

Kinh tế vĩ mô

Ghi chú Bài giảng 22

Khủng hoảng nợ châu Âu

Hôm nay chúng ta sẽ thảo luận về khủng hoảng nợ châu Âu. Đây là chủ đề quan trọng trong kinh tế học vĩ mô vì nhiều lý do. Thứ nhất, các quốc gia sử dụng đồng euro làm đồng tiền chính thức chiếm tỉ lệ lớn trong tổng cầu thế giới, có nghĩa là điều gì xảy ra ở các nước này đều có ảnh hưởng đến tất cả chúng ta. Tỉ trọng GDP toàn cầu của khu vực đồng euro vẫn duy trì ở 20%, trong khi tỉ trọng của Mỹ giảm còn Trung Quốc thì tăng lên. Thứ hai, khủng hoảng nợ châu Âu minh họa tác động gây bất ổn tiềm tàng của các dòng vốn lớn lên bảng cân đối tài sản. Mặc dù cuộc khủng hoảng thường được mô tả trên báo chí như là câu chuyện đơn giản do chính phủ đi vay quá mức, câu chuyện thực sự phức tạp hơn. Dòng vốn vào gây bất cân đối tài khoản vãng lai và đẩy mức độ vay nợ của cả khu vực nhà nước lẫn tư nhân lên cao. Các khoản nợ lớn này khiến các quốc gia trở nên nhạy cảm khi khủng hoảng toàn cầu xảy ra năm 2008.

Bắt đầu bằng một số thông tin lịch sử. Khi Liên Xô sụp đổ, Đông và Tây Đức nhanh chóng thống nhất. Điều này có nghĩa là việc tái lập nước Đức hùng mạnh ngay tại trung tâm của châu Âu, một triển vọng mà không phải quốc gia nào cũng chào đón, cụ thể là Pháp, nơi mà ký ức của hai cuộc chiến tranh thế giới trong thế kỷ 20 vẫn còn mới (tổng thống Pháp François Mitterrand từng có câu nói đùa nổi tiếng rằng ông yêu nước Đức đến nỗi chỉ muốn có hai nước Đức). Đức cũng hiểu rằng họ chỉ có thể tái hợp trong ngắn hạn trong bối cảnh phải tăng cường cả Liên minh châu Âu.

Hiệp ước Maastricht được thống nhất năm 1992 đã chuyển đổi Cộng đồng châu Âu thành Liên minh châu Âu với nhánh hành pháp (Ủy ban châu Âu), nhánh lập pháp (Quốc hội châu Âu) và nhánh tư pháp (Tòa công lý châu Âu). Hiệp ước này cũng tạo ra Ngân hàng trung ương châu Âu (ECB) và định hướng để EU áp dụng đồng tiền duy nhất cho cả khu vực. Đồng euro chính thức áp dụng năm 2002 và hiện là đồng tiền chung của 22 quốc gia châu Âu. Do đó CÂ có đồng tiền riêng, ngân hàng trung ương thống nhất nhưng không có bộ tài chính và chính sách ngân sách thống nhất. Lỗ hổng này trở thành nhân tố quan trọng trong sự cố khủng hoảng nợ CÂ, như sau:

Các quốc gia khu vực đồng euro phát hành trái phiếu bằng euro. Từ 2002 cho đến khủng hoảng tài chính toàn cầu. ECB xem những trái phiếu này là không có rủi ro. Các

ngân hàng được phép nắm giữ bất kỳ lượng trái phiếu quốc gia nào mà không cần phải trích vốn chủ sở hữu để dự phòng. ECB đối xử với tất cả trái phiếu từ khu vực euro bình đẳng như nhau theo chính sách cho vay khẩn cấp của ECB (ECB discount window), điều này mang lại cho các ngân hàng thương mại động cơ sở hữu trái phiếu của các nước yếu nhất trong Eurozone, vì những trái phiếu này trả lãi hơi cao hơn so với các nước khác. Họ yên tâm nắm giữ vì cho rằng ECB sẽ xem loại trái phiếu này như trái phiếu của chính phủ Đức vậy.

Trong thời gian khủng hoảng tài chính có hai điều xảy ra. Thứ nhất, Thủ tướng Đức Angela Merkel tuyên bố rằng Đức sẽ không chống lưng cho trái phiếu euro do các chính phủ phát hành. Thực tế, mỗi chính phủ phải tự hậu thuẫn trái phiếu của mình và tái cấp vốn cho hệ thống ngân hàng của mình. Nhớ rằng tài sản duy nhất trên bảng cân đối tài sản của chính phủ là uy tín và niềm tin tuyệt đối: niềm tin rằng chính phủ sẽ tôn trọng nghĩa vụ tài chính của mình, và chính phủ có khả năng làm điều đó vì họ có quyền đánh thuế người dân. Thực chất, sự cương quyết của bà Merkel về việc các nước CẢ phải tôn trọng nghĩa vụ của chính mình với đồng euro có nghĩa là khu vực euro đã có một hệ thống tiền tệ hợp nhất dựa trên trái phiếu chính phủ được hậu thuẫn bởi các chính phủ mạnh mẽ nhất, chứ không phải cả CẢ như một thể thống nhất.

Thứ hai, Thủ tướng mới đắc cử của Hy Lạp George Papandreou công bố vào tháng 11/2009 rằng thâm hụt ngân sách của Hy Lạp là 12% GDP, hơn gấp đôi con số công bố trước đó. Ngay lập tức những trái phiếu từng được xem là phi rủi ro giờ phải gánh một khoản phí rủi ro lớn, và các ngân hàng thương mại từng bỏ hàng tỉ tiền vào trái phiếu Hy Lạp có thể mất khả năng thanh toán. Sự hoảng loạn kéo theo sau nhanh chóng lan rộng sang các nước nặng nợ khác. Ngân hàng ở các nước phụ cận (Hy Lạp, Bồ Đào Nha, Ireland và Tây Ban Nha) chịu rủi ro nhiều nhất, chủ yếu vì người gửi tiền rút tiền ra khỏi các ngân hàng này và gửi sang ngân hàng ở Đức hoặc chuyển đổi euro sang đô-la, đồng quan Thụy Sĩ hoặc bảng Anh. Lãi suất trái phiếu Anh và Đức giảm thấp ở mức lịch sử, trong khi lãi suất trái phiếu Hy Lạp, Bồ Đào Nha, Ireland và Tây Ban Nha chưa bao giờ ở mức cao như hiện nay.

Nguyên nhân khủng hoảng

Báo chí đã phác họa cuộc khủng hoảng khu vực euro như là khủng hoảng nợ công, theo đó các chính phủ phung phí đi vay mượn quá nhiều và không thể trả nợ. Chắc chắn đây là nhân tố quan trọng ở Hy Lạp, chính phủ nước này duy trì thâm hụt ngân sách lớn ở mức 5 -6% GDP sau 2002. Nhiều báo cáo của giới truyền thông mô tả tình trạng nhân sự công kênh của khu vực công và nạn trốn thuế phổ biến của giới nhà giàu và doanh nghiệp ở nước này.

Nhưng phiên bản này của câu chuyện chỉ đúng với Hy Lạp. Bồ Đào Nha ghi nhận thâm hụt ngân sách khiêm tốn hơn chỉ khoảng 2 đến 4% GDP. Ireland và Tây Ban Nha đều đạt thặng dư ngân sách trong hầu hết các năm từ lúc áp dụng đồng euro đến khi xảy ra khủng hoảng. Do Ireland và TBN không rơi vào khủng hoảng vì chính sách ngân sách lỏng lẻo, nên phải có cách lý giải khác cho khủng hoảng nợ công ở hai nước này.

Điều này cũng thể hiện rõ qua các con số. Yếu tố chung cho cả bốn quốc gia phụ cận euro không phải là thâm hụt ngân sách lớn, mà là *thâm hụt tài khoản vãng lai lớn*. Thâm hụt tài khoản vãng lai tăng mạnh ở tất cả các nước này, đặc biệt sau 2005. Các khoản thâm hụt này là hậu quả trực tiếp của dòng vốn tư nhân khổng lồ chảy vào trong cùng kỳ. Cùng với việc áp dụng đồng euro, các nhà đầu tư từ Đức và các nước giàu có hơn khác đã đổ tiền vào các nước phụ cận trong khu vực euro. Một phần của sự hấp dẫn này là lợi suất cao hơn và không còn rủi ro tỉ giá nữa. Việc đầu tư vào khu vực bất động sản Tây Ban Nha sẽ mang lại lợi nhuận cao hơn mà không có rủi ro phá giá.

Vấn đề của các nước vùng phụ cận euro là họ không thể phá giá đồng tiền để kiểm soát qui mô thâm hụt tài khoản vãng lai của mình. Khi vốn ồ ạt chảy vào, khu vực tư nhân ôm vào những nghĩa vụ tài chính to lớn. Nhớ rằng việc đi vay ròng của khu vực tư nhân theo định nghĩa là thâm hụt tài khoản vãng lai trừ cho cán cân ngân sách. Giới hạn của qui trình này được xác định bởi trữ lượng, không phải lưu lượng. Khi mà thế giới vẫn còn sẵn lòng cho các nước này vay tiền (nói cách khác, khi mà họ có thể duy trì thâm hụt tài khoản vãng lai), thì chính phủ và khu vực tư nhân có thể tiếp tục tích lũy nợ. Tuy nhiên, từ 2009 các nước này đã kinh qua hiện tượng “vốn đột ngột chấm dứt” khi dòng vốn ngoại không còn với số lượng nhiều nữa. Phát hiện ra chính phủ Hy Lạp không thể trả nợ, các nhà đầu tư đã ồ ạt rút tiền ra khỏi các nước phụ cận, càng gây khó khăn hơn cho chính phủ và khu vực tư nhân các nước này trong việc trả nợ.

Do đó, các nước phụ cận eurozone giống các nước đang phát triển ở chỗ họ không thể phát hành nợ bằng chính đồng tiền của mình (đôi khi các nhà kinh tế gọi đây là “căn nguyên tội lỗi” nhưng cách so sánh này không phải là hay). Giá trị của đồng euro là quá cao để các nước này đạt được cân bằng thương mại cho tài khoản vãng lai của mình. Hệ quả thâm hụt tài khoản vãng lai được tài trợ bằng cách bán trái phiếu euro và chấp nhận nợ euro. Nhưng một khi các nhà đầu tư đã không còn sẵn lòng mua tài sản ở các nước phụ cận thì họ không thể tiếp tục tài trợ thâm hụt tài khoản vãng lai của mình.

Việc trả nợ khu vực công và tư nhân sẽ đòi hỏi các nước này đạt thặng dư tài khoản vãng lai. Khi cả hai khu vực nhà nước và tư nhân đều cố gắng trả bớt nợ, thì chỉ còn thương mại là nguồn tăng trưởng cầu đối với các nhà sản xuất trong nước. Nhưng điều này không thể thực hiện khi các nước vẫn còn sử dụng đồng euro, vì giá trị cao của

đồng tiền này khiến họ không cạnh tranh. Tồn tiền ngân sách cũng không phải là giải pháp khả thi, vì khi không có tăng trưởng xuất khẩu, cắt giảm ngân sách sẽ dẫn đến sự cắt giảm cầu nội địa, làm giảm số thu thuế (và tăng thâm hụt). Cách duy nhất để trả nợ là phải tăng tiết kiệm tư nhân thông qua giảm mạnh tiêu dùng tư nhân và nhà nước và thanh lý bớt tài sản. Nhưng qui mô tiết kiệm cần thiết là quá lớn, không khả thi về mặt chính trị. Công chúng cử tri sẽ trải qua thời kỳ mức sống suy giảm mạnh khiến cho tính chính danh của chính phủ bị lung lay.

Giải pháp

Nếu thất lung buộc bụng không hiệu quả, các nước vùng phụ cận eurozone có thể làm gì? Bước thứ nhất là dựa vào phân tích ở trên phải nhận thấy rằng không thể đơn thuần đổ lỗi gây khủng hoảng cho khu vực phụ cận. Cứ mỗi khoản thâm hụt tài khoản vãng lai thì có thặng dư ở đâu đó. Các nước thặng dư, quan trọng nhất là Đức, đã hưởng lợi từ thặng dư thương mại và đầu tư vào các nước phụ cận. Họ phải biết rằng có trách thì trách cả hệ thống, chứ không chỉ các nước thâm hụt, có nghĩa là họ phải chịu một phần gánh nặng tái cấu trúc, xóa nợ và giúp tái cấp vốn cho các ngân hàng.

Đây là luận điểm mà Keynes đã đưa ra sau Thế Chiến II, ông lập luận rằng việc áp đặt gánh nặng nợ khổng lồ lên nước Đức sẽ chỉ dẫn đến bất ổn. Luôn có một giới hạn mà một con nợ bất kỳ có thể trả, và những khoản bồi thường chiến tranh do phe đồng minh áp đặt là vượt khỏi giới hạn này. Thực tế cuối cùng đã chứng minh ông đúng. Bài học được rút ra sau Thế Chiến II, khi phe đồng minh chiến thắng vẫn quyết định góp phần tái thiết nước Đức và Nhật thay vì đòi hỏi bồi thường chiến tranh. Keynes muốn đi xa hơn; áp đặt thuế lên các nước liên tục có thặng dư lớn cán cân thanh toán. Các chủ nợ cũng đáng bị trách cứ như con nợ vì sự bất cân bằng này.

Nhớ rằng một trong những nguyên nhân khủng hoảng là do Đức sẵn lòng đảm bảo trái phiếu mệnh giá euro không phải của Đức. Một cách để loại bỏ nguyên nhân gây bất ổn này là EU phát hành trái phiếu euro trên nền tảng uy tín và niềm tin toàn vẹn của chính quyền thống nhất. Trái phiếu Euro mới có thể được thay thế cho trái phiếu của các nước phụ cận, có lãi suất thấp (vì rủi ro thấp) và vì không phải do các quốc gia yếu kém phát hành nên chúng sẽ củng cố bảng cân đối tài sản của các ngân hàng. Điều này đòi hỏi tập trung hóa quyền lực chính trị nhiều hơn ở Liên minh châu Âu. Hệ thống không còn duy trì được một đồng tiền với nhiều chính sách ngân sách: việc tạo ra trái phiếu Euro tương tự trái phiếu kho bạc Mỹ đòi hỏi phải thành lập Bộ Tài chính của châu Âu với quyền lực kiểm soát chi tiêu trong giai đoạn tăng trưởng nhanh và tăng chi tiêu trong giai đoạn tăng trưởng chậm hoặc không tăng trưởng. Không có chỉ báo nào cho thấy Đức sẵn sàng chấp nhận giải pháp này. Liên minh ngân hàng là hình thức tập trung

quyền lực khác đang được bàn thảo, có nghĩa là việc giám sát các ngân hàng khu vực euro sẽ do một cơ quan điều tiết duy nhất trên khắp châu Âu thực hiện, có đủ quyền lực để đóng cửa hoặc tái cơ cấu ngân hàng thất bại. Đức đã thể hiện sự dè dặt với ý tưởng liên minh ngân hàng mặc dù các cuộc bàn thảo vẫn tiếp diễn.

Ngay cả khi cung cấp số tiền hay trái phiếu này (và cũng không đảm bảo là đã cam kết được đủ số) thì vẫn còn đó một hệ thống bất cân đối cơ bản. Các nước phụ cận mắc kẹt giữa một đồng tiền bị định giá quá cao, và các nước vùng lõi, chủ yếu là Đức mắc kẹt bên trong một đồng tiền bị định giá thấp. Người Đức ở thế cạnh tranh theo tỉ giá hiện tại trong khi người TBN và BDN (cả Ý và Pháp) thì không. Nhiệm vụ đầu tiên của một châu Âu tập trung hóa chính trị hơn sẽ là kích thích tăng trưởng kinh tế và lạm phát để giúp các nước phụ cận trả bớt nợ và giành lại một phần năng lực cạnh tranh.

Một cách khác để thoát khỏi vấn đề này là các nước vùng lõi phải khai trừ Hy Lạp khỏi đồng euro. Hy Lạp sẽ quay lại dùng đồng drachma với giá trị thấp hơn, và sẽ ở trạng thái tốt hơn để đạt được thặng dư cho tài khoản vãng lai của mình. Đương nhiên, điều này có nghĩa là mức sống ở Hy Lạp sẽ giảm mạnh, và gánh nặng điều chỉnh sẽ dồn hết vào người dân Hy Lạp. Họ cũng cần có sự hỗ trợ đáng kể từ khu vực euro để thực hiện chuyển đổi về đồng drachma, vì các ngân hàng ở đó sẽ phá sản (tiền gửi đã tháo chạy khỏi ngân hàng ở Hy Lạp) và họ vẫn còn khoản nợ euro to lớn.

Vấn đề là tách một nước ra có đủ để cứu đồng euro không. Có lẽ không, thứ nhất những vấn đề cơ cấu chính yếu vẫn còn ngay cả khi Hy Lạp ra đi, vì BDN, TBN và Ireland, có lẽ cả Ý không cạnh tranh trong phạm vi đồng euro. Thứ hai, một khi Hy Lạp bị buộc ra đi, thị trường sẽ chuyển sự chú ý vào BDN, Ireland và cuối cùng là TBN. Vẫn không dễ để lèo lái một khu vực euro nhỏ hơn nhưng không co cụm vào nhóm các nước vùng lõi giàu có.

Nhà tài phiệt George Soros đã đề xuất rằng Đức chứ không phải Hy Lạp nên ra đi. Điều này sẽ làm yếu đồng euro và giảm gánh nặng nợ cho các nước phụ cận. Nó cũng làm cho các ngành ở đó cạnh tranh hơn trên thị trường quốc tế. Đức sẽ đối mặt với sự cạnh tranh mạnh ở thị trường trong nước từ hàng xuất khẩu của các nước thành viên eurozone. Thặng dư tài khoản vãng lai của Đức sẽ biến mất.

Điều này thật sự sẽ giải quyết vấn đề kinh tế nhưng khó áp dụng được vì các lý do chính trị. Nhớ rằng một trong những động cơ trọng tâm của việc tạo ra đồng euro là lòng sự trỗi dậy về mặt kinh tế của Đức vào khuôn khổ thể chế châu Âu vững chắc. Khó có thể hình dung rằng Pháp vốn là đối tác chính của Đức trong việc thiết lập trật tự châu Âu thời hậu chiến, sẽ đồng ý để Đức rời khỏi đồng euro.