

Chương 6

Các cơ cấu tài chính

Khía cạnh tài chính của một nền kinh tế trải qua sự thay đổi cơ cấu thông qua quá trình phát triển. Không có vấn đề điều kiện ban đầu và tiến trình nghiêm ngặt của phát triển tài chính. Nhưng nói chung, các cơ cấu tài chính mới dần dần tiến hoá trong một quá trình có thể được xem là kết quả của năm ‘giai đoạn’ tăng dần tính phức tạp về tài chính. Việc tìm hiểu các cơ cấu tài chính đóng vai trò then chốt trong việc phân tích chính sách kinh tế vĩ mô ở chương 7, vì các cơ cấu tài chính có thể làm tăng tính linh hoạt của chính sách nhưng cũng có thể hạn chế việc điều khiển chính sách và tạo ra rủi ro mất bình ổn cho toàn bộ nền kinh tế vĩ mô.

Các tài khoản tài chính quốc gia

Các khái niệm cơ bản là một tổ hợp của phương pháp hạch toán các dòng vốn và các tiếp cận truyền thống hơn. Điểm phân biệt chính nằm ở việc xử lý ‘vốn sở hữu’ hay ‘của cải ròng’. Khi hợp nhất cho toàn thể nền kinh tế, của cải ròng của khu vực kinh doanh phải bằng giá trị của tài sản trừ đi các nghĩa vụ nợ. Căn cứ vào phương pháp hạch toán các dòng vốn, nghĩa vụ nợ bao gồm nợ *cộng* với giá trị thị trường của cổ phần đang lưu hành. Phương pháp truyền thống khác là định nghĩa ‘vốn sở hữu’ bằng giá trị tài sản trừ đi nợ. Vào cuối thập niên 90 ở Hoa Kỳ trong thời kỳ bùng phát thị trường cổ phiếu, của cải ròng kinh doanh có giá trị âm theo định nghĩa trước và bằng zero theo định nghĩa sau (luôn luôn là như thế). Của cải ròng trong các dòng vốn Hoa Kỳ có giá trị dương vào giữa năm 2008.

Bảng 6.1 định nghĩa bảng cân đối kế toán cho sáu loại tác nhân hay khu vực khác nhau, bao gồm: các tác nhân tư nhân phi tài chính, chính phủ, ngân hàng trung ương, các ngân hàng thương mại, khu vực tài chính phi ngân hàng, và phần còn lại của thế giới.¹ Các khoản mục trong bảng cân đối kế toán này tiêu biểu cho giá trị *cổ phiếu* của các sản quyền tài chính. Nhiều công cụ tài chính được bao gồm trong bảng. Chúng ta bắt đầu bằng cách xem xét một tập hợp con rất hạn chế của các công cụ này rồi sau đó đưa thêm vào các sản quyền trong các giai đoạn tài chính kế tiếp nhau.

Bảng 6.1 Các bảng cân đối kế toán minh họa (các ‘tài khoản chữ T’)

Tư nhân		Ngân hàng thương mại		Tài chính		Ngân hàng trung ương		Chính phủ	Phần còn lại của thế giới	
$P_K K$	L_P	L	H	$P_V V_F$	L_F	B_{cent}	η	Γ B	eL^*	eR^*
H_P	eL_P^*	B_{comm}	Φ	$Q_S F$	eL_F^*	eR^*	A	eL_G^*	$P_V V^*$	$e\Omega^*$
B_P	$P_V V$	η	QS	Z	Z	Φ			B^*	
A_P	M_P	A_{comm}	Ω_{comm}		Ω_F					
$P_C C$	Ω_P	M								
Ω_{comm}										
Ω_F										

Tổng của cải: $P_K K + P_C C + \Gamma = \Omega_P + e\Omega_R^*$

Tài sản nước ngoài ròng: $-e\Omega^* = e(R^* - L_P^* - L_G^* - L_F^*) - P_V V^* - B^*$

Dư nợ ngân hàng: $L_P + L_F - L = 0$

Dư nợ trái phiếu chính phủ: $B_p + B_{comm} + B_{cent} + B^* - B = 0$

Dư nợ trái phiếu ngân hàng trung ương: $A_p + A_{comm} - A = 0$

Cân cân vốn sở hữu: $P_v(V_F + V^*) - P_vV = 0$

Dư nợ thế chấp bất động sản: $MP - M = 0$

Chú thích: Tài chính có nghĩa là các tổ chức tài chính không kể ngân hàng thương mại.

Giá trị của các sản quyền có thể thay đổi theo hai cách. Một cách là thông qua sự tích lũy hay giảm tích lũy theo thời gian của các dòng cổ phiếu để đáp ứng trước việc cho vay hay vay mượn ròng của các tác nhân khác nhau. Cách thứ hai áp dụng cho cổ phần đang lưu hành và vốn vay nước ngoài mà có giá tài sản công khai (lần lượt là một chỉ số giá cho vốn sở hữu và tỷ giá hối đoái), để giá trị của chúng có thể tăng vọt hay giảm mạnh ‘ngay tức thời’ do lợi tức vốn hay lỗ vốn.

Tài chính giai đoạn I

Cơ cấu tài chính đơn giản nhất, mà ta gọi là giai đoạn I, vẫn áp dụng ở nhiều nước đang phát triển ngày nay. Vào những lúc thông thường (những lúc ‘bất thường’ thuộc loại đáng kể trong lịch sử sẽ được xem xét sau trong chương này), tài sản tư nhân duy nhất là ‘tiền’ (theo định nghĩa tổng quát hay nghĩa rộng), ký hiệu H_p , và giá trị vốn hữu hình $P_K K$, trong đó K là trữ lượng hiện hữu theo chi phí lịch sử hay chi phí thay thế và P_K là giá tài sản.

Về phía nghĩa vụ nợ, các doanh nghiệp tư nhân và hộ gia đình có thể vay mượn L_p từ ngân hàng, nhưng vốn vay từ nước ngoài eL_p^* và giá trị vốn sở hữu đang lưu hành $P_v V$ là không đáng kể hay không được giao dịch hữu hiệu. Không có một thị trường trái phiếu phát triển, nên giá trị vay mượn của chính phủ từ tư nhân B_p và từ ngân hàng thương mại B_{comm} là gần bằng không. Tổng vay mượn của chính phủ B trong giai đoạn này chỉ bao gồm vay mượn từ ngân hàng trung ương B_{cent} , nghĩa là $B = B_{cent}$. Tài sản tương ứng là ‘niềm tin và uy tín’ của nhà nước Γ .

Cung tiền H là nghĩa vụ nợ duy nhất của hệ thống ngân hàng thương mại.² Trong các hệ thống tài chính đơn giản, một công cụ chính sách tiền tệ điển hình là yêu cầu các ngân hàng thương mại phải duy trì dự trữ bắt buộc (‘tiền mạnh’) η so với tiền gửi, căn cứ theo một quy tắc như $\eta = \rho H$ (với $\rho < 1$) (giả định đơn giản rằng toàn bộ tiền được gửi vào hệ thống ngân hàng dưới dạng tiền gửi).³

Ngoài dự trữ tiền gửi, tài sản ngân hàng thương mại duy nhất là tín dụng hay các khoản cho vay đang lưu hành L (ở giai đoạn này, ngân hàng chỉ cho vay trong khu vực tư nhân L_p). Bảng cân đối kế toán của các ngân hàng thương mại là $L + \eta = H$, ngụ ý rằng L và H được kết nối thông qua dự trữ bắt buộc. Việc nâng cao tỷ lệ dự trữ bắt buộc ρ sẽ buộc ngân hàng phải thu hẹp cả cung tiền và tín dụng. Vì những lý do sẽ thảo luận sau trong chương này, trong các hệ thống phát triển phức tạp hơn, tỷ lệ dự trữ có xu hướng ở mức tối thiểu và các phương pháp điều tiết khác sẽ được sử dụng.

Ngoài trái phiếu B_{cent} , mà chính phủ huy động từ ngân hàng trung ương bằng cách này hay cách khác, tài sản khác duy nhất của ngân hàng trung ương là dự trữ quốc tế, eR^* , trong đó R^* là giá trị dự trữ ngoại tệ và e là tỷ giá hối đoái (số đơn vị nội tệ trên một đơn vị ngoại tệ). Hợp nhất các tài khoản của ngân hàng trung ương và các ngân hàng thương mại cho thấy rằng cung tiền được cho bởi phương trình $H = L + B_{cent} + eR^*$, sao cho cung tiền sẽ bằng tổng tín dụng nội địa cộng với dự trữ ngoại hối. Như ta sẽ thấy trong các phần tiếp theo, những công thức thuộc loại này

đóng vai trò trọng tâm trong kinh tế vĩ mô theo thuyết trọng tiền nói chung và hiện thân của thuyết này dưới hình thức các chương trình tài chính của Quỹ Tiền tệ quốc tế (IMF).

Thanh khoản thường được lý giải như một số đo sự linh hoạt tài chính của một tác nhân cá nhân, một nhóm tác nhân, hay toàn thể hệ thống tài chính. Nó bao gồm ‘tình trạng đủ tiền’ – nguồn lực sẵn có cho mục đích hình thành vốn hay các giao dịch tài chính. Đối với khu vực tư nhân trong giai đoạn I, thanh khoản thể hiện dưới hình thức của một tài sản là tiền. Không còn thanh khoản nào khác.

Khung hạch toán vừa phác thảo đặt ra những giới hạn nghiêm ngặt cho các phương án chính sách. Thứ nhất, đó là vũ đài ưa thích cho một phiên bản thiêng liêng của thuyết trọng tiền trong nền kinh tế mở của IMF. Giả sử cầu tiền H_p được biểu thị bằng phương trình trao đổi $H_p V = P X$, trong đó P là mức giá, X là sản lượng, và V là ‘tốc độ’ lưu thông tiền được xác định bằng thể chế, thường được giả định là không đổi trong một khung phân tích đơn giản nhất. Nếu X được xác định bằng trạng thái “toàn dụng” lao động và P hình thành từ dự báo lạm phát hay một mức lạm phát mục tiêu, thì ta sẽ suy ra cầu tiền H_p .

Giả sử, bằng cách màu nhiệm nào đó, cầu tiền luôn luôn bằng cung tiền, $H_p = H$. Nếu các khoản cho vay đến khu vực tư nhân L_p được xác định bởi nhu cầu sản xuất, tổng vốn vay ngân hàng cung ứng cho chính phủ và dự trữ quốc tế được xác định từ bảng cân đối kế toán hợp nhất của hệ thống ngân hàng: $B_{cent} + eR^* = H - L_p$. Nếu dự trữ quốc tế dự kiến sẽ tăng khi tài khoản vãng lai hay dòng vốn vào từ bên ngoài được cải thiện, thì nợ chính phủ $B = B_{cent}$ phải giảm thông qua thặng dư ngân sách lớn hơn. Thao tác này là cơ bản đối với thâm hụt “kép” ngân sách/nước ngoài, vốn là trọng tâm của các chương trình tài chính của IMF.

Cùng với học thuyết thâm hụt kép rao giảng trên toàn thế giới, IMF ngầm giả định rằng chiều hướng nhân quả đi từ thâm hụt ngân sách đến thâm hụt bên ngoài. Nhưng như chúng ta đã thấy trong chương 5, tính nhân quả có thể dễ dàng đi theo chiều ngược lại. Hơn nữa, như chúng ta đã vạch ra trong chương đó, trường hợp thâm hụt kép này không được quan sát thấy thường xuyên trong số liệu. Sự biến thiên gần như song song của các dòng tài trợ bên ngoài và vay mượn ròng tư nhân là một hiện tượng thường xuyên hơn.

Các tài khoản giai đoạn I cũng hỗ trợ cho mô hình lạm phát của thuyết trọng tiền trong nền kinh tế đóng cơ bản, do nhà kinh tế học Thụy Điển Knut Wicksell trình bày vào cuối thế kỷ 19 và được Milton Friedman cùng các môn đồ tuyên truyền trên toàn thế giới trong thời gian gần đây hơn vào thập niên 70 và 80. Logic là: thâm hụt ngân sách càng cao thì càng ‘tiền tệ hoá’ hơn (vì chính phủ không thể huy động nợ, ngoại trừ huy động từ ngân hàng trung ương). Vẫn theo giả định rằng cầu tiền bằng cung tiền, và hoạt động kinh tế (X) là không đổi ở trạng thái toàn dụng lao động, thì sự gia tăng của $H_p = H$ sẽ buộc mức giá P phải tăng lên, như thể hiện qua phương trình trao đổi được viết lại dưới dạng $P = H_p V / X$.

Vì hiện nay trong nhiều nền kinh tế, thanh khoản bao gồm nhiều tài sản tài chính và nghĩa vụ nợ chứ không chỉ đơn thuần là tiền, nên chương trình tài chính và các mô hình lạm phát trọng tiền thường trở nên lỗi thời. Lạm phát ở Zimbabwe tăng mạnh vào giữa thập niên 2000 có thể được lý giải theo các mạch lập luận của thuyết trọng tiền, nhưng hiện tượng này không còn phổ biến ngày nay.

Cuối cùng, cũng cần lưu ý rằng ngay cả trong một nền tài chính giai đoạn I đơn giản (và chắc chắn trong các hệ thống phức tạp hơn như sẽ thảo luận trong những phần tiếp theo), cơn cuồng

loạn tài chính vẫn có thể xuất hiện trong những tình huống ‘bất thường’. Đáng tiếc thay, những tình huống bất thường đó phát sinh khá thường xuyên trong 400 năm nay.⁴

Một tình huống quen thuộc là dựa vào tài sản của chính phủ P_G (trong đó P_G là giá tài sản) được tư nhân hoá và bán cho công chúng thông qua một đơn vị tự doanh.⁵ Nếu đơn vị tự doanh này tình cờ có một ngân hàng trực thuộc để tuỳ ý hành động, thì đơn vị này có thể cho chính mình vay vốn và dựa vào quan hệ thân nhân để nâng giá cổ phần lên cao dẫn đến lợi tức vốn (hay lạm phát tiếp diễn) theo tỷ lệ π : giá tài sản tăng đến $(1 + \pi)P_G$. Khi đó, các tác nhân khác có thể vay mượn từ ngân hàng trực thuộc này và các ngân hàng khác để cố gắng mua cổ phần, khơi mào cho sự bùng phát mà cuối cùng không tránh khỏi đổ vỡ.

Các ví dụ hàng đầu là các cuộc khủng hoảng ở các công ty Mississippi và South Sea đầu thế kỷ 18, trong đó các ngân hàng Banque Générale của John Law ở Paris và Swordblade Bank ở Luân Đôn thực hiện việc cho vay. Với sự phức tạp quốc tế như sẽ thảo luận trong các phần tiếp theo, cuộc khủng hoảng Chile năm 1982-83 cũng tuân theo cùng một mô thức như vậy xung quanh những công ty được tư nhân hoá bởi các Chicago Boys của tổng thống Pinochet (Chicago Boys: các nhà kinh tế Chile được đào tạo tại Đại học Chicago dưới sự dìu dắt của Milton Friedman và Arnold Harberger – ND). Các ví dụ này minh họa cho một chủ đề tái diễn trong sự bất ổn tài chính: lợi tức vốn được tài trợ bằng thanh khoản dưới hình thức *nghe vạ nợ* được đảm nhận bởi các tác nhân tài chính để mua những tài sản đang lên giá. Các khả năng đa dạng dọc theo các mạch diễn tiến này sẽ được thảo luận sau trong chương này.

Tài chính giai đoạn II

Yếu tố then chốt trong giai đoạn II là một thị trường nội địa đối với nợ của ngân hàng trung ương và/hay chính phủ (ít nhất là nợ ngắn hạn). Thị trường này có thể được xây dựng với sự quản lý cẩn thận về phía ngân hàng trung ương. Trước tiên chúng ta phác thảo sự tương tác của hệ thống ngân hàng trong một hệ thống thị trường như vậy rồi sau đó sẽ xem xét những vấn đề rộng hơn. Thảo luận này sẽ xem xét thêm nhiều khoản mục trong bảng 6.1.

Cách xử lý thông thường của giai đoạn II là giả định rằng trái phiếu chính phủ được nắm giữ bởi khu vực tư nhân và các ngân hàng thương mại, $B_p + B_{\text{common}} + B_{\text{cent}} = B$. Vào thập niên 30, Keynes đã suy nghĩ về loại tài chính này dưới dạng phác thảo, với sự mở rộng đáng kể thông qua bao hàm các thị trường công cụ nợ công ty.

Ở các nước đang phát triển ngày nay, ngân hàng trung ương thường cung ứng trái phiếu riêng của ngân hàng trên thị trường, ký hiệu A , tạo thành một nghĩa vụ nợ phi tiền tệ của ngân hàng trung ương và có thể được nắm giữ bởi công chúng và các ngân hàng thương mại, $A_p + A_{\text{comm}} = A$. Ưu điểm chính của nghiệp vụ này là: việc phát triển một thị trường trái phiếu ngân hàng trung ương thì dễ dàng hơn so với một tập hợp giao dịch đầy đủ đối với nợ chính phủ (đó là còn chưa nói đến nợ công ty). Ngân hàng trung ương cũng có thể cho vay trực tiếp đối với các ngân hàng thương mại hay ứng trước, ký hiệu là Φ (từ các khoản vay tái chiết khấu hay thông qua bơm tiền trực tiếp vào thị trường tín dụng qua đêm liên ngân hàng); rồi các ngân hàng thương mại có thể sử dụng nguồn vốn này để gia tăng giá trị cho vay L của họ, và qua đó tăng cung tiền H . Cuối cùng, chúng ta sẽ xem xét nguồn vốn riêng hay vốn sở hữu của ngân hàng thương mại Ω_{comm} , được nắm giữ bởi khu vực tư nhân như tài sản.

Qua bảng 6.1 ta có thể minh họa bốn công cụ chính sách tiền tệ.

Như đã lưu ý trong giai đoạn I, thay đổi tỷ lệ dự trữ bắt buộc ρ là một cơ chế kiểm soát truyền thống. Như sẽ thảo luận trong các phần tiếp theo, công cụ đơn giản này có thể được sử dụng trong những nỗ lực ‘thanh khử’ (bù trừ hay vô hiệu hóa) cho sự mở rộng tiền tệ hay mở rộng tín dụng hình thành từ sự gia tăng dự trữ quốc tế eR^* . Nhưng qui định dự trữ bắt buộc thường tạo ra sự chống đối mạnh mẽ từ các ngân hàng thương mại vì họ bị buộc phải nắm giữ tiền gửi mà không thể cho vay và do đó làm tăng chi phí trung gian tài chính. Các công cụ chính sách tiền tệ khác cũng có thể được sử dụng.

Ví dụ, ngân hàng trung ương có thể tăng hay giảm cho vay Φ để khuyến khích các ngân hàng thương mại mở rộng hay thu hẹp hoạt động cho vay của họ.

Quan trọng hơn, các nghiệp vụ thị trường mở trở nên khả thi khi các ngân hàng thương mại hay khu vực tư nhân nắm giữ những lượng lớn trái phiếu chính phủ và/hoặc trái phiếu ngân hàng trung ương. Một khi có đầy đủ các công cụ này giao dịch trên thị trường, để mở rộng cung tiền, ngân hàng trung ương có thể mua trái phiếu từ các ngân hàng thương mại bằng cách ghi có vào tài khoản tiền gửi dự trữ của họ η (‘tiền mạnh’). Hoặc ngân hàng trung ương cũng có thể mua trái phiếu từ các tác nhân tư nhân, những người này sau đó gửi tiền vào hệ thống ngân hàng dưới dạng tiền gửi. Với dự trữ dồi dào sẵn có, các ngân hàng thương mại có động cơ tăng cho vay L và cung tiền H . Một điểm phức tạp là ở chỗ trong một cuộc khủng hoảng, các ngân hàng thương mại có thể thích nắm giữ những lượng lớn trái phiếu chính phủ hay trái phiếu ngân hàng trung ương hơn là cho khu vực tư nhân vay. Đáng tiếc thay, hiện tượng ‘bẫy thanh khoản’ thuộc loại này khá phổ biến (và xuất hiện dữ dội trong các ngân hàng ở các nước giàu trong cuộc khủng hoảng cuối năm 2008).

Tiếp đến, để thu hẹp cung tiền, ngân hàng trung ương có thể bán trái phiếu cho các ngân hàng thương mại hay khu vực tư nhân. Mục đích là làm giảm cung tiền H cũng như giảm cho vay của ngân hàng thương mại đối với khu vực tư nhân L .

Cuối cùng, các phương pháp tiếp cận điều tiết đương thời như các tiêu chuẩn đã được quốc tế chấp nhận do Ủy ban giám sát ngân hàng Basel ban hành – thường được gọi là Basel I và Basel II – chú trọng vào vốn ngân hàng Ω_{comm} . Những điểm phức tạp sẽ được xem xét trong các phần tiếp theo.

Quay lại với kinh tế vĩ mô tổng quát hơn, thanh khoản chủ yếu trong giai đoạn II quả thật vẫn là tiền. Ý tưởng của Keynes về tính ưa thích thanh khoản có liên quan ở đây, với lãi suất làm trung gian cho sự chọn lựa danh mục giữa tiền thanh khoản hơn hay là trái phiếu kém thanh khoản hơn (trong đó trái phiếu chính phủ và trái phiếu ngân hàng trung ương thì thanh khoản hơn so với trái phiếu công ty, vốn phụ thuộc vào chênh lệch lãi suất gắn liền với tính thanh khoản và rủi ro khả năng thanh toán). Liên quan đến khu vực tư nhân, phạm vi thanh khoản còn bao trùm một tập hợp tài sản, trong đó mức nắm giữ cụ thể phụ thuộc vào sinh lợi và chi phí.

Nếu tồn tại một thị trường trái phiếu công ty, thị trường này có thể hỗ trợ đáng kể cho sự hình thành vốn. Nhưng ngay cả khi không có thị trường này, chính phủ các nước có nền tài chính giai đoạn II vẫn có thể phát hành trái phiếu để tài trợ cho các ngân hàng phát triển quốc gia chuyên cho vay định hướng sản xuất. Như sẽ thảo luận trong chương 8, các định chế này rất quan trọng ở các nước đang phát triển, và chúng cũng đóng vai trò tái thiết to lớn thời hậu chiến ở các nước tiên tiến.

Cuối cùng, Keynes phân tích sự bất ổn tài chính theo những thay đổi to lớn của tính ưa thích thanh khoản. Kết hợp với sự vay mượn thái quá (đòn bẩy tài chính cao), những thay đổi này mang lại nền tảng cho ‘giả thiết bất ổn tài chính’ của Minsky (Minsky 1982). Ý tưởng cơ bản là: khi niềm tin của các tác nhân tư nhân gia tăng trong thời kỳ bùng phát kinh tế, họ có xu hướng vay mượn quá nhiều – từ các ngân hàng hay trên thị trường trái phiếu công ty – mua những tài sản thực để có lợi tức vốn (việc đầu cơ vào các tài sản tài chính sẽ xảy ra trong các giai đoạn sau), chi trả cho việc đầu tư, hay thậm chí gia tăng tiêu dùng.

Sớm hay muộn, những người đi vay có thể rơi vào tình thế hết sức rủi ro. Ngay cả nếu thoát đầu họ rất an toàn theo ý nghĩa là có đủ thu nhập để thanh toán giá trị đầu tư và thanh toán lãi vay (một vị thế phòng ngừa rủi ro), họ có thể gia tăng vay mượn và chi tiêu cho đến lúc mà doanh thu hiện hành trở nên không còn đủ để chi trả cho việc đầu tư (vị thế đầu cơ) hay thậm chí không đủ để thanh toán lãi vay (tài chính kinh doanh đa cấp theo kiểu Ponzi). Điều này khơi mào cho một cuộc khủng hoảng khi chấm dứt thời kỳ bùng phát tín dụng từng duy trì việc vay mượn liên lụy với các vị thế rủi ro này. Tình trạng siết chặt tín dụng có thể xảy ra khi các chủ nợ trở nên ghét rủi ro và quay ngoắt sang nắm giữ tiền hay trái phiếu chính phủ nhiều hơn.

Theo thuật ngữ kinh tế vi mô, tình trạng siết chặt tín dụng này có thể được xem như một trường hợp phân bổ định mức tín dụng về phía các chủ nợ trong một thế giới có ‘thông tin không cân xứng’ (Stiglitz và Greenwald 2003). Khi ý thức rủi ro gia tăng, xem ra thật là hợp lý khi những người cho vay ngừng cung cấp tín dụng hoàn toàn cho những người vay bị xem là rủi ro, thay vì thu một khoản phí đền bù rủi ro lớn hơn mà thật ra làm tăng rủi ro cho vay hơn nữa đối với họ. Mô thức này là dạng đơn giản nhất của chu kỳ ‘thèm khát rủi ro’ rồi tiếp đến là ‘tháo chạy theo chất lượng’. Các dạng phức tạp hơn sẽ được thảo luận sau trong chương này.

Cho dù Keynes chắc chắn ý thức được khả năng bất ổn tài chính liên quan đến sự bùng phát tín dụng và bong bóng tài sản, những hiện tượng này không thể hiện rõ rệt trong các tác phẩm *Chuyên luận về tiền tệ* (*Treatise on Money*) hay *Lý thuyết tổng quát* (*General Theory*) của ông. Chắc chắn trong thế giới hậu 1929 mà ông phân tích, việc dùng nghĩa vụ nợ làm thanh khoản để mua những tài sản được cho là có lợi tức vốn không phải là một mối đe dọa tức thời.

Tài chính giai đoạn III

Trong giai đoạn III, vốn tài chính nước ngoài bước lên sân khấu. Nền kinh tế được tiếp cận với các khoản vay nước ngoài bằng “ngoại tệ mạnh” (vốn vay eL_p^* cung ứng cho khu vực tư nhân và eL_g^* cung ứng cho chính phủ, biểu thị bằng giá trong nước). Nhiều nước và vùng lãnh thổ đã trải qua quá trình chuyển đổi như vậy: Áo và Đức vào khoảng năm 1930 khi tiền gửi ngân hàng từ người nước ngoài được dùng để mua tài sản trong nước dẫn đến vụ sụp đổ Credit-Anstalt và Tây Âu khi các thị trường vốn được tự do hoá vào thập niên 70.

Giai đoạn này có thể được xem là điển hình đối với các nước đang phát triển ngày nay. Trước đợt bùng phát giá hàng hóa cơ bản gần đây, các nước châu Phi cận Sahara gần như không phát triển về cơ cấu tài chính mà có thể giúp đưa họ vượt qua giai đoạn II hay thậm chí giai đoạn I, khi họ liên tục bị tước mất khả năng tiếp cận nguồn tài trợ tư nhân nước ngoài. Tuy nhiên, trong một nhóm nước đang phát triển ngày càng đông đảo, tầm quan trọng của thị trường trái phiếu, đặc biệt là trái phiếu chính phủ và trái phiếu ngân hàng trung ương, đã gia tăng, và qua nhiều năm, họ đã làm ăn khá hơn trong việc thu hút tài chính tư nhân bên ngoài – ngay cả nếu có theo một cách thức bất ổn đi chăng nữa. Những nước này có thể nói là dựa vào sự tài trợ giai đoạn III.⁶

Điểm then chốt trong cơ cấu tài chính giai đoạn III là *nghĩa vụ nợ* bên ngoài trở thành một hình thức thanh khoản mà có thể được sử dụng để mua các tài sản trong nước. Các tác nhân địa phương như chính phủ không chắc có khả năng phát hành nợ nước ngoài mệnh giá nội tệ (như vay mượn chính phủ, ký hiệu B* trong bảng 6.1). Nếu không thể vay mượn nước ngoài mệnh giá nội tệ, sự hạn chế này thường được gọi một cách độc đáo là ‘tội tổ tông’ (original sin – tội lỗi của Adam và Eva) trong tư liệu nghiên cứu học thuật. Nhưng những người chịu tội tổ tông ở giai đoạn III trong trạng thái tốt với các chủ nợ vẫn có thể được mời chào vay mượn bằng ngoại tệ. Đáng tiếc thay, tình thế này không chắc có thể tồn tại lâu dài.

Sự hiện diện của các nghĩa vụ nợ nước ngoài trong danh mục ngay lập tức làm những người mang nợ trở nên liên lụy với rủi ro tỷ giá do tình trạng không cân xứng về tiền tệ. Nếu tài sản của họ và doanh thu kỳ vọng ròng là bằng nội tệ, nhưng nghĩa vụ nợ lại có mệnh giá ngoại tệ, thì sự gia tăng tỷ giá hối đoái sẽ dẫn đến cả lỗ vốn lẫn tổn thất thu nhập. Tỷ giá càng cao thì của cải ròng của họ càng giảm và chi phí dịch vụ nợ (thanh toán lãi vay và vốn gốc) càng tăng. Mối đe dọa đối với bảng cân đối kế toán càng lớn hơn nếu còn có tình trạng không cân xứng về thời hạn liên quan đến nghĩa vụ nợ nước ngoài ngắn hạn và tài sản trong nước dài hạn (như vẫn thường xảy ra).

Những hiểm họa này đặc biệt đáng sợ đối với những tác nhân như các doanh nghiệp sản xuất hàng hóa phi ngoại thương và chính bản thân chính phủ, bởi lẽ nguồn thu nhập chính của họ là bằng nội tệ. Cho dù một số tài sản của các nhà xuất khẩu (ví dụ như bất động sản mà họ sở hữu và tiền gửi trong hệ thống tài chính nội địa) có thể có mệnh giá bằng nội tệ và cũng gánh chịu vấn đề tương tự như vậy, nhưng họ có thể được đền bù tốt hơn bởi giá trị qui đổi sang nội tệ nhiều hơn của thu nhập ròng kỳ vọng bằng ngoại tệ.

Sự mở rộng tiền tệ và tín dụng có thể qui cho việc tích lũy dự trữ quốc tế trong những thời kỳ bùng phát dòng vốn vào đã trở thành vấn đề dai dẳng trong các nền kinh tế thị trường mới nổi.⁷ Nếu nền kinh tế có một thị trường trái phiếu nội địa, trên nguyên tắc, ngân hàng trung ương có thể bù trừ ảnh hưởng tiền tệ của việc tích lũy dự trữ nước ngoài thông qua bán trái phiếu ngân hàng trung ương hay trái phiếu chính phủ để thu tiền về thông qua nghiệp vụ thị trường mở, cho dù với rủi ro là đẩy lãi suất lên cao mà sau đó có thể lại còn mang thêm nhiều vốn nước ngoài vào đất nước hơn nữa.

Có hai phương án khác để bù trừ dòng vốn vào: giảm nợ khu vực công bằng cách duy trì thặng dư ngân sách hay tích lũy tiền trong nước hình thành bởi dự trữ quốc tế tăng dưới hình thức dự trữ bắt buộc của ngân hàng thương mại. Các phương án này chỉ sẵn có nếu đất nước không có một thị trường nợ nội địa phát triển tốt (nghĩa là đất nước đang gần như ở vào giai đoạn I về tài trợ nội địa). Các cuộc khủng hoảng tiền tệ lâu nay cho thấy rằng những biện pháp can thiệp này xem ra chỉ có hiệu lực hạn chế.

Tài chính giai đoạn IV

Việc sử dụng nợ để làm một nguồn thanh khoản phát triển mạnh trong giai đoạn IV. Một thị trường vốn sở hữu trong nước được phát hành bởi khu vực tư nhân có thể đóng vai trò như một tấm bọt lò xo. Giai đoạn này là hiện trạng của các nước đang phát triển thành công nhất cũng như một số vùng tăng trưởng chậm (cụ thể là Trung và Đông Âu và các nước bán công nghiệp hoá) hoặc ít nhất họ cũng đang tiến tới giai đoạn này. Về mặt lịch sử, sự xuất hiện của các thị trường cổ phiếu đáng kể đã có từ thập niên 90 ở nhiều nước đang phát triển (trong đó việc tư nhân hoá

các doanh nghiệp nhà nước thường mang lại động lực) và cũng tương đối mới đây ngay cả ở các nền kinh tế công nghiệp hoá không thuộc hệ Anglo Saxon.

Trong bảng 6.1, giá trị cổ phần đang lưu hành của khu vực tư nhân là $P_V V$, trong đó P_V là chỉ số giá và V là số đo số lượng cổ phần đang lưu hành.⁸ Theo một cụm từ Hà Lan thế kỷ 17, nền kinh tế giai đoạn IV có thể bước vào hoạt động *windhandel*, nghĩa là hoạt động ‘giao dịch gió’ dựa vào việc sử dụng các nghĩa vụ nợ (và tài sản phái sinh được xây dựng xung quanh các nghĩa vụ nợ này) để làm nguồn thanh khoản. Khả năng này được phản ánh trong bảng 6.1 là khu vực ‘tài chính’; khu vực này nắm giữ cổ phần $P_V V_F$, được tài trợ bằng vay mượn ngân hàng và vay mượn nước ngoài (tạm thời ta chưa xem xét đến khoản mục Q_{SF}). Vốn sở hữu hay của cải ròng của khu vực tài chính là Ω_F được nắm giữ bởi khu vực tư nhân như một tài sản.

Trong khu vực tài chính, có các khoản mục nghĩa vụ nợ và tài sản đối ứng Z . Các tác nhân tài chính cá nhân như các nhà môi giới- công ty tự doanh, các tác nhân tài chính hoạt động trên thị trường trái phiếu thể chấp bất động sản (ví dụ như các quỹ lương hưu ở các nước đang phát triển hay Fannie Mae và Freddie Mac ở Hoa Kỳ) và các quỹ phòng ngừa rủi ro có thể vay mượn lẫn nhau, nhưng đối với tổng thể hệ thống phụ của họ, nhiều giao dịch này bù trừ lẫn nhau.⁹ Thông qua gia tăng những giao dịch như Z , các tổ chức tài chính có thể bổ sung cho ngân lưu khi họ tích lũy tài sản/vốn sở hữu hay tỷ số đòn bẩy tài chính, $\lambda_F = (P_V V_F + Z)/\Omega_F$. Nghĩa vụ nợ $L_F + Z + eL_F^*$, tổng tài sản cơ bản $P_V V_F + Z$ có thể hỗ trợ việc áp đặt cơ cấu đòn bẩy và thanh khoản.¹⁰

Khi P_V vẫn tiếp tục tăng, sản quyền nội bộ khu vực tài chính gia tăng giúp người ta có thể huy động những lượng tiền lớn để mua cổ phiếu. Lẽ dĩ nhiên, P_V cũng có thể giảm, dẫn đến sự sụp đổ. Một lần nữa, tâm lý thêm khát rủi ro trong thời kỳ bùng phát chuyển thành tâm lý tháo chạy theo chất lượng trong tình trạng đổ vỡ, được đánh dấu bằng hiện tượng cắt giảm đòn bẩy tài chính hay thu hẹp thanh khoản dưới hình thức nợ và quay về với những tài sản như trái phiếu chính phủ và thậm chí tiền mặt.

Khu vực tài chính cũng có thể phụ thuộc vào phần còn lại của thế giới. Nếu các tác nhân địa phương vay mượn nhiều từ nước ngoài (eL_F^* trong bảng 6.1) và đầu tư ở nước nhà, rất có thể sẽ xảy ra hiện tượng mất cân xứng về tiền tệ và mất cân xứng về thời hạn trong bảng cân đối kế toán quốc gia theo kiểu như đã từng dẫn đến một loạt các cuộc khủng hoảng tài chính ở các thị trường mới nổi vào thập niên 90.

Tài chính đa dạng như trong giai đoạn IV cũng có thể mang lại cơ hội. Kể cũng khá ngạc nhiên, các công ty ở những nền kinh tế tăng trưởng nhanh trong chương 3 đã dựa vào việc bán cổ phần mới để tài trợ một phần đáng kể hoạt động đầu tư, chắc chắn không phải là thông lệ thực hành tại nhiều nền kinh tế tiên tiến trong đó các công ty thường hay mua lại cổ phần của họ (Singh 1995; Staritz 2008). Các thị trường cổ phiếu năng động cũng cho phép các nhà kinh doanh kiếm lợi từ sự phát minh đổi mới của họ thông qua việc chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO), một động cơ to lớn khuyến khích tiên bộ công nghệ.

Tài chính giai đoạn V

Tài chính giai đoạn V – chưa đạt đến mức độ đáng kể ở hầu hết các nước đang phát triển – có thêm đặc tính chứng khoán hoá tài sản. Hãy xem thử một trong nhiều ví dụ khá dĩ, giả sử ngoài vốn sản xuất, khu vực tư nhân còn nắm giữ một tài sản hữu hình C với giá P_C (một ví dụ điển hình là nhà ở chẳng hạn). Khu vực tư nhân này vay nợ thể chấp bất động sản M_P từ các ngân hàng, sử dụng $P_C C$ làm tài sản thế chấp. Tiếp đến, ngân hàng kết hợp các khoản nợ thể chấp bất

động sản này thành một chứng khoán S với mức giá Q, rồi đem bán cho các tác nhân tài chính. Những hành động này khiến người ta có thể vay mượn những lượng tiền lớn và tăng mạnh đòn bẩy tài chính thông qua tăng sản quyền đối với khu vực phi tài chính.

Tuy nhiên, điều này cũng có những vấn đề. Thứ nhất, làm thế nào đánh giá tài sản thế chấp của các khoản vay chứng khoán hoá (tài sản tài chính) là một vấn đề. Ngoài những cơ hội lừa đảo to lớn, điểm then chốt trong kinh nghiệm của nước Mỹ gần đây là, chính bản thân những căn nhà làm tài sản thế chấp cho các khoản vay ‘dưới chuẩn’ có thể có lợi tức vốn mà cũng có thể lỗ vốn, và khả năng người vay có thể đáp ứng các nghĩa vụ thanh toán vẫn còn là một vấn đề để ngỏ (nếu không có bất kỳ qui định nào được đặt ra trước về phía người cho vay trong thời kỳ đi lên của chu kỳ kinh tế về những thua lỗ cho vay có thể xảy ra trong thời kỳ kinh tế đi xuống tiếp theo – điều này chắc không cần phải nói).¹¹ Khi những tài sản tài chính này được mua bán, chúng có thể được định giá theo giá thị trường (điều chỉnh liên tục theo thị trường). Các cơ quan xếp hạng tín nhiệm được yêu cầu phán đoán chất lượng của những tài sản tài chính này trước khi chúng được tiếp thị và thay đổi thứ hạng đánh giá theo thời gian. Lợi tức vốn của tài sản cơ bản (căn nhà) trực tiếp dẫn đến tăng vọt giá tài sản tài chính Q, làm kích thích sự mở rộng bảng cân đối kế toán.

Vấn đề thứ hai là: Phần lớn các chứng khoán phức tạp này không được tiếp thị. Chúng được gán cho một giá trị giả định Q dựa vào các mô hình toán học trong nội bộ các tổ chức tài chính. Các qui trình định giá này có khiếm khuyết, như chúng ta sẽ thấy sau trong chương này. Nhưng đó là một nguồn thanh khoản tuyệt vời cho đến khi thị trường dưới chuẩn sụp đổ hoàn toàn, kéo theo sự sụp đổ giá trị của các tài sản chứng khoán hoá. Rồi thì khủng hoảng xảy ra với hiện tượng cắt giảm đòn bẩy tài chính và thu hẹp thanh khoản ngoạn mục.

Khi quyền sách này được đưa đi in, các nền kinh tế công nghiệp vẫn còn đang giải quyết hậu quả của việc cắt giảm đòn bẩy tài chính giai đoạn V. Nhưng xem ra rõ ràng là việc điều tiết nhà nước đối với các hoạt động ngân hàng và tài chính phi ngân hàng có thể giúp giảm khả năng bùng phát và đổ vỡ. Các mạng lưới an toàn tài chính có thể được xây dựng. Tuy nhiên, khi thanh khoản dưới hình thức các nghĩa vụ nợ có thể được dùng vào việc tìm kiếm lợi nhuận trên các thị trường tài chính (đó là còn chưa nói tới các khoản phí cho những người ‘hướng dẫn’ các nhà đầu tư), nguồn biến động tiềm năng sẽ luôn luôn xuất hiện, ngay cả trong các hệ thống tài chính ở vào các giai đoạn ban đầu còn hạn hẹp.

Những điểm phức tạp về quản lý điều tiết thuận chu kỳ

Giai đoạn V, nhưng kể cả giai đoạn III và IV cũng làm phát sinh vô số vấn đề về quản lý điều tiết. Như lưu ý trên đây, các tiêu chuẩn Basel I và Basel II chú trọng vào vốn ngân hàng thương mại. Ngoài việc phát hành vốn sở hữu, các ngân hàng còn thực hiện việc dự phòng (hay dự trữ) thua lỗ kỳ vọng trong danh mục cho vay của họ. Nguồn vốn dự phòng rủi ro này được giữ dưới dạng các tài sản thanh khoản và bổ sung cho của cải ròng của ngân hàng khi được tích lũy, nhưng dự kiến sẽ được chi tiêu vào lúc nào đó trong tương lai khi thua lỗ xảy ra. Để đơn giản trong ký hiệu, ta giả định rằng nguồn vốn dự phòng này là một phần của vốn ngân hàng Ω_{comm} . Khi gặp khó khăn, ngân hàng phải sử dụng nguồn vốn dự phòng từng tích lũy hay giảm đòn bẩy tài chính thông qua chuyển nhượng tài sản hay tích lũy vốn sở hữu. Cắt giảm cổ tức của cổ đông và bán cổ phiếu mới là các cơ chế thông thường để tích lũy vốn sở hữu. Các ví dụ đầy đủ trong các nền kinh tế công nghiệp vào năm 2007-2008. Đối với những nước đang phát triển ở vào các giai đoạn tài chính càng cao thì phương pháp luận Basel, vạch ra mục tiêu về việc các công ty tài

chính phải duy trì bao nhiêu vốn và bao nhiêu dự phòng để yểm trợ các tài sản, càng phù hợp. Chúng ta sẽ trình bày một phác thảo ngắn gọn chú trọng vào những vấn đề tiêu biểu.¹²

Basel II dựa vào ba ‘cột trụ’, trong đó cột trụ thứ nhất quy định rằng ngân hàng phải duy trì vốn và dự phòng đủ để bảo đảm rằng nếu có một cú sốc bất lợi xảy ra cho tài sản ngân hàng, thì sẽ chỉ có một xác suất nhỏ bị thua lỗ. Các tài sản của ngân hàng phải được định giá theo các thông số thị trường (lãi suất, thua lỗ kỳ vọng ứng với tình hình thị trường v.v...), bao gồm mức độ khả dĩ sử dụng giá tài sản (cơ bản) được ấn định trên các thị trường tương ứng để định giá các tài sản ngân hàng (định giá điều chỉnh theo thị trường).

Cột trụ thứ nhất nhấn mạnh rằng việc tính toán như thế phải dựa vào các mô hình trọng số rủi ro nội bộ của ngân hàng và có thể xem xét đến những thông tin được cung ứng bởi các cơ quan xếp hạng tín nhiệm. Tuy nhiên, ở các nước đang phát triển, ít có tài sản nào được xếp hạng bởi các cơ quan này. Một số chứng khoán có bảo đảm bằng tài sản được xếp hạng tại các nước công nghiệp, nhưng những chứng khoán phức tạp hơn thì hiếm khi được giao dịch, nên không có thị trường cơ bản để ước lượng giá trị. Hơn nữa, ngay cả ở các nước công nghiệp, danh mục cho vay của ngân hàng cũng không được xếp hạng và chỉ có thể được giao dịch một cách không hoàn hảo. Khi phải bán ra trong một cuộc khủng hoảng, mức chiết khấu có thể đáng kể.

Các mô hình toán học phức tạp dùng để định giá tài sản cũng dẫn đến những vấn đề riêng. Một cân nhắc chủ yếu là trong cuộc khủng hoảng năm 2007, tất cả các tổ chức tài chính đều sử dụng các mô hình dựa vào cùng một lý thuyết như nhau (các yếu tố cơ bản - liên quan đến việc so sánh sinh lợi và rủi ro thể hiện bằng những phân phối xác suất được giả định là *đã biết* – được xây dựng trong nghiên cứu của Markowitz [1952]) và việc ước lượng sử dụng cùng những số liệu lịch sử như nhau. Có nhiều sự đồng nhất trong nhận thức thị trường. Còn tệ hơn, các mô hình này giả định trước rằng các tác nhân luôn luôn có thể giao dịch theo những mức giá ổn định ‘do thị trường xác định’. Như ta đã vạch ra trên đây, giả định này không thể áp dụng cho nhiều tài sản, và điều quan trọng không kém là, nó không thể áp dụng cho những tài sản có một thị trường giao dịch nếu mọi người tham gia đều suy nghĩ na ná như nhau rồi thay đổi ý kiến theo cùng một chiều hướng hết như nhau – đâu phải là mọi người có thể cố gắng mua hay bán cùng một lúc mà không gây ra sự thay đổi giá cả. Khi đó, những nhận thức tương tự như nhau sẽ dẫn đến biến động giá tài sản nhiều hơn. Việc điều chỉnh theo thị trường trở nên hết sức thuận chu kỳ, khi các tài sản được định giá quá cao trong những thời kỳ bùng phát nhưng có thể bị định giá quá thấp trong môi trường bị quan lan rộng vào những lúc khủng hoảng.

Những hành vi bầy đàn như vậy lại càng trầm trọng thêm bởi cột trụ thứ ba của Basel kêu gọi kỷ cương thị trường được cường chế thông qua việc cáo bạch nhiều hơn tình trạng tài chính của các ngân hàng và các qui trình quản lý rủi ro nội bộ. Những biện pháp này không phải là phương tiện hữu hiệu nhất để đối phó trước rủi ro *hệ thống* gây ra bởi hành vi bầy đàn thảo luận trên đây – một yếu tố ngoại tác không bao hàm trong bất kỳ qui trình nội bộ nào và không được tính đến trên thương trường. Cột trụ thứ hai, giám sát, có thể có tiềm năng giải quyết vấn đề này, nhưng bằng chứng cho thấy rằng qui định này thường bị lơ là hay không được vận dụng đầy đủ cho đến khi khủng hoảng nổ ra.

Để tìm hiểu chính thức hơn nguồn gốc vấn đề, ta nên nhận thấy rằng các tác nhân tài chính chủ yếu nói chung hoạt động trên cơ sở ‘định giá rủi ro’, hay V được ước lượng bằng các mô hình của họ. Định giá rủi ro gắn liền với vốn sở hữu Ω mà doanh nghiệp phải duy trì để có khả năng thanh toán với xác suất cao (Adrian và Shin 2008). Các doanh nghiệp được cho là sẽ điều chỉnh bằng cân đối kế toán để đạt được một tỷ số vốn kinh tế mục tiêu Ω/V , ví dụ như:

$$\Omega = \theta V.$$

Ký hiệu A là tài sản, khi đó đòn bẩy λ trở thành:

$$\lambda = \frac{A}{\Omega} = \left(\frac{1}{\theta}\right) \left(\frac{A}{V}\right). \quad (1)$$

Đây gọi là mối quan hệ *tĩnh*, được xác nhận bằng các mô hình với phân phối xác suất ước lượng từ số liệu hiện hữu vào một thời điểm. Mỗi nguy hiểm mà điều này tạo ra hình thành từ tác động của chúng đến hành vi *động* của các công ty tài chính. Trọng tâm vấn đề là ở chỗ, đòn bẩy tài chính đáp ứng *ngịch biến* trước sự tăng giá tài sản. Dưới dạng hết sức đơn giản, bảng cân đối kế toán của công ty có thể được viết là:

$$A = D + \Omega$$

Trong đó D là nợ.

Giả sử tài sản của doanh nghiệp đạt được một khoản lợi tức vốn. Nếu nợ vẫn duy trì ở mức không đổi vào lúc này, thì vốn sở hữu Ω sẽ tăng thêm một giá trị *tuyệt đối* bằng với lợi tức vốn đó. Vì $\Omega \ll A$ đối với các công ty tài chính, nên sự gia tăng *tương đối theo tỷ lệ* của Ω cao hơn sự gia tăng tương đối của A . Vì thế, đòn bẩy tài chính $\lambda = A/\Omega$ sẽ giảm. Khi đó, các công ty tài chính có động cơ mãnh liệt thúc họ tăng nợ để mua thêm tài sản nhằm tăng đòn bẩy lên, tham gia vào hoạt động ‘giao dịch gió’ (windhandel) nhằm kiếm lời từ ngân lưu gia tăng trong khi vẫn tôn trọng các giới hạn ấn định trước về rủi ro. Trong cuộc phiêu lưu mạo hiểm nợ thế chấp bất động sản dưới chuẩn, các doanh nghiệp thường vay mượn ngắn hạn để mua các tài sản dài hạn khi dự đoán trước về lợi tức vốn, thực chất là quay lại với câu chuyện các công ty Mississippi và South Sea 300 năm trước đây!

Vậy chuyện gì sẽ xảy ra nếu giá tài sản đi xuống? Đòn bẩy tài chính tăng vọt, và từ phương trình (1), V/A sẽ tăng ứng với một θ cho trước. Với định giá rủi ro càng lớn so với tài sản, các quy tắc Basel buộc doanh nghiệp phải giảm đòn bẩy tài chính bằng cách chuyển nhượng tài sản hay tăng vốn sở hữu. Nếu các doanh nghiệp nói chung đều tương tự như nhau và phản ứng theo cùng một cách thức như nhau trước cú sốc bất lợi, thì mỗi lứa bán tháo tài sản xảy ra có thể dẫn đến giảm giá ngoạn mục và trận hỏa hoạn thanh khoản như hồi năm 2007-08.

Như ta sẽ thấy trong chương 7, có nhiều cách để làm dịu đi hành vi này, cơ bản là xây dựng các nguyên tắc nhằm cố gắng điều chỉnh hành vi thuận chu kỳ của các thị trường tài chính và thị trường tài sản. Trên thực tế, ở các nước công nghiệp cũng như các nước đang phát triển, khủng hoảng xảy ra khi các tổ chức tài chính thiếu vốn nghiêm trọng (suy cho cùng, thiếu vốn là mặt trái của lợi nhuận to lớn tạo ra trong thời kỳ bùng phát kinh tế dựa vào đòn bẩy tài chính cao). Khi đó, việc bán tài sản trên thị trường với sự kỳ vọng nghiêng về một phía sẽ dẫn đến thua lỗ mà lại càng làm tăng kỳ vọng và đánh giá của thị trường thêm nữa. Hậu quả sau cùng là khủng hoảng tín dụng.

Chú thích

¹ Một dạng mở rộng tự nhiên của cách phân loại này là chia khu vực tư nhân thành hộ gia đình và doanh nghiệp. Tuy nhiên, để đơn giản hoá cách trình bày, việc chia nhỏ khu vực tư nhân hơn nữa không được thực hiện trong chương này. Các chương trình tài chính của IMF và kinh tế vĩ mô theo thuyết trọng tiền thường hợp nhất các ngân hàng thương mại và ngân hàng trung ương thành một khu vực. Tuy nhiên, để có thể đưa ra các vấn đề chính sách tiền tệ phù hợp, chúng tôi tách biệt hai thành phần này trong bảng 6.1.

² Như thường xảy ra trong việc lập mô hình kinh tế vĩ mô, tạm thời chúng tôi bỏ qua vốn sở hữu của ngân hàng Ω_{comm} được nắm giữ bởi khu vực tư nhân như một tài sản. Yếu tố này sẽ được đưa vào phần thảo luận về vấn đề quản lý điều tiết tài chính sau trong chương này.

³ Định nghĩa tiêu chuẩn về ‘tiền mạnh’ còn bao gồm tiền giấy phát hành (currency) và tiền kim loại (coins) mà chúng ta bỏ qua để đơn giản hoá các ký hiệu. Chúng là các cấu phần then chốt trong hệ thống tài chính của các nước giàu vào thế kỷ 19 và vẫn còn quan trọng tại nhiều nền kinh tế đang phát triển ngày nay.

⁴ Nghiên cứu của Kindleberger và Aliber (2005) là bản tường thuật kinh điển về vấn đề này.

⁵ ‘Tài sản’ có thể là các sản quyền đối với dòng doanh thu tương lai giả định (trường hợp các công ty South Sea và Mississippi thảo luận dưới đây) hay cũng có thể là vốn sở hữu của các doanh nghiệp nhà nước trước kia (một trường hợp tiêu chuẩn trong các sự kiện xảy ra ở các nước đang phát triển cuối thế kỷ 20).

⁶ Cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Thế giới về *Cơ cấu tài chính* (Ngân hàng Thế giới 2006) cung cấp các chỉ báo về qui mô của các thị trường vốn sở hữu và thị trường trái phiếu chính phủ và trái phiếu tư nhân ở cả các nước phát triển và đang phát triển. Các chỉ báo này có thể được sử dụng để phân nhóm các vùng lãnh thổ và các nước căn cứ theo các giai đoạn tài chính như mô tả trong bài.

⁷ Nếu tỷ giá hối đoái e không đổi, thì tài sản nước ngoài ròng của nước nhà, $e(R^* - L^*) - B^* - P_V V^*$, chỉ có thể thay đổi dần dần theo thời gian thông qua thặng dư hay thâm hụt tài khoản vãng lai. Vì thế, sự tăng vọt của cho vay nước ngoài, eL^* hay B^* , phải được đáp ứng bằng sự gia tăng tương đương trong dự trữ quốc tế R^* , mà có thể kích thích sự mở rộng tiền tệ và tín dụng thông qua các kênh thông thường.

⁸ Đối với khu vực tư nhân phi tài chính, bảng 6.1 tuân theo thông lệ kế toán về dòng vốn bằng cách hạch toán vốn sở hữu đang lưu hành là ‘nghĩa vụ nợ’ và cho phép của cải ròng khác không. Như một ví dụ minh họa vấn đề trình bày trên đây về giá trị dòng vốn, của cải ròng của công ty Google có giá trị âm khá cao vì giá trị cổ phiếu công ty theo đánh giá của thị trường cao hơn nhiều so với tài sản tài chính và vốn hữu hình của công ty. Trong một bảng cân đối kế toán được lập theo qui ước kế toán, Google cũng như tất cả các công ty khác sẽ có của cải ròng bằng zero.

⁹ Các giao dịch này có thể không bù trừ lẫn nhau một cách hoàn toàn. Ví dụ, trong số liệu dòng vốn của Hoa Kỳ hiện có, các tổ chức tài chính có sử dụng nợ (đòn bẩy tài chính) thường có vị thế *ròng* âm trong nguồn vốn liên bang và hợp đồng mua lại chứng khoán (repo). Vị thế nợ và tài sản repo *gộp* thì không được báo cáo.

¹⁰ Ở Hoa Kỳ vào cuối năm 2007, đòn bẩy tài chính đối với các hộ gia đình vào khoảng 1,2; đối với các ngân hàng thương mại vào khoảng 10; và đối với các ngân hàng đầu tư là hơn 30.

¹¹ Theo cách sử dụng ở Hoa Kỳ, các khoản vay thế chấp bất động sản dưới chuẩn không có đủ chất lượng để được mua và chứng khoán hoá bởi các doanh nghiệp do chính phủ bảo lãnh như Fannie Mae và Freddie Mac. Việc chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp bất động sản này được thực hiện bởi khu vực tài chính tư nhân.

¹² Có một tư liệu nghiên cứu đồ sộ về các tiêu chuẩn Basel. Thảo luận của chúng ta chủ yếu dựa vào nghiên cứu của Alexander và những người khác (2008).