

George Cooper



NGUỒN GỐC KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH

Ngân hàng trung ương, bong bóng tín dụng
và ảo tưởng về Thuyết Thị trường Hiệu quả

 THAI BOOKS



NIHẤT BẢN
LÀO ĐỒN - XA BỐC

MỤC LỤC

Lời cảm ơn

Lời nói đầu

1. GIỚI THIỆU

2. CÁC THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ VÀ CÁC NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG

3. TIỀN, NGÂN HÀNG VÀ NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG

4. CÁC THỊ TRƯỜNG ỔN ĐỊNH VÀ KHÔNG ỔN ĐỊNH

5. NHỮNG LẬP LUẬN MẬP MỜ

6. CÁC THỐNG ĐỐC (NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG)

7. MINSKY GẶP GỠ MANDELBROT

8. ĐỐI MẶT VỚI ẢO TƯỢNG VỀ THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ

9. CÁC KẾT LUẬN

PHỤ LỤC

Lời cảm ơn

Trong thời gian làm chuyên viên phân tích thu nhập cố định, tôi may mắn khi có cơ hội thảo luận, tranh luận và không ít lần bàn cãi về tính bất ổn của thị trường tài chính và chính sách ngân hàng trung ương với những nhà phân tích hàng đầu của thị trường tài chính. Tôi xin cảm ơn đồng nghiệp cũ, khách hàng và một số thống đốc ngân hàng trung ương đã giúp tôi chất lọc và phát triển các ý tưởng thảo luận trong cuốn sách này.

Tôi muốn gửi lời cảm ơn trân trọng đến Philip Maidens, Richard Williams, Giáo sư Wendy Hamilton và Stephane Monier vì những gợi ý rất hữu ích cho bản thảo cuốn sách. Đồng thời, tôi cũng muốn bày tỏ tình cảm chân thành đến vợ cùng gia đình vì sự kiên nhẫn của họ trong suốt quá trình tôi viết cuốn sách này.

Lời nói đầu

Cuốn sách này được viết ra như một câu trả lời cho cuộc khủng hoảng tín dụng hiện nay nhằm lý giải nguyên nhân tại sao nền kinh tế toàn cầu nói chung và nền kinh tế Mỹ nói riêng lại bị mắc kẹt trong đám bong bóng giá tài sản tương chừng như vô tận do các cuộc khủng hoảng tín dụng gây ra. Cuốn sách miêu tả quá trình tạo nên những vòng quay luẩn quẩn này và sau đó, chỉ ra lý do đằng sau những sai lầm trong chính sách đã làm trầm trọng thêm những chu kỳ ấy.

Tôi hi vọng cuốn sách sẽ đưa ra những thảo luận sâu sắc hơn về cách chúng ta nên đổi mới các chính sách kinh tế vĩ mô và giúp đa số độc giả hiểu về tính bất ổn tài chính và ngân hàng trung ương. Nếu chúng ta có ý định phá vỡ các chu kỳ bùng - vỡ (booms and busts) nguy hại, mọi chủ thể tham gia nền kinh tế cần nhận thức được chính xác vai trò và những giới hạn của các chính sách kinh tế vĩ mô. Các chính trị gia và người dân cần nhận thức rõ ràng việc áp dụng các chính sách tiền tệ và tài khóa để ngăn chặn ngay lập tức những suy thoái kinh tế là điều không thể. Các ngân hàng trung ương nên quay trở lại với mục đích chính của mình là quản lý quá trình tạo tín dụng và cần phải học cách chung sống với những sức ép từ phía các chính trị gia cũng như từ khu vực kinh tế tư nhân đòi mở rộng việc bơm tín dụng không ngừng vào nền kinh tế.

Trọng tâm của cuốn sách này nằm ở lý luận rằng hệ thống tài chính của chúng ta không vận hành theo các quy luật của Thuyết Thị trường Hiệu quả⁽¹⁾, như nhận thức phổ biến về kinh tế hiện nay. (Thuyết Thị trường Hiệu quả mô tả hệ thống tài chính của chúng ta như một con vật ngoan ngoãn, khi không có sự can thiệp, nó sẽ tự điều chỉnh về điểm cân bằng tối ưu). Quan điểm của tôi là hệ thống tài chính của chúng ta vốn bất ổn, không hề có trạng thái cân bằng ổn định và thường thiên về hướng tạo nên những chu kỳ bùng vỡ nguy hại. Tôi cũng cho rằng tình trạng không ổn định này đòi hỏi các ngân hàng trung ương phải quản lý quá trình tạo tín dụng. Tuy

nhiên, tôi cũng lý giải việc các chính sách của ngân hàng trung ương theo thời gian đã trượt từ mục tiêu bình ổn các hoạt động kinh tế sang thái cực ngược lại, khuyến đại các chu kỳ bùng - vỡ, làm bất ổn thêm nền kinh tế của chúng ta.

Cuốn sách cũng chỉ ra Cục Dự trữ Liên bang Mỹ đã trượt vào mô thức chính sách tiền tệ, tạo ra các chu kỳ tín dụng cực kỳ to lớn và nếu còn tiếp tục, mô thức này sẽ làm suy yếu triển vọng của nền kinh tế quan trọng và thịnh vượng nhất thế giới.

George Cooper
Tháng 4 năm 2008

1.1. Chính sách mất cân bằng

Những năm đầu của thiên niên kỷ này bị ảnh hưởng trầm trọng bởi cuộc khủng hoảng tín dụng doanh nghiệp; thực tế này là tàn dư của một loại hình tín dụng liên quan đến sự bùng nổ thị trường chứng khoán cuối những năm 1990. Khi khủng hoảng này dần lắng xuống cũng là lúc sự bùng nổ nhà đất bắt đầu và dần dà, sự bùng nổ này đã chuyển thành cuộc khủng hoảng tín dụng không thể tránh được. Tần suất của các chu kỳ bùng - vỡ đã tạo cho công chúng cảm giác các cuộc khủng hoảng tín dụng đang ngày càng có quy mô lớn hơn và trở nên phổ biến hơn. Các chương tiếp theo sẽ lý giải nguyên nhân vì sao cảm giác ấy của công chúng lại đúng.

Cuối sách, tôi cũng đưa ra một số gợi ý chính sách với hi vọng có thể bước đầu làm lắng dịu chuỗi các chu kỳ bùng vỡ chông chéo hiện nay. Mấu chốt của những gợi ý này nằm ở việc tránh những cơn sóng thần tài chính. Cái giá phải trả cho việc này là sự cho phép hay thậm chí khuyến khích gia tăng số lượng các chu kỳ tín dụng nhỏ hơn và đôi khi còn đòi hỏi việc can thiệp nhằm kìm hãm việc mở rộng tín dụng của các ngân hàng trung ương. Vì thế, các ngân hàng trung ương cần phải ngăn chặn “các bong bóng” giá tài sản. Chìa khóa thành công của các chính sách như trên là cần có được sự ủng hộ cần thiết của chính sách tiền tệ cân xứng; các biện pháp ứng phó với việc tăng trưởng tín dụng quá mức cũng giống khi ứng phó với sự thu hẹp tín dụng quá mức. Và mọi việc hiện nay đang nằm giữa khía cạnh chưa sẵn sàng chấp nhận của các chính trị gia, các cử tri và các ngân hàng trung ương chưa tìm thấy lợi ích trong việc triển khai các chính sách ấy. Phần lớn nguyên nhân cho tình trạng này chính là do các nhà kinh tế học đã dạy chúng ta rằng, thật không khôn ngoan và không cần thiết phải chống lại các bong bóng giá tài sản và việc mở rộng tín dụng quá

mức. Thậm chí, nếu chúng ta cứ cố tình ngu ngốc muốn chôn nỏ một bong bóng giá tài sản thì họ cũng đã dạy rằng sẽ không thể thấy được bong bóng trong giai đoạn lạm phát. Tuy nhiên, các nhà kinh tế cũng đã dạy chúng ta rằng khi quá trình giảm phát bắt đầu, bằng một số cách nào đó lớp nguy trang bong bóng sẽ bị lộ diện và đây chính là thời điểm thích hợp để chôn ngòi các chính sách tài chính và tài khóa⁽²⁾.

Trong những năm gần đây, phương thức tiếp cận không cân bằng với chính sách tài chính và tài khóa đã được phát triển thêm và được miêu tả với cái tên “mô hình quản lý rủi ro”, theo đó, các nhà hoạch định chính sách đã nỗ lực đạt mục tiêu sớm bằng cách nới lỏng chính sách để đề phòng sự suy thoái kinh tế, thậm chí trước cả khi có bằng chứng xác thực về suy thoái. Để miêu tả chiến lược này một cách chính xác nhất có lẽ nên gọi nó là chính sách tiền tệ không cân xứng.

Điều mới mẻ này của chính sách tiền tệ có thể được biện minh bởi những người theo thuyết kinh tế chính thống, lý thuyết dựa trên giả định về các thị trường tài chính hiệu quả. Tuy nhiên, thực tế hiện nay cho thấy các chính sách không cân xứng này vô cùng sai lầm, chúng đã không gia tăng tỷ lệ tăng trưởng kinh tế bình quân cao hơn như kỳ vọng mà còn đưa tới mức độ vay tiền mất ổn định để rồi kết thúc với các cuộc khủng hoảng tín dụng bất ngờ.

1.2. Thị trường Hiệu quả - Niềm tin nhiều hơn thực tế

Những điểm chính của một hệ thống lời - lỗ mang tính cạnh tranh được miêu tả rất đơn giản. Mọi hàng hóa và dịch vụ đều có giá. Thậm chí các loại hình lao động của con người cũng có giá và chúng thường được gọi là “mức lương”.

Một người sẽ nhận được tiền cho món hàng bán đi và sau đó, dùng số tiền này mua món hàng anh ta muốn. Nếu một món hàng được nhiều người muốn mua, ví dụ như một đôi giày, thì sẽ có rất nhiều đơn đặt hàng mới. Điều này sẽ làm cho giá cả tăng lên và sản phẩm cũng được làm ra nhiều hơn. Tương tự, nếu cung ứng của một sản phẩm, như trà chẳng hạn, nhiều hơn nhu cầu thì giá cả sẽ giảm

xuống do tác động của cạnh tranh. Tại mức giá thấp, sẽ có nhiều người uống trà hơn và nhà sản xuất cũng sẽ không sản xuất nhiều nữa. Do đó, giúp cung và cầu xác lập được vị trí cân bằng.

Điều đúng với thị trường hàng tiêu dùng cũng đúng với thị trường các nhân tố sản xuất như lao động, đất đai và vốn.

Paul A Samuelson⁽³⁾

Liệu ai có thể tranh luận với lý lẽ trên? Điều này được một trong những nhà kinh tế học đáng kính bậc nhất thế giới viết nên và cũng chính là nguyên tắc cung cầu thông thường. Khi cầu đối với một sản phẩm nào đó tăng thì giá sản phẩm ấy cũng tăng, dẫn tới sự gia tăng về phía cung. Theo thuyết này, giá cả lên xuống sẽ giữ cho cung và cầu trong trạng thái cân bằng hoàn hảo. Chỉ cần suy nghĩ sâu hơn, chúng ta có thể tranh luận nhiều hơn và thuyết phục bản thân mình tin rằng quá trình này không chỉ tạo ra một trạng thái cân bằng ổn định mà còn đảm bảo sự thỏa thuận giá cả hợp lý nhất, dẫn đến sự phân bổ tối ưu nguồn lực. Hơn nữa việc phân bổ các nguồn lực kinh tế sẽ đưa đến việc sử dụng các nguồn lực năng suất hơn và do đó, làm cho giá cả cũng thay đổi theo. Tất nhiên, nếu thị trường hướng tới những thỏa thuận tối ưu về giá đi cùng sự phân công nguồn lực hiệu quả nhất thì đây cũng phải là trạng thái cân bằng ổn định. Những kết luận này được biết đến với lý thuyết của trường phái thị trường tự do⁽⁴⁾, lý thuyết lập luận rằng các lực lượng trên thị trường cần được tự do làm những gì họ lựa chọn. Tính logic của trường phái thị trường tự do là khi các thị trường tự do đã đạt được sự cân bằng tối ưu một cách tự nhiên thì bất cứ sự can thiệp nào vào các lực lượng thị trường đều không hiệu quả và chắc chắn sẽ đẩy cả hệ thống từ trạng thái cân bằng sang trạng thái gần cân bằng tối ưu. Do đó, lý thuyết thị trường tự do phổ biến hiện nay đòi hỏi việc tối thiểu hóa hay thậm chí xóa bỏ tất cả các hình thức can thiệp vào hoạt động của các quá trình thị trường.

Học thuyết này cũng đi theo triết lý về thị trường hiệu quả trong đó chỉ các cú sốc bất lợi từ bên ngoài mới có khả năng đẩy thị trường ra khỏi trạng thái tối ưu tự nhiên của mình và như định nghĩa thì một hệ thống hướng tới trạng thái cân bằng không thể tự sinh ra các tác lực

mang tính mất ổn định để có thể đẩy nền kinh tế ra khỏi trạng thái cân bằng.

1.3. Một thủ thuật nhỏ

Bây giờ hãy đọc lại đoạn văn sau của Samuelson, lần này hãy chú ý đến ý tứ của câu cuối cùng:

Điều đúng với thị trường hàng tiêu dùng cũng đúng với thị trường của các yếu tố sản xuất như lao động, đất đai và vốn.

Đoạn này có một lý giải rất thuyết phục về cách sự cân bằng được thiết lập trong thị trường hàng hóa, nhưng thị trường lao động, đất đai và vốn thì không thể suy luận cơ chế thiết lập sự cân bằng như vậy. Đối với những thị trường này, chúng ta cần có được những chứng cứ xác thực. Thủ thuật logic này rất hữu ích trong quá trình giảng dạy về kinh tế: đầu tiên chúng ta giả định rằng thị trường hàng hóa hiệu quả và sau đó bị đánh lừa để tin rằng đây là nguyên tắc chung áp dụng cho tất cả các thị trường. Sự sụp đổ của Northern Rock và Bear Stearns⁽⁵⁾ cho thấy sẽ không thận trọng khi chấp nhận giả định bản chất thị trường vốn ổn định.

1.4. Thị trường hàng hóa xa xỉ

Chúng ta có thể dễ dàng tìm ra một ví dụ trái ngược với thị trường theo định hướng cung cầu của Samuelson. Trong thị trường mỹ nghệ và hàng hóa xa xỉ, cầu của thị trường thường xuyên xáo động bởi vì cung không thể tăng đủ để đáp ứng cầu một cách hiệu quả: Ai sẽ trả 140 triệu đô-la cho bức họa của Jackson Pollock nếu cung có thể đủ đáp ứng cầu? Cụm từ “tiêu thụ đáng chú ý (conspicuous consumption)” do nhà kinh tế học Thorstein Veblen dùng để miêu tả những thị trường có cầu tăng mạnh hơn so với giá. Học thuyết của Veblen chỉ ra rằng, thị trường cho các mặt hàng có giá cao, giá này được *đông đảo công chúng* đánh giá là cao, thì chính mức giá cao sẽ tạo ra cầu tăng cho sản phẩm đó. Veblen cũng biện luận rằng số tiền một người bỏ ra để mua các hàng hóa giá cao (hàng hóa xa xỉ) phát đi tín hiệu về tình trạng kinh tế của người đó⁽⁶⁾. Veblen là nhà kinh tế

học thuần túy về hàng hóa xa xỉ - những mặt hàng mà nếu bạn sở hữu chúng, chắc chắn bạn sẽ muốn khoe với mọi người.

Thật may mắn cho những giáo đồ sùng tín của Thuyết Thị trường Hiệu quả khi họ có thể bỏ qua quan điểm của Veblen như một méo mó nhỏ nhoi trong toàn bộ thị trường luôn đáp lại mỗi mức tăng giá với các hành động lý trí. Do vậy, có thể nói, thậm chí với mức giá 140 triệu đô-la thì thị trường đối với các bức họa của Jackson Pullock cũng không thích hợp để suy rộng ra trên toàn bộ nền kinh tế.

1.5. Khi không xảy ra tình trạng - Cung định hướng cầu

Trong khi thị trường đối với hàng hóa xa xỉ có thể được bỏ qua vì chúng không phù hợp nhiều về mặt kinh tế thì vẫn có nhiều thị trường quan trọng hơn cũng không tuân theo quy luật cung cầu như Samuelson mô tả. Trong khi Veblen chỉ ra các trường hợp ít gặp khi giá cao đẩy cầu cao thì chúng ta cũng có thể cân nhắc nhiều hơn đến trường hợp thường gặp trong đó cung thấp hoặc giảm lại có tác dụng khuyến khích cầu tăng.

Thị trường dầu hiện nay là một ví dụ, cung thiếu hụt làm cho cầu có tính chất đàn hồi tăng lên. Trong khi khách hàng mua dầu đang giảm lượng mua của họ xuống để đối phó với tình trạng thiếu hụt nguồn cung và giá cả ngày càng cao thì các nhà đầu cơ (đầu tư) trong ngành dầu khí lại đi theo xu hướng ngược lại, họ tăng mua lên.

Quan sát về cách khách hàng và nhà đầu tư phản ứng khác nhau đối với việc thiếu hụt cung cho chúng ta gợi ý ban đầu rằng, cơ chế thị trường vận hành trong các thị trường tài sản hoàn toàn khác biệt về cơ bản với những quy luật chi phối trong các thị trường hàng hóa và dịch vụ. Ảnh hưởng này không chỉ giới hạn với thị trường dầu mỏ bất thường hiện nay: Liệu có ai sẵn lòng đầu tư vào cổ phiếu của một công ty nếu cứ mỗi khi giá cổ phiếu tăng trên một mức nhất định, công ty đó lại phát hành thêm cổ phiếu nữa?

Như một quy luật, khi đầu tư, chúng ta tìm kiếm các tài sản có giá trị khan hiếm, những tài sản cung không thể tăng đáp ứng kịp cầu. Ngược lại với nguyên tắc cơ bản rằng cung có thể thay đổi đáp ứng lại

những thay đổi từ phía cầu, bất kỳ khi nào đầu tư với hi vọng kiếm lời, chúng ta sẽ tìm kiếm giá trị khan hiếm.

Trong một chừng mực nào đó, có thể coi những thay đổi trong giá tài sản là một tín hiệu chứng tỏ mức khan hiếm của tài sản đó tăng lên hay giảm đi, chúng ta có thể thấy thị trường tài sản phản ứng theo một cách tương tự đối với thị trường các hàng hóa tiêu thụ đáng chú ý của Veblen. Trường hợp của Veblen chỉ đơn giản là giá cả cao làm cho cầu cao, nhưng trong thị trường tài sản, tỉ lệ thay đổi giá sẽ kích thích cầu dịch chuyển.

Thông thường, trong thị trường tài sản, cầu không kích thích cung mà tình trạng thiếu cung sẽ kích thích cầu. Tương tự, giá tăng có thể là tín hiệu cho biết việc thiếu cung và do đó đã tạo ra cầu bổ sung hoặc ngược lại, giá giảm là dấu hiệu dư cung dẫn đến giảm cầu.

1.6. Giới thiệu Thuyết Thị trường Hiệu quả

Đối với các nhà kinh tế học, tầm quan trọng của thị trường hiệu quả không nằm trực tiếp ở cơ chế định giá mà ở khả năng cơ chế định giá có thể tối đa hóa sản lượng kinh tế thông qua việc phân công nguồn lực hợp lý. Các chuyên gia tài chính lại tập trung nhiều hơn vào việc định giá các sản phẩm được trao đổi. Lý thuyết tài chính đã tinh lọc và mở rộng những hàm chứa của hiệu quả thị trường thành một nhóm các quy luật bổ sung nhằm miêu tả cách thị trường phải hoạt động như là hệ quả của tính hiệu quả của chính chúng.

Thông điệp chính của Thuyết Thị trường Hiệu quả là giá cả các loại tài sản *lúc nào và ở đâu* cũng phải là giá chuẩn. Điều đó nói lên rằng, bất kể giá cả thị trường ngày nay ra sao thì nó vẫn phản ánh chính xác giá trị thực của tài sản, dựa trên các điều kiện kinh tế hiện tại và dự đoán những điều kiện đó diễn biến ra sao trong tương lai. Theo lý thuyết tài chính này, bất cứ sự thay đổi giá tài sản nào cũng đều do “cú sốc” từ bên ngoài gây ra. Đối với trường phái thị trường hiệu quả thì sự thay đổi giá cả cố định trong thị trường tài chính là kết quả thị trường ấy phản ứng lại dòng thông tin mới cố định.

Thuyết Thị trường Hiệu quả không có chỗ cho việc thổi phồng hay châm nổ bong bóng giá tài sản. Theo giả thuyết này, sự dao động giá tài sản tự do thường được coi các bong bóng là sự đáp lại của chính các thị trường trước sự thay đổi của các yếu tố cơ bản. Những người không thuộc ngành tài chính có thể sẽ ngạc nhiên khi biết một nhóm các nhà nghiên cứu vẫn đang nỗ lực chứng minh sự định giá của thị trường cổ phiếu NASDAQ phản ánh chính xác giá trị thực của thị trường qua giai đoạn gọi là bong bóng NASDAQ. Đối với những nhà nghiên cứu này, chỉ số phức hợp NASDAQ có giá chính xác là 1140 vào tháng 3 năm 1996, cũng có giá chính xác là 5048 vào tháng 3 năm 2000 và vào tháng 10 năm 2002, lại trở về giá là 1140. Những lệch lạc trong tư duy đòi hỏi phải hiện thực hóa các mức giá này làm sứt mẻ lòng tin, nhưng những lệch lạc này xét cho cùng cũng là nhằm bảo vệ cho Thuyết Thị trường Hiệu quả.⁽⁷⁾

Ý tưởng các thị trường luôn được định giá chính xác đã duy trì một lập luận chống lại việc ngân hàng trung ương châm nổ các bong bóng giá tài sản. Tuy nhiên, điều lạ là khi giá tài sản bắt đầu giảm thì không hiểu sao giá cả mới thấp hơn ngay lập tức được coi là không chính xác và người ta lại yêu cầu các nhà hoạch định chính sách phải có động thái sửa đổi.

Một kết quả thú vị khác của Thuyết Thị trường Hiệu quả là có thể sử dụng thuyết này để suy ra phương thức giá tài sản thay đổi, và điều này cho phép tính toán gần như toàn bộ xác suất phân phối lợi nhuận tiềm năng của tài sản trong tương lai. Đáng buồn là phân phối về mặt lý thuyết này có vẻ không phù hợp với thực tế của thị trường tài chính, nơi trên thực tế có xu hướng tạo cả dòng doanh thu tích cực và tiêu cực ở mức siêu tương không thể giải thích được bằng các mô hình thống kê của Thuyết Thị trường Hiệu quả. Mâu thuẫn giữa những thống kê lý thuyết theo dự đoán của thuyết thị trường hiệu quả với những quan sát trong thị trường tài chính thực tế được biết đến với tên gọi là vấn đề “đuôi phân phối béo” (fat tails)⁽⁸⁾. Một ví dụ về fat tails đã xảy ra và gây nên những thua lỗ lớn cho một trong các quỹ phòng hộ (hedge fund – còn gọi là quỹ đầu cơ) lớn nhất thế giới. Một viên chức tài chính của quỹ đã miêu tả những thua lỗ này là do quỹ chịu hậu quả tiêu cực của “25 biến cố lệch chuẩn trong nhiều ngày với

cùng một mức.” Thật khó để truyền tải những thua lỗ lệch chuẩn của 25 biến cố liên tục nhau, tuy nhiên, tôi đã ước tính sơ bộ xác suất của chúng là:

oo
oo
oo
oo
oo
oo
oo
ooo1.

Về mặt thống kê, một cặp 25 biến cố lệch chuẩn không phải là một ví dụ về sự kém may mắn, nó chính là ví dụ về sự yếu kém của khoa học và thống kê. Những tương như không thể như trên rõ ràng thuộc về lĩnh vực của Doughlas Adams⁽⁹⁾. Nếu những 25 - trường hợp sai lệch tiêu biểu này được xác định là duy nhất thì có khả năng đó chính là sự không nhất quán giữa thực tế và dự đoán, về mặt lý thuyết, nhưng tính không chắc chắn về mặt thống kê tài chính là hiện tượng thường gặp. Thị trường tài chính hàng ngày thay đổi theo cách không thể lý giải đơn giản bằng giả thuyết của chúng ta về phương thức hoạt động của các thị trường này.

Tuy nhiên, không tính đến vô số bằng chứng đối nghịch thì Thuyết Thị trường Hiệu quả vẫn có nền tảng là sự đánh giá hệ thống tài chính một cách thông thường, giả thuyết chính phụ thuộc vào cách chúng ta định hướng chính sách tiền tệ và khuôn khổ công việc dựa vào để xây dựng các hệ thống cảnh báo rủi ro tài chính của mình.

1.7. Chúng ta có một lý thuyết hiệu quả hơn

Thật may là có một lý thuyết khác về cách các thị trường tài chính hoạt động, đó là một lý thuyết hoàn toàn có khả năng lý giải cuộc khủng hoảng tín dụng chúng ta đang chứng kiến hiện nay, và chỉ cần suy nghĩ đôi chút, nó có thể lý giải cả các biểu hiện thất thường của thị trường tài chính. Lý thuyết mà tôi muốn nói đến chính là Thuyết về Tính Bất ổn Tài chính, do nhà kinh tế học người Mỹ Hyman P Minsky phát triển. Minsky xây dựng ý tưởng này từ một nhà kinh tế học vĩ đại khác là John Maynard Keynes, tác giả của cuốn sách nổi tiếng “Lý

thuyết chung về Việc làm, Lãi suất và Tiền tệ” (*The General Theory of Employment, Interest & Money*, xuất bản năm 1936). Lý thuyết [của Minsky] đưa ra một phản biện toàn diện về ý tưởng thị trường hiệu quả.

Trong số bộ sưu tập những cuốn sách kinh tế học cũ kỹ của mình, tôi có một cuốn của tác giả Hyman Minsky viết năm 1975 với tựa đề rất giản dị: “John Maynard Keynes”. Bản thảo cuốn sách này giờ không còn in nữa, đã được đóng dấu trên, dưới và trong bìa với dòng chữ “ĐÃ LOẠI” bằng mực đỏ sáng màu. Theo những dòng chữ này thì cuốn sách xuất xứ từ Thư viện tỉnh và thành phố Erie (Erie City và County Library), Pennsylvania, nơi nó đã nằm im ắng, không được ai đọc tới từ năm 1977.

“Đã loại” là một từ công bằng dùng để miêu tả cách cộng đồng kinh tế và tài chính, cho đến thời gian gần đây, đối xử với Thuyết về Tính bất ổn Tài chính của Minsky và quan điểm chống lại Thuyết Thị trường Hiệu quả của Keynes. Tuy nhiên, những rối loạn tài chính gần đây đã lay động lòng tin của một số người và thuật ngữ “Khoảnh khắc Minsky” đã trở nên phổ biến trên các mặt báo như một cụm từ miêu tả thời khắc khi một chu kỳ tín dụng đột ngột chuyển từ thái cực mở rộng sang thu hẹp.

Trong các chương tiếp theo, tôi hi vọng có thể giúp nhiều độc giả hiểu hơn về sự sáng suốt của Minsky và chỉ ra các quá trình mà Minsky minh họa đã dễ dàng phù hợp với hành vi của các thị trường tài chính thực tế ra sao⁽¹⁰⁾. Đồng thời, tôi cũng tập trung làm rõ một số sự không nhất quán về mặt logic gây ra các tranh luận hiện nay về các vấn đề của chính sách vĩ mô, và lý giải tại sao những sự không nhất quán gây ra chính sách tiền tệ bất ổn.

1.8. Yếu tố bên trong hay bên ngoài?

Sự khác biệt cơ bản giữa Thuyết Thị trường Hiệu quả và Thuyết về Tính Bất ổn Tài chính của Minsky chính là câu hỏi điều gì làm cho giá cả trong thị trường tài chính thay đổi. Như đã thảo luận thì Thuyết Thị trường Hiệu quả nói rằng các thị trường thay đổi một cách tự nhiên

cho tới khi đạt được điểm cân bằng và sau khi đạt đến mức cân bằng thì nó sẽ ở trạng thái bất động cho đến khi bị một sự kiện mới, bất ngờ và *từ ngoài* tác động đến. Điều đáng chú ý ở đây chính là ngoại lực tác động làm cho thị trường tài chính thay đổi. Ngược lại, Thuyết về Tính Bất ổn Tài chính của Minsky cho rằng thị trường tài chính tự nó có thể tạo ra nội lực, gây ra các làn sóng mở rộng tín dụng và lạm phát tài sản theo sau các làn sóng thu hẹp tín dụng và giảm phát tài sản.

Ngụ ý của Minsky chính là các thị trường tài chính không tự tối ưu hóa hay ổn định và chắc chắn sẽ không dẫn đến sự phân công nguồn lực tối ưu một cách tự nhiên. Tóm lại, cũng giống như lý thuyết của Keynes đã thực hiện trước đây, quan điểm của Minsky phản bác lại những nguyên lý nền tảng của thuyết kinh tế chính thống theo trường phái thị trường tự do hiện nay.

Việc trả lời câu hỏi Minsky đúng hay sai nằm ở việc xác định được các quá trình, các yếu tố bên trong của thị trường tài chính có thể đủ mạnh để đẩy thị trường ra khỏi điểm cân bằng vốn có của nó hay không. Nếu xác định được những quá trình như vậy thì sau đó có thể loại bỏ Thuyết Thị trường Hiệu quả cùng với việc chấp nhận quan điểm mới về cách chúng ta áp dụng các chính sách kinh tế vĩ mô.

Hai lực lượng gây bất ổn do nội lực đã được trình bày, và chúng gồm: cung, hay mức độ khan hiếm mà theo đó trở thành động lực của cầu trong thị trường tài sản và những thay đổi trong giá tài sản với tư cách là động lực của cầu tài sản. Phần lớn nội dung còn lại của quyển sách sẽ đi theo ý tưởng của Minsky và tập trung vào việc lý giải các yếu tố gây bất ổn to lớn trong nội bộ hệ thống ngành ngân hàng và quá trình tạo tín dụng.

1.9. Quỹ thị trường tiền tệ - Một hệ thống ngân hàng thu nhỏ

Ở Mỹ, các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ là một nét chung của lĩnh vực tài chính. Các quỹ này gọi là các quỹ “đô-la ổn định” và được hình thành giống như các tài khoản vãng lai của các ngân hàng truyền thống.

Đối với các nhà đầu tư, những quỹ thị trường tiền tệ đô-la ổn định vận hành giống với các tài khoản ngân hàng thông thường. Có thể nộp hoặc rút tiền ra khỏi các quỹ hàng ngày và bất cứ phần tiền nào còn lại trong quỹ cũng sẽ được tính lãi suất theo ngày. Cũng như các tài khoản ngân hàng khác, các nhà đầu tư vào quỹ thị trường tiền tệ đô-la ổn định mong muốn lấy lại số tiền họ đã gửi vào quỹ *cộng với* lãi suất. Các tài khoản ngân hàng không được để xảy ra tình trạng thua lỗ hay mất khả năng trả lại tiền của người gửi theo yêu cầu thì đối với các quỹ này việc thua lỗ hay không thể hoàn trả lại tiền cho người đầu tư theo yêu cầu cũng là việc không thể chấp nhận.

Mục tiêu của các quỹ thị trường tiền tệ đồng đô-la ổn định là cung cấp cho các nhà đầu tư một tỉ lệ lãi suất chỉ đối với những tài khoản tiền gửi dài hạn, đồng thời cũng cho phép nhà đầu tư tiếp cận nhanh chóng số tiền của mình.⁽¹¹⁾

1.9.1. Các quỹ tiền tệ đô-la ổn định hoạt động như là các ngân hàng

Một thuật giả kim tài chính nhỏ để đem lại cho các nhà đầu tư cả lãi suất cao và khả năng tiếp cận tiền nhanh chóng hoạt động như sau: nhiều nhà đầu tư nhỏ lẻ coi các quỹ giống như một tài khoản tiền gửi ngân hàng, có thể gửi và rút các khoản tiền nhỏ ra hàng ngày. Trong hầu hết thời gian, các khoản tiền gửi vào và rút ra của các nhà đầu tư bù trừ cho nhau, làm cho tài sản của cả quỹ ổn định từ ngày này qua ngày khác. Các nhà đầu tư nhỏ lẻ chỉ có thể nhận thấy các dòng tiền vận động cố định, trong khi các nhà quản lý quỹ lại thấy tình trạng ứ đọng vốn. Những người quản lý này có thể sẽ tính toán được mức trung bình của các luồng luân chuyển tiền tệ của quỹ sao cho đảm bảo lợi ích của các nhà đầu tư.

Thường thì một phần nhỏ trong bảng cân đối của quỹ được giữ ở tình trạng sẵn sàng trong mọi thời điểm. Phần nhỏ này được sử dụng để đáp ứng sự thay đổi thường xuyên trong số tiền gửi và rút của các nhà đầu tư. Phần tiền còn lại sẽ được cho vay thông qua thị trường tiền tệ thương mại, thường là các khoản vay có kỳ hạn vài tháng. Bằng việc cho vay tiền với thời hạn dài hơn, các nhà quản lý quỹ có khả năng kiếm được tỉ lệ lãi suất cao hơn cho khách hàng. Kết quả là các

cổ đông được hưởng lợi từ việc có thể tiếp cận nhanh chóng tới tiền của mình và được hưởng tỉ lệ lãi suất tiền gửi theo thời hạn cao hơn. (12) Cơ chế này vẫn hoạt động rất hiệu quả nếu không xảy ra tình trạng nhiều nhà đầu tư quyết định đòi rút tiền cùng một thời điểm.

1.9.2. Các mục tiêu đối nghịch

Hàng ngày, những quỹ này tính toán tỉ lệ lãi suất trung bình kiếm được từ các khoản cho vay và từ những tính toán này có thể tính được tỉ lệ lãi suất mà quỹ có thể trả cho các nhà đầu tư. Các nhà đầu tư và các nhà đầu tư tiềm năng của quỹ có thể giám sát tỉ lệ này hàng ngày. Việc giao dịch của quỹ thị trường tiền tệ Mỹ là một ngành công nghiệp cạnh tranh khốc liệt, tạo áp lực buộc các nhà quản lý quỹ phải đưa ra tỉ lệ lãi suất cao nhất có thể. Những quỹ đưa ra tỉ lệ lãi suất không cạnh tranh sẽ bị các nhà đầu tư rút tiền và chuyển sang các quỹ của đối thủ có tỉ lệ lãi suất cao hơn.

Thị trường tiền tệ, phần lớn là thị trường nợ, kiếm lãi suất cao nhất bằng cách cung ứng các khoản vay với thời hạn dài nhất cho các nhà đầu tư kém tin cậy và có chất lượng thấp nhất. Áp lực tìm kiếm lợi tức thị trường tiền tệ cao đã thúc đẩy các nhà quản lý quỹ hướng tới chiến lược cho vay mạo hiểm. Nhưng chiến lược này rõ ràng đã mâu thuẫn trực tiếp với cam kết của quỹ thị trường tiền tệ là hoàn trả tiền và lãi suất cho các nhà đầu tư mà không phải chịu rủi ro mất trắng.

1.9.3. Hiện tượng rút tiền ồ ạt

Trong trường hợp một trong số các quỹ thị trường tiền tệ này có khoản cho vay không thu hồi được thì giám đốc quỹ phải tính toán tỉ lệ lãi suất thực sự đối với khoản cho vay đó là âm - sau đó dàn trải khoản thua lỗ này lên phần còn lại và phân bổ thua lỗ đó ra theo tỷ lệ với tất cả các khoản tiền gửi trong quỹ. Do đó, chỉ một khoản cho vay nhỏ không thu hồi được sẽ làm giảm lợi tức bình quân của cả quỹ một cách đáng kể; điều này thúc đẩy các nhà đầu tư rút tiền ra khỏi quỹ. Hậu quả của động thái rút tiền này là nhà quản lý lại bị buộc phải tái phân bổ số thua lỗ trên số lượng ít hơn nữa các nhà đầu tư. Các nhà đầu tư trung thành giờ đây sẽ phải chịu tỉ lệ lãi suất thậm chí còn thấp

hơn dẫn tới nhiều nhà đầu tư quyết định rời bỏ quỹ và tỷ lệ thua lỗ lại được phân bổ nặng nề hơn lên một số ít các nhà đầu tư thực sự trung thành. Bắt đầu là sự vỡ nợ nhỏ ảnh hưởng đến một phần không đáng kể của tài sản quỹ, sau đó nhanh chóng trở thành vòng xoáy rút tiền. Kết quả là chỉ có một số ít các nhà đầu tư phải chịu toàn bộ thiệt hại - trong thị trường tài chính, sự trung thành thường không được đền đáp.

Sự vỡ nợ tín dụng nhỏ có khả năng chuyển thành sự sụp đổ của cả quỹ là một ví dụ về tính bất ổn cố hữu khi một tổ chức cố gắng kết hợp các mục tiêu không phù hợp nhằm đảm bảo trả lại vốn cho nhà đầu tư trong khi lại đặt nguồn vốn ấy vào các hoạt động rủi ro.

Tôi vừa mô tả quá trình gây bất ổn qua dẫn chứng về các quỹ tương hỗ thị trường tiền tệ. Tuy nhiên, đây là vấn đề chung cho toàn bộ hệ thống ngân hàng huy động tiền gửi. Các khủng hoảng vừa qua ở ngân hàng Northern Rock của Anh và ngân hàng Bear Stearns của Mỹ cũng đi theo kịch bản rút tiền gửi ồ ạt như vậy. Những tổ chức này giống tất cả các ngân hàng vẫn làm, hứa trả lại những khoản tiền gửi đó theo yêu cầu nhưng cùng thời điểm đó cũng cho vay khoản tiền gửi ấy, đôi khi trong một khoảng thời gian dài đến 30 năm dưới dạng các khoản cho vay nhiều rủi ro. Một khi những người gửi tiền bắt đầu nghi ngờ ngân hàng đó có dấu hiệu thua lỗ và những người gửi tiền khác có thể đã nhanh chân hơn họ, rút tiền trước rồi thì đây chính là phát súng báo hiệu tình trạng rút tiền ồ ạt⁽¹³⁾.

Mâu thuẫn cơ bản giữa việc đảm bảo hoàn vốn trong khi vẫn sử dụng vốn đó đầu tư mạo hiểm chính là nguyên nhân dẫn tới bất ổn tài chính. Hiện tượng rút tiền ồ ạt rõ ràng đã vi phạm nghiêm trọng Thuyết Thị trường Hiệu quả và vẫn chưa có lý thuyết kinh tế chính thống hay lý thuyết thị trường tài chính nào thực hiện các nỗ lực kết nối các quá trình này vào trong mô hình về hành vi thị trường của mình.

1.10. Bộ nhớ và Ngụy cơ

Hàng trăm năm qua, người ta đã hiểu rõ về tình trạng rút tiền ồ ạt, nhưng sự hiện diện của tình trạng này vẫn bị các học thuyết tài chính và các hệ thống tài chính đầy rủi ro bỏ qua. Về phương diện toán học, nó có thể được mô hình hóa sử dụng quá trình phản hồi tích cực. Các hệ thống phản hồi tích cực là các hệ thống trong đó một biến cố xảy ra sẽ kéo theo biến cố tương tự xảy ra trong tương lai gần; hiện tượng các nhà đầu tư rút tiền ra tại thời điểm hiện tại sẽ làm cho trong tương lai ngày càng có nhiều nhà đầu tư rút tiền hơn.

Quá trình phản hồi tích cực yêu cầu các biến cố diễn ra trong hiện tại và tương lai bị ảnh hưởng bởi quá khứ, đó là lý do có thể gọi chúng là một dạng bộ nhớ. Khả năng các biến cố trong quá khứ có hoặc không ảnh hưởng đến các sự kiện tương lai cung cấp một cách khác để xác định sự khác biệt giữa Thuyết Thị trường Hiệu quả và Thuyết về Tính Bất ổn Tài chính. Tôi sẽ lý giải sau nhưng một yếu tố quan trọng của Thuyết Thị trường Hiệu quả chính là ý tưởng sự thay đổi tiếp theo trong giá tài sản phải chắc chắn là ngẫu nhiên và do đó cũng không bị ảnh hưởng bởi bất cứ sự thay đổi giá tài sản nào trước đó. Dựa vào điều này, các nhà phân tích tài chính có thể xây dựng ước lượng các phân phối xác suất về động thái giá tài sản trong tương lai. Đến lượt mình, các phân phối xác suất này lại cho phép phát triển các hệ thống đo lường rủi ro tài chính mà dựa vào đó, các ngân hàng, các nhà phân tích, các tổ chức xếp hạng tín dụng và các nhà lập quy tin tưởng.

Ngược lại với các nguyên tắc của tính hiệu quả thị trường, nếu các thị trường tài chính hoạt động theo kiểu bộ nhớ chi phối và thậm chí có một xu hướng nhỏ lặp lại các hành động hiện thời thì các hệ thống đo lường rủi ro cũng sẽ đưa ra một cách không đầy đủ các rủi ro thực sự của hệ thống tài chính. Nói cách khác, xây dựng hệ thống rủi ro tài chính trên nền tảng Thuyết Thị trường Hiệu quả yêu cầu những hệ thống này phải bỏ qua các kịch bản như hiện tượng rút tiền ồ ạt xảy ra. Do đó về bản chất có thể nói các hệ thống cảnh báo rủi ro của chúng ta được tạo ra để hoạt động chỉ khi không được yêu cầu.

CÁC THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ VÀ CÁC NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG?

“Có ba phát kiến vĩ đại từ khi bắt đầu lịch sử: lửa, bánh xe và ngân hàng trung ương.”

Will Roger, nhà bình luận xã hội
và nhà viết văn hài hước của Mỹ, 1879 - 1935

2.1. Ai cũng sở hữu một ngân hàng trung ương

Nền kinh tế hiện đại nào cũng có một ngân hàng trung ương. Mỹ có Cục Dự trữ Liên bang, Anh có Ngân hàng Trung ương Anh, châu Âu có Ngân hàng Trung ương châu Âu mới thành lập và Nhật có Ngân hàng Nhật Bản. Những ngân hàng trung ương này là các tổ chức hùng mạnh nhất trong thế giới hiện đại. Các động thái của chúng quyết định lãi suất chúng ta kiếm được trong các tài khoản ngân hàng và chi phí của tài sản cầm cố nợ. Những động thái này ảnh hưởng một cách gián tiếp đến giá trị về nhà cửa, tiền trợ cấp và chi phí cho các nhu yếu phẩm hàng ngày của chúng ta. Các quyết định chính sách của chúng có khả năng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế hoặc suy thoái. Những quyết định này tạo các cơ hội việc làm hay thậm chí có thể ảnh hưởng đến kết quả bầu cử.

Khi quản lý đúng đắn, chính sách của ngân hàng trung ương có thể thúc đẩy thành tựu kinh tế, nâng cao mức sống người dân. Khi quản lý sai lầm thì các ngân hàng trung ương có khả năng châm ngòi cho suy thoái kinh tế, giảm phát, đình lạm, rối loạn tài chính hay tình trạng siêu lạm phát như chúng ta thấy ngày nay ở Zimbabwe và ở Đức những năm 1920 kéo theo sự sụp đổ của xã hội và kinh tế.

Không hề quá lời khi nói những người đứng đầu các ngân hàng trung ương có khả năng kiểm soát cuộc sống hàng ngày nhiều hơn tất cả các chính trị gia ngoại trừ một số ít các quan chức cấp cao dân cử⁽¹⁾. Mặc dù vậy, các thống đốc⁽²⁾ ngân hàng trung ương vẫn duy trì tách biệt với các cân đối và kiểm soát của hệ thống dân chủ. Không đâu trên thế giới những người đứng đầu các ngân hàng trung ương lại được dân chúng bầu cử trực tiếp và ngay khi được chỉ định vào vị trí này, họ thường có xu hướng làm việc theo cách của mình và tránh bị ảnh hưởng bởi các áp lực chính trị. Ngày nay, việc thiết lập cơ chế quản lý ngân hàng trung ương nằm ngoài sự kiểm soát của chính phủ được bầu cử được coi là một trong những điều kiện tiên quyết tạo thành công cho nền kinh tế tư bản.

Trong những năm gần đây, người ta càng ngày càng nhận thức rõ hơn tầm quan trọng của ngân hàng trung ương đối với ổn định kinh tế. Tỷ lệ lãi suất của ngân hàng trung ương hiện nay được thông tin thường xuyên trên các bản tin tối và do đó cũng thống trị trên trang kinh tế của các báo. Nhóm các nhà phân tích tài chính thậm chí còn sử dụng những phát biểu vớ vẩn nhất của các viên chức ngân hàng trung ương cấp cao để lý giải cho việc biến các rừng cây tươi tốt thành đồi trọc trong những báo cáo vô vị.⁽³⁾ Những nhà kinh doanh ngành ngân hàng và quản lý quỹ, bao gồm cả những người quản lý trợ cấp của chúng ta, đã mạo hiểm hàng tỉ đô-la cá cược xem ngân hàng trung ương sẽ điều chỉnh các chính sách ra sao trong tương lai và đôi khi họ thậm chí còn đánh cược xem ngữ điệu trong các bài phát biểu của ngân hàng trung ương sẽ được điều chỉnh như thế nào.

2.2. Gia tăng rối loạn

Bỏ qua tầm quan trọng của những cơ quan này và sự khảo sát kỹ lưỡng về cơ chế làm việc, nhận thức về vai trò của các ngân hàng trung ương trong dân chúng vẫn còn rất mơ hồ. Rất ít người hiểu vì sao các ngân hàng trung ương thay đổi tỷ lệ lãi suất hoặc có thể lý giải tầm quan trọng của tính độc lập, không bị kiểm soát về mặt chính trị của ngân hàng trung ương. Và đáng ngạc nhiên là thậm chí trong số các chuyên gia tài chính và các nhà kinh tế học, cũng có rất ít người có thể lý giải thỏa đáng tại sao ngân hàng trung ương lại tồn tại. Lại càng ít

người hơn nữa có thể nói rõ ràng điều gì làm nên một chính sách ngân hàng trung ương hay hoặc dở.

2.3. Khác biệt quan điểm

Bỏ qua mục đích và các phương pháp thực hiện của các ngân hàng trung ương là điều có thể tha thứ; thậm chí chính bản thân các thống đốc ngân hàng trung ương cũng không thể đồng thuận với nhau về mục tiêu họ đang theo đuổi và cách thức đạt mục tiêu đó. Ngày nay, hai ngân hàng trung ương hùng mạnh nhất là Cục Dự trữ Liên bang và Ngân hàng Trung ương châu Âu. Hai cơ quan này đều có mục tiêu chung là đạt được sự bình ổn giá cả. Tuy nhiên, sự đồng thuận này đồng thời cũng hé mở phương pháp theo đuổi mục tiêu chung khác nhau của họ. Ngân hàng Trung ương châu Âu luôn cho việc thiết kế các chính sách tiền tệ cần tập trung vào phía cung tiền. Tại các cuộc họp báo hàng tháng, các quan chức của Ngân hàng Trung ương châu Âu nghiêm túc báo cáo các số liệu M3 mới nhất⁽⁴⁾, ghi lại tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ của EU. Ngân hàng Trung ương châu Âu cũng liên tục khẳng định những số liệu này là cơ sở để họ quyết định về phương thức và thời gian thay đổi tỉ lệ lãi suất; cung tiền tăng quá cao thì lãi suất phải tăng lên, khi cung giảm thì lãi suất cũng cần được giảm xuống. Ở phía bên kia bờ Đại Tây Dương, trong các văn phòng của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ lập luận có lẽ khác biệt đôi chút, ở đây người ta cho rằng số liệu M3 không cần thiết, không đáng ghi chép lại và chắc chắn không nên sử dụng để hoạch định chính sách.⁽⁵⁾ Kiểm soát chính sách tiền tệ là nhiệm vụ của ngân hàng trung ương, nhưng thống đốc các ngân hàng trung ương thường không đồng thuận về của yếu tố làm thay đổi lượng cung tiền. Sự bất đồng trong nhận thức vai trò của tăng trưởng cung tiền trong chính sách của các ngân hàng trung ương là một dấu hiệu cho thấy những chuyên gia trong ngành cũng không thể hiểu được hết mục đích của các ngân hàng trung ương. Khiếm khuyết này nảy sinh xuất phát từ một sự tin tưởng vô điều kiện vào các quan điểm của thị trường hiệu quả mà tôi sẽ giải thích sau đây.

Hơn một thập kỉ phân tích các chính sách của ngân hàng trung ương trên cả hai bờ Đại Tây Dương, tôi tin các yếu tố khác biệt trong

chiến lược chính sách của Cục Dự trữ Liên bang và Ngân hàng Trung ương châu Âu có thể được minh họa như sau.

Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ không tin rằng có sự tăng trưởng tiền tệ, tạo tín dụng hay lạm phát tài sản vượt mức. Tuy nhiên, họ lại tin có thể các biến số này đang thấp dưới mức chấp nhận được. Kết quả là, chính sách tiền tệ của Cục Dự trữ Liên bang được mô tả là một phần mà trong đó chính sách được sử dụng tối đa để tránh hoặc ngăn chặn thu hẹp tín dụng hay giảm phát giá tài sản nhưng không được sử dụng để tránh việc mở rộng tín dụng hay lạm phát giá tài sản. Lý thuyết này được cô đọng trong ý tưởng không xác định được bong bóng tài sản trước khi nó vỡ tan, và chỉ khi ấy, các ngân hàng trung ương mới có thể và nên có động thái can thiệp.

Ngược lại, Ngân hàng Trung ương châu Âu lại tin tăng trưởng cung tiền có thể vượt mức; điều này phù hợp với sự tạo thành tín dụng vượt mức và cũng phù hợp với việc lạm phát tài sản quá mức. Tuy nhiên, vẫn có sự miễn cưỡng trong thừa nhận mối liên hệ giữa sự tăng trưởng cung tiền quá mức và lạm phát giá tài sản quá mức.

Kết quả hai quan điểm khác biệt là Cục Dự trữ Liên bang nhìn nhận vai trò của mình là chống lại bất cứ sự thu hẹp tín dụng nào, trong khi Ngân hàng Trung ương châu Âu thấy vai trò của mình là chống lại bất cứ sự mở rộng tín dụng quá mức nào. Chắc chắn tôi đã động chạm đến điều nhạy cảm của cả hai bờ Đại Tây Dương khi nêu sự khác biệt trong các chính sách tiền tệ đáng kính theo một cách trần trụi như vậy trong khi lại bỏ qua rất nhiều đồng thuận to lớn khác. Tôi xin lỗi vì điều này nhưng sự khác biệt trong chiến lược chính sách tiền tệ là một phần quan trọng của câu chuyện khủng hoảng tín dụng hiện nay và trước đây, do vậy, rất đáng được nhắc đến.⁽⁶⁾

2.4. Ngân hàng trung ương có nên tồn tại hay không?

Trong khi tập trung thảo luận vào việc các ngân hàng trung ương kiểm soát các rủi ro đã làm chúng ta bỏ qua một câu hỏi hóc búa và thú vị: Tại sao các Ngân hàng Trung ương lại tồn tại? Ngân hàng trung ương sử dụng chính sách lãi suất để kiểm soát các thị trường

vốn. Nhưng lý thuyết kinh tế đã chỉ cho chúng ta thấy rằng các thị trường hoạt động hiệu quả và nên để cho chúng tự vận động. Vậy tại sao chúng ta lại vẫn cần các thống đốc Ngân hàng Trung ương quản lý lãi suất? Rõ ràng, chúng ta cần phải tin tưởng các thị trường khi xác định các mức lãi suất mà không cần cầu viện đến cách lập kế hoạch tập trung kiểu xô-viết áp dụng cho các thị trường vốn.

Có một nghịch lý lạ lùng là các ngân hàng trung ương ngày nay nói chung được điều hành bởi các nhà kinh tế học, những người luôn tin vào các lý thuyết cho rằng nhiệm vụ của họ là không cần thiết và thậm chí có tác dụng phá vỡ sự thịnh vượng. Đây chắc chắn không phải là chủ đề được thảo luận rộng rãi giữa các nhà kinh tế học đáng kính. Tuy nhiên, nó cũng là một vấn đề đáng suy ngẫm.

Nếu các ngân hàng trung ương cần thiết do luôn có sự bất ổn cố hữu trong các thị trường tài chính thì sau này, việc quản lý các thể chế này bằng các nguyên tắc thị trường hiệu quả giống như việc ép một người coi nhập ngũ là trái đạo phải gia nhập quân đội; kết quả sẽ là họ không sẵn sàng nhận thức vấn đề.

2.5. Thuyết Thị trường Hiệu quả - giống việc tung đồng xu

Rất may, Thuyết Thị trường Hiệu quả vẫn để cho chúng ta một phương thức kiểm tra tính hiệu quả của nó. Trước đây, chúng ta cũng đã từng bàn đến chủ đề này khi thảo luận về vấn đề hóc búa nhưng hiện giờ vẫn nên cân nhắc thêm chút ít.

Câu chuyện về Thuyết Thị trường Hiệu quả như sau: Tất cả tài sản đều có mức giá chính xác. Nếu chúng ta có thể dự đoán một cách chắc chắn những động thái của giá tài sản trong tương lai thì chúng ta cũng gần như chắc chắn có thể thu được lợi nhuận thông qua việc mua hay bán tài sản ấy. Nhưng nếu có thể kiếm được một khoản lợi nhuận chắc chắn qua việc mua hay bán tài sản ấy thì giá cả hiện tại của tài sản ấy rõ ràng không chính xác. Do đó, theo Thuyết Thị trường Hiệu quả, dự đoán giá tài sản là việc không thể.

Bước tiếp theo của thuyết này là một nước bài xuất sắc. Vì chúng ta không thể dự đoán chính xác hướng thay đổi tiếp theo của tài sản,

nhưng chắc chắn sự thay đổi giá tài sản sẽ là tăng hoặc giảm. Và vì chỉ có hai hướng tài sản thay đổi chắc chắn xảy ra nên xác suất giá tăng là 50% và xác suất giá giảm là 50%. Theo Thuyết Thị trường Hiệu quả thì những khả năng này luôn đúng và xảy ra ở khắp nơi.⁽⁷⁾ Thậm chí, nếu chúng ta không thể chắc chắn thu được lợi từ những thay đổi giá thì các động thái giá cả thay đổi vẫn có xác suất ngang bằng nhau theo cả hai hướng.⁽⁸⁾

Khi tổng hợp những phân tích trên lại với nhau, chúng ta sẽ thu được kết quả tuyệt vời giúp mô hình hóa sự vận động của giá và qua đó, chúng ta có thể kiểm soát những biến động về giá hết sức đơn giản, giống như việc tung một đồng xu: mặt trước là giá sẽ tăng, với xác suất 50% xảy ra; mặt sau là giá sẽ giảm, với xác suất 50%. Và cũng rất may, chúng ta chỉ việc kế thừa thành quả nghiên cứu của các nhà toán học và vật lý học, áp dụng xem mọi thứ sẽ thay đổi ra sao khi bị kiểm soát bởi các quy trình hoàn toàn ngẫu nhiên.⁽⁹⁾

Nếu giá tài sản thay đổi theo các quá trình ngẫu nhiên, lên và xuống theo một loạt các bước nhỏ, chúng ta biết những thay đổi này có thể được mô phỏng lại trong các mô hình toán học được gọi là phân phối xác suất chuẩn hay phân phối xác suất Gauss.

Thuyết phục bản thân mình rằng phân bố xác suất của biến động giá tài sản sẽ rất thuận lợi vì các phân phối chuẩn rất dễ nghiên cứu. Sử dụng phân phối chuẩn chúng ta cần chỉ một con số đơn giản là cho phép mình dự đoán toàn bộ phân bố xác suất của doanh thu tài sản trong tương lai. Con số chúng ta cần chính là đo lường về phạm vi các biến cố do trải rộng hay còn gọi là độ lệch chuẩn. Điều này tương đương với việc tìm giá trị trung bình của các sự kiện ngẫu nhiên dao động; dao động lớn ngụ ý một phân bố trải rộng với phạm vi xác suất về doanh thu tài sản phân bố rộng, nó sẽ là một phân bố chuẩn có hình chuông bẹt.

2.6. Tung đồng xu và Tính bất ổn - Nền tảng của kinh doanh lựa chọn

Sau khi Thuyết Thị trường Hiệu quả giúp chúng ta định hình phân phối xác suất về doanh thu tài sản, điều còn lại là phải xác định độ rộng của phân phối. Việc xác định phạm vi của những phân phối xác suất đã được thực hiện bằng việc đo lường độ lệch chuẩn của những biến động trong giá tài sản trước kia. Theo những điều Thuyết Thị trường Hiệu quả tin tưởng, việc chúng ta cần làm là đo lường giá trị trung bình của các dao động giá cả ngẫu nhiên trước đây và hi vọng giá cả sẽ lặp lại những biến động đó trong tương lai.

Ngay khi bước đánh giá này thực hiện, chúng ta sẽ biết phân phối của doanh thu tài sản trong tương lai, mở rộng ra tất cả các biến cố. Từ lý thuyết, chúng ta cũng sẽ biết về hình dạng và từ các dữ liệu cũ, chúng ta biết về phạm vi của phân bố. Bước đột phá trong mô hình hóa giá tài sản mở ra vô số các cơ hội. Các ngân hàng, các nhà quản lý tài sản, các công ty bảo hiểm, các nhà lập quy và tất cả những ai đang lo lắng về những rủi ro tài chính đều có thể sử dụng các phân phối này tính toán khả năng thua lỗ. Phát hiện này cũng giúp cho việc tiến đến phát triển ngành kinh doanh quyền chọn chỉ còn cách một bước nhỏ. Một ngành kinh doanh chia các phân bố này ra thành các phần khác nhau khá hiệu quả và bán chúng cho các nhà đầu tư. Các nhà đầu tư bảo thủ có thể lựa chọn mua bảo hiểm cho các phần đáy của phân phối doanh thu, giúp bảo vệ danh mục đầu tư của họ khỏi thua lỗ trong khi một số nhà đầu tư lạc quan và tích cực khác lại chọn bán đi phần phân phối đó.

2.7. Kiểm nghiệm giả thuyết

Thực tế, Thuyết Thị trường Hiệu quả có thể được chuyển đổi sang các phân phối xác suất chúng ta đã biết rõ và qua đó có những cách giúp chúng ta có thể kiểm định tính chính xác của nó. Theo thời gian, chúng ta có khả năng ghi lại số liệu giá tài sản biến động và nếu các thị trường hiệu quả, chúng ta sẽ đưa các số liệu thu thập được vào mô hình phân phối doanh thu tài sản và so sánh các phân phối đó với những dự đoán trước đây. Chúng ta có thể theo cách này nếu các dự đoán thống kê của Thuyết Thị trường Hiệu quả được hỗ trợ bởi các chứng cứ xác thực. Những kiểm nghiệm này được thực hiện đi thực hiện lại qua các thị trường tài sản đã cho chúng ta một bức tranh về

doanh thu giá tài sản rõ ràng trái ngược với lý thuyết của Thuyết Thị trường Hiệu quả.

Trong khi Bear Stearns và Northern Rock giúp khẳng định những thất bại của Thuyết Thị trường Hiệu quả thì minh họa tốt nhất của vấn đề này chính là câu chuyện quỹ phòng hộ Quản lý Vốn Dài hạn (LTCM - Long Term Capital Management). Đoạn trích của Roger Lowenstein:

Đầu não của quỹ là nhóm những người trí tuệ, các Tiến sĩ, các nhà kinh doanh chênh lệch giá đã được cấp bằng. Rất nhiều người trong số họ là giáo sư. Hai người đã giành được giải Nobel. Tất cả đều là những người thông thái.⁽¹⁰⁾

Quỹ LTCM được những nhà kinh tế học uy tín, những người chịu trách nhiệm phát triển Thuyết Thị trường Hiệu quả Quản lý. Nhưng tại sao những người giành giải Nobel dựa trên Thuyết Thị trường Hiệu quả lại đang lãng phí thời gian của mình trong một công ty mà mục đích là dự đoán những gì chính họ coi là không thể dự đoán được?

Nếu LTCM không thành công trong tìm kiếm lợi nhuận thì Thuyết Thị trường Hiệu quả có lẽ sẽ cũng không bị ảnh hưởng nhiều nhưng đây không phải là điều đã xảy ra. Đầu tiên, LTCM tạo ra khoản lợi nhuận kékch xù, gấp bốn lần giá trị tài sản đều đặn trong thời kỳ bốn năm. Sau đó, chỉ trong một vài tuần lại mất tất cả và còn mất nhiều hơn tổng các khoản lãi cả giai đoạn trước đây. LTCM đã bác bỏ Thuyết Thị trường Hiệu quả theo hai cách: đầu tiên là tạo ra các khoản lợi nhuận không thể có, sau đó phải chịu lỗ do hậu quả của những biến động thị trường đầy bất ngờ và cũng dường như không có khả năng xảy ra.

Câu chuyện của LTCM giống chuyện Albert Einstein làm việc cùng Richard Feynman để bác bỏ lý thuyết vật lí của chính họ. Họ đã thành công nhưng sau đó thế giới vẫn tiếp tục phát triển như thể không có gì xảy ra, vẫn tin vào các học thuyết bị bác bỏ đó.

2.8. Thời khắc đáng tin

Ý tưởng thị trường sẽ hiệu quả:

1. Bong bóng giá tài sản không tồn tại; giá cả luôn phản ánh đúng giá trị của tất cả các loại tài sản.
2. Khi các thị trường được vận hành tự do thì chúng sẽ tự xác định trạng thái cân bằng ổn định.
3. Trạng thái cân bằng ấy là trạng thái tối ưu.
4. Biến động của giá các tài sản riêng lẻ không thể dự đoán được (ngẫu nhiên).
5. Tuy nhiên, phân bố mô tả động thái của giá tài sản có thể dự đoán được.

Như đã chỉ ra, điều duy nhất đáng chú ý trong cả câu chuyện này chính là số liệu không phù hợp với lý thuyết. Chúng ta sẽ chẳng thể tìm được các thị trường có phân phối chuẩn. chúng ta thấy vô số các gián đoạn thị trường lớn và nói một cách trung thực, chúng ta chưa bao giờ quan sát thấy bất kỳ một trạng thái cân bằng ổn định nào trên thị trường tài chính.⁽¹¹⁾

2.9. Bác bỏ một lý thuyết sẽ đưa đến lý thuyết hiệu quả hơn

Chúng ta đã cùng nhau xem xét Thuyết Thị trường Hiệu quả. Chúng ta cũng đã thừa nhận đó là lý thuyết đáng kính của trường phái thị trường tự do, rồi chúng ta cũng đã chất lọc các ý tưởng của lý thuyết nào vào kiểm định các hành vi của thị trường, và sau đó lý thuyết này đã tự bác bỏ chính nó.

Với những dẫn chứng khoa học chống lại mạnh mẽ như vậy, câu chuyện cổ tích về Thuyết Thị trường Hiệu quả nên bị bỏ lại đằng sau và chúng ta cần tìm ra một lý thuyết tốt hơn. Đó chính là con đường do Keynes vạch ra vào những năm 1930 khi ông quan sát thấy cuộc Đại Suy thoái không chứng tỏ các thị trường sẽ tự dịch chuyển về trạng thái cân bằng tối ưu, điều này buộc ông phải phát triển một học thuyết kinh tế mới bác bỏ các ý tưởng của Thuyết Thị trường Hiệu

quả.⁽¹²⁾ Đây cũng chính là điều Minsky thực hiện với Lý thuyết về Tính Bất ổn Tài chính.⁽¹³⁾ Ở khía cạnh khác, nhà toán học Benoit Mandelbrot - nổi tiếng trong lĩnh vực hình học chiết hình - cũng không đồng thuận với Thuyết Thị trường Hiệu quả, đã phát triển mô hình miêu tả các động thái của thị trường thay thế những gợi ý của thuyết chuyển động ngẫu nhiên Brownian.⁽¹⁴⁾

2.10. Hai trường phái hay một nhà thương điên

Trong khi Keynes, rồi sau đó là Minsky cùng đi theo một hướng để tạo nên một lý thuyết thay thế mới, miêu tả cách thế giới hoạt động ra sao, điều phù hợp với các bằng chứng thực nghiệm thì một nhóm khác lại đi theo hướng ngược lại, cố gắng níu giữ những ý tưởng tính hiệu quả của thị trường và các quan điểm của trường phái thị trường tự do.

Nhóm thứ hai có cách lý giải khác về nguyên nhân tại sao hoạt động của thị trường không phù hợp với Thuyết Thị trường Hiệu quả. Một điều kiện để thị trường hoạt động hiệu quả là nó cần được hoàn toàn tự do hoạt động mà không có bất kỳ sự can thiệp hay tác động nào cả. Nếu có ngoại lực tác động và đẩy giá cả thị trường lên cao, ví dụ như sự can thiệp của chính phủ thì không thể kỳ vọng thị trường hoạt động hiệu quả. Thuyết “giải cứu quân bài” đối với Thuyết Thị trường Hiệu quả xuất phát từ ý tưởng các thị trường tài chính không phải là các thị trường tự do mà vẫn chịu tác động của chính phủ và các tác động của ngân hàng trung ương. Điều này dẫn tới một lý giải thú vị: các chu kỳ bong-b vỡ của giá tài sản và các phân phối doanh thu tài sản không theo dạng chuẩn rõ ràng không phải các thất bại của thị trường, thay vào đó, chúng xuất hiện do các can thiệp của ngân hàng trung ương.

2.10.1. Trường phái Friedman - Ngân hàng trung ương làm cho thị trường không hiệu quả

Nếu ai đó tán thành Thuyết Thị trường Hiệu quả và đồng thời luôn bị ảnh hưởng bởi sự nhận thức khát khe thì kết luận chắc chắn là nên bãi bỏ các ngân hàng trung ương. Nếu các thị trường có thể tự tối ưu hóa thì nên cho phép các thành phần trong thị trường tự do được thiết

lập tỉ lệ lãi suất. Các ngân hàng phải được tự do cho vay và đi vay những khoản họ cho là thích hợp, và được điều động các lực lượng cung và cầu của thị trường vốn định hướng.

Nhiều người sẽ ngạc nhiên khi biết đây chính là ý kiến của Milton Friedman, một nhà kinh tế học tiền tệ lỗi lạc nhất thế giới, ông tin các ngân hàng trung ương làm biến đổi thị trường tài chính và nên bị bãi bỏ. Trong một cuộc phỏng vấn ngắn trước khi qua đời vào năm 2006, phóng viên hỏi Friedman thế này: "... liệu có hay hơn không khi bãi bỏ hoàn toàn Cục Dự trữ Liên bang và chỉ để cho chính phủ gắn liền với một nguyên tắc phát triển tiền tệ?" Friedman trả lời: "Có, có hay hơn chứ nhưng chẳng bao giờ điều này lại xảy ra đâu."⁽¹⁵⁾ Quan điểm của Friedman đối với ngân hàng trung ương có vẻ cực đoan nhưng thực ra đó cũng chính là quan điểm của Eisntein khi nghiên cứu về trọng lực.

Nếu suy nghĩ kĩ càng thì quan điểm của Friedman không phải là kết quả của suy nghĩ cực đoan; đó chỉ là sự phát triển logic và chân thật mà tư duy phải tuân theo khi bạn có niềm tin với thị trường hiệu quả. Nghịch lý kinh tế ngày nay cũng lặp lại quan điểm coi trọng thị trường tự do của Friedman nhưng lại không áp dụng sự nghiêm ngặt tuân thủ logic nhận thức trong việc suy luận bước tiếp theo về vai trò của ngân hàng trung ương theo Thuyết Thị trường Hiệu quả.

Nghịch lý chính trị hiện nay cũng đang trong trạng thái hỗn loạn tương tự. Các lực lượng trên thị trường có ảnh hưởng mạnh mẽ đến sự quản lý của cơ quan do nhà nước quản lý hiện nay được thể hiện trên toàn cầu giống cách hướng tới sự cai trị tốt hơn. Bỏ qua điều này, hầu như không ai nghĩ đến việc áp dụng những nguyên tắc thị trường này đối với các ngân hàng trung ương và đối với sự xác định của tỉ lệ lãi suất. Tuy nhiên, một chính trị gia đã tạo ra một liên hệ logic; đại biểu quốc hội Hoa Kỳ đã từng là một ứng viên chức vị Tổng thống năm 2008, ông Ron Paul, cũng giống Friedman ở quan điểm coi ngành ngân hàng trung ương phù hợp với các nguyên tắc của thị trường tự do. Năm 2002, Paul đã đưa một pháp chế với mục đích bãi bỏ Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ. Mục đích của Paul là đưa Mỹ trở về kim bản vị, là một hệ thống tiền tệ hoạt động trước năm 1971.

Cả quan điểm Friedman và Paul đối với ngân hàng trung ương đều giống nhau. Cả hai đều chỉ ra xu hướng lạm phát cố hữu của một hệ thống tiền pháp định (xem thêm Chương 3) khi kiểm soát được văn phòng chính phủ và cả hai đều chỉ ra tiềm năng các động thái của chính sách sai lầm gây ra sự mất ổn định của Chu kỳ bùng - vỡ của kinh tế. (Các kim bản vị, lạm phát và sự ổn định của các hệ thống ngành ngân hàng là chủ đề của chương tiếp theo).

Quan điểm của Paul/ Friedman là yêu cầu có sự minh bạch để đưa ra một lý giải về lý do tại sao số liệu thị trường tài chính hiện nay không phù hợp với lý thuyết về thị trường tài chính. Chắc chắn khủng hoảng tín dụng hiện nay đi đôi với tình hình giá cả hàng hóa và dầu mỏ tăng vọt, liên quan đến lời cảnh báo về tình trạng vòng quay sự hưng - suy của nền kinh tế và lạm phát quá mức.

2.10.2. Trường phái Keynes/Minsky - thị trường không hiệu quả, các ngân hàng trung ương làm cho thị trường hiệu quả hơn⁽¹⁶⁾

Một quan điểm khác nữa là các thị trường về cơ bản không ổn định hay tự tối ưu hóa và các thị trường là kết quả của yêu cầu quản lý và đi sâu sát hơn. Cả Keynes và Minsky đều nhấn mạnh vai trò của chính phủ trong việc nâng cao sự quản lý qua các biện pháp đánh giá tài chính và chi tiêu của nhà nước. Có thể nhìn nhận các ngân hàng trung ương giống các biện pháp đánh giá tài chính, cũng là một phần quan trọng trong thuyết của Minsky “bình ổn một nền kinh tế bất ổn.”

Cùng quan điểm với Friedman, cách nhìn của Minsky/ Keynes cũng hay vì có tính nhất quán về mặt trí tuệ, phù hợp với thể hiện của thị trường tài chính và thực tế hoạt động của các cơ quan trong nền kinh tế của chúng ta. Trong khi cả trường phái của Friedman và Keynes đều logic thì không thể có chuyện cả hai trường phái đều đúng được; một thuyết nói ngân hàng trung ương gây ra tình trạng bất ổn tài chính, một thuyết đi ngược lại điều này.

2.10.3. Nhà thương điên - các thị trường hiệu quả và chúng ta cần đến ngân hàng trung ương

Chúng ta hãy cùng xem lại và cân nhắc tình trạng hiện tại của từ viễn cảnh xa hơn một chút. Thế giới hiện nay đang mắc trong mớ bòng bong thu hẹp tín dụng có khả năng lớn nhất trong lịch sử. Chúng ta có một học thuyết kinh tế - tài chính nói rằng các khủng hoảng này không nên xảy ra và có thể tránh được, có lẽ chúng ta nên ngừng việc sửa đổi nền kinh tế và đóng cửa các ngân hàng trung ương. Chúng ta lại có một thuyết khác nói rằng những khủng hoảng này là bản chất trong hệ thống và chúng ta cần có các ngân hàng trung ương để quản lý khủng hoảng.

Có một trường phái thứ ba khá phổ biến ngày nay, là mớ hỗn độn gây nhầm lẫn do cả hai trường phái kia tạo ra. Trường phái này thể hiện niềm tin vào thị trường hiệu quả và sự cần thiết của ngân hàng trung ương. Nhưng nó lại không thể mô tả rõ ràng ngân hàng trung ương là gì và nên vận hành ra sao. Thật không may là một trong số những ngân hàng trung ương ưu việt nhất lại vận hành theo quan điểm gây nhầm lẫn của trường phái thứ ba.

2.11. Đây có phải là một ngành khoa học?

Trong cái vòng quay luân quần này, một cái bong bóng tài sản bắt đầu được bơm phồng lên cùng với bong bóng tín dụng liên quan. Những “ca sĩ” tiên phong của trường phái thị trường tự do cùng hát vang bài ca quen thuộc: thị trường hiệu quả nhất, thị trường hiệu quả, không có bong bóng nào cả, hãy để thị trường hoạt động. Trong khi giá tài sản tăng và tín dụng mở rộng thì thuyết tính hiệu quả của thị trường bắt đầu trở thành quan trọng nhất. Nhưng ngay sau khi giá tài sản bắt đầu giảm và bong bóng tín dụng bắt đầu vỡ thì những “ca sĩ” này bắt đầu đổi tông khác. Những người làm việc trong thị trường tự do vứt bỏ thông điệp của mình, chẳng theo khuôn khổ nào, tự sáng tác ra bài hát mới: ngân hàng trung ương phải giảm tỉ lệ, chính phủ phải khuyến khích, tín dụng không được thu hẹp và giá tài sản không được phép giảm. Mấy ca sĩ tiên phong hát hết bài này đến bài khác nhưng vô tình họ cũng không nhận thức được lời hát của mình rất không thuận tai, những “ca sĩ” hát đệm cho họ cũng giữ một giọng tức cười cố định: thị trường ổn định, thị trường ổn định, thị trường ổn định.

Người ta cũng yêu cầu chúng tôi tán thành một thuyết kinh tế đối với một nền kinh tế mở rộng và một học thuyết khác chẳng mấy phù hợp đối với một nền kinh tế bị thu hẹp. Những biểu hiện của tình hình bất ổn tài chính đang không được quan tâm đến, điều này rõ ràng là cả thế giới đều hiểu, và chức năng của các ngân hàng trung ương hoàn toàn không thể lý giải nổi.

Đối với một lĩnh vực học thuật, khát vọng đạt đến sự nhất trí về kinh tế của nền khoa học ngày nay đang trong trạng thái rất tức cười, cả sự không nhất quán nội bộ và hoàn toàn mâu thuẫn với cơ sở đã được chứng minh. Nếu Issac Newton đặt ra cho bản thân những tiêu chuẩn tương tự thì ông sẽ phát minh ra ba định luật về trọng lực; ông sẽ cho chúng ta biết một quả táo sẽ ra sao khi bị ném lên không trung; một định luật khác nữa nói cho chúng ta biết quả táo ấy sẽ ra sao khi rơi xuống đất; và một định luật thứ ba nói cho chúng ta biết quả táo không hề di chuyển.

2.12. Kết luận

Các lý thuyết kinh tế cho chúng ta biết thị trường tài chính ổn định và không bao giờ bị định giá nhầm; kinh nghiệm cũng chỉ ra rằng điều này luôn sai. Các học thuyết về thị trường hiệu quả nói rằng không cần đến ngân hàng trung ương; hầu hết các nhà kinh tế học cho rằng các học thuyết về kinh tế hiệu quả đúng và các ngân hàng trung ương cần thiết nhưng không thể lý giải tại sao. Một vài ngân hàng trung ương cho rằng lượng cung tiền quan trọng đối với chính sách tài chính trong khi những ngân hàng khác lại nghĩ lượng cung tiền không quan trọng đối với chính sách tiền tệ.

Hiện nay, sự nhất trí chung chính là các ngân hàng trung ương đã phạm sai lầm và vô tình tạo ra điều kiện dẫn đến tình hình khủng hoảng tín dụng hiện thời. Thật đáng buồn là khi chúng ta xem xét một nghịch lý kinh tế để chỉ ra một quan điểm là sai lầm và cách thức để chúng ta có thể khắc phục điều đó, thì chúng ta cũng phát hiện ra rằng thậm chí một khuôn khổ để thảo luận vấn đề này cũng không có.

Trước khi có thể tính toán điều gì không hay xảy ra với chính sách ngân hàng trong thời điểm sắp xảy ra khủng hoảng hiện nay thì, đầu

tiên chúng ta phải tính toán xem chính sách tiền tệ nên như thế nào. Tuy nhiên, trước khi chúng ta có thể tiếp cận được câu hỏi này, chúng ta phải tính toán liệu có đề ngân hàng trung ương tồn tại hay không.

Nếu trường phái của Friedman đúng và các thị trường tài chính do sự hiện diện của ngân hàng trung ương mà bất ổn định thì liệu chúng ta có nên đóng cửa những ngân hàng này ngay lập tức.

Nếu trường phái của Keynes/Minsky đúng, tức là thị trường không hiệu quả và luôn bất ổn, ngân hàng trung ương cần thiết để duy trì sự ổn định thì chúng ta phải tính toán xem điều gì dẫn đến sự thất bại của những chính sách bất ổn sau này và làm sao để trong tương lai có thể áp dụng những chính sách này hiệu quả hơn.

Để chứng minh cho quan điểm của mình, chương sau chúng ta sẽ bàn luận về những sai lầm chết người của Thuyết Thị trường Hiệu quả, các thị trường tài chính bất ổn và ngân hàng trung ương là một phần quan trọng của cấu trúc tài chính. Các chương sau sẽ bàn tới việc một vài ngân hàng trung ương, do quá tin tưởng vào thuyết thị trường hiệu quả đã dẫn đến các chính sách làm khuyếch đại chứ không hề giảm nhẹ tính bất ổn của thị trường.

TIỀN, NGÂN HÀNG VÀ NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG

“Quá trình các ngân hàng tạo ra tiền đơn giản tới mức trí tuệ từ chối tiếp nhận.”

John Kenneth Galbraith, nhà kinh tế học, Đại sứ Hoa Kỳ tại Ấn Độ,

“Thất bại của ngân hàng là do những người gửi tiền gây ra, những người này không gửi đủ tiền để khắc phục được thua lỗ do sự quản lý sai lầm.”

Dan Quayle, phó Tổng thống Mỹ

3.1. Con Quái vật Lạm phát của Ngân hàng Trung ương châu Âu

Trang web của Ngân hàng Trung ương châu Âu có một phần tư liệu giáo dục dạy cho các em học sinh về vai trò của ngân hàng trung ương và những tác hại của lạm phát. Có một mục trên trang web là một đoạn phim hoạt hình ngắn. Nội dung của bộ phim bắt đầu trong một lớp học với hình ảnh cô giáo giảng cho học sinh định nghĩa của Ngân hàng Trung ương châu Âu về sự ổn định của giá cả:⁽¹⁾

Hôm nay, chúng ta học về sự ổn định giá cả. Sự ổn định về giá cả được ban điều hành Ngân hàng Trung ương châu Âu định nghĩa là sự gia tăng chỉ số hài hòa giá tiêu dùng hàng năm trong khu vực châu Âu dưới 2%...

Giọng cô giáo cứ đều đều nên có thể hiểu vì sao hầu hết bọn trẻ ngủ gật. Lúc này, có hai học sinh thấy mình được quay ngược lại thời gian về quá khứ, như đứng ở trung tâm của một khu chợ buôn bán sầm uất. Mấy thiếu niên đến chỗ sạp hàng của người bán bánh mì trong thị trấn (không hiểu sao luôn có một người bán bánh mì trong các câu chuyện như thế này) và muốn mua vài cái bánh.

Chúng cảm thấy mất hết tinh thần vì mỗi khi chúng trả tiền bánh cho người bán hàng thì ông ta lại đột nhiên nâng giá bánh lên. Người bán hàng giải thích là do giá củi và giá mì đang tăng. Lúc này, bọn trẻ quay đi và đối mặt ngay với một Con Quái vật Lạm phát trông khá thân thiện. Sau đó, Con Quái vật Lạm phát này đổ đầy tiền lên hai đứa trẻ tội nghiệp và tiếp tục công việc xấu xa của nó bằng cách rải nhiều tiền hơn nữa ra khắp khu chợ.

Bọn trẻ sớm học được rằng, nguồn gốc của lạm phát giá cả từ mấy cái bánh của người bán bánh mì chính là số tiền bị Con Quái vật Lạm phát tung ra khắp nơi. Bọn trẻ đã được nghe rằng quá nhiều tiền trong khi có quá ít hàng hóa đã gây ra tình trạng lạm phát. Mấy phút sau, chúng thấy mình quay trở lại hiện tại, ngồi trong văn phòng của Ngân hàng Trung ương châu Âu. Bọn trẻ gặp một vị giám đốc ngân hàng tươi cười tiến đến dạy chúng về sự ổn định của tiền tệ, quá trình tạo tín dụng và tỉ lệ lãi suất. Đến cuối bài giảng, vị giám đốc lấy ra một cái bình thủy tinh ở dưới chân bàn, Con Quái vật Lạm phát đang bị nhốt bên trong. Thông điệp rõ ràng là: lạm phát là một điều của quá khứ và hiện nay nó đã được khống chế.

May là bọn trẻ thoát khỏi được vị giám đốc ngân hàng đó, chúng quay lại lớp học và nhận thức rõ ràng về lạm phát.

Bộ phim hoạt hình này được làm rất công phu và chắc chắn là tám phút trình chiếu rất đáng giá. Nhưng do dành để dạy về lạm phát nên những chi tiết thú vị đã bị cắt bỏ. Có một lời nói dối nhỏ vô hại ở đây: Con Quái vật Lạm phát được thể hiện như tồn tại trong thời kỳ xa xưa, có lẽ trong thời kỳ bản vị vàng vẫn được áp dụng, nhưng đến nay đã bị bắt. Và có một chi tiết thiếu sót rõ ràng: chẳng có lời giải thích nào về lý do tại sao con vật hung tợn như Con Quái vật Lạm phát lại cho

không tiền như vậy. Trong các thị trường hoạt động hiệu quả: tại sao lại có Con Quái vật Lạm phát đi tung tiền khắp nơi?

Không nên quá khắt khe với người viết kịch bản; sai lầm này là hoàn toàn bình thường trong kinh tế học. Ngày nay, các ngân hàng trung ương thường tự phác họa chân dung của mình giống một chiến binh trong cuộc chiến không ngừng chống lại lạm phát. Họ làm chúng ta tin rằng lạm phát là một mối nguy hiểm hiện hữu bị che giấu ở đâu đó trong nền kinh tế, một mối nguy hiểm cần phải có sự đề phòng thường trực, thỉnh thoảng thậm chí còn phải cực kì thận trọng. Con Quái vật Lạm phát xuất hiện từ đâu và tại sao nó lại hành động xấu xa khi tung tiền khắp nơi vẫn không được lý giải.

3.2. Con Quái vật Lạm phát và Thuyết Thị trường Hiệu quả

Khi tìm kiếm lời giải thích cho lạm phát, chúng ta lại quay trở lại với người bạn cũ là Thuyết Thị trường Hiệu quả. Đoạn trích của Samuelson ở phần đầu của Chương một cho chúng ta biết thị trường hiệu quả nhờ tính cạnh tranh. Theo Thuyết Thị trường Hiệu quả thì sự cạnh tranh giành khách hàng giữa các nhà cung cấp tự động đảm bảo sự cạnh tranh về giá cả, do đó lúc nào cũng kiểm soát được lạm phát. Thực tế, nếu chúng ta tranh luận nhiều hơn thì có thể dễ dàng kết luận rằng giảm phát hay không có lạm phát nên ở trạng thái bình thường: cạnh tranh khích lệ các nhà sản xuất tìm kiếm nhiều phương pháp sản xuất hiệu quả hơn, cho phép họ làm ra hàng hóa với chi phí thấp hơn và cạnh tranh đảm bảo rằng qua thời gian khách hàng sẽ được hưởng lợi từ những chi phí thấp này. Điều được chứng minh ở đây là các thị trường hiệu quả phù hợp với sự giảm phát chứ không phải lạm phát.

Dù lý thuyết có nói gì, lạm phát vẫn hiện hữu trong hệ thống kinh tế dù ở mức độ khác nhau. Dù luôn sống lạc quan, nhưng tôi vẫn chưa bao giờ được Con Quái vật Lạm phát cho không tiền cũng chưa thấy ai tình cờ thấy con quái vật thần kì ấy. Tôi cũng không thể tưởng tượng ra quá trình thị trường tự do nào có thể triệu hồi Con Quái vật Lạm phát sống dậy. Một lần nữa, chúng ta lại thấy lỗ hổng trong câu chuyện ngụ ngôn kinh tế ngày nay: mô hình thị trường hiệu quả

không thể lý giải cả lạm phát lẫn ngân hàng trung ương - và có lẽ nó chỉ là một mối liên hệ giữa hai điều bí ẩn này.

3.3. Săn lùng Con quái vật:

Tóm lược Lịch sử tiền tệ (có hư cấu)

Để hạ gục Con Quái vật Lạm phát và hiểu nó phát triển ra sao, cần phải biết một chút về lịch sử tiền tệ. Thật không may là hầu hết các lý thuyết về lịch sử tiền tệ đều không chú ý đến các chi tiết khi những người dân đảo Thái Bình Dương trao đổi vỏ sò, những tù nhân chiến tranh trao đổi thuốc lá hay những đồng xu Ba Tư cổ với trang trí nghệ thuật sắc sảo. Dù điều thú vị của những câu chuyện lịch sử này chỉ dừng lại ở mức thú vị của câu chuyện lịch sử, nhưng qua đó có thể hiểu được chút ít về cách hệ thống tài chính ngày nay vận hành. Vì lý do này mà trong phần tiếp, tôi nghĩ ra một lịch sử hư cấu của tiền tệ để truyền tải một vài ý về cách chúng ta đến với hệ thống tiền tệ hiện nay, các yếu tố chủ chốt trong hệ thống và Con Quái vật Lạm phát xuất hiện ra sao.

3.3.1. Hàng đổi hàng

Từ xưa, rất xưa, trao đổi đầu tiên được thực hiện bằng hàng hóa. Người ta dùng hàng hóa đổi trực tiếp lấy một loại hàng hóa khác. Đó không phải một hệ thống tốt; nếu bạn muốn đổi một con gà lấy một ổ bánh mì, nhưng người bán hàng lại muốn lấy củ thì bạn buộc phải đi quanh khu chợ cho đến khi tìm thấy người bán củ muốn mua gà. Mặc dù việc trao đổi này rất bất tiện nhưng qua hàng trăm nghìn năm, người ta đã áp dụng cách này. Không có gì đáng ngạc nhiên khi giai đoạn này không phải là một giai đoạn tăng trưởng kinh tế nhanh.

Giai đoạn này có thể không đạt mức tăng trưởng kinh tế cao nhưng những bất ổn tài chính lại cũng không bao giờ trở thành một vấn đề. Tất cả hàng hóa đều được dùng để trao đổi lấy loại hàng hóa khác trong một khoảng thời gian; không có tài chính đồng nghĩa với việc không có sự bất ổn về tài chính. Trong nền kinh tế trao đổi hàng hóa,

không có dấu hiệu của Con Quái vật Lạm phát; không ai tung con gà miễn phí ra quanh chợ cả.

3.3.2. Trao đổi vàng

Đột phá lớn đầu tiên trong lĩnh vực tài chính xuất hiện khi mọi người đều có chung ý kiến là việc trao đổi hàng hóa tốn quá nhiều thời gian. Với hệ thống mới, mọi người đều đồng ý nhận vàng khi bán cái gì đó. Trao đổi này cho phép đổi con gà lấy vàng và sau đó dùng vàng đổi lấy cái khác - người bán hàng có thể dễ dàng tìm thấy củi để mua.

Khi vàng đóng vai trò quan trọng là một phương tiện trao đổi thì nó cũng đương nhiên trở thành một vật lưu giữ giá trị. Giả sử trong một mùa bạn nuôi nhiều gà, bạn có thể đổi gà lấy vàng, dùng một phần vàng ấy mua bánh mì và dự trữ phần còn lại cho ngày mưa.

Tiền trở thành một vật lưu giữ giá trị là khởi đầu của các chu kỳ lạm phát tiền tệ và nguyên mẫu của bất ổn tài chính. Giả sử vào một mùa, bạn có quá nhiều gà, rất có thể những người bán gà khác cũng như bạn. Nếu tất cả mọi người đều cố bán ra vào cùng vào một thời điểm thì sẽ có nhiều gà mà chỉ đổi được ít vàng và ngay sau đó bạn sẽ phải chịu tác động giảm phát gà hay lạm phát vàng do kỳ vọng tương lai của bạn.

Sự xuất hiện của chức năng thứ hai là lưu giữ giá trị của vàng cho phép cầu được chuyển dịch qua thời gian. Dưới hệ thống trao đổi vàng, chắc chắn sẽ có các chu kỳ lạm phát và giảm phát, thỉnh thoảng giữa những hàng hóa cụ thể và toàn bộ các mặt hàng, hầu hết chúng có liên quan đến mùa vụ, chiến tranh, bệnh dịch và những thứ giống thế. Tuy nhiên, những yếu tố này mang tính chu kỳ, giá cả sẽ tăng và sau đó giảm xuống, nhưng trung bình dao động không nhiều trong dài hạn.⁽²⁾

Trong thời kỳ này, có thể có những chu kỳ dao động giá nhưng không có một xu hướng mang tính hệ thống nào đẩy giá cao hơn và chắc chắn không có dấu hiệu chứng tỏ Con Quái vật Lạm phát ngẫu nhiên đi rải các cục vàng ra khắp thị trường.

3.3.3. Tiền vàng (tiền xu)

Về phương diện kinh tế, bước chuyển đổi từ trao đổi vàng sang sử dụng tiền vàng là một bước tiến hóa chứ không đơn thuần chỉ là một cuộc cách mạng. Bước đột phá chính là sự đồng thuận chia vàng thành các phân thống nhất có thể quản lý với trọng lượng và độ tinh khiết như nhau.

Phát minh ra tiền xu làm cho việc buôn bán thuận tiện hơn và thúc đẩy kinh tế tăng trưởng. Kinh tế phát triển đồng nghĩa với các giao dịch trở nên lớn hơn và việc mang theo hay bảo quản tiền xu cũng trở nên phức tạp. Thói cạo vàng từ tiền xu bắt đầu xuất hiện, mọi người cạo vàng từ cạnh đồng xu và dùng những mẫu đó làm ra những đồng xu khác. Đây là bước khởi đầu làm giảm giá trị tiền tệ. Trước tình hình đó, thiên tài Issac Newton đã đưa ra ý tưởng cán dây thép lên cạnh các đồng xu để có thể dễ dàng phát hiện ra xem đồng xu có bị cạo bớt đi không.⁽³⁾

Trong khi việc cạo đồng xu do các cá nhân thực hiện thì trong khu vực công, tình trạng làm giảm giá trị tiền tệ diễn ra với quy mô lớn hơn nhiều. Chính phủ, đặc biệt là khi có vấn đề về tài chính, sẽ thu hồi tiền xu, nấu chảy ra, cho một lượng kim loại khác vào và đúc lại thành nhiều các đồng xu hơn với hàm lượng vàng ít đi. Việc cạo tiền xu của các cá nhân là trọng tội bị trừng trị bằng án tử hình; việc cạo vàng từ tiền xu của nhà nước (đúc lại tiền) được coi là chính sách tiền tệ; cả hai đều làm cho số lượng tiền đồng tăng lên trong tương quan với hàng hóa, và dẫn đến lạm phát.

Trong quá trình đúc lại tiền chính phủ yêu cầu dân chúng đổi các đồng xu của họ bằng các đồng xu mới kém giá trị hơn không phải là phổ biến. Tuy nhiên, đối với chính phủ, việc quy đổi này giúp họ có thêm một lượng vàng lớn để cất vào két.

Việc đúc lại tiền hay sự giảm giá trị tiền là quá trình giảm dần lượng vàng trong tiền đồng, cho thấy sự hiện diện của một điểm nhận thức về hình mẫu Con Quái vật Lạm phát. Nhưng việc đúc lại tiền là một quá trình mất nhiều thời gian mà không phải lúc nào cũng làm được. Khi điều này xảy ra thì sẽ có thêm một lượng tiền đổ vào hệ

thống, dẫn tới bùng nổ lạm phát. Tuy nhiên, khi giá cả kịp điều chỉnh phù hợp với số tiền mới đúc thì lạm phát cũng sẽ chững lại một lần nữa.

Thậm chí với việc đúc lại tiền thì vẫn không có dấu hiệu nào chứng tỏ Con Quái vật Lạm phát của Ngân hàng Trung ương châu Âu đã ném tiền đồng vào chợ. Việc đúc lại tiền được thực hiện với mục đích làm ra nhiều tiền xu hơn theo định hướng của chính phủ - chứ không phải phát miễn phí cho thị trường. Việc đúc lại tiền xu gây lạm phát do Newton nghĩ ra đã khắc phục tình trạng thâm hụt ngân sách của Anh do hậu quả của chiến tranh với châu Âu tại thời điểm đó; mối liên hệ giữa lạm phát và tài trợ chiến tranh vẫn còn tồn tại cả trong thời đại của chúng ta ngày nay. Điểm mấu chốt được rút ra từ điều này chính là mối liên hệ gần gũi giữa thuế khóa và lạm phát. Cả hai có mối quan hệ mật thiết, lạm phát đại diện cho một hệ thống thuế áp dụng trước đó.

3.3.4. Chứng chỉ vàng

Bước nhảy vọt tiếp theo của sự phát triển tiền tệ có tính cách mạng và xuất hiện cùng với sự ra đời của chứng chỉ tiền gửi vàng. Do nền kinh tế ngày càng được mở rộng, sự giảm giá trị, cao tiền xu và các giao dịch tiền tệ trở nên lớn hơn đồng nghĩa với việc giao dịch bằng tiền vàng cũng khó khăn hơn. Mỗi giao dịch yêu cầu phải đếm, cân và kiểm tra sự nguyên chất và tính xác thực của đồng tiền. Hơn nữa, một vấn đề không bao giờ thay đổi với mọi người chính là vấn đề an ninh, việc cất giấu hàng ngàn đồng sovereign⁽⁴⁾ thực sự là quá khó.

Những vấn đề này dẫn tới sự phát triển của các ngân hàng ký gửi vàng. Các nhóm thương gia cùng nhau lập nên các ngân hàng thương mại bảo quản vàng an toàn tại một nơi tập trung. Chất lượng tiền đúc được kiểm tra mỗi khi có người gửi tiền và người gửi tiền được phát cho tám giấy chứng nhận tiền gửi. Chứng nhận tiền gửi chứng tỏ người đó gửi vàng trong ngân hàng và người có giấy chứng nhận chỉ việc trình tám giấy đó khi đến ngân hàng nếu họ có yêu cầu đổi tám giấy chứng nhận ấy lấy lượng tiền vàng như đã gửi lúc đầu.

Đối với ngành thương mại, sự phát triển các ngân hàng nhận gửi vàng và việc sử dụng chứng chỉ gửi vàng đơn giản giống như một sự thay đổi kỹ thuật về phương thức vàng được luân chuyển giữa các thương gia. Quá trình thay đổi kỹ thuật này lại đưa tới một hệ thống tài chính hoàn toàn mới và đánh dấu sự xuất hiện của những bất ổn tài chính trong thời kì hiện đại.

Các ngân hàng nhận tiền gửi sớm phát hiện ra các thương gia gửi vàng rất hiếm khi quay lại lấy số vàng ấy. Hơn nữa, trong hầu hết thời gian, dòng vàng gửi vào và ra hàng ngày rất nhỏ và có xu hướng bù trừ lẫn nhau. Kết quả là các vị giám đốc ngân hàng thấy mình đang ngồi trên đồng vàng nhàn rỗi.

3.3.5. Chứng nhận gửi vàng và quá trình tạo tín dụng

Rõ ràng mối quan hệ giữa các ông chủ ngân hàng và những đồng tiền nhàn rỗi không thể là mối quan hệ cân bằng ổn định. Sau thời gian ngồi ngắm các đồng vàng nhàn rỗi, các vị giám đốc ngân hàng mưu trí đã nhanh chóng nghĩ ra phương thức kiếm tiền cho mình.

Phương thức ấy như sau: Các vị giám đốc sẽ tự phát hành chứng chỉ gửi vàng của ngân hàng mình và cho các thương gia vay những chứng chỉ đó. Những thương gia này sẽ sử dụng chứng chỉ mới để mua hàng rồi bán lấy lãi. Miễn là mọi việc đều suôn sẻ, các thương gia sẽ vẫn vay chứng chỉ, mua và bán hàng kiếm lợi nhuận, sau đó trả lại cho ngân hàng trước khi có người biết số vàng ấy không còn trong kho nữa. Điều này tất nhiên chưa từng xảy ra trước đây.

Sau hàng loạt các chuỗi giao dịch như vậy, những thương gia tích lũy lợi nhuận rồi độc lập với các ngân hàng và lại quay trở lại để gửi tiền và hưởng “lãi suất”.

Thậm chí, đối với các giao dịch có thời gian kéo dài, các ngân hàng cũng không nhất thiết phải lo lắng. Nếu có thương gia thứ hai mang chứng chỉ gửi vàng đến yêu cầu thu hồi lượng vàng tương đương thì các ngân hàng vẫn có thể trả bằng số vàng nhàn rỗi trong kho. Dòng vàng đi ra sẽ được bù đắp khi vị thương gia thứ nhất trả lại ngân hàng khoản nợ ban đầu.⁽⁵⁾

Chúng ta sẽ xem xét quá trình này kỹ hơn. Lúc ban đầu, số tiền vàng gửi trong ngân hàng có giá trị tương đương số chứng chỉ gửi vàng luân chuyển của nền kinh tế trong tay các thương gia thực sự sở hữu vàng. Sau đó, ngân hàng tạo ra một chứng chỉ vàng khác đưa cho một thương gia khác và các chứng chỉ này cũng được luân chuyển trong nền kinh tế. Khi các khoản nợ này vẫn tồn tại thì sẽ có nhiều chứng chỉ gửi vàng luân chuyển trong nền kinh tế hơn số vàng thực gửi trong ngân hàng. Nhưng ngay khi các khoản nợ được thanh toán, các chứng chỉ vàng sẽ lại cân bằng với số vàng thực trong quỹ dự trữ.

Quá trình này tạo ra hai yếu tố thiết yếu góp phần gây nên bất ổn tài chính. Yếu tố đầu tiên và quan trọng nhất là khi hệ thống này thực sự chiếm lĩnh thị trường, sẽ luôn có nhiều chứng chỉ tiền gửi luân chuyển hơn số vàng thực có trong kho. Các ngân hàng nhận gửi tiền do đó cũng không ở trong tình huống phải chuộc lại tất cả chứng chỉ chưa thanh toán của mình vào một đợt.⁽⁶⁾ Yếu tố thứ hai đóng góp vào sự bất ổn tài chính là cơ chế đóng hay mở các khoản cho vay. Các ngân hàng sẽ mở một khoản cho vay bằng việc phát hành chứng chỉ tiền gửi của họ cho một thương gia, người này sẽ để lại cho ngân hàng một giấy hẹn trả tiền, cam kết trả lại khoản nợ. Tuy nhiên, trong quá trình kinh doanh, rất có thể thương gia đó sẽ nhận được một số khoản thanh toán dưới dạng chứng chỉ tiền gửi từ một ngân hàng khác. Khi các chứng chỉ này được sử dụng để trả các khoản nợ ngân hàng thì sau đó thực tế ngân hàng đang nắm giữ một khoản ghi nợ của ngân hàng khác. Qua thời gian, giữa các ngân hàng sẽ hình thành nên một mạng lưới kết nối các nghĩa vụ nợ lẫn nhau giống như các sợi mì spaghetti.

Vì hệ thống càng ngày càng tiên hóa nên số lượng chứng chỉ tiền gửi do các ngân hàng tạo ra sẽ thực sự vượt quá số lượng vàng đảm bảo đang được dự trữ. Do đó, thậm chí ở chế độ bản vị vàng thì hệ thống tiền tệ cũng chủ yếu được đảm bảo dựa vào các khoản nợ.

3.3.6. Khủng hoảng đối với các ngân hàng nhận gửi vàng

Thật là may mắn vì việc quan sát tính bất ổn tài chính hoạt động trong hệ thống gửi vàng khá dễ dàng. Ví dụ, như hãy tưởng tượng một khoản vay được một thương gia sử dụng để đầu tư cho hàng hóa được

chở bằng tàu và con tàu ấy bị chìm trên biển. Người thương gia (chủ của số hàng mới mua) trước đây đã vay một chứng chỉ tiền gửi của ngân hàng và trao nó cho người thương gia có hàng để mua được số hàng chất đầy tàu. Khi sự kiện đắm tàu xảy ra, người thương gia đầu tiên không có hi vọng gì được trả lại khoản nợ và người thứ hai cũng biết điều này và cũng biết rằng anh ta hiện nay đang nắm giữ một chứng chỉ tiền gửi từ một ngân hàng sắp phải chịu khoản vỡ nợ.

Là một anh chàng cẩn trọng, người thương gia thứ hai chắc chắn sẽ mang tờ chứng chỉ tiền gửi đến ngân hàng và yêu cầu trả vàng lại cho anh ta. Có thể anh ta thậm chí còn kín đáo khuyên vài người bạn chuộc lại bất cứ chứng chỉ tiền gửi nào họ có ở ngân hàng này. Ngân hàng này có lẽ sẽ có đủ vàng để thanh toán cho giá trị khoản vỡ nợ của người thương gia thứ nhất nhưng ngân hàng chưa chắc có đủ vàng trong quỹ để chuộc lại tất cả các chứng chỉ tiền gửi đang tồn tại. Khi lời đồn đại lan ra trong giới thương nhân, họ sẽ đổ tới ngân hàng rút vàng ra nhanh như thác lũ. Trong tình hình có nhiều vàng được rút ra, những người giữ các chứng chỉ tiền gửi còn lại càng thêm hoảng loạn. Nói cách khác, ngân hàng phải chống chịu với hiện tượng rút tiền (mà ở đây là vàng) ồ ạt.

Trước tình trạng trên, tất nhiên các ngân hàng khác sẽ ngừng cho những ngân hàng gặp khó khăn vay và cũng sẽ tìm cách chuộc lại những chứng chỉ tiền gửi mà họ đang nắm giữ của các ngân hàng đang gặp khó khăn. Về phần mình, ngân hàng gặp khó khăn cũng tìm cách để bổ sung cho kho vàng của mình bằng cách đòi đòi thành vàng mọi chứng chỉ gửi vàng được các ngân hàng khác phát hành trong khi vẫn nỗ lực kêu gọi các thương gia trả nợ. Lúc này, các thương gia lại cũng sẽ phải tìm kiếm các nguồn tài chính khác hay nhanh chóng tăng số tiền của mình có bằng cách nhanh chóng bán hàng hóa và tài sản.

Đây không phải là thí nghiệm tư duy trừu tượng; hiện tượng rút tiền ngân hàng ồ ạt theo cách này có thể và đã xảy ra dưới thời kỳ bán vị vàng.⁽⁷⁾ Hơn nữa, hiện tượng rút tiền ngân hàng ồ ạt có thể và thực sự xảy ra trong hệ thống tiền tệ hiện nay của chúng ta. Vào thời điểm ngân hàng Northern Rock sụp đổ, chất lượng tín dụng trong sổ nợ của ngân hàng vẫn rất tốt. Mặc dù vậy, những lo ngại về tín dụng tại các tổ chức khác đã làm cho những người cho vay từ chối cấp tín dụng cho

Northern Rock. Khi tin tức này lan ra, những người gửi tiền bắt đầu xếp hàng dài trên phố để được rút tiền, điều này lại càng làm cho Northern Rock mất đi khả năng vay từ các tổ chức khác.

3.3.7. Quá trình tạo tín dụng trong khu vực tư nhân không tạo ra Con Quái vật Lạm phát

Việc tìm kiếm Con Quái vật Lạm phát giúp chúng ta hiểu một khía cạnh của bất ổn tài chính nhưng vẫn chưa hiểu được Con Quái vật Lạm phát. Thậm chí, dưới một hệ thống ngân hàng có quá nhiều chứng chỉ tiền gửi tồn tại so với số dự trữ trong kho - hệ thống ngân hàng dự trữ như người ta vẫn gọi⁽⁸⁾ - mỗi hóa đơn riêng lẻ vẫn có một cam kết về mặt lý thuyết đối với một lượng vàng đảm bảo nhất định. Do đó, không có lý do nào để Con Quái vật Lạm phát tung những chứng chỉ này vào thị trường.

Trong giai đoạn kinh tế thịnh vượng, khi uy tín của các ngân hàng đang tăng lên, chúng ta sẽ thấy các ngân hàng có xu hướng phát hành nhiều tín dụng hơn. Kết quả, sẽ có nhiều chứng chỉ so với cùng một lượng hàng hóa, và sẽ có lạm phát. Nhưng điều ngược lại cũng đúng, khi niềm tin giảm xuống thì các ngân hàng cũng thận trọng hơn, cắt giảm lượng phát hành chứng chỉ, lượng cung tiền sẽ giảm và giá cả hàng hóa cũng giảm.

Việc nghĩ ra hệ thống tạo tín dụng liên quan phát hành chứng chỉ gửi vàng chính là động lực khuyến đại vòng quay lạm phát và giảm lạm phát, nhưng cuối cùng, các chứng chỉ vẫn bị buộc gắn với số lượng vàng cố định; tính bất ổn của giá cả cũng tăng nhưng vẫn không có xu hướng tăng cao thường trực hơn như chúng kiến thấy trong nền kinh tế ngày nay. Chúng ta có lẽ đã nhìn thấy người anh họ của con quái vật nhưng con quái vật vẫn ẩn náu đâu đó.

3.3.8. Tiền và chống lại tiền

Kinh tế học có truyền thống sử dụng các thuật ngữ vay mượn từ khoa học vật lý; khi nói về quá trình tạo tín dụng trong *khu vực tư nhân*, có một mô hình hữu ích và tương tự trong lý thuyết hiện đại của

ngành vật lý lượng tử. Nhà vật lý học người Đức giành được giải Nobel Werner Heisenberg đã phát hiện rằng tự nhiên không phải lúc nào cũng đi theo định lý bảo toàn năng lượng. Trước phát hiện của Heisenberg thì người ta vẫn tin là năng lượng không hề được tạo ra hay mất đi mà chỉ biến đổi thôi. Heisenberg phát hiện ra rằng trong một thời gian rất ngắn, định luật bảo toàn năng lượng có thể bị vi phạm. Năng lượng được vay mượn trong một khoảng thời gian ngắn và thật kì lạ, năng lượng này có thể được sử dụng để tạo ra các hạt vật chất như chúng ta và nhiều hạt vật chất khác mà trước kia chưa biết đến - còn gọi là phản vật chất. Trong tự nhiên, hóa ra cặp hạt phản vật chất và vật chất có thể vẫn tồn tại, trong một thời gian ngắn và sau đó lại tái kết hợp thành tình trạng không tồn tại. Nó xảy ra nhanh đến nỗi không ai nhận ra.

Quá trình tạo tín dụng trong khu vực tư nhân giống như cặp phản vật chất và vật chất của Heisenberg. Tiền bạc và khoản nợ được tạo thành các cặp, từ không có gì, tồn tại trong một khoảng thời gian và sau đó biến mất khi tái kết hợp. Vay một khoản nợ tạo thành một cặp tiền bạc - khoản nợ, thanh toán khoản nợ sẽ phá hủy một cặp tiền bạc - khoản nợ.

Nhận diện hoạt động của quá trình tạo tín dụng trong khu vực tư nhân qua việc tạo tiền và khoản nợ kết hợp với nhau rất quan trọng ở hai khía cạnh. Đầu tiên, nó giúp lý giải rõ ràng là các ngân hàng tư nhân không phải là đối tượng chịu trách nhiệm đối với lạm phát tiếp diễn lâu dài. Thứ hai là nó giúp làm rõ tại sao các ngân hàng trung ương lại lo lắng nhiều về sự tăng trưởng cung tiền; cung tiền tăng cũng đồng nghĩa với số lượng các khoản nợ tăng và chính các khoản nợ là nguyên nhân gây ra tình hình bất ổn tài chính.

Ngày nay, có một quan niệm sai lầm phổ biến cho rằng quá trình tạo tín dụng của khu vực tư nhân gây ra lạm phát. Sự thật về điều này tinh vi hơn nhiều. Vì tín dụng được tạo ra - khoản nợ cũng tạo ra - lực lạm phát được tạo ra, tuy nhiên khi tín dụng bị co lại - các khoản cho vay trả lại - lực giảm lạm phát lại được tạo ra. Chỉ cần các khoản cho vay đang được phát hành và thanh toán cùng tỉ lệ thì lực lạm phát và giảm lạm phát lại có xu hướng chững lại, làm cho giá cả về trạng thái cân bằng. Tuy nhiên, trong các thời điểm nếu tăng trưởng tín dụng

hoặc suy giảm tín dụng chiếm ưu thế, lạm phát hoặc giảm phát cũng tương ứng xuất hiện. Mở rộng ra, sự phát triển cung tiền mạnh mẽ hiện nay cho thấy rằng sẽ có lạm phát hiện tại và giảm phát trong tương lai (tuy nhiên, hãy thận trọng vì đây không hẳn là bức tranh toàn cảnh). Bất ổn tài chính có thể xuất hiện nếu các hệ thống trong nền kinh tế có xu hướng gây ra tăng trưởng tín dụng quá mức trong một giai đoạn, theo sau là thu hẹp tín dụng quá mức.

Các quá trình có thể tạo ra các chu kỳ tín dụng không phải là một phần của Thuyết Thị trường Hiệu quả; tuy nhiên, một người có thể tưởng tượng những chu kỳ này sẽ phát triển ra sao nếu các cơ chế trong thị trường tài chính có xu hướng làm cho nhiều tổ chức trong nền kinh tế có cùng một động thái tại cùng một thời điểm. Các chương tiếp sẽ thảo luận cách các quá trình tự đặt lệnh tự phát có thể xuất hiện thông qua những ảnh hưởng phản hồi tích cực trong quá trình tạo tín dụng.

Do đó, khủng hoảng tín dụng và áp lực giảm phát trong giá nhà đất hiện nay có thể được cho là kết quả trực tiếp của quá trình tạo tín dụng liên tiếp trong những năm trước. Đây là một hình mẫu do các chu kỳ bùng - vỡ tài sản trong nền kinh tế gây ra.

Câu chuyện tương tự cũng đã xuất hiện vào thời điểm cuộc Đại suy thoái những năm 1930: tín dụng tăng mạnh trong những năm 1920 với sự phát triển của phương thức mua bán trả góp đã gây ra sự thu hẹp tín dụng những năm 1930. Tuy nhiên, điều đáng chú ý là ngày nay, nguyên nhân được chấp nhận phổ biến nhất gây ra cuộc Đại suy thoái là quy trách nhiệm lên các chính sách thị trường thắt chặt quá đáng trong những năm 1930 mà bỏ qua quá trình tăng trưởng tín dụng quá mức những năm 1920.

3.3.9. Khám phá các ngân hàng trung ương - người cho vay cuối cùng

Trước khi chuyển sang sự phát triển của hệ thống đồng tiền pháp định hiện đại, bây giờ là thời điểm thích hợp để bắt đầu suy nghĩ về sự phù hợp với bối cảnh của các ngân hàng trung ương. Như đã lý giải lúc trước, một khi hệ thống ngành ngân hàng thiên về quá trình tạo tín dụng thì hệ thống ngân hàng dự trữ sẽ không còn đủ vàng để chi trả

tất cả các chúng chỉ tiền gửi. Ít nhất, nếu các ngân hàng đóng hết tất cả các khoản nợ còn tồn tại thì điều này đồng nghĩa với việc phải đóng cửa toàn bộ nền kinh tế. Ngoài việc hệ thống nhận tiền gửi hình thành nên một mạng lưới các nghĩa vụ nợ giữa các ngân hàng cũng thực sự trở nên có vấn đề khi các ngân hàng lo lắng về tính an toàn của ngân hàng khác.

Điều này sớm trở nên rõ ràng qua các cuộc khủng hoảng tài chính liên tiếp xảy ra, trong đó quá trình tạo tín dụng mới rất không ổn định. Tuy nhiên, rõ ràng là hệ thống mới này cũng dẫn đến sự tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ, đưa đến sự giàu sang và nâng cao mức sống của người dân. Sẽ không phải là một sự lựa chọn khôn ngoan nếu chúng ta quay trở lại thời kì trước khi xuất hiện các ngân hàng nhận tiền gửi và tạo tín dụng. Quá trình tạo tín dụng đã mở ra một hướng mới cho phát triển kinh tế và thịnh vượng. Xét một cách công bằng, hệ thống ngân hàng mới cho phép mở ra các kênh mà ở đó, rủi ro được tập hợp và chia sẻ; đầu tư mạo hiểm lớn hơn trở nên khả thi. Do đó, tốt hơn hết là chúng ta nên tìm ra cách để chung sống cùng hệ thống mới này hơn là tồn tại mà không có chúng; nhưng cần có giải pháp cho hiện tượng rút tiền ngân hàng ồ ạt.

Để hợp với logic, chúng ta cần thiết lập một hệ thống hỗ trợ những tổ chức gặp khó khăn và một hệ thống khác kiểu tường lửa nhằm ngăn chặn không cho khó khăn của một ngân hàng ảnh hưởng xấu đến cả hệ thống. Câu trả lời chính là một ngân hàng của các ngân hàng - một ngân hàng trung ương. Ngân hàng trung ương sẽ đảm nhận trách nhiệm cho một ngân hàng gặp khó khăn vay trong thời kì xảy ra khủng hoảng. Trong trường hợp một ngân hàng có nguy cơ đổ vỡ do khủng hoảng lòng tin nhưng các cân đối sổ sách vẫn rất khả quan, ngân hàng trung ương có thể hỗ trợ ngân hàng đó cho đến khi những lo lắng của công chúng dịu xuống và việc kinh doanh phục hồi. Nói cách khác, nếu các cân đối sổ sách của một ngân hàng ở trong tình trạng rất xấu, ngân hàng trung ương sẽ buộc ngân hàng đó đóng cửa, đồng thời vẫn giải quyết các khoản nợ theo đúng quy định.

Đối với ngân hàng trung ương, để có thể cứu vớt sự sụp đổ của các ngân hàng thương mại, nó phải có nguồn dự trữ lớn và dồi dào. Nếu cộng đồng tài chính tin ngân hàng trung ương có nguồn quỹ vô tận thì

một khi ngân hàng trung ương tuyên bố sẵn sàng bảo vệ một ngân hàng khác bằng việc đảm nhận tất cả các nghĩa vụ trả nợ thì hiện tượng rút tiền ồ ạt chắc chắn sẽ được khắc phục. Nói cách khác thì nếu cộng đồng cho rằng, ngân hàng trung ương có đủ nguồn dự trữ vàng thì ngân hàng trung ương cũng không cần dùng đến chỗ vàng ấy.⁽⁹⁾

Vai trò của ngân hàng trung ương khi cho các ngân hàng khu vực tư nhân vay được coi là “người cho vay cuối cùng”, sở dĩ như vậy là vì các ngân hàng chỉ cầu cứu hỗ trợ tài chính từ ngân hàng trung ương sau khi tất cả các biện pháp vay mượn khác qua khu vực tư nhân đều không thực hiện được.

3.3.10. Khủng hoảng tài chính xảy ra trong và ngoài chế độ bản vị vàng

Cho đến thời điểm này của câu chuyện, tôi vừa lựa chọn giới thiệu chức năng “người cho vay cuối cùng” và ý tưởng ngân hàng trung ương - người ổn định hệ thống ngân hàng dự trữ bản vị vàng là để đưa ra một số điểm liên quan. Mục đích ban đầu và cơ bản của ngân hàng trung ương là không chống lại lạm phát như nhiều người hiện nay vẫn nghĩ mà thay vào đó là nhằm đảm bảo tính ổn định của hệ thống tài chính. Bất ổn tài chính có thể xảy ra trong bất kì hệ thống tín dụng nào dù nó theo hoặc không theo chế độ bản vị vàng. Có nhiều người biện luận nên quay lại chế độ bản vị vàng, điều này có thể khắc phục những vấn đề hiện nay nhưng sẽ không phải là giai đoạn của sự ổn định tài chính như nhiều người tin tưởng.

Những người ủng hộ việc bãi bỏ ngân hàng trung ương với hi vọng thiết lập trở lại tính ổn định tài chính chắc chắn sẽ thất vọng. Cái gì xuất hiện trước - sự bất ổn tài chính hay ngân hàng trung ương - không phải là một câu hỏi luân quần. Lịch sử chỉ ra khá rõ ràng: sự bất ổn tài chính xuất hiện trước ngân hàng trung ương. Điều này có thể được kiểm định qua các sự kiện sau khủng hoảng năm 1907 xảy ra ở Mỹ trong khi không hề có sự tồn tại của ngân hàng trung ương. Chính cuộc khủng hoảng này minh họa cho sự cần thiết của ngân hàng trung ương và trực tiếp dẫn đến sự hình thành Cục Dự trữ Liên bang.⁽¹⁰⁾ Cuộc khủng hoảng năm 1907 giúp trả lời câu hỏi có đúng ngân hàng trung ương phải chịu trách nhiệm vì thị trường tài chính

không hoạt động theo dự đoán của Thuyết Thị trường Hiệu quả hay không; việc hoạt động sai đã có trước khi ngân hàng trung ương xuất hiện. Tính bất ổn tài chính đòi hỏi sự ra đời của ngân hàng trung ương, chẳng có cách nào khác cả (ít nhất là lúc ban đầu).

Để tái thiết sự ổn định tài chính yêu cầu không chỉ việc trở lại với chế độ bản vị vàng hay bãi bỏ ngân hàng trung ương; nó đòi hỏi việc bãi bỏ của quá trình hình thành tín dụng. Nói cách khác, chúng ta sẽ cần phải đưa nền kinh tế trở lại thời kì xa xưa chưa phát triển. Quá trình tạo tín dụng phải tồn tại và chúng ta phải tìm cách để tồn tại cùng sự bất ổn đi theo nó; có một nền kinh tế không ổn định và phát triển còn hơn là một nền kinh tế ổn định và trì trệ.

3.3.11. Hệ quả không mong đợi - tìm hiểu rủi ro đạo đức⁽¹¹⁾

Chúng ta đã cùng thảo luận và thống nhất rằng bất ổn tài chính tạo nên ngân hàng trung ương và không có cách nào khác nên tôi phải nhanh chóng đưa ra các dự đoán. Việc ra đời chức năng người-cho-vay-cuối-cùng thật không may lại có những hậu quả ngược lại. Đầu tiên, người-cho-vay-cuối-cùng cung cấp cho ngân hàng một nguồn tài chính tiềm tàng để họ có thể dựa vào trong khi xảy ra khủng hoảng. Tất nhiên, điều này có xu hướng làm cho các ngân hàng tự tin hơn và do đó cũng sẵn sàng cung ứng nhiều khoản nợ hơn. Thứ hai, vì người-cho-vay-cuối-cùng được nhìn nhận là bảo đảm cho tất cả các ngân hàng một cách bình đẳng nên người gửi tiền và các thương gia chắc chắn cũng đặt lòng tin vào tất cả các ngân hàng như nhau. Do đó, không có động lực nào khiến những người gửi tiền tìm kiếm các tổ chức an toàn nhất để gửi tiền của họ và cũng không có động lực nào để các thương gia phân biệt giữa chất lượng các chứng chỉ tiền gửi của ngân hàng.

Do đó, sự hiện hữu của ngân hàng trung ương cũng tạo ra một cấu trúc khích lệ sai lầm trong ngành ngân hàng. Người gửi tiền sẽ tìm các ngân hàng đưa ra tỉ lệ lãi suất cao nhất cho khoản tiền gửi của họ và không chú ý đến vấn đề an toàn - cuối cùng, tất cả tiền cũng sẽ được ngân hàng trung ương trả lại kia mà. Tuy nhiên, trong thực tế ngân hàng nào chào mời tỉ lệ lãi suất cao nhất chắc chắn sẽ là những ngân

hàng mạo hiểm với tiền gửi nhiều nhất. Kết quả, sự hiện hữu của người-cho-vay-cuối-cùng lại tạo ra một xu hướng đẩy người gửi tiền tới các tổ chức mạo hiểm nhất. Đây chính là một khía cạnh của vấn đề rủi ro đạo đức.⁽¹²⁾

Một ví dụ dễ hiểu về rủi ro đạo đức là: con bạn chuẩn bị vào đại học và bạn, là một người cha tốt, chắc chắn không muốn con mình lâm vào tình trạng thiếu tiền nên bạn đưa cho con thẻ tín dụng kết nối trực tiếp với tài khoản ngân hàng của bạn. Khi đưa thẻ cho con, bạn nói:

A: Đừng lo, tài khoản lúc nào cũng đầy tiền nhưng con chỉ dùng để thanh toán khi hết tiền thôi nhé.

Hoặc

B: Hãy sử dụng chiếc thẻ khi không còn lựa chọn nào khác. Trong tình hình lạm phát đang tăng cao như thế này, chúng ta không thể muốn tiêu gì thì tiêu đâu!

Câu chuyện này về cơ bản tương tự với các ngân hàng trung ương và hệ thống ngân hàng. Khi khủng hoảng, ngân hàng trung ương giúp bình ổn hệ thống tài chính, đặc biệt nếu mọi người tin ngân hàng trung ương có một cái túi không đáy. Nhưng giữa các cuộc khủng hoảng⁽¹³⁾, sự hiện diện của ngân hàng trung ương lại tạo ra nhiều trường hợp cho vay mạo hiểm hơn và do đó cũng tăng mức vay nợ cao hơn - Friedman có lẽ đúng ở một điểm.

Sự ra đời của ngân hàng trung ương nhằm bình ổn hệ thống tín dụng nhưng sau đó sự hiện diện của nó lại vô tình khuyến khích việc cho vay mạo hiểm hơn và gây bất ổn tài chính.

Sự hiện hữu của ngân hàng trung ương, sẵn sàng đảm bảo cho tất cả các khoản tiền gửi như nhau, sẽ có ảnh hưởng đến việc đặt các tổ chức an toàn hơn, ít bị tác động hơn vào thế bất lợi về thương mại khi so sánh tương quan với các tổ chức kém an toàn hơn. Qua thời gian, các quy định cho vay lỏng lẻo sẽ thay thế cho các quy định cho vay thận trọng và chặt chẽ. Sự xuất hiện của ngân hàng trung ương tạo ra

một cuộc chạy ngược, theo đó các ngân hàng cố gắng để chấp nhận nhiều rủi ro hơn đối thủ của mình.

Ngày nay, hầu hết các ngân hàng trung ương muốn giảm chức năng của người-cho-vay-cuối-cùng của mình bởi việc quảng bá chức năng này chỉ càng làm cho hoạt động cho vay mạo hiểm phát triển. Thật không may, điều này không được nhận thức đầy đủ trong thời gian gần xảy ra cuộc khủng hoảng hiện nay khi Cục Dự trữ Liên bang Mỹ bắt đầu tuyên bố là họ đang áp dụng cái gọi là “mô hình quản lý mạo hiểm”, được tạo ra để ngăn chặn trước sự suy giảm kinh tế.⁽¹⁴⁾

Mô hình quản lý rủi ro hiệu quả được trình bày là: đừng lo lắng, chúng tôi - những người cho vay cuối cùng sẽ hỗ trợ hiệu quả cho bạn trước khi bạn cần phải viện đến chúng tôi. Kết quả là chính sách này đã thực hiện một hành động theo kiểu trao thẻ tín dụng miễn phí cho các ngân hàng thương mại.

3.3.12. Các ngân hàng trung ương và tiền tệ tập trung

Một lần nữa, quy luật hậu quả không mong muốn đã có ảnh hưởng nhất định; các ngân hàng trung ương xuất hiện để bình ổn nền kinh tế, trở thành một phần gây bất ổn. Và một lần nữa, cần phải thực hiện điều gì đó. Câu trả lời là phải kiểm soát các ngân hàng. Cũng như ngân hàng trung ương, các ngân hàng thương mại từ bỏ quyền lợi phát hành các chứng chỉ gửi vàng của mình. Từ giờ sẽ chỉ có một loại chứng chỉ tiền gửi được phép sử dụng và những chứng chỉ này cũng sẽ được chính phủ in, phân phối qua ngân hàng trung ương đến ngân hàng thương mại. Ngoài ra, lượng dự trữ vàng của ngân hàng thương mại sẽ được tập trung tại ngân hàng trung ương.

Tập trung lượng vàng dự trữ lại có ảnh hưởng tích cực đến việc nâng cao vị thế của ngân hàng trung ương, nơi có lượng vàng dự trữ hiện nay lớn đến mức có thể giải quyết được hầu hết tình trạng các ngân hàng bị khủng hoảng. Điều quan trọng là trật tự mới này cho phép ngân hàng trung ương kiểm soát các ngân hàng thương mại và các ngân hàng không còn được cho vay một cách thoải mái nữa. Ngân hàng trung ương sẽ kiểm soát lượng chứng chỉ theo vòng quay và

kiểm soát các hoạt động của mỗi ngân hàng để đảm bảo không có ngân hàng nào lợi dụng chức năng của người cho vay cuối cùng.

Tiêu chuẩn hóa chứng chỉ tiền gửi cũng giúp đơn giản hóa hệ thống tín dụng rất nhiều. Hệ thống mới ngụ ý rằng có thể bình ổn hệ thống ngân hàng và để ngăn chặn vấn đề mới do những rủi ro đạo đức. Người ta nói rằng, trật tự mới là một bước nhảy vọt bất ngờ.⁽¹⁵⁾

3.3.13. Không cần bàn đến vấn đề này nữa

Hệ thống tiền tệ mới có tác động tuyệt vời giúp tìm thấy đầu mối quan trọng để lần theo dấu vết Con Quái vật Lạ phát. Với quyền được nắm giữ toàn bộ lượng dự trữ vàng của toàn bộ hệ thống tiền tệ và phát hành chứng chỉ gửi vàng (tiền), ngân hàng trung ương giờ đây là nơi duy nhất có thể đổi các chứng chỉ này sang vàng. Chính phủ thông qua việc kiểm soát của ngân hàng trung ương, trở thành chủ thể độc quyền in tiền (chứng chỉ gửi vàng) và trao đổi những chứng chỉ này thành vàng thực sự.

Vị thế độc quyền của chính phủ đối với hệ thống tiền tệ đem lại cho nhà nước một sức mạnh mới; khả năng thay đổi lượng vàng sẵn sàng chi trả cho các chứng chỉ trong lưu thông.

Như đã đề cập trước đây, dưới hệ thống cũ, các chính phủ có xu hướng thực hiện các chiến dịch thu hồi và đúc lại tiền vàng. Đây thực sự là một bài tập tịch thu tài sản của người dân: thu lại tiền xu, nấu chảy ra và phát hành lại với lượng vàng thấp hơn. Lượng vàng còn lại được dùng để đúc thêm tiền xu bổ sung đổ vào ngân quỹ chính phủ.

Giống như bài tập về việc tăng thuế, đây là một phi vụ làm ăn kinh khủng. Thật tốn kém và mất thời gian khi nấu chảy kim loại, đóng dấu lại lên đồng tiền và do cũng khá dễ nhận thấy những đồng tiền mới không có giá trị như những đồng tiền cũ nên chính phủ khó lấy được những đồng tiền cũ từ tay những người dân khu khu muốn giữ vàng của mình.

Dưới hệ thống tiền tệ mới, toàn bộ bài tập về tiền xu được thực hiện có vẻ dễ dàng hơn. Hiện nay, chính phủ có thể dễ dàng điều chỉnh

lượng vàng mình sẵn sàng chi trả cho mỗi chứng chỉ (tiền) đang trong lưu thông. Cũng không cần phải thực sự thu lượm và tái phát hành tiền, tất cả mọi việc cần làm chỉ là yêu cầu nghị viện ra một nghị quyết tuyên bố tỉ lệ chuyển đổi sang vàng mới.

Đối với chính phủ, đây là một bước phát triển tuyệt vời. Ví dụ, nếu chính phủ chi tiêu quá nhiều và đang gặp khó khăn trong việc thu đủ thuế của người dân thì chính phủ đơn giản sẽ thông báo một tỉ lệ đổi vàng mới. Buổi sáng tập giấy của bạn có thể đổi được một thỏi vàng thì đến tối, nó chỉ còn một nửa - và bạn thậm chí cũng sẽ chẳng đến ngân hàng để đổi giấy ra vàng làm gì cả. Điều này sau đó sẽ cho phép chính phủ in thêm chút tiền để giải quyết các khoản nợ. Tất nhiên, lượng tiền in thêm đồng nghĩa là hiện nay có nhiều tiền hơn để mua cùng một lượng hàng hóa và dịch vụ nên giá cả có xu hướng tăng. Nói cách khác, giá trị của đồng tiền có xu hướng giảm. Bài tập về việc đúc lại tiền trong thời đại hiện đại như thế này được gọi là sự làm giảm giá trị tiền tệ. Tất cả điều đó nói lên rằng việc dịch chuyển sang hệ thống tiền giấy chuẩn cách tập trung hóa làm cho chính phủ dễ dàng xung công tài sản của người dân hơn thông qua việc phá giá.

Trong khi phá giá trở nên dễ dàng hơn về khía cạnh thực tế áp dụng thì vẫn có những khó khăn về mặt chính trị. Chính phủ hiện nay vẫn bối rối khi tuyên bố việc phá giá đồng tiền, khái niệm vốn chưa bao giờ phổ biến với cộng đồng dân cư hỗn tạp ngoài kia. Thực tế, khó khăn trong việc thông qua chính sách phá giá đã đặt ra một giới hạn có tính nguyên tắc đáng kể lên chính phủ và kết quả là sự phá giá hiếm khi xảy ra. Phá giá trong hệ thống tiền giấy chuẩn vàng đưa chúng ta đến gần với Con Quái vật Lạm phát hơn, nhưng chúng ta vẫn chưa nắm rõ về lạm phát liên tục, hiện tượng rất phổ biến hiện nay.

Hãy lưu ý là thậm chí đến giờ, chúng ta vẫn chưa thấy có dấu hiệu nào của việc Con Quái vật Lạm phát ném tiền cho không vào thị trường.

3.3.14. Tiến gần con quái vật

Bước tiếp trong câu chuyện là sự dịch chuyển của chế độ bản vị vàng sang cái gọi là tiền tệ “pháp định”. Việc này diễn ra ở nhiều quốc

gia khác nhau tại nhiều thời điểm khác nhau. Nhiều quốc gia đã bỏ qua rồi lại quay lại chế độ bản vị vàng. Sự giã từ chế độ bản vị vàng diễn ra ở Đức vào những năm 1920 phần lớn do những hậu quả của hiệp ước hòa bình áp đặt lên nước Đức vào giai đoạn cuối Chiến tranh Thế giới lần thứ nhất được trình bày trong cuốn “Những hậu quả kinh tế của hòa ước”⁽¹⁶⁾. Sau Chiến tranh Thế giới lần thứ nhất, chính phủ Đức nỗ lực vực lại nền tài chính bằng cách in thêm tiền. Tuy nhiên, với mục đích của câu chuyện này thì bước tiếp theo sẽ không tập trung vào bước chuyển đổi của Đức sang đồng tiền pháp định mà tập trung vào bước chuyển đổi của Mỹ.

3.3.15. Bretton Woods và chế độ bản vị vàng toàn cầu

Câu chuyện chuyển đổi của Mỹ từ chế độ bản vị vàng sang đồng tiền pháp định cũng bắt đầu với hai cuộc Chiến tranh Thế giới. Như Keynes dự đoán, hậu quả của hiệp ước hòa bình sau Chiến tranh Thế giới lần thứ nhất thật thảm khốc. Hiệp ước này góp phần gây nên vỡ nợ của nước Đức, siêu lạm phát và sự sụp đổ của nền kinh tế. Do đã được chứng kiến những sự kiện này trước đây, kịch bản hậu Chiến tranh Thế giới lần thứ hai khá khác biệt so với những gì xảy ra sau Chiến tranh Thế giới lần thứ nhất. Ở thời điểm này, các mục tiêu chính sách nghiêng về phía tái xây dựng hơn là trừng phạt. Một yếu tố chủ chốt của chính sách tái xây dựng là đảm bảo một định chế tiền tệ toàn cầu ổn định và giúp tái kiến thiết cơ sở hạ tầng kinh tế. Cấu trúc của hệ thống tiền tệ sau Chiến tranh Thế giới thứ hai được quyết định trong một hội nghị ở khu nghỉ mát Bretton Woods của Mỹ ngay trước khi chiến tranh kết thúc. Cấu trúc rất đơn giản: tất cả tiền tệ chính sẽ được định giá cố định với đồng đô-la Mỹ. Giá trị của đồng đô-la Mỹ tới lượt mình sẽ lại cố định ở mức 35 đô-la/Ounce⁽¹⁷⁾ vàng. Sự kết hợp của việc làm cho tiền tệ chống lại đồng đô-la và tất cả đồng đô-la đều chống lại vàng một cách hiệu quả làm cho hệ thống tiền tệ thế giới rơi vào hệ thống tiền tệ chế độ bản vị vàng đã được thống nhất.⁽¹⁸⁾

3.3.16. Bretton Woods - bên bờ cuộc chiến cuối cùng

Hệ thống Bretton Woods đã hoạt động hiệu quả trong vài thập kỉ giúp thúc đẩy quá trình tái công nghiệp hóa nhanh của cả châu Âu và

Nhật Bản.⁽¹⁹⁾

Đến cuối những năm 60, quá trình tái công nghiệp hóa của các quốc gia khác đã thành công đến mức vị thế thương mại giữa Mỹ và các nước còn lại trên thế giới bị đảo ngược; giờ đây Mỹ đang nhập khẩu nhiều hơn xuất khẩu. Kết quả là Mỹ phải chịu nhập siêu so với các nước còn lại trên thế giới, điều này có nghĩa rằng đang có một luồng chảy đồng đô-la ròng của Mỹ đến các nước còn lại trên thế giới.

Dòng tiền tệ và thương mại mất cân bằng này có xu hướng làm giảm giá trị của đồng đô-la Mỹ. Tuy nhiên, dưới hiệp định Bretton Woods, các quốc gia ngoại trừ Mỹ bị buộc phải cố định giá trị tiền tệ so với đồng đô-la. Để giữ tỷ giá này cố định, các chính phủ nước ngoài bị buộc phải đảo chiều cho thặng dư thương mại về Mỹ. Minh chứng cho sự khác biệt này có thể được chỉ ra như sau, nếu các đồng tiền của các quốc gia châu Âu được duy trì cố định so với đồng đô-la Mỹ thì với mỗi đồng đô-la sử dụng cho hàng hóa của châu Âu, châu Âu sẽ phải sử dụng lượng đô-la tương tự để tiêu một vài thứ ở Mỹ - đó chính là khoản nợ của chính phủ Mỹ.⁽²⁰⁾

Trong khi chính phủ nước ngoài tiếp tục tăng tích lũy đồng đô-la thì chính phủ Mỹ lại càng lún sâu vào nợ nần do cuộc chiến ở Việt Nam.

Với chính phủ Mỹ, chi phí cho chiến tranh là một khoản rất tốn kém và chỉ có thể được bù đắp theo ba cách:

Đánh thuế người dân cao hơn;

Đi vay tiền;

Phá giá tiền tệ (chính phủ in thêm tiền cho mình).

Tất nhiên lựa chọn thứ hai - đi vay tiền - chỉ là một phương pháp trì hoãn việc đánh thuế và phá giá. Vì chiến tranh Việt Nam đang diễn ra nên uy tín của chính phủ đang giảm xuống trong khi chi tiêu lại tăng, điều đó làm cho lựa chọn đánh thuế không thích hợp về mặt chính trị.

Vì thế, những năm 1960, rõ ràng chính phủ Mỹ phải lên kế hoạch in tiền để chi trả cho khoản nợ của mình. Các chính phủ nước ngoài, những người chủ nợ của chính phủ Mỹ bắt đầu nhận thức được điều gì sắp xảy ra; Mỹ sẽ phải phá giá tiền tệ của mình, phá bỏ tỷ giá cố định 35 đô-la/Ounce vàng.

3.3.17. Đã đến lúc đối mặt với quái vật lạm phát

Cùng với việc các chính phủ nước ngoài tích lũy dự trữ nhiều đô-la Mỹ và chính phủ Mỹ in thêm tiền, các nhà kinh tế học bắt đầu nói về tình trạng “Thặng dư đô-la”.⁽²¹⁾ Trong khi lượng đô-la đang tăng thì lượng vàng của quỹ dự trữ Mỹ lại không hề tăng. Kết quả của tất cả những điều này dẫn đến việc rút tiền ồ ạt với một tỉ lệ chưa từng thấy trước đây. Vì rõ ràng là chính phủ Mỹ không còn coi trọng khả năng chuyển đổi của đồng đô-la thành vàng và một số chính phủ nước ngoài có thông tin tốt hơn, những nước là chủ nợ của Mỹ, đã quyết định đổi các đồng tiền họ đang nắm giữ thành vàng.

Tổng thống Mỹ Richard Nixon biết rằng yêu cầu chuyển đổi dự trữ của nước ngoài thành vàng có thể dẫn tới rút tiền ồ ạt khỏi ngân hàng dưới dạng các yêu cầu chuyển đổi dồn dập xuất hiện và cuối cùng thì chính phủ Mỹ cũng sẽ không thể trả tiền đúng như hứa hẹn. Nixon đã phải đối mặt với lựa chọn lấy quỹ dự trữ vàng của Mỹ ra để đáp ứng những yêu cầu đầu tiên và sau đó không thực hiện những yêu cầu sau hay đơn giản là từ chối tất cả các yêu cầu chuyển đổi. Nixon đã có một lựa chọn hợp lý; ông vẫn giữ vàng và ngay lập tức chọn phá giá tiền tệ. Vào ngày 15 tháng 8 năm 1971, Nixon tuyên bố đóng cửa sổ vàng; đồng đô-la Mỹ không còn là chứng chỉ gửi vàng nữa. Và vì hiệp ước Bretton Woods cố định tất cả các loại tiền tệ khác thành vàng qua đô-la, các nước còn lại cũng từ bỏ chế độ bản vị vàng.

Sự đóng cửa cửa sổ vàng Mỹ và sự kết thúc việc chuyển đổi đô-la thành vàng mở đầu cho một chế độ tiền tệ hoàn toàn mới. Việc phá giá trước đây đã lập một tỉ giá chuyển đổi giữa tiền và vàng mới thấp hơn nhưng dưới sự thỏa thuận sau năm 1971, việc chuyển đổi tiền thành vàng cũng được bãi bỏ hoàn toàn.

Đây đúng là một kỳ công của Nixon, giờ đây nó cho phép các khoản nợ của Mỹ sẽ được bù đắp chỉ đơn giản bằng việc in thêm tiền. Và nếu không việc cố định tiền với vàng thì cũng không cần chính phủ phải thông báo về sự mất giá của tiền tệ nữa. Thay vào đó là việc phá giá không qua tuyên bố sẽ được áp dụng. Chế độ tiền tệ hiện đại đã được sử dụng và do đó Con Quái vật Lạm phát cũng được sinh ra. Hiện nay các chính phủ tự do in thêm tiền khi có nhu cầu.

3.3.18. Tiền tệ, phản tiền tệ và đồng tiền pháp định

Chế độ tiền tệ mới không có tỷ giá trao đổi với vàng được gọi là đồng tiền pháp định. Sự chuyển đổi từ tiền tệ đảm bảo bằng vàng trước kia tới một đồng tiền không cố định giá bằng vàng thể hiện sự thay đổi trọng yếu trong cấu trúc tài chính của chúng ta.

Phát minh ra các ngân hàng ký gửi vàng và sau đó là sự phát triển thành các ngân hàng dự trữ tạo ra quá trình tạo tín dụng đầu tiên. Các ngân hàng cũng có thể tạo ra tiền qua việc in và kinh doanh các chứng nhận tiền gửi một cách đơn giản. Nhưng đối với từng chứng nhận tiền gửi được ngân hàng phát hành đồng thời cũng tạo ra một khoản nợ tương ứng (tiền tệ- phản tiền tệ). Sự xuất hiện của đồng tiền pháp định cho phép một cơ chế hoàn toàn mới trong việc tạo tiền. Hiện nay, chính phủ tự cho mình quyền tạo tiền mà không có bất cứ nghĩa vụ nợ tương ứng nào; vì không cần lời hứa chuyển đổi từ tiền in thành vàng nên không còn khoản nợ nào liên quan đến việc in ra số tiền đó nữa.

Hiện nay, chúng ta đã chỉ ra được Con Quái vật Lạm phát, một con quái vật có thể làm trò ảo thuật lấy tiền từ không khí mà không phải chi trả bất cứ cái gì. Thậm chí, chúng ta cũng có thể cho con quái vật ấy một cái tên và một ngày sinh nhật nếu chúng ta cảm thấy sẵn sàng. Nhưng thậm chí con quái vật này cũng không phải con quái vật trong bộ phim hoạt hình của Ngân hàng Trung ương châu Âu. Con quái vật này không đi lang thang trên phố mà tung tiền cho toàn bộ nhân dân; nó ở trong chuồng hay trong lòng nhà nước và sử dụng dành riêng để in tiền cho chính phủ.

Điều này mang lại cho chúng ta một bí mật mờ ám nhỏ của ngân hàng trung ương. Con Quái vật Lạm phát là một phần của chính

phủ và ngân hàng trung ương cũng là một phần của chính phủ. Ngân hàng trung ương và Con Quái vật Lạm phát không phải là một thực thể giống nhau nhưng chúng là anh em họ của nhau.

3.3.19. Từ nhà máy in tiền đến con lốc giá cả

Trong một thời gian, có vẻ như việc Nixon bãi bỏ cố định tiền với trị giá của vàng và sự kéo theo của tỷ giá cố định đã đem đến cho chính phủ cả một “đài phun” tài sản. Đối với một số chính phủ, định chế mới này giống như việc thả cá vào trong nước. Chính phủ Anh chứng minh bản thân họ rất lão luyện với nhà máy in. Những người Đức đã từng xem qua kịch bản in tiền trước kia nên họ biết rằng điều đó nhanh chóng chuyển từ hài kịch sang bi kịch và cố gắng để không bị nhà máy in tiền “cắm dõ”. Một số chính phủ cho in nhiều tiền hơn và áp dụng điều này để tăng chi tiêu cho họ. Khoản chi tiêu thêm của Chính phủ đẩy giá cả cao lên và giảm sức mua trong đồng lương của người dân. Nhân công đòi mức lương cao hơn, các công ty đáp ứng mức lương cao bằng cách đẩy giá cả cao lên. Giá cả cao sau đó lại làm giảm sức mua của chính phủ, chính phủ lại in thêm tiền để tiêu.

Sau một vài năm, cơn lốc lạm phát này trở nên rõ ràng đến mức giá cả đã ảnh hưởng xấu đến thành tựu kinh tế. Giới kinh doanh không thể dự đoán chắc chắn chi phí hay doanh thu được và do đó họ cắt giảm khoản đầu tư; các nền kinh tế đình trệ trong khi lạm phát tiếp tục không được kiểm soát - tình hình lạm phát đình đốn phát sinh.

Việc chuyển đổi từ tiền bản vị vàng sang hệ thống đồng tiền pháp định đã thay đổi các quy luật của kinh tế; hiện nay có thể xảy ra tình trạng kinh tế tăng trưởng thấp trong khi lạm phát cao tại cùng một thời điểm.

3.3.20. “Uống ít thôi các Ngài!”

Sự ra đời của đồng tiền pháp định đem lại cho chính phủ chìa khóa để tiếp cận được ngân đò ồng tiền tệ, cho phép chèn chén say sưa trên tài sản của nhân dân. Tuy nhiên, sự nguy hại về mặt kinh tế do cơn lốc giá cả gây ra không thể xử lý tức thời được.

Có hai giải pháp cho vấn đề lạm phát. Đầu tiên là chính phủ bắt đầu chấp nhận rằng họ nên và sẽ phải cân bằng ngân sách, đưa các khoản chi về cùng với mức doanh thu thuế. Thứ hai, các ngân hàng trung ương được giao trách nhiệm mới kiểm soát lạm phát. Việc thực hiện như sau: nếu chính phủ bắt đầu tạo lạm phát bằng việc in tiền thì ngân hàng trung ương sẽ phản ứng lại bằng cách tăng tỉ lệ lãi suất. Điều này sẽ làm tăng chi phí đi vay của các công ty khu vực tư nhân và hộ gia đình. Do đó, các ngân hàng thương mại sẽ giảm việc cho vay của mình - lượng tiền in tăng lên có thể bù lại bằng việc giảm quá trình tạo tín dụng trong khu vực tư nhân. Sự dàn xếp này tạo ra một quy trình hợp lý trong chính phủ. Hiện nay, chính phủ hiểu nỗ lực tăng nguồn thu qua áp lực in tiền sẽ vô ích vì nó dẫn đến khởi đầu của một cuộc suy thoái do tỉ lệ lãi suất tăng cao, sau đó sẽ giảm nguồn thu của chính phủ.

Có lẽ sẽ hữu ích khi nghĩ đến sự dàn xếp mới này giữa chính phủ và ngân hàng trung ương là điều gì đó khá giống với mối quan hệ giữa một người chủ say sưa thường xuyên và một tên đầy tớ trung thành. Trong một khoảnh khắc chuệnh choáng say, người chủ nhà đưa chìa khóa hầm rượu cho tên đầy tớ, hướng dẫn anh ta liều lượng đồ uống sau này của mình. Hiện nay người đầy tớ mắc kẹt trong vai trò kiểm soát người chủ và kẻ làm thuê cho ông ta. Để thể hiện nhiệm vụ này, người đầy tớ phải được bảo vệ đầy đủ để thực hiện yêu cầu uống rượu của ông chủ - người đầy tớ phải được độc lập. Tương tự, giám đốc ngân hàng trung ương phải có đủ sức mạnh và độc lập khỏi chính phủ để có thể thi hành kỉ luật với chính phủ và để chống lại nỗ lực in tiền quá nhiều. Cũng vì lý do này mà một ngân hàng trung ương cần phải không thuộc quyền kiểm soát về mặt chính trị của chính phủ.

Trong khuôn khổ vận hành chính trị hiện đại, ngân hàng trung ương cần độc lập để có thể áp đặt các yêu cầu tế nhị và đôi khi, cao hơn cả sự kiểm soát dân chủ.

3.3.21. Một lối bỏ sót hay ủy thác⁽²²⁾

Việc phát hành đồng tiền pháp định dẫn đến sự ra đời của Con Quái vật Lạm phát, thay đổi cách hệ thống tiền tệ của chúng ta vận

hành và cách mạng hóa vai trò của ngân hàng trung ương. Trong trang giáo dục trên website của Ngân hàng Trung ương châu Âu chiếu phim Con Quái vật Lạ phát, cũng có một tập tài liệu nhỏ 90 trang dành cho giáo viên dạy các chủ đề về tiền tệ. Một phần của tài liệu chứa lịch sử của tiền tệ. Giống câu chuyện của tôi, câu chuyện này cũng từ sự trao đổi hàng hóa lấy vàng, sau đó là đến tiền đồng vàng và tiền giấy. Nhưng khi nói về câu chuyện của đồng tiền pháp định thì lịch sử bị cắt ngắn đi; tất cả như sau:

Hệ thống Bretton Woods sụp đổ vào năm 1971 và từ đó đến nay tiền tệ của các nền kinh tế chính thuận túy duy trì ở chế độ đồng tiền pháp định.

Không cần lý giải thêm về đồng tiền pháp định nữa. Mặc dù đặc trưng của đồng tiền pháp định tạo ra quá trình lạm phát thì thật không may là đồng tiền pháp định không được lý giải tốt hơn và hiểu rộng hơn.

Đối với một vị thống đốc ngân hàng trung ương cấp cao, trong một khoảnh khắc thật thà hiếm có thì chủ tịch của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ hiện nay đã lý giải sự liên kết giữa đồng tiền pháp định và lạm phát bằng ý rõ ràng sau:

Một câu tục ngữ nhỏ có thể trở nên hữu ích: Ngày nay một Ounce vàng bán ra được trên dưới 300 đô-la. Hãy giả sử có một nhà giả kim hiện đại giải quyết được một vấn đề muôn thủa là tìm ra một cách để tạo ra số lượng vô hạn vàng mới mà không tốn chi phí. Hơn nữa, phát minh của anh ta được công bố rộng rãi và được kiểm định về mặt khoa học, anh ta tuyên bố ý định bắt đầu sản xuất một lượng vàng lớn trong nhiều ngày. Điều gì sẽ xảy ra với giá vàng? Có lẽ lượng vô hạn vàng giá rẻ sẽ làm cho giá cả thị trường vàng biến động. Thực tế, nếu thị trường vàng có hiệu quả ở một mức nào đó thì giá cả vàng sẽ giảm ngay lập tức sau khi có tuyên bố phát kiến này, trước cả khi nhà giả kim sản xuất được và bán ra thị trường một au-xơ vàng.

Điều cần thực hiện với chính sách tiền tệ ra sao? Cũng giống vàng, đồng đô-la Mỹ có tăng giá trị chỉ khi có giới hạn nghiêm ngặt

ở mức cung. Nhưng chính phủ Mỹ có một công nghệ gọi là máy in (hay ngày nay tương đương về mặt điện tử), cho phép sản xuất ra nhiều đồng đô-la như mong đợi mà không tốn chi phí. Bằng việc tăng số lượng đô-la Mỹ trong lưu thông hay thậm chí chỉ cần qua việc đưa ra tuyên bố sẽ làm như vậy, chính phủ Mỹ cũng có thể giảm giá trị của một đồng đô-la so với hàng hóa và dịch vụ, tương đương với việc tăng giá cả đồng đô-la của những hàng hóa và dịch vụ đó. Chúng ta kết luận là dưới hệ thống tiền giấy, một chính phủ quyết đoán có thể luôn tạo ra mức chi tiêu cao hơn và do đó lạm phát cũng tích cực.

Tất nhiên, chính phủ Mỹ sẽ không in tiền và phân phối mà không có mục đích.⁽²³⁾

Những phát biểu này là vào năm 2002. Hiện nay, sau vài năm bội chi, lượng vàng bán ra là gần 1000 đô-la một Ounce. Sự chuyển tiếp giữa lạm phát và bội chi hiện nay vẫn rất nhiều.

Cần phải nhận thấy rằng, hệ thống đồng tiền pháp định mới này chỉ được đưa vào hoạt động từ năm 1971. Hơn nữa, những vấn đề lạm phát liên quan đến loại bỏ việc cố định tiền với vàng không làm tăng giá ngay lập tức và các ngân hàng trung ương có gần bốn thập kỉ kinh nghiệm tìm hiểu cách tốt nhất điều chỉnh nhiệm vụ mới của họ với vai trò những cảnh sát tiền tệ lạm phát và cách kết nối nhiệm vụ đó với nhiệm vụ hiện có của họ trong đảm bảo sự ổn định của hệ thống ngân hàng dự trữ tiền mặt của khu vực tư nhân.

3.3.22. Nhận xét bên lề - về lạm phát và thuế khóa

Hiện nay, tất cả các ngân hàng trung ương đều có mục tiêu về lạm phát rất tương đồng, dù nói ra hay không, và có xu hướng hội tụ ở một mức tăng giá hàng hóa và dịch vụ khoảng 2% một năm. Có nhiều lý do để coi mục tiêu này như một con số tích cực hơn là sự bình ổn giá cả hoàn hảo với mức lạm phát 0% mỗi năm.

Một lý do nữa đối với mục tiêu lạm phát tích cực này liên quan tới một ảnh hưởng được gọi với cái tên tính cứng nhắc của giá danh nghĩa, ngụ ý mọi người không thích giảm giá đặc biệt là khi giá cả này

là lương của họ. Tuy nhiên, một số nghề có mức giá trị giảm so với thời gian và có tỉ lệ lương giảm so với những ngành khác. Thực tế, việc giảm lương trong thời gian cụ thể dễ dàng hơn khi nói với ai đó rằng anh ta bị cắt giảm lương bằng việc vẫn giữ một số mức lương cố định trong khi mức lương trung bình tăng lên. Một lý do khác để tìm kiếm tỉ lệ lạm phát trung bình tích cực là vì điều này có nghĩa là tỉ lệ lãi suất thường cao hơn mức trung bình, giúp ngân hàng trung ương kiểm soát các chu kỳ tín dụng dễ dàng hơn; tỉ lệ lãi suất cao giúp các ngân hàng trung ương có nhiều lựa chọn để giảm tỉ lệ lãi suất khi quyết định cần kích thích hoạt động kinh tế bằng việc khuyến khích nhiều khoản cho vay hơn.⁽²⁴⁾ Lý do thứ ba đối với mục tiêu lạm phát tích cực như đã nói đến là nó cho phép đánh thuế thuận tiện hơn và không gặp nhiều phản đối - như Jean Baptiste Colbert đã nói: Nghệ thuật của việc đánh thuế nằm ở chỗ nhỏ được nhiều lòng trong khi chú ngỗng ít kêu nhất.

Hệ thống thuế hiện đại vô cùng hiệu quả. Đầu tiên, bạn đóng thuế khi bạn kiếm ra tiền (thuế thu nhập) và sau đó là khi bạn tiêu dùng (giá trị gia tăng hay thuế tiêu dùng). Giữa việc bạn kiếm ra cái gì sau khi đóng thuế, và việc bạn sử dụng cái gì vẫn thường có một chút còn lại, chúng ta gọi là khoản tiết kiệm và nếu không có lạm phát thì chính phủ có thể thấy rất khó giúp chính bản thân mình có nguồn thu từ khoản ở giữa này. Tuy nhiên, khi xảy ra tình trạng lạm phát thì việc đánh thuế đối với khoản tiết kiệm trở nên khả thi. Khi có tỉ lệ lạm phát tích cực sẽ làm tăng giá tài sản và việc tăng giá này có thể được chuyển đổi thành các khoản doanh thu vốn và các biên lai thuế bất động sản. Thậm chí, điều quan trọng hơn là lạm phát cao hơn thúc đẩy lãi suất tăng và chính phủ có thể đánh thuế thu nhập vào khoản thu trên lãi suất (ta gọi là lợi tức). Chúng ta cùng xem xét những ví dụ sau:

Lạm phát là 0% một năm và tỉ lệ lãi suất thực là 2% một năm.

Bạn có thể kiếm được tổng cộng là:

0% + 2% = 2% lãi suất

Trong khoản đó, chính phủ lấy một phần khiêm tốn là 40%, nên tất cả bạn kiếm được 1,2% lãi suất một năm, sau thuế. Không nhiều lắm nhưng ít nhất thì cũng là khoản dương.

Giờ giả sử lạm phát là 2% một năm và tỉ lệ lãi suất vẫn là 2%. Bạn kiếm được khoản tiết kiệm là 4%. Chính phủ chiếm 40% trong đó, để lại cho bạn khoản lãi suất sau thuế là 2,4% mỗi năm. Điều này hay hơn: bạn kiếm được nhiều gấp đôi.

Thêm một bước nữa với tỉ lệ lạm phát là 4% và tỉ lệ lãi suất thực vẫn là 2%. Giờ thì khoản lãi suất trước thuế của bạn là 6% và tỉ lệ sau thuế là 3,6% - thậm chí còn nhiều hơn. Đối với chính phủ thì thuế tăng từ 0,8% đến 1,6% và cuối cùng là 2,4% một năm. Mọi người đều có lợi.

Mọi người đều có lợi, cho đến khi bạn bắt đầu nghĩ đến việc phải trừ đi lạm phát. Và thực sự tỉ lệ bạn nhận được giảm từ 1,2% từ ví dụ đầu xuống còn 0,4% ở ví dụ sau và còn -0,4% ở ví dụ sau cùng.

Giữa hai lưới kéo thuế và lạm phát thì tỉ lệ lạm phát khiêm tốn nhất cũng có thể đạt được hiệu quả trong việc chuyển giao tất cả hay hơn tất cả các khoản lợi tức kiếm được lãi suất từ các khoản tiết kiệm của dân chúng cả sang chính phủ.⁽²⁵⁾

Khả năng in tiền vô hạn cho phép chính phủ trả *bất cứ* khoản nợ nào;⁽²⁶⁾ chính phủ có thể chọn trả lại khoản nợ của mình, hay muốn trả cả các khoản nợ của khu vực tư nhân. Tuy nhiên, trả nợ qua nhà máy in không bao giờ là một bữa trưa miễn phí, nó tạo ra lạm phát không vãn hồi được về lâu dài. Nếu chính phủ sử dụng khoản này để trả nợ thì sau đó lạm phát sẽ tạo ra dòng chuyển đổi sức chi tiêu và tài sản từ khu vực tư nhân sang khu vực nhà nước cũng như một dạng đánh thuế. Tuy nhiên, nếu chính phủ in tiền để trả lại hay trợ cấp khoản nợ của khu vực kinh doanh tư nhân thì hậu quả sẽ là quá trình tái phân phối tài sản và sức mua trong khu vực tư nhân.⁽²⁷⁾

Nếu mọi người chấp nhận đánh thuế là cần thiết thì chẳng có gì sai khi sử dụng cơ chế lạm phát để tạo ra thu nhập thuế, dù sẽ hay hơn nếu cơ chế này không được đông đảo mọi người hiểu rõ hơn.

Một hậu quả khác nữa của đồng tiền pháp định là qua việc in tiền, ngân hàng trung ương có thể thoải mái tiếp cận với khoản dự trữ vô tận và do đó, quỹ dự trữ của ngân hàng trung ương không bao giờ cạn kiệt (tiền nội tệ). Tương tự, một chính phủ cũng không bị vỡ nợ miễn là chính phủ ấy chỉ vay mượn bằng chính đồng tiền của nước mình. Sự chuyển dịch từ chế độ bản vị vàng sang đồng tiền pháp định làm cho tài chính chính phủ và ngân hàng trung ương trở nên không thể vỡ nợ. Chính việc không thể vỡ nợ này sẽ phát huy rất nhiều tác dụng, đặc biệt là trong khi có khủng hoảng nhưng nó cũng xóa bỏ một điều chủ chốt, đó là nguyên tắc tài chính.

Keynes là người nhấn mạnh câu chuyện về lạm phát và thuế khóa hơn ai hết:

Lê-nin đã tuyên bố rằng cách tốt nhất để xóa bỏ Hệ thống Tư bản là xóa bỏ hệ thống tiền tệ. Qua việc liên tục cho phép quá trình lạm phát, chính phủ có thể sung công một cách kín đáo, âm thầm một phần tài sản của người dân. Bằng cách này, họ không chỉ sung công mà còn có thể sung công một cách chuyên quyền và trong khi quá trình này làm nhiều người dân bị bần cùng hóa thì thực chất nó cũng làm giàu cho nhiều người. Viễn cảnh của tái sắp xếp một cách chuyên quyền những người giàu không chỉ là vấn đề an ninh mà còn là sự tin tưởng vào tính công bằng của sự phân phối tài sản hiện nay. Đối với những người được hệ thống mang lại của trời cho ngoài mong muốn và thậm chí là vượt xa với mong ước của họ thì trở thành “ngư ông đắc lợi”, là giai cấp tư sản - những người bị lạm phát làm cho bần cùng hóa, không hơn gì giai cấp vô sản. Vì lạm phát tăng và giá trị thực của tiền tệ thay đổi rất nhiều từ tháng này qua tháng khác nên tất cả mối quan hệ bền vững giữa chủ nợ và con nợ - tạo ra nền tảng cơ bản của chủ nghĩa tư bản - sẽ trở nên rối loạn và hầu như là vô nghĩa; và quá trình làm giàu thoái hóa thành một trò cờ bạc, số xó may rủi.

Chắc chắn Lê-nin nói đúng. Không có gì mờ mịt và chắc chắn hơn khi chuyển giao nền tảng cơ bản của xã hội bằng việc xóa bỏ hệ thống tiền tệ. Quá trình này ràng buộc tất cả các lực lượng giấu mặt của quy luật kinh tế phá hủy và đó cũng là một cách mà một triệu phú cũng không thể đoán trước được.⁽²⁸⁾

3.4. Vẫn còn loại cầu khác — quản lý cầu

Đến giờ, chúng ta đã thảo luận vai trò của ngân hàng trung ương trong việc bảo đảm cho thị trường tín dụng, là người cho vay cuối cùng và kiểm soát lạm phát như cảnh sát của nhà máy in tiền; để hoàn thành nhiệm vụ miêu tả công việc của thống đốc ngân hàng trung ương hiện đại, chúng ta phải thảo luận vai trò của việc quản lý cầu. Trong một bản tóm tắt, việc quản lý cầu có nghĩa là kiểm soát chính sách tiền tệ và thuế khóa theo cách giống như để làm giảm hay giảm thiểu ảnh hưởng của suy thoái kinh tế. Thực tế thì điều này có nghĩa là khi kinh tế trì trệ ở mức không chấp nhận được, người ta trông đợi chính phủ thúc đẩy kinh tế qua biện pháp cắt giảm thuế và tăng chi tiêu công - trong khi ngân hàng trung ương được kì vọng cắt giảm lãi suất để khuyến khích chi tiêu qua đi vay nhiều hơn.

Nhiệm vụ của quản lý cầu hiện nay trở thành một phần của công việc được kỳ vọng vào ngân hàng trung ương và đa dạng hóa các vai trò của nó. Ở Mỹ, Cục Dự trữ Liên bang, dưới sự lãnh đạo của Alan Greenspan, có vẻ như đã đảm nhận vai trò của người quản lý cầu rất nhiệt tình trong khi ở châu Âu, các vị thống đốc ngân hàng trung ương hướng tới mục tiêu này một cách khá âm thầm.

Để hiểu việc quản lý cầu hiện đại là gì và nó phát triển ra sao, một lần nữa chúng ta lại phải quay lại những triết lí của Keynes và cuộc Đại suy thoái. Những năm hai mươi sôi động (Roaring Twenties) ở Mỹ là một giai đoạn kinh tế phát triển đáng chú ý: xe ô tô, radio, dụng cụ gia đình và máy móc dùng cho nông nghiệp được phát triển và bán ra thị trường. Những hàng hóa mới này rất hữu dụng và có thời gian sử dụng lâu nhưng đối với nhiều người thì giá cả quá cao là một chướng ngại không thể vượt qua khi mua hàng. Giải pháp cho vấn đề này là dàn xếp mua trả góp - tín dụng khách hàng ra đời.

Sự phát triển của tín dụng khách hàng giúp khách hàng mới có thể tiếp cận được thị trường rộng lớn và khuyến khích mở rộng kinh tế những năm 1920. Bùng nổ của ngành công nghiệp lan sang thị trường cổ phiếu. Và như tất cả đều biết, sự bùng nổ này bất ngờ kết thúc cùng với sự phá sản của thị trường cổ phiếu vào tháng 10 năm 1929 và sau đó nền kinh tế Mỹ rơi vào cuộc Đại suy thoái không thể tránh khỏi những năm 1930.

Có hai nhà kinh tế học đã đi trước lý giải suy thoái này là: Irving Fisher của Mỹ và Keynes của Anh. Fisher xuất bản lý thuyết của mình trong cuốn sách mang tên “Học thuyết giảm phát nợ trong đại suy thoái” vào năm 1933. Cuốn sách biện luận rằng nguyên nhân của cuộc suy thoái là do món nợ lâu ngày tích lại trong cuộc bùng nổ những năm 1920. Học thuyết của ông gợi ý rằng một khi nền kinh tế bắt đầu thu hẹp lại thì gánh nặng thực của những món nợ tích lại trước đây bắt đầu tăng, tạo ra gánh nặng cho nền kinh tế. Trong cuốn sách “Lý thuyết chung về Việc làm, Lãi suất và Tiền tệ” năm 1935 của ông, Keynes đã đi một bước xa hơn Fisher, thể hiện học thuyết lý giải cách sự suy thoái được hình thành ra sao và hữu ích hơn nữa, ông đưa ra cách để có thể thay đổi xu hướng đó⁽²⁹⁾. Đầu những năm 1930, danh tiếng của Fisher không may khi bị ảnh hưởng vì ông là một trong số những người cổ vũ cho bong bóng thị trường cổ phiếu. Ngay trước khi cuộc sụp đổ xảy ra, ông đã có một tuyên bố nổi tiếng là “giá cổ phiếu đã đạt đến mức giống như ở tình trạng bình ổn cao cố định.” Ngược lại, danh tiếng của Keynes càng ngày càng được nhiều người biết đến, cũng là do lập trường chống lại hiệp định hòa bình Chiến tranh Thế giới lần thứ nhất được xác nhận bởi sự sụp đổ kinh tế kéo theo của nước Đức. Danh tiếng lớn mạnh hơn của Keynes cùng với một thực tế là ông đã đưa ra một chiến lược kết thúc Đại khủng hoảng đưa đến việc những gợi ý trong “Lý thuyết chung” của ông nhanh chóng được chú ý.

“Lý thuyết chung” của Keynes khởi đầu cơ bản từ lý thuyết kinh tế cổ điển. Ông lý giải trong phần giới thiệu của cuốn sách này rằng, lý thuyết mới tấn công vào không chỉ học thuyết kinh tế cổ điển mà còn cả những nền tảng cơ bản của nó:

Nếu như kinh tế có khiếm khuyết gì thì lỗi được tìm ra không nằm ở kiến trúc thượng tầng, nơi được xây dựng với sự quan tâm chăm chút về tính nhất quán logic mà ở sự thiếu minh bạch và chung chung trong các tiền đề cơ bản.

Giả thuyết cơ bản của học thuyết kinh tế mà Keynes chống lại chính là lý luận về thị trường hiệu quả. “Lý thuyết chung” của ông mô tả cụ thể cơ cấu mà các nền kinh tế có thể bị mắc kẹt trong trường hợp kinh tế suy thoái, xa rời dự đoán về trạng thái cân bằng tối ưu do các học thuyết thị trường hiệu quả đưa ra. Đột phá của trường phái Keynes là việc lý giải cách thoát khỏi những khó khăn này qua chi tiêu thâm hụt của chính phủ.

Yếu tố chủ chốt trong gợi ý chính sách của Keynes là khi nền kinh tế lâm vào tình trạng suy thoái, chính phủ nên tăng khoản chi tiêu của mình mà không tăng thuế, do đó tăng thâm hụt. Đây là một sự khởi đầu cơ bản chống lại những suy luận trước kia rằng trong tình trạng suy thoái kinh tế, việc giảm, chứ không tăng chi phí chính phủ là điều cần thiết.

Keynes không chỉ yêu cầu các chính phủ chi tiêu nhiều hơn mà thậm chí ông còn cho rằng chi tiêu táo bạo còn tốt hơn nhiều việc không chi tiêu gì cả. Phần tiếp theo của “Lý thuyết chung” đã đưa một gợi ý hay về hành động chính trị mà Keynes phát biểu chống lại suy thoái:

Nếu Bộ tài chính cho tín phiếu ngân hàng vào những chiếc chai cũ, chôn tại một độ sâu thích hợp trong một mỏ than không sử dụng nữa, rồi phủ kín với rác đô thị và sau đó giao nó cho doanh nghiệp tư nhân đang cố gắng tuân theo các nguyên lý thị trường tự do đào những tín phiếu ấy lên lần nữa (tất nhiên quyền làm điều này có được qua bỏ thầu thuê các khu đất có chôn tín phiếu ngân hàng), điều đó sẽ giúp giảm thất nghiệp, tăng doanh thu thực của cộng đồng và tài sản vốn cũng thực sự sẽ tăng lớn hơn.

Keynes không thực sự khuyên chính phủ sử dụng tiền trong trường hợp vớ vẩn như vậy. Thông điệp thực sự của họ là thâm hụt nên được dùng cho những nghĩa vụ hữu ích và nhiệm vụ của nó là giúp đẩy nền

kinh tế ra khỏi khủng hoảng. Một nhà kinh tế học đáng kính khuyên chính phủ chi tiêu một cách sai lầm - không cần phải nói, ý tưởng này ngay lập tức tác động tới giai cấp chính trị và vẫn luôn được yêu thích cả tới ngày nay. Chính sách chi tiêu theo chủ nghĩa Keynes đã được thử áp dụng vào những năm 1930 và một lần nữa Keynes lại đúng.

3.4.1. Kết hợp các ý kiến của Keynes

Trong giai đoạn khoảng gần 70 năm sau khi Keynes viết “Lý thuyết chung”, gợi ý về chính sách và cách nhìn có tính lý thuyết của ông đã trải qua hai cuộc phiêu lưu khác biệt và nổi bật: phản bác của Keynes đối với lý thuyết thị trường hiệu quả bị bỏ qua hoàn toàn; trong khi chính sách tài khóa mô tả của ông, xuất phát từ sự bác bỏ ấy, được chấp nhận hoàn toàn và được áp dụng nhiệt tình và hầu như chắc chắn vượt xa mong đợi ban đầu của ông.

Chính sách của trường phái Keynes hiện nay được ban hành qua hai kênh. Các chính phủ sử dụng những nhân tố kích thích tài khóa để thúc đẩy hoạt động kinh tế qua việc chi tiêu nhiều hơn. Và các ngân hàng trung ương sử dụng chính sách tiền tệ để khuyến khích khu vực tư nhân vay thêm, do đó thúc đẩy chi tiêu và đầu tư. Cả chi tiêu thâm hụt của chính phủ và mức giảm tỉ lệ tiết kiệm của khu vực tư nhân có ảnh hưởng đến việc thúc đẩy chi tiêu và do đó, thúc đẩy cầu trong nền kinh tế.

Cần phải nhận ra rằng cả chính sách kích thích tiền tệ và tài khóa đều làm việc theo cùng một cách qua việc khuyến khích chi tiêu tăng nợ nần.

Khác biệt trong các chính sách hiện đại với những đề xuất ban đầu của Keynes chính là thời điểm quyết định triển khai. Keynes viết lý luận của mình vào những năm 1930 khi kinh tế đang lâm sâu vào cuộc Đại suy thoái và do đó khuyên nên áp dụng chính sách thúc đẩy kinh tế như là một cách để thoát khỏi khủng hoảng. Ngày nay, chính sách khuyến khích theo trường phái Keynes sử dụng không phải để thoát khỏi mà để tránh suy thoái. Sự khác biệt giữa hai ứng dụng này của trường phái Keynes không rõ ràng lắm nhưng tạo nên một phần

quan trọng của câu chuyện về sự bất ổn tài chính và câu chuyện về khủng hoảng tín dụng ngày nay.

Như đã đề cập, chính sách của Keynes khuyến nghị kích thích nền kinh tế khi nền kinh tế đã chịu ảnh hưởng của suy thoái và lâm vào trì trệ hoàn toàn. Ngày nay, chúng ta thực hiện chính sách của Keynes không chỉ khi kinh tế đã suy thoái hay khi tốc độ phát triển của nền kinh tế chậm hoặc có dự đoán sẽ tăng trưởng chậm. Việc áp dụng đầu tiên hàm ý chính sách của trường phái Keynes là các chính sách tái phục hồi, áp dụng sau đó hàm ý chính sách năng động và tiên liệu, áp dụng để ngăn chặn suy giảm tín dụng. Nếu thành công thì phiên bản thứ hai của chính sách Keynes có thể tránh được suy thoái hay ít nhất cũng làm giảm nhẹ tác động của suy thoái kinh tế.

Tuy nhiên, thành công của trường phái Keynes trong những nỗ lực trước đó có nghĩa là người đi vay bị từ chối cơ hội nhận thức rằng các khoản vay của họ thực tế là quá nhiều. Khi mỗi cuộc suy thoái mới được chính phủ và ngân hàng trung ương phòng ngừa thành công, người đi vay tư nhân trở nên tự tin hơn và sau đó lại sẵn sàng vay nợ nhiều hơn. Tuy nhiên, vì các khoản nợ tăng cao hơn nên các chính sách kích thích sẽ khó khăn hơn để vãn hồi xu hướng đi xuống của nền kinh tế trong tương lai.

Các chính sách kích thích của chính phủ và ngân hàng trung ương áp dụng sau khi người đi vay trải qua bài học nhẹ nhàng của một cuộc suy thoái là một chiến lược bền vững nhưng nhân tố kích thích trước đó không hề bền vững chút nào.

3.4.2. Thị trường hiệu quả và chính sách khuyến khích của Keynes

Nên dành thời gian để cân nhắc xem một mâu thuẫn giữa chính sách khuyến khích của Keynes với các nguyên tắc của Thuyết Thị trường Hiệu quả. Từ khía cạnh chính sách tiền tệ, ngân hàng trung ương giảm tỉ lệ lãi suất khi nền kinh tế đi xuống. Chính sách này được thực hiện để quản lý cầu tín dụng (khuyến khích tăng cầu) và chống lại xu hướng tự nhiên của thị trường vốn tư nhân tăng tỉ lệ lãi suất tại thời điểm xảy ra khủng hoảng, chẳng cần phải có trong thị trường tự tối ưu hóa hiệu quả.⁽³⁰⁾

Khi mọi người nhận ra chính sách tài khóa khuyến khích là một quy trình trong đó chính phủ mượn và chi tiền đại diện cho công dân của họ, vì chính phủ đánh giá rằng công dân của mình đang tiết kiệm tiền quá nhiều thì sự mâu thuẫn với nguyên tắc thị trường hiệu quả và tự do trở nên rõ ràng.

3.4.3. Những người theo chủ nghĩa Keynes là ai?

Do những mâu thuẫn giữa chính sách của trường phái Keynes và những người theo Thuyết Thị trường Hiệu quả, sẽ là rất nhiên khi chúng ta đoán việc quản lý cầu sẽ không phổ biến trong những người ủng hộ Thuyết Thị trường Hiệu quả. Tuy nhiên, có một điều thú vị đây không phải là cách mọi thứ phát triển. Ngày nay, thay đổi tỉ lệ lãi suất với mục đích quản lý cầu là thực tế được Cục Dự trữ Liên bang áp dụng nhiều, nơi có những người theo thuyết thị trường hiệu quả mạnh mẽ nhất. Cả sự sẵn sàng cắt giảm lãi suất của Cục Dự trữ Liên bang một cách nhiệt tình và kích cỡ của gói chính sách tài khóa khuyến khích hiện nay của chính phủ Mỹ là chứng cứ rõ ràng về sự nhiệt tình áp dụng các chính sách của Keynes.

Đầu tiên, thật khó có thể hiểu được sự áp dụng các chính sách theo trường phái Keynes vào các chính sách của những người theo trường phái thị trường tự do.

Phép logic chòng chéo được sử dụng để áp dụng chính sách khuyến khích với nguyên tắc thị trường hiệu quả có vẻ miêu tả như sau. Các thị trường hiệu quả có tình trạng cân bằng tự nhiên sẽ tạo ra sản lượng đầu ra lớn nhất. Do đó, bất cứ sự suy giảm nào trong sản lượng đầu ra cũng phải do nền kinh tế đã trượt khỏi mức cân bằng. Và từ sự quan sát này, bất cứ hay tất cả sự thu hẹp kinh tế nào cũng sẽ là các quá trình thị trường không còn tự do và do đó cũng cần có các chính sách khuyến khích kinh tế.⁽³¹⁾ Sự không thống nhất chưa được đề cập đến trong biện luận này tất nhiên là thị trường hiệu quả, nên nó sẽ tự tối ưu hóa và do đó sẽ có khả năng thích nghi với những tác động bên ngoài mà không có sự trợ giúp của các chính sách kích thích.

Tóm lại, những người theo Thuyết Thị trường Hiệu quả ngày nay đều nhất quán áp dụng chính sách kích thích của Keynes, nồng nhiệt

mở rộng việc thực hiện và cùng lúc quên mất rằng chính sách này được sinh ra từ một triết lý chống đối với Thuyết Thị trường Hiệu quả. Rõ ràng, sự tan vỡ trong lập luận ở điểm này đã không giúp làm nên một lý thuyết tốt được.

3.5. Ngân hàng trung ương - trong cuộc khủng hoảng tín dụng ngày nay

Có thể thấy chức năng “người cho vay cuối cùng” ở cả Mỹ với những sự kiện quanh câu chuyện Bear Stearns và ở Anh với Northern Rock. Trong cả hai trường hợp, những ngân hàng này đều phải chịu hiện tượng rút tiền ồ ạt, trở thành những người khốn khổ trong các thị trường vốn tư nhân và cuối cùng buộc phải lựa chọn giải pháp vay tiền của các ngân hàng trung ương. Nhận thức được tính phức tạp ràng buộc tín dụng giữa các ngân hàng này với các công ty khác và có khả năng có ảnh hưởng xấu đối với lòng tin của người dân vào các ngân hàng khác, cả Cục Dự trữ Liên bang và ngân hàng Anh đều vào cuộc hỗ trợ hai ngân hàng này.

Ngay từ đầu khủng hoảng thì Cục Dự trữ Liên bang Mỹ đã bắt đầu cắt giảm tỉ lệ lãi suất. Mục tiêu của việc làm này nhằm thuyết phục các hộ gia đình và đặc biệt là những người mua nhà tiếp tục các khoản vay và chi tiêu thoải mái. Tuy nhiên ở Anh và châu Âu, các ngân hàng trung ương tỏ ra thờ ơ với các chính sách quản lý cầu ngay từ đầu qua lãi suất thấp.

3.6. Các mục tiêu xung đột

Khi nghĩ đến vai trò của ngân hàng trung ương quản lý cầu và vai trò là người bảo hộ sự ổn định tài chính, cần phải đánh giá cao xem điều này tương tác với mục tiêu ổn định giá cả ra sao. Hỗ trợ cầu qua chính sách lãi suất có nghĩa chỉ một điều và một điều mà thôi: giảm phần lãi suất để khuyến khích vay. Tuy nhiên, như được lý giải trong thảo luận của hệ thống ngân hàng thì nhiều khoản vay sẽ làm tăng đòn bẩy ngân hàng, điều này sau đó gây ra bất ổn định tài chính và dẫn đến những sự việc như của Bear Stearns và Northern Rock. Do

đó, ổn định tài chính đòi hỏi hạn chế mở rộng tín dụng trong khi quản lý cầu phải duy trì mở rộng về tín dụng - hai vai trò không cùng tồn tại song song đặc biệt khi ngân hàng trung ương ở giữa có vai trò tránh hay ngăn cản sự co hẹp tín dụng.

Thuyết Thị trường Hiệu quả loại bỏ ý tưởng rằng một nền kinh tế có thể tạo tín dụng quá mức và xem mọi quá trình mở rộng kinh tế như là dấu hiệu trở về điểm cân bằng giả định. Và kết quả là ngân hàng trung ương bỏ qua các quá trình tăng trưởng tín dụng quá mức mà thay vào đó là tập trung vào việc quản lý cầu.

Theo thời gian, việc thực hiện thành công quản lý cầu ngụ ý rằng, nền kinh tế đã đi qua các làn sóng mở rộng tín dụng một cách thành công. Tuy nhiên, vì các khoản nợ tăng lên nên ngân hàng trung ương thậm chí đã đạt tới mức mà ở đó tỉ lệ lãi suất dù đã giảm thấp cũng không đủ để khuyến khích công chúng đi vay; những người cho vay tư nhân từ chối chấp nhận tỉ lệ lãi suất thấp hơn và những người đi vay cũng lo lắng về khả năng trả các khoản nợ của họ. Khi đạt đến điểm này, các chính sách tiền tệ của ngân hàng trung ương không còn hiệu quả và sẽ chỉ còn một nền kinh tế nợ nần. Sau đó, sẽ là sự xung đột vai trò của ngân hàng trung ương với một nhiệm vụ khác của nó, nhiệm vụ là người bảo vệ máy in tiền.

3.7. Ngân hàng trung ương - câu chuyện chưa có hồi kết

Chúng ta có một hệ thống ngân hàng tiền pháp định với hai cách giúp tạo tiền tệ: sự quá trình tạo tín dụng của tư nhân (tiền được tạo ra cùng khoản nợ) và nhà in của chính phủ (tiền được tạo ra từ không khí mà không có khoản nợ nào). Hệ thống trước tạo ra sự bất ổn tài chính và các chu kỳ lạm phát - giảm lạm phát; hệ thống sau tạo nên lạm phát tích cực một chiều, không đảo ngược được.

Ngân hàng trung ương ra đời để quản lý bất ổn của hệ thống ngân hàng dự trữ thông qua vai trò hỗ trợ của một người cho vay cuối cùng. Vấn đề rủi ro đạo đức do sự xuất hiện của người cho vay cuối cùng là sau đó yêu cầu sự kiểm soát và giám sát quá trình tạo tín dụng trong hệ thống ngân hàng. Nhưng Thuyết Thị trường Hiệu quả đã dạy cho một số ngân hàng cách không để tâm đến quản lý tín dụng. Các ngân

hàng trung ương được trao trách nhiệm bình ổn giá cả bằng việc tránh không để cho chính phủ in quá nhiều tiền. Cuối cùng thì các ngân hàng trung ương cũng chấp nhận hoặc đánh tráo điều đó, vai trò bổ sung trong việc quản lý cầu, yêu cầu họ đảm bảo để tránh suy thoái kinh tế.

Kết quả là các ngân hàng trung ương được yêu cầu:

Hạn chế quá trình tạo tín dụng nhằm đảm bảo mặt ổn định tài chính;

Thúc đẩy quá trình tạo tín dụng khi quản lý cầu;

Hạn chế lưu hành tiền tệ để tránh lạm phát;

Tăng lưu hành tiền tệ để tránh sự thu hẹp kinh tế, sau đó là các chính sách khuyến khích sự mở rộng tín dụng sẽ thành công.

Một số ngân hàng trung ương cho rằng họ không nên chấp thuận vai trò hạn chế tạo tín dụng, trong khi những ngân hàng khác vẫn khẳng định vai trò của quản lý cầu. Những ngân hàng ấy tin vào thị trường hiệu quả, cũng tin vào việc thao túng thị trường và sử dụng các chính sách theo lý giải thị trường không hiệu quả.

Đáng chú ý là tình trạng hiện nay của hệ thống ngân hàng lại gồm những mục tiêu mâu thuẫn, những học thuyết không liên quan và những chính sách gây nhầm tưởng. Và điều không đáng chú ý là cuối cùng, chúng ta phát hiện thấy mình đang ở trong một chuỗi các khủng hoảng tài chính.

3.8. Chúng ta đang ở đâu?

Trong chương này, chúng ta đã được giới thiệu về tiền tệ, hệ thống ngân hàng trung ương, lạm phát và một số khía cạnh của bất ổn về tài chính đồng thời truyền tải một số cảm nhận về sự lộn xộn và hỗn loạn quanh các chính sách vĩ mô và vai trò của ngân hàng trung ương ngày nay. Khủng hoảng tín dụng toàn cầu hiện nay cho thấy chúng ta không thể tiếp tục bỏ qua những đổ vỡ của chính sách tiền tệ và chiến

lược quản lý vĩ mô rộng lớn. Nhưng trước khi có thể tiếp cận với khung khổ chính sách vĩ mô và tiền tệ thì đầu tiên phải phổ biến lại một lần nữa về Thuyết Thị trường Hiệu quả cho chúng ta và cho tất cả mọi người. [\(32\)](#)

4 CÁC THỊ TRƯỜNG ỔN ĐỊNH VÀ KHÔNG ỔN ĐỊNH

“Mỗi cá nhân sẽ nỗ lực lao động để đạt doanh thu hàng năm của xã hội nhiều nhất có thể. Thực tế, một người thường không có ý định thúc đẩy lợi ích công mà cũng không biết anh ta thúc đẩy ra sao... Anh ta chỉ cố tình lấy phần của mình và trong hầu hết các trường hợp, đều có một bàn tay vô hình giúp người này thực hiện việc anh ta không có ý định làm. Qua sự tư lợi, anh ta thường thúc đẩy lợi ích xã hội hơn là khi có ý định thực hiện điều đó. Tôi chưa từng biết ai kinh doanh các hàng hóa công cộng lại có thể thực hiện được nhiều điều tốt đến thế.”

Adam Smith, An Inquiry in to the Nature & Causes of the Wealth of Nations, I, IV, 2
(Câu hỏi về Bản chất và Nguồn gốc Thịnh vượng của các quốc gia, I, IV, 2)

4.1. Tính tư lợi trở thành thị trường hiệu quả

Câu nói trên là một trong số ba dẫn chứng nổi tiếng về thuyết *bàn tay vô hình* (invisible hand) của Adam Smith. Rõ ràng trong ngữ cảnh đoạn văn của Smith thì thuật ngữ ‘*bàn tay vô hình*’ ở đây được sử dụng để ám chỉ lợi ích của việc khuyến khích theo đuổi tính tư lợi; tuy nhiên, ngày nay, thuật ngữ này được sử dụng rộng rãi để diễn đạt ý tưởng thị trường vốn đã tự tối ưu hóa. Ý trọng tâm của thuyết này là

các thị trường tự có khả năng thích nghi và ổn định. Nói khác đi thì thị trường phải là các hệ thống ổn định, hiệu quả; khi bị gián đoạn, thị trường có khả năng tái sắp xếp thích nghi với sự gián đoạn và có khả năng tìm đến mức giá thị trường và phân phối nhân lực tối ưu trong trạng thái cân bằng mới. Điều chắc chắn không xảy ra trong thị trường hiệu quả chính là ảnh hưởng của một sự gián đoạn nhỏ ban đầu có thể được khuếch đại lên vô tận các lực nội tại của thị trường. Luận điểm của chương này là sự hiện diện của tính ổn định được dùng để biện minh hợp lý cho thị trường hàng hóa và dịch vụ, nhưng những biện luận này không áp dụng cho thị trường tài sản, thị trường tín dụng và hệ thống thị trường vốn nói chung. Người ta cho rằng khi thị trường tín dụng và tài sản bị can thiệp mở rộng hay thu hẹp thì về nguyên tắc, sẽ không có giới hạn và trạng thái cân bằng ổn định.

Để hiểu sự khác biệt cơ bản trong hành vi của thị trường hàng hóa và thị trường tài sản, hãy xem xét một thị trường giả định như sau:

Tất cả các thứ Hai, thứ Tư và thứ Sáu, thị trường bán hàng hóa và dịch vụ;

Tất cả các thứ Ba, thứ Năm và thứ Bảy, thị trường bán tài sản và cấp các khoản nợ.

Để mọi chuyện đơn giản, thị trường hàng hóa chỉ bán bánh mì và khoai tây (phải luôn có ít nhất một người bán bánh mì trong những câu chuyện thế này) và thị trường tài sản chỉ bán cổ phiếu và cung ứng các khoản vay nợ.

4.2. Hôm nay là thứ Hai và hôm nay là ngày thị trường hàng hóa

Là một khu chợ truyền thống, các thương gia đến từ sáng sớm, bày sạp hàng và trưng hàng hóa cùng giá cả của mặt hàng ấy lên. Sạp hàng của người bán bánh mì chất đầy bánh mì nướng giòn, đằng trước là tấm biển trưng giá của bánh. Trong ngày thứ Hai bình thường này thì người bán bánh mì chẳng có lí do gì tin rằng tình hình kinh doanh

hôm nay sẽ khác những ngày cuối tuần nên giá anh ta đưa ra cũng giống giá anh ta bán vào thứ Sáu tuần trước.

Người nông dân cũng làm tương tự, chất đầy khoai tây lên sạp và trưng biển giá của ngày hôm nay. Người nông dân thu hoạch khoai tây vào cuối tuần ngạc nhiên khi thấy sản lượng vụ mùa bội thu của mình. Nhận thấy hôm nay cần phải bán nhiều hơn mọi ngày, anh ta bắt đầu trưng giá thấp hơn hôm thứ Sáu vừa rồi một chút.

Hàng bày lên sạp, biển giá cũng trưng lên rồi, những vị khách đầu tiên đến mua hàng. Khách hàng tham khảo giá cả và bắt đầu mua hàng. Khoai tây hôm nay ngon hơn và do đó một hay hai vị khách đang xem lại danh sách hàng cần mua của mình. Vì người nông dân đã có ý định từ trước nên mức giá thấp hơn đôi chút của anh ta tạo lượng cầu tăng đôi chút, đáp ứng lượng cung khoai tây nhiều hơn của anh ta.

Ở góc chợ khác, người bán bánh mì không có ý niệm gì về thặng dư khoai tây cả, lại thấy bánh mì của mình hôm nay bán không chạy như mọi ngày. Do đó, anh ta hạ giá đôi chút và ngay sau đó, việc buôn bán lại suôn sẻ như bình thường. Chỉ sau đó một chút, người nông dân do không biết người bán bánh mì đã hạ giá, lại thấy số người mua khoai cứ thưa dần; anh ta lại quyết định giảm giá đi đôi chút. Do không biết gì đến người kia, người bán bánh và người nông dân tiếp tục cuộc chiến giá cả, mỗi người đều lần lượt hạ giá bán sản phẩm của mình xuống. Vì người bán bánh và người nông dân hạ giá nên người mua hàng cũng bắt đầu để ý rằng cả bánh mì và khoai tây hôm nay đều rẻ hơn mọi ngày; nên họ quyết định mua nhiều hơn dự định đôi chút.

Đến cuối ngày, cả người bán bánh và người nông dân đều bán được số lượng vừa ý; giá cả đã trở về mức cân bằng mới. Giá khoai tây và bánh mì đã thay đổi, lượng cung khoai tây dư và giá trung bình của tất cả hàng hóa đều thay đổi, phản ánh sự chuyển dịch chung trong lượng cung của họ. Cơ cấu giá cả tạo lượng cầu dư khi cần thiết, mức cân bằng của cung và cầu đã được bảo toàn và hai người bán hàng đều không biết đến sự thay đổi của người kia. Cung và cầu do các lực lượng thị trường cạnh tranh duy trì, không cần có sự quản lý nào từ bên ngoài cả.

Khi phiên chợ gần tan, từ phía tây có một người cưỡi ngựa đến mua bánh mì. Một lần nữa giá cả lại thay đổi. Cậu mới đổi với bánh mì cho phép người bán bánh nâng giá lên. Người mua hàng không mua hàng nữa mà quay sang mua khoai tây. Người nông dân cũng có khả năng tăng giá. Sau một vài điều chỉnh, trạng thái cân bằng mới của thị trường được thiết lập. Đầu tiên, dân cư của thị trấn rất buồn vì có người lạ đến làm cho giá cả ở đó tăng lên nhưng sự xuất hiện của người đó cũng là một hiện tượng tự nhiên trên thị trường khi người bán bánh mì mỗi ngày làm thêm vài ổ bánh nữa và giá lại hạ xuống. Cậu thêm tạo cung thêm; một lần nữa qua cơ cấu giá cả, trạng thái cân bằng được duy trì và tất cả lực lượng trong thị trường đều ổn. Thị trường bánh mì và khoai tây ổn định và hiệu quả.

4.3. Hôm nay là thứ Ba và hôm nay là ngày thị trường tài sản

Rồi cũng đến sáng thứ Ba. Bộ đồng phục có hai màu xanh trắng của người bán thức ăn được thay bằng những đường may sọc nhỏ của những vị giám đốc ngân hàng. Các sạp hàng bán cổ phiếu trong khi sạp khác cho vay nợ.⁽¹⁾ Điều lạ là sạp bán những khoản nợ cầm cố chứng khoán hóa hôm nay bị cắt mất - nhưng chúng ta đừng để chi tiết này phân tâm.

Vì người ta kỳ vọng dân trong thị trấn sẽ dành một nửa thời gian kinh doanh cho thị trường tài sản, họ cũng là những nhà đầu tư tinh tế trong việc thực hiện những chiến lược đầu tư. Không tính đến con số của mỗi chiến lược thì mục tiêu của mọi người trong thị trường đều giống nhau: tối đa hóa lợi nhuận đầu tư. Và, nhà đầu tư nào cũng hiểu cách để tối đa hóa lợi nhuận đầu tư là kiếm được thu nhập từ các khoản đầu tư và tăng vốn thông qua đầu tư.

Việc kinh doanh bắt đầu vào ngày thứ Ba thật ảm đạm. Người môi giới bán cổ phiếu đang bán cùng một giá họ đã đóng phiên giao dịch vào thứ Bảy tuần trước - thị trường có vẻ đang trong trạng thái cân bằng.

Một số dân cư trong thị trấn rất khát khe trong chiến lược đầu tư, họ tránh các khoản vay mượn hay sự đầu cơ. Nhóm người này giữ tiền trong tài khoản tiền gửi với lợi tức và rủi ro thấp tại ngân hàng. Trong khi một số người khác là những nhà đầu cơ tích cực chấp nhận rủi ro và thường vay mượn tiền dùng cho mục đích đầu tư. Nhóm này rất vui khi thúc đẩy vị thế đầu tư của mình, kiếm những khoản doanh thu từ đầu tư lớn hơn so với chi phí lãi suất của số tiền vay đầu tư.⁽²⁾ Giữa hai nhóm ấy là một nhóm khác, họ là những người cân nhắc bản thân mình, là những nhà đầu tư cẩn trọng họ không quá tích cực; tuy nhiên, họ cũng có danh mục đầu tư kết hợp giữa các khoản nợ thế chấp và tài sản tài chính ở mức khá khiêm tốn. Nếu không nhìn nhận cẩn thận, ta sẽ thấy nhóm các nhà đầu tư này hoàn toàn giống những nhà đầu tư tích cực thuộc nhóm thứ hai.

Nói chung, người chủ quầy bán cổ phiếu có nhiệm vụ gần giống người bán bánh mì và người nông dân ở khu chợ ngày hôm qua. Nhưng nhóm thương gia này làm những điều rất khác biệt. Trong thị trường tài sản, các thương gia tạo thu nhập cho bản thân bằng cách rất đơn giản là mua tài sản một giá và nhanh chóng bán đi với giá khác, cao hơn một chút. Do đó, bảng giá ở các sạp hàng cổ phiếu khác với bảng giá của người bán bánh mì và người nông dân. Đối với mỗi cổ phiếu được bán ra, người môi giới có hai giá: một là giá người môi giới bán tài sản (giá chào bán) và giá người này sẵn sàng mua tài sản (giá chào mua). Do đó, các nhà đầu tư có thể tới các sạp bán hàng này để bán và mua tài sản.

Một khác biệt nữa chúng ta phải cân nhắc thị trường giữa thứ Hai và thứ Ba là sự hiện hữu của ngân hàng.⁽³⁾ Giám đốc ngân hàng tạo thu nhập cho mình bằng cách đi vay lãi suất thấp và cho vay với tỉ lệ lãi suất khác cao hơn. Do đó, bảng giá trước cửa ngân hàng trông hơi giống bảng giá của người môi giới, cũng có hai giá. Bảng của ngân hàng chỉ có một giá (tỉ lệ lãi suất tiền gửi), với mức này ngân hàng sẵn sàng vay tiền và sau đó là mức lãi suất ngân hàng cho vay tiền. Lãi suất món nợ luôn cao hơn lãi suất tiền gửi. Sự khác biệt giữa lãi suất vay và cho vay phản ánh số tiền ngân hàng kiếm được từ kinh doanh. Người đi vay ở mức nhiều nhất, có vẻ như ânht cũng dễ phá sản nhất,

được cấp tiền với lãi suất thấp nhất, trong khi những người cân nhắc và vay ít, cần trọng hơn phải trả các mức lãi suất cao hơn.⁽⁴⁾

Nguyên tắc kích lệ kinh doanh của giám đốc ngân hàng rất đơn giản: cho vay càng nhiều càng tốt với lãi suất cao nhất có thể, trong khi đi vay với lãi suất thấp nhất có thể. Điều này tất nhiên bao hàm cả việc tối thiểu hóa nguy cơ vỡ nợ. Rõ ràng là hai mục đích của việc cho vay số lượng lớn với lãi suất cao và giảm thiểu hóa nguy cơ vỡ nợ mâu thuẫn với nhau. Do đó, giám đốc ngân hàng cũng thận trọng, một mặt chộp lấy lãi suất cao từ các khoản nợ, mặt khác vẫn luôn thận trọng về khả năng vỡ nợ. Vì tỉ lệ lãi suất được phân bổ thành các cấu phần nhỏ vào trong giá trị các khoản nợ chưa thanh toán nên chỉ cần thua lỗ của một khoản nợ có thể hoàn toàn xóa bỏ lợi nhuận tiềm năng của nhiều món nợ khác.

4.3.1. Thế chấp, ghi giá theo thị trường và tiếng gọi lợi nhuận biên

Các giám đốc ngân hàng có thể kê cao gối ngủ mỗi đêm bằng cách thế chấp hóa các khoản nợ. Đây là một quá trình họ cho vay tiền nhưng vẫn kiểm soát tài sản có giá trị tương đối để đảm bảo khoản nợ. Trong trường hợp người đi vay không trả được nợ thì ngân hàng sẽ bán tài sản cầm cố để trả món nợ đó. Thường thì đây là thương vụ có lời vì ngân hàng có thể cho vay tiền để mua tài sản, và sau đó đồng thuận lấy khoản tài sản tương tự làm khoản thế chấp; vì món nợ được tạo ra để trả tài sản nên tài sản phải có giá trị đầy đủ để thế chấp nợ.⁽⁵⁾

Cho vay thế chấp về nguyên tắc là tốt nhưng vẫn chịu ảnh hưởng nếu giá tài sản giảm, làm cho món nợ ở dưới chuẩn thế chấp. Trong thị trường tiền tệ thương mại, các giám đốc ngân hàng đã nghĩ đến giải pháp cho vấn đề thay đổi giá trị thế chấp. Mỗi ngày, giá trị của khoản thế chấp do ngân hàng thực hiện được kiểm tra so với giá tài sản thị trường hiện nay; điều này được gọi là “ghi theo giá thị trường” (marking - to - market) và giúp cho ngân hàng giá trị ghi lại của tài sản phù hợp với giá thị trường mới nhất. Sau khi ghi giá theo thị trường, giá trị thế chấp mới được kiểm tra với khoản nợ đọng của ngân hàng; những khoản nợ có thế chấp giảm giá trị được coi là chưa được thế chấp. Người đi vay với khoản nợ chưa được thế chấp sau đó

được yêu cầu cung cấp cho ngân hàng tài sản bổ sung để đảm bảo cho món nợ. Nói chung nếu người đi vay không cung cấp khoản thế chấp bổ sung thì ngân hàng sẽ bán khoản thế chấp ngân hàng có, sử dụng các cách để thu hồi khoản nợ đọng càng nhiều càng tốt, và sau đó theo sát người đi vay để thanh lý mọi khoản còn thiếu.

Quá trình cho vay thế chấp này tạo ra một trong số các tác động chính làm mất ổn định trong thị trường tài chính. Tài sản của những người đi vay đã rớt giá có thể không có khoản thế chấp bổ sung để giải quyết và quyết định của ngân hàng là bán khoản thế chấp của họ, có lẽ điều này sẽ càng làm cho khoản thua lỗ của người đi vay và ngân hàng trầm trọng hơn. Đây chính xác là quá trình làm mất ổn định mà trong khủng hoảng tài chính hiện thời, đã tạo ra sai lầm của một số quỹ phòng hộ (hedge - fund).

4.3.2. Ghi giá theo thị trường và dàn trải tín dụng

Bây giờ cần cân nhắc xem điều gì xảy đến với chi phí lãi suất của người đi vay khi giá trị thế chấp của người đó bắt đầu giảm. Ngân hàng chú ý đến thua lỗ của khách hàng và sau đó định giá lại chất lượng tín dụng của họ, sau đó ngân hàng sẽ yêu cầu tỉ lệ lãi suất cao hơn. Từ cách nhìn của nhà đầu tư, đây là một đòn có tác động kép; giá tài sản giảm, tạo thua lỗ vốn và chi phí lãi suất đang tăng. Kết quả là áp lực giải quyết vấn đề càng nhanh càng tốt gia tăng. Trong thị trường tài sản được hỗ trợ vốn bằng các khoản nợ, sụt giảm giá cả khiến các chủ thể phải bán tài sản còn làm cho giá giảm nhiều hơn, chuyển thành vòng phản hồi tích cực tự thúc đẩy.

Quá trình này cũng hoạt động theo hướng ngược lại. Vì nhà đầu tư thấy giá trị tài sản tăng nên khoản thế chấp và chất lượng tín dụng cũng tăng. Kết quả là các ngân hàng sẵn sàng cho những nhà đầu tư dày dặn kinh nghiệm và may mắn vay nhiều tiền hơn, sau đó điều này sẽ lại tạo ra cầu bổ sung đối với tài sản. Theo cách này thì vòng quay đúng đắn của giá cả sẽ lại tiếp tục, tăng khoản đi vay và giá cả cao hơn lại được khuyến khích - vòng phản hồi tích cực lại tiếp diễn.

Sự khác nhau cơ bản giữa thị trường hàng hóa và thị trường tài sản là cách thị trường đối phó với giá cả chuyển dịch hay cầu chuyển dịch.

Trong thị trường hàng hóa, giá cao hơn (hay thấp hơn) làm cho cầu thấp hơn (hoặc cao hơn); trong thị trường tài sản, giá cao hơn (hoặc thấp hơn) làm cho cầu cao hơn (hoặc thấp hơn). Một đặng là hệ thống tìm đến trạng thái cân bằng ổn định và một đặng có xu hướng nghiêng về việc tạo ra các chu kỳ bùng - vỡ của nền kinh tế mà không có trạng thái ổn định.

4.3.3. Động thái của nhà đầu tư

Đến giờ, tôi đã cẩn thận tránh thảo luận đến các thuyết về tài chính hành vi. Điều này minh họa tính bất ổn của thị trường tài chính ít liên quan đến cơ chế của thị trường nợ và tài sản; do đó không cần viện đến các lập luận còn tranh cãi về tài chính hành vi để minh họa tính bất ổn của thị trường. Nhưng điều này cũng không có nghĩa là nên bỏ qua tài chính hành vi vì lĩnh vực này cũng có thể làm cho vòng phản hồi tích cực có hiệu lực hơn. Nói rộng ra thì các nhà đầu tư mua tài sản bằng thu nhập hay bằng khả năng xoay vòng vốn. Nếu một nhà đầu tư mua một tài sản với mong muốn xoay vòng vốn thì theo định nghĩa, anh ta/cô ta tin là tài sản đó đang bị đánh giá thấp. Nếu giá tài sản ấy bắt đầu tăng thì ý kiến của nhà đầu tư có vẻ đúng, và nhà đầu tư sẽ chắc chắn sẽ tự tin hơn về đánh giá ban đầu. Vì lý do này mà nhà đầu tư không cần bán tài sản để đối phó với giá cao hơn, kết quả là cung tài sản không tăng cùng giá như xảy ra cùng với thị trường hàng hóa. Ngược lại, sự giảm giá do giảm lòng tin khuyến khích lượng cung tài sản tăng. Trong thị trường hàng hóa, các mặt hàng được mua để tiêu thụ; trong thị trường tài sản, các mặt hàng được mua vì nhà đầu tư trông đợi vào tiềm năng thay đổi giá. Đó chính là khác biệt bản chất của các thành viên khi đối phó với sự thay đổi giá trên hai thị trường.

4.3.4. Quay lại thị trường tài sản của thị trấn

Trở lại khu chợ ở thị trấn trong câu chuyện hư cấu của chúng ta, có thể bắt đầu tập hợp các lực lượng này lại với nhau. Các vị giám đốc ngân hàng mất cả buổi sáng để xem xét các khoản nợ của họ, kiểm tra giá trị của các khoản nợ động so với khoản thế chấp của khách hàng. Những khoản thế chấp này được định giá theo thị trường và giờ là lúc

kêu gọi mọi người đi vay. Hai kiểu thông điệp đã được gửi đi. Đối với những khách hàng không may mắn có khoản thế chấp bị rút giá thì một người thư kí lịch sự nhưng cứng rắn gửi đi một thông điệp đơn giản sau:

Gửi cho chúng tôi nhiều khoản thế chấp hơn hoặc chúng tôi sẽ gửi tài sản cho bạn ra tòa định giá.

Mặt khác, những khách hàng may mắn có khoản thế chấp tăng giá thì sẽ được một nhân viên bán hàng thông thái, gửi một thông điệp khác:

Chúng tôi đang theo sát khoản thế chấp của bạn và thấy ấn tượng với sự nhạy bén của bạn. Tất nhiên chúng tôi rất vui về cấp thêm tín dụng nếu bạn hứng thú với việc đầu tư bổ sung... nếu điều đó xảy ra, chúng tôi biết có một người môi giới thân thiện với những tài sản tuyệt vời đang muốn chào bán, và chúng tôi sẽ rất vui khi coi những tài sản này là khoản thế chấp cho món nợ mới.

Đến giữa ngày thì phiên chợ đã ổn định. Giám đốc ngân hàng tiến hành các cuộc gặp, nhận khoản thế chấp khi được yêu cầu tạo khoản nợ bổ sung. Giá của người bán hàng đã đạt đến trạng thái cân bằng tối ưu và là trạng thái tự nhiên đối với một thị trường hiệu quả. Tất nhiên mỗi mức giá tài sản đều phản ánh chính xác giá trị thực của nó.

Cuối giờ chiều, người khách lạ quay lại thị trấn; lúc này anh ta muốn mua cổ phần của cửa hàng bánh mì trong thị trấn - việc làm ăn đang phát đạt.

Đối với người bán bánh mì, giờ đây anh ta có một công ty đáng giá 1 tỉ đô-la. Giá trị một tỉ đô-la được thể hiện bằng các cổ phiếu trị giá một đô-la/một cổ phiếu.

Người khách lạ rất thận trọng và chỉ mua 100 cổ phiếu. Anh ta đến chỗ quầy hàng của người môi giới cổ phiếu và hỏi giá. Người môi giới bán 1,01 đô-la/một cổ phiếu và mua cổ phiếu tương đương với giá 1 đô-la. (Trước đó, giám đốc ngân hàng đã kiểm tra giá cổ phiếu của cửa hàng bánh mì trên tấm biển của người môi giới, nhận thấy mình sẵn

sàng mua cổ phiếu với giá 1 đô-la nên ông ta định giá thể chấp cổ phiếu của hàng bánh mì là 1 đô-la một cổ phiếu).

Người lạ chuyển giao 101 đô-la và cười ngửa rời khỏi thị trấn với cổ phiếu của mình. Trong khi đó người môi giới thấy lượng cầu tăng đối với cổ phiếu bánh mì, quyết định tăng giá trung lên bảng; hiện nay, anh ta sẵn sàng bán cổ phiếu hãng bánh với giá 1,02 đô-la và mua với giá 1,01 đô-la.

Vào buổi chiều, thư kí của vị giám đốc ngân hàng nhận thấy giá cổ phiếu hãng bánh cao hơn. Người thư kí đến ngân hàng để nhận xét về khoản thể chấp của ngân hàng đem bán ra lần nữa.⁽⁶⁾ Anh ta tính toán lại và ngạc nhiên khi phát hiện khoản thể chấp của khách hàng trong ngân hàng phụ trội là 10 triệu (10.000.000) đô-la. Đây đúng là điều kì diệu của việc tính toán theo giá thị trường; người lạ chỉ bỏ ra 101 đô-la và khách hàng của ngân hàng được thêm 10 triệu (10.000.000) đô-la - theo tính toán trên giấy tờ.

Hệ thống rủi ro của ngân hàng hiện nay đang chỉ ra rằng có thể cho vay khoản 10 triệu (10.000.000) đô-la tăng thêm một cách an toàn; không cần nói thì giờ là lúc cử những người bán hàng mặc áo sọc đến. Đầu tiên những người bán hàng gọi đến các cổ đông lớn nhất của cửa hàng bánh, đây là những người đang tự mãn đối với khoản gia tăng vốn hiện tại và do đó cũng tự tin hơn. Tuy vậy, tỉ lệ cho vay so với cả khoản tăng thêm 10%, thể cũng có nghĩa là sẽ có thêm 1 triệu (1.000.000) đô-la nợ mới. Các nhà đầu tư vay 1 triệu (1.000.000) đô-la sau đó sẽ tiếp tục đầu tư vào cổ phiếu mới.

Qua việc tính kép heo giá thị trường trên thị trường tài sản tài trợ bằng các khoản nợ, món cổ phần 101 đô-la lúc ban đầu được chuyển thành 10 triệu (10.000.000) đô-la của cải tăng thêm và cũng thêm 1 triệu (1.000.000) đô-la cầu cổ phiếu hơn và một hệ thống ngân hàng xem đó là khoản thể chấp tiềm năng 9 triệu (9.000.000).

Không cần nói thêm, 1 triệu (1.000.000) đô-la một lần nữa lại được đưa vào đầu tư có khả năng khuếch đại cầu cổ phiếu thậm chí còn lớn hơn.

Vào ngày thứ Hai, khi người lạ đến thị trấn mua bánh mì, việc mua bánh mì từ những người dân còn lại trong thị trấn - giúp thị trường bánh mì ổn định. Ngày thứ Ba, việc mua cổ phiếu bánh mì của người lạ thúc đẩy đối với câu cổ phiếu cân bằng với vòng xoay tự thúc đẩy của nợ.

Tất nhiên nếu người lạ đến với mục đích bán một trăm cổ phiếu bánh mì thì kết quả có thể sẽ ngược lại: 10 triệu (10.000.000) đô tài sản bị phá hủy, hoảng loạn bán tài sản, vỡ nợ khủng hoảng tín dụng lan tới cả bếp ăn của mọi nhà.

4.4. Bàn tay vô hình giống như chơi trò quần vợt

Sự kết hợp của khoản nợ tài chính và tài khoản ghi theo giá thị trường cùng hợp nhau tạo thành đặc tính phản hồi tích cực bất ổn cơ bản trong các vận động về giá của thị trường tài sản. Trong thị trường hàng hóa, “bàn tay vô hình” của Adam Smith là tác động tốt hướng thị trường tới trạng thái tối ưu nhất có thể. Trong thị trường tài sản, “bàn tay vô hình” giống như chơi trò quần vợt, hướng thị trường vào các chu kỳ bùng - vỡ lặp đi lặp lại của nền kinh tế.

Những chu kỳ tài sản - nợ tự thúc đẩy này là yếu tố quan trọng trong lý thuyết về tính bất ổn tài chính của Hyman Minsky.⁽⁷⁾ Chu kỳ bùng - vỡ của nền kinh tế trong những năm vừa qua đã khẳng định sự hiện diện của các chu kỳ tài sản và tín dụng gây bất ổn định của Minsky, những phân tích giản dị lý giải các thị trường tài chính hoạt động như chính bản chất của nó vẫn còn là một điều cấm kỵ đối với những nhà kinh tế học đáng kính.

Quản lý các chu kỳ tài sản - tín dụng tự thúc đẩy là lý do tồn tại của các ngân hàng trung ương. Tuy nhiên, điều đáng buồn là mục đích này bị thuyết kinh tế chính thống phủ định, và cũng thật không may vì nó cũng tạo ra các quy tắc làm cơ sở hoạt động của nhiều ngân hàng trung ương.

NHỮNG LẬP LUẬN MẬP MỜ

“Công nhân chi tiêu những gì họ kiếm được,
nhà tư bản kiếm được từ những gì họ chi tiêu”

(Michael Kalecki, nhà kinh tế học người Ba Lan, 1899 - 1970)

5.1. Lập luận về nhà đầu tư thiếu lý trí

Cho tới thời điểm này, thách thức đối với Thuyết Thị trường Hiệu quả vẫn phụ thuộc vào việc chứng minh sự tồn tại của các quá trình phản hồi tích cực gây bất ổn giữa các thị trường tín dụng và tài sản. Các nhân tố này có khả năng đẩy các thị trường ra khỏi tình trạng cân bằng. Việc tạo ra tín dụng ngân hàng, kế toán điều chỉnh theo thị trường⁽¹⁾, các thị trường tài sản phụ thuộc vào vay nợ⁽²⁾, tính chu kỳ của việc mở rộng tín dụng, nhu cầu do khan hiếm hàng hóa và nhu cầu do tác động của giá cả - tất cả những yếu tố này đều mang đến những cơ chế phản hồi tích cực, có khả năng khiến các thị trường tài chính diễn biến theo hướng không nhất quán với thuyết thị trường hiệu quả. Các lực lượng làm mất ổn định nội sinh này không quan trọng nếu chứng minh được còn có những lực lượng tương tác mạnh hơn giúp duy trì các thị trường trong trạng thái cân bằng.

Theo Thuyết Thị trường Hiệu quả, các lực lượng cân bằng thị trường có vai trò duy trì sự ổn định được tạo ra khi các nhà đầu tư bán tài sản ra lúc chúng được định giá cao và mua vào lúc chúng được định giá thấp. Những người theo thuyết này lập luận rằng thông qua quá trình mua vào - bán ra như thế, giá cả của tài sản được duy trì ở mức bằng với giá trị cơ bản của chúng. Quay trở lại với ví dụ trong chương trước, khi một người lạ tới một thị trấn và mua cổ phiếu ở đó, thì lúc đầu, nhu cầu mua thêm sẽ đẩy giá cổ phiếu của cơ sở sản xuất bánh mì lên cao, tự tạo ra một vòng xoắn ốc nhu cầu tăng dần và bỏ

sung vốn cho doanh nghiệp. Đến đây, Thuyết Thị trường Hiệu quả có thể biện minh rằng trước tình hình giá cổ phiếu của cơ sở bánh mì lên cao hơn giá trị thực của nó, những cổ đông nắm giữ cổ phiếu khác sẽ quyết định bán chúng ra. Hành động này sẽ đẩy giá cổ phiếu trở về với giá trị cơ bản của nó.

Thuyết Thị trường Hiệu quả có thể giải thích một sự chênh lệch nhỏ, tạm thời giữa giá thị trường và giá trị thực của tài sản làm ngăn chặn sự tồn tại quá lâu hoặc sự phát triển hơn nữa của những chênh lệch này. Do đó, theo Thuyết Thị trường Hiệu quả, tình trạng bong bóng giá tài sản sẽ không xảy ra do các nhà đầu tư có khuynh hướng mua tài sản vào thời điểm giá rẻ và bán ra khi chúng có giá rất đắt. Như vậy nghĩa là bong bóng giá tài sản chỉ có thể được hình thành nếu các nhà đầu tư sẵn lòng mua tài sản khi chúng có giá cao nhất ngưỡng - điều này cho thấy rằng để có bong bóng tài sản, các nhà đầu tư phải hành động phi lý trí. Lý lẽ này dẫn tới một sự biện minh phi lý của nhà đầu tư đối với Thuyết Thị trường Hiệu quả: để bác bỏ tính hiệu quả của thị trường, thì cần phải chứng minh rằng các nhà đầu tư hành động phi lý trí. Trích đoạn sau đây trong bài phát biểu của ông Jean-Claude Trichet, Chủ tịch Ngân hàng Trung ương châu Âu, đã biện minh khá tốt về sự phi lý trí của các nhà đầu tư:

Liệu chúng ta có chắc chắn rằng bong bóng giá tài sản thực sự tồn tại?

Các nhà kinh tế vẫn chưa thống nhất ý kiến về sự tồn tại của bong bóng giá tài sản. Các nhà kinh tế danh tiếng cho rằng ngay cả những đợt bong bóng giá tài sản nổi tiếng trong lịch sử (như cơn sốt hoa tulip ở Hà Lan giai đoạn 1634 - 1637; vụ bong bóng giá cổ phiếu ở công ty French Mississippi của Pháp năm 1719 - 1720; vụ bong bóng giá cổ phiếu ở công ty South Sea tại Vương quốc Anh năm 1720 cũng như cuộc bùng nổ kinh tế thế giới mới những năm 1990) có thể được giải thích bằng những kỳ vọng về các khoản lời trong tương lai đối với các loại tài sản (hoa tulip). Do vậy, theo như một số tác giả đã viết, những diễn biến về giá cả trong các thời kỳ mà tôi vừa nêu, mặc dù đó là những chu kỳ cực lớn, không nên được coi là đã đi quá xa hay phi lý. Chẳng hạn như cuộc bùng nổ kinh tế gần đây hồi cuối những năm 1990, người ta cho rằng cảm giác không chắc chắn về

các triển vọng thu nhập trong tương lai tăng đã làm tăng giá trị cổ phiếu của các công ty, đặc biệt là trong các thời điểm mà tiền bồi thường rủi ro thấp. Lập luận này có thể bắt nguồn từ mô hình định giá cổ phiếu chuẩn, trong đó tỉ số cổ tức trên giá cả là một hàm lồi của tỉ lệ tăng trưởng cổ tức trung bình. Đến lượt nó, tỉ lệ tăng trưởng cổ tức trung bình lại phụ thuộc vào các kỳ vọng về doanh thu trong tương lai của công ty. Mức độ không chắc chắn về doanh thu trong tương lai sẽ làm tăng tỉ số cổ tức - giá cả. Giả định rằng các giá trị đo lường hợp lý với tỷ lệ chiết khấu, tăng trưởng của thu nhập kỳ vọng và quan trọng hơn, sự biến thiên trong tăng trưởng của thu nhập kỳ vọng có thể tái khẳng định sự định giá NASDAQ cuối những năm 1990 và tính dễ tổn thương của nó. Do đó chẳng có lý do gì để nói về một vụ bong bóng các công ty ngành công nghệ thông tin ở đây cả. Tôi không đề cập tới ví dụ này vì tin rằng việc định giá NASDAQ cuối những năm 1990 là không vượt quá giá trị thực. Tuy nhiên, nếu xét theo định nghĩa hẹp về bong bóng mà các nhà nghiên cứu kinh tế này vẫn sử dụng, rất khó để xác định một đợt bùng nổ giá cả tài sản là một bong bóng: cần phải chứng minh rằng với những thông tin được đưa ra tại thời điểm bùng nổ, các nhà đầu tư đã xử lý những thông tin đó một cách phi lý trí⁽³⁾.

Lập luận về nhà đầu tư phi lý trí là một ý tưởng thông minh, tạo nên bức tường phòng thủ kiên cố cho Thuyết Thị trường Hiệu quả. Lập luận này đòi hỏi những người hoài nghi phải chứng minh được rằng các nhà đầu tư ý thức được những quyết định đầu tư của mình là thiếu khôn ngoan. Dĩ nhiên, đây là một thách thức vô cùng khó; trên thực tế, điều đó gần như không thể.

Tuy nhiên, nếu xem xét lập luận về nhà đầu tư thiếu lý trí này, chúng ta sẽ thấy một màn ảo thuật nhỏ khác được những người ủng hộ nó sử dụng. Hãy đọc phần cuối của đoạn trích dẫn trên:

rất khó để xác định một đợt bùng nổ giá cả tài sản là một bong bóng: cần phải chứng minh rằng với những thông tin được đưa ra tại thời điểm bùng nổ, các nhà đầu tư đã xử lý những thông tin đó một cách phi lý trí.

Có nhất thiết phải chứng minh rằng nhà đầu tư đã hành động phi lý trí thì mới chứng minh được rằng một bong bóng giá tài sản thực sự là một bong bóng không? Các câu hỏi:

Bong bóng giá tài sản có tồn tại không?

và:

Các nhà đầu tư có hành động phi lý trí không?

thường xuyên được gắn liền với nhau, nhưng trên thực tế, đó là hai chủ đề hoàn toàn khác biệt.

Đằng sau Thuyết Thị trường Hiệu quả là một giả định bất thành văn rằng các nhà đầu tư lúc nào cũng có những thông tin cần thiết để xác định giá trị đúng của tài sản. Nếu giả định này sai (vì các nhà đầu tư đôi khi từ chối tiếp nhận những thông tin đó, hoặc thậm chí trong trường hợp xấu hơn, những thông tin họ có được là sai), thì bong bóng giá tài sản vẫn có thể hình thành mà không cần đến các nhà đầu tư phải hành động phi lý trí.

5.2. Những biến số cơ bản - biến số nhưng không phải cơ bản

Theo Thuyết Thị trường Hiệu quả, giá cả các loại tài sản tài chính phải diễn biến theo bộ biến số cơ bản được cung cấp *từ bên ngoài*. Tuy nhiên, mô hình hoạt động cơ bản là mô hình trong đó nền kinh tế vận động theo đúng bản chất của nó, và giá cả tài sản thay đổi là để phản ánh sự vận động đó của nền kinh tế. Có nghĩa là quan hệ nhân quả có chiều từ nền kinh tế sang giá cả tài sản, chứ không phải chiều ngược lại.

Giả định rằng giá cả tài sản và các yếu tố cơ bản của nền kinh tế có mối quan hệ nhân quả hai chiều (tức là nền kinh tế tác động tới giá cả tài sản và ngược lại), thì sẽ xuất hiện một loạt các vấn đề mới đối với Thuyết Thị trường Hiệu quả; các quá trình được các nhà đầu tư áp dụng để duy trì trạng thái cân bằng tối ưu sẽ bị suy yếu đi⁽⁴⁾.

Có thể hình dung rõ hơn về mối quan hệ hai chiều này qua một thí nghiệm đơn giản. Ta hãy cùng xem xét một chiếc nhiệt kế dùng để đo nhiệt độ bên ngoài môi trường. Trong thí nghiệm này, quan hệ nhân quả chỉ chạy một chiều từ môi trường tới nhiệt kế. Tức là nếu môi trường ấm lên, thì nhiệt độ hiển thị trên nhiệt kế sẽ tăng; song, nếu ta làm nóng bầu nhiệt kế lên thì nhiệt độ môi trường sẽ không vì thế mà tăng theo. Vì lý do đó, chúng ta có thể khách quan đánh giá độ chính xác của chiếc nhiệt kế đang dùng bằng cách sử dụng một chiếc nhiệt kế khác.

Bây giờ, ta hãy xem điều gì sẽ xảy ra nếu giữa nhiệt độ của nhiệt kế và nhiệt độ của môi trường có mối quan hệ nhân quả hai chiều. Tức là, khi nhiệt độ môi trường thay đổi thì nhiệt độ đo được trong nhiệt kế cũng thay đổi và ngược lại.

Ý tưởng rằng nhiệt kế có thể làm thay đổi nhiệt độ của môi trường nghe có vẻ khôi hài, tuy nhiên, chúng ta hãy cứ suy nghĩ về vấn đề này một chút. Hệ thống mới này sẽ không tồn tại quan niệm về việc đọc nhiệt độ “chính xác” và khách quan, bởi vì mức nhiệt độ nào được hiển thị trên nhiệt kế cũng đều đúng - nhiệt độ của hệ thống không được nêu lên chi tiết bởi bất kỳ nguồn lực bên ngoài nào. Trên thực tế, một hệ thống như thế này có thể vận động tự do và chọn lấy bất kỳ nhiệt độ nào, và nhiệt độ nào nó hiển thị cũng đều có giá trị đúng như nhau.

Nếu bạn thấy ví dụ trên hơi trừu tượng, thì chúng ta hãy cùng nghiên cứu về câu hỏi dưới đây:

Phải chăng đợt bùng nổ thị trường nhà đất vừa qua ở Mỹ gây ra bởi hay có nguyên nhân từ các điều kiện kinh tế khởi sắc?

Các biến số được các nhà đầu tư sử dụng để tính giá trị tài sản có thể phân thành ba nhóm: bảng cân đối tài sản, báo cáo thu nhập và các yếu tố kinh tế cơ bản. Điều không may là cả ba bộ biến số trên đều chịu ảnh hưởng của các thị trường tài chính. Vì vậy, khi đến tay các nhà đầu tư thì chúng không còn là các dụng cụ đo lường giá trị khách quan nữa. Thực ra, những biến số này không những thường xuyên không thực hiện được vai trò thông tin cho các nhà đầu tư mà chúng

còn dẫn dắt họ đi chệch hướng, biến họ trở thành nguyên nhân của các quá trình gây bất ổn mà tôi đã nêu lên trong các chương trước.

5.2.1. Hãy cẩn thận với bảng cân đối tài sản

Việc sử dụng bảng cân đối tài sản để đánh giá thị trường tài chính là điều khá dễ hiểu. Chắc hẳn nhiều độc giả đã quen thuộc với việc các công ty định mức tín nhiệm truyền thống bị lên án như thế nào trong các thời điểm khủng hoảng tài chính. Vở kịch câm này lần nào cũng diễn ra giống nhau. Khi quá trình mở rộng tín dụng vẫn phát triển đều đặn, thì đội ngũ các nhà phân tích tín dụng cần mẫn nhìn vào các báo cáo nợ và đánh giá chúng so với giá trị thị trường của các tài sản mua vào. Tại mỗi thời điểm trong giai đoạn mở rộng tín dụng, các khoản nợ đều phù hợp với giá trị của các tài sản được mua và do đó, tín dụng được phê chuẩn. Xét ở mức độ tổng thể, kho nợ trong nền kinh tế phát triển tương ứng với việc định giá các tài sản. Kết quả, khi một bong bóng giá tài sản phát triển lên, thì kho nợ tương ứng thường không có biểu hiện đi quá xa. Nhưng thực ra, khi thật sự có bong bóng tài sản thì những người vay thường khó có thể vay được trong thời gian đủ để kịp tốc độ tăng của giá tài sản; và hậu quả là tỉ lệ nợ trên vốn thường tăng lên khi bong bóng tiếp tục phát triển. Người ta đã rất nhiều lần bỏ qua thực tế rằng tỉ lệ nợ trên vốn phụ thuộc vào việc tăng giá tài sản. Ngay cả khi bong bóng giá nhà đất mới xảy ra gần đây đã lên tới đỉnh điểm, các nhà phân tích thiếu kinh nghiệm vẫn còn dẫn chứng ra những bảng cân đối tài sản hộ gia đình đang được cải thiện và lấy đó làm lý do để tin tưởng rằng sự mất kiểm soát trong vay mượn tài sản thế chấp lúc đó vẫn đang trong trạng thái bền vững.

Tuy nhiên, khi bong bóng diễn biến xấu đi và giá cả tài sản bắt đầu tụt dốc, thì kho nợ chưa trả sẽ nhanh chóng trở nên khổng lồ, vượt xa ngoài tầm kiểm soát. Đương nhiên, theo sau đó sẽ là những đợt sụt giảm tín dụng không thể tránh khỏi và mọi người bắt đầu truy lùng thủ phạm. Và thủ phạm thường lại chính là các công ty định mức tín nhiệm.

Không cần phải đổ lỗi cho ai cả, tốt hơn là chúng ta hãy cùng ngồi lại và suy nghĩ tại sao các nhà phân tích vẫn mắc sai lầm cũ tại mỗi đợt bong bóng. Vấn đề nằm ở chỗ mà các nhà kinh tế học vẫn thường

gọi là ảo tưởng kết hợp. Điều này có nghĩa là khi một phân tích đúng đắn ở cấp độ này không có nghĩa là nó vẫn sẽ đúng ở cấp độ khác. Khi các nhà phân tích định mức đánh giá chất lượng một món nợ, hay các nhà phân tích chứng khoán đánh giá tình hình bảng cân đối tài sản của một công ty, hay người môi giới thế chấp đánh giá tính an toàn của một tài sản thế chấp, thì họ luôn dựa theo giá trị thị trường của các tài sản tương ứng của chúng. Trong quá trình này có một giả định ngầm rằng tài sản đó có thể được bán để trả tiền nợ. Ở cấp độ vĩ mô, đây luôn là một giả định có lý. Tuy nhiên, xét trên bình diện vĩ mô giả định này lại hoàn toàn vô lý: có thể bán một ngôi nhà để trả tiền thế chấp, nhưng nếu bán một triệu ngôi nhà cùng lúc thì thị trường giá cả sẽ sụp đổ và toàn bộ thị trường nhà đất sẽ ở dưới chuẩn thế chấp.

Thực ra, nếu tính tới cả yếu tố kế toán điều chỉnh theo giá thị trường khi phân tích bảng cân đối tài sản, thì ta sẽ nhận thấy một quá trình phản hồi tích cực có khả năng gây mất ổn định mà tôi đã bàn tới trong phần liên quan tới các thị trường ngân hàng và cổ phiếu.

Việc phân tích cẩn thận các bảng cân đối tài sản nhằm làm tăng chất lượng của các quyết định cho vay và đầu tư. Ở cấp độ vĩ mô như hộ gia đình hoặc công ty thì đây là việc làm hiệu quả. Ở cấp độ vĩ mô, tức bảng cân đối tài sản của toàn bộ nền kinh tế, thì các phân tích trên thực ra lại trở thành một lực lượng làm mất ổn định, đẩy xa hơn tình trạng mất ổn định về cho vay và tài chính.

Như vậy, bảng cân đối tài sản không những chẳng cung cấp cho các nhà đầu tư thông tin về những nguy cơ kinh tế mà còn khiến họ tin tưởng một cách sai lầm rằng tình hình thực tế vẫn an toàn. Ở những thị trường tài sản phần lớn phụ thuộc vào việc vay nợ thì giá tài sản không thể được coi là một đơn vị đo lường độc lập dùng để xác định mức độ bền vững của tình trạng nợ, hay các mức độ nợ cũng không thể được coi là một biến số bên ngoài khách quan dùng để định giá tài sản.

5.2.2. Tạo tín dụng, tạo ra lợi nhuận

Tình hình tỏ ra khá hơn một chút khi ta định giá tài sản theo thu nhập của chúng, tức là sử dụng các tỉ lệ giá cả/thu nhập, doanh thu, cổ

tức hoặc bất cứ đơn vị đo lường nào khác phụ thuộc vào dòng chảy tiền tệ của nền kinh tế. Để minh họa rõ hơn, ta hãy tưởng tượng rằng có một nền kinh tế rất đơn giản, chỉ gồm hai công ty A và B. Trong nền kinh tế này không có những vấn đề rắc rối như ngoại thương, thuế hay chi tiêu của chính phủ. Đó chỉ là một hệ thống rất đơn giản: công ty A sản xuất ra tất cả những hàng hóa tiêu dùng, còn công ty B sản xuất ra tất cả những hàng hóa phục vụ cho việc sản xuất của công ty A, trong đó bao gồm hàng hóa đầu tư và các nguyên liệu thô đầu vào. Tất cả mọi người trong nền kinh tế đều làm việc cho một trong hai công ty này và họ sử dụng toàn bộ thu nhập của mình để mua hàng hóa do công ty A sản xuất. Không có các hoạt động vay mượn hay tiết kiệm trong nền kinh tế này, tức là cả hai công ty và các công nhân đều phải sử dụng tất cả thu nhập của mình.

Bây giờ, ta hãy xem tiền tệ vận chuyển như thế nào trong nền kinh tế đơn giản này. Cả hai công ty A và B đều phải trả lương cho công nhân; và vì không được tiết kiệm, nên công nhân sẽ tiêu hết số lương của mình, tức là toàn bộ số tiền này sẽ trở thành doanh thu của công ty A. Như vậy, doanh thu của công ty A sẽ là tổng số lương của công nhân trong chính công ty A cùng với số tiền thu được từ công nhân của công ty B. Điều này có nghĩa công ty A có một dòng chảy doanh thu lớn hơn số lương họ phải trả cho nhân viên, do họ có thêm nguồn lương tương tự của công ty B. Tuy nhiên, công ty A phải sử dụng phần thặng dư đó để mua nguyên liệu đầu vào từ công ty B. Dòng chảy tiền tệ từ công ty A sang công ty B giúp công ty B trả lương cho công nhân của mình, và các công nhân này lại dùng số tiền lương đó để mua các sản phẩm của công ty A, và tạo thành phần doanh thu thặng dư cho công ty A.

Trên đây là mô hình đơn giản hóa của bất kỳ nền kinh tế nào. Mô hình này có tác dụng minh họa cho một số mối liên hệ quan trọng trong dòng chảy tiền tệ của một nền kinh tế. Nếu công ty A đột ngột quyết định ngừng việc sử dụng các khoản doanh thu thặng dư để mua nguyên liệu đầu vào của công ty B, thì công ty B sẽ không thể trả lương cho công nhân của mình. Số công nhân này sẽ không mua sản phẩm của công ty A nữa và do vậy, doanh thu của công ty A sẽ sụt giảm, và phần thặng dư sẽ biến mất. Điều quan trọng là sự đến - đi của tất cả các thành viên trong nền kinh tế đều có mối tương quan mật

thiết với nhau; việc thay đổi hành vi của bất kỳ ai cũng tác động đến hành vi của những người khác.

Bây giờ, ta hãy xem điều gì sẽ xảy ra nếu luật cấm tiết kiệm trong nền kinh tế trên được nói lỏng. Các công nhân sẽ quyết định tiết kiệm một phần lương của họ. Trong trường hợp đó, doanh thu của công ty A sẽ giảm một lượng bằng lượng tiền gửi tiết kiệm của công nhân và, do vậy, lương của cả hai công ty trả cho công nhân cũng sẽ giảm đi một lượng tương tự. Những hiện tượng này là gốc rễ của nửa đầu câu trích dẫn ở đầu chương - “Công nhân chi tiêu những gì họ kiếm được” - tức là nếu họ không chi tiêu, họ sẽ cũng sẽ chẳng kiếm được gì.

Tiếp theo, điều gì sẽ xảy ra nếu chúng ta đưa tín dụng (tiết kiệm tiêu cực) vào hệ thống kinh tế này. Khi được phép vay mượn, công nhân có thể vay tiền (từ ngân hàng) và sử dụng số tiền này để mua thêm hàng hóa từ công ty A. Các khoản mua sắm này có được nhờ tiền vay mượn chứ không phải nhờ lương, vì vậy, doanh thu của công ty A được tăng lên mà không cần phải tăng một lượng lương tương ứng cho công nhân. Quyết định vay tiền để mua sắm của công nhân đã trực tiếp làm tăng thặng dư cho công ty A. Với món thặng dư bất ngờ này, công ty A có thể mua nhiều hàng hóa hơn từ công ty B; còn công ty B, do cũng không phải tăng lương cho công nhân nên cũng được hưởng phần doanh thu thặng dư đó.

Ví dụ trên cho thấy việc công nhân tăng cường vay mượn, hay giảm tiết kiệm, có thể giúp nâng cao lợi nhuận cho các công ty. Trên thực tế thì không chỉ có công nhân vay tiền. Trong một nền kinh tế thật sự, việc vay mượn từ bất kỳ nguồn nào (các điều kiện khác không đổi) đều có thể giúp tăng lợi nhuận cho các công ty⁽⁵⁾. Dĩ nhiên, điều ngược lại cũng đúng: nếu hoạt động vay mượn giảm, hay tỉ lệ tiết kiệm tăng cao, thì lợi nhuận sẽ giảm. Vì vậy, khi muốn tối đa hóa các hoạt động kinh tế tại một thời điểm, ngân hàng trung ương sẽ tìm cách giảm tỉ lệ tiết kiệm trong nền kinh tế.

Đối với một nền kinh tế, việc tăng tỉ lệ tiết kiệm sẽ đồng nghĩa với giảm lợi nhuận. Nếu làm theo mô hình thị trường hiệu quả ngắn hạn (hoặc mô hình quản lý rủi ro), ngân hàng trung ương sẽ giải quyết vấn đề đó bằng cách hạ thấp lãi suất tiền gửi. Do vậy, các chiến lược quản

lý nhu cầu ngắn hạn nhằm liên tục tăng cường các hoạt động kinh tế sẽ tập trung vào việc hạ thấp tỉ lệ tiết kiệm trong nền kinh tế. Tuy nhiên, điều không hay là việc làm này sẽ đẩy nền kinh tế vào một vị trí nguy hiểm nếu phải đối phó với những cú sốc không có lợi trong tương lai; đó là còn chưa kể đến những thiệt hại mà chiến lược này mang đến cho đầu tư dài hạn và tiềm năng phát triển của nền kinh tế.

Để nâng cao lợi nhuận ngắn hạn cho các công ty, cách hiệu quả nhất là thuyết phục một số thành phần kinh tế - chính phủ, hộ gia đình, hoặc các công ty - chi tiêu quá mức thu nhập của họ. Ngược lại, cách chắc chắn nhất làm xói mòn lợi nhuận của các công ty là cho phép các thành phần kinh tế này tiết kiệm các khoản thu nhập của mình.

Quá trình thúc đẩy hoạt động kinh tế thông qua hoạt động vay mượn và tiết kiệm là trọng tâm trong “nghịch lý tiết kiệm” nổi tiếng của Keynes cũng như trong những khuyến nghị của ông đối với chính sách thúc đẩy tài chính. Theo nghịch lý tiết kiệm, khi một bộ phận của nền kinh tế tiết kiệm tiền, nó sẽ làm giảm thu nhập của một bộ phận khác. Dần dần, điều này sẽ quay trở lại làm giảm thu nhập của chính những người tiết kiệm, khiến họ tiếp tục cắt giảm chi tiêu hơn nữa. Quá trình này là một vòng tròn suy giảm tự sinh. Nếu vì lý do nào đó mà đại bộ phận trong nền kinh tế bắt đầu có tâm lý lẩn tránh rủi ro và đều tìm cách tăng tỉ lệ tiết kiệm, thì chính họ sẽ tạo ra thời kỳ suy thoái kinh tế tự nhiên.

Keynes chỉ ra rằng con đường thoát khỏi “nghịch lý tiết kiệm” là phải có một bộ phận nào đó trong nền kinh tế (chính phủ) chi tiêu nhiều hơn. Điều này sẽ giúp tăng lợi nhuận, thúc đẩy các hoạt động vay mượn, từ đó tạo ra một chu kỳ tăng trưởng kinh tế lành mạnh. Vấn đề Keynes quan tâm tới là tìm ra một chính sách để giúp đỡ các nền kinh tế thoát khỏi cuộc Đại Suy Thoái đã khiến ông phải nhấn mạnh yếu tố “nghịch lý tiết kiệm” của lịch sử. Tuy nhiên, Minsky đã đưa học thuyết của Keynes đi xa hơn, tới một kết luận logic: hoạt động vay mượn có thể tạo ra một vòng xoắn ốc tự thúc đẩy tích cực. Có thể coi vòng xoắn ốc tích cực này là một “nghịch lý dư thừa”, theo đó hoạt động vay mượn càng phát triển thì càng tạo ra nhiều lợi nhuận. Lập luận này ủng hộ cho quyết định vay tiền để chi tiêu.

Nghịch lý tiết kiệm và dư thừa giữ một vai trò quan trọng bởi chúng liên quan tới quá trình tạo tín dụng (đây là quá trình dẫn đến sự mất ổn định của thị trường tài sản mà tôi đã đề cập tới trong chương trước). Điều đáng nói là những chu kỳ này khiến các nhà đầu tư giảm khả năng đưa ra những đánh giá khách quan về giá tài sản. Hoạt động vay mượn gia tăng kết hợp với bong bóng giá tài sản rất có thể sẽ quay trở lại thúc đẩy hoạt động mua tài sản, đồng thời nâng cao mức độ chi tiêu dựa vào tiền vay mượn (trong bong bóng thị trường nhà đất gần đây tại Mỹ, quá trình này được gọi là hiện tượng rút tài sản cầm cố nhà). Từ đó cho thấy, hoạt động vay mượn gia tăng vừa giúp tăng lợi nhuận, vừa tăng giá tài sản; còn hoạt động vay mượn giảm đi sẽ kéo theo cả lợi nhuận và giá tài sản giảm xuống theo. Xét tổng thể, doanh thu của các công ty không phải lúc nào cũng là một đơn vị đo lường đáng tin cậy giúp xác định “giá trị” thực của thị trường chứng khoán.

Một khi đã đánh giá đúng mối liên hệ giữa lạm phát tài sản, tạo tín dụng và hình thành lợi nhuận, chúng ta sẽ thấy một điều hiển nhiên là chỉ số giá và thu nhập cổ phiếu, sự tăng trưởng về doanh thu cũng như các biến số tương tự khác phụ thuộc vào dòng chảy tiền tệ sẽ không phải là những đơn vị đo lường khách quan giúp các nhà đầu tư xác định giá trị tài sản. Sự phụ thuộc quá mức vào những chỉ số này có thể tạo ra những chu kỳ giá tài sản và tín dụng tự thúc đẩy tích cực và tiêu cực. Một lần nữa, việc quá chú trọng tới những chỉ số này có thể làm lạc hướng các nhà đầu tư, khiến họ trở thành tác nhân tạo nên những chu kỳ bùng - vỡ trong nền kinh tế.

5.2.3. Áo ảnh dữ liệu vĩ mô

Không cần phải nói, nếu lạm phát giá tài sản, tạo tín dụng và hình thành lợi nhuận có thể tạo ra những chu kỳ tự thúc đẩy, thì ba biến số này cũng có thể quay trở lại hỗ trợ nền kinh tế thực. Khi lợi nhuận và giá tài sản tăng lên, các công ty sẽ có xu hướng thực hiện thêm nhiều khoản đầu tư mới. Việc làm này sẽ góp phần quan trọng trong việc nâng cao lợi nhuận cho doanh nghiệp; vì khi một công ty đẩy mạnh hoạt động đầu tư của mình, lợi nhuận sẽ chảy vào túi công ty khác. Và đây chính là minh họa cho vế thứ hai trong câu nói của Kalecki mà tôi

đã trích dẫn ở đầu chương: “Nhà tư bản kiếm được từ những gì họ chi tiêu”.⁽⁶⁾

Tăng cường chi tiêu cho đầu tư cũng giúp tăng tỉ lệ người có công ăn việc làm, niềm tin của người tiêu dùng được củng cố mạnh mẽ hơn, công chúng sẵn lòng vay tiền hơn và, do đó, doanh số bán lẻ cùng các chỉ số tăng trưởng kinh tế sẽ cao hơn. Kết quả cuối cùng của tất cả các mối liên hệ này là tình trạng lạm phát tài sản và mở rộng tín dụng sẽ boi ngược dòng trở lại nền kinh tế thực, tạo ra các dữ liệu kinh tế mạnh hơn và mang tính tự bổ sung cho nhau. Không may là điều ngược lại cũng đúng: những sụt giảm về tín dụng sẽ làm giảm lợi nhuận, giảm đầu tư, tăng tỉ lệ thất nghiệp, cắt giảm tiêu dùng, từ đó khiến tín dụng bị thu hẹp hơn nữa. Đây chính là bản chất của nghịch lý tiết kiệm của Keynes.

Theo các thị trường hiệu quả, giá tài sản chính là nhiệt kế đo nhiệt độ của nền kinh tế. Cụ thể hơn, các diễn biến về giá tài sản tạo ra điều kiện thời tiết giúp xác định nhiệt độ của nền kinh tế. Trong một hệ thống như vậy, ta sẽ không thể chỉ ra một tình trạng cân bằng chính xác.

5.3. Chính sách kinh tế vĩ mô và tạo tín dụng

Thông qua vai trò của mình trong các chu kỳ giá tài sản và tạo lợi nhuận, việc hình thành tín dụng (vay mượn tiền để tiêu dùng hoặc đầu tư) nằm ở tâm điểm của sự mất ổn định cơ bản của thị trường tài chính. Khả năng tạo tín dụng để thúc đẩy lợi nhuận doanh nghiệp (qua đó tạo ra một vòng xoắn ốc tự thúc đẩy của sự phát triển kinh tế) chính là nhân tố khiến chính sách lãi suất của ngân hàng trung ương trở thành một công cụ đặc lực giúp kiểm soát các điều kiện kinh tế. Nhận thức đầy đủ về tầm quan trọng của việc tạo tín dụng nhằm thúc đẩy phát triển kinh tế sẽ giúp chúng ta giải thích được mâu thuẫn giữa vai trò khác nhau của các ngân hàng trung ương ngày nay và Thuyết Thị trường Hiệu quả. Khi tín dụng tăng cao, nền kinh tế sẽ phát triển, nhưng khi tín dụng ngừng tăng thì sự phát triển của nền kinh tế cũng chững lại; và nếu tín dụng bắt đầu giảm thì hoạt động kinh tế cũng gặp phải tình trạng tương tự. Nếu ngân hàng trung ương quan niệm rằng

vai trò của mình là tối đa hóa tốc độ tăng trưởng kinh tế, thì họ cũng sẽ phải tìm cách tối đa hóa sự phát triển của tín dụng. Đối với Thuyết Thị trường Hiệu quả, trong đó tất cả những tăng trưởng kinh tế đều được nhìn nhận là có xu hướng dịch chuyển về trạng thái cân bằng, thì chính sách thúc đẩy tạo tín dụng không giới hạn như trên sẽ tỏ ra hợp lý. Và như tôi đã trình bày, khi tín dụng mở rộng, sẽ luôn có sẵn rất nhiều biến số mà ngân hàng trung ương, và các bộ phận khác trong nền kinh tế, có thể đưa ra làm dẫn chứng để chứng minh rằng sự tăng trưởng là có thật. Song, nếu các vòng tròn tín dụng tự thúc đẩy như đã mô tả ở đây tồn tại, thì chính sách tạo tín dụng không giới hạn sẽ trở nên nguy hiểm, vì chúng có khả năng gây mất cân bằng. Nếu mỗi lần tín dụng thu hẹp lại đều bị ngăn chặn bằng những kế hoạch khuyến khích tín dụng, nền kinh tế sẽ bị dòn vào tình trạng nợ nần chồng chất, để lộ nguy cơ về những đợt suy giảm còn mạnh mẽ hơn trong tương lai. Dần dần, chính sách liên tục tối đa hóa các hoạt động kinh tế sẽ làm tăng các khoản nợ và đẩy hệ thống tài chính đến bên bờ vực thẳm.

5.4. Chính sách của Fed và tỉ lệ tiết kiệm ở Mỹ

Trong vài thập kỷ qua, tỉ lệ tiết kiệm hộ gia đình ở Mỹ đã giảm xuống còn khoảng 10% so với GDP. Tuy vẫn còn nhiều tranh cãi xung quanh vấn đề này, nhưng một nguyên nhân được nêu lên là chính sách quản lý kinh tế vĩ mô: mỗi khi nền kinh tế Mỹ phát triển chậm lại, ngân hàng trung ương và chính phủ Mỹ phản ứng bằng cách hạ thấp tỉ lệ lãi suất và tăng cường các hoạt động vay mượn của chính phủ. Các chính sách này đã tỏ ra hiệu quả trong việc ngăn ngừa những đợt suy thoái kinh tế nghiêm trọng. Và chính sự thành công này đã củng cố lòng tin cho các hộ gia đình, giúp họ tin tưởng rằng mình sẽ vẫn an toàn nếu tiết kiệm ít và tiếp tục vay mượn thêm tiền để chi tiêu.

Tương tự những gì đã xảy ra 20 về trước, tỉ lệ tiết kiệm ở Mỹ giảm đồng nghĩa với việc các hộ gia đình ở đây đã tăng tỉ lệ chi tiêu hàng năm lên tới mức xấp xỉ 10% so với GDP. Khoảng một nửa trong số khoản chi tiêu thêm này chảy vào túi các doanh nghiệp Mỹ, một nửa còn lại chảy ra nước ngoài dưới hình thức thâm hụt thương mại tăng

cao.⁽⁷⁾ Lợi nhuận doanh nghiệp cao hơn tự nhiên sẽ tạo ra những thị trường vốn khỏe mạnh, tỉ lệ chi tiêu cho đầu tư lớn hơn và tỉ lệ người có việc làm cao hơn. Tỉ lệ tiết kiệm giảm đã tự tạo ra một điều kiện kinh tế ủng hộ cho quyết định giảm tiết kiệm của người dân.

5.5. Bong bóng vẫn xảy ra mà không cần phải có những hành động phi lý trí

Những vụ bùng phát và vỡ bong bóng kinh tế đã tự tạo ra các điều kiện kinh tế, khiến các thành phần hoạt động trong bong bóng đó khó có thể có được những đơn vị đo lường khách quan nhằm xác định giá trị thực của tài sản và mức độ ổn định của tín dụng. Khi nhớ rằng kiến thức của các nhà đầu tư cũng chỉ có giới hạn, chúng ta sẽ dễ dàng lý giải được tại sao các bong bóng kinh tế vẫn hình thành mà không cần họ phải hành động phi lý trí.

Để đánh giá sự ổn định của một thời kỳ phát triển tín dụng, thì câu hỏi:

Liệu các biến số kinh tế có giải thích được cho sự phát triển tín dụng không?

vẫn chưa đủ. Câu hỏi cần phải được đặt ra là:

Các biến số kinh tế sẽ như thế nào nếu không có sự phát triển tín dụng?

và:

Liệu mức độ nợ hiện tại có duy trì ổn định không trong những điều kiện mới đó?

Các mối tương quan giữa tín dụng và dữ liệu đều được làm rõ qua những sự kiện xảy ra xung quanh chu kỳ nhà đất ở Mỹ hiện nay: thị trường thế chấp sụp đổ đã nhanh chóng làm giảm lợi nhuận doanh nghiệp, làm suy yếu thị trường lao động và hạ thấp nhu cầu tiêu dùng,

...

Câu trả lời đúng cho câu hỏi:

Phải chăng đợt bùng nổ thị trường nhà đất vừa qua là nguyên nhân hay kết quả của các điều kiện kinh tế khởi sắc?

là:

Đúng.

5.6. Phát hiện bong bóng - tăng trưởng tín dụng là chìa khóa

Như đã trình bày, điều không may trong môi trường kinh tế của chúng ta là các phân tích về bảng cân đối tài sản, báo cáo thu nhập và (phần lớn) các biến số kinh tế vĩ mô đều không cho thấy sự hình thành bong bóng tín dụng bất ổn. Tuy nhiên, may mắn là vẫn có những biến số giúp xác định sự hình thành của bong bóng cũng như các điểm yếu trong hệ thống tài chính. Các manh mối đó là: khi phát hiện ra rằng quá trình tạo tín dụng đang đi trước khá xa so với sự phát triển kinh tế, thì có thể kết quả tăng trưởng đó được hậu thuẫn bởi quá trình tạo tín dụng, và sự tăng trưởng này sẽ không thể duy trì nếu quá trình tạo tín dụng ngừng lại.

Có thể quan sát dấu hiệu của thời kỳ mở rộng tín dụng không bền vững trực tiếp thông qua việc theo dõi hoạt động vay mượn, hoặc gián tiếp thông qua lạm phát giá tài sản. Nhìn chung, việc so sánh sự phát triển của giá tài sản và tình trạng nợ với sự phát triển của nền kinh tế có thể giúp chúng ta phát hiện được ra những dấu hiệu rắc rối trong tương lai. Ta có thể quan sát số lượng nợ với vai trò là một phần của quy mô nền kinh tế tương tự như quan sát tỉ lệ nợ với vai trò là một phần của thu nhập mà người vay nợ cần phải bỏ ra để thanh toán cho số nợ hiện tại. Việc theo dõi sát sao các điều kiện tín dụng của khu vực tư nhân cũng rất quan trọng. Nếu chủ nợ cho vay một cách tự do với lãi suất thấp, thì hoạt động kinh tế sẽ được đẩy mạnh, tuy nhiên, gánh nặng nợ cũng sẽ lớn hơn. Điều cần thiết là phải cân nhắc xem cái gì sẽ xảy ra đối với tỉ lệ nợ và khả năng sẵn lòng tiếp tục vay mượn của

người đi vay trong trường hợp người cho vay đột ngột thắt chặt các điều kiện cho vay.

Cuối cùng, cũng nên xét đến những khoản mục doanh thu từ các tài sản của nhà đầu tư. Nếu lạm phát tài sản cao một cách bất thường so với mức thu nhập mà các tài sản đó tạo ra, thì rất có khả năng là chúng đã được định giá cao hơn giá trị thực của chúng. Trong các tình huống như thế này, chúng ta cũng cần xem xét điều gì sẽ xảy ra đối với mức thu nhập nếu tín dụng bị thu hẹp. Đây là điều rất quan trọng trong các thị trường chứng khoán trong đó sự tạo tín dụng chảy trực tiếp vào doanh thu và phần giá của tỉ số giá cả/lợi tức.

Với cơ chế trong đó phần lớn các dữ liệu kinh tế vĩ mô đều có thể bị bóp méo bởi các bong bóng tài chính, thì sự tạo tín dụng chính là biến số kinh tế vĩ mô quan trọng *nhất*.

CÁC THÔNG ĐỐC⁽¹⁾ (NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG)

6.1. Cây Cầu Lắc

Năm 2000, London khánh thành một cây cầu bắc qua sông Thames dành cho người đi bộ. Tuy tên chính thức của nó là Cầu Thiên Niên Kỷ, nhưng chẳng bao lâu sau nó đã có biệt danh là “Cầu Lắc” bởi vì cây cầu này thường chao qua chao lại theo bước chân của những người bộ hành. Thực ra, đây là một dạng cầu treo, được thiết kế để có thể dễ dàng uốn cong; nhưng những người làm ra nó cũng không lường trước được khả năng nó sẽ đong đưa theo nhịp bước chân. Phản ứng này là một hình thức của một hệ thống tự nhiên (được tạo ra bởi quá trình phản hồi tích cực) giữa chuyển động của cây cầu và nhịp chân của khách bộ hành. Cây cầu phản ứng lại với chuyển động của khách bộ hành, và khách bộ hành phản ứng lại với chuyển động của cây cầu. Đây là một sự phối hợp nhịp nhàng giữa bước chân của khách bộ hành và sự lắc lư của cây cầu. Khi cây cầu đong đưa, khách bộ hành buộc phải bước từ bên này sang bên kia để hòa nhịp với chuyển động đó, và điều này đã khiến cho cây cầu đong đưa càng mạnh hơn.

Về mặt lý thuyết, khi khách bộ hành bước đi, chuyển động của họ đủ để tạo ra lực cộng hưởng khiến cây cầu biến mất. Nhưng trên thực tế, do có thêm hệ thống chống rung gắn trên cầu (có chức năng tương tự như bộ giảm sóc của ô tô) đã lấy đi một phần năng lượng cộng hưởng tại mỗi chu kỳ rung lắc, nhờ vậy chuyển động được kìm giữ ở mức độ vừa phải, không đủ sức phá hủy cây cầu.

6.2. Nền kinh tế lắc

Các quá trình phản hồi tích cực miêu tả ở Chương 3 và 4 kết hợp với các quá trình ở Chương 5 sẽ tạo ra hệ thống tự nguyện trong các thị trường tín dụng: hành động của người đi vay tác động tới hoạt động kinh tế, và hoạt động kinh tế tác động đến hành động của người đi vay. Sự tác động này có xu hướng thúc đẩy các làn sóng vay mượn - tiết kiệm đồng bộ. Nếu không kiểm soát, các làn sóng này có thể phát triển tự do và chuyển thành những chu kỳ bùng phát - vỡ vụn tự hủy diệt.

Vai trò của những nhà hoạch định chính sách (tức các chính phủ với chính sách tài chính và các ngân hàng trung ương với chính sách tiền tệ) là thực hiện chức năng của một bộ giám sát: lấy đi một chút năng lượng từ các chu kỳ này. Tuy nhiên, nếu họ không nhận thức được nhiệm vụ này và vẫn tìm cách duy trì hoạt động kinh tế như thể tình hình vẫn diễn biến tốt đẹp, thì họ sẽ tình cờ khuếch đại sự rung chấn này.

Về mặt lý thuyết, việc giải quyết vấn đề với cây cầu lắc là một nhiệm vụ khá đơn giản. Để giảm rung chấn của chuyển động, chỉ cần gắn các thiết bị chống rung vào các điểm có khả năng chuyển động theo nhịp bước chân trên cây cầu. Cấu trúc cố định của cây cầu khiến nó có một tần số cộng hưởng nhất định và một cách thức chuyển động xác định. Những đặc điểm này cho phép hệ thống chống rung trở thành một hệ thống bị động cố định.

Các chu kỳ tín dụng không có một tần số hay phương thức hoạt động cố định, vì thế, không thể kiểm soát chúng bằng một hệ thống giảm rung chấn cố định đơn giản. Điều tệ hại hơn là các tác nhân gây ra những chu kỳ này (tức các công ty và hộ gia đình) lại hoàn toàn có khả năng học cách dự đoán trước quá trình giảm rung chấn. Nhìn chung, nhiệm vụ này đòi hỏi phải có một hệ thống giảm rung phức tạp và linh động.

Các ngân hàng trung ương có thể tạo ra bộ chống rung linh động như yêu cầu. Điều may mắn là, nhờ vào tài năng của James Clerk Maxwell mà lý thuyết về hệ điều khiển đã được phát triển rất đầy đủ và nó có thể hướng dẫn chúng ta khi nào thì nên hay không nên triển khai các chính sách của ngân hàng trung ương.

6.3. Máy bay lác

Eurofighter (Chiến binh châu Âu - Cuồng Phong) là một minh chứng tuyệt vời cho việc ứng dụng hệ thống điều khiển trong quản lý các hệ thống tự thân vốn đã không ổn định.

Eurofighter Typhoon là một máy bay chiến đấu tấn công có cánh tam giác. Như vậy, hình dáng của chiếc máy bay này khiến nó không ổn định về mặt khí động lực. Sự mất ổn định này là do vị trí của “điểm áp suất” trên trục dọc của máy bay...

Nếu điểm áp suất này nằm ở phần trước của tâm trọng lực trên trục dọc, chiếc máy bay sẽ bị mất thăng bằng khí động lực và con người hoàn toàn không thể điều khiển được nó.

Đoạn văn trên (được trích dẫn từ trang web nói về máy bay Eurofighter) mô tả cách thức các nhà chế tạo máy bay cố tình thiết kế để nó có khả năng mất ổn định về mặt khí động lực. Mẹo này được thực hiện thông qua việc chuyển vị trí các bộ phận điều khiển mặt ngoài chính của máy bay (tức phần đuôi máy) lên mũi máy bay. Kết quả là chiếc máy bay có các đặc điểm giống như một mũi tên được ném về phía sau trong không khí. Về mặt bản chất, chiếc máy bay này không bay theo đường thẳng mà bay đảo chiều và chuyển động vượt quá tầm kiểm soát của con người. Chính sự mất ổn định này của Eurofighter đã cho phép nó thay đổi đường bay một cách nhanh chóng, và nếu cần, nó có thể bay theo các hướng không thể xác định trước được. Đây là một lợi thế khi máy bay muốn tránh né các tên lửa định hướng.

Hệ quả không mong muốn của thiết kế này là nó khiến cho tốc độ phản ứng của máy bay nhanh hơn nhiều lần so với tốc độ phản ứng của phi công; do đó, không thể vận hành máy bay nếu phi công không có công cụ hỗ trợ. Để khiến máy bay bay theo đường thẳng, thì bộ điều khiển bên ngoài của máy bay phải được điều chỉnh liên tục (với tần suất chưa đến một giây) và phải luôn đảo chiều bay từ hướng này sang hướng khác. Để thực hiện được điều này, các nhà chế tạo đã gắn vào máy bay một hệ thống bay bằng dây dẫn (fly-by-wire) do máy tính điều khiển.

Hệ thống bay bằng dây dẫn hoạt động thông qua bộ mạch phản hồi điều khiển. Có thể đo độ lệch của hướng thực mà máy bay đang bay so với hướng dự định bằng một chiếc cảm biến. Lúc đó, các bộ phận điều khiển bên ngoài sẽ được điều chỉnh để đưa máy bay trở lại đúng đường bay yêu cầu. Tính mất ổn định của thiết kế đồng nghĩa với việc chuyển động đảo chiều sẽ luôn khiến máy bay bay quá đích cần tới và đẩy máy bay đi quá xa theo hướng ngược lại. Nhưng chỉ chưa đến một giây sau, đường bay này sẽ được sửa lại bởi một điều chỉnh khác trong hệ thống điều khiển mặt ngoài của máy bay. Lần điều chỉnh thứ hai này sẽ giúp máy bay quay trở lại hướng ban đầu; và sau đó, chuyển động này cũng lại khiến máy bay đi quá đích, và chu kỳ điều chỉnh lại tiếp tục.

6.4. Hoạt động ngân hàng trung ương và Eurofighter

Theo Thuyết tính bất ổn tài chính, nếu không được kiểm soát, các cuộc mở rộng tín dụng sẽ phát triển không giới hạn; tình hình tương tự cũng xảy ra đối với các thời kỳ thu hẹp tín dụng. Với các chu kỳ bùng - vỡ thuộc dạng này, hoạt động kinh tế thường rất nhanh chóng phát triển vượt qua các điểm được tối ưu, và những điểm này không bao giờ có thể trở thành các điểm cân bằng ổn định. Kết quả, theo xu hướng nội tại, nền kinh tế sẽ sử dụng phần lớn thời gian của mình vào quá trình tạo tín dụng, và hoạt động kinh tế sẽ trở nên hoặc quá mạnh hoặc quá yếu.

Lúc này, nhiệm vụ của ngân hàng trung ương là đảm nhiệm chức năng phản hồi điều khiển giống như hệ thống điều khiển bay bằng dây dẫn trong chiếc Eurofighter để xác định hoạt động kinh tế và điều chỉnh chính sách nếu cần thiết. Khi sự tạo tín dụng bước vào giai đoạn mở rộng quá mức và có khả năng tự thúc đẩy, thì vai trò của ngân hàng trung ương là thắt chặt chính sách (nâng cao lãi suất) và đẩy nền kinh tế trở về thời kỳ thu hẹp tự thúc đẩy. Khi quá trình thu hẹp này diễn ra được một thời gian vừa đủ, lúc đó, vai trò của ngân hàng trung ương lại là nới lỏng chính sách (hạ thấp lãi suất), tạo điều kiện cho thời kỳ mở rộng tự thúc đẩy mới. Cũng tương tự như với hệ thống điều khiển của chiếc máy bay Eurofighter, trạng thái ổn định hoàn hảo là

điều không tương. Việc tốt nhất mà chúng ta có thể làm là giữ cho hệ thống này chuyên động trong một giới hạn chấp nhận được.

Để thực hiện đúng vai trò là hệ thống phản hồi điều khiển của mình, đầu tiên, ngân hàng trung ương phải nhận ra được sự cần thiết của vai trò này, và biết chấp nhận rằng cả hai thời kỳ mở rộng và thu hẹp tín dụng đều có khả năng vượt quá ngưỡng cho phép. Thuyết Thị trường Hiệu quả bác bỏ quan niệm về sự vượt ngưỡng trong quá trình mở rộng tín dụng. Ngân hàng phải biết cách xác định thời điểm cần đưa ra những điều chỉnh. Vai trò này đòi hỏi ngân hàng hiểu biết và giám sát hoạt động tạo tín dụng (nguồn cung cấp tiền), cũng như phải có khả năng loại ra những biến số khác chịu tác động của quá trình tạo tín dụng vì chúng có thể đánh lạc hướng các chính sách.

6.5. Gặp gỡ Ngài Maxwell

Câu chuyện về lý thuyết hệ điều khiển bắt đầu vào năm 1868 với bài báo của James Clerk Maxwell mang tựa đề “Vai trò của điều khiển”. “Điều khiển” mà Maxwell nhắc đến là các thiết bị cơ khí sử dụng trong quá trình tự động điều chỉnh vận tốc của máy hơi nước; tuy vậy, chúng ta có thể vận dụng điều này để nói về vai trò của các thống đốc ngân hàng trung ương.

Trước khi đi vào chi tiết bài báo “Vai trò của điều khiển”, có lẽ tôi cũng cần đưa ra cho độc giả một số thông tin về Maxwell. Ông sinh năm 1831 tại Scotland. Ông chỉ sống vắn vẹn 48 năm. Trong cuộc sống ngắn ngủi của mình, ông đã: phát minh máy ảnh màu; phát triển lý thuyết thống kê đầu tiên về vật lý nhằm mô tả hoạt động của các loại khí gas (cơ sở cho sự phát triển của cơ học lượng tử hiện đại); sau đó ông hợp nhất các lý thuyết về điện, từ tính và ánh sáng thành một lý thuyết có thể dự đoán được các bước sóng radio (bước đi đầu tiên dẫn tới truyền thông không dây hiện đại) đồng thời đặt nền tảng cho thuyết tương đối của Einstein. Ngày nay, đóng góp của Maxwell cho khoa học được đặt ngang hàng với các đóng góp của Isaac Newton và Albert Einstein.⁽²⁾

Năm 1868, Maxwell chuyển sự chú ý sang những thay đổi vĩ đại về khoa học của thời đó trong lĩnh vực nghiên cứu các thiết bị cơ khí. Thời kỳ đó, người ta đang tìm cách phát triển các thiết bị này để chúng có thể tự động điều khiển tốc độ của máy hơi nước. Quay trở lại thời điểm cuối thế kỷ XIX, cuộc cách mạng công nghiệp đang trong giai đoạn phát triển mạnh mẽ nhất, và vấn đề làm sao có thể điều khiển được các máy móc mới sử dụng năng lượng hơi nước là một thách thức công nghệ rất cấp bách.

Vấn đề các kỹ sư thời đó phải đối mặt là tìm cách duy trì hoạt động của máy hơi nước ở một tốc độ bất biến trong khi lượng tải của máy thay đổi: máy cưa sẽ trở nên vô dụng nếu khi tiếp xúc với một thân cây, lưỡi cưa từ từ dừng lại, còn khi không sử dụng đến, nó lại chạy âm ỉ không kiểm soát.

Trên thực tế, hoạt động của những thiết bị điều khiển này (đó là tên mà các nhà khoa học thời đó đặt cho chúng) đã cho ra một số kết quả không như ý. Với vai trò của mình, lẽ ra chúng phải giữ cho tốc độ quay của máy chạy êm; nhưng thường thì chúng gây ra những dao động thất thường nguy hiểm đối với tốc độ của máy. Những dao động này sẽ mạnh dần lên và làm hỏng máy. Theo chính lời của Maxwell thì tình trạng đó là:

“...chuyển động chao đảo của thiết bị điều khiển, đi kèm với chuyển động giật cục của trục chính...”

Với đặc điểm tính cách của mình, khi Maxwell bắt đầu quan tâm tới các bộ điều khiển máy hơi nước, ông không chỉ mong muốn tìm hiểu về phương thức hoạt động của chúng mà còn đi xa hơn một bước: ông muốn tìm hiểu về cách thức tất cả các hệ thống này phản ứng lại với những xáo trộn nói chung.

Rất may mắn cho chúng ta, Maxwell là một thiên tài toán học hiếm có; ông tin rằng một vấn đề sẽ chỉ được hiểu một cách thực sự nếu nó được diễn giải rõ ràng bằng các phương trình. Vì vậy, ông đã chất lọc những kiến thức toán học của mình để có thể mô tả cách thức hoạt động của các bộ điều khiển một cách đơn giản.⁽³⁾

MỘT BỘ ĐIỀU KHIỂN là một phần trong máy, thông qua đó tốc độ của máy được duy trì ở mức gần như đồng nhất, cho dù có những thay đổi về lực đẩy hoặc bị cản trở...

Bây giờ, tôi sẽ không đi vào chi tiết về cơ chế hoạt động mà sẽ hướng sự chú ý của các kỹ sư và nhà toán học vào thuyết động lực của các bộ điều khiển như vậy...

Có thể thấy rằng chuyển động của máy cùng với bộ điều khiển, nhìn chung, sẽ bao gồm một chuyển động đồng nhất kết hợp với một sự xáo trộn - có thể coi xáo trộn này là tổng của một số các chuyển động hợp thành. Các bộ phận hợp thành này có thể gồm bốn loại khác nhau:

Xáo trộn có thể tăng liên tục

Xáo trộn có thể giảm liên tục

Đó có thể là một dao động với biên độ tăng liên tục

Đó có thể là một dao động với biên độ giảm liên tục

Các trường hợp thứ nhất và thứ ba rõ ràng là không thống nhất với sự ổn định của chuyển động; còn trường hợp thứ hai và thứ tư có thể thực hiện được với một bộ điều khiển tốt.

Bài viết của Maxwell cho thấy các hệ thống chỉ có thể phản ứng lại với xáo trộn theo một trong bốn cách khác nhau. Điều đáng lưu ý là bốn cách phản ứng trên đều có thể được tóm gọn tương ứng như sau:

Lý thuyết tính bất ổn tài chính

Thuyết Thị trường Hiệu quả

Chính sách ngân hàng trung ương kém hiệu quả

Chính sách ngân hàng trung ương tối ưu

Mô hình thứ hai của Maxwell - sự xáo trộn “có thể giảm liên tục” - không phải khái niệm gì xa lạ. Đó chính là Thuyết Thị trường Hiệu

qua: khi các thị trường bị xáo trộn, các lực lượng trong hệ thống sẽ hoạt động để loại bỏ sự xáo trộn đó và đưa hệ thống quay trở về trạng thái cân bằng ổn định.

Mô hình thứ nhất của Maxwell - “Xáo trộn có thể tăng liên tục” - là Lý thuyết tính bất ổn tài chính: khi các thị trường bị xáo trộn, các lực lượng trong hệ thống sẽ hoạt động để khuếch đại sự xáo trộn đó và đẩy hệ thống ra xa khỏi trạng thái cân bằng.

Cả mô hình thứ nhất và thứ hai đều phản ứng lại với các hệ thống và chúng được thống trị bởi hành động bên trong của bản thân hệ thống.

Khám phá của Maxwell và đồng thời cũng là điểm tựa của lý thuyết hệ điều khiển nằm ở chỗ ông đã xác định và tìm hiểu mô hình hoạt động thứ ba và thứ tư. Các mô hình này mô tả cách thức các hệ thống phản ứng lại khi bị xáo trộn, trong đó có vai trò của “người điều khiển” luôn cố gắng tìm cách kiểm soát sự xáo trộn đó.

6.6. Hai hình thức điều khiển

Theo nghiên cứu của Maxwell, các bộ điều khiển máy hơi nước hoạt động giống hệt hệ thống điều khiển phản hồi hiện đại. Bộ điều khiển “cảm nhận” tốc độ quay của trục máy hơi nước và sử dụng kết quả đo được để điều chỉnh lực đẩy tác động vào trục máy. Nếu trục máy quay quá nhanh, bộ điều khiển sẽ tạo một lực hãm làm giảm tốc độ quay. Nếu trục máy quay quá chậm, bộ điều khiển sẽ nới lỏng lực hãm để trục máy tăng tốc.

Ý tưởng điều khiển tự động nghe có vẻ đơn giản về mặt lý thuyết, song lại rất khó thực hiện trên thực tế. Các kỹ sư nhận thấy rằng bộ điều khiển tạo lực hãm khi trục máy đang quay quá nhanh, khiến tốc độ máy đột ngột giảm xuống. Lúc này, bộ điều khiển lại bất ngờ nới lỏng lực hãm, gây ra một đợt gia tốc đột ngột. Như vậy, kết quả hoạt động mong muốn - duy trì tốc độ quay ở mức ổn định - không xảy ra; thay vào đó, các bộ điều khiển cứ liên tục bật - tắt công tác hãm, khiến tốc độ của máy chao đảo thông qua những dao động mạnh.

Điều mà Maxwell phát hiện ra trong các phương trình của mình là cường độ và thời điểm phản ứng của bộ điều khiển là rất quan trọng. Nếu bộ điều khiển phản ứng thái quá (tạo lực hãm quá lớn hoặc can thiệp không đúng thời điểm), nó sẽ tạo ra một loạt các dao động với biên độ tăng liên tục, và dần dần sẽ làm vỡ máy. Mặt khác, nếu bộ cảm biến được điều chỉnh để can thiệp nhẹ nhàng hơn tại đúng thời điểm của chu kỳ, thì nó có thể hướng hệ thống vào một tốc độ mong muốn thông qua một loạt những dao động có biên độ giảm liên tục.

Phản ứng ban đầu của các kỹ sư đối với những hệ thống dao động là tìm cách tạo ra những bộ điều khiển mạnh hơn nữa. Maxwell chỉ ra rằng trong hệ điều khiển, đây thường là câu trả lời sai. Điều cần làm ở đây là phải tạo ra một bộ điều khiển nhẹ nhàng hơn: nó sẽ cho phép hệ thống chuyển động trong một giới hạn chấp nhận được, và cho phép quá trình điều khiển quy tụ sau một vài chu kỳ.

Bài viết của Maxwell cho thấy rằng kiểm soát các hệ thống mất ổn định là khả thi. Nhưng đây là một nghệ thuật tinh vi, trong đó thời điểm và biên độ của phản ứng điều khiển đều đóng vai trò quan trọng. Bên cạnh đó, quá trình này cũng chứng tỏ một thực tế là chúng ta sẽ không bao giờ đạt được sự ổn định hoàn hảo mà cũng không nên mong chờ điều đó.

6.7. Hai hình thức thống đốc ngân hàng

Mối liên quan giữa vai trò của các bộ điều khiển máy hơi nước của Maxwell và các thống đốc ngân hàng trung ương hiện đại không phải là tuyệt đối, song chúng rất gần gũi với nhau. Theo như các tranh luận được đưa ra, các thị trường tài chính hình thành một hệ thống bất ổn định tự thân, thì cơ chế “điều khiển” tối ưu sẽ cần phải chấp nhận rằng trạng thái ổn định hoàn hảo là không thể đạt được.

Ở cả hai giai đoạn mở rộng và thu hẹp của các chu kỳ tín dụng, cần áp dụng các chính sách phản hồi một cách cân xứng. Hiện nay chúng ta đang có một hệ điều khiển không cân xứng. Trong thời kỳ mở rộng tín dụng, phản ứng từ phía hệ thống điều khiển rất yếu và thường xuyên bị trì hoãn, nhưng trong thời kỳ thu hẹp tín dụng, phản ứng đó lại rất mạnh mẽ và xảy ra sớm. Kết quả của chính sách không cân

xúng này là nó sẽ đẩy (một số) ngân hàng trung ương ra khỏi mô hình hoạt động thứ tư của Maxwell (mà theo lời ông thì mô hình này “có thể thực hiện được với một bộ điều khiển tốt”) và rơi vào mô hình thứ ba - “rõ ràng là không thống nhất với sự ổn định của chuyển động”.

Các thống đốc ngân hàng trung ương theo quan điểm truyền thống nhận thức được các vấn đề của chính sách tiền tệ không cân xứng. Tôi xin trích dẫn ra đây câu nói của William McChesney Martin, chủ tịch giữ nhiệm kỳ lâu nhất của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ:

“Nhiệm vụ của Cục Dự trữ Liên bang là mang đi quả bóng này ngay khi bữa tiệc khởi động”.

Hành động mang đi quả bóng này thể hiện kiểu thống đốc ngân hàng dạng thứ tư: nhẹ nhàng, có cân nhắc cẩn thận trước khi quyết định. Một đặc tính tương tự có thể suy ra là chiến lược “gió chiều nào xoay chiều ấy” thỉnh thoảng vẫn được đem ra bàn luận một cách ngượng ngùng trong cuộc họp của các thống đốc Ngân hàng Trung ương châu Âu. Ngược lại, chiến lược “mô hình quản lý rủi ro” gần đây được Cục Dự trữ Liên bang Mỹ áp dụng dường như lại vô tình tạo ra hành động của các thống đốc ngân hàng dạng thứ ba: khiến các chu kỳ tín dụng ngày càng lớn hơn và đạt mức đỉnh điểm trong giai đoạn khủng hoảng tín dụng.

Các hệ thống điều khiển, bao gồm cả các ngân hàng trung ương, được tạo ra để bảo vệ các hệ thống khỏi tác động có hại của các cuộc chao đảo dữ dội khi đang hoạt động. Maxwell chỉ ra rằng chỉ cần một sự tính toán sai lệch nhỏ, các hệ thống này có thể gây ra tác hại nhiều hơn là đem lại tác dụng.

Keynes và Minsky đã đúng khi lập luận rằng hệ thống tài chính đòi hỏi phải có sự quản lý, qua đó họ muốn ám chỉ vai trò của ngân hàng trung ương. Tuy nhiên, Friedman cũng đúng khi tỏ ra lo lắng về những sai lầm trong chính sách của các ngân hàng trung ương.

6.8. Những cú sốc - tốt hay xấu?

Đối với những người theo Thuyết Thị trường Hiệu quả, tất cả các cú sốc tiêu cực đều là những sự kiện gây mất ổn định và cần được phá bỏ. Nhưng trong con mắt của những người ủng hộ Lý thuyết tính bất ổn tài chính, thì đôi khi một số cú sốc lại là những sự kiện có tác dụng ổn định hóa, giúp đảo ngược các chu kỳ trước đó của quá trình tạo tín dụng không ổn định trước đó. Một khi đã nhận thức rõ được tính chất bất ổn định của thị trường tài chính, chúng ta có thể thấy rằng ngân hàng trung ương không nên nhất thiết phải tìm cách trung hòa tất cả các cú sốc bất lợi. Thực ra, sẽ rất có ích cho ngân hàng trung ương nếu đôi khi nó biết tự tạo ra những cú sốc cho mình.

Ngày nay, các ngân hàng trung ương thường tự hào về tính minh bạch và dễ đoán trước của họ. Mô hình hoạt động của một số ngân hàng trung ương lớn là họ sẽ thông báo trước cho các thị trường tài chính về những chính sách sắp ban hành. Tuy nhiên, điều nên làm lại theo chiều ngược lại. Thông qua việc thỉnh thoảng tạo ra những cú sốc ngắn và mạnh (như đột ngột thu hồi tiền mặt), các ngân hàng có thể thực hiện được vai trò của một đợt diễn tập cứu hỏa: kiểm tra khả năng phục hồi của nền kinh tế sau các cú sốc, kiểm tra tính ổn định của một thời kỳ phát triển và xác định được những thể chế nào đang ở tình trạng bất ổn về tài chính. Nếu các thị trường tài chính tin tưởng rằng chính sách “diễn tập cứu hỏa về tài chính” đôi khi vẫn được thực hiện, thì cả người cho vay và người đi vay đều sẽ thấy mình cần phải nâng bản thân lên các mức độ tự giác kỷ luật cao hơn.

6.9. Triển vọng về một hệ thống điều khiển

Việc nhìn nhận vai trò của ngân hàng trung ương như một hệ thống phản hồi điều khiển sẽ giúp làm rõ được những nhiệm vụ phía trước của họ. Chúng ta cần phải xác định cái gì cần kiểm soát, mức độ chấp nhận được của các thông số cho phép chúng ta giành thế kiểm soát, dấu hiệu điều khiển đúng đắn giúp chúng ta giám sát và phương pháp tối ưu để áp dụng cơ chế kiểm soát.

Hiện tại chúng ta đang tìm cách kiểm soát tình trạng lạm phát giá tiêu dùng; trong khi đó, sự bất ổn định của hệ thống lại bắt nguồn từ lạm phát giá tài sản. Không chỉ có thế, một số ngân hàng trung ương

hiện vẫn cố ý phớt lờ vai trò của quá trình tạo tín dụng (phát triển nguồn cung ứng tiền) trong khi đây là tín hiệu điều khiển quan trọng nhất; thay vào đó, họ lại tập trung vào các biến số khác và các biến số này thường có xu hướng đưa ra những tín hiệu cảnh báo sai lầm.

Nếu chúng ta cố gắng tìm cách kiểm soát biến số sai, với tín hiệu điều khiển sai, thì kết quả là chúng ta sẽ không thể vạch ra được một chiến lược để từ đó đưa ra một xung lực điều khiển đúng đắn.

MINSKY GẶP GỠ MANDELBROT

“Có những điều được biết. Đó là những điều chúng ta biết rằng mình biết. Có những ẩn số được biết. Đó là những điều chúng ta biết rằng mình không biết. Nhưng cũng có những ẩn số không được biết. Đó là những điều chúng ta không biết rằng mình không biết.”

Donald Rumsfeld

7.1. Những ẩn số được biết

Câu nói trên đã khiến Bộ trưởng Quốc phòng Mỹ Donald Rumsfeld bị đồng đảo công chúng nhạo báng. Đây là một điều đáng tiếc bởi câu nói này thể hiện một sự quan sát tinh tế và sâu sắc về bản chất của tình trạng không chắc chắn và rủi ro. Hãy nghĩ tới tình huống khi chúng ta phải gieo một con xúc xắc - đây là thời điểm chúng ta phải đối mặt với tình trạng không chắc chắn nhưng thuộc loại có thể kiểm soát được. Chúng ta không thể biết được là khi con xúc xắc ngừng lăn, thì mặt số nào sẽ hiện lên; tuy nhiên, chúng ta vẫn biết rằng các con số đó sẽ nằm trong khoảng từ 1 đến 6. Chúng ta biết được giới hạn của những kết quả có thể xảy ra và, giả thử đó là một cuộc gieo xúc xắc công tâm, chúng ta còn có thể biết được các xác suất tương đối của nó. Việc này cho phép chúng ta tính toán được toàn bộ phân phối xác suất của tất cả các kết quả có thể xảy ra đối với một lần gieo xúc xắc. Cho dù con xúc xắc lăn ngẫu nhiên, nhưng chúng ta vẫn có thể suy luận được khá nhiều về kết quả cuối cùng mà nó đưa ra:

Kết quả sẽ là một số nguyên, dao động từ 1 đến 6

Tất cả sáu con số đều có một xác suất bằng nhau là $1/6$

Kết quả trung bình của nhiều lần gieo xúc xắc là 3,5

Do vậy, có thể coi trò gieo xúc xắc này là một quá trình bao gồm một trong những ẩn số được biết của Rumsfeld: chúng ta không biết kết quả, nhưng chúng ta biết phân phối xác suất của tất cả các kết quả.

Khi sử dụng phương pháp phân phối xác suất khi gieo một con xúc xắc, chúng ta có thể tính toán được phân phối xác suất cho tổng các con số thể hiện khi gieo hai con xúc xắc. Phân phối của hai con xúc xắc có vẻ thú vị hơn một chút; mỗi con có thể dừng lại theo một trong sáu cách khác nhau, do đó tạo ra một phân phối kết hợp bằng 6×6 , tức là có 36 kết quả khác nhau có thể xảy ra. Tuy nhiên, nếu chúng ta chỉ quan tâm tới tổng của hai con số trên con xúc xắc, thì không phải tất cả các kết quả dự đoán là duy nhất. 6 trong số 36 con số có thể xảy ra có tổng bằng 7 - đó là các cặp (1,6)(6,1)(2,5)(5,2)(3,4) và (4,3). Vì vậy, xác suất gặp phải số bảy với hai con xúc xắc là $6/36$, hay 1 trong 6. Ngược lại, các số 2 hoặc 12 chỉ có thể được hình thành theo một cách - hai số một hoặc hai số sáu. Vì những con số này chỉ có thể được tạo ra theo một cách nên mỗi số chỉ có được xác suất là $1/36$. Xác suất của các kết quả khác có thể xảy ra nằm giữa hai giới hạn này.

Tính chắc chắn khi dự đoán kết quả của việc gieo hai con xúc xắc nhỏ hơn so với khi gieo một con xúc xắc: phạm vi kết quả có thể xảy ra rộng hơn và xác suất của mỗi kết quả thấp hơn. Tuy nhiên, khi gieo hai hay bao nhiêu con xúc xắc, chúng ta luôn luôn có thể tính toán được phân phối xác suất một cách đầy đủ đối với tất cả các kết quả có thể xảy ra. Cái không chắc chắn khi gieo xúc xắc chỉ liên quan tới những ẩn số đã biết.

Như đã trình bày ở Chương 3, Thuyết Thị trường Hiệu quả cho rằng có thể mô hình hóa lại các diễn biến về giá tài sản giống như cách thức một tay chơi bạc có thể tính toán ra phân phối xác suất của việc búng một sê-ri các đồng xu. Tương tự như khi gieo xúc xắc, việc búng đồng xu chịu ảnh hưởng của những ẩn số đã biết: 50% khả năng đồng xu sẽ lật mặt phải và 50% sẽ lật mặt trái. Từ đó, có thể hình dung rằng các diễn biến về giá cả cũng chịu sự kiểm soát của những ẩn số đã biết;

chúng ta không biết rằng giá cả sẽ thay đổi như thế nào, nhưng chúng ta biết rằng giá cả có thể thay đổi.

Ngày nay hoạt động đo lường định lượng đối với rủi ro tài chính đã trở nên phổ biến trong hệ thống ngân hàng, quản lý tài sản và các hệ thống điều khiển của chúng ta. Các hệ thống quản lý rủi ro được xây dựng dựa trên Thuyết Thị trường Hiệu quả và dựa trên ý tưởng rằng chúng ta có thể xác định các phân phối xác suất đáng tin cậy đối với doanh thu giá cả tài sản trong tương lai. Như trong trường hợp của Northern Rock và Bear Stearns đã chỉ ra, phân phối rủi ro do các hệ thống này dự đoán thường không đánh giá được đầy đủ những gì diễn ra trên thực tế.

7.2. Những ẩn số chưa biết - Rủi ro Knightian

Bây giờ, chúng ta hãy cùng xem xét một trò chơi đơn giản, trong đó người chơi đầu tiên gieo hai con xúc xắc để tính tổng của hai con số hiện trên bề mặt của hai con xúc xắc sau khi chúng dừng quay. Sau đó, người chơi tiếp theo phải đặt cược xem trong lần gieo tiếp theo, tổng số sẽ bằng hay lớn hơn tổng số của lần gieo đầu. Trong trò chơi này rủi ro nằm ở những ẩn số đã biết; phân phối xác suất của tất cả các kết quả có thể xảy ra hoàn toàn xác định được và những người tham gia đều biết điều đó trước khi đặt cược.

Những người chơi có lý trí đều sẽ nhanh chóng tính ra mức đặt cược hợp lý cho tình huống đưa ra, và lúc này trò chơi chỉ còn là một quá trình tung đồng xu qua lại trên mặt bàn và thuần túy dựa vào may rủi.

Bây giờ, giả thử như có một sự thay đổi nhỏ trong trò chơi. Cặp xúc xắc thông thường được thay thế bằng một cặp xúc xắc khác. Bề mặt của cặp xúc xắc mới được đánh số lại với những con số được chọn ngẫu nhiên trong khoảng từ 1 - 100. Những người chơi chỉ được thông báo về tổng của hai con số hiện trên hai con xúc xắc sau mỗi lần gieo; và họ không được phép nhìn thấy cặp xúc xắc này.

Khi trò chơi bắt đầu, những người chơi sẽ phải đối mặt với một rủi ro thuộc dạng khác hẳn so với rủi ro của trò chơi ban đầu. Không ai

biết trước được kết quả cuối cùng cũng như phân phối của các kết quả có thể xảy ra. Người chơi chỉ biết được rằng kết quả cao nhất có thể đạt được là 200, thế nhưng điều này chỉ xảy ra trong trường hợp khá hiếm hoi là cả hai con xúc xắc đều tình cờ có chung con số 100 trên bề mặt. Tương tự, người chơi cũng biết được kết quả thấp nhất có thể là 2 và điều này cũng chỉ xảy ra trong một trường hợp hiếm hoi tương tự là nếu cả hai con xúc xắc đều có cùng con số 1. Khi trò chơi bắt đầu, những người chơi biết rằng phạm vi tối đa cho phép của các kết quả là từ 2 - 200; nhưng đồng thời, họ cũng biết rằng đối với cặp xúc xắc này thì phạm vi xác suất thực sự có thể hẹp hơn rất nhiều lần. Những người chơi có thể phát hiện ra rằng kết quả tốt nhất mà họ nên kỳ vọng đầu tiên ở lần gieo xúc xắc thứ nhất có thể sẽ là 101, nhưng họ cũng nên biết rằng dự đoán này không đáng tin cậy. Như vậy, những người chơi sẽ phải đối mặt với những kết quả chưa được biết rút ra từ việc phân phối không được xác định rõ.

Loại kết quả chưa được biết bắt nguồn từ phân phối không chắc chắn này được gọi là rủi ro Knightian. Tên gọi này được đặt theo tên của nhà kinh tế học người Mỹ Frank Knight. Ông là người đầu tiên chỉ ra sự khác biệt giữa những sự kiện được lựa chọn ngẫu nhiên từ một phân phối xác suất được biết trước và những sự kiện được lựa chọn ngẫu nhiên từ một phân phối xác suất không chắc chắn.

Nếu người chơi được chơi nhiều lần với cùng một cặp xúc xắc ngẫu nhiên và ghi lại tần suất kết quả của mỗi lần gieo, thì cuối cùng, dựa trên kinh nghiệm, họ sẽ có thể tính toán ra được phân phối xác suất của những kết quả có thể xảy ra. Sau khi chơi được một thời gian vừa đủ, người chơi sẽ tính toán được phân phối xác suất cho cặp xúc xắc mà họ chưa được nhìn thấy - điều này khiến trò chơi chuyển từ một ẩn số chưa được biết sang một ẩn số được biết. Thông qua việc ghi chép, đối chiếu và phân tích một cách cẩn thận các kết quả thu được sau từng lần gieo xúc xắc, cuối cùng người chơi cũng có thể loại bỏ được yếu tố rủi ro Knightian ban đầu của trò chơi.

Đối với trò chơi cá cược dựa trên phân phối xác suất chưa biết, người chơi đầu tiên ước tính được chính xác phân phối thực sẽ thu về được nhiều tiền. Bởi vì người chơi nào nắm được thông tin này sẽ có thể đưa ra được con số cược đúng nhất, và anh ta cũng biết được khi

nào thì nên lợi dụng thời cơ trong đó những người chơi khác đưa ra các con số cược không được tính toán cẩn thận.

Về mặt bản chất, mục đích của hệ thống quản lý rủi ro định lượng hiện đại chính là loại bỏ rủi ro Knightian thông qua việc thu thập và phân tích những dữ liệu trong quá khứ. Tiền đề của ngành này chính là bài học của Thuyết Thị trường Hiệu quả, trong đó cho rằng phân phối doanh thu trong tương lai là điều có thể biết trước được và không hề có yếu tố rủi ro Knightian.

Bản chất thất thường của các chu kỳ bùng nổ - vỡ do Thuyết về tính bất ổn tài chính dự đoán đã đặt ra mối nghi ngờ đối với toàn bộ ý tưởng cho rằng hành vi thị trường trong thời điểm trước có thể được sử dụng để tạo ra những phân phối doanh thu trong tương lai. Nếu một phân phối doanh thu có được từ giai đoạn phát triển của chu kỳ tín dụng thì chắc chắn nó sẽ không thể nào trở thành đại diện cho phân phối doanh thu tạo ra trong thời kỳ thu hẹp tín dụng. Theo Thuyết về tính bất ổn tài chính, cả hình thái của phân phối doanh thu của tài sản cũng như vị trí của nó đều không thể biết trước một cách chắc chắn được.

Rắc rối hơn cả là ngụ ý cho rằng toàn bộ phân phối xác suất có xu hướng chuyển dịch khi chu kỳ dao động nhanh giữa các thời kỳ phát triển và thu hẹp tự thúc đẩy (hay còn gọi là Chuyển động Minsky). Điều không may là những thời điểm này lại chính là lúc cần đến các hệ thống rủi ro nhất. Các dao động nhanh này chịu trách nhiệm tạo ra 25 cặp biên cố lệch chuẩn mà tôi đã đề cập tới trong Chương 1.

7.3. Những trị số chưa biết

Sự phụ thuộc ngày càng gia tăng vào các hệ thống quản lý rủi ro định lượng phát triển từ những lý thuyết dựa trên Thuyết Thị trường Hiệu quả đã mang đến một vấn đề mới về những “trị số chưa biết” trong hệ thống tài chính của chúng ta. Những trị số chưa biết là những điều mà chúng ta vẫn tự thuyết phục mình rằng chúng ta biết nhưng trên thực tế, chúng ta lại không hề biết về chúng. Ảo tưởng của Thị Trường Hiệu Quả cho rằng chúng ta biết về phân phối xác suất doanh thu tài sản, nhưng thực tế của những quá trình tự thúc đẩy

trong các thị trường tài chính lại khiến cho phân phối này chỉ trở nên tin cậy trong những điều kiện thị trường tĩnh. Khi các thị trường đang chịu sự điều khiển của chu kỳ tự thúc đẩy, thì những phân phối này có thể đột ngột sụp đổ hoàn toàn. Quản lí rủi ro dựa vào Thuyết Thị trường Hiệu quả giống như một âm trà xô-cô-la mà chúng ta ai ai cũng biết: nó chỉ hoạt động khi nó không được sử dụng.

7.4. Rủi ro của việc đo lường rủi ro

Tác dụng phụ không mong muốn của các trị số chưa biết của Thị Trường Hiệu Quả là chúng có khả năng khiến cho những người tham gia thị trường tài chính có cảm giác sai lầm về an toàn. Các hệ thống rủi ro hiện đại đưa ra các báo cáo nhằm mục đích dự đoán các sự kiện thị trường. Những dự đoán này cung cấp thông tin cho các thống đốc ngân hàng, nhà đầu tư và giới lãnh đạo từ đó giúp họ hiểu về những rủi ro mà họ đang gặp phải. Tuy nhiên, trên thực tế, những hệ thống này chẳng biết gì về những điều mà chúng thông tin và vì thế có thể nâng mức độ lòng tin của những người tham gia thị trường một cách không phù hợp.

Cũng giống như hoạt động kế toán điều chỉnh theo giá thị trường, hệ thống quản lí rủi ro hiện đại được lập ra với mục đích giúp hệ thống tài chính trở nên an toàn và ổn định hơn, tuy nhiên, nó cũng có thể nâng cao tính bất ổn của thị trường.

7.5. Giới thiệu Ngài Mandelbrot

Gần như kể từ khi có sự ra đời của trào lưu mô hình hóa hành vi giá cả tài sản như thể chúng được thúc đẩy bởi một loạt các hành động tung đồng xu, Benoit Mandelbrot, nhà toán học đã phát minh ra hình học phân mảnh (fractal geometry) đã liên tục tranh luận rằng hành vi của các thị trường tài chính thật sự hoàn toàn không phù hợp với thuyết về thị trường hiệu quả.

Mandelbrot cho biết các nghiên cứu dựa trên kinh nghiệm của ông về dãy giá cả đã chỉ ra một hiệu ứng ghi nhớ, theo đó các diễn biến của giá cả thị trường trong tương lai có nhiều khả năng sẽ lặp lại hành vi

gần nhất của chúng, chứ không phụ thuộc vào một quá trình thuần túy ngẫu nhiên:

Đương nhiên là các thay đổi giá cả tích cực không phải là giả định duy nhất làm nền tảng cho mô hình tài chính tiêu chuẩn. Một điều khác nữa là mỗi vòng xoay của đồng xu, hay mỗi lần biến động của giá cả, đều nên độc lập với vòng xoay trước đó. Không nên có một mô hình có thể đoán trước nào để bạn có thể dựa vào đó mà kinh doanh và sinh lời. Song, thật may mắn cho thể chế tài chính của chúng ta - đây chỉ là một câu chuyện hoang đường... Giá cổ phiếu không hề độc lập. Hành động của ngày hôm nay, dù ít dù nhiều, vẫn có thể ảnh hưởng tới hành động của ngày mai⁽¹⁾.

Benoit Mandelbrot

7.5.1. Trí nhớ là quan trọng

Một trong những khía cạnh rất tuyệt vời ở các phân tích của Mandelbrot là ông cho rằng mình đã xác định được bằng chứng để chứng minh rằng các thị trường có trí nhớ. Mandelbrot cho rằng ông đã tìm ra chứng cứ để chứng minh rằng hành vi thị trường chịu ảnh hưởng của hành vi gần nhất của chính nó, đồng thời ông cũng đưa ra chứng cứ về một hiệu ứng cụm khiến các diễn biến lớn về giá cả xảy ra trong một quãng thời gian ngắn. Cả hai hiện tượng hiệu ứng trí nhớ và hiệu ứng cụm đều không thể giải thích được thông qua Thuyết Thị trường Hiệu quả. Tuy nhiên, các hiện tượng này có thể giúp giải thích về vấn đề phân phối xác suất chuỗi mở rộng (xem thêm chương 1) và tình trạng các hệ thống rủi ro tài chính thường xuyên đánh giá thấp rủi ro của thị trường tài chính.

Tinh thần trung thực trong nghiên cứu của Mandelbrot về các thị trường tài chính rất đáng biểu dương. Lý do đầu tiên là bởi vì Mandelbrot đã can đảm công khai thừa nhận điều mà những người khác chỉ dám thì thầm với nhau - đó là Thuyết Thị trường Hiệu quả đã bị bác bỏ một cách toàn diện. Điều thứ hai là tính mới mẻ trong phương pháp tiếp cận vấn đề - Mandelbrot tìm cách để cho lý thuyết phù hợp với dữ liệu chứ không phải theo cách ngược lại là áp đặt dữ liệu cho vừa vặn với lý thuyết. Với thực tế này, công trình của

Mandelbrot cho thấy một vấn đề: ông khẳng định rằng các thị trường có trí nhớ, nhưng không giải thích được đâu là nguồn gốc của trí nhớ bí ẩn này. Nếu xem xét một cách nghiêm túc lý thuyết về trí nhớ của thị trường này của Mandelbrot, thì hiển nhiên là chúng ta cần phải xác định được cơ chế trí nhớ của thị trường.

Những người ủng hộ Thuyết Thị trường Hiệu quả khẳng định rằng các thị trường không có trí nhớ. Song, như chúng ta vẫn biết, mỗi thành viên trong các thị trường tài chính đều có ít nhất là một vài trí nhớ về hành vi của họ, cho dù là trí nhớ đó rất ngắn ngủi đi chăng nữa. Chúng ta cũng biết rằng các thể chế tài chính đầu tư những khoản tiền khổng lồ vào việc phát triển các cơ sở dữ liệu về biến động giá cả theo thời gian cũng như vào việc đào tạo cho nhân viên của mình cách thức sử dụng các cơ sở dữ liệu đó. Vì vậy, có thể nói các thị trường tài chính có thừa trí nhớ. Nhưng loại trí nhớ này có thể không nằm trong các mô hình của Mandelbrot; vì thế, có lẽ chúng ta nên quay trở lại với Ngài Minsky.

7.6. Minsky gặp gỡ Mandelbrot

Khi nhìn nhận qua lăng kính của Thuyết Thị trường Hiệu quả, các ý tưởng của Mandelbrot nghe có vẻ khôi hài và cần xem xét chúng trong sự hoài nghi. Nhưng khi nhìn nhận qua lăng kính của Thuyết về tính bất ổn tài chính của Minsky, những ý tưởng đó của Mandelbrot lại rất logic và cần được nghiên cứu một cách nghiêm túc.

Trí nhớ thị trường của Mandelbrot có thể được hiểu là các quá trình phản hồi tích cực tự thúc đẩy của Minsky bởi nó cũng hoạt động bằng cách nhắc lại những sự kiện trong quá khứ như thể nó có trí nhớ. Nói một cách chính xác hơn, chúng ta có thể coi các vùng trí nhớ trong lý thuyết của Mandelbrot là những bản báo cáo tài chính của tất cả những thành viên hoạt động trong thị trường tài chính. Các thông tin về lợi nhuận và thua lỗ của giá tài sản đều được lưu lại, hoặc ghi nhớ, trong các bản báo cáo này và chúng sẽ tác động đến hành vi tương lai.

Các ý tưởng của Minsky và Mandelbrot có thể giúp lý giải nguyên nhân tại sao ngành quản lý rủi ro hiện đại lại cảm thấy khó khăn khi

đưa ra những ước tính tin cậy về các phân phối doanh thu tương lai. Thứ nhất, có một vấn đề cơ bản là các nhà quản lý rủi ro luôn cố gắng mô hình hóa lại các thị trường bằng những đường cong có hình dạng không đúng; các đường cong phân phối tiêu chuẩn thường có hình dáng sai, không phản ánh được chính xác hành vi giá cả tài sản. Giá cả tài sản, do chịu tác động của các phản hồi tích cực, thường có phân phối doanh thu phẳng và rộng hơn. Trên thực tế, phân phối doanh thu của chúng thường có hai đỉnh, một đỉnh thuộc chu kỳ mở rộng tín dụng và một đỉnh khác thuộc chu kỳ thu hẹp tín dụng. Vấn đề thứ hai là sự thiên lệch trong cách chọn mẫu: nếu hiệu ứng cụm mà Mandelbrot đưa ra là có thật, thì có nhiều khả năng những dữ liệu lịch sử được các nhà quản lý rủi ro sử dụng khi xác định mô hình của mình không đủ tư cách đại diện cho những doanh thu trong tương lai. Nếu sử dụng một giai đoạn gồm một cụm các mức doanh thu tích cực để tính toán hình dáng của mô hình biểu diễn thị trường, thì khi xuất hiện cụm doanh thu tiêu cực, phân phối này sẽ tỏ ra rất bất hợp lý, và mô hình biểu diễn sẽ bị thiếu một trong những đỉnh có thể xảy ra của phân phối.

Việc phát hiện ra rằng các phân phối xác suất được tính toán rất cẩn thận lại hoàn toàn ở sai vị trí thường được biết đến với cái tên là “thay đổi cơ chế”. Chúng ta vừa mới chứng kiến một hiện tượng thay đổi cơ chế trong thị trường nhà đất ở Mỹ, trong đó người ta phát hiện ra rằng rất nhiều những phân phối giá nhà được tính toán chi tiết lại ở vào vị trí không đúng.

Khi nói “ổn định tạo ra mất ổn định”, Hyman Minsky muốn đề cập tới một thực tế là trong các thời kỳ kinh tế tươi đẹp, chúng ta thường tạo ra một kho nợ không bền vững để rồi chính kho nợ đó sẽ là nguyên nhân phá hủy thời kỳ kinh tế tươi đẹp đó. Các vấn đề đặt ra ở đây cho thấy một vấn đề tự hủy tương tự và có thể có tác dụng trong lĩnh vực quản lý rủi ro định lượng. Như đã trình bày ở trên, vai trò của lĩnh vực này là giảm thiểu rủi ro Knightian. Tuy nhiên, nếu công việc quản lý này vô tình tạo ra các xác suất rủi ro quá hẹp một cách có hệ thống, thì rất có khả năng toàn bộ ngành quản lý rủi ro định lượng sẽ khuyến khích các thành phần trong nền kinh tế chấp nhận rủi ro nhiều hơn nữa và tạo ra nhiều biến động trong mức độ rủi ro chấp nhận được.

Như vậy là chúng ta đã biết về những “ẩn số chưa biết”, tức là những điều mà chúng ta không biết nhưng vẫn tự lừa dối bản thân rằng mình biết.

7.7. Tổng hợp

Một khó khăn nữa nảy sinh khi chúng ta ngày càng phụ thuộc vào các hệ thống quản lý rủi ro định lượng là chúng thường cảnh báo các rủi ro lớn dần sau khi thị trường sụp đổ chứ không phải thời kỳ trước đó. Kết quả chung cuộc của quá trình này là sau khi một tài sản đã giảm giá nghiêm trọng, hệ thống quản lý rủi ro mới tăng mức độ đánh giá đối với phạm vi doanh thu có thể của tài sản đó. Điều này khiến tài sản nói trên dường như chứa đựng nhiều rủi ro hơn sau đợt giảm giá lớn chứ không phải là trước khi có đợt giảm giá đó.

Sau đó, các đo lường rủi ro này sẽ được đưa tới các ngân hàng và các hệ thống xác định đầu tư, từ đó tạo ra một đợt bán ồ ạt sau khi một tài sản đã sụt giá; trong khi đó, về mặt khách quan, rủi ro khi giữ lại tài sản đó lại thấp hơn trước đây.

Mối quan hệ tương tác giữa các diễn biến của giá tài sản và các đơn vị đo lường rủi ro điều chỉnh theo giá thị trường lại sản sinh ra một kênh phản hồi tích cực tự thúc đẩy khác, có khả năng gây ra những đợt bán tài sản ồ ạt khác.

7.8. Xây dựng một quá trình quản lý rủi ro tốt hơn

Quản lý rủi ro định lượng đã trở thành một phần trong nền kinh tế. Để tận dụng tối đa những gì thu được từ những đầu tư của chúng ta vào lĩnh vực này, cần phải nhận thức được những giới hạn cũng như những cạm bẫy của nó. Khi mà các đơn vị đo lường rủi ro định lượng ngày càng được tôn vinh trong các thị trường, và thậm chí trong các thể chế lãnh đạo, cần ghi nhớ rằng không phải chúng ta đang đối mặt với những hành vi ngẫu nhiên ngoan ngoan trong thế giới thực. Mandelbrot cho rằng sự ngẫu nhiên mà Thuyết Thị trường Hiệu quả cho phép chỉ mang tính “ôn hòa”, trong khi đó, các thị trường thật sự lại cho thấy một sự ngẫu nhiên “hoang dã”.

Ngày nay, chúng ta nhìn nhận thế giới tài chính như thể nó được kiểm soát bởi quá trình tung đồng xu; tuy nhiên, có rất nhiều bằng chứng cho thấy giả định này là sai. Nếu chúng ta sử dụng sai công cụ xuất phát từ những lý thuyết sai lầm, chúng ta sẽ có những câu trả lời sai. Mandelbrot cho rằng để có được những câu trả lời đúng, chúng ta cần có một con số thống kê hoàn toàn mới, phù hợp với hành vi thị trường thực tế và có tính đến những quá trình phản hồi tích cực thật sự hoạt động trong các thị trường.

Nếu chúng ta vẫn tiếp tục dựa vào sự ngẫu nhiên ôn hòa của các thị trường hiệu quả để xây dựng các mô hình rủi ro, các thể chế lãnh đạo, các quyết định đầu tư và chính sách kinh tế vĩ mô, chúng ta vẫn sẽ mãi mãi rơi vào tình trạng không được chuẩn bị cho những cú sốc tác động tới chúng ta từ các thị trường tài chính.

ĐỐI MẶT VỚI ẢO TƯỢNG VỀ THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ

“Việc loại bỏ một lỗi lầm cũng tốt, và đôi khi còn tốt hơn, việc thiết lập một chân lý hay một sự thật mới”

Charles Darwin

8.1. Chỉ có những học thuyết phù hợp nhất mới tồn tại

Các thuyết về tiến hóa sinh học và kinh tế đều được xây dựng dựa trên cơ sở lý thuyết chung là cạnh tranh tạo ra tiến bộ. Thuyết tiến hóa của Darwin đã giải thích rõ cách thức các lực lượng cạnh tranh tác động tới quá trình chọn lọc tự nhiên. Các nhà kinh tế học (vốn là những người có ý tưởng đó trước) cũng sử dụng chính ý tưởng đó để giải thích sự tiến bộ kinh tế lại được tạo ra thông qua quá trình tìm kiếm lợi ích cá nhân.

Có thể nói một cách chắc chắn rằng cạnh tranh chính là động cơ của tiến bộ kinh tế; song, động cơ không phải là tất cả. Thuyết theo đuổi lợi ích cá nhân của Adam Smith cũng có mức độ phổ dụng tương tự như thuyết thích nghi thì tồn tại của Darwin. Tuy nhiên, các nhà sinh vật học có thể khẳng định chắc chắn về tính khái quát của quá trình tiến hóa - ở đâu có cuộc sống thì ở đó có tiến hóa - còn các nhà kinh tế học lại không thể cam đoan như vậy về sự phát triển của kinh tế. Thực tiễn cho thấy phát triển kinh tế chỉ là một giai đoạn rất ngắn ngủi, bị giới hạn bởi những mảnh hẹp của lịch sử và địa lý. Khi giai đoạn phát triển diễn ra, có thể vận dụng thuyết tự do kinh doanh trong cạnh tranh để giải thích, thế nhưng chúng ta không thể dùng nó để giải thích cho giai đoạn kém phát triển hơn của nền kinh tế.

Chúng ta thường coi sự phát triển kinh tế mạnh mẽ ngày nay là một hiện tượng bình thường, nhưng thực ra, lịch sử loài người trong mấy trăm năm trở lại đây là khá đặc biệt nếu so sánh với hàng trăm ngàn năm trì trệ về kinh tế trước đó. Thậm chí, trong những năm phát triển nhanh chóng này, sự tiến bộ cũng chỉ giới hạn ở những góc hẹp của thế giới.

Những học thuyết về tự do kinh doanh và thị trường hiệu quả đang thịnh hành trong xã hội không thể lý giải được hình thái lịch sử của quá trình tiến bộ kinh tế; chúng cũng không thể giải thích được sự xuất hiện của các cuộc khủng hoảng tài chính, hành vi của các thị trường tài sản, sự cần thiết của ngân hàng trung ương hay sự tồn tại của tình trạng lạm phát. Nói một cách ngắn gọn, các lý thuyết về kinh tế mà chúng ta có không giải thích được cách thức hoạt động của các nền kinh tế. Điều đầu tiên và quan trọng nhất mà phương pháp nghiên cứu khoa học đòi hỏi là các lý thuyết phải được xây dựng sao cho phù hợp với thực tế. Xét về khía cạnh này thì các quan điểm luận về kinh tế chưa phải là một khoa học thực sự.

Nếu muốn phát triển một hệ thống quản lý kinh tế vĩ mô hiệu quả và ít gây ra các cuộc khủng hoảng hơn, đầu tiên chúng ta phải hiểu được cách thức hoạt động thật sự của hệ thống tài chính chứ không phải cách thức hoạt động của hệ thống này theo mong muốn của các nhà viện sĩ hàn lâm. Để làm được điều này đòi hỏi chúng ta phải áp dụng một phương pháp tiếp cận khoa học: chúng ta phải thay đổi các lý thuyết cho phù hợp với thực tế, chứ không phải làm theo cách ngược lại. Cần phải loại bỏ những lý thuyết (như Thuyết Thị trường Hiệu quả) không thể vượt qua được vòng kiểm tra cơ bản này.

8.2. Minsky - Đến lúc phải có một học thuyết mới

Keynes đã đi những bước đầu tiên trên con đường tìm kiếm một học thuyết khác thay thế cho Thuyết Thị trường Hiệu quả; và cũng trên con đường ấy, Minsky đã đưa chúng ta đi xa hơn. Học thuyết của Minsky (các thị trường tài chính dao động giữa hai giai đoạn mở rộng và thu hẹp tự thúc đẩy) giải thích hành vi thật sự của thị trường tài chính. Trong khi chưa tìm ra được ý tưởng nào tốt hơn, chúng ta nên

áp dụng Thuyết Mất Ổn Định Tài Chính để tìm hiểu cách thức hoạt động thật sự của hệ thống tài chính. Vì lý do đó, đây có thể được coi là xuất phát điểm từ đó giúp cân nhắc về cách tốt nhất để cải tổ các chính sách kinh tế vĩ mô của mình.

8.2.1. Maxwell - Đến lúc phải có một chính sách tiền tệ mới

Khi đã chấp nhận tính đúng đắn của Thuyết Mất Ổn Định Tài Chính do Minsky xây dựng, chỉ cần tiến thêm một bước nữa chúng ta sẽ hiểu được lý do tại sao cần phải quản lý các chu kỳ tín dụng. Nhận thức này sẽ mở cánh cửa giúp chúng ta tiếp cận được với thuyết hệ điều khiển của Maxwell.

Maxwell cho thấy rằng chúng ta hoàn toàn có thể kiểm soát chặt chẽ một hệ thống dẫn tới những xáo trộn nguy hiểm và mạnh mẽ trong hoạt động kinh tế. Chúng ta nên nghiên cứu quan điểm này và tìm ra cách thực hiện một phương pháp tiếp cận theo trường phái thiểu số đối với các chính sách tiền tệ và kinh tế vĩ mô.

Đối với một hệ thống tự thân nó đã mang tính chất bất ổn như các thị trường tài chính, chúng ta không nên cố gắng đạt tới tình trạng ổn định hoàn toàn, bởi vì rõ ràng rằng mục tiêu này đã đưa tới những rắc rối hiện nay của chúng ta. Một chiến lược bền vững hơn sẽ cho phép, và thậm chí đôi khi còn khuyến khích, sự xuất hiện của các chu kỳ ngắn hạn lớn hơn, trong đó sử dụng những đợt suy giảm kinh tế yếu và thường xuyên hơn để giúp thanh lọc hệ thống dư thừa tài sản quá mức. Theo cách này, chúng ta có thể tránh được những cuộc khủng hoảng đột ngột mà chúng ta đang gặp phải hiện nay. Để đưa ra được chính sách này, một yêu cầu thiết yếu là chúng ta phải nhận thức được tầm quan trọng của việc rút ngắn cả hai giai đoạn tạo tín dụng dư thừa và loại bỏ tín dụng dư thừa, đồng thời cần phải xem xét lại thái độ của chúng ta đối với chính sách của ngân hàng trung ương và các chu kỳ kinh tế. Cách lý tưởng nhất là chúng ta không nên coi tất cả các thời kỳ thu hẹp kinh tế đều là các triệu chứng thất bại của một chính sách; thay vào đó, chúng ta hãy nhìn nhận các thời kỳ này là một phần bình thường trong hoạt động của một nền kinh tế lành mạnh.

Chúng ta nên đặt mục tiêu đạt được một phần sự cải thiện ổn định thông qua việc khuyến khích tinh thần tự giác của các thành phần tham gia thị trường tài chính. Về vấn đề này, một thông điệp rõ ràng giải thích những giới hạn phụ thuộc quá nhiều vào một số biến số kinh tế vĩ mô và giá trị của những biến số khác là cần thiết; tầm quan trọng của công việc giám sát quá trình tạo tín dụng cần được nhấn mạnh, trong khi đó, nên hạ thấp vai trò của những phân tích báo cáo tài chính. Bên cạnh đó, cần tạo cho các thị trường niềm tin rằng ngân hàng trung ương luôn sẵn sàng hành động trước để ngăn chặn một đợt mở rộng tín dụng cũng như sẽ trì hoãn các nỗ lực của mình trong quá trình đảo chiều một đợt thu hẹp tín dụng, lúc đó thị trường có thể học cách quản lý công việc của chính mình tốt hơn. Một vài lát léo trong chính sách của ngân hàng trung ương cũng có thể có tác dụng; sự cạnh tranh giữa các ngân hàng trung ương để trở thành thể chế tài chính minh bạch nhất có lẽ đang đi chệch hướng.

8.2.2. Mandelbrot - Đến lúc phải có thống kê mới

Bước tiếp theo mà chúng ta cần chính là một thống kê hoàn toàn mới cho các thị trường tài chính. Thống kê Gauss truyền thống của chúng ta, vốn dựa vào quan điểm các diễn biến về giá cả ngẫu nhiên hoàn toàn rõ ràng không phù hợp. Để phân tích rủi ro của thị trường tài chính, chúng ta cần phải có một bộ công cụ mới, có khả năng miêu tả hình thái các doanh thu tài sản dưới ảnh hưởng của các hệ thống tự thúc đẩy không định hướng. Với nhiệm vụ xây dựng những chuẩn thống kê mới này, chúng ta có thể bắt đầu với nghiên cứu của Mandelbrot.

Với những kiến thức uyên thâm có được từ bộ 3M - Minsky, Maxwell và Mandelbrot - chúng ta hoàn toàn có đủ lý do để tin tưởng rằng chúng ta đã có một nền tảng vững chắc để xây dựng nên một học thuyết mới thiết thực hơn về các thị trường tài chính. Và khi áp dụng học thuyết này vào hệ thống quản lý ngân hàng trung ương hiện tại, nó sẽ dễ dàng đưa ra một chính sách kinh tế vĩ mô ít tạo ra khủng hoảng tài chính hơn.

8.3. Các bước thiết thực

Việc hóa giải những đan xen trong hệ thống lý thuyết của chúng ta mới chỉ là một bước đệm để hướng tới mục đích tạo ra một cuộc cải tổ về chính sách có tính khả thi. Để làm được điều này, chúng ta cũng phải làm rõ về những mục tiêu gây nhầm lẫn và đôi khi mâu thuẫn với nhau mà các nhà hoạch định chính sách của các ngân hàng trung ương đang phải đối mặt.

8.3.1. Nợ nần gây ra lạm phát

Sự khác biệt cơ bản giữa lạm phát theo chu kỳ (hệ quả của những thời kỳ tạo tín dụng và thu hẹp tín dụng trong khu vực kinh tế tư nhân) và lạm phát theo cấu trúc (hệ quả của chính sách lưu hành tiền tệ trong khu vực công) đã được giải thích đầy đủ ở Chương 3. Các áp lực lạm phát ngày nay không bắt nguồn từ xu hướng lạm phát tự thân của bản thân hệ thống tiền pháp định; thực ra, nguồn gốc của chúng là từ những nhu cầu chính trị nhằm tránh các hậu quả về kinh tế của các chu kỳ tín dụng. Chính việc chúng ta không thể chịu đựng được ngay cả những thời kỳ suy thoái kinh tế nhẹ nhất đã là nguồn nuôi dưỡng cho Con Quái vật Lạm phát.

Cơ chế lạm phát rất đơn giản. Điều đó được thể hiện thông qua khu vực kinh tế tư nhân như sau: khi một thời kỳ mở rộng tín dụng diễn ra, toàn bộ nền kinh tế đều tán thành chính sách tự do kinh doanh của thị trường hiệu quả, qua đó cho phép sự mở rộng này được kéo dài càng lâu càng tốt - chính điều này đã khiến tình trạng tích nợ càng có điều kiện phát triển tới mức tối đa. Sau đó, khi chu kỳ tín dụng đảo chiều, ngay lập tức, nền kinh tế lại kêu gọi sự trợ giúp của chính phủ. Vì lý do đó mà chủ nghĩa tư bản thường được tán thưởng ủng hộ trong thời kỳ mở rộng tín dụng, còn trong thời kỳ thu hẹp tín dụng, thị trường lại có xu hướng thích chủ nghĩa xã hội hơn.

Chính phủ có thể hỗ trợ thông qua các hình thức: ghi nợ vào bảng cân đối tài chính của chính phủ và sau đó in tiền để trả nợ; in tiền để phân phát cho những đối tượng đang có nợ; hoặc in tiền để sử dụng trong các lĩnh vực khác của nền kinh tế. Tất cả các chính sách này tương tự với quá trình trả kho nợ tồn thông qua việc truy thu thuế đối

với những người cần trọng (người gửi tiết kiệm) phục vụ lợi ích của những người liêu lĩnh (người đi vay và người cho vay). Hoặc theo một khía cạnh khác, một quá trình như vậy có thể được bắt đầu mà không có sự can thiệp nào từ phía khu vực kinh tế tư nhân: các chính phủ chi tiêu quá mức, và các ngân hàng trung ương phải buộc lòng chấp thuận yêu cầu in tiền. Toàn bộ quá trình này đã được chính Alan Greenspan - cựu Giám đốc Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) - miêu tả đầy ý nhị:

Về mặt lịch sử, các xã hội muốn phát triển nhanh trong thời gian ngắn và sẵn sàng vay mượn để đạt được điều đó (cho dù họ sẽ phải trả nợ trong tương lai) thường gặp phải tình trạng lạm phát và đình đốn kinh tế. Các nền kinh tế của những xã hội đó thường phải chịu đựng những đợt thâm hụt nghiêm trọng hơn về ngân sách nhà nước vốn được trợ cấp bằng tiền pháp định từ máy in tiền⁽¹⁾.

Vì thế, điều quan trọng là chúng ta phải nhận ra được rằng mối đe dọa đối với ổn định giá cả xuất phát từ tình trạng tích lũy nợ tới một mức rất cao, khiến chính phủ buộc lòng phải cho lưu hành thêm tiền. Nếu kho nợ được quản lý một cách thận trọng và do đó, các chính sách lưu hành tiền tệ trở nên không cần thiết nữa, nguy cơ lạm phát sẽ không còn và lúc đó, chúng ta có thể đạt được mức ổn định giá cả dài hơi hơn.

Rất nhiều trong số các tai họa nghiêm trọng nhất về kinh tế xảy ra trong thời đại của chúng ta là hệ quả của rủi ro, sự không chắc chắn, và thiếu hiểu biết... Tuy vậy, biện pháp cứu chữa cho chúng lại nằm ngoài phạm vi hoạt động của các cá nhân; thậm chí việc làm trầm trọng thêm những tai họa này còn có lợi cho các cá nhân. Bản thân tôi cho rằng để hóa giải các mối tai họa này, chúng ta có thể tìm đến các biện pháp kiểm soát thận trọng đối với chính sách tiền tệ cũng như chính sách tín dụng của ngân hàng trung ương⁽²⁾...

John Maynard Keynes

Vì lý do đó, vấn đề quan trọng nhất mà ngân hàng trung ương cần tập trung là ngăn chặn không cho nền kinh tế tích nợ tới mức không thể kiểm soát nổi. Nếu có thể thực hiện được nhiệm vụ này, các chính

sách của ngân hàng trung ương nhằm ổn định dài hạn giá cả và tài chính sẽ hợp nhất lại làm một.

Chính sách này trên lý thuyết dễ thực hiện hơn khi đưa vào áp dụng thật sự rất nhiều, bởi một chính sách kiềm chế nợ mạnh mẽ quá cũng sẽ có ảnh hưởng xấu tới sự phát triển của nền kinh tế. Tuy nhiên, chúng ta không thể quản lý kinh tế vĩ mô nếu không xác định được trước những mục tiêu của mình.

8.3.2. Loại bỏ sự tập trung vào giá tiêu dùng

Việc tập trung vào lạm phát giá tiêu dùng của các ngân hàng trung ương thường dẫn tới những thay đổi bất thường về chính sách. Cuối những năm 1990 và nửa đầu thập kỷ này, tình trạng lạm phát của các nền kinh tế châu Âu giảm đi nhờ các mặt hàng nhập khẩu giá rẻ từ các nền kinh tế đang trong quá trình công nghiệp hóa. Vì thế, các ngân hàng trung ương quyết định hạ thấp lãi suất nhằm tạo điều kiện cho người dân có thể mua được các mặt hàng có giá phải chăng. Vậy là nhu cầu được kích thích bằng chính sách tiền tệ, trong khi đó bản thân nguồn cung ứng hàng hóa giá rẻ cũng đã là một động lực kích cầu. Đến thời điểm này, tình hình lại xoay sang một chiều hướng khác vì các nền kinh tế mới nổi bắt đầu gia tăng lạm phát thông qua sự gia tăng của giá cả hàng hóa. Trong lúc này, nếu vẫn cứng nhắc tập trung vào giá tiêu dùng, sự việc sẽ còn trở nên trầm trọng hơn bởi vì khi giá hàng hóa tăng lên, chi phí vay tiền cũng cao hơn.

Chính sách hiệu quả hơn lúc này sẽ là tăng lãi suất trong khi các nền kinh tế của chúng ta đang có những luồng hàng nhập khẩu giá rẻ - điều này sẽ cho phép chúng ta có được lãi suất thấp hơn khi bất ngờ phải chịu tác động như bị đánh thuế do lạm phát tăng cao.

Mâu thuẫn giữa việc tập trung vào giá tiêu dùng và công việc quản lý tín dụng có thể dễ dàng được hóa giải bằng cách loại bỏ mục tiêu cho giá tiêu dùng. Như tôi đã đề cập, nếu tránh được tình trạng dư thừa tín dụng và đưa thêm tiền tệ vào lưu hành thì có thể tránh được lạm phát. Xét về thực tế, động thái này có nghĩa là các ngân hàng trung ương sẽ chuyển chính sách của mình từ quản lý lạm phát giá tiêu dùng sang lạm phát giá tài sản. Nói cách khác, ngân hàng trung

ương sẽ chuyển sự chú ý của mình từ quản lý các thị trường hàng hóa với bản chất ổn định sang các thị trường vốn với bản chất không ổn định. Nếu chúng ta có một bộ điều khiển, thì ít nhất chúng ta cũng có thể gắn nó vào một bộ phận nào đó trên cỗ máy cần được điều khiển khi hoạt động.

Vì các mục đích thiết thực, chính sách này tương tự như việc yêu cầu các ngân hàng trung ương phải ra tay trước để loại bỏ các bong bóng giá tài sản; tuy nhiên, hành động can thiệp này không cần phải thực hiện ngay khi các bong bóng bắt đầu hình thành mà chỉ cần trước khi kho nợ của các bong bóng này trở nên quá lớn đến mức phải có một chính sách đưa thêm tiền tệ vào lưu hành - tức là trước khi các bong bóng phát triển tới một điểm khiến sự vỡ vụn của chúng có thể tạo ra một mối đe dọa mang tính hệ thống đối với nền kinh tế⁽³⁾.

8.3.3. Áp dụng chính sách giám sát tài chính

Như tôi đã lưu ý, tác nhân khiến phải thực thi chính sách lưu hành thêm tiền có thể xuất phát từ sự hoang phí của khu vực kinh tế nhà nước hoặc tư nhân. Nếu muốn duy trì sự ổn định về giá cả và về tài chính (bằng cách tránh tình trạng nợ quá mức), ngân hàng trung ương phải giám sát hoạt động vay mượn của cả khu vực kinh tế tư nhân và nhà nước.

Chúng ta đều đã nhận thấy rằng giới lãnh đạo thường tìm cách thao túng chính sách tiền tệ để phục vụ mục đích chính trị của mình; chính vì vậy, cần phải loại trừ vai trò kiểm soát chính sách này của các chính trị gia đương nhiệm này. Trường hợp tương tự cũng có thể xảy ra đối với chính sách tài chính: nhà cầm quyền thường lên kế hoạch chi tiêu theo hướng đạt được lợi thế chính trị ngắn hạn chứ không vì sự tiến bộ dài hạn của nền kinh tế. Thực tế này cũng cho thấy không nên để giới cầm quyền kiêm nhiệm vai trò kiểm soát chính sách tài chính.

Trong một thế giới hoàn hảo, chúng ta sẽ có những biện pháp kiểm soát chặt chẽ đối với ngân sách chính phủ nhằm ngăn chặn việc thâm hụt chi tiêu, ngoại trừ trong các trường hợp khẩn cấp. Những biện pháp kiểm soát này sẽ giải phóng ngân hàng trung ương khỏi mối lo

lãng về kênh thâm hụt tiền tệ chính phủ, và cho phép họ tập trung hơn nữa vào khu vực kinh tế tư nhân. Nếu ngân hàng trung ương không còn phải quan tâm tới vấn đề lạm phát giá tiêu dùng, và thay vào đó, họ sẽ đảm nhiệm một công việc mới là kiểm soát tình hình tài chính của chính phủ, thì chúng ta có thể có chính sách được kết hợp hiệu quả hơn. Nếu điều đó là khả thi, các ngân hàng trung ương có lẽ sẽ lập bản đánh giá hàng năm về tình hình tài chính của chính phủ và yêu cầu chính phủ thực hiện các hành động sửa sai trong trường hợp cần thiết. Một cơ chế như mô tả ở trên có thể chưa thật sự hoàn hảo, tuy nhiên, ít nhất, nó cũng giúp ngân hàng trung ương có được một số ảnh hưởng đối với những chính sách có thể đe dọa sự ổn định của hệ thống tiền tệ. Đồng thời, nó cũng giúp phối hợp nhịp nhàng việc thực hiện các chính sách thúc đẩy tiền tệ và tài chính (nếu có) và giúp tăng cường tính kỷ luật tự giác đối với hoạt động chi tiêu của chính phủ.

8.4. Các lựa chọn ngắn hạn - thập kỷ 1970, 1980 hoặc một bong bóng khác sắp ra đời

Xét theo tình hình hiện nay, tổng kho nợ (dồn đọng qua các đợt bong bóng trái dài từ vài thập kỷ trước) đã trở nên lung lay. Nói rộng ra, tình hình này đặt chúng ta trước một trong ba lựa chọn khó khăn:

8.4.1. Con đường thị trường tự do

Cho phép thời kỳ thu hẹp tín dụng và giảm phát tài sản được phát triển theo các quy luật riêng của chúng. Quá trình “thanh lọc những nhân tố mục ruỗng” ra khỏi hệ thống như thế này đã được sự ủng hộ của Andrew Mellon khi ông nói về cuộc Đại Suy Thoái: “Hãy thanh lý lao động, thanh lý cổ phần, giảm bớt nông dân, thanh lý bất động sản”. Một chiến lược như thế này chắc chắn sẽ dẫn tới một cuộc đại suy thoái khác; do đó, không thể coi đây là một sự lựa chọn khôn ngoan.

8.4.2. Khi rác rưởi nhân đôi

Cách thứ hai chúng ta có thể làm là khuyến khích một cơn lốc mua sắm khác (tiền mua sắm có được do vay nợ) thông qua các biện pháp thúc đẩy tài chính và tiền tệ. Mục đích của việc này nhằm tạo ra một thời kỳ mở rộng tự thúc đẩy đủ mạnh để loại bỏ thời kỳ thu hẹp hiện tại. Nói một cách ngắn gọn, chiến lược này dường như dễ chấp nhận hơn so với giải pháp thị trường tự do. Tuy nhiên, đây lại cũng chính là chiến lược thiên cận đã được sử dụng để đối phó với hậu quả của đợt vay mượn ồ ạt của các công ty vào những năm 1990 - nguyên nhân trực tiếp dẫn đến cuộc khủng hoảng hiện nay. Ngay cả khi chúng ta có thể tìm ra được một bong bóng tín dụng khác để thổi phồng, thì đợt chi tiêu dựa vào nợ nần thứ hai này chỉ có tác dụng trì hoãn và làm trầm trọng thêm các rắc rối của nền kinh tế. Chiến lược này cũng không phải là một ý tưởng khôn ngoan.

8.4.3. Giải phóng Con Quái vật Lạm phát

Cách thứ ba là sử dụng chiếc máy in tiền. Chúng ta có thể in thêm tiền để trả cho các khoản nợ tồn theo các cách trực tiếp thông qua hoạt động phân phối của chính phủ, hoặc gián tiếp thông qua các chính sách chi tiêu trong thời kỳ lạm phát. Chiến lược này giúp “giải phóng” những người đi vay khỏi cảnh nợ nần và dồn gánh nặng sang cho những người tiết kiệm tiền. Đây cũng là một chiến lược không thể chấp nhận được, tuy nhiên, nó cũng là lựa chọn ưu việt hơn trong số ba lựa chọn đưa ra. Những đợt gia tăng gần đây về giá dầu, vàng và giá lương thực cùng với việc đồng đô-la Mỹ giảm giá trị đều là những dấu hiệu cho thấy chiến lược này đã được tiên liệu và đưa vào thực hiện.

Việc triển khai chiến lược giải phóng Con Quái vật Lạm phát chính là chúng ta đang thực hiện truy thu thuế với mục đích phân phối lại của cải trong nền kinh tế. Xét về lâu về dài, chu kỳ bùng nổ - phát triển bong bóng không chỉ đe dọa tới sự ổn định của giá cả mà còn hủy hoại các quyền sở hữu tài sản - đây là một đòn đánh thẳng vào trọng tâm của chủ nghĩa tư bản.

Đối với hệ thống tiền pháp định, sự tồn tại của một chiến lược thoát thân như vậy vừa là một điểm mạnh, nhưng đồng thời đó cũng là điểm yếu của hệ thống này. Chúng ta hoàn toàn có thể tránh được những sai lệch nghiêm trọng xảy ra hồi những năm 1930. Tuy nhiên,

chính sự tồn tại của con đường thoát thân này đã dẫn đến cuộc khủng hoảng này. Từ xuất phát điểm này, có thể thấy việc giải phóng Con Quái vật Lạ phát có lẽ là đúng đắn. Việc làm cần thiết sau đó là chúng ta phải hướng tới phát triển một chiến lược bền vững hơn được xây dựng trên cơ sở các thông tin đầy đủ cần thiết đối với chính sách tiền tệ và kinh tế vĩ mô. Đây cũng sẽ là một chiến lược không dẫn dắt chúng ta ngay lập tức quay trở lại với tình hình hiện tại.

CÁC KẾT LUẬN

Trong bối cảnh hiện nay, những lập luận tôi trình bày trong cuốn sách này chắc chắn sẽ được hiểu là những chỉ trích đối với các chính sách gần đây của ngân hàng Cục Dự trữ Liên bang Mỹ. Điều không may là sự suy diễn này là đúng, bởi vì chắc chắn rằng các phân tích của tôi đều cho thấy chính sách tiền tệ của Mỹ đã đóng một vai trò rất quan trọng trong việc nuôi dưỡng cho cuộc khủng hoảng hiện nay. Tuy nhiên, sẽ là sai lầm lớn khi đổ lỗi cho bất kỳ một thể chế cũng như cá nhân nào. Các chính sách của các ngân hàng trung ương trên thế giới đều xuất phát từ những kiến thức về kinh tế phổ biến hiện thời, tuy nhiên, kiến thức này đã không giúp chúng ta xác định được sự cần thiết của việc quản lý quá trình tạo tín dụng tổng hợp.⁽¹⁾ Hơn nữa, chúng ta cũng không nên bỏ qua vai trò của chính sách tiền tệ của Nhật trong thời kỳ này. Vốn là kết quả trực tiếp của các sai lầm về chính sách tương tự như tôi đã miêu tả ở đây, việc vay mượn ồ ạt ở Nhật trong những năm 1980 giờ đã chuyển hướng thành một giai đoạn kéo dài 13 năm trong đó lãi suất của Nhật chỉ ở mức 0 hoặc cận 0. Việc duy trì lãi suất thấp trong một thời gian dài như vậy ở một nền kinh tế vốn rất quan trọng và dựa vào xuất khẩu như Nhật chắc chắn đã đóng góp nhiều vào sự bất ổn định hiện nay trên thế giới.

Nếu phải đổ lỗi cho ai đó, thì đó chính là giới nghiên cứu. Họ vẫn tiếp tục phát triển các lý thuyết sai lầm của mình về các thị trường hiệu quả, tự điều chỉnh, cho dù đã xuất hiện hàng loạt các bằng chứng mâu thuẫn nhau.

Tạo tín dụng là nền tảng của quá trình tạo ra của cải; nó cũng đồng thời là nguyên nhân của tình trạng mất ổn định về tài chính. Chúng ta không nên vì lóa mắt trước những thành quả mà nó mang lại (tạo ra của cải) mà tự đưa mình tới những rủi ro tiêu cực của nó (gây mất ổn định tài chính). Thật may mắn là chúng ta đã thừa kế được công trình tài chính và tiền tệ tốt nhất trong lịch sử. Hệ thống này song hành với

hệ thống ngân hàng trung ương, và nếu được sử dụng một cách hợp lý, chúng sẽ có khả năng kiềm chế được bản chất mất ổn định của hệ thống tín dụng, từ đó giúp củng cố năng lực phát triển của cải dài hạn của thế giới.

Các bước cần thiết để chuyển hệ thống điều khiển từ mô hình mất ổn định hóa thứ ba sang mô hình ổn định hóa thứ tư của Maxwell là không đáng kể. Thách thức lớn hơn nằm ở chỗ chúng ta phải thay đổi quan niệm của mình, từ việc tin tưởng vô giới hạn vào tính hiệu quả của thị trường sang chấp nhận sự cần thiết của việc điều khiển quá trình tạo tín dụng tổng thể, đồng thời chấp nhận những lựa chọn khó khăn mà nó đòi hỏi.

Phụ lục VỀ CÁC BỘ ĐIỀU KHIỂN

J.C. MAXWELL

*Tạp chí Proceedings của Hiệp hội Khoa học
Hoàng Gia Anh, số xuất bản 100, năm 1868.*

MỘT BỘ ĐIỀU KHIỂN là một phần trong máy, thông qua đó tốc độ của máy được duy trì ở mức gần như đồng nhất, cho dù có những thay đổi về lực đẩy hoặc bị cản trở.

Phần lớn các bộ điều khiển đều hoạt động dựa vào lực ly tâm của một bộ phận gắn với trục máy. Khi vận tốc tăng, lực ly tâm này tăng, do đó, chúng sẽ hoặc tăng áp lực của bộ phận đó lên một bề mặt hoặc dịch chuyển vị trí của bộ phận đó - giống như hoạt động của phanh xe hay van.

Trong một lớp các bộ điều khiển của máy (ta có thể tạm gọi là máy điều tốc⁽²⁾), lực cản gia tăng nhờ vào vận tốc. Vì thế, trong các bộ phận của đồng hồ, máy điều tiết bao gồm một quả lắc hình nón quay trong một hộp tròn. Khi vận tốc tăng, viên bi của quả lắc áp vào phần bên trong của chiếc hộp, và chính ma sát này đã hãm sự tăng của vận tốc.

Trong bộ điều khiển dùng cho máy hơi nước của Watt, các kim chỉ mở hướng ra ngoài, vì thế chúng có thể thu hẹp khe hở của van hơi nước.

Tại một điểm uống nước do Giáo sư J. Thomson phát minh, khi vận tốc tăng cường, nước sẽ được bơm lên theo lực ly tâm và rồi tràn ra ngoài với một vận tốc lớn - nguyên tắc này được sử dụng để tăng tốc và truyền vận tốc cho nước.

Với tất cả các dụng cụ mà tôi vừa nêu trên, lực đẩy gia tăng đã làm tăng vận tốc, tuy nhiên, vận tốc này nhỏ hơn nhiều so với sự gia tăng

do máy điều tiết tạo ra.

Nhưng nếu bộ phận này hoạt động dựa vào lực ly tâm thay vì tác động trực tiếp lên máy và tạo ra chuyển động; trong khi đó, chiếc máy này sẽ liên tục tăng lực cản nếu vận tốc ở trên mức cho phép thông thường và sẽ giảm lực cản nếu vận tốc ở dưới mức cho phép đó, thì bộ điều khiển sẽ đưa vận tốc trở về với giá trị thông thường bất kể có thay đổi nào (thuộc phạm vi hoạt động của máy) xảy ra đối với lực đẩy hay lực cản.

Bây giờ, tôi sẽ không đi vào chi tiết về cơ chế hoạt động mà sẽ hướng sự chú ý của các kỹ sư và nhà toán học vào thuyết động lực của các bộ điều khiển.

Có thể thấy rằng chuyển động của máy cùng với bộ điều khiển, nhìn chung, sẽ bao gồm một chuyển động đồng nhất kết hợp với một sự xáo trộn - có thể coi xáo trộn này là tổng của một số các chuyển động hợp thành. Các bộ phận hợp thành này có thể gồm bốn loại khác nhau:

- 1) Xáo trộn có thể tăng liên tục
- 2) Xáo trộn có thể giảm liên tục
- 3) Đó có thể là một dao động với biên độ tăng liên tục
- 4) Đó có thể là một dao động với biên độ giảm liên tục

Các trường hợp thứ nhất và thứ ba rõ ràng là không thống nhất với sự ổn định của chuyển động; còn trường hợp thứ hai và thứ tư có thể thực hiện được với một bộ điều khiển tốt. Về mặt toán học, điều kiện này tương đương với điều kiện trong đó tất cả các nghiệm có thể có, và tất cả các phần có thể xảy ra của các nghiệm không thể có, của một phương trình phải có giá trị âm.

Tôi chưa thể xác định được những điều kiện này đối với các phương trình cao hơn trường hợp thứ ba, nhưng tôi hy vọng rằng đề tài mà tôi nêu ra sẽ thu hút được sự chú ý của các nhà toán học.

Thông thường, các nhà phát minh những chiếc máy như vậy không chú ý nhiều đến chuyển động thực tế của máy phù hợp với những nghiệm không thể có này, bởi họ thường chỉ tập trung vào thiết kế hoạt động của máy - có thể thấy điều này thông qua nghiệm thật của phương trình. Nếu ta khiến cho lực điều khiển của máy tăng liên tục bằng cách thay đổi các điều chỉnh, thì thường sẽ có một giới hạn mà tại đó xáo trộn, thay vì giảm nhanh hơn, lại trở thành một chuyển động lắc lư và không bền vững; xáo trộn này sẽ tiếp tục tăng cường cho tới khi nó chạm tới giới hạn hoạt động của bộ điều khiển. Điều này sẽ xảy ra khi phân có thể của một trong những nghiệm không thể xảy ra có giá trị dương. Có thể sử dụng toán học trong nghiên cứu chuyển động để tìm ra biện pháp xử lý các xáo trộn này.

Trên thực tế, ý tưởng này đã được thực hiện trong trường hợp bộ điều khiển do Fleeming Jenkin thiết kế, theo đó lực điều khiển của bộ phận này có thể được thay đổi. Bằng cách thay đổi các điều chỉnh này, việc điều khiển có thể trở nên nhanh hơn, ít nhất là tới mức bộ điều khiển sẽ rung lên và kèm theo đó là chuyển động giật cục của trục máy chính - điều này cho thấy đã có một sự thay đổi đối với các nghiệm không thể có của phương trình.

Sau đây tôi sẽ nói về ba loại bộ điều khiển tương ứng với ba loại máy điều tiết đã đề cập tới ở trên.

Với loại thứ nhất, bộ phận ly tâm luôn luôn giữ một khoảng cách đối với trục chuyển động, nhưng áp lực do nó tạo ra trên bề mặt tiếp xúc sẽ thay đổi khi vận tốc thay đổi. Trong máy điều tiết, bản thân ma sát này đã là lực giảm tốc. Trong bộ điều khiển, bề mặt này được thiết kế để có thể chuyển động được xung quanh trục khi có lực ma sát; và chuyển động này sẽ tác động tới phanh để hãm vận tốc máy. Sẽ có một lực liên tục điều khiển chiếc bánh xe theo hướng ngược lại với lực ma sát và mở phanh nếu lực ma sát nhỏ hơn số lượng đã được xác định.

Bộ điều khiển của Jenkin hoạt động dựa theo nguyên tắc này. Lợi thế của nó là bộ phận ly tâm không thay đổi vị trí và áp lực của bộ phận này luôn luôn có cùng hàm số với vận tốc. Nhược điểm của nó là vận tốc thông thường sẽ một phần nào đó phụ thuộc vào hệ số của lực

ma sát giảm dần giữa hai bề mặt, mà hai bề mặt này lại không thể luôn luôn ở cùng một trạng thái.

Đối với loại điều khiển thứ hai, bộ phận ly tâm được tự do dịch chuyển khỏi trục chuyển động, nhưng nó được kiểm soát bởi một lực có cường độ thay đổi theo vị trí của bộ phận ly tâm, theo đó, nếu vận tốc quay của máy đạt giá trị thông thường, bộ phận ly tâm sẽ ở trạng thái cân bằng cho dù nó đang ở vị trí nào đi nữa. Nếu vận tốc lớn hoặc nhỏ hơn vận tốc thông thường, bộ phận ly tâm sẽ bị bay ra hoặc bị gãy không giới hạn, ngoại trừ giới hạn chuyển động của nó. Tuy nhiên, trong thiết kế đã bố trí hệ thống phanh khiến lực này thay đổi dựa theo khoảng cách của bộ phận ly tâm với trục; vì thế, dao động của bộ phận ly tâm được giữ ở giới hạn hẹp.

W. Thomson và M. Foucault đã thiết kế những bộ điều khiển dựa theo nguyên tắc này. Trong loại thứ nhất, lực giới hạn bộ phận ly tâm được tạo ra bởi một lò xo hoạt động giữa một điểm thuộc bộ phận ly tâm và một điểm cố định tại một khoảng cách xa, còn phanh là hình thức ma sát - phanh chịu tác động của phản ứng của lò xo đối với điểm cố định.

Trong thiết kế của M. Foucault, lực điều khiển bộ phận ly tâm là sức nặng của các hòn bi tác động theo chiều đi xuống, và một lực hướng lên trên được tạo ra từ các quả cân hoạt động dựa trên sự kết hợp của các đòn bẩy và chúng sẽ có xu hướng nâng các hòn bi lên. Lực thăng đứng tổng hợp tác động lên các hòn bi có tỷ lệ tương ứng với độ sâu của chúng dưới trọng tâm của chuyển động - điều này nhằm đảm bảo giữ vận tốc liên tục ở mức thông thường. Phanh trước hết là lực ma sát biến thiên giữa sự kết hợp của các đòn bẩy và vòng tròn trên thân máy mà lực này tác động. Thứ hai, phanh là chiếc quạt không khí ly tâm, thông qua đó, một chút không khí được phép di chuyển qua theo vị trí của các đòn bẩy. Cả hai nguyên nhân này đều có xu hướng điều khiển vận tốc theo cùng một quy luật.

Bộ điều khiển do nhà thiên văn hoàng gia thiết kế dựa theo nguyên tắc của Siemens cho máy ghi thời gian và kính xích đạo của Đài quan sát thiên văn Hoàng gia Greenwich Observatory cũng phụ thuộc vào các điều kiện gần như tương tự. Bộ phận ly tâm ở đây là một con lắc

hình nón. Con lắc này không di chuyển quá xa đường thẳng đứng, và nhờ một lực đẩy gần như liên tục (có được do hệ thống truyền động vi sai), nó cũng không bị chệch hướng nhiều so với một góc cố định. Bộ phận hãm của quả lắc là một chiếc quạt nhúng xuống dưới chất lỏng theo góc tạo thành giữa quả lắc và đường thẳng đứng. Bộ phận hãm của trục chính được vận hành bởi cơ chế truyền động vi sai; và trục này chuyển động êm nhờ được nối với bánh đà.

Ở loại điều khiển thứ ba, một chất lỏng được bơm lên và tràn ra ngoài một chiếc chén quay. Đối với bộ điều khiển thiết kế dựa theo nguyên tắc này (theo miêu tả của C. W. Siemens), chiếc chén được nối với trục bằng đỉnh vít và lò xo sao cho khi trục cao hơn chiếc chén, chén sẽ hạ thấp xuống và chất lỏng sẽ được bơm thêm lên. Nếu điều chỉnh này là hoàn hảo, vận tốc chuẩn của chiếc chén sẽ giữ nguyên, cho dù phạm vi lực đẩy lớn.

Các nghiên cứu cho thấy cần phải kiểm soát các dao động trong khi chuyển động bằng một lực kháng lại chuyển động của dao động. Trong một số trường hợp, có thể thực hiện được điều này bằng cách nối bộ phận dao động với một bộ phận khác được treo trong một chất lỏng nhớt; nhờ vậy, các dao động sẽ khiến bộ phận này nâng lên và hạ xuống trong chất lỏng đó.

Để kiểm soát các thay đổi trong chuyển động của một trục quay, có thể gắn một bình chứa đầy chất lỏng nhớt vào trục. Việc làm này sẽ không có ảnh hưởng gì đối với sự quay đồng bộ của máy, tác dụng của nó là kiểm soát các thay đổi định kỳ về tốc độ.

Hiệu quả tương tự cũng có thể được tạo ra nhờ chất nhớt có trong dung dịch bôi trơn trong các bộ phận trượt của máy cũng như nhờ các kháng trở không thể tránh khỏi khác; vì thế, việc sử dụng các dụng cụ chuyên biệt để kiểm soát dao động không phải lúc nào cũng cần thiết.

Tôi sẽ gọi tất cả những kháng trở như vậy (nếu tỉ lệ với vận tốc) là “chất nhớt”, cho dù chúng có thể có nguồn gốc khác.

Trong một số dụng cụ, người ta có thể sử dụng một hệ thống truyền động vi sai giữa máy và bộ điều khiển cho bánh xe răng cưa, nhờ vậy,

lực đẩy tác động tới bộ điều khiển gần như lúc nào cũng liên tục.

Tôi vừa nói rằng, trong một số điều kiện, xáo trộn đột ngột của máy không hoạt động thông qua hệ thống truyền động vì sai trên bộ điều khiển hay ngược lại. Khi các điều kiện này đã được thỏa mãn, thì các phương trình chuyển động không chỉ đơn giản mà bản thân chuyển động cũng sẽ không bị xáo trộn dựa vào sự tương tác giữa máy và bộ điều khiển.

SỰ KHÁC BIỆT GIỮA BỘ ĐIỀU TỐC VÀ ĐIỀU KHIỂN

Đối với loại điều kiện thứ nhất, giả sử P là lực đẩy, R là kháng trở và cả hai yếu tố này đều được đưa vào sử dụng trong một trục máy cho sẵn, V là vận tốc chuẩn (được ước lượng cho trục máy đó), dx/dt là vận tốc thực tế, M là mô-men quán tính của toàn bộ máy quy về trục máy cho sẵn.

Giả sử bộ điều khiển được sắp xếp sao cho nó có thể tăng kháng trở hoặc giảm lực đẩy theo một lượng F ($dx/dt - V$), lúc đó, phương trình chuyển động sẽ là:

$$(1) \quad \frac{d}{dt} \left(M \frac{dx}{dt} \right) = P - R - F \left(\frac{dx}{dt} - V \right)$$

Khi máy đạt tốc độ cuối cùng, số hạng đầu tiên sẽ biến mất, và phương trình lúc này là:

$$(2) \quad \frac{dx}{dt} = V \frac{P - R}{F}$$

Do đó, khi P tăng hoặc R giảm, vận tốc sẽ liên tục tăng. Như vậy, theo quan sát của Siemens⁽²⁾, nên gọi điều khiển loại này là máy điều tốc thì sẽ hợp lý hơn là điều khiển.

Ở loại điều khiển thứ hai, lực F ($dx/dt - V$), thay vì áp dụng trực tiếp lên máy, lại được áp dụng vào một bộ phận chuyển động độc lập - gọi là B . Bộ phận này liên tục tăng kháng trở, hoặc liên tục giảm lực đẩy theo một lượng dựa vào toàn bộ chuyển động của B .

Nếu y là đại lượng đại diện cho toàn bộ chuyển động của B, thì phương trình chuyển động của B là:

$$(3) \quad \frac{d}{dt} \left(B \frac{dy}{dt} \right) = F \left(\frac{dx}{dt} - V \right)$$

Còn phương trình của M là:

$$(4) \quad \frac{d}{dt} \left(M \frac{dx}{dt} \right) = P - R - F \left(\frac{dx}{dt} \right) = P - R - F \left(\frac{dx}{dt} - V \right) + Gy$$

Trong đó G là kháng trở do B áp dụng khi B di chuyển qua một đơn vị không gian.

Kết hợp các phân đầu của các phương trình này, ta có:

$$(5) \quad B \frac{dy}{dt} = F(x - Vt)$$

Vì vậy, nếu bộ điều chỉnh B nghi $x = Vt$, thì không chỉ vận tốc của máy sẽ ngang bằng với vận tốc chuẩn, mà vị trí của máy cũng giữ nguyên, như thể không có xáo trộn nào của lực đẩy hay kháng trở diễn ra cả.

Bộ điều khiển Jenkin. Trong bộ điều khiển này (do Fleeming Jenkin phát minh, thường được sử dụng trong các thí nghiệm về điện), một bộ phận ly tâm quay xung quanh trục chính. Bộ phận này luôn được giữ ở một góc bất biến nhờ một bộ phận phụ trượt trên gờ của bánh xe quay tròn, tức là B; bộ phận này cũng hoạt động trên cùng một trục. Áp lực trên gờ của bánh xe này sẽ tỉ lệ với vận tốc bình phương; nhưng một phần không đổi của áp lực này sẽ được lấy đi bởi một lò xo hoạt động trên bộ phận ly tâm. Do đó, lực tác động vào B và khiến nó đổi chiều là:

$$F \left[\frac{dx}{dt} \right]^2 - C;$$

Và vì vận tốc biến thiên trong một giới hạn rất hẹp, nên ta có thể suy ra biểu thức sau đây:

$$F\left(\frac{dx}{dt} - V_1\right);$$

Trong đó F là một hằng số mới, V_1 là giới hạn thấp nhất của vận tốc mà bộ điều khiển sẽ hoạt động.

Vì lực này cần tác động đến B theo hướng dương, và vì cần phải tạo/loại bỏ lực hãm thường xuyên, nên một trọng lượng W sẽ được áp dụng đối với B để quay nó theo hướng âm; đồng thời, vì một lý do mà tôi xin được giải thích sau, trọng lượng này được treo trong một chất lỏng nhớt nhằm giúp nó có thể ngừng nhanh chóng.

Khi đó, phương trình chuyển động của B có thể được viết là:

$$(6) \quad B \frac{d^2y}{dt^2} = F\left(\frac{dx}{dt} - V_1\right) - Y \frac{dy}{dt} - W,$$

Trong đó Y là hệ số phụ thuộc vào độ nhớt của chất lỏng và phụ thuộc vào các kháng trở khác thay đổi theo vận tốc, còn W là một trọng lượng bất biến.

Kết hợp phương trình này theo t , ta có:

$$(7) \quad B \frac{dy}{dt} = F(x - V_1 t) - Yy - Wt$$

Nếu B ngừng, ta có:

$$(8) \quad x = \left(V_1 + \frac{W}{F}\right)t + \frac{Y}{F}y,$$

Hoặc vị trí của máy chịu tác động của vị trí của điều khiển, nhưng vận tốc cuối cùng vẫn giữ nguyên, và:

$$(9) \quad V_1 + \frac{W}{F} = V,$$

Trong đó V_1 là vận tốc chuẩn.

Phương trình chuyển động của chiếc máy là:

$$(10) \quad M \frac{d^2 x}{dt^2} = P - R - F \left(\frac{dx}{dt} - V_1 \right) - Gy$$

Để xác định được chuyển động của toàn bộ cơ chế, cần phải kết hợp phương trình này với phương trình (7). Từ đó ta có:

$$(11) \quad x = A_1 e^{n_1 t} + A_2 e^{n_2 t} + A_3 e^{n_3 t} + Vt$$

Trong đó n_1, n_2, n_3 là nghiệm của phương trình bậc ba:

$$(12) \quad MBn^3 + (MY + FB)n^2 + Fyn + FG = 0$$

Nếu n là một cặp nghiệm của phương trình có dạng $a \pm \sqrt{-1b}$, thì phần của x tương ứng với các nghiệm này sẽ có dạng:

$$(13) \quad e^{at} \cos(bt + \beta).$$

Nếu a âm, tức là dao động có biên độ giảm liên tục. Nếu $a = 0$, biên độ bất biến, nếu a dương, biên độ tăng liên tục.

Có thể thấy rõ rằng rằng một nghiệm của (12) là một đại lượng âm thực. Điều kiện để phân thực của các nghiệm khác có giá trị âm là:

$$(14) \quad \left(\frac{F}{M} + \frac{Y}{B} \right) \frac{Y}{B} - \frac{G}{B} = a \text{ một đại lượng dương.}$$

Đây là điều kiện để bảo đảm tính ổn định của chuyển động. Nếu không thỏa mãn điều kiện này, bộ điều khiển sẽ chuyển động rung lắc, và sự rung lắc này sẽ tăng đến hết mức giới hạn chuyển động của bộ điều khiển. Để bảo đảm tính ổn định này, giá trị của Y sẽ phải đủ lớn so với G - có thể thực hiện được điều này bằng cách đặt một trọng lượng W trong một chất lỏng nhớt trong trường hợp độ nhớt của các chất bôi trơn ở trục xe không đủ.

Để xác định giá trị của F , ta gỡ phanh hãm ra khỏi bánh răng và cố định bánh xe chuyển động; lúc đó, nếu V và V' là các vận tốc khi lực đẩy là P và P' ,

$$(15) \quad F = \frac{P - P'}{V - V'}$$

Để xác định G , ta hãy để bộ điều khiển hoạt động, và để y và y' là các vị trí của phanh hãm khi lực đẩy là P và P' , khi đó:

$$(16) \quad G = \frac{P - P'}{y - y'}$$

LÝ THUYẾT ĐẠI CƯƠNG VỀ CÁC BỘ PHẬN LY TÂM BẮM GIỜ

Bộ điều khiển của W. Thomson và M. Foucault. Cho A là mô-men quán tính của bộ phận quay, θ là góc quay. Khi đó, phương trình chuyển động là:

$$(17) \quad \frac{d}{dt} \left(A \frac{d\theta}{dt} \right) = L$$

Trong đó L là mô-men của lực áp dụng quanh trục. Bây giờ, giả sử A là một hàm của một biến θ khác (sự chệch hướng của bộ phận ly tâm), và cho động lực của toàn bộ bộ phận này là:

$$\frac{1}{2} A \left[\frac{d\theta}{dt} \right]^2 + \frac{1}{2} B \left[\frac{d\phi}{dt} \right]^2$$

Trong đó B cũng có thể là một hàm của ϕ nếu bộ phận ly tâm có cơ cấu phức tạp.

Nếu ta cũng giả định rằng P , năng lượng tiềm năng của bộ máy, là một hàm ϕ , thì khi đó lực khiến *làm giảm* ϕ (có được từ trọng lực, các lò xo,...) sẽ là $dP/d\phi$.

Toàn bộ năng lượng (bao gồm động lực và năng lượng tiềm năng) là:

$$(18) \quad E = \frac{1}{2} A \left[\frac{d\theta}{dt} \right]^2 + \frac{1}{2} B \left[\frac{d\phi}{dt} \right]^2 + P = \int L d\theta$$

Lấy vi phân theo t , ta có:

$$(19) \quad \begin{aligned} & \frac{d\phi}{dt} \left(\frac{1}{2} \frac{dA}{d\phi} \left[\frac{d\theta}{dt} \right]^2 + \frac{1}{2} \frac{dB}{d\phi} \left[\frac{d\phi}{dt} \right]^2 + \frac{dP}{d\phi} \right) \\ & + A \frac{d\theta}{dt} \frac{d^2\theta}{dt^2} + B \frac{d\phi}{dt} \frac{d^2\phi}{dt^2} \\ & = L \frac{d\theta}{dt} = \frac{d\theta}{dt} \left(\frac{dA}{d\phi} \frac{d\theta}{dt} \frac{d\phi}{dt} + A \frac{d^2\theta}{dt^2} \right) \end{aligned}$$

Triệt tiêu L , ta có:

$$(20) \quad \frac{d}{dt} \left(\frac{d\phi}{dt} \right) = \frac{1}{2} \frac{dA}{d\phi} \left[\frac{d\theta}{dt} \right]^2 + \frac{1}{2} \frac{dB}{d\phi} \left[\frac{d\phi}{dt} \right]^2 - \frac{dP}{d\phi}$$

Hai số hạng đầu của vế phải chỉ một lực có xu hướng làm tăng ϕ dựa vào vận tốc bình phương của trục chính và bộ phận ly tâm. Có thể gọi lực này là lực ly tâm.

Nếu bộ máy được thay đổi sao cho:

$$(21) \quad P = \frac{1}{2} A \omega^2 + const$$

Trong đó ω là một vận tốc không đổi, thì phương trình sẽ trở thành:

$$(22) \quad \frac{d}{dt} \left(B \frac{d\phi}{dt} \right) = \frac{1}{2} \frac{dA}{d\phi} \left(\left[\frac{d\theta}{dt} \right]^2 - \omega^2 \right) + \frac{1}{2} \frac{dB}{d\phi} \left[\frac{d\phi}{dt} \right]^2$$

Trong trường hợp này, giá trị của ϕ chỉ có thể giữ nguyên khi vận tốc góc bằng ω .

Một trục máy có bộ phận ly tâm được sắp xếp dựa theo nguyên tắc này sẽ chỉ có một vận tốc quay không bị xáo trộn. Nếu có một xáo trộn

nhỏ, các phương trình cho xáo trộn θ và ϕ có thể viết lại thành:

$$(23) \quad A \frac{d^2 \theta}{dt^2} + \frac{dA}{d\phi} \omega \frac{d\phi}{dt} = L,$$

$$(24) \quad B \frac{d^2 \phi}{dt^2} - \frac{dA}{d\phi} \omega \frac{d\theta}{dt} = 0$$

Chu kỳ của các xáo trộn nhỏ như vậy bằng $(dA/d\phi)(AB)^{-1/2}$ vòng quay của trục máy.

Cáo xáo trộn này sẽ không tăng lên hay biến mất nếu không có thêm các số hạng khác trong phương trình.

Để chuyển bộ máy này sang thành bộ điều khiển, ta hãy giả sử các chất nhớt X và Y trong các chuyển động của trục chính và bộ phận ly tâm, và một kháng trở G được áp dụng vào trục chính. Đặt $(dA/d\phi)\omega = K$, phương trình trở thành:

$$(25) \quad A \frac{d^2 \theta}{dt^2} + X \frac{d\theta}{dt} + K \frac{d\phi}{dt} + G\phi = L,$$

$$(26) \quad B \frac{d^2 \phi}{dt^2} + Y \frac{d\phi}{dt} - K \frac{d\theta}{dt} = 0.$$

Từ các phương trình trên ta thấy: điều kiện để đạt được sự ổn định về chuyển động là tất cả các nghiệm có thể có, hoặc các bộ phận của nghiệm, của phương trình bậc ba:

$$(27) \quad Abn^3 + (AY + BX)n^2 + (XY + K^2)n + GK = 0$$

Phải có giá trị âm; và điều kiện này là:

$$(28) \quad \left(\frac{X}{A} + \frac{Y}{B} \right) (XY + K^2) > GK.$$

Sự kết hợp của các bộ điều khiển. Nếu phanh hãm trong bộ điều khiển của Thomson được đưa vào sử dụng trong bánh răng chuyển động (như trong bộ điều khiển của Jenkin), và nếu bánh răng

này vận hành van hơi nước hay một phanh hãm khác mạnh hơn, thì chúng ta phải xem xét về chuyển động của ba bộ phận này.

Không cần phải tính toán phương trình chuyển động chung của các bộ phận này, chúng ta có thể chỉ giới hạn ở trường hợp các xáo trộn nhỏ, và phương trình đưa ra là:

$$(29) \quad \begin{aligned} A \frac{d^2\theta}{dt^2} + X \frac{d\theta}{dt} + K \frac{d\phi}{dt} + T\phi + J\psi &= P - R, \\ B \frac{d^2\phi}{dt^2} + Y \frac{d\phi}{dt} - K \frac{d\theta}{dt} &= 0, \\ C \frac{d^2\psi}{dt^2} + Z \frac{d\psi}{dt} - T\phi &= 0 \end{aligned}$$

Trong đó θ, ϕ, ψ theo thứ tự là các góc xáo trộn của trục chính, bộ phận ly tâm và bánh xe chuyển động; A, B, C là mô-men quán tính của chúng, X, Y, Z là chất nhớt của các điểm nối giữa chúng, K là đại lượng trước đây được biểu thị bằng $dA/df = w$, T và J tương ứng là lực của các phanh hãm theo thiết kế của Thomson và Jenkin.

Phương trình theo n được biểu diễn dưới dạng:

$$(30) \quad \begin{vmatrix} An^2 + Xn & Kn + T & J \\ -K & Bn + Y & 0 \\ 0 & -T & Cn^2 + Zn \end{vmatrix} = 0$$

Hay:

$$(31) \quad \begin{aligned} n^5 + n^4 \left(\frac{X}{A} + \frac{Y}{B} + \frac{Z}{C} \right) + n^3 \left[\frac{XYZ}{ABC} \left(\frac{X}{A} + \frac{Y}{B} + \frac{Z}{C} \right) + \frac{K^2}{AB} \right] \\ + n^2 \left(\frac{XYZ + KTC + K^2Z}{ABC} \right) + n \frac{KTZ}{ABC} + \frac{KTZJ}{ABC} = 0 \end{aligned}$$

Từ phương trình này, tôi vẫn chưa thể xác định được hoàn toàn các điều kiện cho chuyển động ổn định. Nhưng tôi đã phát hiện ra hai

điều kiện cần (thực ra đó là các điều kiện cho sự ổn định của hai bộ điều khiển nếu xét riêng chúng ra). Nếu ta viết phương trình sau:

$$(32) \quad n^5 + pn^4 + qn^3 + rn^2 + sn + t = 0$$

Thì, để các phần có thể của tất cả các nghiệm phải có giá trị âm, cần có:

$$(33) \quad pq > r \text{ và } ps > t.$$

Tôi chưa thể nói rõ được là các điều kiện trên đã đủ hay chưa. Bộ điều khiển ghép này trên thực tế đã được thiết kế và đưa vào sử dụng.

VỀ CHUYỂN ĐỘNG CỦA MỘT CHẤT LỎNG TRONG MỘT ỐNG QUAY QUANH TRỤC THẲNG ĐỨNG

Chất lỏng trong bộ điều khiển của C. W. Siemens. Giả sử r là độ đậm đặc của chất lỏng, k là tiết diện ống tại đó khoảng cách từ phần đó tới điểm gốc đo được dọc theo ống là s , r , q , z , các điểm nối của điểm này so với các trục là cố định theo ống, Q là đại lượng chỉ lượng chất lỏng đi qua bất kỳ phần nào trong một đơn vị thời gian. Đồng thời, ta cũng giả sử rằng các số nguyên sau đây (kiểm soát toàn bộ ống) là:

$$(34) \quad \int \rho k r^2 ds = A, \int \rho r^2 d\theta = B, \int \rho \frac{1}{\alpha} ds = C$$

Phần dưới của ống nằm ở trục chuyển động.

Đặt f là góc chỉ vị trí của ống với trục thẳng đứng. Khi đó mô-men động lượng của chất lỏng trong ống là:

$$(35) \quad H = A \frac{d\phi}{dt} + BQ.$$

Mô-men động lượng của chất lỏng bị ném ra khỏi ống trong một đơn vị thời gian là:

$$(36) \quad \frac{dH'}{dt} = \rho r^2 Q \frac{d\phi}{dt} + \rho \frac{r}{k} Q^2 \cos \alpha,$$

trong đó r là bán kính vòi phun, k là tiết diện của nó, còn α là góc giữa phương của ống tại đó và phương chuyển động.

Năng lượng chuyển động của chất lỏng trong ống là:

$$(37) \quad W = \frac{1}{2} A \left[\frac{d\phi}{dt} \right]^2 + B Q \frac{d\phi}{dt} + \frac{1}{2} C Q^2$$

Năng lượng của chất lỏng thoát ra theo một đơn vị thời gian là:

$$(38) \quad \frac{W'}{dt} = \rho g Q (h+z) + \frac{1}{2} \rho r^2 Q \left[\frac{d\phi}{dt} \right]^2 + \rho \frac{r}{k} Q^2 \cos \alpha \frac{d\phi}{dt} + \frac{1}{2} \frac{\rho}{k^2} Q^3$$

Năng lượng thực hiện bởi động lực đầu tiên khi quay trục máy theo một đơn vị thời gian là:

$$(39) \quad L \frac{d\phi}{dt} = \frac{d\phi}{dt} \left(\frac{dH}{dt} + \frac{dH'}{dt} \right)$$

Năng lượng sử dụng cho chất lỏng theo một đơn vị thời gian là:

$$(40) \quad \frac{dW}{dt} + \frac{dW'}{dt}$$

Đặt phương trình cho đại lượng này, ta có các phương trình chuyển động sau:

$$(41) \quad A \frac{d^2\phi}{dt^2} + B \frac{dQ}{dt} + \rho r^2 Q \frac{d\phi}{dt} + \rho \frac{r}{k} \cos \alpha Q^2 = L$$

$$(42) \quad B \frac{d^2\phi}{dt^2} + C \frac{dQ}{dt} + \frac{1}{2} \frac{\rho}{k^2} Q^2 + \rho g (h+z) - \frac{1}{2} \rho r^2 \left[\frac{d\phi}{dt} \right]^2 = 0$$

Các phương trình này áp dụng đối với ống có tiết diện đã cho. Nếu chất lỏng ở các rãnh mở, thì giá trị của A và C sẽ phụ thuộc vào độ sâu tại đó các rãnh được đổ đầy, còn giá trị của k sẽ phụ thuộc vào độ sâu tại điểm chất lỏng thoát ra.

Trong bộ điều khiển theo mô tả của C. W. Siemens trong bài báo mà tôi đã đề cập tới, việc chất lỏng thoát ra trên thực tế bị giới hạn bởi độ sâu của nó tại miệng cốc.

Lực thu được tại miệng cốc là: $f = \sqrt{g^2 + \omega^4 r^2}$.

Nếu miệng cốc hoàn toàn nằm ngang, lượng chất lỏng thoát ra sẽ tương ứng với $x^{3/2}$ (trong đó x là độ sâu tại miệng cốc), còn bình phương trung bình của vận tốc tương ứng với miệng cốc sẽ tỉ lệ với x hay với $Q^{2/3}$.

Nếu chiều rộng của dòng thoát ra tại bề mặt tỉ lệ với x^n , trong đó x là chiều cao trên mức thấp nhất của dòng chảy, thì Q sẽ biến thiên theo $x^{n+3/2}$, còn bình phương trung bình của vận tốc dòng chảy tương ứng với cốc là x hay $1/Q^{n+3/2}$.

Nếu $n = -1/2$, thì cả dòng chảy và bình phương trung bình của vận tốc đều tỉ lệ với x .

Từ phương trình thứ hai, ta tìm ra được bình phương trung bình của vận tốc:

$$(43) \quad \frac{Q^2}{k^2} = -\frac{2}{\rho} \left(B \frac{d^2 \phi}{dt^2} + C \frac{dQ}{dt} \right) + r^2 \left[\frac{d\phi}{dt} \right]^2 - 2g(h+z)$$

Nếu vận tốc quay và vận tốc dòng chảy không đổi, phương trình này trở thành:

$$(44) \quad \frac{Q^2}{k^2} = r^2 \left[\frac{d\phi}{dt} \right]^2 - 2g(h+z)$$

Từ phương trình thứ nhất, giả sử (theo như thiết kế của Siemens) $\cos\alpha = 0$ và $B = 0$, ta có:

$$(45) \quad L = \rho r^2 \frac{d\phi}{dt}$$

Trong bộ điều khiển của Siemens, ông đã sắp xếp sao cho giữa các đại lượng L và z có một mối quan hệ không đổi:

$$(46) \quad L = -Sz$$

Từ đó ta có:

$$(47) \quad \frac{Q^2}{k^2} = r^2 \left[\frac{d\phi}{dt} \right]^2 - 2gh + 2 \frac{g\rho}{S} r^2 Q \frac{d\phi}{dt}$$

Nếu các điều kiện của dòng chảy có thể được sắp xếp sao cho bình phương trung bình của vận tốc (đại diện bởi Q^2/k^2) tỉ lệ với Q ; và nếu sức mạnh của lò xo (xác định giá trị của S) cũng được sắp xếp sao cho:

$$(48) \quad \frac{Q^2}{k^2} = 2 \frac{g\rho}{S} r^2 Q \omega$$

Thì lúc đó, nếu $2gh = \omega^2 r^2$, phương trình sẽ trở thành:

$$(49) \quad 0 = r^2 \left(\left[\frac{d\phi}{dt} \right]^2 - \omega^2 \right) + 2 \frac{g\rho}{S} r^2 Q \left(\frac{d\phi}{dt} - \omega \right)$$

Điều này cho thấy vận tốc quay và vận tốc dòng chảy chỉ có thể không đổi khi vận tốc quay bằng ω .

Điều kiện về dòng chảy có lẽ rất khó đạt được một cách chính xác trong thực tế, tuy nhiên, chúng ta cũng đã gạt hái được một số thành quả trong phạm vi khá lớn của lực đẩy bằng cách điều chỉnh lò xo. Nếu các vành là đồng nhất, ta sẽ đạt được một vận tốc *tối đa* cho một lực đẩy xác định nào đó. Kết luận này đã được kiểm chứng trong các kết

qua mà Siemens đã đề cập tới trong trang 667 của cuốn sách của mình.

Nếu dòng chảy của chất lỏng bị giới hạn bằng một lỗ, thì thay vì vận tốc tối đa, ta sẽ có vận tốc *tối thiểu*.

Nhìn chung, phương trình vi phân xác định bản chất của các xáo trộn nhỏ thuộc loại thứ tư, tuy nhiên, nó có thể trở thành loại thứ ba bằng cách lựa chọn một cách thích hợp giá trị của dòng chảy trung bình.

LÝ THUYẾT VỀ TRUYỀN ĐỘNG VI SAI

Ở một số dụng cụ, trục chính được nối với bộ điều khiển bằng một bánh xe hay một hệ thống bánh xe có khả năng quay xung quanh một trục, đồng thời cũng có khả năng quay xung quanh trục của trục chính. Hai trục này có thể ở các góc vuông (giống trong hệ thống bánh xe truyền động vi sai cạnh xiên thông thường); hoặc chúng có thể song song với nhau giống như trong một số các dụng cụ áp dụng cho bộ máy đồng hồ.

Đặt ζ và η là các đại lượng đại diện cho vị trí góc của các trục tương ứng trên, θ là vị trí góc của trục chính, và \varnothing là vị trí góc của bộ điều khiển. Lúc này, θ và \varnothing là các hàm bậc nhất của ζ và η ; đồng thời, chuyển động của bất kỳ điểm nào thuộc hệ thống này cũng có thể được biểu diễn theo ζ và η hoặc θ và \varnothing .

Giả sử vận tốc của một vật có trọng lượng m được giải theo hướng ζ là:

$$(50) \quad \frac{dx}{dt} = p_1 \frac{d\zeta}{dt} + q_1 \frac{d\eta}{dt}$$

Với các biểu thức cho các hướng kết hợp khác, đặt các hậu tố 2 và 3 để biểu thị các giá trị của p và q theo các hướng này. Khi đó, phương trình Lagrange của chuyển động sẽ trở thành:

$$(51) \quad \Xi \delta \zeta + H \delta \eta = \Sigma m \left(\frac{d^2 x}{dt^2} \delta x + \frac{d^2 y}{dt^2} \delta y + \frac{d^2 z}{dt^2} \delta z \right)$$

Trong đó Ξ và H tương ứng là các lực có xu hướng làm tăng ζ và η , và giả sử không có lực nào được áp dụng tại bất kỳ điểm nào khác.

Bây giờ, ta đặt:

$$(52) \quad \delta x = p_1 d\zeta + q_1 d\eta$$

Và:

$$(53) \quad \frac{d^2 x}{dt^2} = p_1 \frac{d^2 \zeta}{dt^2} + q_1 \frac{d^2 \eta}{dt^2}$$

Phương trình sẽ trở thành:

$$(54) \quad \left(\Xi - \Sigma m p^2 \frac{d^2 \zeta}{dt^2} - \Sigma m p q \frac{d^2 \eta}{dt^2} \right) \delta \zeta + \left(H - \Sigma m p q \frac{d^2 \zeta}{dt^2} - \Sigma m q^2 \frac{d^2 \eta}{dt^2} \right) \delta \eta = 0$$

Và vì $\delta \zeta$ và $\delta \eta$ là các giá trị độc lập, nên hệ số của chúng phải bằng 0.

Bây giờ, nếu ta đặt:

$$(55) \quad \Sigma(m p^2) = L, \quad \Sigma(m p q) = M, \quad \Sigma(m q^2) = N$$

Trong đó

$$p^2 = p_1^2 + p_2^2 + p_3^2, \quad p q = p_1 q_1 + p_2 q_2 + p_3 q_3$$

và $q^2 = q_1^2 + q_2^2 + q_3^2$, các phương trình chuyển động sẽ là:

$$(56) \quad \Xi = L \frac{d^2 \xi}{dt^2} + M \frac{d^2 \eta}{dt^2}$$

$$(57) \quad H = M \frac{d^2 \xi}{dt^2} + N \frac{d^2 \eta}{dt^2}$$

Nếu bộ máy được sắp xếp sao cho $M = 0$, khi đó hai chuyển động trên sẽ độc lập với nhau; và các chuyển động biểu thị bằng ξ và η sẽ là các trục liên hợp - có nghĩa là sự quay xung quanh một trong số các trục này sẽ không tạo ra một lực quay xung quanh trục khác.

Bây giờ, giả sử Θ là lực đẩy của ống thông hơi trong hệ thống truyền động vi sai, và Φ là lực đẩy của hệ thống truyền động vi sai trong bộ điều khiển; khi đó phương trình chuyển động sẽ là:

$$(58) \quad \Theta \delta \theta + \Phi \delta \phi + \left(\Xi - L \frac{d^2 \xi}{dt^2} + M \frac{d^2 \eta}{dt^2} \right) \delta \xi + \left(H - M \frac{d^2 \xi}{dt^2} + N \frac{d^2 \eta}{dt^2} \right) \delta \eta = 0$$

Và nếu:

$$(59) \quad \delta \xi = P \delta \theta + Q \delta \phi$$

$$\delta \eta = R \delta \theta + S \delta \phi$$

và nếu ta đặt:

$$(60) \quad L' = LP^2 + 2MPR + NR^2$$

$$M' = LPQ + M(PS + QR) + NRS$$

$$N' = LQ^2 + 2MQS + NS^2$$

Thì phương trình chuyển động tại \mathcal{I} và \mathcal{O} sẽ là:

$$(61) \quad \begin{aligned} \Theta + P\Xi + QH &= L \frac{d^2\theta}{dt^2} + M' \frac{d^2\phi}{dt^2} \\ \Phi + R\Xi + SH &= M' \frac{d^2\theta}{dt^2} + N' \frac{d^2\phi}{dt^2} \end{aligned}$$

Nếu $M' = 0$, thì các chuyển động tại \mathcal{J} và \mathcal{O} sẽ độc lập với nhau. Nếu M cũng bằng 0, khi đó chúng ta sẽ rút ra mối quan hệ sau:

$$(62) \quad LPQ + MRS = 0$$

Và nếu điều kiện này được đáp ứng, thì các xáo trộn của chuyển động tại \mathcal{J} sẽ không tác động được tới chuyển động tại \mathcal{O} . Các răng của hệ thống truyền động vi sai trong máy với trục chính và bộ điều khiển lúc đó sẽ tương ứng với các trung tâm của bộ gõ và sự quay của một bộ phận đơn giản, và đây sẽ là mối quan hệ tương tác.

Trong các hệ thống truyền động vi sai như vậy, một lực không đổi H đủ mạnh để giữ bộ điều khiển trong trạng thái hiệu quả thích hợp được áp dụng vào trục η , và chuyển động của trục này được thiết kế để vận hành một van hoặc một phanh hãm trên trục chính của máy. Trong trường hợp này, \mathcal{E} chỉ là ma sát quanh trục của ξ . Nếu các mô-men quán tính của các bộ phận khác nhau trên hệ thống được sắp xếp sao cho $M' = 0$, khi đó xáo trộn gây ra bởi một chuyển động mạnh và đột ngột trên máy sẽ ngay lập tức tác động đến van, nhưng nó sẽ không truyền bất kỳ xung lực nào tới bộ điều khiển.