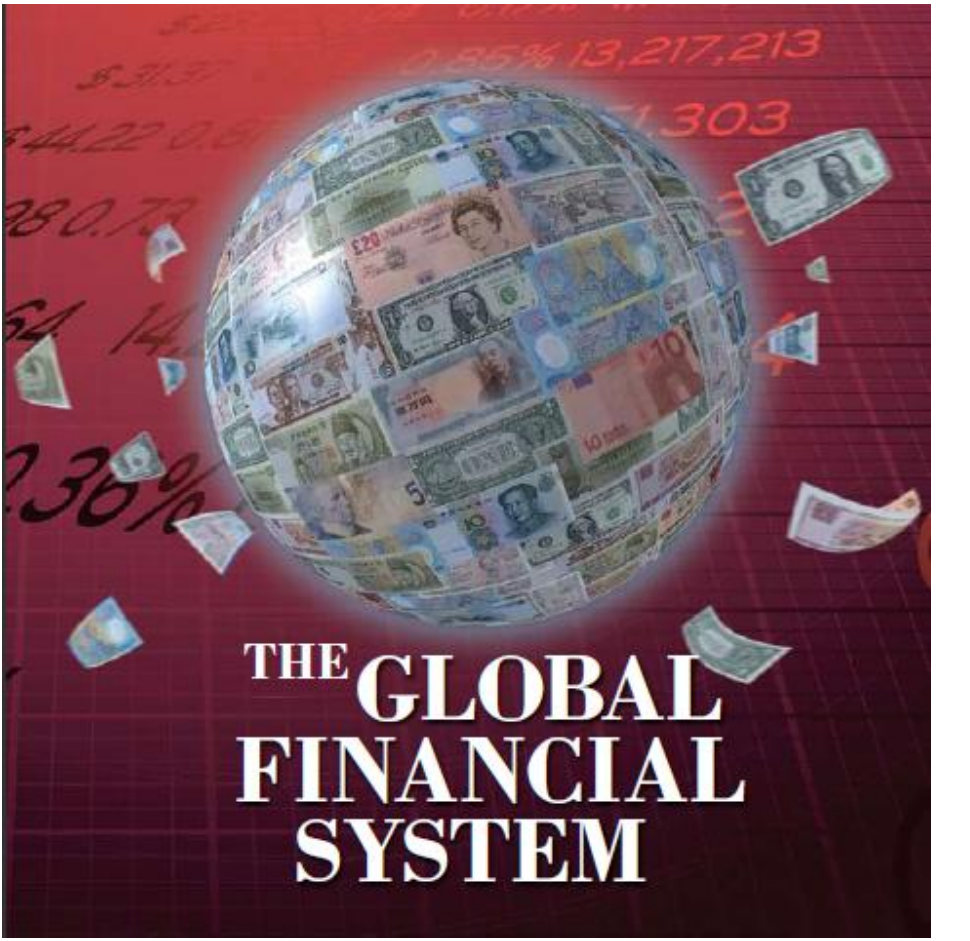
HỆ THỐNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU



Tạp chí Điện tử của Chương trình Thông tin Quốc tế,
Bộ Ngoại giao Hoa Kỳ, tháng 5/2009

GIỚI THIỆU

Tại một cuộc họp ở Nhà Trắng cùng với các cố vấn kinh tế của mình, Tổng thống Barack Obama đang phát biểu trước báo chí ngày 10/4/2009.

Nhìn lại vấn đề thì có thể thấy rằng bong bóng thị trường nhà ở tại Hoa Kỳ, dấu hiệu đầu tiên của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu nổ ra vào mùa thu năm 2008 lẽ ra phải là một điều hiển nhiên. Giá nhà đất đã tăng cao hơn nhiều so với tiền lương của nhiều người dân thường tại Mỹ, nhưng hàng loạt các sản phẩm cho vay cầm cố dưới những hình thức mới và chứa nhiều rủi ro hơn đã được tung ra thị trường, giúp cho người dân Mỹ có thể dễ dàng sở hữu một căn nhà. Thêm vào đó, lạm phát trong giá trị bất động sản đã khiến nhiều chủ sở hữu nhà có ảo tưởng rằng họ là người giàu có. Trong lịch sử nước Mỹ từ trước tới nay, giá nhà ở luôn tăng lên. Vậy nguyên nhân khủng hoảng là do đâu?

Và làm thế nào để một khiếm khuyết trong một khu vực kinh tế của nền kinh tế Mỹ lại có thể nhanh chóng châm ngòi cho một cuộc khủng hoảng bùng nổ trên diện rộng và được nhiều người đánh giá là một cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới nghiêm trọng nhất kể từ cuộc Đại suy thoái năm 1930? Trong số tạp chí *eJournal USA* lần này, chúng tôi đã phỏng vấn sáu chuyên gia tài chính và đề nghị họ bình luận về nguyên nhân của cuộc khủng hoảng, và về việc thế giới phản ứng trước vấn đề chung này như thế nào.

Nhà khoa học chính trị Mark Blyth bắt đầu quan điểm của mình bằng việc chỉ ra 6 sự kiện có vai trò là nguyên nhân của cuộc khủng hoảng. John Judis, biên tập chính của tờ *New Republic*, đã làm rõ vai trò của hệ

thống tiền tệ quốc tế bằng cách rà soát lại những thỏa thuận từ Hội nghị Bretton Woods năm 1944 đến những cuộc đàm phán giữa các quốc gia hiện nay.

Charles Geisst – một nhà nghiên cứu lịch sử tài chính, cho rằng chính hệ thống máy tính hiện đại, hoạt động thương mại diễn ra mọi lúc mọi nơi trên khắp thế giới và sự dễ dàng trong thương mại tự do đã góp phần tạo ra cuộc khủng hoảng này. "Khách hàng có thể thực hiện giao dịch với tốc độ chóng mặt mà người ta không thể tưởng tượng ra vào giữa những năm 1990. Khối lượng và lòng ham muốn giao dịch tỏ ra bất tận". Một khi giá trị tài sản bắt đầu sụt giảm thì khủng hoảng ngân hàng và bảo hiểm sẽ xuất hiện chỉ trong vài tháng.

Nhà đầu tư nổi tiếng George Soros thì cho rằng việc điều tiết của Chính phủ là cần thiết để hạn chế sự gia tăng của bong bóng tài sản. Nhưng Soros cũng cảnh báo chống lại việc điều tiết thái quá: "Các động thái điều tiết phải được giữ ở mức thấp nhất cần thiết để duy trì ổn định". Giáo sư Luật Joel Trachtman tán thành lời kêu gọi điều tiết hơn nữa cũng như tăng cường quản trị điều hành doanh nghiệp. Cuối cùng, Giáo sư Kinh tế Richard Vedder mô tả lịch sử của nhiều thỏa thuận thương mại quốc tế và các tổ chức quốc tế, đồng thời đánh giá vai trò của chúng trong nền kinh tế thế giới ngày nay.

Không thiếu các chuyên gia trên thế giới có những quan điểm khác nhau về nguyên nhân của cuộc khủng hoảng hiện nay và về những biện pháp cần thực thi để đối phó với khủng hoảng. Đúng là một nhóm chuyên gia khác có thể sẽ đưa ra một loạt các quan điểm khác so với những quan điểm được giới thiệu trong bài báo này. Điều ngạc nhiên lý thú ở đây chính là việc đã có nhiều ý tưởng chung nổi lên trong những bài báo dưới đây: rằng bản chất của thị trường là có tính chu kỳ, rằng các mối quan hệ trong thương mại quốc tế là phụ thuộc lẫn nhau, và một mức độ điều tiết phù hợp là cần thiết.

Ban biên tập

NỘI DUNG

TỔNG QUAN

Sự kết thúc của chủ nghĩa tư bản? Mark Twain, Lake Wobegon, cuộc khủng hoảng hiện nay 5

CÁC VẤN ĐỀ QUỐC TẾ

Con nợ sống 14

Toàn cầu hóa và hệ thống tài chính Hoa kỳ 23

Đẩy nền kinh tế Hoa Kỳ tiến lên phía trước 31

Các mốc thời gian của bong bóng tài sản tài chính 38

VAI TRÒ CỦA VIỆC ĐIỀU TIẾT

Xem lại việc điều tiết thị trường: Lý thuyết cân bằng thị trường không đúng 33

Tình trạng rối loạn tài chính toàn cầu: Nguyên nhân, giải pháp và các đáp ứng 40

LỊCH SỬ CỦA THƯƠNG MẠI QUỐC TẾ

Hệ thống tài chính toàn cầu đang phát triển 47

THÔNG TIN THAM KHẢO

Giải thích thuật ngữ 54

Nguồn thông tin thêm về hệ thống tài chính toàn cầu 59

Nội dung tiếng Anh của ấn phẩm này có trên Internet tại
http://www.america.gov/publications/ejournalusa/0509.html

SỰ KẾT THÚC CỦA CHỦ NGHĨA TƯ BẢN? MARK TWAIN, LAKE WOBEGON VÀ CUỘC KHỦNG HOẢNG HIỆN NAY

Mark Blyth

Tổng thống Barack Obama phát biểu tại Hội nghị thượng đỉnh G20 tại Luân-đôn, ngày 2/4/2009.

Mặc dù từ trước đến nay chúng ta chưa từng phải đối mặt với cuộc khủng hoảng nào giống như hiện nay, song các cuộc khủng hoảng của chủ nghĩa tư bản thì đã từng có tiền lệ. Chúng xảy ra ở mọi nơi.

Mark Blyth là Giáo sư về Kinh tế Chính trị Quốc tế tại Trường Đại học Brown. Ông là tác giả của cuốn Những chuyển đổi vĩ đại: các ý tưởng kinh tế và thay đổi chính trị trong thế kỷ 20.

Nếu bạn phác họa cái mà các nhà thống kê gọi là dữ liệu theo thời gian về tính sinh lời của hệ thống ngân hàng Hoa Kỳ từ năm 1947 đến năm 2008, bạn có thể thấy được hệ số sinh lời bình quân của khu vực này qua thời gian: đạt mức đỉnh điểm vào những năm 1990 đến giữa những năm 2000, đạt mức thấp trong giai đoạn từ 1947 đến 1967 và tăng trưởng chóng mặt trong 10 năm gần đây. Nếu bạn thêm vào đó các dữ liệu của giai đoạn từ tháng 8/2008 đến tháng 4/2009, thì bạn sẽ thấy trong khoảng toàn bộ khoảng thời gian này hệ thống ngân hàng của Hoa Kỳ đã có sự phát triển đột biến. Các giá trị trung bình, phương sai, và các chỉ số thống kê khác biến đổi bất thường, do những sự biến đổi ghê gớm diễn ra gần đây. Trên thực tế, khi cựu Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ Alan Greenspan thừa nhận rằng ông đã đánh giá sai lầm về các diễn biến thị trường, và sau đó vị Chủ tịch đương nhiệm Ben Bernanke nói rằng chúng ta đang phải đối mặt với cuộc khủng hoảng lớn nhất kể từ cuộc Đại suy thoái, thì chúng ta nên nhìn nhận cuộc khủng hoảng này một cách thực sự nghiêm túc.

Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Ben Bernanke điều trần trước Quốc hội Mỹ.

Và cuộc khủng hoảng này thực sự nghiêm trọng. Với sự suy giảm vô cùng lớn: 1,3 tỷ đô-la Mỹ trong giá trị tài sản và khoảng 3,6 tỷ đô-la Mỹ trong giá trị nợ, kéo theo đó là sự sụt giảm mất một nửa giá trị của thị trường chứng khoán, khiến hệ thống tài chính Hoa Kỳ lâm vào tình trạng căng thẳng, vỡ nợ, và có thể tồi tệ hơn khi tình trạng này vượt quá mức chịu đựng của hệ thống. Sự kết thúc của chủ nghĩa tư bản đã từng được công bố nhiều lần trước đây. Thế nhưng, xin trích dẫn quan điểm của nhà văn và nhà hài hước người Mỹ Mark Twain là những lời tuyên bố trên về sự tuyệt vong của chủ nghĩa tư bản đã bị cường điệu quá mức.

Chủ nghĩa tư bản Mỹ nổi lên từ cuộc khủng hoảng này sẽ có nhiều điểm khác biệt với chủ nghĩa tư bản được tài chính hóa cao độ, hướng tới tiêu dùng và mất cân bằng cán cân thương mại mà chúng ta đã xây dựng trong hai thập kỷ qua. Nó đã thay đổi đến mức mà Phố Wall theo đúng nghĩa của nó không còn tồn tại nữa. Nhưng điều mà người ta quên là nước Mỹ đã từng lâm vào tình cảnh như vậy trong quá khứ. Mặc dù loại hình khủng hoảng mà chúng ta đang phải đối mặt hiện nay chưa từng xuất hiện từ trước tới nay song các cuộc khủng hoảng của chủ nghĩa tư bản thì đã xảy ra rồi: chúng xuất hiện ở nhiều nơi. Chỉ có điều là cuộc khủng hoảng này đã giáng vào nước Mỹ hơn là vào một khu vực khác trên thế giới. Chúng ta đã từng gặp phải tình trạng tồi tệ như vậy, và chúng ta đã sống sót, chủ yếu là vì hoàn cảnh hiện tại khác với quá khứ. Việc nhớ lại điều này khiến chúng ta băn khoăn liệu chủ nghĩa tư bản Mỹ có vận hành đúng quỹ đạo hay không.

Bài toán Lake Wobegon (trong đó tất cả mọi người đều ở trên mức trung bình)

Mặc dù ta có thể đổ lỗi cho nhiều nguyên nhân gây ra khủng hoảng – từ văn hóa thưởng điểm của ngân hàng, đến chuyện Trung Quốc có mức tiết kiệm cao, đến chuyện những người Đức keo kiệt – nhưng việc chỉ tập

trung vào phân tích thời điểm hiện tại sẽ khiến chúng ta không thấy được một loạt các nguyên nhân sâu xa đằng sau cuộc khủng hoảng. Việc nhìn nhận cuộc khủng hoảng này một cách toàn diện và phù hợp đòi hỏi chúng ta phải nhìn về 30 năm trước – thời điểm có sự kết hợp không mong muốn giữa một bên là vốn khả dụng không hạn chế với bên kia là các nhóm tài sản có giới hạn. Có sáu xu hướng đồng thời diễn ra khiến chúng ta lâm vào tình cảnh hiện nay.

Thứ nhất, vào đầu những năm 1980, các trung tâm tài chính lớn trên thế giới bắt đầu phi điều tiết thị trường tín dụng trong nước của mình và tự do hóa các tài khoản tài chính. Xu thế "toàn cầu hóa tài chính" đã khiến cho số vốn khả dụng trên thị trường tăng cao một cách ngoạn mục do các thị trường bị cô lập trước đây trở nên mở cửa và phụ thuộc lẫn nhau.

Thứ hai, số vốn khả dụng nói trên lại càng tăng cao hơn với sự ra đời của các công cụ tài chính mới, đặc biệt là các kỹ thuật chứng khoán hóa và tăng cường sử dụng các sản phẩm tín dụng phái sinh.

Thứ ba, với tốc độ tăng trưởng nhanh chóng của vốn khả dụng toàn cầu, lãi suất ngắn và dài hạn bắt đầu suy giảm chóng mặt. Vào năm 1991, lãi suất cơ bản và lãi suất của Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ (kéo theo đó là lãi suất toàn cầu) đã bắt đầu đà cắt giảm liên tục, từ mức hai con số xuống những mức thấp nhất trong lịch sử.

Thứ tư, trước những thay đổi này, khu vực ngân hàng thương mại của các nền kinh tế hiện đã trở thành các nền kinh tế tài chính bỗng trở nên ngày càng tập trung. Khả năng tín dụng của ngân hàng cũng tăng lên nhanh chóng cùng với quá trình tư nhân hóa các nghĩa vụ nợ trước kia thuộc nhà nước, đặc biệt là trong lương hưu, từ đó thúc đẩy sự lớn mạnh của một số lượng lớn các nhà đầu tư thể chế phi ngân hàng, tất cả đều tìm cách đạt lợi nhuận trên mức trung bình, vì nhiệm vụ của họ là phải hoạt động tốt hơn một mức chuẩn nào đó, thường là mức lợi nhuận hàng năm theo chỉ số chứng khoán S&P 500, hay chỉ số lợi nhuận của ngành.

Thứ năm, mức thâm hụt tài khoản vãng lai của Hoa Kỳ ngày càng trầm trọng và chiếm tỷ trọng GDP lớn nhất trong lịch sử. Nước Mỹ đã vay nợ từ 3 đến 6% GDP mỗi năm từ hơn 20 năm nay, và việc vay nợ với lãi suất thấp làm cho người ta có cảm giác rằng tiền là miễn phí, với tốc độ tăng trưởng cao mà chúng ta đã quen được hưởng bấy lâu nay.

Hàng hóa nhập khẩu từ các nước châu Á đang được dỡ xuống từ các tàu chở công-te-nơ tại cảng New Jersey.

Thứ sáu, và có thể chính là nguyên nhân tạo điều kiện thuận lợi cho tất cả những điều trên, là sự thay đổi ngấm ngầm và sâu sắc về ý thức hệ đã diễn ra tại Mỹ từ năm 1970 đến năm 2000. Có thể nói các thị trường bắt đầu được các chính trị gia, các nhà phê bình và công chúng nhìn nhận là các thị trường tự điều tiết, có thể tạo ra mức lợi nhuận cao hơn nữa mà không gặp rủi ro, chỉ cần nhà nước không điều tiết. Và sự thực đã diễn ra đúng như vậy, theo lời kêu gọi của chính trị gia ở cả hai đảng. Và tất cả những điều này xảy ra cùng một lúc đã làm cho hệ thống tài chính trở nên phụ thuộc vào việc liên tục tìm kiếm mức lợi nhuận trên mức trung bình và chiếm tỷ trọng ngày càng lớn trong GDP của Hoa Kỳ.

Những hạn chế của Lake Wobegon

Điều không ổn khi tìm cách đạt lợi nhuận trên mức trung bình là ở chỗ nó liên tục làm cho giá cả tăng mà không giảm. Ở đây chúng ta gặp phải vấn đề về xếp loại tài sản: số loại tài sản tốt là có hạn, tức là những loại tài sản mà từ đó các nhà đầu tư có thể đạt lợi nhuận trên mức trung bình. Chỉ có một vài loại tài sản như: cổ phần (thị trường cổ phiếu), tiền mặt (thị trường tiền tệ) và thu nhập cố định (thị trường trái phiếu); ngoài ra còn có thể thêm bất động sản và hàng nguyên liệu. Nếu cổ phần,

trái phiếu và các công cụ thị trường tiền tệ được coi là hình thức đầu tư tương ứng trong cùng một loại tài sản, thì thị trường chứng khoán – vốn được định giá thấp từ đầu những năm 1990 – trở thành nơi lý tưởng để tìm kiếm lợi nhuận trên mức bình quân. Một lượng tiền mặt khổng lồ nhằm tìm kiếm lợi nhuận trên mức bình quân đã đổ vào thị trường chứng khoán Hoa Kỳ và sau đó đã nhanh chóng tiếp sức cho thị trường chứng khoán toàn cầu vào giữa và cuối những năm 1990.

Khi mà bong bóng này nổ tung, đặc biệt là tại các nước Đông Á, cả trái phiếu lẫn thu nhập cố định đều không thể mang lại mức lợi nhuận trên bình quân mà những thị trường này – và tất cả chúng ta, những người phụ thuộc vào các thị trường đó – mong đợi. Thế là các nhà đầu tư quay ra đầu tư vào ngành công nghệ thông tin, và bong bong trong ngành này lại vỡ, và sau đó quay ra đầu tư vào một loại tài sản có vẻ "ăn chắc" nhất là bất động sản. Điều này đã dẫn đến cơn sốt thị trường nhà đất ngay sau khi bong bong công nghệ thông tin bị vỡ vào cuối những năm 1990. Đến năm 2008 thì bong bóng nhà đất này đã hết người đi vay (đáng tin cậy), một phần do Chủ tich Cục Dự trữ Liên bang Greenspan đã có quyết định tăng lãi suất vào giữa những năm 2000. Hậu quả của việc tìm kiếm lợi nhuận mới là các loại tài sản và hàng nguyên liệu còn lại đã làm xuất hiện một bong bóng tiếp theo, cùng với đó là việc giá dầu thô tăng gấp bốn lần và giá thực phẩm tăng từ 40 đến 70% chỉ trong vòng hơn một năm. Tuy nhiên, ngoại trừ dầu, các thị trường còn lại đều là thị trường nhỏ, quá nhỏ để duy trì một lượng tiền mặt lớn như vậy, thế là những bong bóng này nhanh chóng nổ tung. Chính sự đổ vỡ của thị trường hàng nguyên liệu cùng với những tổn thất nặng nề của thị trường cho vay mua nhà thế chấp dưới chuẩn đã tạo ra cuộc khủng hoảng hiện nay.

Mặc dù có thể gọi đây là "cuộc khủng hoảng của các khoản cho vay mua nhà thế chấp dưới chuẩn", song có thể sẽ tốt hơn nếu coi đây là một cuộc khủng hoảng mang tính hệ thống, khi mà tất cả các nhân tố cùng xảy ra một lúc thông qua các thực tiễn quản lý rủi ro trong lĩnh vực tài chính. Mặc dù các ngân hàng và các công ty tài chính khác đều có các mô hình

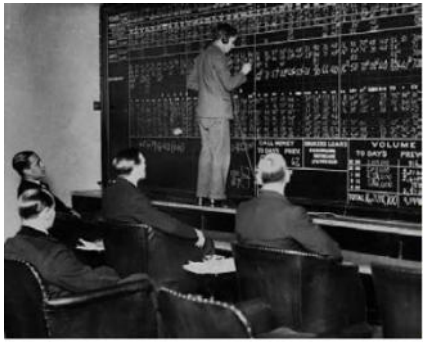
quản lý nhiều loại hình rủi ro khác nhau (rủi ro tín dụng, rủi ro thanh khoản và các rủi ro khác), song những công nghệ giống hệt nhau này có thể tạo ra những yếu tố bất ổn trên thị trường do chúng ngăn không cho người sử dụng đo lường được rủi ro, từ đó khiến rủi ro bị tập trung vào các danh mục giống nhau do mọi người đều quản lý rủi ro theo một cách như nhau, hoặc thông qua việc kết nối các loại tài sản để có mức độ thanh khoản cần thiết khi vị thế đầu tư của ngân hang dần lộ rõ và khi họ cắt giảm việc đi vay. Như vậy, điều tỏ ra là hợp lý đối với một ngân hàng lại có thể tạo ra những rủi ro mang tính hệ thống cho tất cả các ngân hàng vì cơ cấu tài sản trở nên tương quan từng kỳ với nhau xét cả về xu hướng tích cực cũng như tiêu cực của bong bóng.

Khi mà toàn bộ hệ thống ngân hàng đã tràn ngập các sản phẩm cho vay mua nhà thế chấp và các sản phẩm hoán đổi vỡ nợ tín dụng, thì khủng hoảng là tất yếu, vấn đề chỉ là lúc nào nó nổ ra mà thôi. Khủng hoảng đã xuất hiện khi nhiều ngân hàng lớn ở Mỹ thua lỗ tới mức phá sản như Lehman Brothers, từ đó gây ra tình trạng thua lỗ có hệ thống giữa các thị trường có liên quan, đặc biệt là tình trạng vỡ nợ tín dụng diễn ra hàng loạt trên các thị trường. Vốn khả dụng trở nên cạn kiệt, và cuộc khủng hoảng bắt đầu. Việc cuộc khủng hoảng này sẽ tiếp tục diễn biến ra sao còn tùy thuộc vào phán đoán của từng người, nhưng liệu đây có phải là dấu hiệu cho sự kết thúc của chủ nghĩa tư bản Mỹ hay không? Có nhiều lý do để cho rằng không phải như vậy, và nhận định của Mark Twain dường như vẫn đứng vững.

Mark Twain và ba lý do để hy vọng

Cần phải lưu ý rằng mặc dù Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Bernanke đã nói rằng chúng ta đang phải đối mặt với cuộc khủng hoảng nghiêm trọng nhất kể từ cuộc Đại suy thoái, song ông cũng không hề nói rằng chúng ta đang phải đối mặt với một cuộc khủng hoảng có quy mô lớn như thời kỳ Đại suy thoái. Tỷ lệ thất nghiệp từ 20 đến 40%, thương mại quốc tế sụp đổ, phá giá đồng tiền để tăng sức cạnh tranh, các mức thuế cao đến kỳ

cục, và sự đổ vỡ của chế độ dân chủ là bức tranh hiện thực về thời kỳ Đại suy thoái trên khắp thế giới. Chúng ta hiện đang phải đối mặt với một thời kỳ khó khăn đầy thách thức của cuộc khủng hoảng ngày nay và rất có thể cuộc khủng hoảng này sẽ còn trở nên trầm trọng hơn, song những gì đang diễn ra còn thua xa mức trầm trọng của cuộc Đại suy thoái. Điều này cho tôi lý do để lạc quan tin tưởng vào luận điểm của Twain, một phần quan trọng là vì thế giới mà ta đang sống ngày nay khác xa với thế giới của những năm 1930. Mũi tên thời gian chỉ ra rằng chúng ta luôn "sống và tiến lên phía trước", những điều kiện hiện thời không thể giống hoàn toàn với những gì đã xảy ra trong quá khứ. Có ba nhân tố khác biệt giữa bối cảnh hiện thời với bối cảnh của những năm 1930 giúp chúng ta có cơ hội tránh được những sai lầm đã mắc phải trong quá khứ.



Vào ngày thứ 6 đen tối năm 1929, các nhà đầu tư quan sát bảng ghi các chỉ số chứng khoán đang tụt dốc.

Bài học đầu tiên rút ra là chúng ta có thể rút kinh nghiệm từ quá khứ. Chúng ta có thể sẽ không lặp lại kịch bản những năm 1930 vì chúng ta có thể nhớ lại những năm 1930 tồi tệ như thế nào, và việc hành động một cách cá nhân đã khiến tất cả chúng ta đều chịu thiệt ra sao. Những bài học rút ra khiến các quốc gia trên thế giới phải xây dựng một cách có trật tự các hệ thống cân bằng tự động trong nền kinh tế của họ, nhằm tránh sụt giảm tiêu dùng, có thể dẫn tới chủ nghĩa bảo hộ và nhu cầu quốc hữu hóa trong trường hợp khủng hoảng bên ngoài nổ ra; đồng thời đòi hỏi các quốc gia phải biết dựa vào sự hợp tác đa phương để chặn đứng các sai lệch về chính sách. Ai đó có thể biện hộ một cách hợp pháp rằng những quốc gia khác nhau học được những bài học khác nhau. Người Đức thường lo lắng về hậu quả lạm phát của tiêu dùng, người Mỹ muốn người châu Âu hành động chống lại nạn thất nghiệp khiến người Mỹ e sợ. Nhưng điểm gặp gỡ như G20 lại là để bộc lộ những khác biệt này và

tìm cách có được những thỏa thuận chính sách. Vấn đề là ở chỗ cần phải có sự cân bằng giữa điều tiết và khuyến khích; cả Mỹ và Tây Âu đều biết rằng họ cần tìm thấy nền tảng chung để cùng nhau tiến lên.

Lý do thứ hai khiến tôi lạc quan là một sự hủy hoại hỗ tương (MAD - mutually/monetarily assured destruction) mới. Trong thời kỳ Chiến tranh Lạnh, chúng ta đã nói về "sự chắc chăn hủy diệt lẫn nhau" – trong đó nước Mỹ và Liên bang Xô viết có quá nhiều tên lửa hạt nhân khiến một bên không thể phá hủy bên còn lại mà không tự hủy diệt mình. Với sự tùy thuộc lẫn nhau trong hệ thống tiền tệ thì chúng ta có một MAD mới – "sự chắc chắn phá hủy tiền tệ" – đang tồn tại giữa Hoa Kỳ và Trung Quốc. Một hậu quả của quá trình tài chính hóa nền kinh tế Mỹ là chúng ta đang khiến Trung Quốc đổi hàng hóa thực lấy ngoại hối, và đạt được mức lợi nhuận đáng kinh ngạc từ việc tích lũy dự trữ ngoại hối từ hơn 20 năm nay, trong khi đó, nền kinh tế Trung Quốc và của các nước Đông Á khác đã đạt một lượng thặng dư mậu dịch và thặng dư tài khoản vãng lai lớn một cách đáng kinh ngạc. Về bản chất, nước Mỹ đã thực hiện một cuộc cá cược một chiều, trong đó, chúng ta vận hành nền kinh tế tài chính theo sự phân công lao động toàn cầu – Trung Quốc sản xuất hàng hóa, đem xuất khẩu để đổi lấy đồng đô-la Mỹ, số tiền này lại được dùng để cho người Mỹ vay, tức là chúng ta vay tiền của họ để tiêu dùng hàng hóa của họ. Hệ thống này cũng đã đến hồi kết. Trung Quốc cần tiêu dùng nhiều hơn, và nước Mỹ cần sản xuất cái gì đó ngoài các sản phẩm phái sinh cầm cố, cả hai nước đều biết rõ điều đó. Đạt được điều này đồng nghĩa với việc nhiều tổn thất sẽ xảy ra, nhưng sự hủy diệt lẫn nhau về tiền tệ – trong đó đồng đô-la Mỹ bị phá giá, tỷ giá hối đoái sụt giảm – cũng là một chính sách có thể mang lại hậu quả thảm khốc mà cả Mỹ và Trung Quốc biết rõ là cần phải tránh tại thời điểm này.

Thứ ba, một tư tưởng khác cũng đã thất bại. Trước đây người ra tin rằng bàn tay vô hình của thị trường là tốt và có khả năng tự điều tiết, còn sự can thiệp của nhà nước là xấu vì luôn điều tiết một cách quá mức. Giờ đây niềm tin này lại xuất hiện như một cơn ác mộng cứ lặp đi lặp lại

trong lịch sử chủ nghĩa tư bản. Những năm 1930 đã dạy cho chúng ta bài học rằng quan điểm nói trên về thị trường và sự tự điều tiết là một niềm tin lệch lạc, và đã dẫn chúng ta tới kỷ nguyên của Keynes với nền tài chính được điều tiết tốt đồng hành với các quốc gia thịnh vượng. Những năm 1970, một thời kỳ khủng hoảng khác trong thế kỷ 20, lại chứng minh cho chúng ta thấy rằng Keynes đã nhầm, rằng chính các thị trường mở và nền tài chính phi điều tiết mới là con đường cần phải đi. Hệ thống tài chính hiện nay, có thể được gọi là hệ thống toàn cầu hóa theo chủ nghĩa tự do mới, là một hệ thống vừa mới được xây dựng. Vậy đâu là bài học mà chúng ta rút ra được tại thời điểm này?

Bài học mà chúng ta cần phải học hỏi nhất từ cuộc khủng hoảng này là các thị trường và các nhà nước ở khắp mọi nơi luôn có quan hệ chồng chéo, có tính tùy thuộc về cơ cấu, có quan hệ vừa đối kháng vừa tương hỗ. Chủ nghĩa tư bản chỉ thịnh vượng nhất trong một môi trường được điều tiết thận trọng bởi nhà nước, và chủ nghĩa tư bản Mỹ cũng không nằm ngoài quy luật ấy. Sự cân bằng chính xác giữa vai trò của thị trường và vai trò của nhà nước là một câu hỏi chính trị mà mỗi quốc gia sẽ có câu trả lời khác nhau. Nhưng các nước (kể cả Mỹ) giờ đây đều thừa nhận rằng cần phải có sự kết hợp của cả hai yếu tố này.

Như vậy, quan điểm của Mark Twain vẫn khẳng định được chỗ đứng của nó. Tuyên bố về sự tuyệt vong của chủ nghĩa tư bản Mỹ tỏ ra quá cường điệu và chỉ có thể tồn tại chừng nào chúng ta không chịu công nhận rằng những bài học từ quá khứ quả là những bài học cần phải được chiêm nghiệm.

Quan điểm trình bày trong bài báo này không nhất thiết phản ánh quan điểm hay chính sách của Chính phủ Hoa Kỳ.

CON NỢ SỐNG

John B. Judis

Các nhà kinh tế học ai cũng biết về những rạn nứt tai hại trong hệ thống tiền tệ quốc tế của chúng ta ngày nay – song họ không thể thống nhất với nhau về cách thức khắc phục những rạn nứt ấy.

John B. Judis là biên tập chính của tờ New Republic *và là cộng tác viên của Quỹ Carnegie vì Hòa bình Quốc tế.*

Một vài tháng qua quả là một khóa học cấp tốc về những công cụ và những thỏa thuận trừu tượng và mơ hồ là nguyên nhân khiến nền kinh tế thế giới trật khỏi đường ray của nó. Từ chứng khoán được bảo đảm bằng tài sản cầm cố đến các sản phẩm hoán đổi vỡ nợ tín dụng, hệ thống tiền tệ quốc tế đang thực sự rối loạn.

Từ nhiều thập kỷ nay, nước Mỹ đã tăng trưởng dựa vào một hệ thống thỏa thuận tài chính chằng chịt có vai trò kết nối nền kinh tế Mỹ với Nhật Bản và Trung Quốc. Hệ thống phi chính thức này đã cho phép các nước châu Á duy trì thặng dư cán cân thương mại lớn với Mỹ, đồng thời khiến Mỹ liên tục thâm hụt ngân sách mà không cần phải tăng lãi suất hoặc thuế. Bên cạnh đó, nước Mỹ cũng duy trì được thâm hụt thương mại mà không cần phải

Năm 1944, hội nghị Bretton Woods đã đưa ra quyết định rằng đồng đô-la Mỹ sẽ thay thế đồng bảng Anh để trở thành đồng tiền chuẩn mực trên phạm vi toàn cầu.

đột ngột phá giá đồng tiền. Một số ít các chủ ngân hàng, các nhà kinh tế quốc tế và các quan chức cấp cao của Hoa Kỳ như Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Ben Bernanke đã cho rằng hệ thống phi chính thức này chính là một trong những nguyên nhân góp phần tạo ra cuộc khủng hoảng tài chính hiện nay. Tồi tệ hơn, họ còn lo ngại rằng những khó khăn hiện hữu có thể khiến bóng ma suy thoái quay lại giống như thời kỳ Đại suy thoái những năm 1930.

Hệ thống Bretton Woods lần đầu tiên ra đời tại hội nghị tổ chức ở một khu nghỉ dưỡng tại New Hampshire tháng 7 năm 1944. Các nhà kinh tế học hàng đầu của Anh và Hoa Kỳ lo ngại rằng cuộc Đại suy thoái và Chiến tranh Thế giới Thứ hai trong phạm vi nào đó đã làm tổn thương hệ thống tiền tệ quốc tế vào đầu những năm 1930, vì thế, họ đã quyết định xây dựng một thỏa thuận bền vững hơn, trong đó, đồng đô-la Mỹ có vai trò thay thế đồng bảng Anh và được chấp nhận trở thành đơn vị tiền tệ quốc tế.

Đồng đô-la bắt đầu được chấp nhận trở thành trung gian ấn định tỷ giá hối đoái và là đơn vị tiền tệ dự trữ quốc tế. Nếu các quốc gia tích lũy được nhiều đồng đô-la hơn số mà họ chi tiêu, họ có thể đổi đồng tiền này với nước Mỹ để lấy vàng. Nhưng cùng với việc Hoa Kỳ liên tục có thặng dư thương mại lớn – có nghĩa là các quốc gia luôn cần thêm đô-la để mua hàng hóa của Mỹ – thì ban đầu ít có khả năng các nước đồng loạt đòi Hoa Kỳ phải đổi vàng lấy đô-la.

Bretton Woods trở nên chao đảo trong thời kỳ chiến tranh Việt Nam, khi nước Mỹ đã tiêu hàng tỷ đô-la ở nước ngoài nhằm trang trải chi phí cho chiến tranh và duy trì thâm hụt thương mại, trong khi thâm hụt ngân sách tại mẫu quốc đã châm ngòi cho tình trạng lạm phát tại một nền kinh tế đang quá nóng. Các quốc gia bắt đầu tìm cách đổi lượng đô-la Mỹ đang được định giá cao hơn giá trị thực của nó sang đồng mác Đức; Anh và Pháp cũng chuẩn bị đổi lượng đô-la dư thừa của họ thành vàng tại Fort Knox (nơi cất giữ vàng của Hoa Kỳ). Đáp lại, Tổng thống Richard

Nixon lần đầu tiên đã cho đóng cửa giao dịch vàng và yêu cầu các nước Tây Âu và Nhật Bản phải thống nhất một tỷ giá hối đoái mới, trong đó đồng đô-la Mỹ có giá trị thấp hơn vàng, đồng yên Nhật và đồng mác Đức có giá trị cao hơn vàng khi so với đồng đô-la. Tỷ giá này giúp hàng hóa xuất khẩu của Mỹ trở nên rẻ hơn, hàng hóa nhập khẩu của Nhật và Tây Đức trở nên đắt hơn, từ đó giúp làm dịu bớt tình trạng mất cân bằng cán cân thương mại và tái ổn định giá trị đồng đô-la.

Bằng việc áp đặt biểu thuế quan tạm thời, Nixon đã thành công trong việc buộc các nước này phải định giá lại đồng tiền của họ, song lại không thành công trong việc tạo ra một hệ thống tỷ giá hối đoái mới vững chắc. Thay vào đó, giá trị của các đồng tiền trở nên thay đổi thất thường. Và do lạm phát tăng lên chóng mặt vào cuối những năm 1970, hệ thống này – trong đó đồng đô-la Mỹ vẫn là đơn vị tiền tệ quốc tế – dường như đã sẵn sàng sụp đổ trước những đơn vị tiền tệ truyền thống khác.

Bretton Woods II

Đây chính là thời điểm ra đời một thỏa thuận tiền tệ quốc tế mới. Các nhà kinh tế học thường gọi thỏa thuận này là "Bretton Woods II", nhưng nó không phải là kết quả của một hội nghị hay một thỏa thuận cụ thể giữa các cường quốc kinh tế lớn trên thế giới. Thay vào đó, đây là một thỏa thuận có được từ những quyết định cá nhân – đầu tiên là giữa nước Mỹ với Nhật Bản, Ảrập Xê-út và sau đó là giữa nước Mỹ với các nước châu Á khác, đặc biệt là Trung Quốc.

Bretton Woods II được hình thành trong nhiệm kỳ đầu của Tổng thống Ronald Reagan. Để chống lại lạm phát, Paul Volcker, sau này là Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang đã tăng lãi suất lên hơn 20%. Động thái này đã báo trước thời kỳ giảm phát – tỷ lệ thất nghiệp vượt quá 10% vào mùa thu năm 1982 – và thâm hụt ngân sách do Chính phủ tăng chi tiêu nhiều hơn thu ngân sách từ thuế. Giá trị của đồng đô-la cũng tăng lên do các quốc gia khác có lợi thế trước mức lãi suất cao của Hoa Kỳ. Điều này gây nguy hiểm cho xuất khẩu của Mỹ và thâm hụt cán cân thương mại trở

nên trầm trọng hơn ngay cả khi người Mỹ bắt đầu nhập khẩu hàng hóa giá thấp từ nước ngoài trong khi người nước ngoài né tránh việc tiêu dùng những sản phẩm Mỹ mới trở nên đắt đỏ. Chính quyền của Tổng thống Reagan đã phải đối mặt với tình thế không có lối thoát: tìm cách giảm thâm hụt thương mại thông qua giảm thâm hụt ngân sách, nhưng điều này lại hạn chế tăng trưởng; muốn kích cầu nền kinh tế thì lại làm tăng thâm hụt, trong khi vẫn phải giữ mức lãi suất cao để bán được các trái phiếu kho bạc, mà điều này thì lại hạn chế tăng trưởng. Chính tại thời điểm này, Nhật Bản, Ảrập Xê-út và các nước thành viên OPEC (Tổ chức các nước xuất khẩu dầu lửa) đã ra tay cứu nguy cho nước Mỹ.

Vào cuối Chiến tranh Thế giới Thứ hai, Nhật Bản đã triển khai chiến lược tăng trưởng kinh tế, trong đó chú trọng đẩy mạnh tiêu dùng nội địa nhằm duy trì thặng dư thương mại, vì vậy, nước Nhật đã đẩy mạnh đầu tư cho các ngành công nghiệp xuất khẩu – ban đầu là các ngành công nghiệp có hàm lượng lao động cao như dệt may, nhưng sau đó là những ngành công nghiệp có hàm lượng vốn cao như công nghiệp sản xuất ô tô và luyện thép. Cách tiếp cận hướng vào xuất khẩu đã được hỗ trợ trong những năm 1960 bởi việc định giá thấp đồng yên Nhật, nhưng sau sự sụp đổ của Bretton Woods, nước Nhật đã bị đe dọa bởi đồng đô-la Mỹ có giá rẻ hơn. Để giữ lượng hàng hóa xuất khẩu luôn ở mức cao, Nhật Bản giữ đồng yên ở mức giá thấp trên phạm vi quốc tế thông qua những biện pháp kiểm soát chặt chẽ khuynh hướng của đồng đô-la nhằm duy trì thặng dư thương mại với Mỹ. Thay vào việc sử dụng đồng đô-la để mua hàng hóa hoặc đầu tư vào nền kinh tế Nhật hay đổi lấy đồng yên, nước Nhật bắt đầu tìm cách chuyển đồng đô-la trở lại Mỹ thông qua việc mua lại các công ty, bất động sản và thậm chí cả trái phiếu kho bạc.

Những tờ ngoại tệ được trưng bày trong một buổi điều trần tại Thượng viện năm 1945.

Việc đầu tư vào kỳ phiếu, hối phiếu, trái phiếu kho bạc – tiến hành cùng với hành vi mua vào của Ảrập Xê-út và các nước sản xuất dầu lửa khác, những nước cần gắn dầu mỏ của họ với đồng đô-la Mỹ, đã giúp nước Mỹ thoát khỏi tình thế kinh tế khó xử của họ. Với việc mua vào của Nhật Bản, nước Mỹ không cần giữ lãi suất ở mức cao nữa, nhằm thu hút người mua mua chứng khoán Kho bạc và có thể tăng thuế để giảm thâm hụt. Theo các nhà sử học, giới lãnh đạo Mỹ và Nhật Bản rõ ràng chưa bao giờ thỏa thuận với nhau rằng Tokyo sẽ bù đắp thâm hụt cho nước Mỹ hay Washington cho phép Nhật Bản duy trì đồng yên được định giá thấp cùng với thặng dư thương mại ở mức cao. Nhưng giao kèo phi chính thức – được mô tả rất rõ trong cuốn *Trọng lượng của đồng yên* của R. Taggart Murphy – đã trở thành dấu mốc quan trọng cho một trật tự kinh tế quốc tế mới.

Trong 20 năm qua, cấu trúc cơ bản của Bretton Woods II đã được duy trì, nhưng những chủ thể chơi mới đã bước vào cuộc chơi. Nhà xã luận Martin Wolf của tờ *Financial Times* đã chỉ ra trong cuốn sách *Xây dựng hệ thống tài chính toàn cầu*, các nước châu Á, dẫn đầu là Trung Quốc đã triển khai phiên bản chiến lược tăng trưởng hướng vào xuất khẩu của Nhật từ giữa những năm 1990, sau khi cuộc khủng hoảng tài chính hoành hành tại châu lục này. Các quốc gia này duy trì thặng dư thương mại với Mỹ. Và thay vào việc đổi lượng đô-la Mỹ họ có lấy đồng nội tệ hoặc đầu tư nội địa, họ, giống như Nhật Bản, đã chuyển đồng đô-la vào việc mua trái phiếu kho bạc và các tài sản được đo lường bằng đồng đô-la khác. Điều này giúp giá trị đồng nội tệ của các quốc gia này thấp hơn so với đồng đô-la và giúp duy trì thặng dư thương mại liên tục, trong đó nhu cầu về đồng đô-la Mỹ luôn được đặt lên hàng đầu. Vào tháng 6 năm 2008, Trung Quốc đã có hơn 500 tỷ đô-la Mỹ dưới dạng trái phiếu kho bạc, đứng thứ hai chỉ sau Nhật Bản. Các ngân hàng trung ương Đông Á đã trở nên giống như Fort Knox thời Bretton Woods.

Mặt sáng và mặt tối

Mới gần đây, rõ ràng là giao kèo này có lợi đối với nước Mỹ: tránh được việc phải tăng thuế, tăng trưởng thịnh vượng với địa vị là quốc gia có thu nhập cao nhất thế giới, đồng đô-la vẫn giữ được vị trí là đơn vị tiền tệ quốc tế. Không có Bretton Woods II, thật khó có thể tưởng tượng nước Mỹ có thể trang trải nổi cho cuộc chiến ở Irắc và Apganixtan trong khi vẫn có thể cắt giảm thuế ở trong nước. Về phần mình, Trung Quốc và các quốc gia châu Á khác đang tự hài lòng với gần một thập kỷ không có khủng hoảng tài chính. Và nền kinh tế thế giới được hưởng lợi từ việc chi phí giao dịch thấp và sự bình ổn giá cả tương đối do chỉ có một đơn vị tiền tệ duy nhất được các nước sử dụng để mua bán hàng hoá.

Nhưng Bretton Woods II cũng có những mặt tối của nó. Một quốc gia có thể hăm dọa nước Mỹ bằng cách đe dọa sẽ đổi tiền mặt của họ thành đồng đô-la. Tất nhiên nếu một nước như Trung Quốc ngày nay bắt đầu tung lượng đô-la họ có ra thị trường thì điều đó có thể gây ảnh hưởng tiêu cực tới chính nền tài chính của họ với mức độ nghiêm trọng giống như đối với nền kinh tế Mỹ. Nhưng các nhà kinh tế học Brad Setser và Nouriel Roubini đã biện luận rằng mối đe dọa ngầm phá giá đồng đô-la – hoặc ngừng mua đồng đô-la – có thể làm lung lay vị thế của Mỹ ở nước ngoài. "Khả năng gửi một lệnh bán có thể làm vẩn đục thị trường nhưng không thể cho Trung Quốc quyền phủ quyết chống lại chính sách ngoại giao của Hoa Kỳ, nhưng chắc chắn có thể làm tăng chi phí của bất kỳ chính sách nào của Mỹ mà Trung Quốc phản đối".

Ở Nhật Bản, Trung Quốc và các nước châu Á khác, cũng có thể quan sát thấy mặt tối của giao kèo phi chính thức này. Lượng đô-la thừa có được từ thặng dư thương mại với Mỹ đã không được sử dụng để làm tăng mức sống, mà chúng lại được tích trữ dưới dạng trái phiếu kho bạc. Martin Wolf viết: "Trung Quốc có khoảng 800 triệu người nghèo, trong khi nước này tiêu dùng bằng gần một nửa GDP (tổng sản phẩm quốc nội) và xuất khẩu vốn cho phần còn lại của thế giới".

Với mối quan ngại gần đây nhất, Bretton Woods II đã góp phần tạo ra cuộc khủng hoảng tài chính do thúc đẩy cắt giảm lãi suất, từ đó làm căng bong bóng nhà đất. Kịch bản này đã xảy ra như sau: Năm 2001, nước Mỹ đã lâm vào tình trạng giảm phát nhẹ trên diện rộng do năng suất cao trong các ngành công nghiệp viễn thông và máy tính. Tình trạng giảm phát này có thể trở nên nghiêm trọng hơn rất nhiều song vì người nước ngoài sẵn sàng mua trái phiếu kho bạc nên Chính quyền Bush đã có thể cắt giảm thuế và tăng chi tiêu ngay cả khi Cục Dự trữ Liên bang cắt giảm lãi suất xuống 1%. Nền kinh tế Mỹ vừa hồi phục sau 4 năm. Các doanh nhân, vẫn còn lo lắng về khả năng khủng hoảng thừa, tỏ ra không sẵn lòng đầu tư. Thay vào đó, họ bắt đầu trả nợ, mua cổ phiếu của công ty và giữ tiền mặt. Các ngân hàng và thể chế tài chính cảnh giác với thị trường chứng khoán kể từ khi bong bóng trong ngành công nghệ thông tin nổ tung, bắt đầu đầu tư vào chứng khoán được bảo đảm bằng thế chấp và các sản phẩm tài chính phái sinh khác.

Sự hồi phục kinh tế vẫn còn yếu ớt trong khi chi tiêu tiêu dùng vẫn không ngừng tăng lên. Tiền lương thực tế giảm nhưng người tiêu dùng vẫn tăng cường vay nợ để chi tiêu nhiều hơn mức mà họ kiếm được. Được khuyến khích bởi mức lãi suất thấp, người tiêu dùng mua nhà khiến cho giá nhà đất tăng lên. "Hiệu ứng thịnh vượng" được tạo ra bởi hành vi mua nhà đất vượt quá nhu cầu của người tiêu dùng đã tạo ra bong bóng nhà đất. Khi giá nhà đất bắt đầu giảm, bong bóng nổ tung, nhu cầu người tiêu dùng và đầu tư doanh nghiệp đều ngừng lại. Sự hoảng loạn về tài chính nhanh chóng lan rộng không chỉ từ chứng khoán được bảo đảm bằng thế chấp sang các loại hình phái sinh khác mà còn từ nước Mỹ tới các quốc gia khác, đặc biệt là châu Âu – nơi mà người ta đã mua những sản phẩm tài chính này từ nước Mỹ.

Và đó chưa phải là tất cả. Do nhu cầu của người Mỹ đối với hàng hóa Trung Quốc xuất khẩu đã ngừng tăng lên, nền kinh tế Trung Quốc bắt đầu phải gánh chịu hậu quả. Trung Quốc cũng bắt đầu lầm vào suy thoái và ảnh hưởng tiêu cực của nó bắt đầu lan ra khắp châu Á. Nghiêm trọng

hơn đối với Mỹ là Trung Quốc hiện không còn là đối tác có thặng dư đồng đô-la nữa để có thể vực dậy thị trường bằng cách mua lại trái phiếu kho bạc.

Những điều chỉnh cần thiết

Hậu quả còn có thể tàn khốc hơn. Trong quá khứ, các nước có nền kinh tế suy thoái còn có thể trông chờ vào những nước có nền kinh tế đang tăng trưởng để làm lối thoát cho xuất khẩu và đầu tư của họ. Niềm hy vọng trong thời điểm này là tăng trưởng kinh tế ở châu Á, đặc biệt là ở Trung Quốc có thể kìm hãm suy thoái ở Mỹ và châu Âu. Trung Quốc phụ thuộc vào xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ sang Mỹ, còn nước Mỹ thì lại phụ thuộc vào nguồn vốn từ Trung Quốc. Nếu mối quan hệ kinh tế đặc biệt này bị bẻ gãy, và dường như nó đang bị bẻ gẫy, thì điều đó có thể dẫn đến suy thoái toàn cầu và là ngòi nổ cho một thời kỳ đình trệ kinh tế thế giới đầu tiên kể từ sau những năm 1930.

Những nhà hoạch định chính sách đã thừa nhận rằng mặc dù Bretton Woods II không phải là sản phẩm của một thỏa thuận quốc tế, nhưng nó cũng không phải là một hệ thống thị trường tự do dựa vào các đơn vị tiền tệ thả nổi. Đúng hơn là nó tồn tại được nhờ vào các chính sách quốc gia cụ thể. Nước Mỹ đã mặc nhận thâm hụt thương mại lâu dài và ở mức cao – và các ảnh hưởng của điều đó tới người lao động Mỹ – nhằm đổi lấy nguồn vốn từ bên ngoài đổ vào bù đắp cho thâm hụt ngân sách. Và châu Á chấp nhận một mức sống thấp hơn để đổi lấy tăng trưởng hướng vào xuất khẩu và ít có nguy cơ phải đối mặt với khủng hoảng tiền tệ.

Trung Quốc, Nhật Bản và các quốc gia châu Á khác chắc chắn sẽ đóng tốt vai trò của mình – dù tự nguyện hay với sự động viên khích lệ của Chính quyền Obama. Quả thực, Trung Quốc có thể đã sẵn sàng bắt đầu vào cuộc bằng việc công bố vào mùa thu năm ngoái một kế hoạch kích thích đầu tư của chính phủ trị giá 586 tỷ đô-la vào các lĩnh vực nhà ở, giao thông và cơ sở hạ tầng. Nếu Trung Quốc tạm từ bỏ vị thế thặng dư thương mại và quay lại chấn hưng nền kinh tế nội địa của họ thì điều đó

sẽ khiến nhu cầu nhập khẩu tăng lên và tạo áp lực đối với đồng nhân dân tệ, giảm thặng dư thương mại của Trung Quốc với phương Tây.

Điều chỉnh này – trong đó Mỹ cũng sẽ giảm được thâm hụt thương mại, Trung Quốc, Nhật Bản và các nước châu Á khác từ bỏ chiến lược tăng trưởng hướng vào xuất khẩu – là sự điều chỉnh mà nhiều nhà hoạch định chính sách Hoa Kỳ rất ủng hộ. Những cũng có những cảm nhận khác đang dấy lên, đặc biệt là ở châu Âu, rằng đằng sau những biện pháp này, các nền kinh tế lớn nhất thế giới cần phải thỏa thuận với nhau về một hệ thống tiền tệ quốc tế mới – hoặc ít nhất cũng cần phải cải tổ lại hệ thống tiền tệ quốc tế hiện nay. Thủ tướng Anh Gordon Brown đã công khai kêu gọi một "trật tự Bretton Woods mới – xây dựng một cấu trúc tài chính quốc tế mới cho tương lai". Brown muốn tăng cường vai trò của Quỹ Tiền tệ Quốc tế với chức năng là một "hệ thống cảnh báo sớm và cơ chế ngăn ngừa khủng hoảng cho toàn thế giới". Ông cũng có chủ trương cho rằng Quỹ Tiền tệ Quốc tế hoặc một tổ chức mới phải có nhiệm vụ giám sát các giao dịch tài chính xuyên biên giới.

Nhưng những điều chỉnh đối với vai trò của đồng đô-la Mỹ mới là những điều chỉnh thiết yếu. Kỷ nguyên của đồng đô-la có thể chưa kết thúc song những điều kiện đặc biệt trong đó đồng đô-la đóng vai trò thống trị đang bị lung lay hơn bao giờ hết trước những thách thức to lớn của cuộc suy thoái và khủng hoảng tài chính hiện nay. Hệ thống Bretton Woods ban đầu là sản phẩm của một sự thỏa thuận hết sức thận trọng và là nền tảng cho sự phát triển bền vững. Thỏa thuận Bretton Woods mới sẽ phụ thuộc vào sự thống nhất trong lựa chọn của cộng đồng quốc tế.

Bài báo này được trích từ một bài báo có cùng tựa đề đã được in trong tờ The New Republic, ngày 3/12/ 2008. ©2008 The New Republic LLC.

Quan điểm trình bày trong bài báo này không nhất thiết phản ánh quan điểm hay chính sách của Chính phủ Hoa Kỳ.

TOÀN CẦU HÓA
VÀ HỆ THỐNG TÀI CHÍNH HOA KỲ

Charles R. Geisst

Toàn cầu hóa chính là một nguyên nhân châm ngòi cho cuộc khủng hoảng tài chính hiện nay, và chắc chắn rằng cũng chính toàn cầu hóa sẽ giúp chúng ta giải quyết ổn thỏa cuộc khủng hoảng này.

Charles R. Geisst là Giáo sư về Tài chính tại Đại học Manhattan. Ông đã xuất bản nhiều cuốn sách trong đó có cuốn Phố Wall: Câu chuyện lịch sử, *ông cũng là người biên tập cuốn* Bách khoa thư về lịch sử kinh doanh Hoa Kỳ.

Những tiến bộ chóng mặt về công nghệ khiến cho đầu tư quốc tế trở nên dễ dàng hơn bao giờ hết.

Trong những thập kỷ sau Chiến tranh Thế giới Thứ hai, ý tưởng toàn cầu hóa ngày càng trở nên quen thuộc khi mô tả về tương lai của nền kinh tế thế giới. Một ngày nào đó, các thị trường của tất cả các loại hàng hóa và dịch vụ trở nên hội nhập và lợi ích từ điều đó đã quá rõ ràng. Mức sống được cải thiện khắp mọi nơi do các rào cản thương mại, rào cản sản xuất và rào cản về vốn được dỡ bỏ. Mục đích của toàn cầu hóa đã rõ ràng và người ta đã thực hiện được một phần mục đích ấy. Nhưng mới đây, công cuộc toàn cầu hóa đã gặp phải một trở ngại lớn trên đường đi của nó.

Toàn cầu hóa có nhiều ý nghĩa. Ban đầu, nó hàm ý sự tiếp cận dễ dàng với các nguồn lực trên phạm vi thế giới. Các rào cản thương mại và đầu tư dần biến mất và dòng chảy quốc tế về hàng hóa và dịch vụ gia tăng. Thương mại tự do và các thị trường chung được tạo ra để hỗ trợ cho ý tưởng này. Một thế giới không có rào cản có thể phân phối sự thịnh vượng một cách công bằng hơn từ người giàu đến người nghèo.

Ngày nay, mới chỉ có dịch vụ tài chính thực sự mang tính toàn cầu. Các thị trường tài chính chuyển dịch nhanh chóng được hỗ trợ đắc lực từ công nghệ tiến bộ với tốc độ ánh sáng khiến giao dịch tài chính vượt khỏi biên giới các quốc gia và làm cho hoạt động đầu tư quốc tế trở nên dễ dàng hơn bao giờ hết. Các quy định hạn chế của chính phủ đã được dỡ bỏ tại hầu hết các trung tâm tài chính lớn và người nước ngoài được khuyến khích đầu tư. Điều này đã tạo ra một bức tranh toàn cảnh năng động với hàng loạt cơ hội đầu tư.

Hiện tượng này thực ra không phải là một hiện tượng mới. Từ Chiến tranh Thế giới Thứ hai, nhiều chính phủ đã nới lỏng hạn chế với đồng tiền của họ và ngày nay thị trường ngoại hối là thị trường tài chính có tính thanh khoản cao nhất, có quy mô lớn nhất thế giới và có thể hoạt động liên tục vượt khỏi những hạn chế về thời gian. Và cũng không có sự phân biệt trong thị trường này vì những khác biệt và hạn chế giữa các đồng tiền đã bị loại bỏ. Nếu các chính phủ cho phép đồng tiền của họ được buôn bán một cách tự do như hầu hết các nước phát triển thì đồng đô-la hay đồng euro có thể được buôn bán ở Hồng Kông hay Tokyo cũng dễ dàng như ở Dubai hay ở New York.

Trao đổi xuyên biên giới

Các thị trường tài chính khác cũng nhanh chóng đi theo tiền lệ này. Các thị trường trái phiếu chính phủ, thị trường trái phiếu doanh nghiệp và thị trường cổ phiếu đều bắt đầu xây dựng các đường dẫn dựa trên công nghệ mới có tốc độ nhanh hơn. Bốn mươi năm trước đây, Gordon Moore, một trong những người sáng lập người khổng lồ sản xuất phần mềm Intel, đã trình bày luận điểm của mình (Định luật Moore) cho rằng tốc độ xử lý vi mạch có thể tăng lên gấp đôi sau mỗi hai năm. Các bộ xử lý vi mạch mới có tốc độ nhanh hơn có khả năng làm gia tăng nhanh chóng những giao dịch tài chính. Từ rất sớm, các nhà buôn có khả năng thực hiện giao dịch xuyên thị trường và vượt qua đường biên giới của các quốc gia, từ đó, họ trở thành những người ủng hộ nhiệt thành cho toàn

cầu hóa trong những lĩnh vực khác của nền kinh tế. Cũng trong thời kỳ này, các nhà sản xuất đã ủng hộ ý tưởng về một chiếc xe hơi toàn cầu nhưng ý tưởng này không thành công rực rỡ như ý tưởng toàn cầu hóa tài chính.

Phố Wall và các trung tâm tài chính lớn khác đã trở nên thịnh vượng. Khách hàng có khả năng thực hiện buôn bán chứng khoán với tốc độ nhanh không thể tưởng tượng được vào giữa những năm 1990. NYSE (Sở giao dịch Chứng khoán New York) và NASDAQ (Hiệp hội Quốc gia về Niêm yết Giao dịch Chứng khoán Tự động) đã từ bỏ phương thức niêm yết giá chứng khoán dưới hình thức phân số và áp dụng hệ thống số thập phân. Máy tính không thích phân số, do đó phương thức cũ không tạo điều kiện thuận lợi cho việc giao dịch với tốc độ cao. Ngày nay, khách hàng có thể giao dịch thông qua máy tính tại nhiều thị trường lớn với tốc độ nhanh chóng như tại thị trường nội địa. Giao dịch xuyên biên giới thực sự đã ra đời, khiến cho dịch vụ tài chính trở thành nỗi thèm muốn của các ngành công nghiệp khác vốn từ lâu đã nuôi dưỡng giấc mơ toàn cầu hoá.

Thành quả thật vô cùng kinh ngạc. Khối lượng giao dịch NYSE đã tăng từ 2 tỷ năm 2001 lên 8 tỷ năm 2008. Khối lượng các thị trường ngoại hối đạt tỷ đô-la mỗi ngày. Các thị trường trái phiếu khác nhau phát hành hơn một tỷ trái phiếu mới mỗi năm so với một tỷ trái phiếu mới những năm trước đây. Giá trị sáp nhập và thôn tính cũng đạt hàng tỷ đô-la mỗi năm. Khối lượng và sự ham muốn giao dịch dường như là bất tận.

Chu kỳ truyền thống

Theo truyền thống, nền kinh tế Mỹ đã từng trải qua nhiều thời kỳ dài phát triển thịnh vượng trước khi lâm vào khủng hoảng có tính chu kỳ. Những đợt suy thoái này thường được châm ngòi bởi bong bóng tài sản nổ tung. Tình huống này đã diễn ra nhiều lần kể từ năm 1973 – thời điểm cuộc suy thoái kinh tế lớn đầu tiên nổ ra ở New York. Tình huống tương tự như vậy cũng đã từng xảy ra ít nhất 8 lần tính đến năm 1929.

Mỗi một đợt suy thoái đều bắt nguồn từ việc bong bóng tài sản nổ tung, với mức độ nghiêm trọng không giống nhau. Thời kỳ Đại suy thoái sau năm 1929 đã buộc nước Mỹ phải tìm kiếm những biện pháp cải cách hệ thống ngân hàng và các thị trường chứng khoán.

Cho đến năm 1929, những đợt suy thoái này vẫn được gọi là "cơn hoảng loạn". Thuật ngữ "suy thoái" chỉ được sử dụng một hoặc hai lần vào đầu thế kỷ 20, nhưng trong những năm 1930, thuật ngữ này bắt đầu được sử dụng liên tục trong suốt thập kỷ. Chu kỳ truyền thống vẫn tỏ ra không hề thay đổi. Cuộc suy thoái năm 2001 là hậu quả của bong bóng chứng khoán nợ và nhiều người đã sử dụng công nghệ máy tính mới để giao dịch nhiều hơn ông cha họ đã làm trong thế kỷ 19. Cuộc khủng hoảng sau đó đã tạm thời làm lắng dịu ham muốn tìm kiếm lợi nhuận từ đầu cơ.

Thế kỷ 19 và thế kỷ 20 có nhiều điểm chung hơn là người ta có thể tưởng tượng. Sau khi thoát khỏi sự phụ thuộc vào nước Anh, lần đầu tiên sau hơn 120 năm tồn tại, nước Mỹ đã trở thành một chủ thể hoàn toàn độc lập về nguồn vốn nước ngoài. Cho đến Chiến tranh thế giới Thứ nhất, nhiều ngành công nghiệp và cơ sở hạ tầng của Mỹ đã được cấp vốn từ nguồn vốn nước ngoài, chủ yếu dưới hình thức mua trái phiếu. Người Mỹ sản xuất hầu hết các loại hàng hóa và dịch vụ mà họ cần nhưng nguồn vốn chủ yếu chỉ là nguồn cung ngắn hạn cho đến khi cuộc chiến làm thay đổi bức tranh địa chính trị thế giới.

Tình hình không thay đổi cho đến cuối những năm 1970, khi mà vị thế địa kinh tế của nước Mỹ một lần nữa bị đảo lộn. Hệ số tiết kiệm hộ gia đình của nước Mỹ suy giảm và nguồn vốn bên ngoài ào ạt chảy vào đất nước này. Trái phiếu một lần nữa lại được yêu thích nhưng các thị trường cổ phiếu cũng bắt đầu tỏ ra có mức sinh lời cao. Người tiêu dùng, với lượng tiền dành cho tiêu dùng chiếm hai phần ba tổng sản phẩm quốc nội của Mỹ từ những năm 1920, mua hàng hóa nội địa và hàng hóa nước ngoài, trong khi người nước ngoài cung cấp vốn cần thiết để trang

trải cho nhiều ngành công nghiệp Mỹ và thậm chí cả cho các khoản mục chi tiêu của chính quyền liên bang. Tình huống này tồn tại cho đến ngày nay, với khoảng một nửa trái phiếu kho bạc Mỹ đang nằm trong tay chính quyền Trung Quốc.

Sự bùng nổ tài sản cầm cố

Sau vụ vỡ bong bong trong ngành công nghệ thông tin và vụ tai tiếng ở các tập đoàn Enron and WorldCom, phố Wall dường như đang trong thời kỳ xả hơi do thiếu ý tưởng mới nhằm tạo động lực cho một bong bóng mới. Nhưng đây chính là sự phối hợp giữa các xu thế mang tính chu kỳ có khả năng lại gây ra một sự bùng nổ lớn hơn trong ngắn hạn.

Sự bùng nổ nhà đất trong kỷ nguyên Thung lũng Silicon ở California trong thời kỳ bong bóng tài sản, báo trước cuộc khủng hoảng tài sản cầm cố năm 2008.

Toàn cầu hóa cùng với dòng vốn bên ngoài đang ồ ạt chảy vào nước Mỹ và những phân tích tài chính không mấy khả quan phối hợp với bong bóng nhà ở đã tạo ra một chu kỳ bùng nổ nguy hiểm, có khả năng hủy diệt chưa từng có trong lịch sử nước Mỹ.

Sự bùng nổ thị trường mới đây không phải là nguyên nhân gây ra cuộc khủng hoảng này. Trong đợt sóng chứng khoán nợ và sau sự kiện kinh hoàng ngày 11 tháng 9, tình thế đã bị đảo ngược. Nước Mỹ trở thành trung tâm chú ý của nhiều nhà đầu tư. Xuất hiện nhiều người mua và nhiều người khác muốn mua lại tài sản cầm cố hiện thời của họ. Hiện tượng mới này thực ra chỉ là phương thức cũ được khoác cho hình thức cấp vốn hiện đại hơn mà thôi.

Tình hình này khiến cho việc phát hiện ra các vết rạn nứt của hệ thống trong giai đoạn đầu là rất khó khăn. Tất cả các nhân tố liên quan đến sản xuất đều đã được quan sát thấy trước đó. Nhiều nhân tố đã được biết rõ và đã từng là phương thức vẫn được sử dụng trong tài chính. Chứng

khoán hóa đã được sử dụng từ nhiều thập kỷ bởi các công ty tài chính nhà đất Hoa Kỳ nhằm biến tài sản nhà đất cầm cố thành chứng khoán để bán cho các nhà đầu tư. Phương thức này tạo ra nhiều vốn hơn cho thị trường nhà đất trong lúc nhu cầu về nhà đất đang ở mức rất cao tính từ sau năm 2001. Ý tưởng mới ở phố Wall là cấp vốn cho "Giấc mơ Mỹ" – ý tưởng về việc tất cả mọi người có thể sở hữu một căn nhà của riêng mình.

Nhu cầu trái phiếu được chứng khoán hóa tỏ ra rất mạnh mẽ đến mức chứng khoán nhà đất ở phố Wall đồng loạt tăng điểm với tốc độ chóng mặt. Nhiều nhu cầu xuất hiện từ phía các nhà đầu tư nước ngoài – các ngân hàng trung ương, các ngân hàng, các quỹ đầu tư độc lập và các công ty bảo hiểm – tất cả đều bị thu hút bởi loại hình đầu tư này. Đồng đô-la Mỹ được quay vòng một cách nhanh chóng bởi chính những nhà đầu tư, đặc biệt là các ngân hàng trung ương và các quỹ đầu tư độc lập, xuất phát từ chính danh mục tài khoản thanh toán vãng lai mà các quốc gia này tích lũy được với nước Mỹ. Tiền bắt đầu rời khỏi nước Mỹ vì người dân Mỹ mua hàng hóa nhập khẩu từ các nhà sản xuất nước ngoài nhưng tiền lại nhanh chóng quay lại Mỹ dưới hình thức đầu tư.

Nạn nhân của chính những thành công của họ

Bong bóng tài sản cầm cố bắt đầu được bơm căng từ sau năm 2001 và chỉ trong vòng vài năm nó đã trở nên đáng lo ngại. Nhu cầu chứng khoán cầm cố vẫn ở mức cao nhưng việc thanh toán tài sản cầm cố trước hạn, vỡ nợ và những đổ vỡ khác liên quan đến các sản phẩm tài chính phái sinh đã khiến cho giá trị tài sản sụt giảm. Vào cuối mùa hè năm 2007, lãi suất ngắn hạn bắt đầu tăng lên sau khi đạt mức thấp nhất trong lịch sử, các dấu hiệu rạn nứt bắt đầu được nhận ra khi giá trị ký quỹ và giá trị tài sản bắt đầu lao xuống dốc, từ đó khiến khủng hoảng ngân hàng và bảo hiểm bùng nổ chỉ trong vài tháng. Trong quá khứ, nếu không có sự có mặt của công nghệ, cả quá trình này thường phải diễn ra trong vài năm.

Sự bùng nổ này là hậu quả của quyết định phi điều tiết thị trường tài chính mà Chính phủ Hoa kỳ đã thực thi từ năm 1999 – một quyết định chính thức ra đời sau hai thập kỷ từng bước giải phóng thị trường tài chính khỏi những quy định điều tiết vô cùng nghiêm khắc. Môi trường tài chính mới mà quyết định này tạo ra đã cho phép các ngân hàng và các ngân hàng đầu tư cùng chung sống – điều bị cấm thực hiện từ năm 1933. Khi các ngân hàng này bắt đầu chia sẻ lợi nhuận từ quyết định phi điều tiết thì những ý tưởng cũ về quản lý rủi ro bắt đầu bị bỏ quên trước sức hút tìm kiếm lợi nhuận.

Thị trường tín dụng và khủng hoảng tài sản cầm cố đã đặt dấu chấm hết cho gần 40 năm sung túc của các công ty nhà đất trên khắp nước Mỹ và những lợi ích mà họ cung cấp kể từ khi bộ luật xã hội được thông qua vào những năm 1960. Phố Wall, các thị trường tín dụng và ngành công nghiệp bất động sản Hoa Kỳ đều trở thành nạn nhân của chính những thành công của họ khi thị trường bắt đầu sụp đổ vào năm 2008. Sự tham lam, thiếu tầm nhìn điều tiết và tính ngụy biện của nền tài chính bị cơ cấu đã tạo ra những công cụ tài chính kỳ cục, tất cả đều là nguyên nhân gây ra những đổ vỡ thị trường mới đây và ảnh hưởng xấu tới toàn bộ nền kinh tế.

Điều quan trọng nhất là cuộc khủng hoảng này đã chỉ ra những cạm bẫy của phi điều tiết và toàn cầu hóa. Đáng tiếc là chúng ta đã quên mất rằng chủ nghĩa hoài nghi thích hợp luôn phải đi kèm với bất kỳ sự bùng nổ nào. Toàn cầu hóa giúp tạo ra năng lượng cho khủng hoảng và chắc chắn cũng sẽ được sử dụng để giải quyết những vấn đề mà khủng hoảng đã đặt ra. Phi điều tiết sẽ được thay thế bằng các biện pháp kiểm soát thể chế nghiêm ngặt hơn đối với các thể chế tài chính để ngăn ngừa hành vi gian lận và các mánh khóe. Phải cần tới 4 năm sau

BROOKLYN DAILY EAGLE

WALL ST. IN PANIC AS STOCKS CRASH

Attempt Made to Kill Italy's Crown Prince

Một tựa báo về sự sụp đổ của thị trương chứng khoán năm 1929.

khi thị trường đổ vỡ năm 1929 để xây dựng một cấu trúc điều tiết nhằm phân biệt các loại ngân hàng khác nhau và xây dựng bộ luật chứng khoán liên bang. Định luật Moore cho phép chúng ta dự đoán rằng tiến trình này sẽ diễn ra nhanh hơn vào thời điểm hiện tại. Các lực lượng của toàn cầu hóa sẽ đòi hỏi điều đó.

Quan điểm trình bày trong bài báo này không nhất thiết phản ánh quan điểm hay chính sách của Chính phủ Hoa Kỳ.

ĐẨY NỀN KINH TẾ HOA KỲ TIẾN LÊN PHÍA TRƯỚC

Barack Obama, *Tổng thống Hoa Kỳ*

Chúng ta phải đặt một nền móng mới cho sự phát triển và thịnh vượng… một nền móng đặt trên 5 trụ cột chống đỡ cho nền nền kinh tế của chúng ta và biến thế kỷ mới này thành một thế kỷ nữa của Hoa Kỳ: những quy luật mới cho Wall Street mà khu phố tài chính này sẽ tưởng thưởng cho các trào lưu và sáng kiến; những nguồn đầu tư mới về giáo dục mà những nguồn này sẽ khiến cho nguồn nhân lực của chúng ta thành thạo và mang tính cạnh tranh hơn; đầu tư mới về công nghệ và năng lượng tái tạo nên các ngành công nghiệp và việc làm mới; đầu tư mới về chăm sóc sức khoẻ giúp cắt giảm chi phí cho các gia đình và doanh nghiệp; và tiết kiệm mới trong ngân sách liên bang dẫn đến bớt đi các khoản nợ cho các thế hệ tương lai.

— Tổng thống B.Obama, "Nền móng mới cho nền kinh tế", Washington, D.C., ngày 14/4/2009.

Timothy Geithner, *Bộ trưởng Tài chính Hoa Kỳ*

Chúng ta là một quốc gia hùng mạnh và linh hoạt. Chúng ta lâm vào cuộc khủng hoảng hiện nay mà không có quyền hành và công cụ mà chúng ta cần để đương đầu với những tổn thất cho nền kinh tế phát sinh từ cuộc khủng hoảng tài chính. Chúng ta tiến lên để bảo đảm rằng chúng ta đã được trang bị cả cho tương lai lẫn trong quá trình tiến triển, rằng chúng ta đang hiện đại hóa hệ thống điều tiết cho thế kỷ 20 để đáp ứng những thách thức tài chính của thế kỷ 21.

— Bộ trưởng Tài chính. Điều trần trước Ủy ban Dịch vụ Tài chính-Nhà ở của Hạ Nghị viện, Washington D.C., ngày 26/3/2009.

Ben Bernanke, ***Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ***

Nói tóm lại, thách thức mà những nhà điều tiết phải đối mặt là đánh vào cân bằng quyền lợi: giành lấy tiêu chuẩn cao nhất để bảo vệ người tiêu dùng mà không làm mất đi những tác động có lợi của sự đổi mới có trách nhiệm đối với sự lựa chọn và tiếp cận đồng vốn của người tiêu dùng và đưa đến sự tin tưởng. Mục tiêu của chúng tôi là có được một hệ thống tài chính trong đó sự đổi mới đem lại phúc lợi về kinh tế ở mức cao hơn cho tất cả mọi người và cộng đồng dù họ có những mức thu nhập khác nhau.

— Chủ tịch Ủy ban Dự trữ Liên Bang Ben Bernanke, "Đổi mới tài chính và bảo vệ người tiêu dùng", Washington, D.C., 17/4/2009.

XEM XÉT LẠI VIỆC ĐIỀU TIẾT THỊ TRƯỜNG: LÝ THUYẾT CÂN BẰNG THỊ TRƯỜNG KHÔNG ĐÚNG

George Soros

Trong khi điều tiết thị trường quốc tế cần phải được tăng cường để hệ thống tài chính toàn cầu tồn tại, nhưng chúng ta cũng cần phải nhận thức sự việc đi quá xa. Mặc dù thị trường không phải là hoàn hảo nhưng việc điều tiết cần đi đúng hướng.

George Soros là Chủ tịch Ban quản lý Quỹ Soros và người sáng lập Viện Xã hội mở. Ông là tác giả của chín quyển sách, trong đó có quyển mới xuất bản là "Mô hình mới cho các thị trường tài chính: Cuộc khủng hoảng năm 2008 và ý nghĩa của nó".

Bài này ban đầu được công bố trên tờ báo The Daily Star *của Libăng và được in lại với sự cho phép của Project Syndicate.*

Một nhà đầu tư Trung Quốc phản ứng khi xem màn hình hiển thị theo thời gian thực Chỉ số tổng hợp Thượng Hải vào tháng 9/2008.

Chúng ta đang ở giữa cuộc khủng hoảng tài chính tồi tệ nhất kể từ thập niên 1930. Đặc điểm nổi bật của cuộc khủng hoảng này là nó không bị gây ra bởi một cơn sốc từ bên ngoài, chẳng hạn việc Tổ chức Các nước xuất khẩu dầu mỏ tăng giá dầu. Nó phát sinh bởi bản thân hệ thống tài chính. Thực tế này – một khiếm khuyết cố hữu trong hệ thống – mâu thuẫn với lý thuyết được chấp nhận chung là các thị trường tài chính có xu hướng cân bằng, và các lần đi trệch khỏi sự cân bằng này xảy ra hoặc là một cách ngẫu nhiên hoặc bị gây ra bởi một sự kiện bên ngoài bất ngờ nào đó mà các thị trường khó có thể điều chỉnh. Cách tiếp cận hiện nay đối với các quy định về thị trường đã dựa trên lý thuyết này, nhưng sự nghiêm trọng và cường độ của cuộc khủng hoảng chứng minh một cách thuyết phục rằng lý thuyết này có một điều gì đó sai về cơ bản.

Tôi đã phát triển một lý thuyết thay thế, lý thuyết này cho rằng các thị trường tài chính không phản ánh chính xác các tình trạng nền tảng. Chúng đưa ra hình ảnh mà luôn luôn có thành kiến hoặc bị bóp méo theo một cách nào đó. Quan trọng hơn, trong một số hoàn cảnh nhất định thì cách nhìn bị bóp méo của những người tham gia thị trường, được thể hiện trong các giá trên thị trường, có thể ảnh hưởng đến cái gọi là các cơ sở nền tảng mà người ta cho là chúng được phản ánh bởi các giá thị trường.

Tôi gọi mối liên kết vòng tròn hai chiều này giữa giá thị trường và hiện thực cơ bản nằm dưới là "sự phản thân". Tôi dám chắc rằng các thị trường tài chính luôn luôn có tính phản thân, đôi lúc chúng có thể rất xa với cái gọi là sự cân bằng. Nói một cách khác, các thị trường tài chính có xu hướng tạo ra các bong bóng.

Cội rễ của khủng hoảng

Cuộc khủng hoảng hiện nay bắt nguồn từ thị trường cho vay thế chấp dưới chuẩn. Sự bùng nổ của bong bóng nhà đất Mỹ đã tác động như ngòi nổ làm nổ tung siêu bong bóng còn lớn hơn nhiều đã bắt đầu hình thành trong thập niên 1980, khi mà trào lưu chính thống về thị trường đã trở thành một giáo điều chi phối. Giáo điều này đã dẫn đến sự bãi bỏ các quy định, dẫn đến toàn cầu hóa và các đổi mới tài chính dựa trên giả thiết sai lầm rằng các thị trường có xu hướng tự cân bằng.

Giờ thì tòa nhà xây bằng các con bài đã sụp đổ. Với sự phá sản của Lehman Brothers tháng 9/2008, điều không thể tưởng tượng đã xảy ra. Trái tim của hệ thống tài chính ngừng đập. Ngay lập tức nó được cho làm hô hấp nhân tạo. Các quan chức trong thế giới phát triển đã đảm bảo một cách hiệu quả rằng sẽ không có một thể chế quan trọng khác nào được cho phép sụp đổ.

Nhưng các quốc gia bên lề của hệ thống tài chính toàn cầu đã không thể đưa ra những bảo đảm đáng tin một cách tương đương. Điều này đã thúc đẩy việc chạy trốn được dự kiến của dòng vốn ra khỏi các nước Đông Âu,

châu Á và châu Mỹ Latinh. Tất cả các đồng tiền đều mất giá so với đồng đô-la và đồng yên. Giá hàng hóa rớt mạnh như hòn đá rơi, lãi suất ngân hàng tại các thị trường mới nổi tăng vọt.

Cuộc chạy đua để bảo vệ hệ thống tài chính quốc tế vẫn đang diễn ra. Ngay cả khi nó thành công thì những người tiêu dùng, các nhà đầu tư và các công ty kinh doanh vẫn đang phải trải qua một kinh nghiệm chấn động mà tác động đầy đủ của nó sẽ vẫn còn được cảm nhận tiếp. Một cuộc suy thoái sâu là điều không thể tránh khỏi và không thể loại trừ xác suất của một cuộc đại suy thoái.

Tháng 9/2008, tại Quảng trường Thời đại ở New York, tin tức tài chính được hiển thị trên các bảng tin điện tử cập nhật.

Lấy lại cân bằng cho các thị trường

Vậy cần phải làm gì?

Do các thị trường tài chính có xu hướng tạo ra các bong bóng tài sản nên các nhà điều tiết thị trường cần phải đảm nhận trách nhiệm ngăn ngừa chúng phát triển quá lớn. Cho đến nay, các cơ quan có thẩm quyền trong lĩnh vực tài chính đã chối bỏ trách nhiệm này một cách rõ ràng.

Tất nhiên không thể ngăn ngừa các bong bóng hình thành, nhưng chúng ta có thể giữ cho chúng nằm trong những giới hạn có thể chấp nhận. Điều này không thể được thực hiện một cách đơn giản bằng việc kiểm soát nguồn cung tiền tệ. Các cơ quan điều tiết thị trường cũng phải xét đến các điều kiện tín dụng, vì tiền tệ và tín dụng không vận động sát gót nhau. Các thị trường có những tâm trạng và xu hướng cần phải được cân đối lại. Để kiểm soát tín dụng một cách khác biệt với tiền tệ, cần phải sử dụng các công cụ bổ sung – chính xác hơn thì đó là các công cụ được phục hồi lại, vì

chúng đã được sử dụng trong các thập niên 1950 và 1960. Tôi muốn nói đến các yêu cầu về lãi suất thay đổi và các yêu cầu về số vốn tối thiểu của các ngân hàng.

Hoạt động tài chính tinh xảo ngày nay có thể làm cho việc tính toán các yêu cầu về lãi suất và vốn trở nên đặc biệt khó khăn, nếu không nói là không thể thực hiện được. Vì vậy, các sản phẩm tài chính mới cần phải được đăng ký và được các cơ quan thích hợp chấp nhận trước khi được đưa ra thị trường.

Khi nhu cầu xuất khẩu toàn cầu giảm đi, Trung Quốc đã tung ra một gói kích cầu nhằm gia tăng nhu cầu tiêu dùng trong nước.

Việc cân đối lại tâm trạng của thị trường đòi hỏi phải đánh giá, và do các nhà điều tiết là những con người nên có khả năng là họ sẽ đánh giá sai. Nhưng họ có lợi thế là nhận được thông tin phản hồi từ thị trường, chúng tạo điều kiện cho họ điều chỉnh những sai lầm của mình. Nếu việc thắt chặt yêu cầu về lãi suất và vốn tối thiểu không giúp xả hơi cho bong bóng thì các nhà điều tiết có thể thắt chặt thêm một số quy định này. Nhưng quá trình này không phải là quá rõ ràng, vì thị trường cũng có thể sai. Việc tìm kiếm sự cân bằng tối ưu là quá trình mò mẫm thử và sai mà không bao giờ kết thúc.

Trò chơi mèo vờn chuột này giữa các nhà điều tiết và các bên tham gia thị trường đang diễn ra, nhưng bản chất thực sự của nó vẫn chưa được công nhận. Alan Greenspan, cựu chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang Mỹ, là một bậc thầy trong việc vận dụng những bài phát biểu khó hiểu của mình, nhưng thay cho việc công nhận những gì mình đang làm thì ông ta giả vờ mình chỉ là người quan sát thụ động. Đó là lý do vì sao các bong bóng tài sản đã phát triển lớn như vậy trong nhiệm kỳ của ông ta.

IMF: Một sứ mệnh mới

Do các thị trường tài chính là những thị trường toàn cầu nên các điều tiết thị trường cũng phải có tính quốc tế trong phạm vi của chúng. Trong tình hình hiện nay, Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) có một sứ mệnh mới: Bảo vệ các nước bên lề chống lại các tác động của cơn bão bắt nguồn từ những nước nằm ở trung tâm, cụ thể là Mỹ.

Người tiêu dùng Mỹ không còn có thể phục vụ lâu hơn như động cơ cho nền kinh tế thế giới. Để tránh tình trạng suy thoái toàn cầu, các nước khác cũng phải kích thích các nền kinh tế nội địa của mình. Nhưng các nước nằm ở bên lề và không có thặng dư xuất khẩu lớn thì không ở vị thế để áp dụng các chính sách có tính phản chu kỳ. Nhiệm vụ của IMF là phải tìm ra các phương pháp để cấp vốn cho các trường hợp thiếu hụt ngân sách mang tính phản chu kỳ. Điều này có thể được thực hiện bằng cách tranh thủ sự hỗ trợ của các quỹ tài sản có chủ quyền và một phần bằng cách phát hành *quyền rút vốn đặc biệt,* sao cho các nước giàu và có khả năng tài trợ cho sự thiếu hụt ngân sách của chính mình sẽ có thể nhượng bộ cho các nước nghèo hơn là những nước không thể làm như vậy.

Trong khi điều tiết thị trường quốc tế phải được tăng cường để giúp cho hệ thống tài chính toàn cầu tồn tại, chúng ta cần phải thận trọng để tránh đi quá xa. Mặc dù các thị trường không phải là hoàn hảo, nhưng việc điều tiết cần đi đúng hướng. Các nhà điều tiết thị trường không chỉ là những con người, họ cũng còn là những công chức quan liêu và phải chịu áp lực của các ảnh hưởng chính trị. Các điều tiết thị trường cần phải được giữ ở mức tối thiểu cần thiết với mục đích duy trì sự ổn định.

Tờ Daily Star *đã đăng bài bình luận này trong sự hợp tác với Project Syndicate. Bản quyền năm 2008 của* The Daily Star. *Bảo lưu mọi quyền.*

Những quan điểm được nêu trong bài này không nhất thiết phản ánh quan điểm hay chính sách của Chính phủ Mỹ.

CÁC BONG BÓNG VÀ BONG BÓNG NỔI TIẾNG

Bong bóng kinh tế có thể xảy ra khi giá tài sản tăng cao hơn giá trị thực của nó. Người ta cho rằng người mua tiếp sau sẽ phải trả một giá cao hơn cho một tài sản nào đó. Bong bóng có thể bùng nổ do những hiện tượng không giải thích được hoặc gây ra bởi hành động cố tình của những cá nhân hoặc công ty nào đó.

Sính hoa tuy-líp năm 1637

Mê đường sắt những năm 1840

Bong bóng cổ phiếu Mỹ Nifty Fifty cuối những năm 1960, đầu những năm 1970

Công ty Mississippi, 1720

Thời kỳ bùng nổ kinh tế Hoa Kỳ những năm 1920

Công ty South Sea năm 1720

Sính hoa tuy-líp: Tại đỉnh điểm của trào lưu yêu hoa tuy-líp Hà Lan vào tháng 2 năm 1637, doanh thu của hoa tuy-líp bán ra đã gấp 10 lần thu nhập hàng năm của một thợ thủ công lành nghề.

Mê đường sắt: Trong đợt Thân thiện với Đường sắt Anh quốc của những năm 1840, một giai cấp trung lưu mới nổi đã đầu tư vào ngành đường sắt tưởng chừng như đầy triển vọng đã mất tất cả khi bong bóng vỡ tan.

Thời kỳ bùng nổ kinh tế Hoa Kỳ những năm 1920: Người Mỹ quá phát triển trong những năm 1920 đã lợi dụng sự bùng nổ của thị trường chứng khoán và tín dụng đang rộ nở. Khi mà thị trường chứng khoán tan vỡ vào những năm 1920, cơn khủng hoảng ngân hàng bắt đầu.

Bong bóng đầu cơ xây dựng ở Florida: Sự bùng nổ đầu cơ bất động sản đầu tiên của bang Florida, dựa vào những nhà đầu tư nước ngoài, thì thủ tục tín dụng dễ dàng đã đến với người mua và giá cả tăng lên nhanh chóng một cách thuận lợi cho vùng đầm lầy của Florida.

Bong bóng đầu cơ xây dựng ở Florida năm 1926

Búp bê Beanie năm 1996

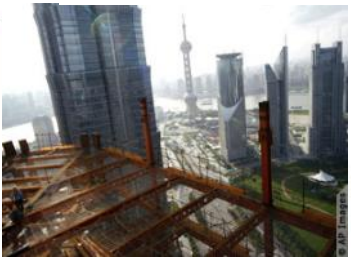
Bong bóng bất động sản

Bong bóng giá trị tài sản của Nhật những năm 1980

Bong bóng dot-com 1995-2001

Truyện tranh và thể thể thao những năm 1980, đầu những năm 1990

Khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997



Bong bóng cổ phiếu Mỹ Nifty Fifty: Giá trị cổ phiếu gia tăng đã hấp dẫn các nhà đầu tư. Các khoản đầu tư bổ sung sẽ tạo nên sự gia tăng về giá cả, bất kể đến giá trị thật của bất động sản ra sao.

Người nhện: Thị trường đầu cơ truyện tranh lên tới điểm bão hòa vào đầu những năm 1990 và cuối cùng sụp đổ vào giữa năm 1993 và 1997.

Búp bê Beanie: Đồ chơi búp bê Beanie về các con vật nhồi là mốt trong đầu những năm 1990. Của hiếm tạo nên nhu cầu gia tăng và giá cả cứ tăng lên.

Bong bóng dot-com: Bong bóng dot-com của những năm cuối 1990 dựa trên hành động đầu cơ xuất phát từ sự phát triển những công nghệ mới.

Khủng hoảng tài chính châu Á: Những khoản tín dụng khổng lồ đã được chuẩn bị sẵn sàng tạo nên sự bùng nổ về nhà ở và đẩy giá tài sản lên tới mức báo động.

TÌNH TRẠNG RỐI TÀI CHÍNH TOÀN CẦU: NGUYÊN NHÂN, GIẢI PHÁP VÀ CÁC ĐÁP ỨNG

Joel P. Trachtman

Không nghi ngờ gì, các nhà lịch sử kinh tế sẽ tranh luận nhiều năm về những nguyên nhân của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu. Yếu tố nhân quả chủ yếu là yếu tố kinh tế vĩ mô, nhưng các quy định pháp lý thích hợp có thể ngăn ngừa hoặc cải thiện tình hình của cuộc khủng hoảng.

Joel P. Trachtman là Giáo sư Luật Quốc tế tại Trường Luật và Ngoại giao Fletcher thuộc Đại học Tổng hợp Tufts. Những ấn phẩm đã công bố của ông gồm có Cấu trúc kinh tế của luật pháp quốc tế *và* Luật pháp và chính trị quốc tế.

Một nhà kinh doanh tiền tệ ở Ngân hàng giao dịch Hàn Quốc tại Soul, Hàn Quốc, ngày 9/4/2009.

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đã làm lu mờ những đỉnh điểm lo ngại là Irắc, Apganixtan, Bắc Triều Tiên và các cuộc khủng hoảng khác – khiến cho khi so sánh thì những mối đe dọa quan trọng này đối với sự ổn định toàn cầu tỏ ra nhẹ nhàng hơn. Ngay cả nếu nhận thức của chúng ta là thiển cận và tập trung phần lớn vào ví tiền của mình thì cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu vẫn có ý nghĩa quan trọng, và nó đã lan ra nhiều nơi trên khắp thế giới. Nếu muốn giải quyết cuộc khủng hoảng hiện tại và ngăn ngừa các cuộc khủng hoảng trong tương lai – nếu quả thực là có thể làm được như vậy – thì cần phải hiểu những gì đã gây ra cuộc khủng hoảng này. Chẩn đoán không phải là việc dễ dàng vì cuộc khủng hoảng này bị gây ra bởi sự tương tác phức tạp giữa việc quản trị sai trái về mặt kinh tế vĩ mô, các quy định điều chỉnh không đầy đủ đối với lĩnh vực tài chính và những thiếu sót trong quản trị công ty. Cũng chính vì lý do đó nên việc ngăn ngừa các cuộc khủng hoảng trong tương lai không phải là việc đơn giản.

Cuộc khủng hoảng tài chính bắt đầu tại Mỹ với bong bóng giá nhà đất và cho vay thế chấp mạo hiểm. Tài sản thế chấp tỏ ra là sự đầu tư chắc chắn khi giá nhà tăng, nhưng nó tỏ ra kém hấp dẫn hơn nhiều khi giá nhà giảm. Và sự giảm giá này đã tự phá hủy nó, do sự sẵn sàng cho vay giảm đi và các đợt tịch thu tài sản để thế nợ làm cho giá nhà tiếp tục giảm. Nhiều khoản vay thế chấp ban đầu đã được chuyển thành chứng khoán, các ngân hàng và tổ chức tín dụng khác cũng như các nhà đầu tư đã hăm hở mua và giao dịch những chứng khoán này, trong cuộc tìm kiếm không bao giờ kết thúc đối với những khoản đầu tư lợi nhuận cao. Nhưng những người giữ các chứng khoán này đã thấy rằng giá trị của chúng giảm mạnh. Đối với các tổ chức tài chính, những khoản thua lỗ ở các chứng khoán này ảnh hưởng đến tiền vốn và khả năng hoạt động của họ. Điều này làm giảm khả năng của họ cấp vốn cho các công ty kinh doanh, dẫn đến tác động kìm hãm đáng kể đối với nền kinh tế thực tế. Chỉ đến bây giờ tình trạng đóng băng tín dụng mới có những dấu hiệu tan băng.

Tuy cuộc khủng hoảng bắt đầu ở Mỹ, nhưng hiện nay nó đã trở thành toàn cầu. Nó trở thành toàn cầu vì hệ thống tài chính là toàn cầu, và các thể chế tài chính tham gia vào hoạt động cho vay thế chấp dưới chuẩn tại Mỹ bao gồm cả các công ty đa quốc gia của Mỹ và công ty đa quốc gia của nước ngoài. Hơn nữa, một số thể chế tài chính nước ngoài đã thực hiện các hoạt động tương tự ở nước ngoài, áp dụng các kinh nghiệm trong nước của Mỹ. Sự lây nhiễm tài chính có nghĩa trước tiên là nếu phần lớn các thể chế tài chính của Mỹ bị đe dọa thất bại thì các đối tác của chúng trên khắp thế giới cũng bị đe dọa. Cuối cùng, sự lây nhiễm kinh tế thông qua thương mại và đầu tư đã dẫn đến sự sụt giảm mạnh khối lượng hàng xuất khẩu sang Mỹ và đầu tư của Mỹ ở nước ngoài.

Những nguyên nhân

Không nghi ngờ gì, các nhà lịch sử kinh tế sẽ tranh luận nhiều năm về những nguyên nhân của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu. Yếu tố nhân quả chủ yếu là yếu tố kinh tế vĩ mô, nhưng các quy định pháp lý thích hợp có thể ngăn ngừa hoặc cải thiện tình hình của cuộc khủng hoảng.

Lãi suất ngân hàng thấp tại Mỹ, Nhật Bản và các nước khác, chính sách tỷ giá hối đoái của Trung Quốc, sự tăng trưởng của tài sản dầu mỏ và các tài sản khác trong các quỹ tài sản có chủ quyền, tất cả những yếu tố đó đã góp phần gây ra sự dư thừa thanh khoản, đáp lại nó góp phần vào sự phát triển của bong bóng tài sản. Có rất nhiều lượng tiền rẻ đang lưu thông và chúng cần được tái đầu tư. Không chỉ có vậy, vì sẵn có rất nhiều tiền rẻ nên các nhà đầu tư thường xuyên tìm kiếm lợi nhuận cao hơn. Những khoản đầu tư hứa hẹn mang lại lợi nhuận cao có thể lôi cuốn những kẻ đi theo với những khoản lệ phí phải trả cao.

Tiền Mỹ và tiền Trung Quốc.

Rất nhiều trong số tiền thanh khoản này đã chảy vào thị trường nhà đất Mỹ. Vào thời gian khi cuộc khủng hoảng bắt đầu, thị trường nhà đất Mỹ đã có những đặc điểm của một bong bóng điển hình. Những ai đầu tư vào nhà đất, cho dù bằng tiền của chính mình hay bằng tiền vay, đều tỏ ra là những thiên tài tài chính. Những tổ chức cho vay thế chấp không thể thực sự mất tiền vì giá trị tài sản ký quỹ của họ liên tục tăng, do đó họ dễ tha thứ cho những sai lầm trong việc cho vay. Nhà đầu tư huyền thoại Waren Bufett đã nói: "Chỉ khi nào thủy triều xuống chúng ta mới biết ai đang bơi trần truồng".

Các tổ chức cho vay thế chấp không còn là những hiệp hội tiết kiệm và cho vay truyền thống tại các địa phương như trước kia, khi chúng là những tổ chức lập kế hoạch giữ các khoản vay thế chấp mà họ đã khởi đầu cho đến khi đến hạn trả. Đúng hơn thì các khoản cho vay này đã được đóng gói vào các quỹ vốn và các quỹ này đã được chứng khoán hóa, các nhà đầu tư cá nhân và các ngân hàng thương mại đã giao dịch và đầu tư vào những chứng khoán này. Do đó, các tổ chức cho vay thế chấp thường không thực hiện các đợt xem xét lại dài hạn và không lo ngại về khả năng của các con nợ sử dụng tài sản thế chấp của mình khi kinh tế đi xuống. Bắt

đầu từ cuối năm 2003, khối lượng phát hành các chứng khoán dựa trên tài sản thế chấp đã tăng lên vùn vụt. Mô hình lợi nhuận đối với nhiều tổ chức tài chính đã thay đổi từ mô hình dựa trên chênh lệch lãi suất sang mô hình dựa trên lệ phí và giao dịch. Mô hình kinh doanh đã thay đổi này cũng dẫn đến những thay đổi trong tiền lương tiền thưởng – mang lại những khoản tiền thưởng cho các viên chức điều hành có khả năng tạo ra lợi nhuận nhờ lệ phí và giao dịch như vậy.

Việc chứng khoán hóa đòi hỏi các quỹ vốn tốt của các khoản cho vay, theo các yêu cầu bảo hiểm đã quy định, và nó cũng thường đòi hỏi tăng cường tín dụng thông qua bảo hiểm hoặc các hỗ trợ khác. Những chứng khoán dựa trên tài sản thế chấp này, đáp ứng các yêu cầu được quy định bởi các tổ chức đánh giá xếp hạng như Moody's và Standard & Poor's, nhìn chung đã nhận được các đánh giá xếp hạng cao nhất. Các tổ chức đánh giá xếp hạng cạnh tranh với nhau trong hoạt động kinh doanh và khi xác định tính đáng tin cậy về mặt tín dụng của các quỹ vốn này thường dựa vào kinh nghiệm trong quá khứ chứ không dựa vào các mô hình hướng về tương lai mà trong đó bao gồm cả xác suất của bong bóng tài sản.

Cấu trúc các quy định pháp lý của Mỹ có thể bị buộc cả tội không hoàn thành nhiệm vụ và tội bỏ sót. Chính quyền Bush đã tìm cách mở rộng quyền sở hữu nhà cho những người thu nhập thấp thông qua việc cho vay với lãi suất bằng 0. Các nhu cầu vay vốn tăng cao, đặt lên các tổ chức cho vay thế chấp khæng lå của Mỹ là Fannie Mae (Hiệp hội cho vay thế chấp liên bang) và Freddie Mac (Công ty cho vay thế chấp mua nhà trên phạm vi liên bang), đã mở cửa thị trường cấp vốn mua nhà cho quá trình chứng khoán hóa bởi các tổ chức khác. Yêu cầu Basel về vốn đã đưa ra những khuyến khích cho việc chứng khoán hóa, và sự suy giảm dự kiến về nhu cầu vay vốn liên quan đến thế chấp trong khuôn khổ các yêu cầu quản lý rủi ro Basel II đã khiến cho các

Cựu Chủ tịch Fannie Mae điều trần trước các ủy ban của Quốc hội, tháng 12/2008.

ngân hàng Mỹ tăng các khoản nắm giữ chứng khoán dựa trên thế chấp của mình. Các ngân hàng đầu tư đã được cho phép tăng đòn bẩy tài chính của mình. Tất cả các thay đổi này về mặt quy định pháp lý có thể được cho rằng đã được tạo động lực bởi sự sẵn có của dòng tiền thanh khoản và đã tăng cường sự tăng trưởng của thị trường chứng khoán dựa trên thế chấp cũng như các rủi ro của nó. Tuy các nhà điều tiết riêng rẽ có thể đã nhìn thấy một số vấn đề đang ngày càng tăng, nhưng các cơ quan có thẩm quyền đã thiếu ý chí chính trị để can thiệp mạnh tay.

Hoạt động quản trị công ty của nhiều tổ chức tài chính đã bị đặt dưới áp lực lớn bởi mô hình kinh doanh dựa trên lệ phí và giao dịch, động lực thúc đẩy các hoạt động kinh doanh mang lại lợi nhuận lớn hơn, áp lực cạnh tranh từ các hoạt động mạo hiểm của các công ty khác, và việc không có khả năng phát triển mô hình có sức thuyết phục về rủi ro dài hạn. Trong những hoàn cảnh đó, các cổ đông, các ban giám đốc, các ban quản lý cấp cao đã không có khả năng đánh giá và loại bỏ những rủi ro mà các tổ chức của họ đang hấp thụ. Trong tuyên bố trước Quốc hội vào tháng 10-2008, Alan Greenspan, cựu chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang Mỹ, đã nói rằng: "Những ai trong chúng ta – đặc biệt là bản thân tôi – đã nhìn thấy tính tư lợi của các tổ chức cho vay khi bảo vệ quyền lợi của các cổ đông thì hiện đang trong tình trạng choáng váng và nghi ngờ". Đây là bản cáo trạng gây sửng sốt đối với phương thức quản trị ở các công ty Mỹ: Cơ chế quản trị công ty không đủ để đảm bảo rằng các viên chức điều hành sẽ quản lý công ty vì quyền lợi dài hạn của các cổ đông, chứ không phải vì quyền lợi ngắn hạn của chính họ.

Những giải pháp

Từng nguyên nhân trong số các nguyên nhân của cuộc khủng hoảng tài chính sẽ được xem xét cẩn thận nhằm mục đích ngăn ngừa các cuộc khủng hoảng trong tương lai. Tất nhiên chúng ta cần nhớ rằng nếu chỉ ngăn ngừa có tính hồi tưởng quá khứ đối với những cuộc khủng hoảng giống như những cuộc khủng hoảng mà chúng ta đã trải qua, ví dụ Chiến tuyến Maginot của quân đội Pháp trong Chiến tranh Thế giới Thứ hai, thì sẽ không

ngăn ngừa được các cuộc khủng hoảng trong tương lai. Đúng hơn, chúng ta phải hiểu các loại cấu trúc gây ra cuộc khủng hoảng, tìm cách thiết lập các cơ chế để nhận ra những cuộc khủng hoảng mới đang đến và cơ cấu lại các quy định pháp lý của chúng ta để đáp ứng chúng.

Trước tiên, ban quản lý kinh tế vĩ mô phải có khả năng xác định các bong bóng tài sản và tập hợp ý chí chính trị để đáp ứng. Thứ hai, chúng ta phải cẩn thận nhận thức rằng các cải cách về quy định pháp lý thường có những đổi mới theo chu kỳ: nhấn mạnh các hiện tượng nguy hiểm. Khi chúng ta tham gia cải cách các quy định pháp lý, chúng ta phải cẩn thận hỏi Warren Bufett câu hỏi: Liệu chúng ta có nhìn thấy những kẻ trần truồng khi thủy triều xuống hay không? Thứ ba, các quy định về mặt tài chính phải được hiểu như sự đáp ứng đặc biệt đối với việc các tổ chức tài chính không có khả năng đưa ra những khuyến khích cụ thể. Chúng ta cần phải nhìn nhận rằng bản thân việc quản trị công ty có thể là không thích hợp để hạn chế cách quản lý thiển cận. Chúng ta cũng cần phải nhìn nhận rằng bản thân các cổ đông của các tổ chức tài chính có thể không có đủ động cơ để đảm bảo rằng các tổ chức tài chính sẽ tránh được rủi ro quá lớn: Những người còn lại trong số chúng ta có thể hấp thụ các thành phần đáng kể của rủi ro thông qua việc đóng tiền bảo hiểm và các gói cứu trợ tài chính của Chính phủ. Rủi ro về đạo lý này thường đòi hỏi sự đáp ứng về mặt quy định pháp lý.

Khi các chủ nhà không trả nợ được cho các khoản vay thế chấp, biển "bán nhà" mọc lên khắp phố.

Những đáp ứng cần có

Việc điều tiết trong nước thường là cần thiết khi các công ty không gánh chịu tất cả các rủi ro do các hành động của mình hoặc khi mà những người kiểm soát các công ty không gánh chịu tất cả các rủi ro do các hành động của họ. Hơn nữa, điều tiết quốc tế là cần thiết khi các quốc gia không gánh

chịu tất cả các rủi ro do các hành động điều tiết của họ. Những hiện tượng quốc tế bên ngoài có thể xảy ra thông qua sự lây nhiễm: các tổ chức tài chính duy trì những mạng lưới rất lớn của các quan hệ liên ngân hàng, sự thất bại của một ngân hàng có thể ảnh hưởng đến các ngân hàng khác. Những hiện tượng quốc tế bên ngoài cũng có thể xảy ra thông qua sự cạnh tranh về mặt quy định pháp lý: Khi một quốc gia giảm đi các tiêu chuẩn của mình, nó có thể làm tăng tính cạnh tranh ngắn hạn cho các tổ chức tài chính của mình, gây thiệt hại về cạnh tranh cho các tổ chức tài chính nước ngoài. Cuối cùng, sự đình trệ của kinh tế Mỹ có những ảnh hưởng trên khắp thế giới thông qua cơ chế thương mại và đầu tư.

Loại điều tiết quốc tế nào là cần thiết ? Các quốc gia phải đảm nhận trách nhiệm lớn hơn đối với việc điều tiết khả năng thanh toán của các tổ chức tài chính ở nước mình nhằm hạn chế rủi ro của sự lây nhiễm. Một điều có thể thích hợp là các quốc gia thỏa thuận với nhau về phạm vi trách nhiệm của mình.

Nhưng điều đó sẽ chưa đủ. Cần phải đề cập những vấn đề về quản trị công ty đã khiến cho các công ty chấp nhận những rủi ro quá lớn, hoặc là thông qua các quy định hoặc thông qua sự tự điều tiết của ngành tài chính. Sự điều tiết quốc tế sẽ là cần thiết để đảm bảo rằng các quốc gia sẽ không có động cơ giảm các điều tiết của mình nhằm hỗ trợ tính cạnh tranh cho các công ty của chính mình. Quy định Basel về vốn đã một phần được khuyến khích bởi mối lo ngại này, nhưng sẽ còn cần phải làm nhiều việc hơn nữa.

Cuối cùng, cần phải có sự điềm tĩnh và sự khiêm tốn nhiều hơn trong quản trị kinh tế vĩ mô, sự quan tâm nhiều hơn đến những mối lo ngại của các quốc gia khác đối với việc quản trị kinh tế quốc gia về mặt vĩ mô, để tránh các điều kiện dẫn đến các bong bóng tài sản hoặc các cuộc khủng hoảng kinh tế vĩ mô khác.

Những quan điểm được nêu trong bài này không nhất thiết phản ánh quan điểm hay chính sách của Chính phủ Mỹ.

HỆ THỐNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU ĐANG PHÁT TRIỂN

Richard Vedder

Trong thời gian cuối thế kỷ 19, đầu thế kỷ 20 chỉ có ít sự phối hợp quốc tế về mặt tài chính. Điều này đã thay đổi một cách đáng kể sau Chiến tranh Thế giới Thứ hai, và ngày nay sự thay đổi này đang tiếp tục diễn ra.

Là chuyên gia về lịch sử kinh tế và chính trị công cộng, Richard Vedder là giáo sư xuất sắc về kinh tế học tại Đại học Tổng hợp Ohio. Những cuốn sách của ông gồm có: Mất việc: Thất nghiệp và quản trị trong nước Mỹ của thế kỷ 20 *và* Kinh tế nước Mỹ dưới góc nhìn lịch sử.

Các nữ thợ may tại Mêhicô đang may quần áo cho thị trường Mỹ.

Sự hưng thịnh của thế giới đã được tăng cường một cách vô hạn bởi sự tăng trưởng trong các quan hệ kinh tế quốc tế – giao dịch hàng hóa và dịch vụ, sự di cư lao động, vốn và ý tưởng trên khắp hành tinh. Nguyên tắc của ưu thế cạnh tranh giả thiết rằng sự giàu có của các quốc gia được nâng lên bởi từng quốc gia tập trung vào những hoạt động kinh tế mà nó có cơ hội về chi phí thấp. Nhưng tất cả các hoạt động kinh tế này cần phải được cấp vốn, và sự ổn định của hệ thống tài chính quốc tế là điều quan trọng đối với sự tăng trưởng liên tục trong thương mại trên thế giới. Điều này sẽ phức tạp thêm bởi thực tế là phần lớn các quốc gia có tiền tệ của riêng mình, và các quy tắc và điều tiết chi phối các giao dịch tài chính khác nhau rất nhiều giữa các quốc gia.

Trong thời gian cuối thế kỷ 19, đầu thế kỷ 20, chỉ có ít sự phối hợp quốc tế về mặt tài chính. Thủ phủ tài chính của thế giới là Luân Đôn, phần lớn các quốc gia giao dịch chủ chốt là những quốc gia theo tiêu chuẩn vàng, có nghĩa là các khoản nợ được giải quyết bằng những tiền tệ có thể được mua lại bằng vàng. Nếu một quốc gia sử dụng tiền tệ của mình quá nhiều để mua hàng nhập khẩu hoặc để đầu tư ở nước ngoài, nó sẽ mất dự trữ vàng

của mình, buộc phải hạn chế nguồn cung tiền và hạn chế cho vay, do đó thường dẫn đến thiểu phát. Điều này làm cho việc xuất khẩu của quốc gia đó trở nên hấp dẫn hơn và việc nhập khẩu trở nên ít được mong muốn hơn, do đó sẽ điều chỉnh vấn đề mất cân đối của cán cân thanh toán. Nhiều học giả tin rằng hệ thống này đã hoạt động tốt một cách hợp lý trong thời gian từ 1871 đến 1914.

Chiến tranh Thế giới Thứ nhất đã liên quan đến các dòng vốn quốc tế vô cùng lớn, lớn hơn bất cứ khi nào trước đó, do các quốc gia châu Âu như Anh và Đức bị chìm sâu trong nợ nần nên đã vay mượn từ các quốc gia khác, đặc biệt là Mỹ. Hiệp ước Véc-xây (1919) đã quy định các lệ phí bồi thường có tính trừng phạt đối với Đức, nước mà sau đó đã bắt đầu các chính sách siêu lạm phát, gây ra thiệt hại kinh tế nghiêm trọng cho mình. Những cố gắng thiết lập lại tiêu chuẩn vàng trong thập niên 1920 đã chỉ tồn tại trong thời gian ngắn: vào năm 1931 nước Anh đã vĩnh viễn rời bỏ tiêu chuẩn vàng đầy đủ, hai năm sau nước Mỹ cũng làm như vậy.

Cuộc Đại suy thoái của thập niên 1930 một phần là do sự sụt giảm mạnh thương mại quốc tế mà nguyên nhân một phần là các mức thuế cao. Nhưng từ năm 1934, các quốc gia đã bắt đầu giảm đi các hàng rào thương mại tai hại đó, được dẫn dắt bởi Đạo luật về hợp đồng thương mại tương hỗ tại Mỹ. Nhưng việc trở về tình trạng bình thường trong tài chính quốc tế đã bị phủ bóng đen bởi sự bùng nổ của Chiến tranh Thế giới Thứ hai năm 1939, cuộc chiến tranh tốn kém nhất từ trước đến nay, nó đã cắt đứt thương mại thế giới và dẫn đến các sắp xếp hợp tác quốc tế để hỗ trợ sự ổn định và tăng trưởng kinh tế.

Ngân hàng Trung ương châu Âu tại Frankfurrt, Đức.

Các thể chế quốc tế mới

Nhiều phát triển quan trọng giữa các năm 1944 và 1960 đã thay đổi sâu sắc tính chất của hệ thống tài chính quốc tế. Lo ngại về những khoản

thiếu hụt lớn các đồng tiền mạnh nhằm chi trả cho các hàng hóa, dịch vụ và xây dựng lại nền kinh tế bị tàn phá vì chiến tranh, John Maynard Keynes của nước Anh và Harry Dexter White của Hoa Kỳ đưa ra hữu hiệu một trật tự tài chính quốc tế mới tại Hội nghị Bretton Woods vào năm 1944. Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) và Ngân hàng Tái thiết và Phát triển Quốc tế (World Bank) đã được thành lập.

IMF sẽ giúp đỡ các quốc gia có các vấn đề về cán cân thanh toán và có những khó khăn duy trì nguồn dự trữ phù hợp với các tỷ giá hối đoái cố định đã được thỏa thuận được xác định dưới dạng vàng. Trong khi hệ thống tỉ giá cố định đổ vỡ sau năm 1971, IMF tiếp tục với những trách nhiệm lớn hơn.Ví dụ, IMF đã đóng vai trò mấu chốt trong việc ngăn chặn hoặc giảm thiểu các cuộc khủng hoảng tài chính quốc gia và khu vực, đóng vai trò như một người cho vay đỡ đầu cho các quốc gia có khó khăn về tài chính. Ban đầu Ngân hàng Thế giới (WB) đã cung cấp các khoản vay cho các nước bị tàn phá vì chiến tranh nhằm tài trợ cho việc tái thiết, mặc dù vào những năm 50, ngân hàng đã chuyển sang cho vay những khoản lớn hơn để tài trợ cho những dự án phát triển mới. Cả IMF và WB có trụ sở chính tại Washington D.C. (Căn cứ vào vai trò nổi bật của Mỹ như là một cường quốc tài chính toàn cầu), các tổ chức này thực sự có vai trò quốc tế trong việc định hướng và kiểm soát.

Tổ chức quốc tế quan trọng nhất, Liên Hợp Quốc (LHQ), ra đời tại San Francisco vào năm 1945. Trong khi thay vì tập trung chủ yếu vào những vấn đề tài chính và kinh tế, những vấn đề này đóng vai trò quan trọng đối với các cơ quan thuộc Liên Hợp Quốc như là UNCTAD (Hội nghị LHQ về thương mại và phát triển) và UNESCO (Tổ chức LHQ về kinh tế, xã hội và văn hóa). Sự giúp đỡ quốc tế chủ yếu để đáp ứng những gay cấn về tài chính đã nhận được cú hích nổi bật với chương trình Phục hồi Kinh tế (Kế hoạch Marshall) của Hoa Kỳ (1948-1952), chương trình này đã cung cấp viện trợ giúp cho nhiều quốc gia châu Âu. Kế hoạch Marshall thúc đẩy sự hợp tác quốc tế ở các nước nhận được sự hỗ trợ của kế hoạch gồm trên 12 tỉ đô-la nhằm viện trợ kinh tế dưới hình thức các khoản vay.

Chiến tranh Lạnh sau năm 1945 đã dẫn tới những hình thức mới về sự hợp tác khu vực chính trị và kinh tế như là một sản phẩm phụ nhằm tạo ra hai khối liên minh quân sự, NATO (Tổ chức Hiệp ước Bắc Đại Tây Dương) và khối Vác-sa-va của các nước đồng minh với Liên Xô.

Nhiều hình thức hợp tác tài chính trực tiếp đã bắt đầu, đưa tới việc hình thành một hệ thống các thỏa ước tài chính quốc tế. Năm 1947, Hiệp định chung về Mậu dịch và Thuế quan (GATT) được bắt đầu và tạo khuôn khổ cho một loạt các cuộc thương lượng (như là Hội nghị bàn tròn Kennedy và Hội nghị bàn tròn Uruguay mà hơn một nửa thế kỷ sau đã dẫn đến những sự sút giảm nhanh chóng các àng rào thương mại quốc tế, đặc biệt là đối với hàng hóa và các dịch vụ.

Công nhân đi cạnh một tàu chở công-te-nơ ở cảng Thiên Tân, Trung Quốc.

Sự sáp nhập kinh tế và tài chính thế giới

Sự căng thẳng tài chính của Chiến tranh Thế giới Thứ hai đã góp phần đẩy nhanh sự suy thoái đột ngột của chủ nghĩa thuộc địa, bởi lẽ hàng chục quốc gia mới đã xuất hiện. Ấn tượng mạnh mẽ nhất là sự độc lập của Ấn Độ vào năm 1947, và phần lớn châu Á và châu Phi cũng trở thành các quốc gia độc lập trong hai thập kỷ sau đó. Điều này làm tăng mạnh nhu cầu của các tổ chức tài chính quốc tế như là IMF và WB. Mỗi một quốc gia mới phải đặc biệt xây dựng một đồng tiền có thể được quốc tế chấp nhận rộng rãi, cần thiết để vay những khoản tiền lớn từ các quốc gia bên ngoài mặc dù không chắc chắn có khả năng trả nợ, và thường phải học cách sống trong khuôn khổ pháp trị và kỷ luật được đặt ra theo các điều kiện thị trường. Các tổ chức như là IMF và WB ngày càng trở nên quan trọng để hỗ trợ cho các yếu tố đó.

Động thái tiến tới hội nhập kinh tế/tài chính thế giới đã được đưa ra bởi các cơ quan quan trọng mới, đặc biệt là tại châu Âu. Một Liên minh Thanh toán châu Âu đã được triển khai vào năm 1950 để tạo ra các cách đối phó với việc thiếu đô-la gây khó khăn cho thanh toán quốc tế. Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD) bắt đầu thu thập các thông tin kinh tế giống nhau về các nước công nghiệp lớn, sau đó bao gồm cả các quốc gia ở châu Á và châu Mỹ Latinh cũng như ở châu Âu và Bắc Mỹ. Quan trong nhất là Hiệp ước Rô-ma, được ký kết năm 1957, thành lập Cộng đồng kinh tế châu Âu (thị trường chung). Từ một hiệp hội hải quan sáu nước năm 1958 thành một tập đoàn 27 quốc gia và đã hợp nhất phần lớn cơ cấu kinh tế của tập đoàn thành Liên minh châu Âu. Ngày nay, bao gồm một đồng tiền chung cho hơn một nửa khu vực (đồng ơ-rô) và một ngân hàng trung ương Liên minh châu Âu.

Nỗ lực của châu Âu đã được nhân đôi tại nơi khác với một quy mô nhỏ hơn nhiều khi các quốc gia ở châu Á, châu Phi và châu Mỹ Latinh đang tiến tới hội nhập các nền kinh tế khu vực của họ. Ví dụ Ngân hàng Phát triển châu Á là một cơ quan của khoảng 40 quốc gia được lập ra để thúc đẩy hơn nữa dòng vốn tự do trong một khu vực quan trọng của thế giới (đã có các khoản cho vay hơn 10 tỉ đô-la vào năm 2008) trong khi Thỏa ước Mậu dịch Tự do Bắc Mỹ (NAFTA) năm 1994 đã mở rộng liên minh hải quan tới các nước châu Mỹ.

Bốn lần mở rộng thêm hệ thống tài chính thế giới đều quan trọng. Năm 1995, Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) thay thế Hiệp định chung về Thuế quan và Mậu dịch (GATT) và đã có quyền hạn rộng rãi để ban hành các tiêu chuẩn quốc tế liên quan đến thương mại và các giao dịch tài chính. Nhóm G7 thoạt tiên là cuộc gặp của các bộ trưởng tài chính của 7 quốc gia công nghệ hàng đầu, nhưng nó đã gia tăng thêm về số lượng và hiện nay gồm 20 quốc gia (G20), nhóm này thường xuyên gặp gỡ để thỏa thuận về các chính sách chi phối, dàn xếp về kinh tế và tài chính quốc tế. Ngoài ra là các cuộc hội nghị do các tổ chức phi chính phủ tài trợ, đặc biệt là tại Davos, Thụy Sỹ, giúp các nhà lãnh đạo công ty và

lãnh đạo tài chính gặp gỡ nhau, khơi nguồn cho các cải cách về chính sách sau này. Cuối cùng là một số các hiệp ước đa phương về thuế nhằm tiêu chuẩn hóa trong một chừng mực nào đó việc xử lý thuế cho các quốc gia tham gia vào các hoạt động quốc tế. Gần đây, các quốc gia nhỏ có thuế suất thấp đã đồng ý sửa đổi các điều khoản bí mật về ngân hàng để đối phó với việc trốn thuế.

Sự phối hợp là nguyên tắc cơ bản

Hình ảnh những đồng ngoại tệ được trưng bài tại một khu buôn bán ở Karachi, Pakistan, tháng 10/2008.

Hệ thống tài chính toàn cầu đang diễn biến là nguyên nhân và cũng là hậu quả của sự phát triển nhanh chóng trong thời toàn cầu hóa. Đối với hầu hết các quốc gia, thương mại quốc tế gồm một phần lớn hơn của đầu ra so với một hoặc hai thế hệ trước đây. Các dòng chảy tư bản quốc tế ngày càng lớn lên một cách bất thường.

Ngoài ra, các tổ chức như IMF và WB đã đóng vai trò quyết định trong việc tài trợ cho các nhu cầu phát triển dài hạn và giúp ổn định các hệ thống tài chính bị suy sụp. Hai ví dụ đáng chú ý là các cuộc khủng hoảng tài chính vào năm 1998 bắt đầu tại châu Á nhưng đã lan ra ngoài khu vực, đặc biệt là tại Nga, và các cuộc khủng hoảng toàn cầu năm 2008 đã gây ra căng thẳng nghiêm trọng đối với các cơ quan tài chính và nền kinh tế toàn cầu. Trong cả hai trường hợp, IMF và WB đã bơm các nguồn tài chính quan trọng vào các nước bị căng thẳng như Thái Lan và Nga. Ví dụ: nhánh phát triển của Ngân hàng Thế giới đã dành cho các khoản vay ưu đãi lên tới khoảng 10 tỉ đô-la/năm. Ngoài ra các giám đốc ngân hàng trung ương và bộ trưởng tài chính của quốc gia lớn đã đáp ứng và phối hợp điều động các nguồn cung cấp tín dụng nhằm làm giảm sự suy giảm tiềm năng và làm dịu bớt cơn hoảng loạn của các ngân hàng lớn, những công ty bảo hiểm và các thể chế tài chính khác.

Trong khi kinh tế quốc tế và tương tác tài chính đã lớn mạnh, nhu cầu về các quy tắc ứng xử trở nên lớn mạnh hơn bao giờ hết-nguyên tắc kế toán thống nhất, các tiêu chuẩn quốc tế về hành vi được phép, những điều khoản cho vốn vay khẩn cấp và những điều tương tự. Chẳng còn hoài nghi gì nữa, những thể chế hiện hành sẽ còn được phát huy để trở thành một tổ chức phối hợp mới bao gồm toàn bộ mọi khía cạnh của quy chế tài chính.

Những ý kiến nêu lên trong bài báo này không nhất thiết phản ánh quan điểm hay chính sách của Chính phủ Mỹ.

CHÚ GIẢI THUẬT NGỮ

Bretton Woods

Hội nghị năm 1944 được tổ chức tại Bretton Woods, New Hampshire, đã thiết kế cơ cấu của hệ thống tiền tệ thế giới sau Chiến tranh Thế giới Thứ hai và lập nên Quỹ Tiền tệ Thế giới (IMF) và Ngân hàng Thế giới (WB). Hội nghị đã thỏa thuận rằng tỉ giá hối đoái của các thành viên IMF sẽ được căn cứ vào đồng đô-la với sự dao động tối đa là 1% trên 1 trong 2 tỉ giá đã được thống nhất.

bubbles - bong bóng

Bong bóng kinh tế có thể xảy ra khi giá của một tài sản tăng cao hơn nhiều so với giá trị thực của nó. Giả thuyết rằng người mua tiếp theo sẽ trả một giá cao hơn cho tài sản đó. Người ta đã biết rằng bong bóng đôi khi sẽ xảy ra, thường là với tác động có hại. Đôi khi chúng được châm ngòi bằng hiện tượng không thể giải thích được (sự thích thú kỳ cục hoặc sự say mê) hoặc được khơi lên bằng những hành động lôi cuốn của các cá nhân hoặc các công ty.

corporate governance - quản trị doanh nghiệp

Một hệ thống công ty nội bộ - bao gồm các chính sách, các quy trình và con người – phục vụ nhu cầu của các cổ đông và những người giữ tiền đặt cược bằng cách hướng dẫn và kiểm soát các hành động quản lý với sự hiểu biết tốt về kinh doanh, tính khách quan, trách nhiệm giải trình và tính chính trực. Quản trị công ty giỏi dựa vào việc cam kết và pháp chế thị trường đối ngoại, cộng với văn hóa lành mạnh của hội đồng quản trị để bảo vệ các quy trình và chính sách.

credit debt swap - trao đổi nợ

Một sự trao đổi nợ là một hợp đồng giữa một bên mua bảo hộ và một bên bán bảo hộ. Bên mua làm một loạt các thanh toán cho bên bán và đổi lại, nhận tỷ lệ phần trăm nếu trái phiếu hoặc khoản vay bị vỡ nợ (không trả được). Hợp đồng trao đổi nợ- chấp thuận được so sánh với bảo hiểm vì bên mua trả tiền lãi và, ngược lại, nhận một khoản tiền nếu một trong các sự cố xảy ra.

derivative - vốn phái sinh
Là một hợp đồng tài chính mà giá của nó bắt nguồn từ những tài sản cơ bản như là cổ phiếu, trái phiếu, hàng hóa, tiền tệ, tỉ lệ lãi suất và chỉ số thị trường. Hầu hết những tài sản này được đặc trưng bằng nợ có thế chấp cao tức là nhà đầu tư chỉ thanh toán một phần nhỏ trong chi phí thực tế của hợp đồng và vay phần còn lại từ bên bán hoặc người môi giới.

dot-com
Một công ty mà hoạt động của nó dựa vào Internet, mô hình kinh doanh của nó sẽ không thực hiện được nếu Internet không tồn tại. Trong khi dot.com có thể ám chỉ các công ty ngày nay, nó cũng được sử dụng để ám chỉ đến các công ty có mô hình kinh doanh này trong cuối thập niên 1990.

Externality - tác ngoại tính
Là tác dụng phụ của một giao dịch kinh tế đối với những người không dính líu đến nó. Một ví dụ kinh điển có tính tiêu cực là sự ô nhiễm không khí sản sinh ra từ nhà máy điện.

Fannie Mae
Hiệp hội Thế chấp Quốc gia Liên bang (FMNA), một công ty được Quốc hội ban đặc quyền, mua vật thế chấp trên thị trường thứ cấp, góp vốn chung và bán vật thế chấp theo chứng khoán được bảo chứng- thế chấp cho các nhà đầu tư trên thị trường tự do. Thanh toán gốc và lãi hàng tháng được FNMA bảo đảm chứ không phải là Chính phủ Mỹ.

Federal Reserve - Dự trữ Liên bang
Ngân hàng Trung ương Hoa Kỳ là ngân hàng cung cấp cho quốc gia một hệ thống tài chính và tiền tệ an toàn, linh hoạt và ổn định.

Freddie Mac
Công ty mua bán và bảo lãnh thế chấp nhà đất liên bang (FHLMC), một tổ chức với tư cách là Chính phủ mua vốn vay thế chấp có đủ tiêu chuẩn từ các thể chế tài chính có nguồn gốc từ vốn vay thế chấp, chứng khoán, vốn vay và phân loại chứng khoán thông qua cộng đồng người buôn bán.

Chứng khoán không được Chính phủ Hoa Kỳ bảo chứng. Giá trị thị trường của chứng khoán trước khi đáo hạn không được bảo đảm và dao động.

G20

Được thành lập năm 1999, nhóm hai mươi bộ trưởng tài chính và các thống đốc ngân hàng trung ương từ các nền kinh tế công nghiệp hóa và đang phát triển gặp gỡ và thảo luận các vấn đề then chốt trong nền kinh tế toàn cầu.

International Monetary Fund - Quỹ Tiền tệ Thế giới

Một tổ chức được thành lập năm 1944 để giảm hàng rào thương mại giữa các nước và nhằm ổn định tiền tệ bằng cách quản lý các hệ thống ngoại tệ của các nước thành viên và cho vay tiền để phát triển đất nước.

Lake Wobegon

"Thị trấn đã bị lãng quên và nhiều thập kỷ cũng không thể cải thiện" như mô tả của phát thanh viên Garrison Keillor. Hơn 30 năm đã trôi qua, Keillor đã chia sẻ với các thính giả của chương trình Sổ tay Ngôi nhà thảo nguyên những tin tức mới nhất từ thị trấn có một chút hư cấu nơi " tất cả phụ nữ đều khỏe mạnh, tất cả đàn ông thì dễ nhìn và bọn trẻ thì trên trung bình".

Liquidity - thanh khoản

Là khả năng một tài sản được chuyển đổi sang tiền mặt một cách nhanh chóng và không có bất cứ sự giảm giá nào.

macroeconomics - kinh tế vĩ mô

Kinh tế vĩ mô là ngành kinh tế học đề cập đến việc thực hiện, cơ cấu và hoạt động của nền kinh tế quốc gia như một tổng thể, đối ngược với cấp phân nhóm hoặc các cá nhân (gọi là kinh tế vi mô). Nó có lợi để giúp xác định tác động chung của các chính sách nhất định lên tổng thể nền kinh tế.

margin - tiền bảo chứng

Tiền bảo chứng là khoản tiền thế chấp tối thiểu, bằng tiền mặt hoặc

chứng khoán, mà một nhà đầu tư phải có trong tài khoản của mình để kinh doanh các chứng từ đầu tư nhất định. Tiền bảo chứng cũng là sự khác nhau giữa giá trị thị trường của một chứng từ đầu tư và khoản vay mà người môi giới giao dịch với nhà đầu tư để mua vốn đầu tư.

securitization - chứng khoán hóa
Quá trình kết hợp lại các chứng từ tương tự, như các khoản vay hoặc cầm cố, thành chứng khoán có thể chuyển nhượng được.

subprime loans - các khoản vay thứ yếu
Các khoản vay thứ yếu là dành cho những người có lịch sử tín dụng giới hạn và thiếu sót. Các khoản vay này có tỷ lệ lãi suất cao hơn các khoản vay loại một để bồi thường các rủi ro tín dụng gia tăng. Vay thứ yếu mở ra việc thực hiện nhu cầu trong thương trường đối với các khoản vay dành cho người vay có độ rủi ro cao với tín dụng không hoàn hảo.

wealth effects - hiệu ứng giàu sang
Xu hướng của người tiêu dùng là chi tiêu nhiều hơn bởi vì họ tin họ giàu hơn. Đôi khi, thực tế là họ giàu hơn (bằng cách đánh giá khách quan, ví dụ như, tiền thưởng hoặc tăng lương khi làm việc), hoặc khi người tiêu dùng nhận thấy họ trở nên giàu hơn (ví dụ, giá trị ước định của nhà ở của họ tăng lên, hoặc cổ phần họ sở hữu đã lên đến giá gần đây).

World Bank - Ngân hàng Thế giới
Là một tổ chức tập trung vào dự trữ ngoại tệ và sự cân đối thương mại.

Các định nghĩa được lấy từ các bảng chú giải thuật ngữ tại các trang http://www.investorword.com, http://www.economist.com/research/economics/, http://encyclopedia.thefreedictionary.com, *và các nguồn tin khác trên Internet.*

NGUỒN THÔNG TIN THÊM VỀ HỆ THỐNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU

Sách – tạp chí

Ahamed, Liaquat. *Lords of Finance: The Bankers Who Broke the World*. New York, NY: Penguin Press, 2009.

Allen, Franklin, and Douglas Gale. *Understanding Financial Crises*. New York, NY: Oxford University Press, 2007.

Drezner, Daniel W. *All Politics Is Global: Explaining International Regulatory Regimes*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2008.

Florida, Richard. "How the Crash Will Reshape America." *The Atlantic Online* (March 2009).

Fraser, Steve. *Wall Street: America's Dream Palace*. New Haven, CT: Yale University Press, 2008.

Gjerstad, Steven, and Vernon L. Smith. "From Bubble to Depression?" *Wall Street Journal Online* (April 6, 2009).

Krugman, Paul R. *International Economics: Theory and Policy*. Boston, MA: Pearson/Addison Wesley, 2009.

Hogan, Michael. "Niall Ferguson: America Needs to Cancel Its Debt." *Vanity Fair: Politics and Power Blog* (January 20, 2009).

Murphy, Dan. "Stimulus Goes Global. Will It Be Enough?" *Christian Science Monitor Online* (January 9, 2009).

Rebonato, Riccardo. *Plight of the Fortune Tellers: Why We Need to Manage Financial Risk Differently*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2007.

Shiller, Robert. *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do About It*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2008.

Soros, George. *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means*. New York, NY: Public Affairs, 2008.

Taleb, Nassim Nicholas. "The Fourth Quadrant: A Map of the Limits of Statistics." *Edge* (2008).

Wolf, Martin. *Fixing Global Finance*. Baltimore, MD: Johns Hopkins University Press, 2008.

Các báo cáo

Carlson, Mark. *Alternatives for Distressed Banks and the Panics of the Great Depression*. Washington, DC: Federal Reserve Board, 2008.

Elwell, Craig K. *Dollar Crisis: Prospect and Implications*. Washington, DC: Congressional Research Service, January 8, 2008.

"Financial Bailout." *CQ Researcher* (October 24, 2008).

Jackson, James K. *The Financial Crisis: Impact on and Response by the European Union*. Washington, DC: Congressional Research Service, March 9, 2009.

Jinkling, Mark. *Causes of the Financial Crisis*. Washington, DC: Congressional Research Service, January 29, 2009.

Morrison, Wayne M. *China and the Global Financial Crisis: Implications for the United States*. Washington, DC: Congressional Research Service, February 9, 2009.

Các trang Web

CNN: The Road to Rescue: A collection of news and analysis about the problems with U.S. financial markets. http://money.cnn.com/news/specials/crisiswallstreet/2008/

Council on Foreign Relations: Global Economy in Crisis: Contains expert briefs; interviews; backgrounders; podcasts; Must Reads; and essential documents, graphs and charts. http://www.cfr.org/thinktank/greenberg/

Federal Reserve Board: About the Fed: Background information about the Federal Reserve System, which serves as the United States' central bank. Covers the Federal Reserve Act of 1913 (which established the system), the structure of the system,

purposes and functions, board of governors, banks, and bank presidents. http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/default.htm

Financial Times: The Future of Capitalism: http://www.ft.com/indepth/capitalism-future

G20: Web site for the Group of Twenty (G20) finance ministers and central bank governors. Provides background and frequently asked questions about the G20; descriptions of working groups; press releases; and publications from summits, working groups, and other activities. Includes links to participating banks and government agencies from member countries. http://www.g20.org/

International Monetary Fund: Financial Crisis: http://www.imf.org/external/np/exr/key/finstab.htm

New York Times: Credit Crisis — The Essentials: http://topics.nytimes.com/topics/reference/timestopics/subjects/c/credit_crisis/index.html

The University of Iowa Center for International Finance and Development: The Global Financial Crisis: http://www.uiowa.edu/ifdebook/issues/financial_crisis/index.shtml

See the timeline: http://www.uiowa.edu/ifdebook/timeline/Financial_Crisis_Timeline.pdf and statements from world leaders: http://www.uiowa.edu/ifdebook/issues/financial_crisis/links/statements.shtml

World Bank: Financial Crisis: http://www.worldbank.org/html/extdr/financialcrisis/

Video

Academic Earth: Understanding the Financial Crisis: Lectures from well-known authorities and university professors taped at Yale University. http://academicearth.org/playlists/financial-crisis

The Ascent of Money (2009)
Director: Adrian Pennick
Running time: 120 minutes
Summary: Niall Ferguson, a professor of history at Harvard University, traces the evolution of money and demonstrates that financial history is the essential back-story behind all history. As he traverses historic financial hot spots around the world, Ferguson illuminates fundamental economic concepts and speaks with leading experts in the financial world.
http://www.pbs.org/wnet/ascentofmoney/

Frontline: Inside the Meltdown (2009)
Director: Michael Kirk
Running time: 60 minutes
Summary: An account of how the United States ended up in the worst financial crisis since 1929.
http://www.pbs.org/wgbh/pages/frontline/meltdown/

I.O.U.S.A. (2008)
Director: Patrick Creadon
Running time: 85 minutes
Summary: Examines the rapidly growing national debt and its consequences for the United States. The film blends interviews with both average American taxpayers and government officials to demystify the nation's financial practices and policies; follows U.S. Comptroller General David Walker as he crisscrosses the country explaining America's unsustainable fiscal policies to its citizens; and interweaves archival footage and economic data to paint a profile of America's current economic situation.
http://www.imdb.com/title/tt0963807/

Maxed Out: Hard Times, Easy Credit and the Era of Predatory Lenders (2006)
Director: James D. Scurlock
Running time: 90 minutes
Summary: When Hurricane Katrina ravaged America's Gulf Coast, it laid bare an uncomfortable reality: America is not only far from the world's wealthiest nation; it is crumbling beneath a staggering burden of individual and government debt. *Maxed Out* shows how the modern financial industry really works, explains the true definition of "preferred customer," and tells why the poor are getting poorer and the rich getting richer.
http://www.imdb.com/title/tt0762117/

Bộ Ngoại giao Hoa Kỳ không chịu trách nhiệm về nội dung và sự tồn tại của những nguồn tin trên. Tất cả các trang Web này đều hoạt động vào tháng 5/2009.

Trung tâm Hoa Kỳ
Phòng Thông tin-Văn hóa, Đại sứ quán Hoa Kỳ
Điện thoại: (04) 3850-5000; Fax: (04) 3850-5048; Email: HanoiAC@state.gov
Tầng 1, Rose Garden Tower, 170 Ngọc Khánh, Hà Nội
http://vietnam.usembassy.gov