

## VIỆT NAM - ĐỔI MỚI VÀ HỘI NHẬP

## GIẢI MÃ CHU KỲ CỦA VÀNG: GÓC NHÌN TỪ NHỮNG BIẾN ĐỘNG TRONG THỂ CHẾ TIỀN TỆ TOÀN CẦU

Nguyễn Thị Ngọc Hà\*

Ngày nhận bài: 2/12/2025 | Ngày gửi phản biện: 8/12/2025 | Ngày duyệt đăng: 19/12/2025

**Tóm tắt:** Trong lịch sử kinh tế chính trị, kéo dài hàng thiên niên kỷ của nhân loại, vàng không chỉ đơn thuần là một kim loại quý hay một hàng hóa giao dịch mà nó là hiện thân vật lý của “Niềm tin”, hay chữ “Tin” (Trust) trong cấu trúc xã hội và tài chính. Trên cơ sở nghiên cứu về lỗ hổng thể chế tiền tệ toàn cầu đương đại, các hệ quả của thể chế này với đồng tiền thống trị toàn cầu USD và biến động địa - kinh tế - chính trị đang tạo ra những thay đổi mạnh mẽ, bài viết luận giải chu kỳ tăng giá hiện tại của vàng là một triệu chứng của cuộc khủng hoảng niềm tin sâu sắc vào hệ thống tiền tệ USD - hệ thống đã thống trị thế giới kể từ sau Chiến tranh thế giới lần thứ hai.

**Từ khóa:** Vàng, chu kỳ, thể chế tiền tệ toàn cầu, USD, Basel III.

**Abstract:** In humanity's millennia-long history of political economy, gold is not merely a precious metal or a commodity; it is the physical embodiment of “Trust” in social and financial structures. Based on research into the flaws in contemporary global monetary institutions, the consequences of this institution on the dominant global currency, the USD, and the geopolitical and geoeconomic shifts creating profound changes, this article argues that the current gold price surge is a symptom of a deep crisis of confidence in the USD monetary system - a system that has dominated the world since World War II.

**Keywords:** Gold, cycle, global monetary institutions, USD, Basel III.

## 1. Chữ Tín và bản chất của tiền tệ - từ La Mã đến “cú sốc Nixon”

### 1.1. Tiền tệ là thước đo của niềm tin

Tiền tệ là một công cụ đo lường giá trị của cái, một phương tiện lưu trữ sức mua và, quan trọng nhất, là một hợp đồng niềm tin giữa nhà nước (người phát hành tiền) và người dân (người sử dụng tiền).

\* ThS., Viện Chiến lược chính sách Kinh tế - Tài chính, Bộ Tài chính  
Email: nguyenngocha.emma@gmail.com

Một thước đo chuẩn mực phải có tính bất biến. Tương tự, tiền tệ cần một sự ổn định về giá trị để xã hội vận hành trơn tru. Vàng, với các đặc tính lý hóa bền vững và sự khan hiếm tự nhiên, đã trở thành vật bảo tìn hoàn hảo. Khi một đồng tiền được bảo đảm bằng vàng, nó mang trong mình “chữ Tín” của tự nhiên, không phụ thuộc vào lời hứa của bất kỳ chính trị gia nào. Tuy nhiên, trong suốt 2000 năm qua, đối mặt với áp lực chi tiêu vượt quá khả năng thu thuế, thường là do chiến tranh hoặc sự xa hoa của giới cầm quyền, họ luôn chọn con đường dễ dàng nhất: phá giá đồng tiền.

### 1.2. Sự sụp đổ của đồng Aureus và bài học từ Đế chế La Mã

Trong cuốn sách “Niềm kiêu hãnh của vàng” (Hoàng Kim Huyền và Nguyễn Thị Ngọc Hà, 2025), nghiên cứu lịch sử 2000 năm cho thấy, một đồng tiền sở dĩ trở thành đồng tiền thống trị toàn cầu, được sử dụng chính trong lưu thông hàng hoá quốc tế, bởi đằng sau nó là: (1) một chính phủ mạnh, có uy tín và nguồn tài sản (vàng) lớn nhất, vững mạnh nhất; (2) có quân đội hùng mạnh, không chỉ đảm bảo an ninh quốc gia mà có thể bảo trợ cho một vùng, lãnh thổ rộng lớn; (3) luôn dẫn đầu về công nghệ, để đảm bảo vũ khí hiện đại nhất, sở hữu các hạm đội hải quân hùng mạnh nhất và giàu có nhờ năng suất vượt trội bởi công nghệ. Đó là cách một đế chế xuất hiện, và định hình một trật tự thế giới mới. Theo sức mạnh định hình này, đồng tiền của đế chế ấy cũng trở thành đồng tiền thống trị toàn cầu. Nhưng khi một trong ba hoặc cả ba sức mạnh liệt kê ở trên cùng mất đi, ấy là lúc đế chế bắt đầu suy tàn. Các đế chế hầu hết do sa lầy vào chiến tranh, hoặc sự xa hoa quá mức khiến giới cầm quyền cần nhiều tiền hơn để chi tiêu cho tham vọng của họ. Họ bắt đầu nói dối dân chúng và đối tác thương mại: sản xuất ra đồng tiền với giá trị thấp hơn cam kết, ngày nay chính là in tiền nhiều hơn cam kết lạm phát mà chính phủ tuyên bố. Đồng tiền mất giá, niềm tin của người dân và quân đội vào chính phủ tiêu tan, các đối tác thương mại và chư hầu của họ lảng lảng tìm kiếm các đồng minh khác, ủng hộ cho một đế chế khác, một sức mạnh tiền tệ - thương mại khác. Đế chế tiến tới suy vong và đồng tiền từng thống trị toàn cầu của họ cũng biến mất theo sự suy tàn của kinh tế - chính trị - quân sự và công nghệ của họ.

Không có ví dụ nào minh họa rõ ràng hơn về mối liên hệ giữa sự suy đồi của tiền tệ và sự sụp đổ của đế chế như câu chuyện của La Mã cổ đại. Đồng aureus vàng ròng, từng là biểu tượng cho sức mạnh và sự thịnh vượng của La Mã, cũng là đồng tiền thống trị toàn cầu trong suốt năm thế kỷ - đã bị các hoàng đế La Mã huỷ hoại dần theo thời gian. Để tài trợ cho các chiến dịch quân sự mở rộng lãnh thổ và duy trì lòng trung thành của quân đội, các hoàng đế như Nero và sau này là Diocletian đã thực hiện hành vi gian

lận: họ thu hồi tiền cũ, pha trộn thêm các kim loại rẻ tiền (như đồng), rồi phát hành lại với cùng mệnh giá nhưng hàm lượng vàng thấp hơn. Đây chính là hình thức lạm phát sơ khai nhất.

Hậu quả là người dân La Mã, với sự nhạy bén kinh tế, đã nhanh chóng nhận ra sự thay đổi. Họ giữ lại những đồng tiền vàng cũ (tiền tốt) trong hũ sành chôn dưới đất và chỉ mang những đồng tiền mới bị pha tạp (tiền xấu) ra chợ để tiêu dùng. Giá cả hàng hóa tăng vọt, niềm tin vào nhà nước sụp đổ. Khi quân đội La Mã không còn nhận được những đồng tiền có giá trị thực, lòng trung thành của họ cũng tan biến, dẫn đến sự sụp đổ không thể tránh khỏi của Đế chế.

### ***1.3. Cú sốc Nixon 1971: Khởi đầu của kỷ nguyên tiền pháp định***

Hai thiên niên kỷ sau, nhân loại dường như vẫn chưa học được bài học từ La Mã. Hệ thống Bretton Woods, được thiết lập vào năm 1944, đã cố gắng neo giữ sự ổn định bằng cách buộc đồng USD phải được bảo đảm bằng vàng ở mức giá cố định 35 USD/ounce, trong khi các đồng tiền khác neo theo USD. Đây là một dạng bản vị vàng gián tiếp, nơi Mỹ đóng vai trò là “ngân hàng trung ương của thế giới”; chính điều này đã đưa Mỹ vào vị thế trung tâm thế giới trên mọi phương diện và tạo cho Mỹ một vai trò lớn.

Mỹ là quốc gia chiến thắng trong hai cuộc thế chiến nhờ sức mạnh công nghệ, quân sự và kinh tế hàng đầu thế giới. Đền bù chiến tranh bằng vàng vật chất đã khiến Mỹ trở thành quốc gia nắm giữ 70% lượng vàng toàn cầu. Lúc này, cả các quốc gia đồng minh và các nước thua trận đều không còn vàng để in tiền theo chế độ bản vị vàng đã tồn tại hàng trăm năm. Mỹ cam kết sẽ phát hành đồng USD và cố định giá trị của USD theo vàng. Các quốc gia khác, thay vì in nội tệ theo lượng vàng nắm giữ thì chỉ cần dự trữ USD (tiền mặt) của Mỹ và neo tỷ giá đồng nội tệ vào USD theo tỷ giá cố định. Cơ chế này đảm bảo hệ thống tiền tệ có thể “đo lường giá trị” như thảo luận ở trên. Trên cơ sở vai trò trung tâm của đồng USD theo hệ thống này, Mỹ trở thành nhà lãnh đạo về thanh toán SWIFT toàn cầu; SWIFT trở thành sức mạnh chính trị mềm mạnh nhất của Mỹ.

Tuy nhiên, “lời nguyền” của chi tiêu chiến tranh và xã hội lại tái hiện. Cuộc chiến tranh tại Việt Nam và chương trình “Great Society” của Tổng thống Lyndon B. Johnson đã khiến Mỹ in lượng USD vượt xa so với kho dự trữ vàng của họ. Các quốc gia như Pháp bắt đầu nghi ngờ về khả năng thanh toán của Mỹ và yêu cầu đổi USD lấy vàng vật chất. Đối mặt với nguy cơ cạn kiệt kho vàng Fort Knox, ngày 15/8/1971, Tổng thống Richard Nixon đã đơn phương tuyên bố đóng cửa “cửa sổ vàng”, đình chỉ việc đổi USD lấy vàng đối với các ngân hàng trung ương nước ngoài, tuyên bố phá giá USD từ 35 USD/ounce vàng thành 38 USD/ounce.

Sự kiện này, được gọi là “Cú sốc Nixon”, đã chấm dứt chế độ bản vị vàng và thay đổi hoàn toàn trật tự tiền tệ thế giới, chính thức đưa thế giới vào: kỷ nguyên của tiền pháp định toàn cầu (global fiat currency). Lần đầu tiên trong lịch sử, không có bất kỳ đồng tiền chính nào trên thế giới được neo giữ bởi một tài sản thực. Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) đã in tiền nhiều chưa từng có, tăng mạnh quy mô bảng cân đối bằng cách mua vào lượng lớn trái phiếu để hỗ trợ thanh khoản, giữ lãi suất thấp và thúc đẩy chi tiêu. Thế giới bắt đầu chứng kiến lạm phát như một phần không thể thiếu của “nền kinh tế hiện đại” với niềm tin “lạm phát ở mức hợp lý thúc đẩy tăng trưởng”.

## **2. Hủy bỏ Đạo luật Glass-Steagall và sự bùng nổ của nợ công**

Nếu như cú sốc Nixon năm 1971 đã tháo bỏ chiếc neo vàng khỏi con tàu tiền tệ, thì việc hủy bỏ Đạo luật Glass-Steagall năm 1999 chính là hành động tháo bỏ hệ thống phanh hãm, cho phép con tàu này lao không kiểm soát vào núi băng nợ nần.

### **2.1. Đạo luật Glass-Steagall**

Đạo luật Ngân hàng năm 1933, thường được gọi là Glass-Steagall, sau cuộc Đại Suy thoái 1929. Các nhà lập pháp thời đó, chứng kiến sự sụp đổ của hàng nghìn ngân hàng do đầu cơ chứng khoán bằng tiền gửi của người dân, đã thiết lập một bức tường lửa pháp lý nghiêm ngặt. Đạo luật này phân tách rõ ràng:

i) Ngân hàng thương mại (NHTM) độc lập, tách bạch hoàn toàn với ngân hàng đầu tư. NHTM nhận tiền gửi, cho vay, được bảo hiểm bởi Công ty Bảo hiểm Ký thác Liên bang Mỹ (FDIC); hoạt động an toàn, lợi nhuận thấp nhưng ổn định. Ngân hàng đầu tư (NHĐT): Phát hành chứng khoán, tư vấn mua bán sáp nhập, tự doanh; hoạt động rủi ro cao, lợi nhuận cao, không được dùng tiền gửi của dân.

ii) Công ty chứng khoán môi giới phải độc lập với công ty chứng khoán tự doanh.

iii) Các thực thể trên thị trường tài chính chỉ được mua phái sinh như một sản phẩm bảo hiểm, không được đánh bạc (đầu cơ).

Trong suốt hơn 60 năm tồn tại của Glass-Steagall, hệ thống ngân hàng Mỹ hoạt động ổn định, không có các cuộc khủng hoảng tài chính mang tính hệ thống. Tuy nhiên, sự ổn định này bị giới tài chính phố Wall coi là cản trở khả năng cạnh tranh với các ngân hàng đa năng của châu Âu.

### **2.2. Đạo luật Gramm - Leach - Bliley 1999 và sự gia tăng nợ công, giá vàng**

Dưới áp lực vận động hành lang, đặc biệt là từ vụ sáp nhập “vượt rào” giữa Citicorp (ngân hàng thương mại) và Travelers Group (bảo hiểm/đầu tư) để tạo thành Citigroup, Quốc hội Mỹ đã thông qua Đạo luật Gramm-Leach-Bliley (GLBA) vào năm 1999, chính thức khai tử các điều khoản cốt lõi của Glass-Steagall.

Việc hủy bỏ này đã tạo ra các ngân hàng “phổ quát” khổng lồ. Văn hóa thận trọng của NHTM nhanh chóng bị nuốt chửng bởi văn hóa rủi ro, ham lợi nhuận ngắn hạn của ngân hàng đầu tư. Các ngân hàng giờ đây có thể sử dụng nguồn vốn rẻ từ tiền gửi của người dân (được chính phủ bảo đảm) để thực hiện các khoản đầu tư phức tạp, chứng khoán hóa các khoản nợ dưới chuẩn và tạo ra các bong bóng tài sản khổng lồ.

Mối liên hệ giữa việc hủy bỏ Glass-Steagall và sự tăng giá của vàng không phải là ngẫu nhiên, mà là quan hệ nhân quả trực tiếp thông qua cơ chế nợ công:

*Thứ nhất, tạo ra rủi ro hệ thống:* Việc hợp nhất các loại hình ngân hàng tạo ra các thực thể “Quá lớn để sụp đổ” (Too Big to Fail). Khi các ngân hàng này đầu tư thua lỗ (như trong khủng hoảng 2008), sự sụp đổ của họ sẽ kéo theo cả nền kinh tế.

*Thứ hai, tư nhân hóa lợi nhuận, xã hội hóa rủi ro:* Khi khủng hoảng xảy ra, chính phủ buộc phải can thiệp để cứu hệ thống. Các gói cứu trợ (Bailout) trị giá hàng trăm tỷ USD (như TARP) và các chương trình nới lỏng định lượng (QE) đã chuyển rủi ro từ ngân hàng tư nhân sang quốc gia (nợ công).

*Thứ ba, thất tín về tiền tệ khi lạng lẽ in tiền (nhiều hơn tuyên bố) để xử lý nợ:* Để tài trợ cho thâm hụt ngân sách và mua lại tài sản từ dưới 1 nghìn tỷ USD năm 2008 lên gần 9 nghìn tỷ USD vào năm 2022.

Số liệu cho thấy, kể từ khi Glass-Steagall bị hủy bỏ, nợ công Mỹ đã tăng hơn sáu lần, và giá vàng đã tăng hơn 14 lần. Vàng đã thực hiện đúng chức năng của nó là tấm gương phản chiếu sự mất giá của đồng tiền do việc in tiền vô tội vạ để giải cứu một hệ thống tài chính đã mất đi sự kiểm soát rủi ro.

### **3. Basel III và sự trở lại của vàng với vai trò tiền tệ**

#### ***3.1. Basel III: Tái định vị vàng từ “hàng hóa” sang “tiền tệ”***

Basel III là bộ quy tắc giám sát ngân hàng toàn cầu do Ủy ban Basel về Giám sát Ngân hàng (BCBS) thuộc Ngân hàng Thanh toán Quốc tế (BIS) ban hành nhằm tăng cường khả năng chống chịu của hệ thống tài chính. Một trong những thay đổi quan trọng nhất, thường bị truyền thông bỏ qua, là cách đối xử với vàng.

Dưới thời Basel I và II, vàng thường được xếp vào nhóm tài sản Vốn cấp 3 (Tier 3) hoặc bị coi như một loại hàng hóa thông thường với trọng số rủi ro cao (thường là 50%). Điều này có nghĩa là nếu một ngân hàng nắm giữ 100 triệu USD vàng, họ chỉ được tính 50 triệu USD vào vốn dự trữ, làm giảm hiệu quả sử dụng vốn. Tuy nhiên, với Basel III (và phiên bản hoàn thiện “Basel III Endgame”), *Vàng vật chất được phân bổ*

(Allocated Gold) được chính thức nâng lên thành tài sản *Vốn cấp 1 (Tier 1 Asset)* với trọng số rủi ro 0%. Về mặt kế toán ngân hàng, điều này đặt vàng ngang hàng với tiền mặt và trái phiếu kho bạc Mỹ.

Basel III không ưu đãi cho mọi loại vàng. Nó tạo ra một sự phân biệt rõ ràng nhằm triệt tiêu thị trường vàng chứng chỉ (thường là sản phẩm đầu cơ trên thị trường phái sinh):

- *Vàng phân bổ*: Là vàng vật chất (thỏi, xu) được định danh cụ thể thuộc sở hữu của ngân hàng, nằm trong kho, không bị đem đi cho vay hay thế chấp. Loại này được hưởng mức rủi ro 0%. Điều này khuyến khích các ngân hàng nắm giữ vàng vật chất.

- *Vàng chưa phân bổ*: Là vàng giấy, các hợp đồng phái sinh, chứng chỉ vàng mà ngân hàng nắm giữ nhưng không có vàng vật chất tương ứng bảo đảm 1-1, hoặc vàng đang được đem đi cho vay. Theo quy định về Tỷ lệ ổn định ròng (Net Stable Funding Ratio - NSFR), loại vàng này bị áp dụng mức *Yêu cầu vốn ổn định (Required Stable Funding - RSF) lên tới 85%*.

**Bảng 1: So sánh tác động của Basel III đối với các loại hình vàng**

<b>Đặc điểm</b>	<b>Vàng phân bổ</b>	<b>Vàng chưa phân bổ</b>
<b>Bản chất</b>	Vàng vật chất trong kho, định danh chủ sở hữu.	Lời hứa trả vàng, hợp đồng phái sinh.
<b>Trọng số rủi ro (RWA)</b>	0% (Tương đương tiền mặt).	Cao (Tương đương tài sản rủi ro).
<b>Yêu cầu vốn (NSFR)</b>	Thấp/ Không yêu cầu vốn bổ sung.	85% (Rất đắt đỏ để nắm giữ).
<b>Tác động hành vi</b>	Khuyến khích ngân hàng tích trữ vàng thật.	Buộc ngân hàng giảm giao dịch vàng giấy.
<b>Mục tiêu của BIS</b>	Tái tiền tệ hóa vàng vật chất.	Giảm đòn bẩy và đầu cơ trên thị trường vàng.

*Nguồn: Tổng hợp của tác giả*

### 3.2. Tác động của Quy định NSFR

Quy định NSFR 85% có tác động mạnh vào mô hình kinh doanh của các ngân hàng vàng tại London và New York. Trước đây, các ngân hàng này có thể bán không một lượng lớn vàng giấy mà không cần nắm giữ vàng thật, tạo ra nguồn cung ảo để kìm hãm giá vàng.

Với Basel III, chi phí vốn để duy trì các vị thế vàng giấy này trở nên quá đắt đỏ. Để tuân thủ, các ngân hàng buộc phải:

- Giảm bớt các hoạt động giao dịch phái sinh vàng.
- Chuyển đổi từ nắm giữ vàng giấy sang vàng vật chất để hưởng mức rủi ro 0%.
- Yêu cầu khách hàng chuyển sang các tài khoản vàng phân bổ (với phí lưu kho cao hơn) hoặc chấp nhận rủi ro thanh khoản.

Kết quả là sự phân tách (decoupling) giữa giá vàng vật chất và giá vàng giấy ngày càng rõ rệt, và quyền lực định giá đang dần chuyển từ thị trường phái sinh sang thị trường vật chất.

#### **4. Nghịch lý Triffin và sự nổi dậy của các liên minh tiền tệ, các công nghệ tiền tệ mới**

Trong khi Basel III thay đổi cấu trúc vi mô của hệ thống ngân hàng, các biến động địa chính trị vĩ mô đang tấn công trực diện vào vị thế của đồng USD thông qua cơ chế của Nghịch lý Triffin.

##### **4.1. Nghịch lý Triffin: Sự tự hủy diệt được báo trước của đồng tiền dự trữ**

Nhà kinh tế học Robert Triffin, trong thập niên 1960, đã chỉ ra một mâu thuẫn không thể giải quyết của hệ thống Bretton Woods, mà ngày nay vẫn đúng với hệ thống USD: Để thế giới có đủ thanh khoản USD cho thương mại và dự trữ, Mỹ phải chấp nhận thâm hụt cán cân thanh toán liên tục (xuất khẩu USD ra nước ngoài). Nhưng càng thâm hụt nhiều, lượng USD lưu hành ở nước ngoài càng lớn so với khả năng đảm bảo của nền kinh tế Mỹ, dẫn đến sự mất niềm tin vào giá trị của nó.

Nghịch lý này tạo ra một chu kỳ ác tính:

- Mỹ in tiền để mua hàng hóa thế giới và tài trợ nợ công.
- Thế giới tích lũy USD làm dự trữ.
- Để giữ giá trị USD, Mỹ phải tăng lãi suất hoặc duy trì sức mạnh kinh tế vượt trội.
- Khi nợ Mỹ quá lớn (hiện >120% GDP), thế giới lo ngại Mỹ sẽ lạm phát hóa để xóa nợ, dẫn đến làn sóng bán tháo USD và tìm kiếm tài sản thay thế.

##### **4.2. Sự xuất hiện của tiền kỹ thuật số - nỗ lực chống lại sức mạnh USD**

Bitcoin ra đời sau khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 và lập tức nhận được sự ủng hộ mạnh mẽ của thị trường chính thức và phi chính thức. Thực tế, sự ra đời của Bitcoin và tiền kỹ thuật số là hệ quả tất yếu từ những lỗ hổng của thể chế tiền tệ đương đại. Niềm tin vào đồng USD suy giảm do Mỹ in tiền vô tội vạ (gây lạm phát cho các nước lệ thuộc -“Nghịch lý Triffin”) và sử dụng hệ thống thanh toán SWIFT như một công cụ quyền lực chính trị để trừng phạt, cô lập các quốc gia khác. Sự xuất

hiện của Bitcoin - một gợi ý về giải pháp công nghệ giao dịch phi tập trung, minh bạch quyền sở hữu, minh bạch lượng tiền in ấn - đang khiến USD đối mặt với hai thách thức lớn:

*Thứ nhất*, sự trỗi dậy của các giao dịch nằm ngoài hệ thống SWIFT (Bitcoin/Tiền ảo). Bitcoin ra đời với ba đặc tính mà USD không có: (i) Số lượng giới hạn (tránh lạm phát); (ii) Ẩn danh, không thể truy vết; (iii) Phi tập trung, nằm ngoài SWIFT. Điều này tạo cơ hội cho các giao dịch ngầm (vũ khí, tài trợ khủng bố) hoạt động mà không chịu sự kiểm soát của Mỹ. Tuy nhiên, điểm yếu là thiếu tài sản đảm bảo và rủi ro pháp lý cao.

*Thứ hai*, thách thức từ đồng tiền số, tạo ra bởi các token kỹ thuật số được đảm bảo bằng vàng vật chất. Theo đó, blockchain được dùng để chuyển đổi quyền sở hữu vàng khi giao dịch hàng hóa (dầu mỏ) trong khi vàng vẫn nằm trong kho. Loại tiền tệ như vậy uy tín hơn USD (do có vàng bảo chứng) và hoàn toàn phi tập trung (tránh được sự trừng phạt của Mỹ).

### **4.3. Chiến lược “Phi đô la hóa” (De-dollarization) và vai trò của Trung Quốc**

Trung Quốc và khối BRICS đang đẩy mạnh các chiến lược thoát khỏi sự phụ thuộc vào USD:

#### *a. Chiến lược thay thế nợ công của Mỹ bằng vàng vật chất tại các ngân hàng trung ương*

Hoạt động tích lũy vàng của các NHTW đang diễn ra ở mức độ lịch sử, đánh dấu một trong những chuỗi mua vào mạnh nhất thời hiện đại nhằm đa dạng hóa dự trữ và giảm phụ thuộc vào đồng USD (phi đô la hóa). Giai đoạn 2022-2025, các NHTW đã duy trì mức mua ròng hơn 1.000 tấn vàng mỗi năm, cao gấp đôi mức trung bình của thập kỷ trước.

Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBoC) đã liên tục mua ròng vàng trong 18 tháng liên tiếp (tính đến giữa năm 2024). Mặc dù con số công bố chính thức là khoảng 2.264 tấn (tính đến đầu 2024), các chuyên gia tin rằng con số thực tế lớn hơn nhiều, có thể lên tới 20.000 tấn nếu tính cả vàng được giữ bởi các cơ quan nhà nước khác và người dân, nhằm chuẩn bị cho việc bảo đảm đồng Nhân dân tệ. Đặc biệt, Trung Quốc đã cho phép các doanh nghiệp và ngân hàng thương mại sử dụng hạn ngạch nhập khẩu vàng để đổi thẳng dư thương mại (bằng USD) lấy vàng vật chất. Chính sách này vừa giúp giảm áp lực lạm phát do dòng tiền USD chảy vào, vừa chuyển đổi tài sản giấy rủi ro sang tài sản thực an toàn. Gần đây, PBoC cũng đề xuất đơn giản hóa quy trình cấp phép nhập khẩu vàng, cho phép nhập khẩu nhanh hơn và linh hoạt hơn tại nhiều cảng, cho thấy sự chuẩn bị cho một dòng chảy vàng lớn hơn nữa vào đại lục.

### *b. Dự án mBridge: Hạ tầng thanh toán phi USD*

Dự án mBridge (Multiple CBDC Bridge) là một sáng kiến đột phá do BIS Innovation Hub phối hợp với ngân hàng trung ương Trung Quốc, UAE, Thái Lan và Hồng Kông. Nó sử dụng công nghệ sổ cái phân tán (blockchain) để cho phép các ngân hàng trung ương thanh toán xuyên biên giới trực tiếp bằng đồng tiền kỹ thuật số của họ (CBDC) mà không cần qua hệ thống ngân hàng đại lý của Mỹ hay mạng lưới SWIFT. Điều đáng chú ý là các quốc gia tham gia mBridge đều là những nước đang tích cực mua vàng. Sự kết hợp giữa hạ tầng thanh toán độc lập (mBridge) và tài sản dự trữ trung lập (vàng) đang tạo ra một hệ thống tiền tệ song song, thách thức trực tiếp quyền lực của USD.

### *c. Đồng tiền chung BRICS*

Khối BRICS đang thảo luận về việc tạo ra một đơn vị thanh toán chung (The Unit), được bảo đảm bởi một rổ tài sản gồm 40% vàng và 60% các đồng tiền nội tệ. Đây là sự hồi sinh ý tưởng “Bancor” của Keynes, nhưng thực tế hơn nhờ công nghệ blockchain và sự bảo đảm của vàng vật chất. Nếu thành công, đây sẽ là đòn giáng mạnh vào nhu cầu nắm giữ USD toàn cầu.

### **4.4. Thuế đối ứng: Kết thúc chủ nghĩa toàn cầu và đưa sản xuất trở lại Mỹ**

Mỹ đang đứng trước sự lao dốc trong công nghệ, sản xuất và vị thế dẫn đầu bởi: (1) sản xuất không nằm ở Mỹ khiến Mỹ có thể tụt hậu trong đổi mới sáng tạo, chưa kể công nghệ nằm ngoài nước Mỹ có thể bị “chuyển giao bất hợp pháp” cho các đối thủ mà Mỹ không mong muốn; (2) chủ nghĩa và chính quyền toàn cầu mà Mỹ thiết lập đã trao cho Trung Quốc - đối thủ chiến lược của Mỹ - quá nhiều quyền lợi trong khi Mỹ phải chi tiêu nhiều mà không hiệu quả; (3) nguy cơ đổi mới sáng tạo ngoài nước Mỹ, rủi ro bảo vệ chủ quyền công nghệ đe dọa sức mạnh hiện đại hoá quân đội và vũ trang của Mỹ, đe dọa sức mạnh mềm của Mỹ; (4) sự xuất hiện của tiền số và các khối liên minh kinh tế tiền tệ cho thấy Mỹ có thể đánh mất sức mạnh tiền tệ của mình và các thế lực kinh tế - công nghệ - quân sự khác đang mạnh lên và có thể thay thế Mỹ; (5) Mỹ đang đứng trước khối nợ công - tư khổng lồ, bong bóng sản tài chính.

Trước các vấn đề này, Mỹ buộc phải lựa chọn. Và chính quyền Tổng thống Trump đã lựa chọn phá bỏ thiết chế toàn cầu hiện tại bằng thuế đối ứng, đưa sản xuất quay trở lại Mỹ và thúc đẩy công nghệ đổi mới sáng tạo trong lòng nước Mỹ. Tuy nhiên, chính sách này dẫn đến việc đồng USD buộc phải tiếp tục mất giá để hàng hoá Mỹ có thể cạnh tranh với phần còn lại của thế giới. Điều này thúc đẩy chiến lược tăng tích lũy vàng của các NHTW (thay vì nợ công Mỹ).

## 5. Chu kỳ nợ lớn của Ray Dalio và kịch bản định giá lại vàng

Nhà đầu tư huyền thoại Ray Dalio, người sáng lập Bridgewater Associates, đã đưa ra mô hình “Chu kỳ Nợ lớn” (Big Debt Cycle) để giải thích giai đoạn hiện tại. Ông cho rằng Mỹ đang ở giai đoạn cuối của chu kỳ này, đặc trưng bởi:

- Nợ quá lớn so với thu nhập.
- Lãi suất không thể giảm thêm (hoặc tăng sẽ gây vỡ nợ).
- Xung đột nội bộ và rủi ro địa chính trị gia tăng.

Dalio cảnh báo rằng thị trường trái phiếu Mỹ đang đối mặt với nguy cơ “nhồi máu cơ tim” (heart attack) khi cung trái phiếu (do chính phủ phát hành để bù đắp thâm hụt) vượt quá cầu. Khi đó, FED buộc phải in tiền để mua trái phiếu, dẫn đến sự mất giá của tiền giấy. Ông khuyến nghị nhà đầu tư nên nắm giữ 10-15% danh mục bằng vàng như một “bảo hiểm” trước sự sụp đổ của tiền pháp định.

Một giải pháp kỹ thuật ít được nhắc đến nhưng hoàn toàn hợp pháp để xử lý nợ công là “Định giá lại Vàng”. Hiện tại, Bộ Tài chính Mỹ sở hữu hơn 261 triệu ounce vàng (khoảng 8.133 tấn), nhưng giá trị sổ sách của số vàng này được ghi nhận theo mức giá lịch sử năm 1973 là 42,22 USD/ounce, tổng cộng chỉ khoảng 11 tỷ USD. Nếu Mỹ định giá lại số vàng này theo giá thị trường hiện tại (ví dụ: 3.300 - 4.200 USD/oz), giá trị tài sản sẽ tăng lên khoảng 850 tỷ - 1.100 tỷ USD. Số tiền chênh lệch này (dưới dạng Chứng chỉ Vàng mới) có thể được chuyển vào bảng cân đối của FED để tạo ra một khoản tiền gửi khổng lồ cho Bộ Tài chính chi tiêu mà không cần phát hành thêm nợ mới.

Một báo cáo nghiên cứu của chuyên gia Fed (Colin Weiss) xuất bản tháng 8/2025 có tiêu đề “*Official Reserve Revaluations: The International Experience*” đã phân tích tiền lệ của 5 quốc gia từng làm điều này. Mặc dù báo cáo kết luận rằng số tiền thu được (khoảng 3% GDP Mỹ) không đủ giải quyết triệt để nợ công, nhưng hành động này sẽ mang ý nghĩa biểu tượng cực lớn: (i) Thừa nhận sự mất giá của USD so với vàng trong 50 năm qua; (ii) Chính thức tái tiền tệ hóa vàng trong hệ thống tài chính Mỹ; (iii) Có thể kích hoạt một cuộc đua định giá lại vàng toàn cầu, đẩy giá vàng lên mức cân bằng mới (có thể là 10.000 USD/oz hoặc cao hơn để cân bằng với cung tiền M2).

Thế giới đang đứng trước ngưỡng cửa của một cuộc chuyển giao lịch sử, một bước ngoặt của lịch sử dòng tiền toàn cầu. Kỷ nguyên của tiền pháp định không giới hạn, được kích hoạt bởi cú sốc Nixon và được "tiếp nhiên liệu" bởi việc hủy bỏ Glass-Steagall, đang đi đến hồi kết trong một cuộc khủng hoảng nợ và niềm tin. Dòng vốn đang tháo chạy khỏi USD để tìm về bến đỗ được cho là an toàn hơn.

Vàng, đang trở lại vị trí trung tâm. Không phải ngẫu nhiên mà các quy định Basel III lại nâng hạng vàng đứng vào thời điểm này, cũng không phải ngẫu nhiên mà các ngân hàng trung ương phương Đông đang tích lũy vàng với tốc độ kỷ lục. Họ đang chuẩn bị cho một trật tự mới.

Đối với các nhà đầu tư và hoạch định chính sách, thông điệp là rõ ràng: Vàng không còn là một kênh đầu cơ hay phòng thủ thụ động. Nó là một tài sản chiến lược, là “Vốn cấp 1”, là tấm vé bảo đảm duy nhất để bước vào kỷ nguyên tài chính mới khi cơn thủy triều tiền giấy rút đi.

### Tài liệu tham khảo

1. Hoàng Kim Huyền, Nguyễn Thị Ngọc Hà. (2025). *Niềm kiêu hãnh của vàng*, NXB Tổng hợp TP. HCM, 2025
2. American Standard Gold. (2025). *Gold Reaches Tier 1 Status: Basel III Redefines Gold as a Reserve Asset*, <https://www.americanstandardgold.com/blog/gold-becomes-a-tier-1-asset-basel-iii-redefines-gold-s-role-in-global-banking.cfm>
3. Bank for International Settlements. (2025). *Project mBridge reached minimum viable product stage*, [https://www.bis.org/about/bisih/topics/cbdc/mcbbc\\_bridge.htm](https://www.bis.org/about/bisih/topics/cbdc/mcbbc_bridge.htm)
4. Central Bank of the UAE. (2025). *Project mBridge*, <https://www.centralbank.ae/en/our-operations/fintech-digital-transformation/mbridge/>
5. Discovery Alert. (2025). *China Proposes Rule Changes to Ease Gold Imports and Exports*, <https://discoveryalert.com.au/china-gold-trading-regulations-2025/>.
6. Federal Reserve History. (2025). *Gramm-Leach-Bliley Act*, <https://www.federalreservehistory.org/essays/gramm-leach-bliley-act>
7. Federal Reserve History. (2025). *Nixon Ends Convertibility of U.S. Dollars to Gold and Announces Wage/Price Controls*, <https://www.federalreservehistory.org/essays/gold-convertibility-ends>
8. Federal Trade Commission. (2025). *Gramm-Leach-Bliley Act*, <https://www.ftc.gov/business-guidance/privacy-security/gramm-leach-bliley-act>
9. International Monetary Fund. (2025). *Money Matters, an IMF Exhibit - System in Crisis (1959-1971)*, [https://www.imf.org/external/np/exr/center/mm/eng/mm\\_sc\\_03.htm](https://www.imf.org/external/np/exr/center/mm/eng/mm_sc_03.htm)
10. Investopedia. (2025). *Ray Dalio Warns Investors Choose This Asset Over Treasuries for Financial Stability*, <https://www.investopedia.com/ray-dalio-s-warning-to-investors-11856803>
11. Mauldin Economics. (2025), *Big Debt Cycles, Part 2*, <https://www.mauldineconomics.com/frontlinethoughts/big-debt-cycles-part-2>
12. Strategic Gold. (2025). *Basel III and Gold*, <https://www.strategicgold.com/basel-iii-and-gold/>
13. Robert Triffin (1960). *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*. New Haven: Yale University Press
14. World Gold Council. (2021). *Basel III and the Gold Market*, <https://www.gold.org/goldhub/gold-focus/2021/06/basel-iii-and-gold-market>