

NGÀY SUY TÀN CỦA ĐỒNG ĐÔLA

Robert Z. Aliber*

Sụt giá đồng đôla và tăng nợ nước ngoài không phải là hậu quả của sự lãng phí hay của các hoạt động phi pháp như phát biểu của một số nhà nghiên cứu. Đó là kết quả tất yếu của những thay đổi bất thường trong tổ chức của hệ thống tài chính quốc tế - một hệ thống đang có những dấu hiệu suy giảm như là tiếng chuông báo động với nền kinh tế nước Mỹ.

Ba thập kỷ vừa qua là giai đoạn chứa đựng nhiều biến động nhất trong lịch sử tài chính quốc tế. Một chuỗi phát triển kinh tế cách đây một thập kỷ được đánh dấu bởi sự sụp đổ của hệ thống tỷ giá hối đoái cố định Bretton Woods năm 1971 nay xuất hiện dưới dạng một cuộc khủng hoảng tài chính với sự sụt giảm nhanh chóng của đồng đôla trên thị trường ngoại hối. Kéo theo một loạt những điều chỉnh hao tiền tốn của khác.

Nền kinh tế toàn cầu đã có bốn sự phát triển khác thường từ cuối những năm 1960. *Trước hết* là một biên độ dao động rất rộng của đồng đôla và đồng tiền của một số quốc gia khác chưa từng xảy ra trước đây, kể cả trong thời gian không thể kiểm soát được (thời kỳ hỗn loạn) giữa hai cuộc thế chiến.

Thứ hai là hiện tượng sốt giá của ba loại tài sản lớn. Gần đây nhất là cổ phiếu nước Mỹ; trước đó là thị trường cổ phiếu và bất động sản ở Thái Lan và một số quốc gia châu Á khác; và trước nữa cũng là những thị trường này ở Nhật và cả ở ba nước Bắc Âu

không ngờ tới là Phần Lan, Na Uy và Thụy Điển. Chưa từng có điều gì như thế diễn ra trong lịch sử thị trường tiền tệ.

Thứ ba là sự sụp đổ của hơn 40 hệ thống ngân hàng quốc gia, bao gồm cả Nhật, Thụy Điển, Mexico và Hàn Quốc. Lý do là các khoản cho vay bị mất đã vượt quá xa số vốn của ngân hàng. Những ngân hàng khác còn hoạt động được đều có sự bảo lãnh tiền gửi hoàn toàn của chính phủ nước đó.

Thứ tư, nước Mỹ đã chuyển vai trò từ một người cho vay lớn nhất thế giới năm 1980 thành con nợ lớn nhất vào năm 2000 - một sự hoán đổi nhanh chóng chưa từng có tiền lệ trong lịch sử tài chính.

Chuỗi bốn phát triển khác thường này không phát sinh một cách độc lập mà có liên quan một cách hệ thống. Cái này tác động đến cái kia thông qua những luồng tiền tệ, chứng khoán lớn và đột ngột giữa các quốc gia - nguồn vốn chuyển động từ nước này sang nước khác nhằm tìm kiếm mức lợi nhuận cao hơn. Vốn chỉ chảy vào một nước khi các nhà đầu tư nhận thấy nền kinh tế nước này có triển vọng và luồng vốn vào này sẽ kích thích tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, sau đó chỉ cần một chút thay đổi trong môi trường kinh doanh hay có dấu hiệu về một tương lai khó khăn sẽ dẫn đến sự sụt giảm nhanh chóng của vốn đầu tư hoặc nguồn vốn chảy ngược ra

ngoài. Chính điều này dẫn đến sự sụt giá đồng tiền một cách nhanh chóng.

Chuyển động đột ngột của những luồng tiền là nguyên nhân dẫn đến thời kỳ dao động mạnh của tiền tệ. Các nhà kinh tế đưa ra các dự báo về biến động trên thị trường ngoại hối dựa trên tỉ lệ lạm phát khác nhau giữa các quốc gia. Nếu một quốc gia có tỉ lệ lạm phát cao hơn bạn hàng, đồng tiền của nước đó sẽ bị giảm giá trên thị trường ngoại hối. Nhưng ở vào thời điểm một vài thập kỷ trước, giá trị đồng tiền được đánh giá cao hơn hoặc thấp hơn dự đoán rất nhiều so với trước đó. Ví dụ như tỉ lệ lạm phát ở Mỹ năm 1990, hay như ở Đức, Pháp và phần đông những quốc gia EU cũng rơi vào tình trạng tương tự. Nhưng sau khi đồng Euro được đưa vào sử dụng từ đầu năm 1999, nó đã bị sụt giá 30%. Cho đến cuối năm 2001 giá trị của đồng Euro lại được đánh giá cao hơn gần 50%. Sớm hơn thời gian đó, vào những năm 1970 đồng đôla đã bị giảm giá một nửa so với đồng Mark Đức và đồng Yên của Nhật vì các nhà đầu tư hoài nghi tính nghiêm túc của cam kết kiềm chế tốc độ gia tăng lạm phát của Mỹ. Tuy nhiên sau thông cáo về những chính sách cứng rắn để chống lạm phát của Giám đốc Cục Dự trữ Liên bang, ông Paul Volker, vào tháng 10 năm 1979, đồng đôla đã tăng giá 40%.

Trước đó, hiện tượng sụt giá bất động sản rất hiếm khi xảy ra hoặc xảy ra một cách đơn lẻ ngoại trừ sự trùng hợp ngẫu nhiên năm 1720: sụt giá giá biển Nam ở London và Mississippi ở Paris. Hai trong số ba hiện tượng sụt giá mới đó đều có liên quan đến luồng ngoại hối chảy vào trong nước và giá trị của đồng nội tệ tăng. Khi đó, tăng giá sẽ lan rộng ra vì nguồn vốn ngoại hối chảy vào trong nước làm tăng khả năng cung tín dụng cho nhóm đi vay.

Đợt sụt giá gần đây nhất xảy ra trên thị trường cổ phiếu Mỹ trong suốt những năm cuối thập kỷ 90 mà theo đo lường thì mức độ của nó còn lớn hơn cơn sốt trước cuộc Đại khủng hoảng. Quy mô sụt giá càng được nhân rộng bởi cuộc khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997 đã tạo nên một dòng vốn lớn chảy vào thị trường NewYork từ Thái Lan, Đài Loan và Hồng Kông, tiếp sau đó là bởi luồng vốn đầu tư chảy vào từ châu Âu nhằm kiếm lời từ bùng nổ kinh tế và tăng giá cổ phiếu trên thị trường Hoa Kỳ. Khủng hoảng tài chính châu Á là kết quả của bùng nổ về giá bất động sản và giá cổ phiếu bắt đầu có xu hướng tăng những năm đầu của thập kỷ 90. Và nó cũng đúng theo tiến trình như sụt giá cổ phiếu trên thị trường Tokyo từ những năm đầu của thập kỷ 90.

Sự sụp đổ các thị trường tài chính Tokyo đã chấm dứt thời kỳ “bao trùm của các cơn sốt giá tài sản” đang đạt đến cao trào vào nửa cuối của thập kỷ 80. Không giống những nước khác, sốt giá Tokyo có nguồn gốc từ chính bản thân nền kinh tế Nhật. Nó bắt nguồn từ việc tự do hóa các quy chế tài chính đặt ra từ những năm 1950. Quy chế này được thiết kế nhằm mục đích giữ tỉ lệ lãi suất rất thấp cho người đi vay ưu đãi và phân bổ tín dụng cho các doanh nghiệp “thắng lợi” (chiếm được ưu thế) trong cạnh tranh toàn cầu. Kết quả là tỉ lệ lãi suất thấp và mức đầu tư đặc biệt cao.

Tự do hóa từ những năm 1980 một phần là do sự thúc giục của Chính phủ Mỹ muốn Ngân hàng đầu tư Mỹ phải tiếp cận được thị trường Nhật dựa trên các điều khoản tương tự như khi các hãng Nhật tham gia vào thị trường tài chính Mỹ; phần khác là do các hãng Nhật đã kiếm được nhiều tiền hơn và tự đầu tư mở rộng vào những năm 1980.

Trong suốt thập kỷ 80, giá bất động sản ở Nhật đã tăng hơn 11% và giá chứng khoán đã tăng gần 17%. Rất nhiều hãng niêm yết trên thị trường chứng khoán Tokyo là các công ty bất động sản, vì vậy giá bất động sản tăng đã làm tăng giá trị tài sản của công ty kéo theo giá chứng khoán của họ cũng tăng lên. Bất động sản tăng giá đã kích thích cho sự bùng nổ xây dựng, làm cho giá cổ phiếu của các công ty xây dựng liên tục leo thang một cách nhanh chóng. Các ngân hàng Nhật giữ cổ phần của nhiều công ty công nghiệp và một số lượng lớn trong đó là bất động sản, vì vậy khi giá những tài sản này tăng sẽ làm tăng vốn ngân hàng, theo đó là mở rộng khả năng cho vay của các ngân hàng.

Các ngân hàng này hoàn toàn có thể tăng lãi suất cho vay đối với các nhà đầu tư bất động sản lên tới 30% mỗi năm vì Tokyo đã thực hiện tự do hóa các quy chế tài chính trước đó. Hơn thế nữa, nhiều hãng công nghiệp đã chuyển sang mua bất động sản vì lợi nhuận kiếm được từ đầu tư vào bất động sản cao hơn nhiều so với sản xuất công nghiệp. Trong một số trường hợp, các hãng thu lợi nhuận từ các khoản cho vay kinh doanh, đó thực sự là các khoản cho vay bất động sản "theo trào lưu".

Giá trên thị trường bất động sản Tokyo giống như là một cỗ máy vận động liên tục - các khoản vay của các nhà đầu tư bất động sản từ ngân hàng làm tăng vọt giá bất động sản và tiếp đó là đẩy cao giá chứng khoán. Vốn ngân hàng cũng tăng theo sự tăng giá của tài sản và cổ phiếu, như vậy ngân hàng có thể tăng các khoản cho vay với các nhà đầu tư bất động sản và công nghiệp. Một vài nhà đầu tư bất động sản đã có những "tâm nhìn tiêu cực": thu nhập từ cho thuê của họ thấp hơn rất nhiều khoản lãi vay mà họ phải trả. Các nhà đầu tư này trả lãi cho các

khoản vay còn tồn đọng của họ bằng cách tăng quy mô vay từ các ngân hàng dựa vào số tài sản mà họ đã đầu tư từ những năm trước.

Chính sách tự do hóa quy chế tài chính trong suốt thập kỷ 80 đã cho phép các ngân hàng Nhật Bản thiết lập được một số lượng lớn các chi nhánh và các công ty con ở London, New York, Zurich và một số trung tâm tài chính quốc tế khác. Các chi nhánh này sử dụng vốn vay từ thị trường tín dụng ngoài luồng chảy vào các trung tâm tài chính này để có thể tăng nhanh chóng các khoản cho vay của họ; các chi nhánh muốn tăng nhanh các hoạt động kinh doanh của ngân hàng để có thể bù đắp chi phí. Cùng thời điểm đó, quy chế của các ngân hàng đầu ngành ở Phần Lan, Na Uy và Thụy Sĩ về việc đi vay ở các thị trường ngoài lại tương đối dễ dàng, do vậy những ngân hàng này đã huy động được lượng vốn rất lớn từ các chi nhánh ngân hàng Nhật ở London và Zurich. Kết quả của hoạt động trên là làm tăng giá đồng tiền của ba nước Bắc Âu này, theo đó giá cổ phiếu và bất động sản cũng tăng lên 20%.

Sốt giá bất động sản ở Nhật cũng châm ngòi cho bùng nổ kinh tế ở Hàn Quốc và Đài Loan, tạo ra cho các hãng công nghiệp ở Nhật Bản, và thậm chí là ở Hawaii một điểm đích tốt hơn cho người Nhật như là Florida cho người New York.

Cơn sốt giá bất động sản và sự bùng nổ kinh tế ở Nhật đã dẫn đi vào hồi kết thúc vào đầu năm 1990, khi nội các mới của Ngân hàng Nhật Bản lo ngại rằng giá nhà tăng vọt đã cản trở việc mua nhà ở của dân cư nên đã chỉ thị cho các ngân hàng phải hạn chế các khoản cho vay để đầu tư bất động sản với hy vọng sẽ làm nguội được thị trường. Ngay lập tức, một số các doanh nghiệp vay nợ không thể trả lãi cho các khoản nợ ngân hàng

còn tồn đọng của mình, và họ bắt buộc miễn cưỡng phải bán đi các bất động sản. Giá cả bất động sản bắt đầu giảm xuống. Hiệu ứng quả bóng tuyết xuất hiện khi mà ngày một nhiều hơn các tài sản được đem ra bán, giá bất động sản và cổ phiếu sụt giá đột ngột chỉ còn 30% giá trị của nó vào thời kỳ đỉnh điểm năm 1989. Tình trạng hiện tại cũng đã xảy ra trên cùng một thị trường cách đây 20 năm. Hầu như tất cả tổ chức tài chính của Nhật bao gồm Ngân hàng, các công ty thương mại, các công ty bảo hiểm nhân thọ, ngân hàng hợp tác... sẽ thực sự phá sản nếu các nhà chức trách yêu cầu đánh giá các khoản cho vay của họ theo giá trên thị trường hiện tại.

Kinh tế bùng nổ luôn luôn xảy ra trong thời kỳ sốt giá, vì vậy khi các bong bóng nổ tung sẽ gây ra hiện tượng giảm phát. Khi giá bất động sản và cổ phiếu trên thị trường Tokyo xuống giá đột ngột năm 1990, người dân Nhật tăng khoản tiết kiệm để bù đắp cho sự giảm giá tài sản của họ. Các hãng công ty Nhật giảm mạnh các khoản đầu tư mới, và khi tăng trưởng của thị trường nội địa chậm dần họ lập tức chuyển hướng sang các thị trường nước ngoài. Xuất khẩu của Nhật có tác động đến việc tăng nhập khẩu, đồng Yen tăng giá làm mất vị trí cạnh tranh của Nhật trên thị trường thế giới. Các công ty Nhật tăng nhanh đầu tư vào Trung Quốc, Thái Lan và các nước châu Á khác nhằm tận dụng được nguồn lao động chi phí thấp hơn. Khu công nghiệp trung tâm châu Mỹ đã bị ảnh hưởng nặng nề bởi sự tăng giá đột ngột của đồng đôla từ đầu những năm 1980 cũng giống như một số bộ phận của nền kinh tế Nhật đã rơi vào tình trạng khó khăn bởi đồng Yen mạnh, thậm chí đồng Yen nước Nhật còn tạo ra những cơn sốt giá ở nhiều nước châu Á khác. Các

ngân hàng Nhật Bản đã rơi vào tình trạng khó khăn nghiêm trọng đến mức các hãng kinh doanh đã bắt đầu chuyển vốn sang các ngân hàng nước ngoài ở Tokyo hoặc sang các trung tâm tài chính nước ngoài vì họ lo sợ rằng chính phủ sẽ đóng cửa các ngân hàng Nhật Bản, điều này đã làm tăng thêm dòng vốn chảy ra nước ngoài.

Dòng tiền từ Nhật Bản và một số các nước phát triển khác vào Thái Lan, Malaysia, Indonesia và các nước châu Á đang phát triển khác làm tăng giá đồng tiền của các nước đó và đẩy mức thâm hụt thương mại của các nước này lên tới 5-6% tổng GDP (thâm hụt thương mại của Mỹ hiện tại là gần 6% GDP). Số nợ nước ngoài đã tăng nhanh hơn tốc độ tăng GDP của họ. Sự tăng vọt của đầu tư nước ngoài vào Thái Lan và một số nước châu Á khác đã dẫn tới kinh tế bùng nổ. Giá tài sản và cổ phiếu tăng lên nhanh chóng; năm 1993, giá cổ phiếu đã tăng lên gấp đôi ở hầu hết những nước đó.

Tháng 2/1997, một nhật báo của Mỹ đăng tải một phóng sự về giá bất động sản ở Hồng Kông và có bài báo viết về thị trường bất động sản Tokyo cách đây một thập kỷ. Tôi đã quyết định đến thăm Hồng Kông. Tại đây, tôi tiếp cận một nhóm người thông hiểu thị trường bất động sản. Tôi đã hỏi họ ba câu hỏi sau:

"Hoạt động cho thuê nhà mang lại lợi nhuận bao nhiêu?"

"3%"

"Lãi suất cho vay mua bất động sản là bao nhiêu?"

"7%"

"Vậy làm sao có thể tồn tại được với lãi vay 7% nhưng chỉ thu được 3%?"

"Giá bất động sản tăng liên tục".

Ở cả Bangkok và Kualalumpur bạn có thể gặp câu trả lời tương tự. Không còn nghi ngờ gì nữa, hiện tượng giá bất động sản bùng nổ đã lan ra toàn khu vực.

Có hai yếu tố bất ổn định trong mô hình tài chính của các nước châu Á này. Như ở Tokyo, một số nhà đầu tư bất động sản đã có những “hoạt động mang tính chất tiêu cực”. Thu nhập từ hoạt động cho thuê thấp hơn khoản lãi suất thường kỳ mà họ phải trả và cũng chỉ có ở Tokyo những nhà đầu tư này mới có thể trả được lãi suất bằng cách vay nhiều hơn. Một mô hình tương tự xuất hiện trong các khoản phải trả bên ngoài các nước này: Họ trang trải các khoản lãi suất cho nguồn cho vay nước ngoài dưới dạng các khoản đầu tư mới từ những nhà đầu tư nước ngoài.

Mùa đông năm 1997, các nhà cho vay nước ngoài bắt đầu lo lắng về khoản thâm hụt lớn trong việc cho vay tiêu dùng của các ngân hàng Thái Lan cũng như lo lắng về sự bất ổn định của hệ thống ngân hàng. Luồng đầu tư vào Thái Lan giảm dần. Ngân hàng nhà nước Thái Lan không thể bù đắp cho thâm hụt thương mại nghiêm trọng đang diễn ra, thế nên Thái Lan ngừng bơm đồng Bath ra thị trường ngoại hối. Hiệu ứng lan truyền đã bắt đầu, các nhà đầu tư nước ngoài lập tức cắt giảm các khoản cho vay mới (không chỉ ở Thái Lan mà còn ở cả Malaysia, Indonesia và nhiều nước châu Á khác) và thu hồi các khoản cho vay còn tồn đọng. Họ đã tiên liệu rất đúng rằng đồng tiền châu Á bị sụt giá nghiêm trọng sẽ làm giảm giá trị các khoản cho vay của họ. Khoản thua lỗ của các ngân hàng trong nước đã lớn hơn rất nhiều so với nguồn vốn. Các ngân hàng này có thể bị đóng cửa nếu họ không thuyết phục được các nhà cho vay rằng vốn của họ đã hoàn toàn được bảo đảm.

Mô hình này hoàn toàn tương tự trong thời kỳ kinh tế bùng nổ và suy thoái ở các nước Mexico (1994), Nga (1998), Brazil (1999) và Argentina

(2001). Tốc độ tăng các khoản nợ của mỗi quốc gia (hoặc nợ của một ngành lớn trong nền kinh tế) cao hơn đáng kể so với tốc độ tăng trưởng GDP và cao hơn nhiều so với lãi suất được trả từ người vay. Sai khác giữa hai tỷ lệ tăng trưởng này hoàn toàn có thể chỉ ra được. Người vay từ các nước này trả lãi suất cho người cho vay bằng cách đi vay nhiều hơn, thường là từ cùng một nguồn đã vay. Hành động này đã làm thay đổi quan điểm của người cho vay và giảm dòng tiền cho vay. Và trong quá trình điều chỉnh cắt giảm các khoản vay, rất nhiều ngân hàng đi vay bị rơi vào tình trạng phá sản.

Mô hình về bùng nổ kinh tế, phá sản và dòng tiền quốc tế ô ạt này là lời lý giải cho sự kiện tài chính bất thường thứ 4 trong ba thập kỷ gần đây - một sự hoán đổi chưa từng có trên nước Mỹ: từ một nước cho vay lớn nhất trên thế giới trở thành một con nợ khổng lồ như ngày hôm nay. Các khoản vay nợ của nước Mỹ đối với các chủ nợ nước ngoài lên tới gần 3 nghìn tỉ đôla - một con số khổng lồ chiếm khoảng 25% tổng thu nhập quốc dân của châu Mỹ.

Sự hoán chuyển của nước Mỹ từ một chủ nợ trở thành con nợ không phải là hậu quả của bùng nổ tiêu dùng, hay thiếu hụt tiết kiệm hay bất cứ lý do thông thường nào khác đã được báo trước như là một phần của những hiểu biết thông thường. Đó không phải nguyên nhân vì các công ty Mỹ và Chính phủ Mỹ đã vay vốn từ các nguồn ngoài nước. Hơn thế, hiện tượng này xảy ra vì cầu về chứng khoán và bất động sản ở Mỹ của chính phủ và các công ty nước ngoài có sự tăng vọt, đặc biệt là trong thời kỳ bùng nổ và thời kỳ khủng hoảng nợ. Hoạt động mua vào của họ làm tăng giá đôla trên thị trường ngoại hối dẫn đến tăng nhập khẩu, ngưng trệ

trong xuất khẩu và tăng thâm hụt thương mại.

Một khoản tiền khổng lồ đã chảy vào nước Mỹ vì đây là một quốc gia đóng vai trò đặc biệt quan trọng trong nền kinh tế toàn cầu. Gần 100 năm nay nước Mỹ đóng vai trò như là một bánh lái cân bằng cho kinh tế thế giới. Các tài khoản quốc tế của Mỹ dù nhiều hay ít cũng cũng tự điều chỉnh để tạo ra sự ổn định toàn cầu về số dư phải trả của tất cả các nước được coi như một nhóm. Thí dụ như nếu các nước khác trên thế giới muốn có thặng dư thương mại thì thương mại Hoa kỳ sẽ tự trở nên thâm hụt để hút phần thặng dư từ các nước khác được coi như một nhóm.

Vai trò quan trọng của Hoa Kỳ trong nền kinh tế thế giới bắt nguồn từ chức năng độc nhất vô nhị được trao cho đồng đôla kể từ đầu thế kỷ 20. Trong suốt Thế chiến thứ nhất, Hoa Kỳ, một mắt xích quan trọng trong thương mại thế giới với vai trò là nhà cung cấp nguyên liệu công nghiệp thô cho châu Âu, đã trở thành thiên đường an toàn cho các đồng tiền nước ngoài. Điều này càng được phát huy do Anh và các nước khác bắt đầu quản lý các khoản tiền quốc tế từ đầu thời kỳ Thế chiến trong khi nước Mỹ không hạn chế trong số dư tài khoản được giữ nước này. Khi chiến tranh kết thúc, nước Mỹ nổi lên là một nền kinh tế quy mô nhất và an toàn nhất của thế giới, đồng thời Mỹ cũng chiếm vai trò là người lãnh đạo trong nền kinh tế toàn cầu mà Anh đã giữ vị trí đó trong suốt thế kỷ trước. Đồng đôla đã giành được một số vai trò quốc tế nổi bật vẫn còn tiếp tục cho đến nay. Đó là "đồng tiền phương tiện" mà các ngân hàng trung ương nước ngoài dùng để mua bán đồng tiền của nước họ trên thị trường hối đoái. Đồng đôla cũng là "đồng tiền giá cả" vì nó được

dùng như một đơn vị tính toán giá của xăng, vàng, đồng và các hàng hóa khác. Cuối cùng đôla là "đồng tiền dự trữ": khoảng 70% dự trữ tài sản quốc tế của các ngân hàng trung ương nước ngoài là bằng đồng đôla.

Nhưng Mỹ không thừa nhận vai trò lãnh đạo nền kinh tế toàn cầu như trong kế hoạch và Mỹ được áp đặt vai trò như là nguồn năng lượng chính của nền tài chính quốc tế mà không theo một hình mẫu nào. Những nỗ lực hiếm hoi của toàn bộ hành động đã kết thúc Chiến tranh thế giới thứ hai cùng với sự thiết lập hệ thống tỷ giá hối đoái cố định Bretton Woods năm 1944. Trong bối cảnh này, rất nhiều các nước phát triển đã đề ra các chính sách để tạo ảnh hưởng lên dòng vốn và thương mại nhưng nước Mỹ đã không theo đuổi các chính sách đó. Lý do là thương mại nước ngoài chỉ là một phần nhỏ của kinh tế Mỹ trong suốt nhiều năm qua và bởi vì những cam kết của Mỹ về nguyên tắc là không can thiệp vào thị trường. Nói chung, Mỹ thực hiện cách tiếp cận bị động đối với cán cân thanh toán quốc tế và cán cân thương mại.

Vào đầu những năm 1950, Đức và các nước khác rất nỗ lực mua các chứng khoán đôla Mỹ vào tài sản dự trữ quốc tế của họ vốn đã bị suy kiệt trong suốt và ngay sau Chiến tranh thế giới thứ hai. Đồng đôla đã trở thành đồng tiền mạnh nhất và Hoa Kỳ nắm giữ tới 60% lượng vàng dự trữ của cả thế giới. Và kết quả là những nước này đã thu được tài sản dự trữ quốc tế như ý họ từ Hoa Kỳ bằng cách thường xuyên mua vàng từ kho bạc Hoa Kỳ. Lượng vàng của Mỹ đã giảm từ 27 tỷ đôla vào cuối năm 1949 xuống còn 14 tỷ đôla cuối năm 1969. Với vai trò giữ trạng thái ổn định cho kinh tế toàn cầu Mỹ đã tăng thâm hụt cán cân thanh toán để tương thích với thặng dư thanh toán của các nước khác.

Cuối những năm 1960, sau khi thị phần của Mỹ dao động, nền kinh tế Nhật và Đức tăng trưởng nhanh hơn so với Mỹ, các ngân hàng nước ngoài bắt đầu cảm thấy do dự khi mua chứng khoán đồng đôla Mỹ. Mặc dù có ảnh hưởng của chính quyền Washington, nhưng việc dùng đôla để mua vàng từ Ngân khố Mỹ vẫn ở mức hạn chế. Ngay cả khi người ta có thể nhìn rõ nguy cơ mất giá của đồng đôla, người ta vẫn lưu giữ đồng đôla với số lượng lớn hơn mức người ta mong muốn.

Vào quý II năm 1970, tỷ lệ lạm phát gia tăng ở Mỹ gây ra một số ảnh hưởng đến đồng đôla. Các nhà đầu tư bắt đầu nghi ngờ: lạm phát tăng làm giảm giá trị của đồng đôla trên thị trường giao dịch và hối đoái, và điều này có nghĩa giá trị cổ phiếu của họ cũng bị giảm theo. Sức mua của đồng đôla trên thị trường lúc này đã thể hiện rất rõ tâm lý sợ sệt của các nhà đầu tư.

Có thể thấy giá trị đồng đôla bị giảm trong suốt những năm 1970 là một minh họa đặc trưng cho nhận định: giao dịch tiền tệ và chứng khoán liên quốc gia có ảnh hưởng lớn đến giá trị hối đoái của đồng tiền và làm nảy sinh những thay đổi trong cán cân thương mại quốc gia ấy. Khi tỷ lệ lãi suất thực tế có cổ phiếu bằng đồng đôla Mỹ giảm trong những năm 1970, các nhà đầu tư lúc này đã nuôi ý định chuyển đổi các cổ phiếu này sang đồng Mark Đức và các đồng tiền châu Âu khác. Tuy nhiên trong công đoạn đầu tiên cần thực hiện là bán đôla Mỹ để mua Mark Đức. Đồng đôla trở nên mất giá một cách nghiêm trọng khi lượng đôla mua vào ồ ạt trong khi Mark Đức được bán ra liên tiếp. Chính phủ Mỹ lúc này đã thành lập một quỹ mang tên Quỹ tài khoản thâm hụt. Thêm vào đó, để thực hiện

tốt vai trò “cán cân công bằng” trong thị trường tài chính quốc tế, Mỹ phải tạo ra thặng dư thương mại nhằm bù đắp thanh khoản của đồng Mark Đức. Chẳng có quyết định nào được đưa ra lúc này. Đồng đôla suy yếu làm cho hàng hóa Mỹ bán ra nước ngoài nhanh hơn.

Không lâu sau, sự kiện Giám đốc Cục Dự trữ Liên bang Mỹ Paul Volker công bố chính sách mới về chống lạm phát vào năm 1979, các nhà đầu tư bắt đầu tin tỷ lệ lạm phát có thể sẽ giảm đáng kể. Một lần nữa họ lại bán ra cổ phiếu đồng Mark Đức và ngoại tệ Châu Âu để mua vào cổ phiếu đồng đôla Mỹ. Nhưng việc đầu tiên họ phải làm là mua đồng đôla Mỹ trên thị trường ngoại hối. Sức mua lớn khiến cho đồng đôla tăng giá (tăng ngay cả khi lạm phát ở Mỹ cao hơn rất nhiều so với lạm phát ở Đức và các nước khác). Khi tài khoản vốn của Mỹ quay trở lại trạng thái dư thừa, cán cân thương mại Mỹ lại lâm vào tình trạng thâm hụt tương ứng.

Hầu hết tất cả các cuộc khủng hoảng xảy ra gần đây, cuộc khủng hoảng ở Mexico những năm 1980 đến cuộc khủng hoảng ở Argentina năm 2001 đã làm cho thâm hụt thương mại Mỹ gia tăng. Điều này thật dễ hiểu.

Trước khi các cuộc khủng hoảng xảy ra, tiền thường có xu hướng đổ dồn về các quốc gia này vì tỷ lệ tăng trưởng kinh tế và tỷ lệ dự báo trước về quy hồi vốn rất cao. Đầu những năm 1980, thời điểm xảy ra cuộc khủng hoảng đầu tiên tại Mexico và các nước đang phát triển, đồng tiền bị mất giá nghiêm trọng khiến cho sản lượng xuất khẩu tăng đáng kể và sản lượng nhập khẩu cũng tăng tương tự. Thâm hụt thương mại Mỹ leo thang khiến cho thị trường thế giới bình ổn. Giảm phát ở Nhật những năm 1990, thặng dư thương mại Nhật tăng, một lần nữa thâm hụt thương mại Mỹ tăng

tương ứng. Có thể thấy rõ sự sụt giá của đồng Bath Thái Lan và một số đồng tiền Châu Á khác vào năm 1997 đã phản ánh rất cụ thể cho sự kiện đồng đôla Mỹ tăng. Việc gia tăng này làm cho cân bằng thương mại liên kết giữa các nước Đông Nam Á đạt mức tăng trưởng cao: 155 tỷ đôla hàng năm. Kết quả là thâm hụt thương mại Mỹ cũng tăng 155 tỷ.

Lý giải vấn đề này như thế nào? Khi các nước Châu Á tận dụng 155 tỷ đôla kiếm được trong ngạch xuất khẩu để trả các khoản nợ cho Mỹ và để mua lại chứng khoán đôla. Như vậy là Mỹ đã có được 155 tỷ đôla có nguồn gốc từ các khoản tiết kiệm nước ngoài. Khoản tiền này mang ba ý nghĩa chính: *một là* đầu tư trong nước sẽ tăng, *hai là* tiết kiệm trong nước giảm, và *ba là* thâm hụt ngân sách chính phủ liên bang tăng. Dựa trên lý thuyết sự điều tiết của bàn tay vô hình, có thể kết luận rằng tất cả các thay đổi trên khiến cho thâm hụt thương mại tăng tới con số 155 tỷ.

Đầu tư có thể tăng 30 tỷ hoặc thậm chí 40 tỷ đôla do lãi suất giảm. Không còn tình trạng thâm hụt chính phủ trong suốt những năm 1990 khi doanh thu về thuế đạt ở mức cao tuyệt đối trong thời kỳ bùng nổ kinh tế. Do vậy tiết kiệm nước ngoài tăng có ảnh hưởng lớn khiến cho tiết kiệm của Mỹ bị giảm xuống.

Như vậy nguồn tiết kiệm nước ngoài tăng là lý do tất yếu của việc suy giảm mạnh tỷ lệ tiết kiệm ở Mỹ. Cơ chế hoạt động như sau: Người Mỹ bán chứng khoán cho các nhà đầu tư nước ngoài, nhà đầu tư này lại mua chứng khoán của những nhà đầu tư Mỹ khác bằng tiền mặt với điều kiện các giao dịch này được thực hiện với mức giá khá cao. Những nhà đầu tư này tiếp tục dùng tiền mặt mua chứng khoán của những người Mỹ

khác vẫn với mức giá cao, và các giao dịch cứ tiếp tục như vậy. Khi giá cổ phiếu và giá trị tài sản tăng lên, sẽ có càng nhiều người Mỹ đạt được mục tiêu làm giàu của họ, họ sẽ giảm tiết kiệm hiện tại để mua xe, mua máy tính hoặc đi nghỉ.

Chính sự "xẹp" xuống của "bong bóng" giá cổ phiếu Mỹ năm 2000 đã làm giảm giá trị tài sản của hộ gia đình, Cục dự trữ Liên bang táo bạo cắt giảm mạnh lãi suất nhằm ổn định chi tiêu dùng và bằng cách đó ngăn chặn hiệu ứng giảm phát do giảm giá đột ngột.

Hiện nay, tỷ lệ tiết kiệm của Mỹ vẫn thấp do sự đổi chỗ tiết kiệm nước ngoài thay cho tiết kiệm ở Mỹ. Nhưng khả năng dựa vào nguồn tiết kiệm nước ngoài của Mỹ rất dồi dào: nợ nước ngoài của Mỹ tăng với tỷ lệ chóng mặt. Mỹ chắc chắn phải có sự điều chỉnh để tăng tiết kiệm hộ gia đình khi độ tin cậy vào tiết kiệm nước ngoài giảm.

Một số nhà đầu tư nước ngoài rất ưa thích đồng đôla vào những năm 1980 và 1990 thì nay lo ngại rằng khoản đầu tư của họ vào Mỹ có thể đưa nước này vào tình trạng bất ổn tài chính quốc tế - cùng với một số nguyên nhân khác dẫn đến kết quả cuối cùng là sự xuống giá nghiêm trọng của chứng khoán bằng đồng đôla. Và điều đó đã thực sự xảy ra.

Hoa Kỳ hiện nay rơi vào tình trạng tương tự như với Mexico năm 1980, Na Uy năm 1987, Thái Lan và Mexico đầu những năm 1990. Họ đã trả lãi suất của các khoản nợ quốc tế bằng nguồn từ các dòng tiền đầu tư của các nhà đầu tư mới. Nước Mỹ cũng đang làm như vậy. Nước Mỹ đang tham gia vào tài chính Ponzi, và trò chơi này sẽ sớm kết thúc.

Vào cuối năm 2004, các khoản nợ quốc tế của nước Mỹ tăng lên khoảng 500 tỷ đôla và tổng nợ lên tới 3 nghìn

tỉ đôla. Các khoản nợ quốc tế này tăng với tỉ lệ hàng năm là 16%, trong khi tỉ lệ tăng trưởng GDP là 6%. Về lâu về dài, công nợ quốc tế không thể tăng nhanh hơn so với tăng GDP. Nhưng nếu xảy ra tình trạng này thì theo lý thuyết các nhà đầu tư nước ngoài sẽ không còn muốn sở hữu tài sản và chứng khoán trên đất Mỹ. Nhưng trên thực tế, thay đổi về chính sách và thị trường sẽ đảm bảo để hiện tượng đó không xảy ra.

Dự đoán thời gian và tốc độ của những giao dịch tất yếu trong ổn định dài hạn là rất mạo hiểm. Như thực hiện những giao dịch này là không thể tránh khỏi. Hoa Kỳ và các quốc gia khác cần thiết phải có những điều chỉnh mà không gây ảnh hưởng nhiều đến việc làm, lạm phát hay sự sụp đổ của thị trường ngoại hối. Tuy nhiên, khả năng "hạ cánh nhẹ nhàng" là rất ít.

Một biến số quan trọng cần phải thay đổi là thâm hụt thương mại của Mỹ. Khoản thâm hụt này nên nằm trong khoảng 100 - 200 tỉ đôla mỗi năm, so với mức hiện tại đang là 600 tỉ đôla. Nước Mỹ giảm thâm hụt thương mại để giảm tốc độ tăng trưởng của các khoản nợ nước ngoài. Đạt giá trị cân bằng thương mại để xác định sự khác nhau giữa tỷ lệ tăng trưởng bên vững lớn nhất của khoản nợ đó (ví dụ như tỷ lệ tăng trưởng GDP của Mỹ) và giá trị thanh toán ròng của Mỹ cho đầu tư của các chủ nợ nước ngoài. Theo tính toán, mức thâm hụt thương mại chỉ nên trong khoảng 350 đôla đến 450 đôla, đó sẽ là mức giảm đáng kể so với mức 600 đôla hiện nay. Nợ nước ngoài của Mỹ cứ mỗi năm một tăng lên, nên nếu càng trì hoãn các khoản nợ này khi chưa giảm thâm hụt thương mại thì càng cần thiết phải giảm thâm hụt thương mại nhiều hơn.

Giảm thâm hụt thương mại cần phải tương thích với tốc độ tăng tiết kiệm hàng năm (và giảm tỷ lệ tiêu dùng) và sản lượng hàng có khả năng

xuất khẩu. Về lâu về dài, chính sách này sẽ đem lại kết quả tốt nhưng trong tiến trình thực hiện có thể sẽ gây ra những tổn hại đáng kể như tăng tỉ lệ lạm phát, tăng lãi suất, tăng thất nghiệp và thậm chí là suy thoái kinh tế trầm trọng.

Xem xét những biến đổi sau:

- Tiết kiệm trong nước phải tăng 400 tỷ đôla cùng một lượng với sụt giảm tiết kiệm nước ngoài ở Mỹ. Điều đó có nghĩa rằng chỉ số tiêu dùng của các hộ gia đình sẽ giảm.

- Giá trị sản lượng hàng hóa có thể trao đổi được - hàng có sức cạnh tranh xuất khẩu và nhập khẩu - phải tăng 400 tỷ đôla. Do thâm hụt thương mại tăng từ 200 tỷ đôla năm 1997 đến 600 tỷ đôla năm 2004 nên khoản 400 tỷ đôla thâm hụt đã chuyển từ ngành sản xuất hàng hóa có thể xuất khẩu (như ô tô, thực phẩm, chế tạo máy bay) sang ngành sản xuất hàng hóa không thể xuất khẩu (như bán lẻ, giáo dục, dịch vụ ăn uống). Sự chuyển động này được giữ nguyên. Vì ngành sản xuất hàng hóa có thể xuất khẩu có doanh thu lớn nên đương nhiên ngành này sẽ có nhiều công việc có thu nhập tương đối cao.

- Việc tăng sản xuất hàng hóa có thể xuất khẩu được làm tăng thuế doanh thu của Liên bang vì hai lý do. Thứ nhất, giá trị sản xuất tăng thêm của một công nhân trong sản xuất hàng có thể xuất khẩu cao hơn trong lĩnh vực sản xuất hàng không thể xuất khẩu nên công nhân sẽ phải chịu nhiều thuế thu nhập hơn. Thứ hai, khi các nhà đầu tư mới mở rộng sản xuất hàng có thể xuất khẩu, thất nghiệp dường như giảm xuống.

Sự đồng thuận toàn cầu đòi hỏi những quốc gia có thặng dư thương mại và tài khoản vãng lai phải giảm khoảng 400 tỉ đôla. Vấn đề đặt ra là hiếm có một quốc gia nào thừa nhận thặng dư thương mại của mình là quá lớn hoặc đang nắm giữ lượng dự trữ quốc tế quá lớn. Thực tế rút ra từ sự

tăng trưởng chậm của Trung Quốc và các quốc gia Châu Á khác đó là nhu cầu về chứng khoán đồng đôla tăng lên - và đồng thời là sự thâm hụt thương mại của Mỹ. Nhưng điều đó không thể xảy ra vì khả năng điều chỉnh những dư thừa tại nước ngoài của Mỹ đã cạn kiệt. Như vậy là có tồn tại mâu thuẫn tiềm tàng giữa Mỹ và các đối tác thương mại.

Vấn đề mấu chốt để hạ cánh an toàn là sự suy giảm dần dần và đều đặn của nhu cầu nước ngoài đối với chứng khoán Mỹ, khoảng 100 tỷ đôla trong vòng từ 3 đến 4 năm tới. Nếu sự sụt giảm này diễn ra quá nhanh, giá trị đồng đôla sẽ giảm mạnh trong khi lạm phát và tỉ lệ lãi suất đối với trái phiếu Mỹ tăng lên.

Mặc dù giá trị của đồng đôla đang giảm một cách tương đối trên thị trường ngoại hối trong vòng 3 năm qua, sự sụt giảm đó đã không làm giảm dòng tiết kiệm nước ngoài đối với Mỹ hoặc tỉ lệ tăng trưởng nợ nước ngoài ròng của Mỹ. Một sự sụt giảm phải chăng của đồng đôla có lẽ sẽ cho kết quả tốt hơn. Nhưng vẫn còn vô số những kịch bản khác. Ví dụ, sự sụt giảm vừa phải ban đầu của đồng đôla đối với các nhà quản lý quỹ và các nhà thương mại giống như tiếng còi cảnh báo cho sự giảm giá trị đồng đôla, và chắc chắn rằng sự suy giảm ngày càng tiến xa hơn. Các ngân hàng trung ương châu Á và châu Âu ngay sau đó sẽ nhận ra rằng họ đang ở giữa một bên là dốc đá và một bên cũng rất nguy hiểm, khó khăn. Họ nhận thấy áp lực nặng nề từ phía các nhà chính trị muốn họ phải mua đôla để ngăn chặn sự tăng giá nhanh chóng đồng tiền nước họ, điều này sẽ gây tổn thất cho xuất khẩu và công ăn việc làm trong nước. Nhưng các ngân hàng cũng nhận ra được rủi ro khi thực hiện việc này: càng nhiều trái phiếu kho bạc và những chứng khoán Mỹ khác mà họ nắm giữ thì sự mất mát khi đồng đôla giảm giá càng lớn. Nếu

nỗi lo lắng này trở thành thường lệ thì đồng đôla sẽ nhanh chóng xuống giá, sự kiện này sẽ giáng một đòn nặng nề vào nền kinh tế Mỹ cũng như các nền kinh tế khác.

Hội kết của vở kịch lịch sử tiền tệ này sẽ vượt xa tầm kiểm soát của bất cứ ai. Triển vọng tương lai khác xa với những điều khuyến khích. Nhưng trong đó chúng tôi có thể đảm bảo rằng vài thập kỷ tới sẽ không hỗn độn như những gì diễn ra trong ba thập kỷ qua.

Triển vọng lâu dài về lịch sử tiền tệ cho thấy các giai đoạn ổn định tiền tệ - với tỷ lệ lạm phát thấp và giá cả đồng tiền ổn định trên thị trường ngoại hối - sẽ tiếp nối những giai đoạn bất ổn. Những giai đoạn bất ổn định đang chuyển đổi từ một dạng của quản lý tài chính quốc tế sang một dạng khác. Thế kỷ 19 là một kỷ nguyên ổn định dựa trên chế độ bản vị vàng được quản lý bởi Ngân hàng Anh. Giai đoạn giữa hai cuộc chiến tranh thế giới là một giai đoạn bất ổn chưa từng thấy trước đó, kèm theo đó là sự chuyển đổi quyền quản lý hay là sự chuyển đổi ngôi vị bá chủ từ Vương quốc Anh sang tay Hoa Kỳ. Giai đoạn nổi bật của thời gian này đó là sau Chiến tranh thế giới thứ hai với hệ thống tỷ giá cố định của Bretton Woods. Những năm 1950 và 1960 được ghi nhận là thập kỷ của tăng trưởng và ổn định tiền tệ. Từ đầu những năm 1970 khi mà hệ thống Bretton Woods sụp đổ, chúng ta lại bắt đầu một quá trình chuyển đổi khác, và những bất ổn sẽ còn tiếp tục cho đến khi chúng ta tạo được một kiến trúc tài chính toàn cầu mới tốt hơn và phù hợp hơn với thực tế của nền kinh tế đương đại ■

Chú thích:

* Robert Z. Aliber là nhà nghiên cứu thuộc Wilson Center, chuyên gia về kinh tế và tài chính quốc tế của Đại học Chicago.