sở hữu chứng khoán bậc thấp hơn và được xếp loại thấp hơn, sẽ chỉ được thanh toán sau khi những chủ nợ bậc cao đã được thanh toán hết. Vào khoảng tháng 2 năm 2007, người ta nhận ra rằng những cổ phiếu được xếp loại thấp có thể sẽ lỗ lớn và giá những cổ phiếu này rơi tự do. Điều này chấm dứt toàn bộ quy trình cho vay dưới chuẩn. Bởi vì chẳng ai mua những cổ phiếu cấp thấp nữa, việc tái tổ hợp và bán nợ dưới chuẩn không còn khả thi và nguồn tài trợ vốn bị cắt. Điều này đến lượt nó lại đẩy nhanh sự suy thoái của thị trường nhà đất, do nó cắt đi nguồn vốn quan trọng hỗ trợ cầu mua nhà.

Nhưng các nhà đầu tư vẫn còn tin rằng những cổ phiếu bậc cao gắn với những món nợ thế chấp này tương đối an toàn. Cho đến tận tháng 10 năm 2007, những cổ phiếu xếp hạng AAA dựa trên các khoản cho vay thế chấp dưới chuẩn vẫn còn được giao dịch gần sát với mệnh giá. Tuy nhiên, cuối cùng thì chẳng có thứ gì dính dáng tới nhà đất còn có thể an toàn – cả chứng khoán bậc cao, cả những khoản nợ vay của khách hàng có chỉ số tín dụng tốt, vốn là những người trả phần lớn giá trị nhà bằng tiền mặt.

Tại sao vậy? Bởi vì quy mô khủng khiếp của bong bóng nhà đất. Tính trên toàn quốc, giá nhà đã bị định giá cao hơn 50% so với mùa hè năm 2006. Điều đó có nghĩa là, để đưa giá về mức cũ, giá cả phải giảm một phần ba. Trong một số vùng đô thị, giá cả còn leo thang hơn nữa. Chẳng hạn ở Miami, giá nhà đã tăng ít nhất gấp đôi mức hợp lý. Do đó, ở một số vùng, giá cả phải giảm 50 % hoặc hơn.

Điều này có nghĩa là trên thực tế, bất kỳ ai mua nhà trong những năm đỉnh cao của bong bóng nhà đất, ngay cả khi đã trả trước 20% giá nhà, cũng sẽ gặp phải tình trạng giá trị nhà đất xuống thấp hơn giá trị khoản nợ thế chấp. Có khoảng 12 triệu người mua nhà ở Mỹ gặp phải tình trạng này vào thời điểm cuốn sách này chuẩn bị xuất bản. Và họ là những ứng cử viên hàng đầu của hiện tượng vỡ nợ và bị tịch thu nhà đất, bất kể xuất thân của họ ra sao. Một số người sẽ chọn cách bỏ mặc các khoản vay thế chấp, nghĩ rằng điều đó sẽ tốt hơn, ngay cả khi họ bị mất nhà. Chẳng rõ hiện tượng bỏ mặc các khoản vay thế chấp nhà quan trọng đến mức nào nhưng có vô số nguyên nhân khác có thể dẫn tới mất khả năng thanh toán. Mất việc, chi phí chữa bệnh bất thường, ly dị... tất cả các nguyên nhân này đều có thể khiến người mua nhà không thể trả các khoản nợ. Và nếu ngôi nhà có giá trị thấp hơn giá trị khoản vay thế chấp, chủ nợ chẳng có cách nào để thu hồi đủ nợ.

Khi khủng hoảng nhà đất trở nên nghiêm trọng, các chủ nợ và các nhà đầu tư chứng khoán dựa trên các khoản nợ thế chấp nhận rõ rằng họ sẽ mất rất nhiều. Nhưng tại sao chúng ta phải lo cho họ thay vì lo cho những người mua nhà? Sau cùng, sự tan vỡ của bong bóng nhà đất có lẽ sẽ xóa sạch tám nghìn tỷ đô la, trong số đó, bảy nghìn tỷ là của người mua nhà và chỉ một nghìn tỷ thuộc về các nhà đầu tư. Tại sao phải lo lắng về một nghìn tỷ đó chứ?

Câu trả lời là: bởi vì chính nó đã khơi mào sự sụp đổ của hệ thống ngân hàng song song.

Cuộc khủng hoảng ngân hàng “phi ngân hàng”

Như chúng ta đã thấy, có một số chấn động tài chính nghiêm trọng trong nửa đầu năm 2007 nhưng cho tới tận đầu tháng 8, quan điểm chính thống vẫn cho rằng các vấn đề suy thoái nhà đất và nợ dưới chuẩn được kiểm chế và sự vững mạnh của thị trường chứng khoán gợi ý rằng thị trường cũng đồng ý với quan điểm này. Sau đó, chẳng cần phải nói, mọi thứ đã trở thành thảm họa. Điều gì đã xảy ra?

Trong chương 8, tôi đã trích dẫn phát biểu của Tim Geithner, chủ tịch Ngân hàng dự trữ liên bang New York về những rủi ro do sự bành trướng của hệ thống ngân hàng song song gây ra: “Quy mô của những tài sản dài hạn rủi ro và tương đối kém thanh khoản được tài trợ bằng những món nợ ngắn hạn khiến cho nhiều tổ chức trong hệ thống tài chính song song trở nên dễ tổn thương trước những vụ hoản loạn rút tiền kinh điển nhưng lại không hề có sự bảo vệ nào, chẳng hạn như bằng hệ thống bảo hiểm tiền gửi mà hệ thống ngân hàng sử dụng để hạn chế rủi ro đó”. Cũng trong phát biểu vào tháng 6 năm 2008 này,

Geithner mô tả bằng một ngôn ngữ sống động đáng ngạc nhiên về cách thức sự hoảng loạn rút tiền thực sự diễn ra. Nó bắt đầu từ những thiệt hại liên quan đến nợ dưới chuẩn, làm giảm niềm tin vào hệ thống ngân hàng song song. Và điều này dẫn tới vòng xoáy đi xuống:

Một khi các nhà đầu tư vào các tài sản này – nhiều người trong số họ đã từng quản lý các quỹ tiền tệ rất thận trọng – rút tiền hoặc đe dọa rút tiền của họ ra khỏi các thị trường này, hệ thống ngân hàng song song trở nên dễ tổn thương do vòng xoáy của quá trình thanh lý tài sản bắt buộc, điều càng làm tăng sự bất ổn và làm giảm giá tất cả các loại tài sản. Đổi lại, khách hàng đòi hỏi mức lãi cao hơn nếu không sẽ rút toàn bộ tiền, khiến cho tình hình càng trở nên tồi tệ. Nguồn vốn bị xói mòn khi tài sản bị bán trong những thị trường đang suy giảm. Tình hình càng xấu đi khi các tài sản có chất lượng kém, đặc biệt là các tài sản liên quan đến nợ thế chấp – lan tràn khắp hệ thống. Điều này giúp giải thích tại sao chỉ một lượng tương đối nhỏ tài sản rủi ro có thể phá hoại niềm tin của các nhà đầu tư và các thành viên thị trường khác trên một thị trường rộng lớn hơn nhiều.

Chú ý rằng Geithner nhấn mạnh tác động của sự suy giảm giá trị tài sản lên bảng cân đối kế toán, kéo theo sự tiếp tục bán tháo tài sản trong một quá trình thúc đẩy lẫn nhau. Điều này, về cơ bản cũng giống như quá trình dẫn đến các cuộc khủng hoảng “tự hoàn thành” (self-fulfilling) ở châu Á vào năm 1997 – 1998, đã mô tả trong chương 4. Những tổ chức có tỷ lệ nợ cao trong hệ thống kinh tế gặp thua lỗ, buộc chúng phải thực hiện những hành động dẫn tới thua lỗ nặng hơn ... Trong trường hợp này, thua lỗ xảy ra do sự sụt giá của các tài sản tài chính rủi ro chứ không phải do sự mất giá của đồng nội tệ như ở Indonesia hay Argentina, những câu chuyện về cơ bản là như nhau.

Và kết quả của quá trình tự thúc đẩy này là một sự hoảng loạn rút tiền hàng loạt, khiến hệ thống ngân hàng song song cô lại, chẳng khác những gì đã diễn ra với hệ thống ngân hàng truyền thống vào đầu thập niên 1930. Những chứng khoán có lãi suất đầu giá (auction-rate securities), thực tế là một dạng ngân hàng cung cấp tín dụng có giá trị lên tới 330 tỷ USD, đã tan biến. Những thương phiếu dựa trên tài sản, một dạng ngân hàng khác, thu hẹp quy mô từ cung cấp 1,2 nghìn tỷ USD tín dụng xuống chỉ còn 700 tỷ.

Những điều điên rồ bắt đầu xảy ra trên các thị trường tài chính. Lãi suất tín phiếu kho bạc Mỹ – nghĩa là tín phiếu nợ ngắn hạn – giảm xuống gần bằng zero. Đó là bởi vì các nhà đầu tư chạy trốn vào tín phiếu kho bạc như một nơi trú ẩn an toàn và như một nhà bình luận đã nói, những thứ duy nhất mà họ muốn mua là tín phiếu kho bạc và

nước đóng chai (Nợ của chính phủ Mỹ rất an toàn không chỉ vì Mỹ là quốc gia có trách nhiệm nhất thế giới mà còn bởi nếu nước Mỹ mà suy sụp thì tất cả mọi thứ khác cũng suy sụp). Trong một vài trường hợp, lãi suất tín phiếu kho bạc thực tế còn âm, bởi vì chúng là thứ duy nhất người ta chấp nhận làm vật thế chấp trong các giao dịch tài chính và người ta phải tranh cướp nhau về giành giật lượng cung tín phiếu hạn chế.

Một số người đi vay có thể bù đắp cho sự sụp đổ của hệ thống ngân hàng song song bằng cách quay lại với các ngân hàng truyền thống để vay tiền. Một trong những éo le của cuộc khủng hoảng này chính là sự mở rộng của tín dụng ngân hàng khiến cho nhiều nhà phân tích bối rối: tín dụng có bị thắt chặt đâu, họ thắc mắc? Nhưng sự mở rộng tín dụng ngân hàng truyền thống còn lâu mới bù đắp nổi sự sụp đổ của hệ thống ngân hàng song song.

Tín dụng tiêu dùng bị cắt giảm muộn nhất, nhưng cho tới tháng 10 năm 2008, ngày càng rõ ràng rằng thẻ tín dụng cũng bắt đầu lên thớt, với hạn mức tín dụng bị cắt, nhiều hồ sơ bị từ chối và khả năng thanh toán của người Mỹ, vốn đang cảm thấy lo lắng, bị giảm sút nghiêm trọng.

Trên toàn bộ nền kinh tế, nhiều cá nhân và tổ chức không thể tiếp cận với tín dụng, trong khi những người khác phải trả lãi suất cao hơn ngay cả khi Ngân hàng dự trữ liên bang đã cố gắng hạ lãi suất. Và điều đó kéo theo cái bẫy thanh khoản kiểu Nhật đối với chính sách tiền tệ của Mỹ.

Fed đánh mất sức mạnh

Vào thời điểm cuộc khủng hoảng nổ ra, Alan Greenspan không còn làm chủ tịch Fed. Thay vào vị trí của ông ta và cũng có trách nhiệm dọn dẹp đống bừa bộn ông ta để lại là Ben Bernanke, một cựu giáo sư kinh tế tại đại học Princeton (Bernanke là trưởng khoa kinh tế tại đại học Princeton trước khi chuyển sang Fed và là người đã tuyển dụng tôi khi tôi chuyển từ MIT đến Princeton).

Nếu bạn phải chọn một cá nhân lãnh đạo Fed trong cuộc khủng hoảng này, người đó phải là Bernanke. Ông là một chuyên gia nghiên cứu về Đại suy thoái. Nghiên cứu của ông về cách thức khủng hoảng ngân hàng làm trầm trọng thêm suy thoái đã có đóng góp lý thuyết đáng kể cho kinh tế học tiền tệ, trong đó tập trung vào vai trò của nguồn tín dụng và giá trị bảng cân đối kế toán đối với mức đầu tư (chỉ cần lẩm nhẩm “Bernanke – Gertler ^[1]” với những nhà kinh tế đang lo lắng tranh luận về cuộc khủng hoảng, họ sẽ gật đầu ra điều hiểu biết). Và ông đã nghiên cứu sâu về những vấn đề của Nhật trong thập kỉ

1990. Không ai có sự chuẩn bị tốt hơn Bernanke về trí tuệ để đối phó với cuộc khủng hoảng này.

Nhưng khi cuộc khủng hoảng nổ ra, Fed của Bernanke đã rất khó khăn để tác động lên các thị trường tài chính nói riêng và toàn bộ nền kinh tế nói chung.

Fed được lập ra để thực hiện hai nhiệm vụ chính: quản lý lãi suất và khi cần thiết, cung cấp tiền mặt cho các ngân hàng. Nó quản lý lãi suất bằng cách mua tín phiếu kho bạc từ các ngân hàng, bằng cách đó tăng dự trữ của chúng hoặc bán tín phiếu kho bạc cho các ngân hàng, bằng cách đó giảm dự trữ của chúng. Nó cung cấp tiền mặt cho những ngân hàng cụ thể khi cần thiết bằng cách cho vay trực tiếp. Và Fed đã tích cực sử dụng hai công cụ này kể từ khi cuộc khủng hoảng xảy ra. Fed đã cắt giảm lãi suất vốn liên bang (Fed funds rate) – tỷ lệ lãi suất qua đêm mà các ngân hàng cho nhau vay dự dữ, một công cụ thông dụng của chính sách tiền tệ – từ 5,25% vào thời điểm nổ ra khủng hoảng xuống chỉ 1% vào thời điểm tôi viết cuốn sách này. “Tổng vay nợ của các tổ chức tín dụng từ Ngân hàng dự trữ liên bang” đã từ mức gần như bằng không trước khủng hoảng lên tới hơn 400 tỷ USD.

Vào lúc bình thường, hành động này sẽ kéo theo sự nổi lỏng tín dụng. Lãi suất vốn liên bang giảm thường khiến cho lãi suất các loại giảm theo – làm giảm lãi suất tín dụng thương mại, lãi suất tín dụng doanh nghiệp và lãi suất cho vay thế chấp. Trong khi đó, cho các ngân hàng vay thường đủ để giúp xoa dịu bất cứ sự thiếu hụt thanh khoản nào trong hệ thống tài chính. Nhưng hiện giờ không phải là thời điểm bình thường và những tiền lệ lịch sử chẳng thể áp dụng lúc này.

Việc Fed đánh mất sức mạnh thể hiện rõ nhất đối với những khách hàng vay có rủi ro cao. Chẳng hạn, hiện tại không còn khoản cho vay dưới chuẩn nào được thực hiện nữa. Điều này khiến cho một tầng lớp khách hàng vay mua nhà tiềm năng bị loại khỏi thị trường. Các doanh nghiệp không thuộc nhóm có định giá tín dụng hàng đầu sẽ phải trả lãi suất vay nợ ngắn hạn cao hơn so với thời kỳ trước khủng hoảng, mặc dù tỷ lệ lãi suất mà Fed kiểm soát đã giảm hơn 4%. Mức lãi suất trái phiếu doanh nghiệp hạng Baa vào thời điểm này là trên 9%, so với mức 6,5% trước khủng hoảng. Toàn bộ các mức lãi suất cho tiêu dùng và đầu tư cũng tăng hoặc ít nhất là không giảm, bất chấp nỗ lực kéo lãi suất xuống thấp của Fed.

Ngay cả những khách hàng vay thế chấp tốt cũng bị ảnh hưởng: tỷ lệ lãi suất cho vay thế chấp 30 năm vẫn còn tương đương mức mùa hè năm 2007. Đó là vì cuộc khủng hoảng trong hệ thống tài chính đã đẩy các chủ nợ tư nhân ra khỏi thị trường và chỉ còn Fannie Mae và Freddie Mac, những tổ chức cho vay do chính phủ tài trợ, là còn hoạt động. Và Fannie Mae và Freddie Mac cũng gặp vấn đề: chúng không có nhiều nợ xấu như khu vực tư nhân nhưng vẫn có nợ xấu và chúng

lại có vốn rất mỏng. Vào tháng 8 năm 2008, chính phủ liên bang giành quyền kiểm soát Fannie và Freddie, làm giảm những lo ngại về nợ xấu của chúng và giảm tỷ lệ lãi suất cho vay thế chấp. Nhưng chính quyền Bush từ chối đảm bảo nợ cho Fannie và Freddie. Vì thế, ngay cả sau khi quốc hữu hóa, chúng vẫn gặp khó khăn khi huy động vốn.

Vậy còn những khoản vay mà Ngân hàng dự trữ liên bang đã cho các ngân hàng vay thì sao? Có lẽ chúng cũng có ích, nhưng không được như kỳ vọng, bởi vì các ngân hàng truyền thống không nằm ở tâm điểm của cuộc khủng hoảng. Đây là một ví dụ: nếu một thỏa thuận chứng khoán có lãi suất đầu giá thuộc về hệ thống ngân hàng truyền thống, người phát hành chứng khoán có thể vay vốn từ Fed khi có quá ít nhà đầu tư tư nhân tham gia đầu giá; kết quả là các cuộc đầu giá không bị thất bại và chứng khoán có lãi suất đầu giá không bị xóa sổ. Tuy nhiên, chính bởi vì chúng không phải là một bộ phận của các ngân hàng truyền thống, các cuộc đầu giá đã thất bại, lĩnh vực này sụp đổ đến mức chẳng có khoản tiền nào mà Fed cho Citibank hay Bank of America vay có thể ngăn chặn được.

Trên thực tế, Fed nhận ra rằng mình đang gặp phải một cái bẫy thanh khoản kiểu Nhật Bản, trong đó chính sách tiền tệ truyền thống không còn tác dụng với nền kinh tế thực. Đúng là lãi suất vốn liên bang chưa giảm tới mức gần 0% nhưng chẳng có lý do gì để tin rằng cắt giảm thêm lãi suất 1% sẽ có tác dụng đáng kể.

Fed còn có thể làm gì nữa? Vào năm 2004, trong một nghiên cứu, Bernanke đã lập luận rằng chính sách tiền tệ có thể hiệu quả, ngay cả trong một cái bẫy thanh khoản, nếu người ta sẵn sàng “thay đổi cơ cấu bảng cân đối kế toán của ngân hàng trung ương”. Thay vì chỉ nắm giữ tín phiếu kho bạc và cho vay ngân hàng thương mại, Fed có thể cho các đối tượng khác vay như: các ngân hàng đầu tư, các quỹ thị trường tiền tệ và có thể ngay cả những doanh nghiệp phi tài chính. Và trong năm 2008, Fed đã bước đầu sử dụng các “công cụ” cho vay đặc biệt để thực hiện điều đó là TSLF, PDCF ^[2]... Vào tháng 10 năm 2008, Fed tuyên bố bắt đầu mua lại thương phiếu, thực tế là thực hiện hoạt động cho vay mà hệ thống tài chính tư nhân không thể làm. Có thể những kế hoạch này cuối cùng cũng sẽ cho kết quả. Tuy nhiên, phải nói rằng hiệu quả của chúng cho tới giờ rất đáng thất vọng. Tại sao vậy? Tôi cho rằng vấn đề nằm ở sự thay thế và quy mô. Khi Fed tăng dự trữ của ngân hàng, nó thực hiện chức năng mà không tổ chức nào khác có thể thực hiện: chỉ có Fed mới có thể tạo ra tiền cơ sở, được dùng làm tiền mặt trong lưu thông hoặc dự trữ tại các ngân hàng. Hơn nữa, hành động của Fed thường có quy mô lớn so với quy mô tài sản liên quan, bởi vì tiền cơ sở “chỉ” có 800 tỷ USD. Khi Fed cố gắng trợ giúp thị trường tín dụng rộng lớn hơn, ngược lại, nó đang thực hiện chức năng

mà các tổ chức tư nhân khác cũng thực hiện – điều đó nghĩa là lượng tín dụng mà nó bơm vào hệ thống có thể bị mất đi một phần bởi số tiền bị rút bởi khu vực tư nhân. Và Fed cũng đang cố gắng tác động vào một đối tượng có quy mô lớn hơn, thị trường tín dụng trị giá khoảng 50 nghìn tỷ USD. Fed của Bernanke cũng gặp phải vấn đề là luôn đi sau thực tế. Cuộc khủng hoảng tài chính liên tục phát triển những khía cạnh mới mà rất ít người, bao gồm cả những bộ óc thông thái ở Fed, có thể nhìn thấy trước. Và điều này khiến tôi chú ý đến khía cạnh quốc tế của cuộc khủng hoảng.

“Đại ca” của tất cả các cuộc khủng hoảng tiền tệ

Sau cuộc khủng hoảng tài chính năm 1997-1998, chính phủ các nước chịu ảnh hưởng đã nỗ lực ngăn chặn sự tái xuất của khủng hoảng. Họ tránh vay nợ nước ngoài do lo ngại rủi ro khi nước ngoài cắt nguồn vốn. Họ cũng tích trữ dự trữ ngoại tệ lớn để bảo vệ trong trường hợp khẩn cấp. Và người ta cho rằng, các “thị trường mới nổi” – Brazil, Nga, Ấn Độ, Trung Quốc (viết tắt là các nước BRIC) và một số quốc gia nhỏ hơn, bao gồm cả những nạn nhân của cuộc khủng hoảng 1997 – đã “tách” khỏi ảnh hưởng của Mỹ và có thể tiếp tục tăng trưởng, bất chấp sự hỗn loạn ở Mỹ. “Tách ra không phải là chuyện hoang đường”, tờ The Economist trấn an độc giả vào tháng ba. “Trên thực tế, điều này có thể cứu giúp nền kinh tế thế giới”.

Thật không may, điều này dường như không xảy ra. Ngược lại, nói như Stephen Jen, nhà phân tích chiến lược tiền tệ trưởng của Morgan Stanley, việc hạ cánh “sốc” của các thị trường mới nổi có thể khiến chúng trở thành “tâm điểm thứ hai” của cuộc khủng hoảng toàn cầu (các thị trường tài chính Mỹ là tâm điểm thứ nhất).

Điều gì đã xảy ra vậy? Cùng với sự phát triển của hệ thống ngân hàng song song, có một sự chuyển đổi tính chất nữa trong hệ thống tài chính trong hơn 15 năm qua, chủ yếu sau cuộc khủng hoảng tài chính châu Á: đó là sự gia tăng toàn cầu hóa tài chính, trong đó các nhà đầu tư ở một nước nắm giữ nhiều cổ phiếu ở các nước khác. Vào năm 1996, vào thời điểm nổ ra khủng hoảng tài chính châu Á, nước Mỹ có tài sản ở nước ngoài tương đương 52% GDP và có mức nợ nước ngoài tương đương 57% GDP. Cho tới năm 2007, những con số này tăng lên tương ứng là 128% và 145%. Nước Mỹ ngày càng trở thành con nợ lớn, nhưng số nợ ròng không ấn tượng bằng sự gia tăng khủng khiếp của việc vay nợ lẫn nhau.

Cũng giống như phần lớn những gì đã diễn ra với hệ thống tài chính trong vòng một vài thập kỷ qua, sự thay đổi này được kỳ vọng sẽ làm giảm rủi ro: bởi vì các nhà đầu tư Mỹ giữ nhiều của cải của họ ở nước

ngoài, họ ít bị ảnh hưởng bởi sự suy thoái ở Mỹ hơn và bởi các nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ nhiều của cải của họ ở Mỹ, họ cũng ít bị tác động bởi suy thoái ở quê nhà. Nhưng một phần lớn của sự gia tăng toàn cầu hóa tài chính thực tế là đến từ những khoản đầu tư của các tổ chức có tỷ lệ nợ lớn, những tổ chức đang thực hiện các thương vụ đầu tư liên lĩnh xuyên biên giới. Và khi mọi thứ ở Mỹ xấu đi, những khoản đầu tư xuyên biên giới này biến thành cái mà các nhà kinh tế gọi là “cơ chế lan truyền – transmission mechanism”, khiến một cuộc khủng hoảng khởi đầu từ thị trường nhà đất Mỹ lan ra thành vòng xoáy khủng hoảng toàn cầu. Sự đổ vỡ của các quỹ đầu tư phòng vệ gắn với một ngân hàng Pháp được xem là sự kiện đánh dấu sự khởi đầu của cuộc khủng hoảng. Cho đến mùa thu năm 2008, những vấn đề nợ nhà đất ở những nơi như Florida đã nhấn chìm cả hệ thống ngân hàng của Iceland!

Với các nền kinh tế mới nổi, có một điểm rất dễ tổn thương là cái gọi là đầu tư chênh lệch lãi suất (carry trade). Đó là việc vay nợ ở các nước có lãi suất thấp, đặc biệt là ở Nhật, và cho vay ở những nước có lãi suất cao, như Brazil và Nga. Đây là hoạt động kinh doanh có lợi nhuận cao, miễn là không có sự kiện tồi tệ nào xảy ra. Nhưng cuối cùng, nó lại xảy ra.

Sự kiện đó có lẽ là sự sụp đổ của ngân hàng đầu tư Lehman Brothers vào ngày 15 tháng 9 năm 2008. Khi Bear Stearns, một trong năm ngân hàng đầu tư lớn, gặp khó khăn vào tháng 3, Fed và Bộ tài chính đã nhảy vào, không phải để cứu ngân hàng này, ngân hàng sau đó đã bị xóa sổ, mà để bảo vệ các đối tác đang cho nó vay tiền hoặc có các hợp đồng tài chính với nó. Người ta cũng kì vọng rằng Lehman cũng sẽ nhận được sự trợ giúp như vậy. Nhưng Bộ tài chính đã quyết định rằng sự sụp đổ của Lehman sẽ không gây ra hậu quả quá nghiêm trọng và cho phép ngân hàng này phá sản mà không có bất kỳ sự bảo vệ nào đối với các đối tác của nó.

Chỉ trong vài ngày, người ta đã thấy rõ ràng rằng đây là một thảm họa: lòng tin tụt dốc, giá tài sản rơi xuống một nấc thang mới và số ít ỏi kênh tín dụng còn lại bị thắt chặt. Việc quốc hữu hóa AIG, một đại gia bảo hiểm, một vài ngày sau đó không giúp ngăn chặn sự hoảng loạn.

Và một trong những nạn nhân của vòng xoáy hoảng loạn mới là đầu cơ chênh lệch lãi suất. Khi dòng vốn từ Nhật và các quốc gia lãi suất thấp khác bị cắt, một vòng xoáy tự củng cố giống hệt như cuộc khủng hoảng 1997 diễn ra. Bởi vì vốn không còn chảy ra khỏi nước Nhật, giá trị đồng yen tăng lên. Bởi vì vốn không còn chảy vào các thị trường mới nổi, giá trị nội tệ của các thị trường này sụt giảm. Điều này khiến cho những ai vay đồng tiền này và cho vay bằng đồng tiền kia thua lỗ lớn. Trong một số trường hợp, điều này có nghĩa là các quỹ dự phòng

và ngành công nghiệp quỹ dự phòng vốn trụ vững cho tới khi Lehman Brothers sụp đổ, bắt đầu co lại nhanh chóng. Trong những trường hợp khác, nó có nghĩa là các doanh nghiệp ở những thị trường mới nổi, vốn được vay nguồn vốn rẻ từ nước ngoài, đột nhiên phải đối mặt thua lỗ lớn.

Những nỗ lực tự bảo vệ chống lại một cuộc khủng hoảng mới của các nền kinh tế mới nổi đã thất bại do khu vực tư nhân không chú trọng phòng chống rủi ro. Chẳng hạn ở Nga, các ngân hàng và các tập đoàn tranh nhau vay nước ngoài bởi vì lãi suất ở nước ngoài thấp hơn lãi suất bằng đồng ruble. Do vậy, trong khi chính phủ Nga có lượng dự trữ ngoại tệ ấn tượng lên tới 560 tỷ USD, các tập đoàn và ngân hàng Nga cũng đang vay một lượng nợ ấn tượng không kém, lên tới 460 tỷ USD. Bỗng nhiên, các ngân hàng và tập đoàn này bị cắt nguồn tín dụng và giá trị nợ tính theo đồng ruble tăng lên. Những quốc gia khác cũng không an toàn: ví dụ, các ngân hàng lớn ở Brazil đã tránh vay nợ lớn từ nước ngoài nhưng vẫn gặp khó khăn do các khách hàng trong nước của chúng không cẩn thận như thế.

Điều này giống hệt như các cuộc khủng hoảng tiền tệ trước đây như ở Indonesia năm 1997 và Argentina năm 2002 nhưng có quy mô lớn hơn nhiều. Cuộc khủng hoảng này rõ ràng là “đại ca” của tất cả cuộc khủng hoảng tiền tệ và là một thảm họa mới của hệ thống tài chính toàn cầu.

Suy thoái toàn cầu

Phần lớn chương này đã đề cập đến những khía cạnh tài chính của cuộc khủng hoảng. Chúng có tác động gì đến “nền kinh tế thực”, với sản xuất, việc làm, tiền lương? Chẳng có gì tốt đẹp cả.

Mỹ, Anh, Tây Ban Nha và nhiều nước khác có lẽ sẽ gặp phải suy thoái kinh tế khi các bong bóng nhà đất vỡ, ngay cả khi hệ thống tài chính không sụp đổ. Giá nhà sụt giảm sẽ có hiệu ứng tiêu cực trực tiếp đến việc làm thông qua sự suy giảm của ngành xây dựng và chúng thường kéo theo sự sụt giảm chi tiêu tiêu dùng, vì họ cảm thấy thu nhập thấp hơn và không tiếp cận được với vốn vay. Những tác động tiêu cực này được nhân lên khi thất nghiệp tăng kéo theo sự suy giảm tiếp theo trong chi tiêu. Nền kinh tế Mỹ thực tế ban đầu đã chống đỡ tương đối tốt trước sự đổ vỡ của bong bóng nhà đất, chủ yếu do đồng USD yếu kéo theo xuất khẩu tăng, bù đắp phần nào sự suy giảm trong ngành xây dựng.

Nhưng sự suy sụp của hệ thống tài chính dường như đã biến một cuộc suy thoái bình thường – tỷ lệ thất nghiệp đã bắt đầu giảm vào cuối năm 2007 nhưng cho tới tháng 9 năm 2008, mức giảm sút vẫn còn khiêm tốn – trở thành một thảm họa. Khủng hoảng tín dụng sau

sự sụp đổ của Lehman Brothers, khủng hoảng bất ngờ trên các thị trường mới nổi, sự sụt giảm lòng tin của người tiêu dùng khi thông tin về quy mô của khủng hoảng tài chính tràn ngập các phương tiện thông tin đại chúng, tất cả đều cho thấy đây là cuộc suy thoái tồi tệ nhất ở Mỹ và trên toàn thế giới kể từ đầu thập kỷ 1980. Và nhiều nhà kinh tế sẽ thở phào nếu chỉ như thế.

Điều thực sự gây lo lắng là việc các chính sách trở nên mất hiệu lực. Cuộc suy thoái 1981-1982 quả là tồi tệ khi khiến cho tỷ lệ thất nghiệp lên tới trên 10% nhưng nó là một kết quả có chủ ý: Fed đã theo đuổi chính sách tiền tệ thắt chặt để ngăn chặn lạm phát và ngay khi chủ tịch Fed Paul Volcker cho rằng nền kinh tế đã thiệt hại quá đủ, ông đã nới lỏng chính sách và nền kinh tế trở lại tăng trưởng. Nền kinh tế Mỹ phục hồi từ suy thoái với tốc độ đáng kinh ngạc.

Lần này, ngược lại, nền kinh tế tiếp tục sa lầy bất chấp những nỗ lực không mệt mỏi của các nhà hoạch định chính sách. Sự bất lực chính sách này gợi nhớ tình trạng của Nhật Bản vào những năm 1990. Nó cũng gợi lại tình hình của thập niên 1930. Chúng ta hiện giờ chưa rơi vào đại suy thoái và bất chấp những gì xảy ra, tôi không nghĩ là chúng ta sẽ rơi vào một cuộc đại suy thoái (mặc dù tôi không chắc chắn lắm). Tuy nhiên, chúng ta đang ở trong địa hạt của kinh tế học suy thoái.

^[1] Bernanke và Gertler có công trình nghiên cứu chung về ảnh hưởng của giá trị tài sản trên bảng cân đối kế toán và của kênh tín dụng đối với sự tác động của chính sách tiền tệ.

^[2] TSLF (Term Securities Lending Facility) và PDCF (Primary Dealer Credit Facility) là những công cụ của FED nhằm tăng thanh khoản cho thị trường trong khủng hoảng, được tung ra hồi tháng 3/2008, sau vụ sụp đổ của Ngân hàng đầu tư Bear Stearns. Về bản chất, TSLF cho phép các NHTM và một số tổ chức tài chính lớn

(primary dealers) được phép dùng các loại trái phiếu thương mại để vay tiền mặt hoặc trao đổi (swap) trái phiếu thương mại lấy trái phiếu chính phủ từ FED. PDCF cho phép các ngân hàng đầu tư và các công ty chứng khoán hàng đầu của Mỹ được vay trực tiếp từ FED - một biện pháp chưa từng có tiền lệ trong lịch sử tài chính Mỹ.

10

SỰ trỞ LẠI cỦA kinh tẾ hỌc suy thoái

Nền kinh tế thế giới vẫn chưa rơi vào suy thoái và có lẽ sẽ không như vậy bất chấp quy mô của cuộc khủng hoảng hiện nay (tôi ước rằng mình có thể chắc chắn hoàn toàn về điều này). Trong khi suy thoái chưa xảy ra, kinh tế học suy thoái – những vấn đề kinh tế đặc trưng của nền kinh tế thế giới vào thập niên 1930 và chưa từng tái xuất – đã bất ngờ trở lại. Năm mươi năm trước, chẳng ai nghĩ rằng các quốc gia hiện đại lại buộc phải chịu đựng những đợt suy thoái đau đớn do lo ngại những nhà đầu cơ tiền tệ; và rằng các nước công nghiệp chủ chốt thường xuyên không thể tạo ra đủ mức chi tiêu tiêu dùng để giúp duy trì việc làm đầy đủ. Nền kinh tế thế giới đã trở nên ngày càng nguy hiểm hơn chúng ta đã hình dung.

Thế giới đã trở nên nguy hiểm hơn như thế nào? Quan trọng hơn, làm sao chúng ta có thể ra khỏi cuộc khủng hoảng hiện tại và chúng ta có thể làm gì để ngăn chặn những cuộc khủng hoảng như thế này xảy ra? Trong cuốn sách này, tôi đã trình bày nhiều câu chuyện. Giờ là lúc rút ra một số bài học.

Kinh tế học suy thoái là gì?

Nói kinh tế học suy thoái đã trở lại nghĩa là như thế nào? Về cơ bản, nó nghĩa là lần đầu tiên trong vòng hai thế hệ, những thất bại về mặt cầu của nền kinh tế – việc không có đủ chi tiêu cá nhân để tận dụng hết công suất sản xuất sẵn có – đã lại hiện diện rõ ràng và hạn chế sự thịnh vượng của phần lớn thế giới.

Chúng ta – tôi muốn nói đến không chỉ các nhà kinh tế mà cả các nhà hoạch định chính sách và công chúng có giáo dục – đã không sẵn sàng đối phó với nó. “Kinh tế học trọng cung” (supply-side economics) là một học thuyết quái gở, một tập hợp các ý tưởng điên rồ vốn sẽ chẳng có mấy ảnh hưởng nếu như nó không có được sự thiên vị của các chủ bút tòa báo và những người giàu có. Nhưng trong vài thập kỷ qua, đã có sự chuyển dịch trọng tâm trong tư duy kinh tế từ mặt cầu sang mặt cung của nền kinh tế.

Sự chuyển dịch này một phần là kết quả của những cuộc tranh luận trong lý thuyết kinh tế và như thường xảy ra chúng dần dần được thẩm thấu ra bên ngoài, dưới những hình thức ít nhiều bị bóp méo. Nói một cách ngắn gọn, những tranh luận trong lý thuyết kinh tế là: về nguyên tắc, những sụt giảm trong tổng cầu sẽ chỉ tự điều chỉnh khi tiền lương và giá cả nhanh chóng giảm theo. Trong câu chuyện về hợp tác xã giữ trẻ, một cách giải quyết tình hình là giảm giá giữ trẻ theo giờ theo phiếu coupon, sao cho sức mua của những coupon hiện hữu tăng lên và hợp tác xã sẽ trở về trạng thái toàn dụng nhân công mà không cần bất cứ hành động nào của ban quản lý. Trên thực tế, giá cả không giảm nhanh trong suy thoái và các nhà kinh tế không thể nhất trí lý do tại sao lại như vậy. Kết quả là có vô số những cuộc tranh luận học thuật nảy lửa khiến cho toàn bộ chủ đề suy thoái và lý do vì sao nó xảy ra trở thành một bãi mìn mà ngày càng ít nhà kinh tế dám giải quyết. Và công chúng cho rằng hoặc là các nhà kinh tế không hiểu các cuộc suy thoái hoặc là phương thức trọng cầu không còn đáng tin cậy. Sự thực là kinh tế học vĩ mô trọng cầu cổ điển có rất nhiều điều hữu ích cho tình hình hiện nay nhưng những người bảo vệ nó thiếu khả năng thuyết phục còn những kẻ phê phán thì đang rất hăng hái.

Điều nghịch lý là, trong khi những điểm yếu lý thuyết của kinh tế học trọng cầu là một lý do khiến chúng ta không sẵn sàng với sự trở lại của những vấn đề của đại suy thoái, những thành công thực tiễn của nó cũng là một lý do khác. Trong suốt những thập kỷ mà các nhà kinh tế còn mãi tranh luận với nhau liệu chính sách tiền tệ có thể thực sự giúp đưa nền kinh tế ra khỏi suy thoái hay không, các ngân hàng trung ương liên tục vượt lên trước và sử dụng thành công chính sách này – hiệu quả đến nỗi người ta cho rằng suy thoái kinh tế kéo dài do thiếu cầu là không thể xảy ra. Chắc chắn, Cục dự trữ liên bang Mỹ và các ngân hàng trung ương ở các nước khác luôn có thể cắt giảm lãi suất đủ lớn để duy trì mức chi tiêu cao, ngoại trừ trong ngắn hạn, do

đó, hạn chế duy nhất đối với tăng trưởng kinh tế là khả năng sản xuất, tức là mặt cung.

Ngay cả bây giờ, nhiều nhà kinh tế vẫn còn nghĩ suy thoái chỉ là một vấn đề nhỏ và nghiên cứu về nó chỉ là một chủ đề chẳng mấy quan trọng. Bài phát biểu của ông chủ tịch Robert Lucas mà tôi đã trích dẫn trong chương 1 đã chỉ rõ rằng chu kỳ kinh tế không còn là một chủ đề quan trọng và rằng các nhà kinh tế nên chuyển sự chú ý sang tiến bộ công nghệ và tăng trưởng dài hạn. Đó là những chủ đề quan trọng và về dài hạn, chúng là những thứ thực sự có ý nghĩa. Nhưng như Keynes đã chỉ ra, về dài hạn thì tất cả chúng ta đều đã chết!

Trong khi đó, trong ngắn hạn, thế giới chao đảo từ cuộc khủng hoảng này đến cuộc khủng hoảng khác, tất cả chúng đều gắn với vấn đề tạo ra đủ tổng cầu. Nước Nhật từ đầu thập kỉ 1990 trở đi, Mexico vào năm 1995, Mexico, Thái Lan, Malaysia, Indonesia và Hàn Quốc năm 1997, Argentina năm 2002 và hầu hết các nước trong năm 2008, hết nước này đến nước khác đã rơi vào cuộc suy thoái mà tạm thời ít nhất cũng kéo lùi hàng năm tiến bộ kinh tế và các chính sách kinh tế truyền thống dường như không có chút hiệu lực nào. Một lần nữa, câu hỏi làm sao tạo ra đủ cầu để sử dụng hết công suất của nền kinh tế trở nên quan trọng. Kinh tế học suy thoái đã quay trở lại.

Phải làm gì để đối phó với tình huống khẩn cấp?

Điều thế giới cần hiện nay là hoạt động cấp cứu. Hệ thống tín dụng toàn cầu đang trong trạng thái tê liệt và một cuộc suy thoái toàn cầu đang mạnh lên khi tôi viết cuốn sách này. Việc cải thiện những yếu kém khiến cho cuộc khủng hoảng nổ ra là quan trọng, nhưng có thể làm sau. Trước tiên, chúng ta cần phải đối phó với mối nguy hiểm hiện tại. Để làm điều đó, các nhà hoạch định chính sách trên toàn thế giới cần phải thực hiện hai điều: khơi thông dòng tín dụng và thúc đẩy chi tiêu.

Nhiệm vụ thứ nhất khó hơn nhiều nhưng phải được thực hiện và thực hiện sớm. Hầu như không ngày nào qua đi mà không có tin về những thảm họa do sự thắt chặt tín dụng. Khi tôi viết bản thảo này, chẳng hạn, tôi thấy các báo cáo về sự đổ vỡ của thư tín dụng (L/C), một phương pháp tài trợ chủ chốt trong thương mại thế giới. Các nhà nhập khẩu, đặc biệt tại các nước đang phát triển, bất ngờ không thể thực hiện giao dịch và các tàu hàng nằm ỳ ở cảng: chỉ số Baltic Dry, một chỉ số được sử dụng rộng rãi để đo lường chi phí vận tải biển, đã giảm tới 89% trong năm nay.

Điều nằm đằng sau sự thắt chặt tín dụng là kết quả tổng hợp của sự suy giảm lòng tin và nguồn vốn của các tổ chức tài chính. Người dân

và các tổ chức, bao gồm các tổ chức tài chính, không muốn giao dịch với ai, trừ khi họ có nguồn vốn lớn để bảo đảm những lời hứa của họ. Nhưng cuộc khủng hoảng đã xóa sạch nguồn vốn.

Giải pháp rõ ràng là bổ sung thêm vốn. Thực tế, đó là phản ứng chuẩn mực trong các cuộc khủng hoảng tài chính. Vào năm 1933, chính quyền Roosevelt đã sử dụng Tập đoàn tài chính tái thiết (Reconstruction Finance Corporation) để tái cấp vốn các ngân hàng bằng cách mua cổ phiếu ưu đãi – những cổ phiếu được ưu tiên so với cổ phiếu thông thường khi chia lợi nhuận. Khi Thụy Điển gặp phải khủng hoảng tài chính vào đầu thập kỉ 1990, chính phủ đã nhảy vào và cung cấp cho các ngân hàng nguồn vốn bổ sung tương đương 4% GDP nước này, khoảng 600 tỷ USD hiện nay – để đổi lấy quyền sở hữu một phần các ngân hàng. Khi Nhật giải cứu các ngân hàng vào năm 1998, nước này đã mua hơn 500 tỷ USD cổ phiếu ưu đãi, mức tương đương với khoảng 2 nghìn tỷ USD bơm vốn ở Mỹ. Trong mỗi trường hợp, nguồn vốn bổ sung đã giúp khôi phục khả năng cho vay của các ngân hàng và phá băng các thị trường tín dụng.

Một chương trình giải cứu tài chính tương tự đang được thực hiện ở Mỹ và các nền kinh tế tiên tiến khác, mặc dù nó được thực hiện muộn một phần do những tranh cãi hệ tư tưởng trong chính quyền Bush. Ban đầu, sau sự sụp đổ của Lehman Brothers, Bộ Tài chính đề nghị mua 700 tỷ USD tài sản xấu của các ngân hàng và các tổ chức tài chính khác. Tuy nhiên, chẳng rõ là điều này có giúp cải thiện gì cho tình hình. (Nếu Bộ tài chính trả đúng giá thị trường thì chẳng giúp được gì cho tình hình tài chính của các ngân hàng. Nếu nó trả giá cao hơn giá trị trường, nó sẽ bị buộc tội là ném tiền của người đóng thuế qua cửa sổ). Không hề gì: sau khi cân nhắc trong ba tuần, Mỹ đã theo sau Anh và các nước châu Âu biến kế hoạch này thành kế hoạch tái cấp vốn.

Tuy nhiên, có vẻ kế hoạch này không đủ để đảo ngược tình hình, ít nhất vì ba lý do. Thứ nhất, ngay cả khi toàn bộ 700 tỷ USD được sử dụng để tái cấp vốn ^[1] (cho tới giờ, chỉ một phần số tiền được cam kết sử dụng cho mục đích này), nó vẫn sẽ rất nhỏ so với GDP, so với kế hoạch giải cứu các ngân hàng của Nhật và người ta cho rằng mức độ nghiêm trọng của cuộc khủng hoảng tài chính ở Mỹ và châu Âu hiện nay chẳng kém gì của Nhật trước kia. Thứ hai, vẫn còn không rõ bao nhiêu phần của số tiền này sẽ đến được với hệ thống ngân hàng song song, trung tâm của vấn đề. Thứ ba, cũng không rõ liệu các ngân hàng có sẵn sàng cho vay số vốn được bổ sung hay lại ngồi ôm lấy nó (một vấn đề mà kế hoạch phục hồi kinh tế New Deal của Tổng thống Roosevelt trong những năm 1930 gặp phải).

Tôi dự đoán rằng kế hoạch tái cấp vốn cuối cùng sẽ phải mở rộng quy mô lớn hơn, rộng hơn và cuối cùng sẽ gắn với sự kiểm soát chặt chẽ hơn của chính phủ. Trên thực tế, nó sẽ gần như một sự quốc hữu hóa tạm thời một phần đáng kể hệ thống tài chính. Phải nói rõ rằng, đây không phải là mục tiêu dài hạn, không phải là đưa nền kinh tế vào mô hình chỉ huy. Hệ thống tài chính phải được tái tư nhân hóa ngay khi chúng được an toàn, cũng giống như Thụy Điển đã đưa hệ thống ngân hàng trở lại khu vực tư nhân sau quá trình trợ giúp vào đầu thập kỷ 90. Nhưng hiện tại, vấn đề quan trọng là nơi lỏng tín dụng bằng bất cứ biện pháp sẵn có nào mà không vướng vào những rắc rối về hệ tư tưởng. Chẳng gì có thể tồi tệ hơn nếu không thể làm những gì cần thiết do lo ngại rằng việc cứu hệ thống tài chính là hành động có tính “xã hội chủ nghĩa”.

Điều này cũng đúng với một cách tiếp cận khác để giải quyết tình trạng thu hẹp tín dụng: cho phép Fed tạm thời cho vay trực tiếp khu vực phi tài chính. Việc Cục dự trữ liên bang sẵn sàng mua thương phiếu là một bước đi lớn theo hướng này, nhưng có lẽ Fed cần làm nhiều hơn thế.

Tất cả những hành động này nên được điều phối với các quốc gia tiên tiến khác do sự toàn cầu hóa tài chính, đã được mô tả trong chương 9. Một phần tác động của việc Mỹ cứu hệ thống tài chính là nó giúp nới lỏng sự tiếp cận tín dụng ở châu Âu; một phần tác động của nỗ lực cứu trợ ở châu Âu là nó nới lỏng kênh tín dụng ở Mỹ. Do đó, tất cả các nước nên cùng đoàn kết thực hiện những kế hoạch tương tự nhau.

Và một điều nữa: sự lan truyền của khủng hoảng tài chính đến các thị trường mới nổi khiến cho việc giải cứu các nước đang phát triển trở thành một bộ phận của giải pháp toàn cầu đối với khủng hoảng. Và với kế hoạch tái cấp vốn, một phần của kế hoạch này đã được thực hiện vào thời điểm tôi viết cuốn sách này: Quỹ tiền tệ quốc tế đang cung cấp vốn vay cho các nước có nền kinh tế gặp khó khăn như Ukraine, với ít đòi hỏi thật lúng búng hơn nó đã từng làm trong cuộc khủng hoảng châu Á vào thập kỷ 1990. Trong khi đó, Fed cung cấp các chương trình trao đổi vốn với ngân hàng trung ương của nhiều nền kinh tế mới nổi, cho phép họ quyền vay USD khi cần. Cũng giống như tái cấp vốn, những nỗ lực này có vẻ như đi đúng hướng nhưng quy mô còn quá nhỏ, vì thế cần phải được tăng cường.

Ngay cả khi kế hoạch giải cứu hệ thống tài chính bắt đầu đưa thị trường tín dụng hoạt động trở lại, chúng ta sẽ vẫn phải đối mặt với đà suy thoái toàn cầu. Cần phải làm gì để ngăn chặn nó? Câu trả lời, gần như chắc chắn, là một kế hoạch kích thích tài khóa (fiscal stimulus) kiểu Keynes.

Hiện tại, nước Mỹ đã thực hiện kế hoạch kích thích tài khóa từ đầu năm 2008; kế hoạch mà cả chính quyền Bush và các nghị sỹ Dân chủ trong quốc hội quảng bá là một kế hoạch “kích nổ” nền kinh tế. Tuy nhiên, kết quả thực tế lại đáng thất vọng, vì hai lý do. Một là, kế hoạch kích thích quá nhỏ, chỉ chiếm có 1% GDP. Kế hoạch kích thích tiếp theo cần phải lớn hơn, chẳng hạn, 4% GDP. Hai là, hầu hết số tiền trong gói cứu trợ đầu tiên này là dưới hình thức giảm thuế, trong đó phần lớn chúng được tiết kiệm thay vì chi tiêu. Kế hoạch sắp tới nên tập trung vào duy trì và mở rộng chi tiêu của chính phủ – duy trì bằng cách cung cấp cứu trợ cho các chính quyền bang và địa phương, mở rộng bằng cách đầu tư vào đường sá, cầu cống và những cơ sở hạ tầng khác.

Sự phản đối thường thấy đối với việc sử dụng chi tiêu công để kích thích kinh tế là việc này cần nhiều thời gian để phát huy tác dụng – rằng đến khi kích thích được cần thì suy thoái đã qua rồi. Tuy nhiên, đây không phải là điều lo ngại lớn vào lúc này. Rất khó có thể hình dung được một sự phục hồi kinh tế nhanh chóng, trừ khi có một vài bong bóng mới bất ngờ hình thành thay cho bong bóng nhà đất. (Một dòng tít trên tờ tạp chí trào phúng The Onion đã nắm bắt được vấn đề này một cách hoàn hảo: đó là “Quốc gia suy thoái cần một bong bóng mới để đầu tư”). Miễn là đầu tư công được đẩy mạnh với tốc độ hợp lý, kết quả sẽ đến đủ sớm để hỗ trợ cho nền kinh tế. Hình thức kích thích này có hai lợi thế lớn so với giảm thuế. Một mặt, tiền thực tế chắc chắn được tiêu. Mặt khác, một số tài sản (chẳng hạn, các cây cầu) được hình thành.

Một số độc giả có thể phản ứng rằng cung cấp kích thích tài chính thông qua chi tiêu cho các công trình công cộng là điều mà Nhật đã làm trong những năm 90 và đúng là như vậy. Tuy nhiên, ngay cả ở Nhật, chi tiêu công có lẽ đã giúp ngăn nền kinh tế ốm yếu khỏi rơi vào đại suy thoái thực sự. Hơn nữa, có những lý do để tin rằng kích thích qua chi tiêu công sẽ có hiệu quả hơn ở Mỹ so với ở Nhật, nếu được thực hiện đúng. Lý do là, chúng ta hiện tại vẫn chưa bị kẹt trong cái bẫy kỳ vọng giảm phát mà Nhật gặp phải sau những năm thi hành chính sách không đủ mạnh. Và Nhật đã phải đợi quá lâu để tái cấp vốn cho hệ thống tài chính, một sai lầm mà chúng ta không hy vọng lặp lại.

Điểm mấu chốt là chúng ta phải tiếp cận cuộc khủng hoảng này với tư tưởng rằng chúng ta sẽ làm bất cứ điều gì để đảo ngược tình hình; nếu những gì đã làm là chưa đủ, phải tiếp tục làm và làm cả những việc khác, cho đến khi tín dụng bắt đầu chảy và nền kinh tế thực bắt đầu phục hồi.

Và một khi nỗ lực phục hồi đã tiến triển thì đó là lúc chúng ta quay sang các giải pháp phòng chống: đổi mới hệ thống sao cho cuộc khủng

hoảng không lặp lại.

Đổi mới tài chính

Chúng ta có vấn đề với hệ thống khởi động, John Maynard Keynes đã nói như thế vào thời điểm khởi đầu của cuộc Đại suy thoái: hầu hết các bộ phận của động cơ kinh tế đều tốt nhưng một bộ phận quan trọng, hệ thống tài chính, không hoạt động. Ông cũng nói: “chúng ta đã rơi vào một vũng bùn khổng lồ, đã điều khiển một cách ngu ngốc một cỗ máy tinh vi mà chúng ta không hiểu cơ chế vận động của nó”. Cả hai nhận định này đều đúng cho tới hiện nay.

Làm sao mà vũng bùn khổng lồ này lại tái xuất? Sau cuộc Đại suy thoái, chúng ta đã tái thiết kế cỗ máy sao cho chúng ta hiểu được nó, đủ để tránh được những thảm họa lớn. Các ngân hàng, một bộ phận của hệ thống tài chính hoạt động kém trong những năm 1930, được đặt dưới sự kiểm soát chặt chẽ và được hỗ trợ bởi một mạng lưới bảo hiểm mạnh mẽ. Trong khi đó, các dòng chu chuyển vốn quốc tế, thứ đã đóng vai trò tàn phá trong những năm 1930, cũng bị hạn chế. Hệ thống tài chính trở nên kém sôi động hơn một chút, nhưng an toàn hơn.

Nhưng rồi mọi thứ lại trở nên hấp dẫn và nguy hiểm. Các dòng chu chuyển vốn quốc tế tăng lên đã gây ra các cuộc khủng hoảng tiền tệ trong những năm 1990 và cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008. Sự tăng trưởng của hệ thống ngân hàng song song mà không có sự mở rộng quản lý tương ứng đã mở đường cho các vụ hoảng loạn ngân hàng trên quy mô lớn. Những vụ hoảng loạn này gắn với những cú click chuột điên cuồng hơn là những đám đông điên cuồng bên ngoài các cánh cửa ngân hàng khóa chặt, nhưng sự tàn phá của chúng chẳng kém gì.

Những gì chúng ta sẽ phải làm rõ ràng là học lại những bài học mà cha ông chúng ta đã được dạy từ cuộc Đại suy thoái. Tôi sẽ không cố gắng phác thảo chi tiết một chế độ kiểm soát mới nhưng nguyên tắc cơ bản phải là: bất cứ cái gì bắt buộc phải cứu trong một cuộc khủng hoảng tài chính do nó đóng một vai trò thiết yếu trong cơ chế tài chính thì phải được kiểm soát khi chưa khủng hoảng để chúng không thực hiện những hành động rủi ro quá mức. Kể từ những năm 1930, các ngân hàng thương mại đã bị buộc phải có đủ vốn, duy trì dự trữ tài sản thanh khoản có thể nhanh chóng chuyển thành tiền mặt và hạn chế các hình thức đầu tư rủi ro, để đổi lại sự bảo đảm từ liên bang khi sự cố xảy ra. Giờ thì chúng ta đã thấy hàng loạt các tổ chức phi ngân hàng tạo ra một cuộc khủng hoảng ngân hàng. Vì thế những quy định tương tự như đối với các ngân hàng phải được mở rộng ra để bao phủ một phần lớn hơn của hệ thống tài chính.

Chúng ta cũng cần suy ngẫm về cách thức quản lý toàn cầu hóa tài chính. Sau cuộc khủng hoảng châu Á vào những năm 1990, đã có một số lời kêu gọi hạn chế các dòng chu chuyển vốn quốc tế trong dài hạn, chứ không chỉ tạm thời kiểm soát vào thời điểm khủng hoảng. Những lời kêu gọi này phần lớn bị bác bỏ để ưu tiên chiến lược tăng cường dự trữ ngoại tệ nhằm ngăn ngừa các cuộc khủng hoảng tương lai. Hiện nay, có vẻ như chiến lược này không hiệu quả. Với những nước như Brazil và Hàn Quốc, đây dường như là một cơn ác mộng: sau tất cả những gì họ làm, họ lại đang trải qua một cuộc khủng hoảng tương tự. Không rõ điều gì phải làm tiếp theo những toàn cầu hóa tài chính chắc chắn đã trở nên nghiêm trọng hơn nhiều so với chúng ta đã hình dung.

Sức mạnh của tư tưởng

Như độc giả có thể đã thu lượm được, tôi tin rằng chúng ta không chỉ đang sống trong một kỷ nguyên mới của kinh tế học suy thoái mà tư tưởng của John Maynard Keynes – nhà kinh tế đã lý giải cuộc Đại suy thoái – cũng trở nên thích hợp với thời đại ngày nay hơn bất cứ lúc nào. Keynes kết thúc kiệt tác “Lý thuyết tổng quát về việc làm, tiền lãi và tiền tệ” với bài luận nổi tiếng về tầm quan trọng của tư tưởng kinh tế: “Sớm hay muộn, chính tư tưởng chứ không phải những nhóm lợi ích cục bộ, quyết định sự thành bại”.

Chúng ta có thể lập luận rằng dù điều này có thể không phải luôn luôn đúng, nhưng trong hoàn cảnh này, nó hoàn toàn có lý. Một câu nói kinh điển trong kinh tế là: “Không có gì cho không” (There is no free lunch), nghĩa là nguồn lực chỉ có hạn và để có nhiều hơn thứ này, bạn phải chấp nhận ít đi thứ khác, rằng không có thành công nào không phải trả giá. Tuy nhiên, kinh tế học suy thoái là nhánh nghiên cứu kinh tế xem xét những tình huống trong đó có những thứ cho không, nếu chúng ta có thể tìm ra cách để lấy nó, bởi vì có những nguồn lực chưa sử dụng có thể được sử dụng. Do đó điều thiếu thốn thực sự trong thế giới của Keynes – và của chúng ta – không phải là nguồn lực hay thậm chí đức hạnh, mà là hiểu biết.

Tuy vậy, chúng ta sẽ không có được sự hiểu biết chúng ta cần, trừ khi chúng ta sẵn sàng suy nghĩ rõ ràng về những vấn đề của chúng ta và theo đuổi những suy nghĩ này đến cùng. Một số người nói rằng các vấn đề kinh tế của chúng ta là vấn đề cơ cấu và không có phương thuốc nhanh chóng nhưng tôi tin rằng những trở ngại cơ cấu quan trọng nhất đối với sự thịnh vượng toàn cầu là những học thuyết giáo điều cũ rích cản trở tư duy của chúng ta.

^[1] Tức là mua cổ phần của các ngân hàng và từng bước nắm quyền sở hữu một phần của chúng thay vì mua lại những tài sản độc hại (toxic asset) trong bảng cân đối kế toán của họ.

SÁCH CÙNG TÁC GIẢ

NỀN TẢNG KINH TẾ HỌC: MỌI SINH VIÊN ĐỀU CÓ THỂ HỌC KINH TẾ

(Essentials of Economics)

*Paul Krugman - Robin Wells - Martha
L. Olney*

Bằng cách sử dụng phương pháp tiếp cận theo câu chuyện trong trình bày, mỗi chương trong cuốn sách này đều tích hợp đầy đủ các ví dụ, câu chuyện, ứng dụng và tình huống thực tế. Các ví dụ này giúp cho việc học kinh tế học dễ dàng và hấp dẫn hơn đồng thời cũng giúp cho việc giảng dạy thuận tiện và nhấn mạnh hơn vào các khái niệm trừu tượng. Có ba phần trong cách tiếp cận này.

1. Mỗi chương đều bắt đầu bằng một câu chuyện mở đầu chương hấp dẫn và phù hợp với các phần trình bày trong chương đó.

2. Hầu hết các chủ đề chính đều kết thúc bằng một tình huống “Kinh tế học trong Thực tế” trong đó áp dụng các khái niệm đã học vào thực tế cuộc sống. Các ví dụ thường được kèm theo những dữ liệu từ thực tế nên sinh viên có thể thấy các số liệu kinh tế thực là thế nào và chúng liên kết với các mô hình như thế nào.

3. Các hộp “Đào sâu suy nghĩ”, có trong tất cả các chương, đưa thêm nhiều ví dụ thực tế và cách áp dụng khác.

Với lối viết sống động trôi chảy và thân thiện, cuốn sách này có thể được phân chia theo nhiều cách để giúp cho khóa học kinh tế cơ bản được thực hiện dễ dàng và thành công bởi:

Các chương sách xây dựng khả năng nhận thức cho người đọc thông qua các ví dụ thực tế, các câu chuyện, các ứng dụng và các tình huống;

Các đặc trưng sư phạm vừa giúp sinh viên học tập tốt hơn vừa khiến họ hứng thú học tập.

Cụ thể, trang đầu của mỗi chương bao gồm toàn bộ nội dung trong chương đó được viết theo dạng liệt kê dễ ôn tập, điều này báo hiệu cho sinh viên biết rằng sẽ có những khái niệm khó hiểu và trình bày tỉ mỉ mục tiêu của chương đó.

Sinh viên thường thấy khó khăn trong việc chuyển từ lời nói sang các ví dụ thực hành. Các hộp “Vận dụng” đã được thiết kế để làm cho công việc đó trở nên dễ dàng hơn. Nó cũng đưa ra những ứng dụng dễ hiểu về các nguyên lý đã thảo luận và cũng đưa ra lời giải đầy đủ.

Kinh tế học bao gồm rất nhiều biệt ngữ và khái niệm trừu tượng và chúng có thể gây khó hiểu cho các sinh viên học nguyên lý. Do vậy, các tác giả đã tạo ra phần “Ôn tập nhanh”, đó là phần tổng kết các khái niệm của mỗi phần chính theo gạch đầu dòng. Phần ôn tập này giúp cho sinh viên hiểu họ vừa đọc cái gì.

Những hộp “Đào sâu suy nghĩ” thì sẽ khắc sâu vào suy nghĩ của mỗi sinh viên là kinh tế học có thể thú vị mặc dù được gắn cái nhãn “khoa học buồn tẻ”, trong đó các khái niệm được áp dụng vào những sự kiện thực tế trên thế giới theo cách bất ngờ và đôi khi gây ngạc nhiên, điều này tạo ra cảm giác về quyền lực và sự mệnh mông của kinh tế học.

Các khái niệm chắc chắn có thể bị hiểu lầm khi sinh viên bắt đầu học kinh tế học. Tác giả đã cố gắng cảnh báo cho sinh viên về những sai lầm này trong các hộp “Cạm bẫy”, tại đây, những hiểu lầm hay xảy ra đều được nêu rõ và sửa đúng.

Cuối mỗi phần, mỗi chương đều có một phần “Tóm tắt” hoàn chỉnh những ngắn gọn về các thuật ngữ và khái niệm quan trọng. Mỗi chương còn có một nhóm các “Bài tập cuối chương” toàn diện nhằm kiểm tra nhận thức và khả năng tính toán các biến quan trọng. Các bài tập này đã được sàng lọc rất kỹ càng. Giáo viên có thể yên tâm rằng chúng là một bài tập thực sự dành cho sinh viên.

Và bên cạnh việc dễ hiểu, cuốn sách còn bao hàm những kiến thức nền tảng để sinh viên tiếp tục học chuyên sâu hơn.