

BONG BÓNG GIÁ TÀI SẢN VÀ “LẦN NÀY THÌ KHÁC”

Châu Văn Thành¹

Hơn một thập niên kể từ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 (GFC) kéo theo cuộc suy thoái kinh tế rất sâu, khắp nơi trên thế giới chứng kiến các gói cứu trợ khổng lồ cả dưới dạng tài khóa và tiền tệ, nhất là các gói nới lỏng định lượng (QE). Nếu bỏ qua hiện tượng lạm phát có xu hướng tăng mạnh những tháng cuối của năm 2021, hầu như cung tiền tăng mạnh thời gian qua đã không song hành với *lạm phát* tăng lên. Trong khi đó, *giá cả tài sản* lại có dấu hiệu bùng phát. Nền kinh tế thực dường như chưa thể phục hồi sau gần 2 năm đại dịch – nhưng thị trường chứng khoán và bất động sản thì luôn duy trì “phong độ” thậm chí có dấu hiệu *gia tăng bất thường*. Ở Việt Nam cũng không ngoại lệ, liên tục trong những tháng gần đây, chúng ta dễ dàng bắt gặp các tựa đề bài viết liên quan đến hiện tượng tương tự này, như là “*Dòng vốn vào ngân hàng tăng chậm, tiền đang “chảy” đi đâu?*”² Hay “*Dòng tiền “bơm căng” thị trường chứng khoán đến từ đâu?*”³ Điều này tạo ra nghi vấn đối với lập luận nổi tiếng của Milton Friedman “*Lạm phát thì luôn luôn và bất kỳ nơi đâu đều là hiện tượng tiền tệ*”⁴.

Mặc khác, cũng đang có nghi vấn về hậu quả của các gói kích thích “nới lỏng định lượng” cũng như các chính sách kích cầu ở hầu hết các quốc gia – giàu và nghèo hơn – là nguyên nhân làm gia tăng giá tài sản và có thể dẫn đến một cuộc khủng hoảng tài chính mới. Tuy nhiên, như thường lệ, như một lời trấn an mang tên “*Lần này thì Khác*”⁵ lại xuất hiện. Đứng trên góc độ kinh tế học vĩ mô, nếu bỏ qua hiện tượng lạm phát đang có dấu hiệu bùng lên thời gian gần đây vì nhiều nguyên nhân khác⁶, câu hỏi đặt ra là “Tại sao các gói bơm tiền và kích

¹ Giảng viên Khoa Kinh tế, Trường Kinh tế, Luật và Quản lý Nhà nước, Đại học UEH, email: thanhcv@ueh.edu.vn. Dành cho giảng dạy và nghiên cứu. Ngày 25/11/2021.

² Xem <https://www.vietnamplus.vn/dong-von-vao-ngan-hang-tang-cham-tien-dang-chay-di-dau/731098.vnp>

³ Xem <https://thesaigontimes.vn/dong-tien-bom-cang-thi-truong-chung-khoan-den-tu-dau/>

⁴ “Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon”

⁵ Tựa đề của quyển sách bán chạy nhất “*This Time is Different*” của hai giáo sư hàng đầu của Trường Harvard Kennedy School (HKS) Carmen Reinhart và Ken Rogoff.

⁶ Xem bài viết “COVID-19 VÀ NGUY CƠ LẠM PHÁT QUAY TRỞ LẠI” tháng 8/2021 của Châu Văn Thành, <https://drive.google.com/file/d/1EP7vPrAFPqIPs1VstXzqF6DAvpli2K94/view>

thích kinh tế đã không thực sự hiệu quả đối với *nền kinh tế thực* – hoạt động sản xuất ra hàng hóa và dịch vụ - nhưng lại cũng không thực sự tạo ra *lạm phát*? (ít nhất là cho đến đầu năm 2021)”. Câu hỏi này gần như phù hợp hoàn toàn cho bối cảnh của giai đoạn 2009-2020. *Kinh tế học đã dựa trên những giả thuyết gì để có thể giúp chúng ta có thể hiểu được phần nào hiện tượng này? Liệu rằng Milton Friedman và Thuyết Số lượng Tiền có bị sai? Liệu rằng “Lần này thì Khác” có thực sự đúng?*

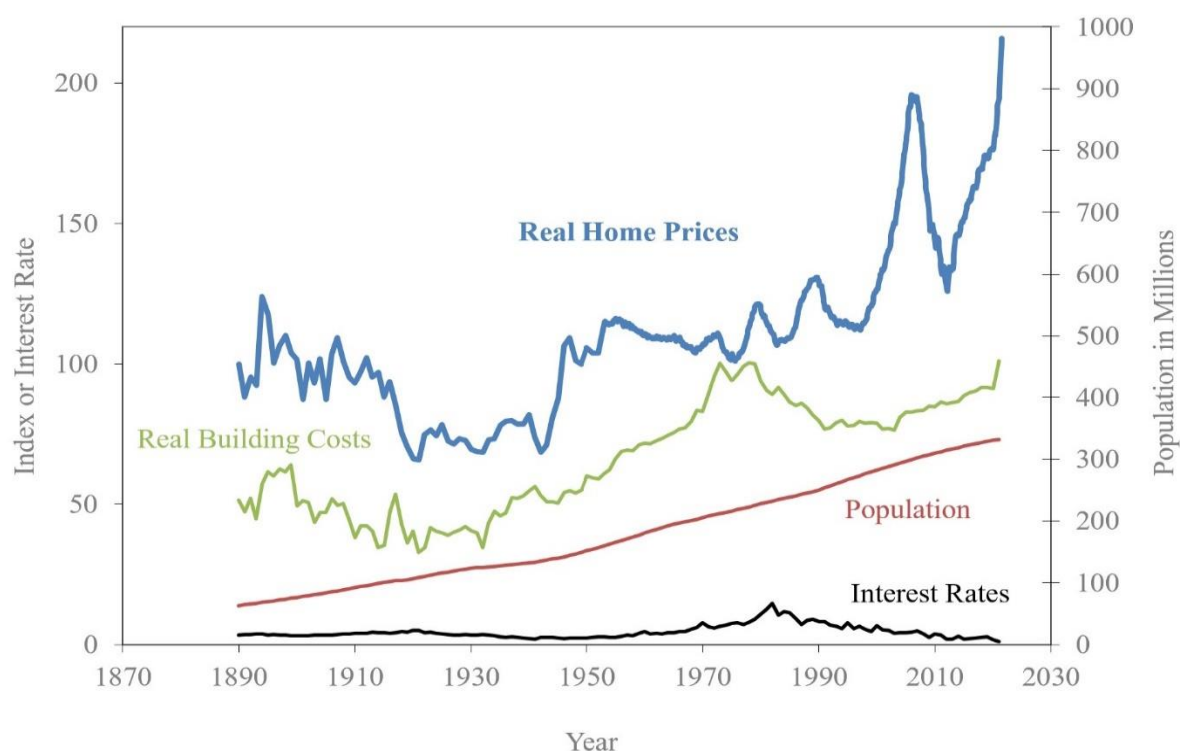
Bằng chứng thực nghiệm

Câu chuyện của Anh và Hoa Kỳ là những ví dụ điển hình. Bằng chứng cho thấy, giữa năm 2009 đến 2019, Ngân hàng Trung ương Anh đã bơm 425 tỷ bảng (£ 588 tỷ đô la) tương đương khoảng 22,5% GDP của Anh năm 2012 vào nền kinh tế. Theo ước tính, gói bơm tiền này sẽ đẩy lạm phát thực tế ở mức 1,1% năm 2009 của Anh sau ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu lên mức mục tiêu trung hạn 2%. Tuy nhiên, thực tế là sau hơn một thập niên “nới lỏng định lượng, QE” lạm phát ở Anh vẫn duy trì ở mức còn thấp hơn cả mức lạm phát của năm 2009, và tăng trưởng GDP chưa hồi phục trở lại được mức xu hướng tiền khủng hoảng. Trong khi đó, giá nhà và chứng khoán đã bắt đầu tăng tốc trong cùng giai đoạn này.

Từ khi bắt đầu đại dịch COVID-19 đến tháng 3/2021, BOE đã bơm thêm 450 tỷ bảng dưới dạng mua lại trái phiếu chính phủ Anh, đưa tổng gói tiền bơm vào nền kinh tế nước này lên mức 875 tỷ bảng, tương đương 40% GDP hiện hành. Tác động đến lạm phát và sản lượng của gói QE lần này chưa thực sự rõ ràng, nhưng một lần nữa giá cả tài sản lại bùng lên đáng kể. Giá nhà ở Anh đã tăng 10,2% trong năm cho đến tháng 3/2021, mức tăng cao nhất kể từ tháng 8/2007.

Hoa kỳ là một điển hình khác về các gói kích thích kinh tế khổng lồ QE và giá tài sản gia tăng đột biến. Ngay sau GFC, Hoa Kỳ tung ngay các gói QE lên đến hàng ngàn tỷ đô la cùng với các giải pháp mở rộng tài khóa. Tiếp theo đó là 2 năm diễn ra đại dịch COVID-19, các gói cứu trợ và nới lỏng định lượng tiếp tục được bơm vào nền kinh tế lớn hàng thứ nhất thế giới này. Theo dữ liệu của S&P CoreLogic Case-Shiller Home Price Indices, giá nhà ở Hoa Kỳ đã tăng mức 19,7% năm 2020 và tiếp tục tăng năm 2021, thậm chí đang phát ra “tín hiệu đỏ”. Hình 1 cho thấy, giá nhà ở Hoa Kỳ giảm sâu sau GFC 2008, nhưng vọt lên nhanh chóng giai đoạn ngay sau đó bất chấp chi phí xây dựng không biến động nhiều.

Hình 1. Giá nhà ở Hoa Kỳ so với các chỉ số vĩ mô qua các thập niên.



Nguồn: Robert J. Shiller (2021)

Câu chuyện tương tự ở hầu hết các quốc gia khác trên thế giới. Kể từ sau GFC 2008 ít nhất cho đến năm 2020, thế giới chứng kiến rất nhiều các quốc gia đua nhau thực hiện giải pháp bơm tiền mang tên “nới lỏng định lượng” (Quantitative Easing, QE) nhưng tỷ lệ lạm phát dường như cũng không thực sự xuất hiện. Hãy bỏ qua dấu hiệu lạm phát tăng tốc thời gian gần đây. Câu hỏi đặt ra về cơ chế kinh tế học đó là *tiền này đã đi về đâu?*

Theo dự báo của OECD Economic Outlook ngày 22/09/2021, GDP toàn cầu sẽ có thể tăng trưởng ở mức 5,7% và 4,5% lần lượt năm 2021 và 2022. Cả hai đều thấp hơn mức dự phóng ban đầu trước đó. Dù cho tổng GDP toàn cầu giờ đây đã vượt mức GDP thời điểm tiền đại dịch (2019) nhưng vẫn còn thấp hơn khoảng 3,5 phần trăm so với chỉ số GDP được dự báo ban đầu trước khi xảy ra COVID-19. Các nước tiên tiến đang hồi phục tốt hơn từ cuộc suy thoái sâu năm 2020. Nhưng hố cách lớn về sản lượng và việc làm vẫn còn đó ở nhiều nước, đặc biệt là ở các nền kinh tế đang phát triển và thị trường mới nổi (Emerging-Market & Developing Economies - EMDEs).

Lý thuyết nói gì về các gói QE và giá tài sản?

Quay lại với khoảng thời gian của một thế kỷ trước đây, kinh tế học (economics) chủ yếu nghiên cứu sự phân bổ các nguồn lực và Thuyết Số lượng Tiền. Theo Milton Friedman, lạm phát thì luôn luôn và bất kỳ nơi đâu đều là hiện tượng tiền tệ. Nhưng câu hỏi đặt ra là với rất nhiều gói QE được tung ra như vậy ở thập niên qua, nhưng tại sao lạm phát chưa thực sự bùng lên (ít nhất là cho đến 2020)? Nhiều nghiên cứu và bằng chứng thực nghiệm cho thấy số nhân tiền có xu hướng giảm mạnh, dự trữ tăng lên và vòng quay tiền thấp đã kéo theo tương quan giữa khối tiền và mức giá không gia tăng cùng chiều như Thuyết Số lượng Tiền mô tả.

Nhưng dù cho Milton Friedman và mối quan hệ của tăng trưởng cung tiền và lạm phát có còn đúng hay không thì một khả năng là các gói nới lỏng định lượng QE có thể đang tiềm ẩn hình thành rủi ro tạo ra các *chu kỳ bùng phát và sụp đổ (boom-and-bust cycles)* và *bất ổn tài chính* do chính chính phủ tạo ra. Vì sao vậy? Bằng chứng thực tế cho thấy, tiền đang có xu hướng chảy vào khu vực tài chính và giá tài sản đang bùng lên ở nhiều nơi. Đây cũng là một lý giải vì sao khối tiền và mức giá đã không như tuyên bố của Thuyết Số lượng tiền trong dài hạn. Chính vì thế mà hiện có rất nhiều cuộc thảo luận xoay quanh việc khi nào và cách thức nào để có thể kết thúc/đảo ngược “nới lỏng định lượng” và kiểm soát thị trường tài chính cũng như giám sát chặt chẽ các quy định an toàn tài chính mà không ảnh hưởng đến quá trình hồi phục nền kinh tế đang gánh chịu quá nhiều tổn thương từ trận đại dịch COVID-19 hoành hành.

Giáo sư Robert Skidelsky⁷ đã đưa ra câu hỏi rằng: “*Tại sao các gói mua trái phiếu khổng lồ của các ngân hàng trung ương ở châu Âu và Hoa Kỳ từ năm 2009 lại có ít tác động đến mức giá chung của nền kinh tế đến như vậy?*”

Theo quan điểm của Robert Skidelsky, dường như chỉ một tỷ phần nhỏ của lượng tiền từ các gói QE này chảy vào nền kinh tế thực, phần lớn còn lại chủ yếu chảy vào khu vực bất động sản và chứng khoán tài chính làm bùng giá các tài sản này và mang lại nguồn lợi của những người nắm giữ chúng. Một phần hiệu ứng của cải (wealth effect) gia tăng kéo theo cũng kích hoạt khu vực kinh tế thực, nhưng hầu như phần lớn của cải và tài sản lại tiếp tục luân chuyển trong hệ thống tài chính. Cơ sở học thuật cho lập luận này là gì?

Keynes và dòng tiền di chuyển

⁷ Robert Skidelsky là giáo sư Kinh tế Chính trị thuộc Đại học Warwick.

Như chúng ta đã biết, Kinh tế học vĩ mô ra đời từ ý tưởng của John Maynard Keynes như là một lý thuyết về sản lượng trên bình diện tổng thể và trở nên thịnh hành từ sau thập niên 1940. Đối với những người theo Keynes điển hình, ý tưởng trong quyển sách nổi tiếng *General Theory* của John Maynard Keynes thường được dùng để lập luận cho giải pháp tài khóa trong kích cầu kinh tế. Theo đó, bất kỳ đợt suy giảm hay sụp đổ của nền kinh tế - với bất kể nguyên nhân là gì đi nữa, thì đều dẫn đến kết quả là hành vi nắm giữ tiền mặt (cash) sẽ có xu hướng gia tăng mạnh. Các dòng tiền (money) chuyển vào trong dự trữ (reserves), tiết kiệm tăng lên và chi tiêu giảm đi. Điều này lý giải lý do vì sao Keynes và chính sách kích cầu có phần thiên lệch về hướng chính sách tài khóa. Ông lập luận rằng khi nền kinh tế suy giảm, chính sách tài khóa (chứ không phải chính sách tiền tệ) nên được chọn để kích thích kinh tế. Chính phủ phải trở thành “*người chi tiêu cứu cánh cuối cùng*” (spender of last resort) nhằm bảo đảm lượng tiền mới (new money) được sử dụng vào hoạt động sản xuất thay vì bị giữ lại trong dân chúng.

Bên cạnh đó, trong tác phẩm *Khái luận về Tiền tệ* (A Treatise on Money), Keynes cũng đã đề cập đến “*cầu tiền đầu cơ*” (speculative demand for money) bên cạnh “*cầu tiền cho giao dịch*” mua bán hàng hóa và dịch vụ (transaction motive demand for money). Theo giáo sư Robert Skidelsky, Keynes cho rằng trong suốt thời kỳ suy giảm kinh tế sâu (depression), tiền (money) không nhất thiết là bị giữ lại, mà các dòng tiền này chảy từ *chu chuyển “công nghiệp”* (industrial circulation) sang *chu chuyển “tài chính”* (financial circulation).

Về cơ chế, tiền trong chu chuyển công nghiệp hàm ý nói về dòng tiền hỗ trợ cho các tiến trình để sản xuất ra sản lượng (hàng hóa và dịch vụ) đầu ra thông thường; trong khi đó, dòng tiền trong chu chuyển tài chính được sử dụng cho “việc kinh doanh nắm giữ và trao đổi các giấy tờ có giá và tài sản, bao gồm các giao dịch chứng khoán và các giao dịch thị trường tiền tệ”. Một khi xuất hiện hiện tượng suy giảm hoạt động kinh tế sâu hay trì trệ, hay khi nền kinh tế thực không thể hấp thu dòng tiền một cách đầy đủ, xu hướng lệch lạc và mất cân bằng trong chu chuyển dòng tiền sẽ xuất hiện. Tiến trình này được đánh dấu bằng sự chuyển dịch tiền từ chu chuyển công nghiệp sang chu chuyển tài chính, mà các nhà kinh tế tài chính mô tả là – từ *đầu tư* (investment) sang *dầu cơ* (speculation).

Khác với sự luân chuyển nguồn lực vốn, lao động và công nghệ trong chu chuyển công nghiệp hay hệ thống sản xuất giữa hàng ngoại thương và hàng phi ngoại thương – khi giá tương đối của hai loại hàng hóa này biến động sẽ kéo theo sự biến động cả phía cung và phía cầu cũng như di chuyển hầu như tất cả các nguồn lực trong các ngành hàng ngoại thương và

phi ngoại thương. Trong khi đó, khu vực sản xuất (công nghiệp) và tài sản tài chính (tài chính), thì sự di chuyển của dòng tiền là chủ yếu.

Do vậy, một phần câu trả lời cho câu hỏi “tiền này đã đi về đâu?” hay lý do tại sao QE đã không tạo ra bất kỳ hiệu ứng mạnh mẽ nào đối với mức giá chung của nền kinh tế có thể là do phần lớn số tiền mới này đã chôn ngò cho hoạt động đầu cơ tài sản (asset speculation), từ đó tạo ra các bong bóng tài chính (financial bubbles), trong khi giá cả (prices) và sản lượng (output) trên bình diện tổng thể vẫn duy trì ổn định như những gì mọi người đang quan sát thấy.

Hyman Minsky và “Thời khắc Minsky”

Một hàm ý không kém phần quan trọng về chính sách nói về mối quan hệ của các gói QE và bất ổn tài chính. Theo đó, các gói QE có thể tạo ra các *chu kỳ bùng phát và sụp đổ* (boom-and-bust cycles). Không như những nhà kinh tế theo Keynes chính thống luôn tin vào các cuộc khủng hoảng là do các cú sốc từ bên ngoài, nhà kinh tế Hyman Minsky, cha đẻ của khái niệm “thời khắc Minsky”⁸ (Minsky Moment), nghĩ rằng hệ thống kinh tế có thể tự tạo ra các cú sốc từ chính sự vận hành nội tại của nó. Minsky lập luận rằng hoạt động cho vay của ngân hàng trải qua 3 giai đoạn có tính thoái trào được ông đặt tên là: (1) *phòng vệ* hay *tự bảo hiểm* (hedge), (2) *đầu cơ* (speculation), và (3) *Ponzi* (lấy tiền từ người sau trả cho người trước).

Mở rộng 3 giai đoạn có tính thoái trào trong hoạt động cho vay của ngân hàng này ra lĩnh vực đầu tư và đầu cơ trong thị trường tài chính và bất động sản sẽ thấy sự tương đồng của chúng. Trước tiên, thu nhập của người đi vay cần phải đủ để hoàn trả cả vốn gốc và lãi của một khoản vay. Tiếp đến, thu nhập của người đi vay cần phải đủ cao để chỉ thanh toán cho khoản lãi. Và giai đoạn cuối cùng, hoạt động tài chính đơn giản trở thành một ván bài đánh cược vào giá tài sản sẽ tăng lên đủ để trang trải cho khoản cho vay. Khi xuất hiện sự đảo ngược của giá cả tài sản từ đà đang gia tăng chuyển sang sụt giảm nhanh chóng là không thể tránh khỏi sẽ tạo ra một cuộc sụp đổ trong cơn hoảng loạn. Sự gia tăng của cái trên giấy bị xóa sổ, kéo theo nền kinh tế thực bị cuốn theo cơn chấn động này. Do vậy, Minsky xem QE như là một ví

⁸ Minsky Moment nói về thời khắc khởi đầu của một cuộc sụp đổ thị trường do hoạt động đầu cơ mang tính đánh cược và liều lĩnh diễn ra trong một giai đoạn tăng giá tài sản không bền vững. Khái niệm này còn muốn ám chỉ đến thời khắc suy giảm đột ngột về mặt tâm lý của các tác nhân tham gia trên thị trường cộng hưởng tạo ra sự sụp đổ toàn bộ thị trường.

dụ về sự bất ổn tài chính do chính chính phủ tạo ra. Thời gian gần đây, với những gì đang diễn ra trong thực tế dường như đã có những tín hiệu đáng quan ngại về hiện tượng này.

Liệu “Lần này thì Khác”?

Với tựa đề của quyển sách bán chạy nhất “*This Time is Different*”⁹ (tạm dịch “Lần này thì Khác”) của giáo sư Carmen Reinhart¹⁰ viết cùng Ken Rogoff. Tác phẩm này đã từng trở thành chủ đề mang đậm dấu ấn về lời cảnh báo và các bài học đối với cuộc suy thoái sâu và khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2009 và nhiều hơn thế nữa. Quyển sách cũng đã trở thành đề tài tranh luận và bàn luận về các hàm ý chính sách trong việc quản lý khủng hoảng tài chính của các nhà hoạch định chính sách và giới hàn lâm. Reinhart và Rogoff không phải là những người đầu tiên đề cập đến cụm từ “Lần này thì Khác”. Nhưng việc sử dụng rộng rãi cụm từ này trong các bình luận về thị trường tài chính thì lại có nguồn gốc xuất phát từ ảnh hưởng của tác phẩm này.

Nội dung quyển sách chỉ rõ xuyên suốt chiều dài lịch sử, các nước giàu và nghèo tiến hành *cho vay, đi vay, sụp đổ rồi hồi phục* theo cách thức thông qua một loạt *các cuộc khủng hoảng tài chính rất bất thường*. Mỗi lần như vậy, giới chuyên gia đều nói: “Lần này thì Khác” – hàm ý tuyên bố rằng các quy tắc định giá cũ (old rules of valuation) không còn được áp dụng nữa và tình hình mới có rất ít những tương đồng với các thảm họa đã xảy ra trong quá khứ - và khủng hoảng kéo theo có thể không xảy ra, bởi vì “Lần này thì Khác”!. Với tác phẩm khác biệt của mình, Reinhart và Rogoff chứng minh rằng nhận định của giới chuyên gia là hoàn toàn sai.

Công trình nghiên cứu “Lần này thì Khác” bao phủ 66 quốc gia thuộc 5 châu lục trải qua 8 thế kỷ trình bày cái nhìn toàn diện về hầu hết tất cả các dạng khủng hoảng tài chính – bao gồm các vụ vỡ nợ của chính phủ, hoảng loạn và khủng hoảng ngân hàng, và các thời kỳ lạm phát gia tăng đột biến – từ những đợt giảm giá tiền tệ thời trung cổ cho đến các thảm họa cho vay thế chấp dưới chuẩn ngày nay. Reinhart và Rogoff đã đi đến lập luận mạnh mẽ và đầy tính công kích cho rằng các cuộc khủng hoảng hay trục trặc tài chính thì đều có đặc tính

⁹ Reinhart, Carmen M. and Rogoff, Kenneth S., *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press, 2008.
<http://assets.press.princeton.edu/catalogs/F11Paper.pdf>

¹⁰ Giáo sư của Trường Harvard Kennedy School (HKS) và đang bắt đầu đảm nhiệm vị trí Kinh tế Trưởng của Ngân hàng Thế giới (WB).

tương đồng phổ biến ở tất cả các quốc gia, bao gồm các nền kinh tế thị trường đã được xác lập hoàn hảo hay các nước thị trường mới nổi.

Thay lời kết

Giá tài sản nhất là giá chứng khoán và bất động sản giờ đây cũng đã và đang gia tăng tương tự như những gì đã xảy ra ở những năm trước đây. Một điều đáng lưu ý đó là “lời cảnh báo” và “dự báo khủng hoảng” thường không phải để “cuộc khủng hoảng thực sự xảy ra” mà là nhằm làm thay đổi cách thức hành xử và quản trị hệ thống. Từ đó giúp cho các quốc gia và các tổ chức vận hành trong guồng máy có thể tránh được những hậu quả xấu xảy ra, đôi khi lây lan thành các cuộc khủng hoảng mang tính thảm họa. Do vậy, đôi lúc “dự báo sắp có khủng hoảng” nhưng lại góp phần làm cho cuộc khủng hoảng không thực sự xảy ra lại là điều tốt. Liệu chúng ta có lặp lại cụm từ quen thuộc “Lần này thì Khác” nữa không hay cũng sẽ là một vết mòn phổ quát – cho vay, đi vay, sụp đổ và hồi phục một lần nữa như những thông lệ thông thường? Để rồi kết cục là thế giới và các nước sẽ lại rơi vào một cuộc khủng hoảng dù đã được cảnh báo sớm – về một chu kỳ bùng phát–sụp đổ “cũ rích”. Thời gian sẽ có câu trả lời chính xác cho tất cả chúng ta.

Tài liệu tham khảo

Jeffrey Frankel's Blog: Five phrases coined by Carmen Reinhart

Địa chỉ <http://www.jeffrey-frankel.com/2021/11/11/five-phrases-coined-by-carmen-reinhart/>

Robert Skidelsky (9/2021), Where Has All the Money Gone? Chuyên trang Project Syndicate: [https://www.project-syndicate.org/commentary/quantitative-easing-has-fueled-financial-instability-by-robert-skidelsky-2021-09?](https://www.project-syndicate.org/commentary/quantitative-easing-has-fueled-financial-instability-by-robert-skidelsky-2021-09?bar=commentary)

Robert J. Shiller (10/2021), Should You Buy a Home in the US? Chuyên trang Project Syndicate: [https://www.project-syndicate.org/commentary/us-housing-market-long-term-price-outlook-by-robert-j-shiller-2021-10](https://www.project-syndicate.org/commentary/us-housing-market-long-term-price-outlook-by-robert-j-shiller-2021-10?bar=commentary)