



## KINH TẾ CHÍNH TRỊ CỦA ĐỒNG EURO

**Nguồn:** Paul De Grauwe (2013). "The Political Economy of the Euro", *Annual Review of Political Sciences*, 16, pp. 153–170.

**Biên dịch:** Bùi Thu Thảo | **Hiệu đính:** Lê Hồng Hiệp

*Tình trạng khủng hoảng của các nước khu vực đồng tiền chung châu Âu (Eurozone) hiện nay bắt nguồn từ chính quyết định được đưa ra khi thành lập khối này. Quyết định tạo lập một liên minh tiền tệ được thúc đẩy bởi những mục đích chính trị mà không cân nhắc đến khía cạnh kinh tế của liên minh tiền tệ. Lãnh đạo của các quốc gia đã không thấy được những điều kiện kinh tế cần thiết cho một liên minh tiền tệ vững mạnh, và cũng không nhận ra những bất ổn tồn tại trong chính liên minh mà họ tạo lập. Họ cũng cho thấy một sự thiếu hiểu biết đáng quan ngại về cuộc khủng hoảng nợ công của các nền kinh tế trong năm 2010. Họ đã nhìn nhận sai vấn đề và đưa ra những quyết định tai hại khiến cuộc khủng hoảng càng thêm trầm trọng. Bài viết này sẽ giải thích những sai lầm đó và kết luận bằng một vài khuyến nghị nhằm giải cứu đồng Euro.*

### Giới thiệu

Khu vực đồng tiền chung châu Âu đang trải qua một cuộc khủng hoảng mang tính sống còn. Tương lai của khối này ngày càng khó đảm bảo. Trong bài viết này, tôi bàn về vấn đề kinh tế chính trị xoay quanh sự ra đời của đồng Euro và những quyết sách trong khủng hoảng của khối Eurozone. Trước hết, tôi muốn làm rõ sự tương tác giữa các mục đích chính trị với các thực tiễn kinh tế vốn đã dẫn đến sự ra đời của đồng Euro như thế nào; thứ hai, cách nó tạo ra những bất cập trong điều hành, quản lý đồng tiền chung này; và cuối cùng, nó đã góp phần vào những sai

lầm nghiêm trọng trong kiểm soát khủng hoảng ra sao. Để kết luận, tôi sẽ đưa ra một vài giải pháp nên thực hiện để đưa khu vực đồng tiền chung châu Âu vào một lộ trình phát triển bền vững.

## **Kinh tế chính trị của sự ra đời đồng Euro: Sự áp đảo của các mục đích chính trị**

Trong suốt thập kỉ 60, 70 của thế kỉ trước, các nhà kinh tế học đã phát triển một học thuyết mà ngày nay thường được biết đến với tên gọi lý thuyết khu vực tiền tệ tối ưu (Optimal Currency Areas - OCA). Lý thuyết này nghiên cứu những điều kiện mà các quốc gia phải đáp ứng để đảm bảo các thành viên của liên minh tiền tệ đều được cải thiện phúc lợi. Lý thuyết OCA rất quan trọng bởi thiếu đi những điều kiện này, các quốc gia sẽ gặp rủi ro khi gia nhập vào một liên minh tiền tệ. Một thời gian trôi qua và người dân nhận ra rằng phúc lợi kinh tế của các quốc gia thành viên không được cải thiện mà thực tế có thể còn bị suy giảm, thì sự thất vọng mà liên minh gây ra sẽ ngày càng dâng cao và làm suy yếu sự chấp thuận về mặt chính trị và xã hội đối với liên minh.

### ***Những tác động của lý thuyết OCA***

Vậy, theo lý thuyết khu vực tiền tệ tối ưu, cần có những điều kiện gì để đảm bảo rằng liên minh sẽ giúp cải thiện phúc lợi kinh tế? Lý thuyết OCA nhấn mạnh ba điều kiện quan trọng.<sup>1</sup> Chúng tôi xin phép liệt kê và sau đó phân tích mối tương quan (hay sự đánh đổi) giữa chúng.

Điều kiện đầu tiên là các quốc gia không nên bị bó buộc vào những định hướng kinh tế khác biệt mà họ không thể thích nghi nổi. Ví dụ, những thay đổi lớn và kéo dài trong vị thế cạnh tranh giữa các nước thành viên nên được hạn chế bởi những biến động này sẽ gây ra những vấn đề khó khăn lớn trong việc điều chỉnh. Mức độ chi phí của các điều chỉnh đến lượt nó lại phụ thuộc vào điều kiện thứ hai được nói đến trong lý thuyết OCA. Theo đó, các nước thành viên của liên minh tiền tệ nên có sự linh hoạt cần thiết trong thị trường hàng hóa và thị trường lao động, bao gồm cả sự dịch chuyển lao động.

Hai điều kiện OCA đưa ra có mối quan hệ mật thiết với nhau. Để thấy được điều này, giả sử rằng một quốc gia bị mất khả năng cạnh tranh đáng kể so với các

---

<sup>1</sup> Từ nguyên mẫu của Mundell (1960), McKinnon (1963), và Kenen (1969). Xem thêm Ishiyama (1975) và De Grauwe (2012).

nước còn lại. Điều này có thể phát sinh như một hệ quả của sự bùng nổ kinh tế mạnh mẽ khiến tiền công và giá cả tăng ở mức lớn hơn so với các nước thành viên khác. Sự suy giảm khả năng cạnh tranh này phải được khắc phục bằng cách nào đó. Một quốc gia không thuộc liên minh tiền tệ có thể làm điều đó bằng cách phá giá đồng tiền. Song, một thành viên của liên minh tiền tệ thì không thể làm vậy bởi đồng tiền chung có giá trị như nhau tại mọi nơi thuộc liên minh. Cách duy nhất mà quốc gia này có thể khôi phục được khả năng cạnh tranh của mình là làm hạ mức tiền công và giá. Các nhà kinh tế học gọi đây là một sự phá giá nội bộ (internal devaluation). Lúc này, thành công của sự phá giá nội bộ này phụ thuộc vào điều kiện thứ hai đề cập đến trong lý thuyết khu vực tiền tệ tối ưu, đó là độ linh hoạt của tiền công và mức giá. Nếu độ linh hoạt này đủ lớn thì sự phá giá nội bộ có thể được thực hiện dễ dàng. Nếu độ linh hoạt rất thấp thì sự phá giá nội bộ vẫn là cần thiết, song sẽ rất tốn kém. Các công ty nội địa mất khả năng cạnh tranh nhưng không thể dễ dàng phục hồi bằng cách giảm tiền công và giá buộc phải sa thải nhân công hoặc là ngừng kinh doanh. Như vậy, chúng ta có thể thấy một sự đánh đổi ở đây: cú sốc bất cân xứng càng lớn thì nền kinh tế càng cần phải linh hoạt để có sự điều chỉnh hợp lý mà không phải gánh chịu quá nhiều phí tổn thể hiện ở phần việc làm và sản lượng mất đi.

Trước khi thành lập khu vực đồng tiền chung châu Âu, đã có một sự nhất trí chung giữa các nhà kinh tế cho rằng hai điều kiện mà lý thuyết OCA đưa ra đã không được thỏa mãn ở nhóm các quốc gia đã sẵn sàng cho cuộc phiêu lưu tiền tệ của mình. Một số ít các nước có thể thỏa mãn những điều kiện này, nhưng với toàn bộ khối đồng tiền chung châu Âu thì không. Kết luận chung này đã được củng cố thêm bởi một lượng văn liệu thực nghiệm lớn (xem thêm Bayoumi & Eichengreen 1997, Bayoumi et al. 1995, Beine et al. 2003, Eichengreen 1990, De Grauwe & Vanhaverbeke 1993, Erkel-Rousse & Méliz 1995, và De Grauwe 2012). Như tôi sẽ chứng minh ở phần sau, sự xuất hiện của các cú sốc bất cân xứng và sự thiếu linh hoạt về mức tiền công và giá đóng vai trò quan trọng trong sự gia tăng khủng hoảng của khối đồng tiền chung châu Âu trong những năm cuối của thập niên 2000-2010.

Thực tế rằng hai điều kiện của lý thuyết OCA dường như không được thỏa mãn ở khu vực đồng tiền chung châu Âu không nói lên rằng khu vực này không thể là một khu vực tiền tệ tối ưu. Điều kiện thứ ba mà các nhà kinh tế đưa ra có thể làm thay đổi những sự đánh đổi mà chúng ta đã chỉ ra. Điều kiện thứ ba này cho rằng liên minh tiền tệ nên được gắn vào một liên minh về ngân sách. Lý do ở đây là liên minh ngân sách giữa các nước thành viên của liên minh tiền tệ sẽ tạo nên một cơ chế bảo hiểm quan trọng phòng khi có một nước thành viên bị tác động bởi cú

sốc tiêu cực. Do vậy, ngân sách trung ương có tác động chuyển thu nhập từ các nước thành viên có nền kinh tế khỏe mạnh sang các nước đang gặp khó khăn. Điều này giúp các nước gặp khó khăn giảm được chi phí của việc làm thành viên của một liên minh tiền tệ. Giống như trong mọi hệ thống bảo hiểm, các quốc gia khác sẵn lòng chấp nhận sự san sẻ này bởi họ biết rằng khi họ gặp cú sốc tương tự như vậy thì họ cũng có thể được sự giúp đỡ từ chính cơ chế bảo hiểm đó.

Như vậy, một liên minh ngân sách làm hạn chế các chi phí của các nước thành viên trong liên minh tiền tệ khi phải chịu một cú sốc bất cân xứng và chịu đựng sự cứng nhắc của thị trường hàng hóa và lao động (Kenen 1969). Nói theo một cách nào đó thì ngân sách chung giống như một sự hỗ trợ bổ sung cho phép các nước thành viên của liên minh tiền tệ chấp nhận cú sốc bất cân xứng với chi phí thấp hơn (xem European Commission 1997).

Rõ ràng là các nước Eurozone đã ở rất xa (và vẫn rất xa) so với một liên minh ngân sách. Ngân sách của Liên minh châu Âu chỉ tương ứng với khoảng 1% GDP của khối. Trước khi ra đời khu vực đồng tiền chung châu Âu, đã có (và ngày nay vẫn có) rất ít triển vọng cho một sự tập trung ngân sách đáng kể từ các nước thành viên.

Vì vậy, rõ ràng là khối đồng tiền chung châu Âu đã không thỏa mãn các điều kiện của lý thuyết OCA cho một sự thống nhất tiền tệ có khả năng cải thiện phúc lợi. Điều này được rất nhiều nhà kinh tế nhận ra ngay từ trước khi khu vực này ra đời. Vậy tại sao các quốc gia này vẫn quyết định làm điều đe dọa tới lợi ích kinh tế của chính mình? Đây chính là vấn đề kinh tế chính trị mà tôi muốn phân tích lúc này.

Lý thuyết OCA được giảng dạy ở các trường đại học hầu như không có tác động gì tới quá trình ra quyết định thành lập khu vực đồng tiền chung châu Âu. Sự thành lập khu vực này bị chi phối bởi những mục đích chính trị của hai nước ra quyết định chính là Pháp và Đức. Mặc dù mục tiêu chính trị của hai quốc gia này khác xa nhau nhưng họ vẫn tìm được một lý do chung cho phép hai bên cùng tiến tới và thành lập nên khối đồng tiền chung châu Âu.

### ***Liên minh tiền tệ với tư cách một mục tiêu chính trị***

Pháp có các mục tiêu chính trị khá rõ ràng. Kể từ sau khi thành lập Hệ thống Tiền tệ châu Âu (EMS) vào năm 1979, trên thực tế Pháp đã chuyển quyền tự chủ tiền tệ của mình cho Đức. EMS là một hệ thống nhằm ổn định tỷ giá hối đoái giữa các nước EU. Nó được lập ra để loại trừ sự biến động mạnh của tỷ giá hối đoái giữa các

nước thành viên, điều có thể gây bất lợi cho việc hội nhập thương mại trong liên minh. Vấn đề có tiếng về độ ổn định tiền tệ, Ngân hàng trung ương Đức nhanh chóng nổi lên như một chủ thể chính trong hệ thống, đặt mức lãi suất cho Đức và toàn bộ EMS. Do đó, các quốc gia như Pháp chỉ có lựa chọn giữa việc đi theo các quyết định lãi suất của Ngân hàng trung ương Đức hoặc bỏ neo đồng tiền của mình khỏi đồng Mark Đức. Lo sợ rằng việc bỏ neo này sẽ dẫn tới sự bất ổn tiền tệ, Pháp và các nước khác buộc phải miễn cưỡng chọn cách tuân theo trò chơi tiền tệ mà Ngân hàng trung ương Đức chỉ đạo. Đức trở thành “người cầm trịch” trong EMS, giống như Mỹ đã từng là người cầm trịch trong hệ thống Bretton Woods (Méliz et al., 1988).

Thế chiều dưới mà Pháp bị ép phải chịu ở EMS cung cấp một lý do cho nước này đề xuất về một liên minh tiền tệ. Một liên minh tiền tệ như vậy hứa hẹn sẽ phá vỡ thế bá chủ Đức đang chiếm giữ. Trong khi trong kỷ nguyên EMS chỉ có người Đức ngồi ở Frankfurt ra quyết định về các tình trạng tiền tệ ở cả EMS và Pháp, thì trong liên minh tiền tệ Đức và Pháp sẽ có vị thế ngang nhau, giống như thành viên khác trong liên minh. Một liên minh tiền tệ sẽ cho Pháp chỗ đứng ngang bằng với Đức trong các quyết định chính sách tiền tệ. Do vậy đối với Pháp, liên minh tiền tệ gần như có duy nhất một mục đích chính trị, đó là hạn chế sức mạnh của Đức và gia tăng quyền lực của Pháp trong các vấn đề tiền tệ.

Các mục đích của Đức khi đó cũng mang tính chính trị nhưng về cơ bản khác nhiều so với Pháp. Những mục đích này bị ảnh hưởng mạnh mẽ bởi Helmut Kohl – thủ tướng Đức khi đó, người đã coi liên minh tiền tệ như một bước tiến tới sự hợp nhất chính trị, mà mục đích tối thượng của việc hợp nhất này là xây dựng một mối liên kết lâu bền giữa vận mệnh của hai nước Đức và Pháp để từ đó loại bỏ nguy cơ về các cuộc chiến trong tương lai ở châu Âu. Trái với những tính toán của Pháp, những toan tính chính trị của thủ tướng Đức không phải là kết quả của một sự nhất trí chung ở nước này. Sự phản đối của Ngân hàng trung ương Đức đối với dự án khu vực đồng tiền chung châu Âu là hiển nhiên. Tuy nhiên, cuối cùng thì thủ tướng Đức đã thắng thế và đưa liên minh tiền tệ đi ngược lại nguyện vọng của phần đông dân số (xem thêm Marsh 1993, Berhnolz 1999).<sup>2</sup>

Việc Đức thiếu đi sự nhất trí trong mong muốn thành lập một liên minh tiền tệ đã ảnh hưởng nghiêm trọng tới hiệp ước Maastricht – hiệp ước xác định các điều kiện để gia nhập vào một liên minh tiền tệ (Maastricht Treaty 1992). Phần lớn sự phản đối liên minh tiền tệ ở Đức là do sự thiếu tin tưởng đối với các nước Nam Âu.

<sup>2</sup> Thực tế rằng sự đối lập mạnh trong Đức không có nghĩa là đồng euro không được ủng hộ. Để biết thêm chi tiết, xem Kaltenthaler & Anderson (2001) và Banducci et al. (2009).

Người Đức lo ngại rằng những nước này, vốn được cho là thiếu kỷ luật đối với vấn đề lạm phát và các chính sách ngân sách, sẽ kìm hãm sự ổn định của liên minh tiền tệ tương lai. Để làm dịu nỗi lo này cũng như làm cho liên minh tiền tệ dễ được dư luận Đức chấp nhận, các điều kiện gia nhập hiệp ước Maastricht đã được công bố. Các quốc gia ứng viên sẽ phải thể hiện sự quyết tâm trong kiểm chế lạm phát và ổn định hóa vấn đề ngân sách trước khi gia nhập vào liên minh tiền tệ (xem thêm De Grauwe 2012).

Kì lạ là các điều kiện gia nhập này không có chút nào liên quan tới các điều kiện OCA đã nói tới ở trên. Mục đích duy nhất của chúng là mục đích chính trị, đó là trấn an sự phản đối thành lập liên minh tiền tệ mà Helmut Kohl muốn làm tới cùng. Rõ ràng là các điều kiện gia nhập này hoàn toàn thất bại với tư cách là một cơ chế lựa chọn mà lẽ ra nên giữ các nước đó nằm ngoài liên minh khu vực tiền tệ tối ưu.

Mặc dù Pháp và Đức có những động cơ chính trị khác nhau trong việc thành lập liên minh tiền tệ, song họ không tạo ra chướng ngại đối với việc đi đến thỏa thuận. Do đó, Liên minh tiền tệ châu Âu (EMU) gần như hoàn toàn dựa trên những mục tiêu chính trị của hai nhân vật chính này. Theo nghĩa đó có thể thấy rằng, khu vực đồng tiền chung châu Âu, với các mục đích chính trị, đã bất chấp những cảnh báo của nhiều nhà kinh tế phản đối sự ra đời của liên minh tiền tệ. Các chính trị gia khởi xướng liên minh tiền tệ này không thật sự quan tâm tới những cảnh báo của các nhà kinh tế và chấp nhận một rủi ro mà phải sau hai thập kỉ thì người ta mới nhìn thấy rõ hậu quả của nó.

### ***Chủ nghĩa tiền tệ trở thành cứu cánh của các lãnh đạo chính trị***

Năm 1936, Keynes từng viết: “Những người có đầu óc thực tiễn cho rằng họ hoàn toàn không bị chi phối bởi bất kì ảnh hưởng của học thuyết nào lại thường là nô lệ của một nhà kinh tế học quá cố nào đó”. Điều này cũng đúng đối với những người làm chính sách đã đẩy châu Âu vào một cuộc mạo hiểm liên minh tiền tệ. Mặc dù hai nhà hoạch định chính sách quan trọng nhất lúc đó là tổng thống Pháp Mitterand và thủ tướng Đức Kohl có thể không bị ảnh hưởng nhiều bởi các nhà kinh tế dù còn sống hay đã quá cố, nhưng điều tương tự không đúng đối với các nhà hoạch định chính sách khác, nhất là các thống đốc ngân hàng trung ương. Chính các vị thống đốc này chiếm đa số thành viên của Ủy ban Delors (1989) - ủy ban được thành lập năm 1989 để chuẩn bị một kế hoạch chi tiết cho liên minh tiền tệ tương lai. Các thống đốc ngân hàng trung ương này đã trở nên bị ảnh hưởng mạnh mẽ bởi chủ nghĩa tiền tệ (monetarism) - luận thuyết điển hình của kinh tế học vĩ mô trong suốt những năm 1980. Theo luận thuyết này, một ngân hàng trung ương không nên cố

tác động vào sản lượng và thất nghiệp mà thay vào đó nên chú trọng kiềm chế lạm phát. Kiểm chế lạm phát được xem như đóng góp khả thi nhất của ngân hàng trung ương để duy trì sự ổn định kinh tế vĩ mô nói chung và ổn định tài chính nói riêng. Bất kì tham vọng nào của ngân hàng trung ương nhằm “tinh chỉnh” nền kinh tế, như là cố kích thích nó trong thời kỳ suy thoái, sẽ tạo ra xu hướng lạm phát và cuối cùng sẽ đưa nền kinh tế vào thế bất ổn (Barro & Gordon 1983). Với thế giới quan tiền tệ chủ nghĩa này, trách nhiệm duy nhất của ngân hàng trung ương là duy trì ổn định giá cả. Quan điểm này ảnh hưởng lớn tới kiểu mẫu ngân hàng trung ương được thiết kế cho khối đồng tiền chung châu Âu. Như ta sẽ thấy, điều này cũng sẽ ảnh hưởng lớn tới sự ứng phó của Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB) đối với cuộc khủng hoảng nợ công nổ ra năm 2010.

Chủ nghĩa tiền tệ còn tác động tới nhận thức của những người làm chính sách theo một cách khác. Trong khi lý thuyết OCA khiến người ta hoài nghi về nguyện vọng thành lập liên minh tiền tệ ở châu Âu thì chủ nghĩa tiền tệ đã có một thông điệp tích cực về liên minh tiền tệ. Đối với những người theo chủ nghĩa tiền tệ, việc mất quyền tự chủ đối với chính sách tiền tệ quốc gia gần như không phải là một sự mất mát bởi các chính sách tiền tệ quốc gia đã không có hiệu quả trong việc giải quyết các cú sốc bất cân xứng. Thêm nữa, với những người theo chủ nghĩa tiền tệ, việc sử dụng các chính sách tiền tệ một cách hệ thống để tinh chỉnh nền kinh tế đã tạo ra những bất ổn vĩ mô nghiêm trọng tại rất nhiều nước châu Âu (như Pháp, Italia, Tây Ban Nha, Bồ Đào Nha). Cách tốt nhất để loại trừ những bất ổn này là gỡ bỏ các công cụ chính sách tiền tệ quốc gia và đặt nó vào tay một ngân hàng trung ương châu Âu có mô hình phỏng theo Ngân hàng trung ương Đức.

Do vậy, chủ nghĩa tiền tệ đã cung cấp một khung nhận thức cho cả nguyện vọng và thiết kế về một liên minh tiền tệ ở châu Âu. Lý thuyết OCA cùng sự hoài nghi về liên minh tiền tệ đã bị ném qua cửa sổ. Năm 1990, Ủy ban châu Âu đã phát hành một báo cáo nhiều ảnh hưởng mang tên “Một đồng tiền, một châu Âu” trong đó tán dương về những kì tích có thể có của liên minh tiền tệ tương lai. Báo cáo này bị ảnh hưởng mạnh bởi luận thuyết chủ nghĩa tiền tệ.

Chủ nghĩa tiền tệ cũng có ảnh hưởng quan trọng trong việc thiết kế nên các thể chế nhằm duy trì liên minh tiền tệ tương lai, mà cụ thể là Ngân hàng trung ương châu Âu (ECB). ECB được xem như một ngân hàng trung ương với mỗi quan tâm chính là ổn định giá cả. Ý tưởng cho rằng ngân hàng trung ương nên chịu trách nhiệm ổn định tài chính đã bị làm ngơ. Đây là một kỳ tích phi thường. Trong lịch sử, các ngân hàng trung ương đều được thành lập để giải quyết các vấn đề đặc trưng của chủ nghĩa tư bản, đó là khả năng xảy ra các chu kỳ bùng nổ và suy thoái

với đỉnh cao là các khủng hoảng ngân hàng (Kindleberger 2005). Các nhà tạo lập nên khu vực đồng tiền chung châu Âu đã làm ngơ tất cả những điều này bởi một lý thuyết của giới học giả cho rằng tình trạng bất ổn tài chính không thể diễn ra trong một thế giới nơi mà các ngân hàng trung ương giữ cho lạm phát ở mức thấp. Như vậy, một thể chế đã được thiết lập với sự chuẩn bị ngèo nàn để đối mặt với các cuộc khủng hoảng tài chính lớn. Tôi sẽ trở lại với điều này trong mục tiếp theo khi phân tích các mục đích khác của khu vực đồng tiền chung châu Âu.

### ***Những bất trắc trong việc xây dựng khu vực đồng tiền chung châu Âu***

Một câu hỏi đặt ra ở đây là tại sao các nhà kinh tế học hoài nghi về sự khả dĩ của liên minh tiền tệ lại không phản đối mạnh mẽ hơn. Câu trả lời là lý thuyết OCA vốn được sử dụng để diễn đạt mỗi nghi ngờ này vẫn chưa hoàn thiện. Nó đánh giá chưa đúng mức sự mong manh của liên minh tiền tệ khi không có liên minh ngân sách đi kèm. Nói cách khác, lý thuyết OCA đã không phân tích đủ các nguy cơ có thể xảy ra khi thành lập một đồng tiền mà không có quốc gia chủ quản, tức không có các quyền lực của một chính phủ để chống đỡ giá trị của đồng tiền. Việc cho ra đời một đồng tiền không quốc gia từng thi thoảng được nhắc tới như là một cuộc cách mạng. Song, hóa ra nó lại mang đến một nhược điểm nghiêm trọng về cấu trúc, gây ra sự mỏng manh lớn trong khu vực đồng tiền chung châu Âu và là nguyên nhân trung tâm của cuộc khủng hoảng nợ công sẽ nổ ra vào cuối những năm 2000 (De Grauwe 2011). Chúng ta hãy phân tích tại sao lại như vậy.

Khi gia nhập vào một liên minh tiền tệ, các nước thành viên sẽ mất khả năng phát hành nợ (hay trái phiếu – NHĐ) bằng đồng tiền mà họ hoàn toàn kiểm soát. Như vậy, họ không thể cam đoan với các trái chủ rằng tiền mặt luôn có sẵn để trả cho họ vào thời điểm đáo hạn. Do đó, sự mất tự tin của các nhà đầu tư tự nó có thể đưa đất nước tới bờ vực vỡ nợ (xem thêm Kopf 2011). Nguyên nhân gây ra điều này có thể được lý giải như sau. Giả sử rằng các nhà đầu tư lo ngại về sự vỡ nợ của chính phủ Tây Ban Nha. Họ bán trái phiếu chính phủ Tây Ban Nha khiến lãi suất tăng. Các nhà đầu tư nắm đồng euro có khả năng sẽ đầu tư những đồng euro này vào các tài sản an toàn, ví dụ như trái phiếu chính phủ Đức. Bằng cách đó, đồng euro rời khỏi hệ thống ngân hàng Tây Ban Nha. Vì vậy tính thanh khoản (cung tiền) ở Tây Ban Nha giảm sút. Chính phủ Tây Ban Nha sẽ trải qua một cuộc khủng hoảng thanh khoản do không đủ tiền để xoay vòng nợ tại các mức lãi suất hợp lý. Thêm nữa, chính phủ Tây Ban Nha không thể buộc Ngân hàng trung ương Tây Ban Nha mua nợ công. Ngân hàng trung ương châu Âu (ECB) có thể cung cấp



thanh khoản trên toàn thế giới, nhưng chính phủ Tây Ban Nha lại không có quyền kiểm soát thể chế đó.

Điều này sẽ không xảy ra ở quốc gia có khả năng phát hành nợ bằng đồng nội tệ. Quốc gia này cam đoan ngầm rằng tiền mặt luôn luôn có sẵn để thanh toán cho nhà đầu tư khi trái phiếu đáo hạn. Lý do là nếu giả dụ chính phủ Anh cạn tiền mặt thì ngân hàng trung ương Anh buộc phải hỗ trợ lượng thanh khoản cần thiết để trả cho các trái chủ. Do đó, chính phủ Anh được đảm bảo một lượng thanh khoản đủ để tài trợ cho các khoản nợ của mình. Điều này có nghĩa là các nhà đầu tư khó mà vướng phải một cuộc khủng hoảng thanh khoản ở Anh vốn cuối cùng có thể đưa nước này tới bờ vực vỡ nợ. Ở đây có một sức mạnh của kế sách cuối cùng mang tên Ngân hàng trung ương Anh.

Điểm khác biệt trên giữa các thành viên của một liên minh tiền tệ và các nước nằm ngoài liên minh đã hoàn toàn bị bỏ qua bởi những người hoài nghi về sự khả dĩ của một liên minh tiền tệ ở châu Âu. Do đó, sự mong manh của liên minh tiền tệ châu Âu EMU và tính nhạy cảm của nó đối với quan điểm thị trường vốn có thể đẩy các quốc gia tới chỗ vỡ nợ đã không được xem xét kỹ lưỡng, và các quốc gia thành viên đã tham gia vào khối đồng tiền chung châu Âu mà không hề nhận thức được về các rủi ro này cũng như không chuẩn bị để ứng phó với chúng. Có thể nói rằng, việc gia nhập một liên minh tiền tệ khiến các nước thành viên bị giáng cấp thành các quốc gia mới nổi vốn phải phát hành nợ bằng đồng ngoại tệ. Rõ ràng là các quốc gia này rất dễ bị tổn thương bởi những “điểm dừng đột ngột” về thanh toán các khoản nợ, dẫn tới những bất ổn vĩ mô nghiêm trọng, bao gồm các cuộc khủng hoảng ngân hàng (Calvo 1988, Eichengreen 2005).

## **Kinh tế chính trị trong thời kỳ bình lặng: Tác động của luận thuyết kinh tế học cổ điển**

Các thành viên khối đồng tiền chung châu Âu đã tham gia vào một liên minh được dẫn dắt bởi những nhà cầm quyền không biết tí gì về sự mong manh của hệ thống họ tạo lập nên. Họ may mắn không phải gánh chịu hậu quả trong khoảng mười năm. Trong suốt thời gian đó, các nhà hoạch định chính sách đã phát triển một khung tri thức để tự thuyết phục mình rằng thế giới mà họ đang sống là thế giới tuyệt vời nhất có thể. Khung tri thức này được gọi là sự Đồng thuận Brussels - Frankfurt (De Grauwe 2006), cho rằng các thể chế của khu vực đồng tiền chung châu Âu có thể đảm nhiệm được việc phải vận hành liên minh tiền tệ, và như vậy

một liên minh chính trị xa hơn nữa là không cần thiết (Issing 2008). Sự đồng thuận này có thể được tóm lược như sau.

Thứ nhất, cách giải quyết các cú sốc bất cân xứng vốn có thể xuất hiện trong một liên minh tiền tệ là tăng tính linh hoạt của thị trường lao động. Do vậy, liên minh tiền tệ có thể đứng vững bằng cách thực hiện các cải cách về cấu trúc và các nước thành viên cần được thúc dục để đưa ra các cải cách này. Một liên minh ngân sách vốn có thể cung cấp một cơ chế bảo hiểm cho các quốc gia vấp phải cú sốc bất cân xứng là không cần thiết. Các nước có thị trường lao động linh hoạt có thể tự giải quyết những cú sốc này.

Thứ hai, Hiệp ước Tăng trưởng và Ổn định (SGP) vốn được ký kết ngay khi thành lập khu vực đồng tiền chung châu Âu và giới hạn mức thâm hụt ngân sách chính phủ cho phép đã giúp các nước có thể sử dụng các chính sách tài khóa quốc gia như một công cụ để xử lý các cú sốc bất cân xứng với các cấu phần (tạm thời) diễn ra theo chu kỳ. Bằng cách tuân theo các quy định của Hiệp ước SGP về cân bằng ngân sách trong trung hạn, các quốc gia đã có đủ sự linh hoạt để tự cho phép có mức thâm hụt ngân sách lên tới 3% trong thời kỳ suy giảm kinh tế. Như vậy, các nước khu vực đồng tiền chung châu Âu đã có một công cụ để đối phó với các vận động của chu kỳ kinh doanh (Issing 2008).

Thứ ba, không cần thiết phải có một chính sách tài khóa trên toàn hệ thống để ổn định chu kỳ kinh doanh. Chính sách tiền tệ của ECB được xem như được trang bị hoàn hảo để mang đến sự ổn định vĩ mô ở khu vực đồng tiền chung châu Âu. Với việc tập trung vào ổn định giá cả, ngân hàng trung ương đã làm mọi cách có thể để ổn định biến động sản lượng ở cấp độ khu vực đồng tiền chung châu Âu. Nếu cú sốc sản lượng là do dịch chuyển đường cầu thì đặt ra mức lạm phát mục tiêu sẽ giúp ổn định không chỉ tỷ lệ lạm phát mà còn cả những biến động sản lượng. Nếu các cú sốc sản lượng này là do dịch chuyển đường cung thì chúng không thể giải quyết được bằng chính sách tiền tệ lẫn chính sách tài khóa.

Thứ tư, ngân hàng trung ương không cần quan tâm tới sự ổn định tài chính. Một mức giá ổn định sẽ cho phép các nhà đầu tư cá nhân ra quyết định đúng do được hỗ trợ bởi thị trường tài chính hiệu quả. Các thị trường này được coi như có đủ khả năng tự điều chỉnh để bảo đảm cho một sự ổn định tài chính.

Từ phân tích này, kết luận được rút ra là các thể chế khu vực đồng tiền chung châu Âu và việc quản trị chúng được cho là có khả năng duy trì liên minh

tiền tệ trong dài hạn.<sup>3</sup> Không cần phải gia tăng mức độ thống nhất chính trị, bao gồm liên minh ngân sách, mới có thể giữ liên minh tiền tệ bền vững. Khu vực đồng tiền chung châu Âu có thể tồn tại về lâu dài mà không cần phải thành lập một nhà nước liên bang châu Âu (Issing 2008).

Sự đồng thuận Brussels-Frankfurt được dựa trên hai học thuyết. Một là lý thuyết chủ nghĩa tiền tệ đã phân tích ở trên, trong đó ngân hàng trung ương không có nhiều vai trò trong việc ổn định nền kinh tế. Nếu cứ cố gắng điều chỉnh, nền kinh tế sẽ sụp đổ với lạm phát cao hơn, do đó việc tốt nhất ngân hàng trung ương có thể làm là ổn định mức giá chung. Việc này sẽ có ảnh hưởng phụ là tạo ra kết quả khả dĩ nhất trên phương diện ổn định chu kỳ kinh tế. Chủ nghĩa tiền tệ có một suy luận là các thị trường nói chung và thị trường tài chính nói riêng đều có hiệu quả. Do đó, bong bóng và đổ vỡ kinh tế sẽ không thể xuất hiện trong các thị trường tài chính hiệu quả bởi các chủ thể sáng suốt sẽ không cho phép giá cả đi chệch khỏi các nguyên tắc cơ sở của chúng. Quan điểm này có hàm ý rằng các thị trường tài chính có thể tự mình xoay sở. Toàn bộ những gì chúng cần là một chính sách tiền tệ hướng tới sự ổn định, cho phép các chủ thể này tạo lập nên một thế giới tốt nhất có thể. Hai cuốn sách giáo khoa chính trong giai đoạn này (Woodford 2003, Walsh 2003) đã cung cấp các nền móng cho lý thuyết này. Đáng ngạc nhiên là ngân hàng trung ương không hề được nhắc đến với tư cách một người bảo vệ cho sự ổn định tài chính trong hai cuốn sách này, những cuốn sách đã và đang được sử dụng bởi hàng nghìn sinh viên kinh tế hàng năm nhằm nắm bắt được sự phức tạp của chính sách và lý thuyết tiền tệ.

Lý thuyết thứ hai ảnh hưởng tới đồng thuận Brussels-Frankfurt là lý thuyết “chu kỳ kinh tế thực”. Lý thuyết này cho rằng các chu kỳ kinh tế bắt nguồn từ các cú sốc trong công nghệ (các cú sốc cung) và những thay đổi về mong muốn (thất nghiệp chủ yếu là hệ quả của việc công nhân muốn có thêm thời gian nghỉ ngơi thư giãn). Ngân hàng trung ương không thể làm được gì nhiều để hạn chế những vận động này. Cách tốt nhất là kiểm soát giá cả ở mức cố định. Điều này giúp hạn chế tối đa ảnh hưởng của các cú sốc. Thêm nữa, một chính sách kinh tế vĩ mô dựa trên mục tiêu ổn định giá sẽ là điều tốt nhất mà ngân hàng trung ương có thể làm để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế (Kydland & Prescott 1977).

Kết luận từ hai lý thuyết này là việc quản trị khu vực đồng tiền chung châu Âu là đúng đắn: ngân hàng trung ương chỉ quan tâm tới ổn định giá cả là sự đóng góp tốt nhất có thể cho việc duy trì ổn định tài chính và kinh tế vĩ mô; còn các

---

<sup>3</sup> Padoa-Schioppa (2004), một người trong cuộc đã phát triển những chỉ trích mạnh mẽ về quan điểm này, đây cũng là hàm ý ẩn trong sự đồng thuận Brussel Frankfurt.

chính phủ thì vừa duy trì kỷ luật ngân sách, vừa cố gắng hết mình để có được sự linh hoạt thị trường. Trong một thế giới như vậy, các cú sốc do năng suất có thể được giải quyết tốt nhất bởi các chính phủ thông qua việc giữ vững cán cân ngân sách. Hơn nữa, trong thế giới đó, một chính sách tài khóa chủ động ở cấp độ toàn khu vực đồng tiền chung châu Âu là không cần thiết.<sup>4</sup>

Bây giờ nhìn lại, thật đáng ngạc nhiên là những “con người thực tế” đó lại có thể đã tin vào một thế giới hư cấu như vậy trong một khoảng thời gian dài đến thế. Đó là thế giới của những chủ thể lý trí không mắc lỗi một cách hệ thống; một thế giới nơi mà những làn sóng của chủ nghĩa lạc quan và bi quan (“tâm lý bầy đàn”) không ảnh hưởng tới người tiêu dùng và nhà đầu tư, nơi không có bong bóng kinh tế, còn các thị trường tài chính thì luôn hiệu quả (Akerlof & Shiller 2009). Trong thế giới ấy, liên minh tiền tệ quả thực có thể vận hành dựa vào chương trình bay tự động mà không cần có một cơ trường tốt.

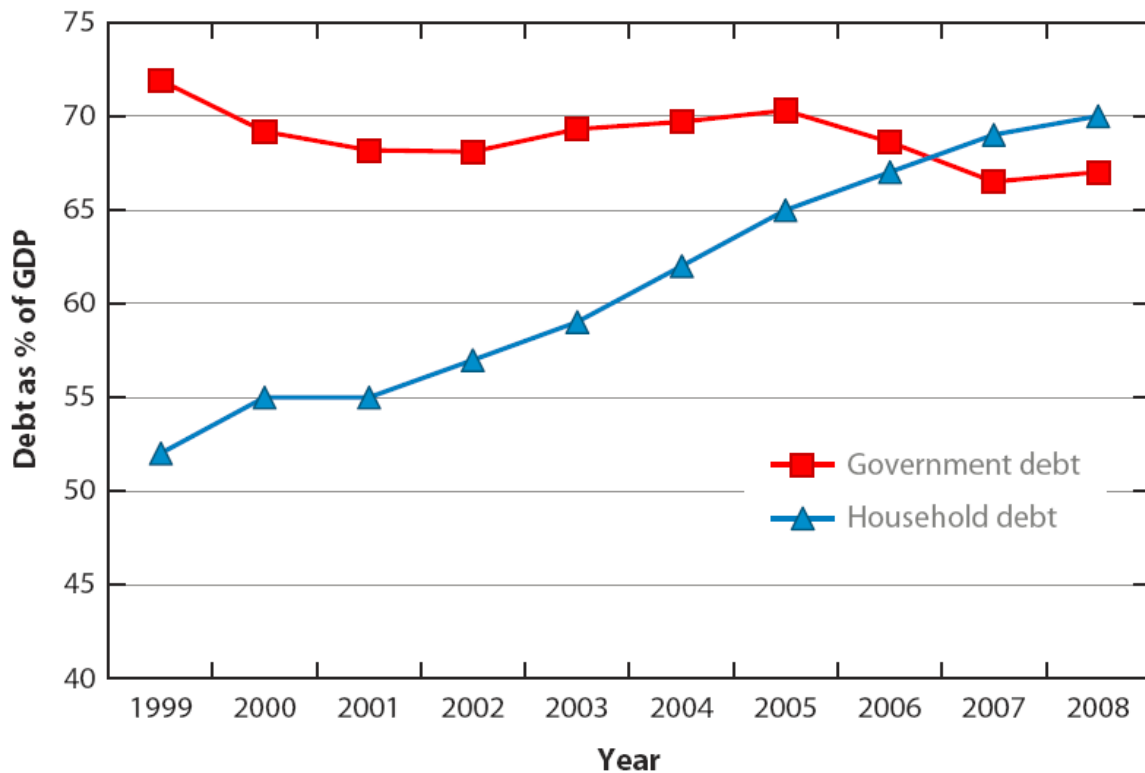
Đồng thuận Brussels-Frankfurt khiến các nhà hoạch định chính sách không thể nhìn thấy trước cuộc khủng hoảng sắp tới, chưa nói tới việc có các bước đi để ngăn chặn nó. Ví dụ tiêu biểu nhất về sự dự báo sai lầm này là bản báo cáo được Ủy ban châu Âu EC phát hành năm 2008 nhằm kỉ niệm mười năm thành lập khu vực đồng tiền chung châu Âu. Báo cáo kết luận rằng: “Liên minh tiền tệ châu Âu EMU là một thành công vang dội”. Mười năm từ khi thành lập, nó đã bảo đảm sự ổn định vĩ mô, thúc đẩy hội nhập kinh tế châu Âu không chỉ thông qua sự mở rộng liên tiếp, đồng thời tăng khả năng phục hồi sau các cú sốc bất lợi và trở thành một trụ cột ổn định của khu vực và trên thế giới (tr.5). Báo cáo tiếp đó nhấn mạnh các thử thách trong tương lai: “Tuy nhiên, còn có thể thu thêm được nhiều lợi ích hơn nữa từ Liên minh tiền tệ châu Âu trong tương lai. Điều này đòi hỏi phải cải thiện sự phối hợp về các chính sách kinh tế, tiến bộ hơn nữa trong các cải cách cấu trúc, một vai trò toàn cầu rõ rệt hơn cho khu vực đồng euro và một lời cam kết chắc chắn của các nước thành viên nhằm đạt được các mục tiêu này” (European Commission 2008, tr.6). Sự cần thiết của việc hướng tới một liên minh chính trị và ngân sách nhằm củng cố khối đồng tiền chung châu Âu mong manh không hề được đề cập tới. Khu vực đồng tiền chung châu Âu là một “thành công vang dội” mà không cần tới một cuộc đại tu căn bản cách quản trị của nó.

---

<sup>4</sup> Những người từng học lịch sử kinh tế sẽ không ngạc nhiên vì điều này vì những quan điểm như thế cũng phổ biến vào thời kỳ trước cuộc Đại Suy thoái.

## Kinh tế chính trị của khủng hoảng: Kinh tế học trở lại để trừng phạt

Câu chuyện kể ở các phần trên là câu chuyện mà ở đó các lãnh đạo chính trị châu Âu đã không hiểu hết khía cạnh kinh tế học của một liên minh tiền tệ mà chỉ hướng tới các mục đích chính trị thuần túy. Tới khi liên minh tiền tệ được thiết lập, họ tự đánh lừa bản thân rằng mình đã đưa ra một cơ chế điều hành đúng đắn cho khu vực đồng tiền chung châu Âu giúp nó bền vững về lâu dài.



**Hình 1.** Nợ chính phủ và nợ của hộ gia đình trong khối Eurozone trước khủng hoảng (tính theo % GDP). *Nguồn:* Ủy ban châu Âu, AMECO và CEPs.

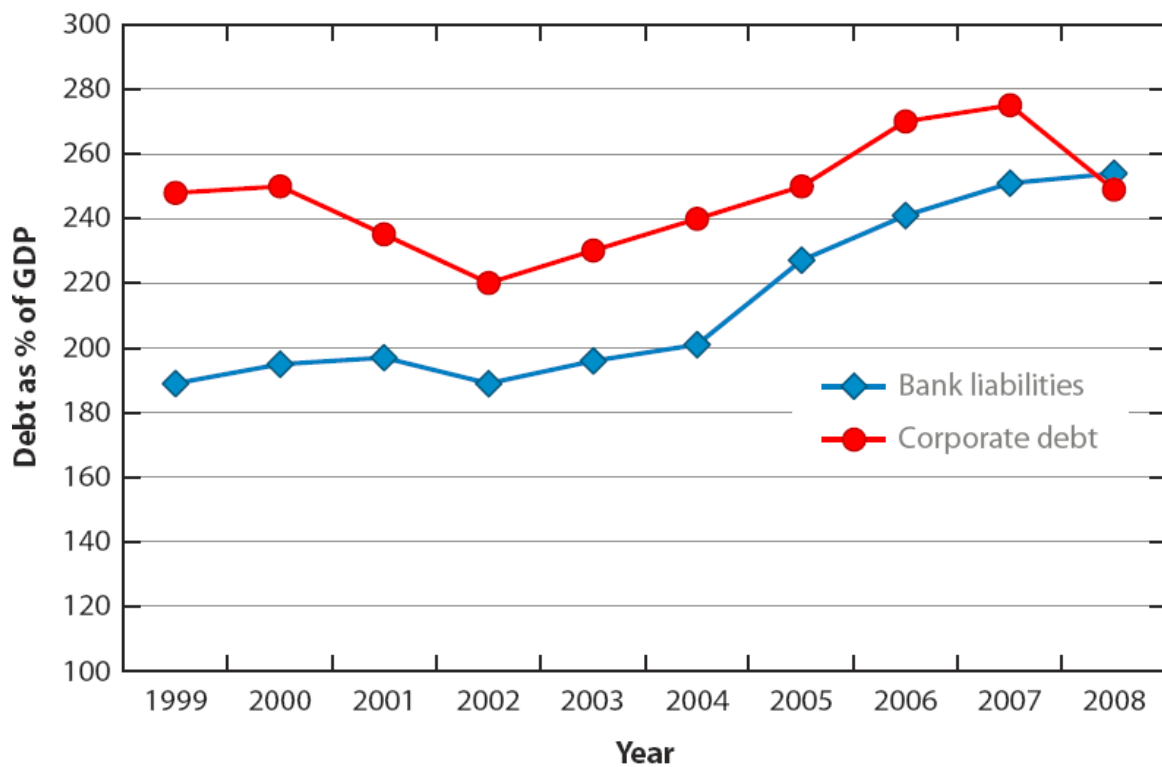
Cuộc khủng hoảng nợ công đã thức tỉnh các lãnh đạo chính trị. Họ được đưa ra khỏi thế giới hư cấu của mình và trở lại với thực trạng kinh tế tài chính. Có người hy vọng rằng, sau các bài học từ sai lầm trong quá khứ, họ sẽ có những phương án đúng đắn để chế ngự cuộc khủng hoảng. Điều đó hoàn toàn sai lầm. Cái được gọi là chế ngự khủng hoảng đã chẳng giải quyết được gì. Thực tế như tôi sẽ giải thích sau đây thì đôi lúc nó còn lợi bất cập hại.

Thất bại trong kiểm soát khủng hoảng cũng giống như những sự thất bại đã gây ra nó, đều là hậu quả của những hiểu biết sai lệch về kinh tế học cơ sở. Sự hiểu nhầm này gồm hai thành tố. Điều thứ nhất phát sinh từ sự chẩn đoán sai lệch về nguyên nhân gây ra khủng hoảng nợ công. Điều thứ hai là bởi các lãnh đạo

chính trị đã không hiểu được những bất trắc của khu vực đồng tiền chung châu Âu và việc nó có thể đổ vỡ nếu không được phục hồi nhanh chóng.

### ***Chẩn đoán sai lầm về khủng hoảng nợ công***

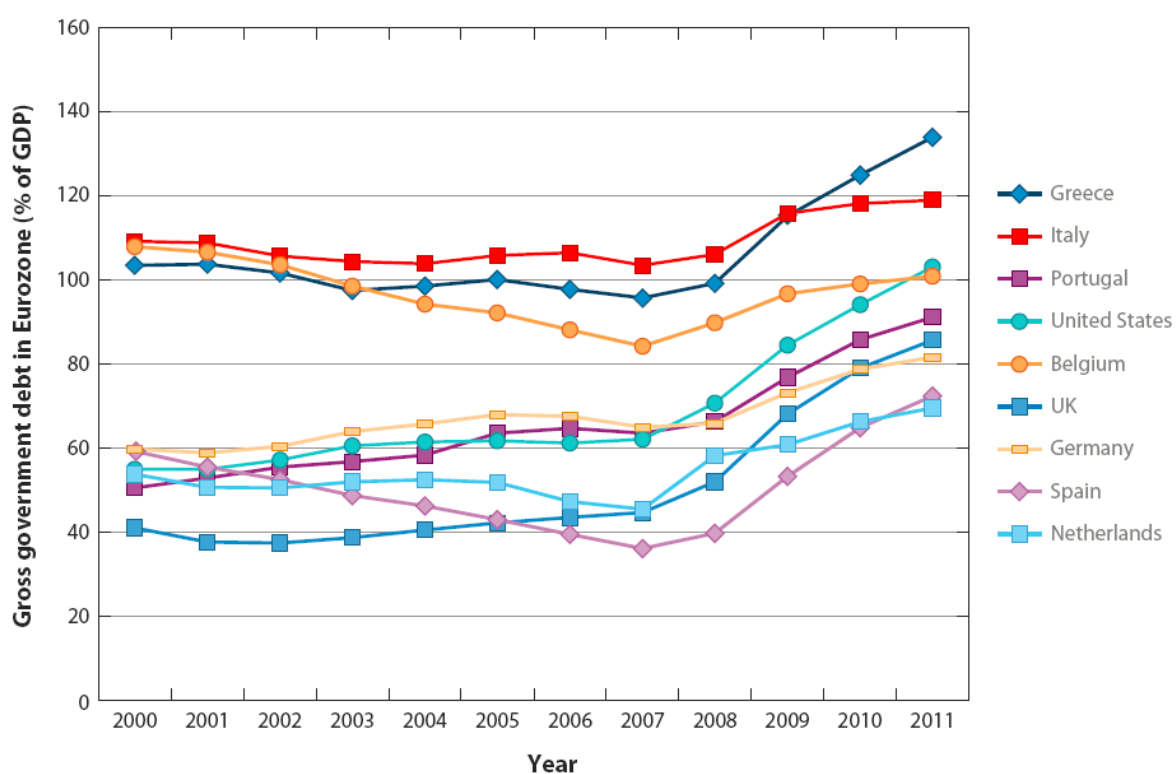
Các lãnh đạo chính trị, nhất là các nước Bắc Âu, cho rằng cuộc khủng hoảng nợ công là hậu quả của sự hoang phí của các chính phủ nói chung và của chính phủ các nước Nam Âu nói riêng. Tôi xin phản bác rằng, ngoại trừ Hy Lạp thì lý do khiến các nước rơi vào cuộc khủng hoảng này không liên quan mấy tới sự hoang phí chi tiêu công. Gốc rễ của vấn đề nợ ở châu Âu được nhận thấy trong sự tích lũy những khoản nợ không bền vững của khu vực tư nhân ở nhiều nước thành viên Eurozone. Như được thể hiện trong **Hình 1** và **2**, nợ ngân hàng và nợ của các hộ gia đình đã tăng nhanh trước cuộc khủng hoảng nợ. Đáng ngạc nhiên là khu vực duy nhất không gia tăng nợ (tính theo phần trăm GDP) lại là khu vực nhà nước.



**Hình 2.** Nợ ngân hàng và nợ doanh nghiệp trong khối Eurozone trước khủng hoảng (tính theo % GDP). *Nguồn:* Ủy ban châu Âu, AMECO và CEPs.

Sự tích lũy nợ khu vực tư nhân trong khối Eurozone gây ra bùng nổ và bong bóng kinh tế. Khi những khoản nợ này trở nên không bền vững và đổ vỡ, một lượng lớn các ngân hàng (các ngân hàng cho hộ gia đình vay nợ) và các doanh nghiệp (những doanh nghiệp không có khả năng trả nợ) bị mắc vào rắc rối do chính họ tạo

ra. Kết quả là các ngân hàng, doanh nghiệp và hộ gia đình bị buộc phải giảm mức nợ. Điều này đã khởi động những động lực gây nên giảm phát do nợ (debt deflation) được phân tích bởi Fisher (1933) và sau này là Minsky (1986). Khu vực tư nhân nỗ lực giảm nợ khiến nhiều tài sản bị bán, làm giảm mức giá. Do đó, nhiều chủ thể khác bị đẩy vào các vấn đề về khả năng thanh toán vì giá trị tài sản của họ sụt giảm. Ngày càng nhiều doanh nghiệp tư nhân bị buộc phải giảm mức nợ. Tuy nhiên khi tất cả cùng làm điều này thì không ai cải thiện được khả năng thanh toán của mình. Nền kinh tế bị đẩy vào một vòng xoáy giảm phát. Cách thoát ra duy nhất là các chính phủ phải tăng mức nợ của mình. Điều này là cần thiết để cho phép khu vực tư nhân giảm mức nợ mà không đưa nền kinh tế vào suy thoái.



**Hình 3.** Nợ chính phủ ở các nước Eurozone và Hoa Kỳ (tính theo % GDP). *Nguồn:* Ủy ban châu Âu, AMECO.

Phản ứng ban đầu của chính phủ các nước châu Âu là chính xác. Họ cho phép gia tăng mức nợ. Điều này đạt được thông qua hai kênh. Kênh thứ nhất chủ yếu do các chính phủ tiếp quản các khoản nợ của khu vực tư nhân, phần lớn là nợ ngân hàng. Kênh thứ hai là thông qua hệ thống ổn định tự động được khởi phát bởi sự suy giảm trong ngân sách chính phủ do suy thoái kinh tế. Do đó, tỉ lệ nợ chính phủ trên GDP bắt đầu tăng rất nhanh sau khi khủng hoảng tài chính nổ ra. **Hình 3** cho thấy tỷ số nợ trên GDP của các nước Eurozone trước và sau khủng hoảng. Đặc điểm

đáng ngạc nhiên nhất trong **Hình 3** là ngoại trừ Đức và Bồ Đào Nha thì nợ chính phủ của các nước khác đều giảm vào trước năm 2008. Đáng chú ý hơn nữa là hai quốc gia đã trải qua các vấn đề nợ chính phủ nghiêm trọng là Ai-len và Tây Ban Nha lại có tỷ số nợ chính phủ giảm ngoạn mục trước khi xảy ra khủng hoảng. Đây cũng là những nước có mức tích lũy nợ tư nhân lớn nhất.

Như vậy, nguồn gốc căn bản của cuộc khủng hoảng nợ công ở khu vực đồng tiền chung châu Âu ngoại trừ Hy Lạp là do sự tích lũy lâu dài các khoản nợ ở khu vực tư nhân đã buộc các chính phủ phải ra tay giúp (một số trường hợp là cứu) các mảng lớn của khu vực tư nhân. Thú vị là, theo khảo sát của Schularick (2012), phần lớn các cuộc khủng hoảng tài chính xảy ra trong thế kỉ trước ở các nước công nghiệp được gây ra bởi sự tích lũy quá mức nợ tư nhân, chứ không phải nợ chính phủ. Tuy nhiên sự chẩn đoán của các lãnh đạo khu vực đồng tiền chung châu Âu, tức chính phủ Đức, Ngân hàng Trung ương châu Âu và Ủy ban châu Âu, lại cho rằng chính chi tiêu chính phủ hoang phí là nguyên nhân. Tác động của sự chẩn đoán sai này là biện pháp thắt chặt ngân sách đã được áp đặt như một phương thuốc. Các chính phủ bị buộc phải giảm mức nợ trong khi khu vực tư nhân ở nhiều nước Eurozone, nhất là ở các nước có sự tích lũy nợ tư nhân quá mức, vẫn cố gắng một cách điên cuồng để giảm mức nợ. Do vậy, các nước Nam Âu, vốn bị ép phải uống liều thuốc sai lầm này, đã đưa nền kinh tế của họ chìm sâu vào suy thoái. Sự suy thoái này khiến tình trạng tài khóa của chính phủ các nước thêm tồi tệ, dẫn tới sự bác bỏ về chính trị cũng như xã hội đối với chính sách thắt chặt, làm suy giảm mức độ chấp nhận của xã hội đối với chính khối Eurozone.

### ***Sự mong manh của Eurozone trong khủng hoảng***

Như đã giải thích ở trên, khu vực đồng tiền chung châu Âu Eurozone đã mang trong mình những bất ổn ngay từ khi được thành lập. Khi cuộc khủng hoảng nợ công diễn ra vào năm 2010, những bất ổn này đã xuất hiện trước mắt tất cả mọi người (cho dù các nhà lãnh đạo chính trị Châu Âu, đặc biệt là ở Bắc Âu và ở Frankfurt đã không thể nhìn thấy điều đó). Chúng tôi sẽ phân tích tại sao những bất ổn này lại được phơi bày rõ ràng nhất trong một cuộc khủng hoảng.

Như đã trình bày trong phần "Kinh tế chính trị của sự ra đời đồng Euro: sự áp đảo của các mục đích chính trị", chìa khóa để hiểu rõ cuộc khủng hoảng nợ công ở khu vực đồng tiền chung Châu Âu Eurozone có liên quan mật thiết đến một đặc điểm cốt lõi của một liên minh tiền tệ (xem chi tiết tại trong bài phân tích của De Grauwe 2011 và Kopf 2011). Các thành viên trong một liên minh tiền tệ phát hành nợ (hay trái phiếu) bằng một đồng tiền mà họ không hề kiểm soát, điều đó có



nghĩa là chính phủ của những quốc gia này không thể đảm bảo việc trả nợ cho các trái chủ một khi trái phiếu đến hạn. Điều này chỉ ra một khả năng là các chính phủ này có thể rơi vào tình trạng mất thanh khoản, không thể trả được các khoản nợ cho các trái chủ.

Khủng hoảng về thanh khoản có thể dễ dàng trở thành khủng hoảng về khả năng trả nợ. Có một yếu tố tự trở thành hiện thực trong sự vận động này. Khi các nhà đầu tư lo sợ về khả năng vỡ nợ, họ sẽ hành động theo hướng khiến cho điều này trở thành thực tế. Một quốc gia có thể mất khả năng trả nợ vì các nhà đầu tư lo sợ điều đó.

Những cuộc khủng hoảng về thanh khoản trong một liên minh tiền tệ cũng có thể làm xuất hiện sự đa cân bằng. Các quốc gia không được thị trường tin tưởng sẽ bị đẩy đến một tình trạng cân bằng tiêu cực được đặc trưng bởi tỉ lệ lãi suất cao và nhu cầu phải áp đặt các chương trình thắt chặt ngân sách, qua đó đẩy nền kinh tế rơi vào suy thoái. Điều không thể tránh khỏi là một khi những quốc gia này gặp phải tình trạng cân bằng tiêu cực, các ngân hàng của họ cũng sẽ gặp phải khủng hoảng bởi đơn giản họ chính là những trái chủ chính của trái phiếu chính phủ. Khi giá của trái phiếu giảm mạnh, các ngân hàng sẽ phải chấp nhận một sự sụt giảm mạnh về giá trị trong cột tài sản của của bảng cân đối kế toán. Nhiều ngân hàng sẽ mất khả năng chi trả các khoản nợ. Ngược lại, những quốc gia được tin tưởng bởi các nhà đầu tư sẽ nhận được luồng thanh khoản mạnh qua đó giảm mức lãi suất và giúp nền kinh tế tăng trưởng. Qua đó họ đạt được mức cân bằng tích cực. Bài viết của De Grawe (2011) đã giới thiệu một mô hình chính thức, được lấy cảm hứng từ mô hình Obsfeld (1986) về các cuộc khủng hoảng ngoại tệ, mà trong đó tình trạng đa cân bằng là một kết quả có thể xảy ra.<sup>5</sup>

Cũng nên nhắc lại rằng những bất ổn tồn tại ở các quốc gia thành viên trong liên minh tiền tệ cũng có những cấu trúc tương đồng với những bất ổn tại các ngân hàng. Các ngân hàng gặp bất ổn do cấu trúc đáo hạn bất cân bằng của tài sản và nợ. Khoản mục nợ có thời hạn thanh toán ngắn hơn khoản mục tài sản ("ngân hàng đi vay ngắn hạn và cho vay dài hạn"). Kết quả là, các ngân hàng rất dễ gặp tình trạng đột biến rút tiền gửi (bank run). Khi những người gửi tiền tại ngân hàng lo ngại về một cuộc khủng hoảng thanh khoản, họ sẽ rút tiền ra, qua đó tạo ra chính cuộc khủng hoảng về thanh khoản mà họ đang lo ngại (xem mô hình kinh điển về đột biến rút tiền gửi của Diamond & Dybvig 1983). Vấn đề này có thể được giải

---

<sup>5</sup> Nhiều mô hình lý thuyết đã chính nó tạo nên khủng hoảng thanh khoản. Rất nhiều trong số đó được phát triển nhằm lý giải khủng hoảng ở các thị trường ngoại hối (xem thêm Obsfeld 1986). Các mô hình khác được áp dụng đối với nợ chính phủ (Calvo 1988, Gros 2011, Cosertti Dedola 2011).

quyết nếu các ngân hàng trung ương cam kết hỗ trợ thanh khoản cho các ngân hàng thương mại trong thời kỳ khủng hoảng (với tư cách người cho vay cuối cùng).

Các chính phủ trong một liên minh tiền tệ, vốn không thể trông cậy vào một người cho vay cuối cùng, phải đối mặt với những bất ổn tương tự. Nợ của họ (trái phiếu) có tính thanh khoản và có thể nhanh chóng được chuyển sang tiền mặt. Tài sản của họ (tài sản cố định, tiền thu từ người đóng thuế) lại không có tính thanh khoản như vậy. Khi không có sự hiện diện của một ngân hàng trung ương để đảm bảo thanh khoản, những chính phủ này có thể rơi vào khủng hoảng vì họ không thể nhanh chóng chuyển tài sản của mình sang tiền mặt một cách nhanh chóng.

Tôi không có ý lập luận rằng sự thiếu tin tưởng vốn ảnh hưởng tới quốc gia này mà không phải quốc gia khác là một điều từ trên trời rơi xuống. Đằng sau những động thái thiếu tin tưởng này là sự phát triển các xu hướng bất cân xứng mạnh mẽ tại các nước Eurozone. Như đã nói ở trên, khu vực Eurozone bị ảnh hưởng bởi những quá trình bùng nổ và bong bóng diễn ra trong những năm 2000. Những bùng nổ này xảy ra một cách hết sức không đồng đều. Một loạt những quốc gia nằm ở "ngoại vi" của khu vực Eurozone (Ai-len, Hy Lạp, Tây Ban Nha) đã trải qua những đợt bùng nổ kinh tế lớn mà động lực chính là nguồn tín dụng từ các ngân hàng, trong khi đó những quốc gia ở "vùng lõi" (nhóm Benelux, Đức, Pháp) lại trải qua thời kỳ tăng trưởng tương đối chậm. Điều này đã tạo sự phát triển không đồng đều về tiền lương và giá cả, khi mà tiền lương và giá cả tăng nhanh tại các nước ngoại vi và suy giảm tại các nước vùng lõi. Vì vậy, khu vực Eurozone bắt buộc phải chịu một cú sốc bất cân xứng nghiêm trọng, dẫn đến sự phân hóa về địa vị cạnh tranh của các quốc gia. Những quốc gia ở "ngoại vi" bị mất khả năng cạnh tranh trong khi những quốc gia ở "vùng lõi", đặc biệt là Đức, lại nâng cao được vị thế cạnh tranh của mình. Sự phân hóa này được thể hiện ở **Hình 4**.

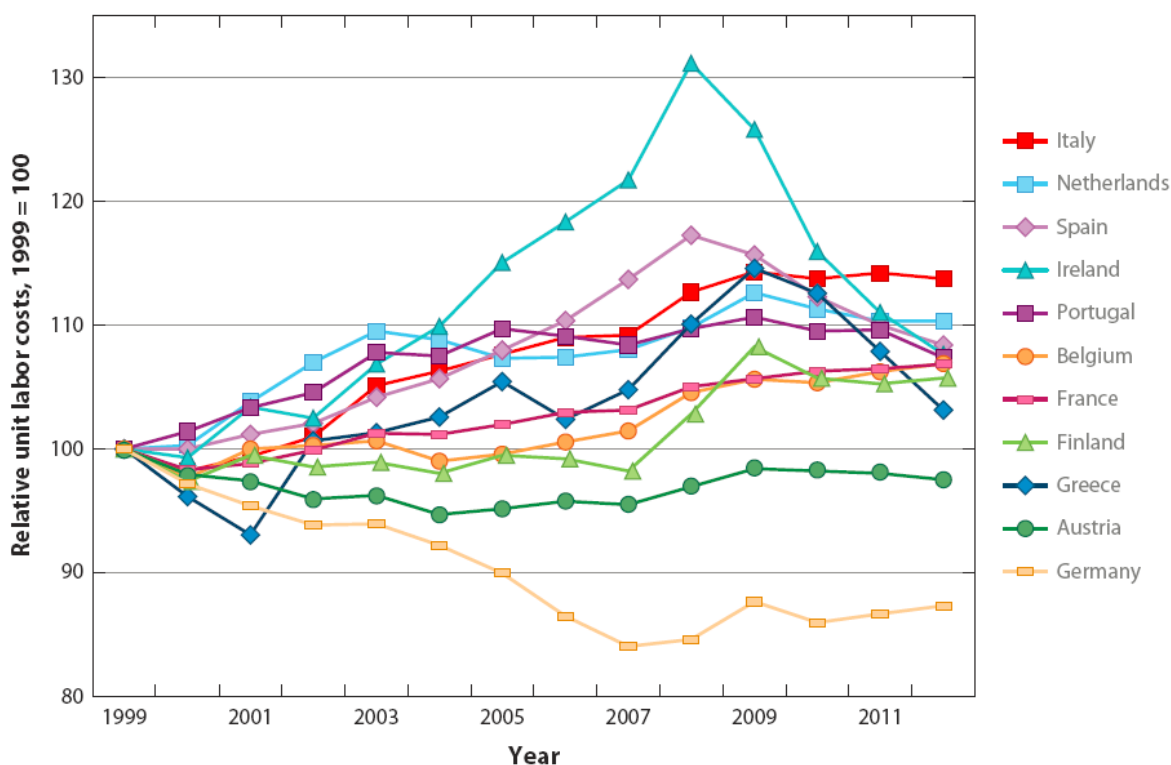
Rõ ràng, khi các quốc gia bị mất vị thế cạnh tranh mà không thể giảm giá đồng tiền của họ, họ bị ép phải phá giá nội bộ; tức là họ sẽ phải giảm mức giá và mức tiền lương tương đối so với các nước khác. Nhưng điều này chắc chắn dẫn tới suy thoái kinh tế và thâm hụt ngân sách quốc gia. Sự điều chỉnh khó khăn và khắc nghiệt này chính là nguyên nhân dẫn đến việc mất lòng tin trên thị trường tài chính. Vấn đề mất lòng tin này tiếp đó lại khiến những khó khăn vốn đã tồn tại trong các quốc gia càng thêm trầm trọng. Như đã phân tích ở phần trên, điều này đẩy các quốc gia tới trạng thái cân bằng tiêu cực được đặc trưng bởi việc thắt lưng buộc bụng thái quá dẫn tới suy thoái sâu, điều tới lượt nó lại dẫn tới tăng thêm nợ công và thâm hụt ngân sách.

Việc không nhận thức được những bất ổn tiềm ẩn của khu vực Eurozone và khả năng của chúng trong việc tự đẩy các quốc gia vào tình trạng cân bằng tiêu cực đã dẫn đến hàng loạt những quyết định sai lầm làm khủng hoảng thêm trầm trọng và đưa Eurozone đến bờ vực của sự sụp đổ.

### ***Những thất bại của Ngân hàng trung ương châu Âu***

Có lẽ sai lầm lớn nhất của ECB là tại thời điểm đầu của cuộc khủng hoảng, họ quyết định không nhận trách nhiệm bảo đảm thanh khoản cho thị trường trái phiếu chính phủ của khu vực Eurozone. Nhiều lập luận đã được đưa ra để biện minh cho quyết định này. Những lập luận này đã được xem xét trong De Grauwe (2011); phần lớn đều bị bác bỏ, nhưng lập luận về rủi ro đạo đức là rất nghiêm trọng. Ý kiến này cho rằng việc ngân hàng trung ương hành động với tư cách người cho vay cuối cùng trên thị trường trái phiếu chính phủ sẽ tạo nên rủi ro là việc các chính phủ sẽ có động lực để cho ngân sách thâm hụt và tỉ lệ nợ ở mức quá cao. Tuy rằng vấn đề rủi ro đạo đức rất đáng quan ngại, nhưng điều này không có hàm ý rằng ngân hàng trung ương không nên đóng vai trò là người cho vay cuối cùng. Thay vào đó, nó có hàm ý rằng các cơ chế kiểm soát cần được áp dụng đối với các rủi ro quá mức được chấp nhận bởi các tổ chức muốn trục lợi từ sự bảo đảm ngầm của ngân hàng trung ương.

Việc Ngân hàng Trung ương châu Âu không tung ra các gói cứu trợ dưới hình thức là người cho vay cuối cùng trên thị trường trái phiếu chính phủ cuối cùng đã dẫn đến cuộc khủng hoảng hệ thống ngân hàng thứ hai tại Eurozone vào cuối năm 2011. Điều này đã được tiên đoán trước bởi những người hiểu được bản chất của những bất ổn tiềm ẩn trong Eurozone. Khi mà các quốc gia bị đẩy vào tình trạng cân bằng tiêu cực, giá của trái phiếu chính phủ những nước đó sụt giảm, dẫn đến những vấn đề về khả năng trả nợ của phần lớn hệ thống ngân hàng các quốc gia này. Những vấn đề này đã dẫn tới tình trạng đột biến rút tiền gửi, buộc ECB phải cung cấp những sự hỗ trợ lớn với tư cách người cho vay cuối cùng cho các ngân hàng vào tháng 12 năm 2011 và tháng 2 năm 2012, thông qua việc bơm tổng cộng 1 nghìn tỷ đô la Mỹ vào hệ thống ngân hàng. Một điều đáng lưu ý ở quyết định này là ECB đã bỏ qua tất cả những quan ngại về vấn đề rủi ro đạo đức mà quyết định này đã tạo nên ở các ngân hàng.



**Hình 4.** So sánh chi phí đơn vị lao động giữa các nước. *Nguồn:* Ủy ban châu Âu, AMECO.

Khi thiết kế nên chiến dịch giải cứu này, ECB đã tạo ra những động lực lớn kích thích các ngân hàng mua trái phiếu chính phủ. Các ngân hàng có thể nhận được một lượng tiền rẻ (với lãi suất 1%) để đầu tư vào các trái phiếu chính phủ. Các ngân hàng đã thực hiện việc này một cách ồ ạt và nhờ đó tạm thời giảm bớt áp lực trên thị trường trái phiếu chính phủ. Vấn đề với phương pháp này là nó làm gia tăng mối liên hệ giữa các nhà nước và các ngân hàng thương mại. Khi các ngân hàng nắm giữ nhiều trái phiếu chính phủ trong bảng cân đối kế toán của mình thì nếu có thêm một đợt bán tháo trên thị trường trái phiếu, bản thân những ngân hàng này sẽ lại rơi vào khủng hoảng và cần thêm sự hỗ trợ. Thay vì làm suy yếu mối liên hệ giữa nhà nước và các ngân hàng vốn tai hại nếu các quốc gia bị đẩy vào tình trạng cân bằng tiêu cực, ECB lại làm tăng mối liên hệ này, và qua đó tạo tiền đề cho giai đoạn tiếp theo của cuộc khủng hoảng.

Phương pháp mà ECB đúng ra nên sử dụng phải là thông báo rằng họ sẽ không chấp nhận bất cứ một mức giảm nào của giá trái phiếu chính phủ nữa, qua đó đặt ra mức giá sàn cho trái phiếu chính phủ, đồng thời bảo vệ các ngân hàng khỏi các đợt bán tháo trên thị trường trái phiếu chính phủ. Với tư cách là một ngân hàng trung ương có khả năng tạo tiền vô hạn, ECB có đủ sức để cam kết hỗ trợ nhằm tạo ra một mức giá sàn như vậy.

ECB đã rút ra bài học từ những sai lầm này và ra tuyên bố vào ngày 6/9/2012 rằng họ sẵn sàng hành động trong vai trò người cho vay cuối cùng trên thị trường trái phiếu chính phủ. Tuy nhiên hiệu quả của chính sách này vẫn là một ẩn số cho đến thời điểm này khi mà ECB đưa ra một loạt các điều kiện để có thể đưa chính sách này vào thực thi. Điểm quan trọng nhất là các điều kiện thắt lưng buộc bụng bổ sung sẽ được ECB đòi hỏi như là cái giá mà các quốc gia phải trả cho các biện pháp can thiệp từ người cho vay cuối cùng. Hiệu ứng tức thì của tuyên bố này đương nhiên là tích cực và có xu hướng giúp giảm mức lãi suất mà các chính phủ vốn đã gặp khó khăn phải trả cho những khoản nợ của mình.

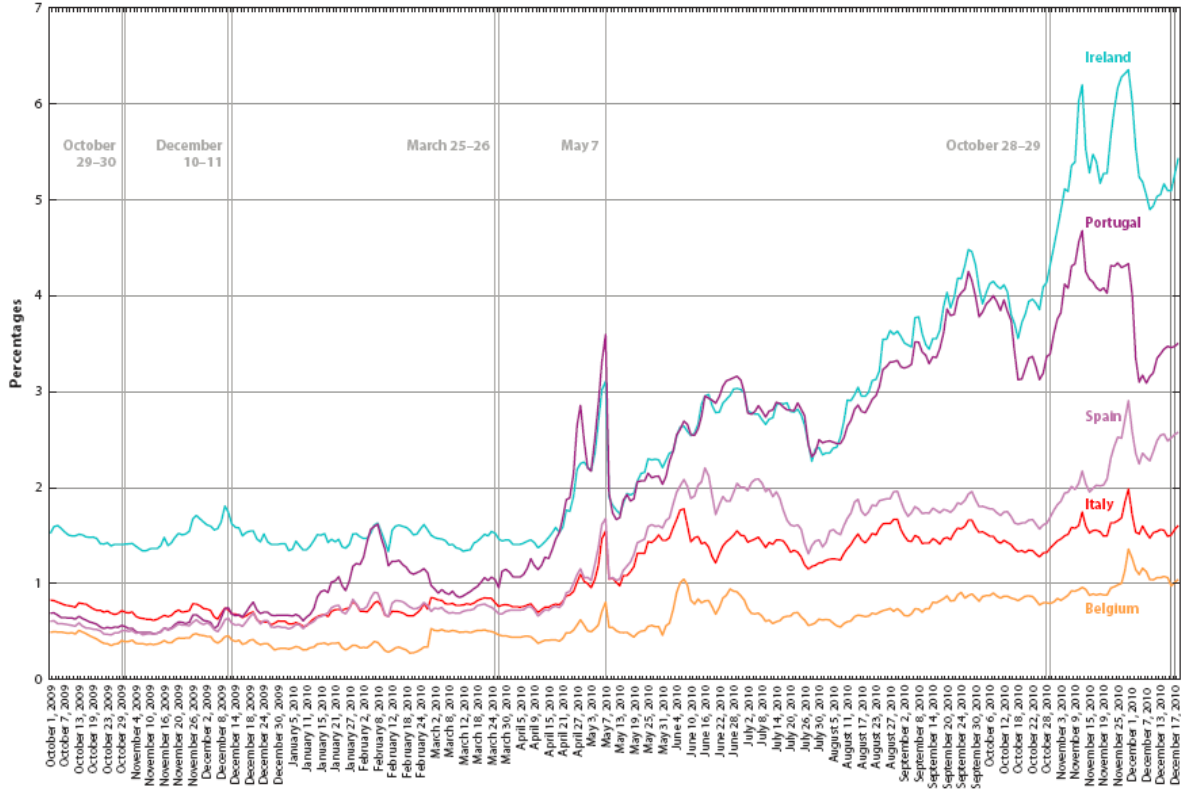
### *Những quyết định sai lầm của Hội đồng Châu Âu*

Các nhà lãnh đạo Châu Âu đưa ra quyết định trong khuôn khổ Hội đồng Châu Âu cũng đã thất bại không kém vì những lý do tương tự. Ở phần này, tôi sẽ chỉ ra điều này bằng cách phân tích các quyết định của họ trong năm 2010 khi mà cuộc khủng hoảng nợ công xảy ra.

Cuộc khủng hoảng này trở nên đặc biệt tồi tệ vào tháng 5 năm 2010 khi Hy Lạp đột ngột mất khả năng chi trả các khoản nợ công của mình. Trái ngược với các nước Ai-len và Tây Ban Nha, nơi mà khủng hoảng xảy ra chủ yếu đến từ số nợ quá lớn của khu vực tư nhân buộc các chính phủ phải đảm nhận việc chi trả hộ, thì cuộc khủng hoảng tại Hy Lạp là kết quả tổng hợp của cả khối nợ quá lớn từ cả khu vực tư nhân và chính phủ. Tệ hơn nữa, trong trường hợp của Hy Lạp, có thể nhận thấy rõ rằng ngay trong năm 2010, chính phủ đã mất khả năng chi trả nợ và giải pháp duy nhất là tái cấu trúc các khoản nợ của mình. Các nhà lãnh đạo Châu Âu đã không thể nhìn thấy điều này. Họ phản ứng với cuộc khủng hoảng tại Hy Lạp bằng cách tạo nên Quỹ ổn định tài chính châu Âu (EFSF) vào tháng 5 năm 2010 nhằm đưa ra các sự trợ giúp về tài chính cho chính quyền Hy Lạp sau khi áp đặt các chương trình thắt lưng buộc bụng hà khắc. Ngay lập tức, có thể thấy rõ rằng điều này đã không phát huy hiệu quả. Sau một sự lạc quan ngắn ngủi, chênh lệch giá chào bán và giá mua (spread) trái phiếu chính phủ Hy Lạp lại tiếp tục biến động tăng và qua đó gây hậu quả là làm tăng chênh lệch giá chào bán và giá mua trái phiếu của các nước ngoài vi Eurozone (xem **Hình 5**). Rõ ràng, không có vấn đề nào được giải quyết, thậm chí vấn đề còn trầm trọng hơn. Hội chứng này sẽ còn lặp lại nhiều lần.

Rất khó để dự đoán được điều gì đã có thể xảy ra nếu Hội đồng Châu Âu hành động sớm hơn để cứu giúp Hy Lạp vào đầu năm 2010. Có thể tình trạng lây lan sang các nước lân cận đã không xảy ra, và do đó khu vực Eurozone cũng có thể

đã tránh được rất nhiều rắc rối sau này. Sự thật là sự chần chừ của Hội đồng Châu Âu không phải là vô cơ. Nó là kết quả trực tiếp từ những nhận thức nền tảng sai lầm về bản chất của khủng hoảng cũng như những quan điểm khác nhau ngay trong Hội đồng về vấn đề này. Sẽ còn nhiều điều tồi tệ hơn xảy ra.



**Hình 5.** Chênh lệch giá chào bán và giá mua trái phiếu chính phủ (10 năm) và cuộc họp Hội đồng châu Âu. *Nguồn:* Datastream

Quyết định sai lầm nhất được Hội đồng Châu Âu đưa ra là vào tháng 10 năm 2010. Trong cuộc họp song phương tại Deauville, Thủ tướng Đức Angela Merkel và Tổng thống Pháp Nicolas Sarkozy đã nhất trí rằng trong tương lai, “các điều khoản hành động chung” (CACs) sẽ được áp dụng vào các trái phiếu chính phủ của các nước khu vực đồng tiền chung châu Âu. Hội đồng Châu Âu đã thông qua quyết định này vào tháng 10 năm 2010. CACs sẽ buộc những nhà đầu tư nắm giữ trái phiếu chính phủ phải đóng thuế trong tương lai khi mà các chính phủ nhận những sự giúp đỡ về tài chính từ Quỹ ổn định tài chính châu Âu. Lý lẽ được đưa ra bảo vệ cho quyết định này là buộc các nhà đầu tư nắm giữ trái phiếu phải cảnh giác hơn với những rủi ro mà họ có thể gặp phải khi mua trái phiếu chính phủ. Tuy nhiên, điều không may là các nhà lãnh đạo châu Âu đã không thể hiểu rằng, bằng việc thông qua CACs, họ đã khiến hệ thống tài chính châu Âu càng trở nên mong manh hơn. Bởi lẽ kể từ bây giờ, chỉ cần có những lo ngại nhỏ về vấn đề nợ công của các quốc gia,

các nhà đầu tư sẽ lập tức bán tháo trái phiếu, qua đó tăng nguy cơ về việc xảy ra các cuộc khủng hoảng trong tương lai. Tác động tức thì của quyết định này thể hiện ở việc chênh lệch giá chào bán và giá mua của các trái phiếu chính phủ tăng mạnh trong tháng 10 (xem **Hình 5**). Kể từ thời khắc ấy, thị trường trái phiếu chính phủ tại khu vực Eurozone vẫn luôn ở trong tình trạng khủng hoảng.

Một đặc điểm trong cách tiếp cận của các cuộc họp liên tiếp của Hội đồng Châu Âu là vấn đề đạo đức hóa. Những cảm nhận mạnh mẽ từ người dân tại các nước chủ nợ Bắc Âu (như Đức, Hà Lan, Phần Lan) là cho rằng các nước Nam Âu đã hành xử sai lầm. Những sự trừng phạt nên được đưa ra để ngăn chặn việc chi tiêu bừa bãi của chính phủ các quốc gia này trong tương lai. Sức ép từ người dân này dẫn đến việc chính phủ các quốc gia chủ nợ khăng khăng đưa ra hàng loạt những điều kiện ngặt nghèo và mức lãi suất mang tính trừng phạt trong các gói cứu trợ về tài chính cho các nước đang bị khủng hoảng nợ công. Tất cả những điều này đều có thể hiểu được nhưng nó không phải là cách giải quyết hiệu quả cho cuộc khủng hoảng. Ngược lại, chính cách tiếp cận theo kiểu trừng phạt này đã đẩy những quốc gia đang chịu gánh nặng nợ công rơi vào bẫy giảm phát khiến họ ngày càng khó khăn hơn trong việc tạo ra thặng dư để chi trả các khoản nợ của mình.<sup>6</sup>

## Kết luận

Trong bài viết này tôi đã lập luận rằng cuộc khủng hoảng mang tính sống còn của khu vực Eurozone có liên quan tới nguồn gốc ra đời của chính nó. Quyết định ban đầu nhằm thành lập ra một liên minh tiền tệ đã bị chi phối bởi những động cơ chính trị mà không đếm xỉa đến khía cạnh kinh tế của một liên minh như vậy. Sai lầm này đến từ sự thiếu hiểu biết của giới chức Châu Âu về những điều kiện kinh tế cần thiết để có một mô hình khu vực đồng tiền chung thành công.

Khi cuộc khủng hoảng nợ công diễn ra vào năm 2010, các nhà lãnh đạo chính trị lại cho thấy một sự thiếu hiểu biết đáng thất vọng không kém về khía cạnh kinh tế của liên minh tiền tệ. Họ đã không thể chẩn đoán một cách chính xác vấn đề xảy ra lúc bấy giờ và sau đó tiếp tục mù mờ về sự mong manh của khu vực Eurozone. Kết quả là, họ đã không thể hành động kịp thời, và tệ hơn là đã đưa ra hàng loạt những quyết định tai hại khiến khu vực này càng chìm sâu vào khủng hoảng.

---

<sup>6</sup> Tình trạng này gợi nhớ tới các cuộc xung đột quốc tế nảy sinh do các nước thắng trận cố đòi bồi thường của Đức sau Chiến tranh thế giới lần thứ nhất. Nước Đức đã không có cách nào trả nợ và bị đẩy vào siêu lạm phát và sau đó là suy thoái kinh tế.

Điều cần thiết phải làm lúc này để cứu đồng Euro có thể tóm tắt trong những dòng sau đây. Đầu tiên, ECB phải bắt tay vào chặn đứng sự hoảng loạn vốn đang làm mất ổn định khu vực Eurozone. Điều này có thể đạt được bằng cách tuyên bố lãi suất trái phiếu chính phủ của các nước có thể trả được nợ nhưng đang không có thanh khoản (như Tây Ban Nha, Italia, Bồ Đào Nha, Ai-len) sẽ không được phép vượt quá một mức nhất định (ví dụ không quá 300 điểm cơ sở so với lãi suất trái phiếu chính phủ Đức). ECB là thể chế duy nhất có thể đứng ra đảm bảo điều này và nắm trong tay khả năng ngăn chặn nỗi sợ hãi đang làm xói mòn khu vực Eurozone. Thể chế này đã đưa ra quyết định đúng đắn vào ngày 6 tháng 9 năm 2012 khi tuyên bố rằng từ thời điểm đó, họ sẽ đóng vai trò là người cho vay cuối cùng trên thị trường trái phiếu chính phủ, mặc dù chưa thể chắc chắn về sự hiệu quả của chính sách mới này do những điều kiện thắt lưng buộc bụng ngặt nghèo về ngân sách mà ECB áp đặt như là một điều kiện tiên quyết cho các gói hỗ trợ.

Thứ hai, Ủy ban Châu Âu nên đi đầu trong việc thay đổi bản chất các chính sách kinh tế vĩ mô của Eurozone. Những quốc gia chịu thâm hụt tài khoản vãng lai trên cán cân thanh toán của mình không còn lựa chọn nào khác là phải thắt chặt chi tiêu, nhưng Ủy ban Châu Âu nên để những chương trình thắt lưng buộc bụng này dàn trải ra trong một thời gian dài hơn. Trong khi Ủy ban này đến các nước thâm hụt ngân sách và thuyết giảng về việc thắt lưng buộc bụng, thì họ cũng nên đến những quốc gia có thặng dư trong cán cân tài khoản vãng lai và hối thúc họ ngừng việc cố gắng cân bằng ngân sách chính phủ khi mà toàn khu vực Eurozone đang có nguy cơ đi vào suy thoái. Thông điệp của Ủy ban Châu Âu nên là thâm hụt ngân sách tại những quốc gia này là tốt cho bản thân họ và cho toàn hệ thống.

Cuối cùng, một liên minh ngân sách là một thành phần quan trọng của một liên minh tiền tệ bền vững (von Hagen et al. 2002). Tuy nhiên, liên minh ngân sách vẫn là một viễn cảnh trong tương lai dài hạn. Có rất ít hy vọng đạt được điều này trong một sớm một chiều bởi nó đồng nghĩa với việc cơ bản chuyển giao chủ quyền từ các quốc gia – dân tộc sang cho các thể chế châu Âu. Việc có thể làm ngay bây giờ có lẽ chính là phát hành trái phiếu Châu Âu Eurobonds chung. Cách này có ý nghĩa là gửi một thông điệp đến toàn thị trường rằng đã có những bước đi đầu tiên hướng đến việc tạo ra một liên minh tài khóa chung cho toàn khu vực ngay từ hôm nay, và nhờ đó giảm bớt sự sợ hãi đang hiện hữu vốn làm bất ổn khu vực Eurozone (Delpha & von Weizsacker 2010, De Grauwe & Moesen 2009). Rõ ràng, rất nhiều vấn đề sẽ cần phải được giải quyết để có thể phát hành được trái phiếu chung Châu Âu (xem Gros 2012), nhưng cách này có ưu điểm là bắt đầu một quá trình không thể tránh khỏi nếu muốn duy trì sự tồn tại của đồng Euro.



Đây là ba thành tố của bất kỳ chương trình nào nhằm cứu vãn đồng Euro. Chi tiết của một chương trình như vậy có thể khác nhau, song những nét cơ bản nói chung sẽ vẫn giống nhau. Nhưng liệu một chương trình như vậy có thể đạt được sự đồng thuận từ những nhà lãnh đạo chính trị của Châu Âu hay không thì vẫn là một ẩn số.

## Danh mục tài liệu tham khảo

- Akerlof G, Shiller R. 2009. *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton, NJ: Princeton Univ. Press. 264 pp.
- Banducci SA, Karp JA, Loedel PH. 2009. Economic interests and public support for the euro. *J. Eur. Publi Pol.* 16:564–81
- Barro R, Gordon D. 1983. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *J. Monetary Econ* 12:101–21
- Bayoumi T, Eichengreen B. 1997. Ever closer to heaven: an optimum currency area index for European countries. *Eur. Econ. Rev.* 41(3–5):761–70
- Bayoumi T, Eichengreen B, Prasad E. 1995. *Currency unions, economic fluctuations and adjustment: some empirical evidence*. Cent. Econ. Policy Res. Disc. Pap. No. 1172
- Beine M, Candelon B, Sekkat K. 2003. EMU membership and business cycle phases in Europe: Markov-switching VAR analysis. *J. Econ. Integration* 18:214–42
- Bernholz P. 1999. The Bundesbank and the process of European monetary integration. In *Fifty Years of the Deutsche Mark, Central Bank and the Currency in Germany since 1948*, ed. Deutsche Bundesbank. Oxford UK: Oxford Univ. Press
- Committee on the Study of Economic and Monetary Union (the Delors Committee). 1989. *Report on economic and monetary union in the European Community (Delors Report)*; with collection of papers. Luxembourg Off. Official Publ. Eur. Comm.
- Calvo G. 1988. Servicing the public debt: the role of expectations. *Am. Econ. Rev.* 78(4):647–61
- Corsetti GC, Dedola L. 2011. *Fiscal crises, confidence and default. A bare-bones model with lessons for the euro area*. Unpublished manuscript, Dep. Econ., Cambridge Univ.
- De Grauwe P. 2006. What have we learnt about monetary integration since the Maastricht Treaty? *J. Common Market Stud.* 44(4):711–30
- De Grauwe P. 2011. *Governance of a fragile Eurozone*. Econ. Pol., CEPS Work. Doc. <http://www.ceps.eu/book/governance-fragile-eurozone>
- De Grauwe P. 2012. *Economics of Monetary Union*. Oxford, UK: Oxford Univ. Press. 9th ed.

- De Grauwe P, Moesen W. 2009. Gains for all: a proposal for a common Eurobond. *Intereconomics* May/June 2–6
- De Grauwe P, Vanhaverbeke W. 1993. Is Europe an optimum currency area? Evidence from regional data. In *Policy Issues in the Operation of Currency Unions*, ed. PR Masson, MP Taylor. Cambridge, UK: Cambridge Univ. Press
- Delpla J, von Weizsäcker J. 2010. The blue bond proposal. *Bruegel Policy Brief* May, Brussels
- Diamond DW, Dybvig PH. 1983. Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *J. Polit. Econ.* 91(3):401–19
- European Commission. 1977. *Report of the Study Group on the Role of Public Finance in European Integration* (MacDougall Report), Brussels, Belgium
- European Commission. 1990. *One market, one money*. Eur. Econ., Rep. 44, Brussels, Belgium
- European Commission. 2008. *Emu@10. Successes and challenges after ten years of economic and monetary union*. European Economy. 2. June, Brussels. 342 pp.
- Eichengreen B. 1990. *Is Europe an optimum currency area?* CEPR Disc. Pap. No. 478
- Eichengreen B, Hausmann R, Panizza U. 2005. The pain of original sin. In *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, ed. B Eichengreen, R Hausmann. Chicago: Chicago Univ. Press
- Erkel-Rousse H, Melitz J. 1995. New empirical evidence on the costs of monetary union. CEPR Disc. Pap. No. 1169
- Fisher I. 1933. The debt-deflation theory of great depressions. *Econometrica* 1:337–57
- Gros D. 2012. *A simple model of multiple equilibria and default*. Mimeo, CEPS
- Issing O. 2008. *The Birth of the Euro*. Cambridge, UK: Cambridge Univ. Press
- Kaltenthaler C, Anderson K. 2001. Europeans and their money: explaining public support for the common European currency. *Eur. J. Polit. Res.* 40:139–70
- Kenen P. 1969. The theory of optimum currency areas: an eclectic view. In *Monetary Problems of the International Economy*, ed. R Mundell, A Swoboda. Chicago: Univ. Chicago Press
- Keynes JM. 1936. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan. 472 pp.
- Kindleberger. 2005. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. London: Palgrave Macmillan. 5th ed.
- Kopf C. 2011. Restoring financial stability in the Euro area. *CEPS Policy Brief*, 15 March, Brussels, Belgium

- Kydland E, Prescott E. 1977. Rules versus discretion: the inconsistency of optimal plans. *J. Polit. Econ.* 85(3):473–91
- Maastricht Treaty (Treaty on European Union). 1992. CONF-UP-UEM 2002/92, Brussels, Belgium, 1 February
- Marsh D. 1993. *The Bundesbank: The Bank That Rules Europe*. London: Mandarin. 368 pp.
- McKinnon R. 1963. Optimum currency areas. *Am. Econ. Rev.* 53:717–25
- Melitz J. 1988. Monetary discipline, Germany and the European monetary system: a synthesis. In *The European Monetary System*, ed. F Giavazzi, SMicossi, M Miller. Cambridge, UK: Cambridge Univ. Press
- Minsky H. 1986. *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw-Hill
- Mundell R. 1961. A theory of optimal currency areas. *Am. Econ. Rev.* 51(4):657–65
- Obstfeld M. 1986. Rational and self-fulfilling balance-of-payments crises. *Am. Econ. Rev.* 76(1):72–81
- Padoa-Schioppa T. 2004. *The Euro and its Central Bank: Getting United after the Union*. Cambridge, MA: MIT Press
- Schularick M. 2012. *Public debt and financial crises in the twentieth century*. Presented at Eur. Central Bank Conf. Sovereign Debt, Frankfurt, June 22–23
- von Hagen J, Hughes J Hallett A, Strauch R. 2002. Budgetary institutions for sustainable public finances. In *The Behaviour of Fiscal Authorities. Stabilisation, Growth and Institutions*, ed. M Buti, J von Hagen, C Martinez. New York: Palgrave
- Walsh CE. 2003. *Monetary Theory and Policy*. Cambridge, MA: MIT Press. 2nd ed.
- Woodford M. 2003. *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton, NJ: Princeton Univ. Press

---

## GIỚI THIỆU DỰ ÁN NGHIENCUUQUOCTE.NET

---

### Mục đích

*Nghiencuuquocte.net* là một dự án phi chính trị, phi lợi nhuận nhằm mục đích phát triển nguồn học liệu chuyên ngành nghiên cứu quốc tế bằng tiếng Việt và thúc đẩy việc học tập, nghiên cứu các vấn đề quốc tế tại Việt Nam.

### Lý do ra đời

Trong khi số người học tập và nghiên cứu về các vấn đề quốc tế ở Việt Nam ngày càng gia tăng thì việc tiếp cận các tài liệu mang tính học thuật của thế giới về lĩnh vực này còn rất hạn chế vì hai lý do: Thứ nhất, các tài liệu này thường phải trả phí mới tiếp cận được, trong khi các trường đại học và viện nghiên cứu của Việt Nam hầu như không có chi phí trang trải. Thứ hai, các tài liệu này chủ yếu được xuất bản bằng tiếng Anh, khiến nhiều sinh viên, nhà nghiên cứu, và đặc biệt là quảng đại độc

giả quan tâm đến các vấn đề quốc tế nói chung, gặp khó khăn trong việc tiếp thu, lĩnh hội. *Nghiencuuquocte.net* ra đời với hi vọng sẽ góp phần khắc phục được các vấn đề trên.

### Hoạt động chính

Hoạt động chính của *Nghiencuuquocte.net* là biên dịch sang tiếng Việt và xuất bản trên website của mình các nguồn tài liệu mang tính học thuật bằng tiếng Anh về lĩnh vực quan hệ quốc tế, bao gồm chính trị quốc tế, kinh tế quốc tế, và luật pháp quốc tế.

Các tài liệu này chủ yếu là các bài báo trên các tạp san quốc tế, các chương sách, hoặc các tài liệu tương ứng, đã được xuất bản bởi các nhà xuất bản, các trường đại học và viện nghiên cứu có uy tín trên thế giới.

Dự án ưu tiên biên dịch và xuất bản:

- Các bài viết mang tính nền tảng đối với lĩnh vực nghiên cứu quốc tế;
- Các bài viết có nhiều ảnh hưởng trong lĩnh vực này;
- Các bài viết liên quan trực tiếp hoặc có ảnh hưởng, hàm ý gián tiếp đến Việt Nam;
- Các bài viết được đông đảo độc giả quan tâm.

Trang chủ dự án: <http://nghiencuuquocte.net/>

Thông tin thêm về Dự án: <http://nghiencuuquocte.net/about/>

Danh mục các bài đã xuất bản: <http://nghiencuuquocte.net/muc-luc/>

Theo dõi Dự án trên Facebook: <https://www.facebook.com/DAnghiencuuquocte>

Ý kiến đóng góp và mọi liên hệ xin gửi về: Lê Hồng Hiệp, [nghiencuuquocte@gmail.com](mailto:nghiencuuquocte@gmail.com)

---