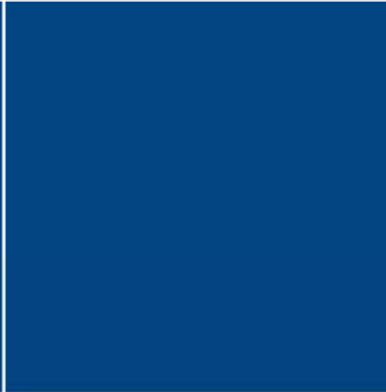


**Tổng quan kinh tế thế giới 2010:  
Phục hồi nhưng chưa bền vững**

Nguyễn Quốc Hùng



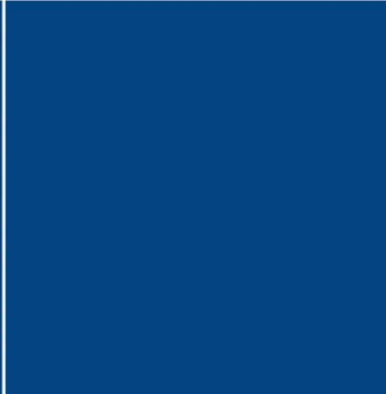
**Vivid**



**Effective**



**Practical**



**Rigorous**

## **Tổng quan kinh tế thế giới 2010:**

### **Phục hồi nhưng chưa bền vững**

*Nguyễn Quốc Hùng*

*Quan điểm được trình bày trong bài nghiên cứu này là của (các) tác giả và không nhất thiết phản ánh quan điểm của VEPR.*

## Mục lục

Mục lục.....	2
Danh mục bảng.....	3
Danh mục hình.....	3
Danh mục hộp.....	4
Dẫn nhập.....	3
Tổng quan Kinh tế thế giới.....	7
Tăng trưởng phục hồi nhưng không đồng đều giữa phương Tây và phương Đông .....	7
Trung Quốc trở thành nền kinh tế lớn thứ hai thế giới .....	9
Tỷ lệ thất nghiệp vẫn ở mức cao ở hầu hết các nước.....	11
Ngân sách thâm hụt trầm trọng và nợ công gia tăng .....	12
Lạm phát và lãi suất ở mức thấp ở các nước phát triển, ở mức trung bình ở các nước đang phát triển nhưng tăng mạnh trở lại từ cuối năm 2010.....	13
Thương mại toàn cầu năm 2010 phục hồi nhưng chưa như mong đợi .....	15
Thương mại toàn cầu đang có xu hướng dịch chuyển trọng tâm sang các nước đang phát triển đặc biệt là Trung Quốc .....	16
WTO và đàm phán thương mại đa phương vẫn bế tắc, đàm phán thương mại khu vực gia tăng.....	17
Giá cả hàng hóa (commodity) biến động và tăng mạnh trở lại từ cuối năm.....	19
Mất cân bằng thương mại toàn cầu chưa được cải thiện.....	20
Dòng vốn quay lại các nước đang phát triển - Dự trữ ngoại hối các nước này tăng .....	21
Nỗ lực cải cách hệ thống Ngân hàng và giám sát Tài chính.....	22
Khủng hoảng nợ công châu Âu.....	24
Chiến tranh Tiền tệ (Currency War).....	29
Viễn cảnh kinh tế thế giới năm 2011 và tác động tới Việt Nam.....	34
Tài liệu tham khảo.....	36

## Danh mục bảng

Bảng 1. Tăng trưởng GDP thế giới, 2009 – 2012 (%).....	8
Bảng 2. Tỷ lệ thất nghiệp các vùng trên thế giới, 2007 – 2010 (%).....	12
Bảng 3. Nợ của Hy Lạp tại các ngân hàng nước ngoài vào quý 4, 2009.....	27

## Danh mục hình

Hình 1. Chỉ số công nghiệp so với đỉnh năm 2008, 2008 – 2010 (%).....	9
Hình 2. Tỷ trọng GDP toàn cầu, 1995 – 2012 (%).....	10
Hình 3. GDP Trung Quốc vượt Nhật, 1995 – 2012 (nghìn tỷ USD).....	10
Hình 4. Tỷ lệ thất nghiệp từng tháng ở Mỹ, 2006 – 2010 (%).....	11
Hình 5. Thâm hụt ngân sách một số nước chủ chốt, 2010 (% GDP).....	12
Hình 6. Nợ công, 2003 – 2012 (% GDP).....	13
Hình 7. Chỉ số giá cả, 2001 – 2010 (năm 2005=100).....	14
Hình 8. Tỷ lệ lạm phát, 2001 – 2010 (%).....	14
Hình 9. Tỷ lệ lạm phát ở một số nước mới nổi, 2009 – 2010 (% , yoy).....	15
Hình 10. Tăng trưởng xuất khẩu, 2002 – 2012 (%).....	16
Hình 11. Tổng kim ngạch xuất khẩu, 2001 – 2012 (tỷ USD).....	17
Hình 12. Chỉ số giá hàng hóa, 2005 – 2011 (năm 2005=100).....	20
Hình 13. Thặng dư và Thâm hụt thương mại trong Bất cân bằng toàn cầu, 2001- 2012 (% GDP thế giới).....	21
Hình 14. Dòng vốn vào các nước đang phát triển, 2003 – 2011 (tỷ USD).....	22
Hình 15. Dự trữ ngoại hối, 2003 – 2010 (tỷ USD).....	22
Hình 16. Nợ công và thâm hụt ngân sách tại PIIGS và EU, 2009 (% GDP).....	25
Hình 18. Chỉ số CDS của PIIGS và Đức, 2008 – 2010 (điểm cơ bản).....	26

Hình 19. Lợi tức trái phiếu chính phủ tại PIIGS và Đức, 2010 (%).....	27
Hình 20. Tỷ giá đồng Nhân dân tệ và Dự trữ ngoại hối của Trung Quốc, 2004 – 2010.....	31
Hình 21. Bảng cân đối tài sản của NHTW Mỹ, 2007 – 2011 (tỷ USD).....	32
Hình 22. Tỷ giá đồng Yên so với USD, 2006 – 2010 (JPY/USD).....	32
Hình 23. Tỷ giá hiệu lực thực ở một số nước phát triển, 2009 – 2010 (năm 2009 = 100).....	33

## **Danh mục hộp**

Hộp 1. Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương-TPP.....	18
---	----

## **Dẫn nhập**

Trải qua hai năm khó khăn nhất của cuộc Đại Suy thoái (the Great Recession) 2008-2009, nền kinh tế toàn cầu chứng kiến sự phục hồi và tăng trưởng mạnh trong hai quý đầu năm 2010. Tuy nhiên từ giữa năm 2010, xuất hiện sự phân hóa rõ rệt trong tăng trưởng giữa nhóm các nước phương Tây phát triển và nhóm các nước phương Đông đang phát triển. Trong khi các nước phương Đông, đặc biệt là Trung Quốc, tiếp tục lấy lại đà tăng trưởng thì kinh tế các nước phương Tây bắt đầu chững lại khi các gói kích cầu và hỗ trợ gần hết hiệu lực. Bên cạnh tăng trưởng thấp, các nước phương Tây còn phải đối mặt với tỷ lệ thất nghiệp cao và kéo dài, các trục trặc trong hệ thống tài chính ngân hàng, và đặc biệt là sức ép nợ công và thâm hụt ngân sách.

Ở Liên minh Kinh tế Châu Âu (EU), nợ công cao và thâm hụt ngân sách trầm trọng đã đẩy vùng kinh tế lớn nhất thế giới này vào một cuộc khủng hoảng mới và đe dọa sự tồn tại của đồng tiền chung Euro. Lần lượt các quốc gia ở ngoại vi châu Âu như Hy Lạp, Bồ Đào Nha, Tây Ban Nha, Ireland, và Ý (gọi chung là nhóm PIIGS) đã thực sự rơi vào hoặc ngập ngừng trước bờ vực của cuộc khủng hoảng. Tuy ở các mức độ khác nhau nhưng diễn tiến khủng hoảng đều xảy ra theo một chu trình khá giống nhau. Nợ công cao và thâm hụt ngân sách trầm trọng ở các nước PIIGS khiến các nhà đầu tư tài chính lo ngại bán tháo hoặc dừng mua trái phiếu chính phủ của các nước này. Kết quả là xếp hạng tín dụng (credit ratings) bị tụt hạng mạnh và lãi suất trái phiếu chính phủ tăng vọt. Điều này, đến lượt nó, lại càng thúc đẩy cuộc tháo chạy của giới đầu tư tài chính đối với những tài sản có nguồn gốc từ các nước này. Đối mặt với nguy cơ không thể huy động được trái phiếu mới trong khi thu ngân sách giảm mạnh do kinh tế suy thoái, chính phủ các nước PIIGS buộc phải cắt giảm chi tiêu công, đồng thời cầu viện nước ngoài để tránh khả năng vỡ nợ khi không đủ khả năng tài chính trang trải những khoản nợ đến hạn. Khủng hoảng nợ công châu Âu bùng phát đầu tiên ở Hy Lạp vào tháng 5/2010, tạm dịu đi sau khi quỹ cứu trợ 750 tỷ Euro của EU/IMF được thiết lập cùng với phản ứng thích hợp của Ngân hàng Trung Ương châu Âu ECB, nhưng lại tái phát tại Ireland vào cuối năm. Lần này, mức độ trở nên nghiêm trọng hơn vì có thể đẩy nền kinh tế lớn thứ tư EU là Tây Ban Nha vào khủng hoảng. Khủng hoảng nợ công châu Âu vẫn tiếp tục là yếu tố quan trọng quyết định quỹ đạo của kinh tế toàn cầu trong những năm sau.

Tuy ít chịu ảnh hưởng trực tiếp từ cuộc khủng hoảng ở châu Âu, kinh tế Mỹ phục hồi khá chậm trong khi tỷ lệ thất nghiệp vẫn ở mức cao là gần 10% trong suốt năm 2010. Ngoài ra, do cũng phải đối mặt với nợ công cao và thâm hụt ngân sách trầm trọng, lại bị trói tay do không kiểm soát được Hạ viện nên chính quyền Obama đã không có khả năng đưa ra một gói kích

cầu mới có ý nghĩa. Đây là nguyên nhân chính khiến Cục dự trữ liên bang Mỹ (Ngân hàng Trung ương Mỹ, Fed) buộc phải tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng để vực nền kinh tế và đối phó với tình trạng thất nghiệp cao. Kết quả là một lượng lớn thanh khoản được bơm ra thị trường thông qua kênh mua trái phiếu chính phủ Mỹ trong khi lãi suất ở nước này đã gần bằng không.

Chính sách tiền tệ nới lỏng định lượng (quantitative easing, QE) quá mức và lãi suất gần bằng không tại các nền kinh tế chủ chốt như Mỹ, Nhật, và Anh đã khiến dòng vốn rẽ tràn ngập thị trường tài chính thế giới, đặc biệt là tới các nền kinh tế mới nổi nơi có lãi suất và lợi nhuận cao. Ngân hàng Trung ương (NHTW) các nước như Hàn Quốc, Brazil, Trung Quốc, Ấn Độ, và Thái Lan đã phải chận vật đối phó can thiệp thị trường để kiềm chế đồng nội tệ tăng giá nhằm bảo vệ xuất khẩu cũng như hạn chế bất ổn trong thị trường tài chính của nước mình do nguồn tiền nóng có thể gây ra.

Làn sóng can thiệp tỷ giá này đã đẩy lên mối lo ngại về một cuộc chạy đua về đáy mới. Đến tháng 9/2010 cụm từ “Chiến tranh Tiền tệ” (Currency War) đã trở thành câu cửa miệng của giới báo chí và chính trị gia khắp nơi trên thế giới. Nhiều người lo ngại rằng các nước sẽ lao vào cuộc chiến đua nhau phá giá đồng tiền của mình để nâng sức cạnh tranh. Các chuyên gia IMF đã lên tiếng cảnh báo nguy cơ Chiến tranh Tiền tệ sẽ châm ngòi cho Chiến tranh Thương mại và đẩy kinh tế thế giới vào vết xe đổ của thời kỳ Đại Khủng hoảng 1929-1933. Rất may cuộc đua phá giá đã không nghiêm trọng như nhiều người lo ngại, có lẽ một phần nhờ sự hợp tác phối hợp của tổ chức G20 gồm 20 cường quốc kinh tế trên thế giới.

Dù cuộc chiến tranh tiền tệ đã không xảy ra, dòng vốn nóng quốc tế gia tăng mạnh trong năm 2010 đã góp phần làm giá các loại hàng hóa (commodity) như nguyên liệu thô và nông sản tăng đột biến, nhất là từ cuối năm. Đặc biệt giá vàng đã liên tục lập kỷ lục khi nhiều nhà đầu tư lo ngại chính sách tiền tệ định lượng nới lỏng sẽ dẫn đến siêu lạm phát ở Mỹ như đã từng xảy ra với nước Đức sau Thế chiến thứ nhất hay ở Zimbabwe vài năm trước đây. Trớ trêu là lạm phát cao đã không diễn ra ở Mỹ mà lại ở các nước đang phát triển và mới nổi. Lý do là những các nền kinh tế đang phát triển này, chịu ảnh hưởng tương đối nhỏ từ cuộc khủng hoảng tài chính và Đại Suy thoái, lại đang trong quá trình phục hồi mạnh với tốc độ tăng trưởng khá cao. Một bài toán khó mà NHTW các nước này phải đối mặt là nếu tăng lãi suất để chống lạm phát thì sẽ càng hút dòng vốn nóng tới nước mình khiến đồng nội tệ tiếp tục tăng giá cao hơn nữa.

Năm 2010 cũng đánh dấu một thay đổi lớn về tư duy quản lý và giám sát hệ thống ngân hàng và tài chính quốc tế. Ngay từ đầu năm, Paul Volcker, cựu chủ tịch Fed, đã đưa ra một số đề xuất cải tổ, siết chặt hơn hệ thống các ngân hàng đầu tư mà nhiều người xem là tội đồ của cuộc khủng hoảng. Mặc dù có nhiều tranh cãi nhưng đến tháng 7/2010, Quốc hội Mỹ đã thông qua Đạo luật Dodd-Frank quản lý hệ thống tài chính ngân hàng với mục tiêu giảm thiểu rủi ro một cuộc khủng hoảng tài chính tương tự có thể xảy ra trong tương lai. Song song với các nhà lập pháp Mỹ, Ủy ban giám sát hệ thống ngân hàng Basel (Basel Committee on Banking Supervision) cũng gấp rút đưa ra một bộ tiêu chuẩn mới Basel III nâng cao hơn các chuẩn mực về tỷ lệ an toàn vốn của các ngân hàng thương mại. Những qui định chặt chẽ hơn của Đạo luật Dodd-Frank và Basel III khi đi vào hiện thực sẽ giảm thiểu rủi ro trong hệ thống tài chính, đồng thời cũng giảm thiểu lợi nhuận của ngành dịch vụ số một này.

Trong bài viết này chúng tôi sẽ lần lượt điêm lại những sự kiện kinh tế quan trọng của thế giới năm 2010. Phần hai sẽ trình bày về tổng quan kinh tế thế giới cùng những số liệu kinh tế liên quan sẽ để độc giả nắm bắt được về nền kinh tế toàn cầu trong năm qua, đồng thời giới thiệu sơ lược về bộ luật Dodd-Frank và bộ tiêu chuẩn Basel III, những qui định sẽ định hình hệ thống tài chính quốc tế trong vài năm tới. Hai phần tiếp theo sẽ thảo luận chi tiết hơn cuộc khủng hoảng nợ công ở châu Âu và cuộc chạy đua can thiệp tỷ giá mà có lúc đã được gọi là một cuộc chiến tranh tiền tệ. Phần cuối, chúng tôi sẽ bàn về viễn cảnh kinh tế thế giới vào những năm sau thông qua việc chọn lọc bốn điểm chính có thể định hình kinh tế thế giới và bàn về những tác động có thể đối với kinh tế Việt Nam.

## **Tổng quan Kinh tế thế giới**

### **Tăng trưởng phục hồi nhưng không đồng đều giữa phương Tây và phương Đông**

So với hai năm suy thoái trầm trọng trước đó, nền kinh tế toàn cầu bước vào 2010 với tốc độ tăng trưởng hai quý đầu năm khá ngoạn mục, tăng trưởng trung bình năm đạt 5,25%. Tuy nhiên, tốc độ này giảm xuống chỉ còn 3,75% vào hai quý cuối năm (IMF, 2011). Trong sự phục hồi chung của nền kinh tế toàn cầu, có sự tương phản rõ rệt giữa sự *tăng trưởng mạnh của các nước đang phát triển (thậm chí tăng trưởng nóng tại một số nước châu Á như Trung Quốc) với sự chững lại của các nước phát triển (Mỹ, EU và Nhật).*

Ở các nước phương Tây phát triển, các gói kích cầu và hỗ trợ từ Chính phủ, tuy có tác dụng ổn định thị trường tài chính và kéo nền kinh tế ra khỏi cuộc khủng hoảng, đã dần hút hơi khi



các nước này đang phải đối mặt với nợ công cao và thâm hụt ngân sách trầm trọng. Thâm hụt ngân sách do các nước phải gồng mình chi tiêu khá lớn cho các gói kích cầu và hỗ trợ cứu nền kinh tế cùng với việc thu ngân sách giảm mạnh khi kinh tế suy thoái. Thâm hụt ngân sách trầm trọng cản trở Chính phủ các nước này tiếp tục thực thi những chính sách tài khóa cần thiết để vực dậy và đưa nền kinh tế vào quỹ đạo tăng trưởng bền vững cũng như gây ra những mối lo ngại về khủng hoảng nợ công<sup>1</sup>. Ngoài ra, tuy đã có khá nhiều nỗ lực cải cách hệ thống tài chính ngân hàng, các nước phát triển vẫn đang và phải đối mặt với những rủi ro mang tính cấu trúc của hệ thống tài chính, sự chậm phục hồi của thị trường bất động sản, và tăng trưởng tín dụng chậm chạp khi cả doanh nghiệp và hộ gia đình đều phải lo thu hẹp quy mô sản xuất và tiêu dùng để trả nợ. Điểm tối khác của các nước phương Tây là tỷ lệ thất nghiệp cao lại kéo dài khiến người dân giảm tiêu dùng, thu hẹp tổng cầu, tác động tiêu cực tới sự phục hồi chung của nền kinh tế.

**Bảng 1. Tăng trưởng GDP thế giới, 2009 – 2012 (%)**

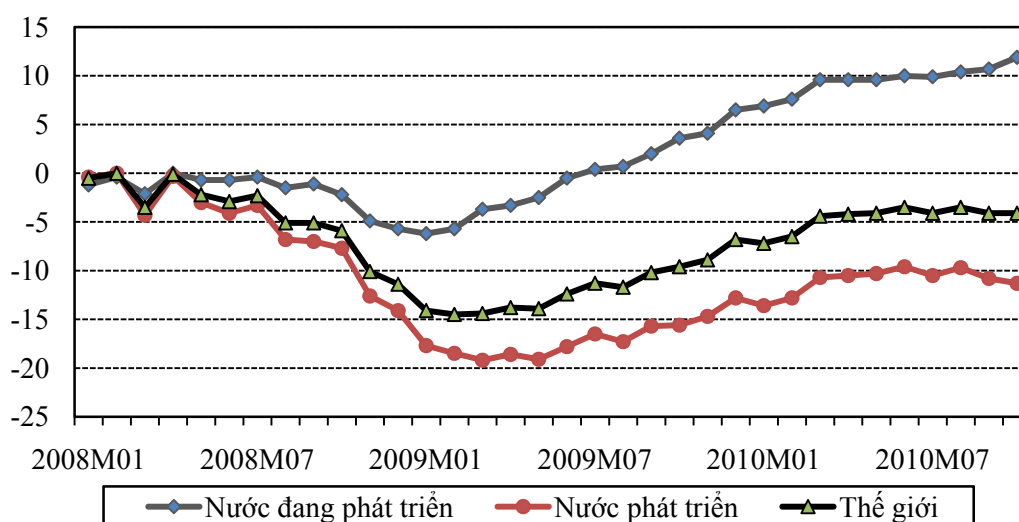
	2009	2010	Dự báo	
			2011	2012
Thế giới	-0,6	5,0	4,4	4,5
Nước phát triển	-3,4	3,0	2,4	2,6
Mỹ	-2,6	2,8	3,0	2,7
EU	-4,1	1,7	1,6	1,8
Nhật	-6,3	3,9	1,4	2,1
Nước đang phát triển	2,7	7,3	6,5	6,5
Trung Quốc	9,2	10,3	9,6	9,5
ASEAN-5	1,7	6,9	5,4	5,7

*Nguồn: IMF (2011b)*

Cụ thể, kinh tế Mỹ tăng trưởng mạnh vào Quý 1 năm 2010, chững lại vào Quý 2, có phần cải thiện ở hai quý cuối năm và đạt mức độ tăng trưởng trung bình cả năm là 2,8%. Hai rủi ro chính có thể ảnh hưởng tới tăng trưởng của nền kinh tế Mỹ trong vài năm tới là tỷ lệ thất nghiệp cao và thâm hụt ngân sách lớn. Tại Liên minh châu Âu EU và Nhật, tình hình cũng không mấy sáng sủa hơn. Tỷ lệ thất nghiệp cao, bất ổn kinh tế vĩ mô cao do khủng hoảng nợ công trong khi lạm phát có dấu hiệu gia tăng vào cuối năm 2010 khiến nền kinh tế EU chỉ tăng trưởng cả năm ở mức 1,7%.

<sup>1</sup> Vấn đề khủng hoảng nợ công tại Châu Âu sẽ được đề cập chi tiết hơn trong phần sau.

Hình 1. Chỉ số công nghiệp so với đỉnh năm 2008, 2008 – 2010 (%)

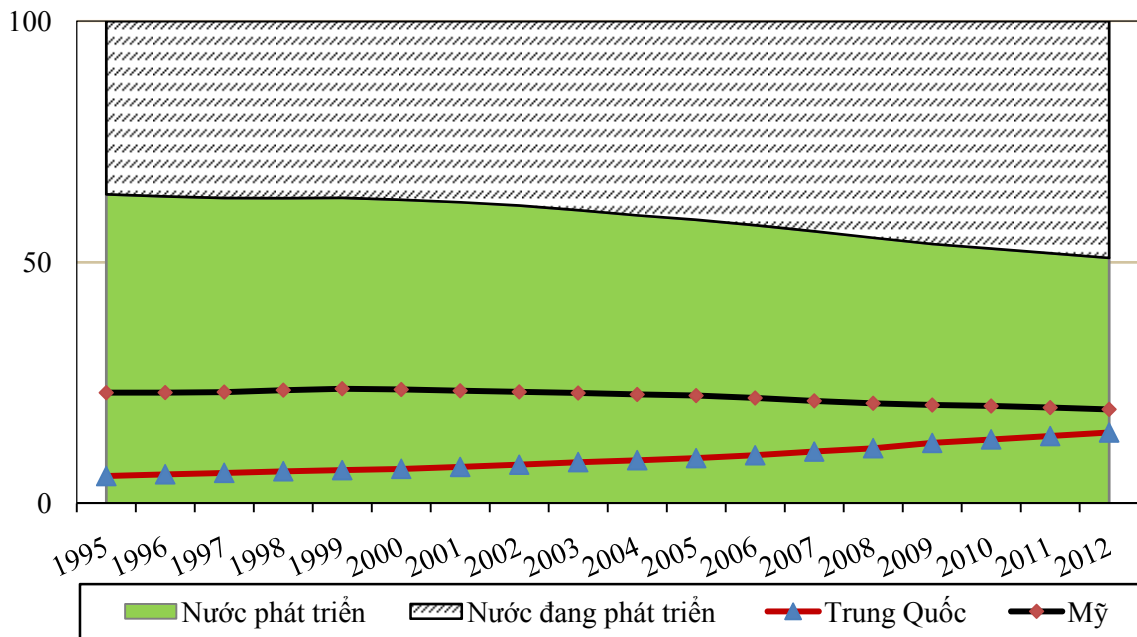


Nguồn: World Bank (2011)

Ở Nhật, với tác dụng tích cực của gói kích cầu và sự hồi phục mạnh của xuất khẩu giúp nền kinh tế tăng trưởng cả năm mạnh với 3,9%. Tuy nhiên nền kinh tế này đã có dấu hiệu chững lại với tăng trưởng âm vào quý 4 khi gói kích cầu lớn đang hết tác dụng cộng với nỗi lo giảm phát (deflation) cố hữu cùng gánh nặng từ khoản nợ công khổng lồ chiếm 200% GDP vẫn cho có giải pháp phù hợp. Quỹ Tiền tệ Thế giới (IMF) dự báo kinh tế Nhật sẽ chỉ có thể đạt tốc độ tăng trưởng khoảng 1,6% từ năm 2011 (IMF, 2011a). Trái với các nước phát triển, ở phương Đông, các nước đang phát triển và mới nổi phục hồi và tăng trưởng mạnh mẽ với tốc độ 7,3%, đóng góp hơn một nửa cho tăng trưởng kinh tế toàn cầu theo tính toán của Báo cáo kinh tế Thế giới của Liên hợp Quốc (United Nations, 2011). Các nước này, đặc biệt là Trung Quốc, Ấn Độ, và Brazil, đã khá thành công trong việc dùng chính sách tài khóa để kích cầu nội địa, vượt qua suy thoái, duy trì tăng trưởng khá ấn tượng và là đầu tàu của tăng trưởng kinh tế thế giới trong năm 2010. Các nước đang phát triển đã tiến hành thúc đẩy mạnh thương mại nội nhóm (South-South trade) và lợi dụng tốt dòng vốn quốc tế đang phục hồi sau khủng hoảng.

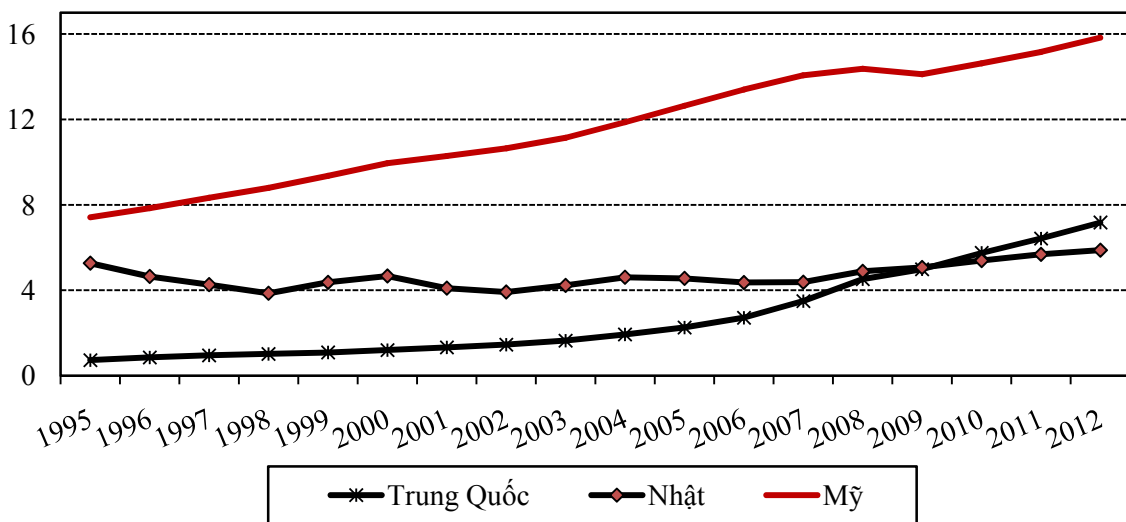
Trung Quốc trở thành nền kinh tế lớn thứ hai thế giới

**Hình 2. Tỷ trọng GDP toàn cầu, 1995 – 2012 (%)**



Nguồn: IMF, WEO (2011)

**Hình 3. GDP Trung Quốc vượt Nhật, 1995 – 2012 (nghìn tỷ USD)**



Nguồn: IMF, WEO (2011)

Ngôi sao sáng và cũng là trung tâm tăng trưởng của kinh tế toàn cầu năm 2010 vẫn là Trung Quốc với tốc độ tăng trưởng 10,3% (IMF, 2011). Tốc độ tăng trưởng hai con số của kinh tế Trung Quốc là do: (i) Gói kích cầu khổng lồ 4000 tỷ Nhân dân tệ (khoảng 600 tỷ USD) vào năm 2009, (ii) Xuất khẩu phục hồi mạnh và sự thành công trong thúc đẩy mở rộng tiêu dùng nội địa, (iii) Cùng với thu hút được hơn 100 tỷ USD vốn FDI vào năm 2010. Từ Quý 3 năm 2010, Trung Quốc đã thay thế Nhật trở thành nền kinh tế lớn thứ 2 trên thế giới sau Mỹ (Hình

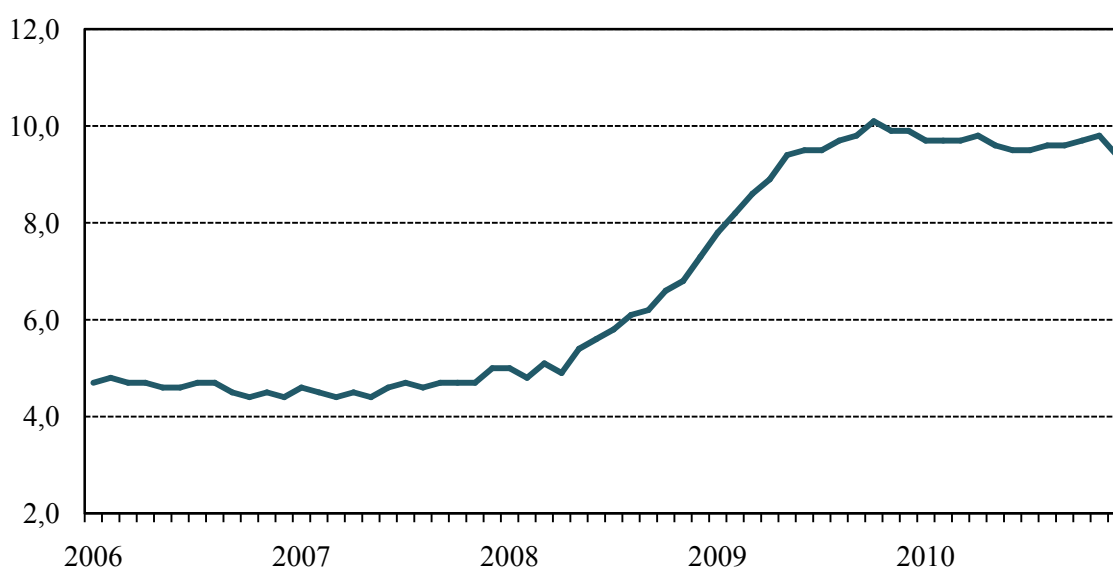
3). Theo ước tính của IMF, năm 2010 kinh tế Trung Quốc chiếm khoảng 13% GDP toàn cầu (tính theo sức mua, PPP) so với con số 20% của kinh tế Mỹ (Hình 2).

Tuy vậy, tăng trưởng của nhóm nền kinh tế mới nổi này vẫn tiềm tàng các điểm yếu và rủi ro như (i) vẫn phụ thuộc lớn vào xuất khẩu sang nhóm các nước phát triển, (ii) tăng trưởng tín dụng nóng và nguy cơ mất kiểm soát dòng vốn ngắn hạn. Chúng tôi sẽ quay lại vấn đề này tại phần 4.

#### Tỷ lệ thất nghiệp vẫn ở mức cao ở hầu hết các nước

Điểm nổi bật của các nền kinh tế hiện nay trên thế giới là tỷ lệ thất nghiệp cao và kéo dài đi cùng với thâm hụt ngân sách kỉ lục. Khoảng 27,6 triệu người đã mất việc từ khi cuộc Đại Suy thoái xảy ra, nâng tổng số người thất nghiệp trên toàn thế giới lên tới 205 triệu người (ILO, 2011). Ở các nền kinh tế chủ chốt, dù kinh tế đang phục hồi nhưng tỷ lệ thất nghiệp vẫn chưa được cải thiện nhiều (Bảng 2).

**Hình 4. Tỷ lệ thất nghiệp từng tháng ở Mỹ, 2006 – 2010 (%)**



Nguồn: US Bureau of Labor Statistics (2011)

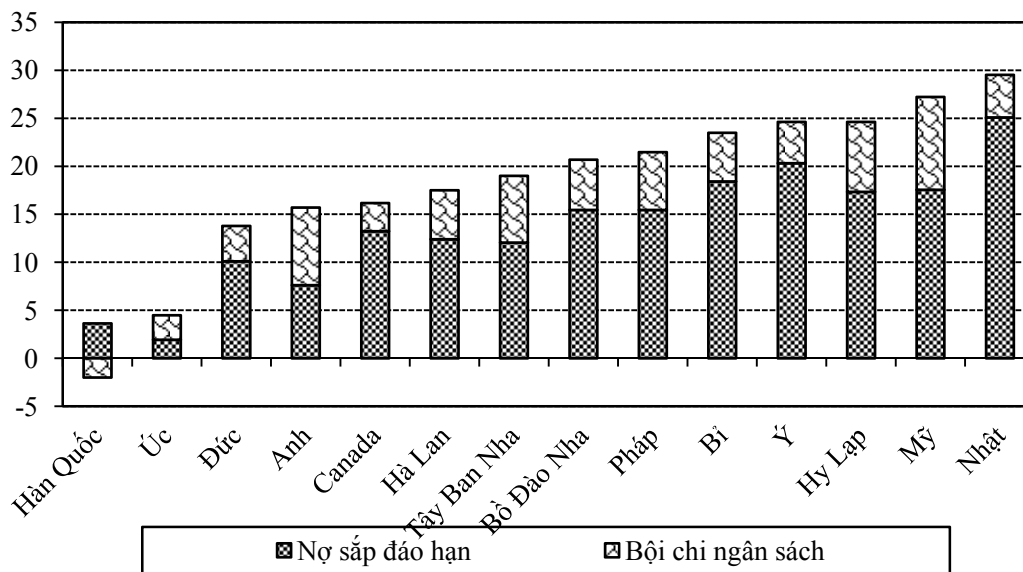
**Bảng 2. Tỷ lệ thất nghiệp các vùng trên thế giới, 2007 – 2010 (%)**

	2007	2008	2009	2010		
				Cận dưới	Ước tính	Cận trên
Thế giới	5,6	5,7	6,3	5,9	6,2	6,5
Nước phát triển-EU	5,8	6,1	8,4	8,5	8,8	9,1
Đông Âu	8,6	8,6	10,4	9,1	9,6	10,1
Đông Á	3,8	4,3	4,4	3,9	4,1	4,3
ASEAN-Thái Bình Dương	5,4	5,3	5,2	4,8	5,1	5,4
Nam Á	4,5	4,3	4,4	3,9	4,3	4,6
Châu Mỹ La tinh	7,0	6,6	7,7	7,2	7,7	8,1
Trung Đông	10,5	10,2	10,3	9,6	10,3	10,9
Bắc Phi	10,2	9,6	9,9	9,1	9,8	10,5
Châu Phi Sub-Saharan	7,9	7,9	7,9	7,6	8,0	8,4

Nguồn: International Labor Organization (2011)

Ngân sách thâm hụt trầm trọng và nợ công gia tăng

**Hình 5. Thâm hụt ngân sách một số nước chủ chốt, 2010 (% GDP)**

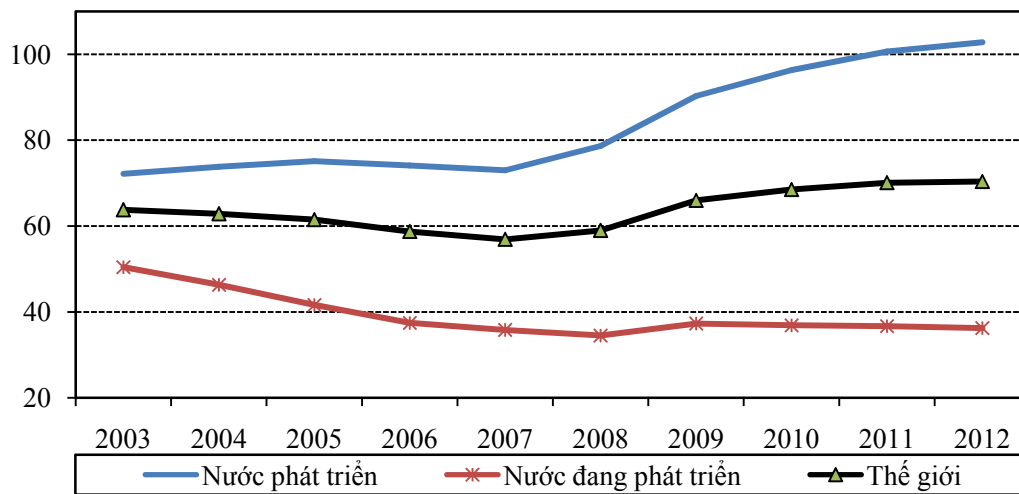


Nguồn:

IMF (2010)

Cùng với vấn đề về tỷ lệ thất nghiệp cao và kéo dài là tình trạng thâm hụt ngân sách và gia tăng nợ công cao kỷ lục ở hầu hết các nước (Hình 5-6). Thâm hụt ngân sách lớn hạn chế Chính phủ thực thi chính sách tài khóa và đẩy một số nước vào nguy cơ khủng hoảng nợ công, làm tăng chi phí vay vốn và là mầm mống cho bất ổn trong thị trường tài chính. Thâm hụt ngân sách cũng tạo ra nguy cơ tăng tỷ lệ thất nghiệp khi Chính phủ phải thắt lưng buộc bụng và sa thải lao động trong khu vực công.

**Hình 6. Nợ công, 2003 – 2012 (% GDP)**



Chú ý: Số liệu năm 2011 và năm 2012 là dự báo

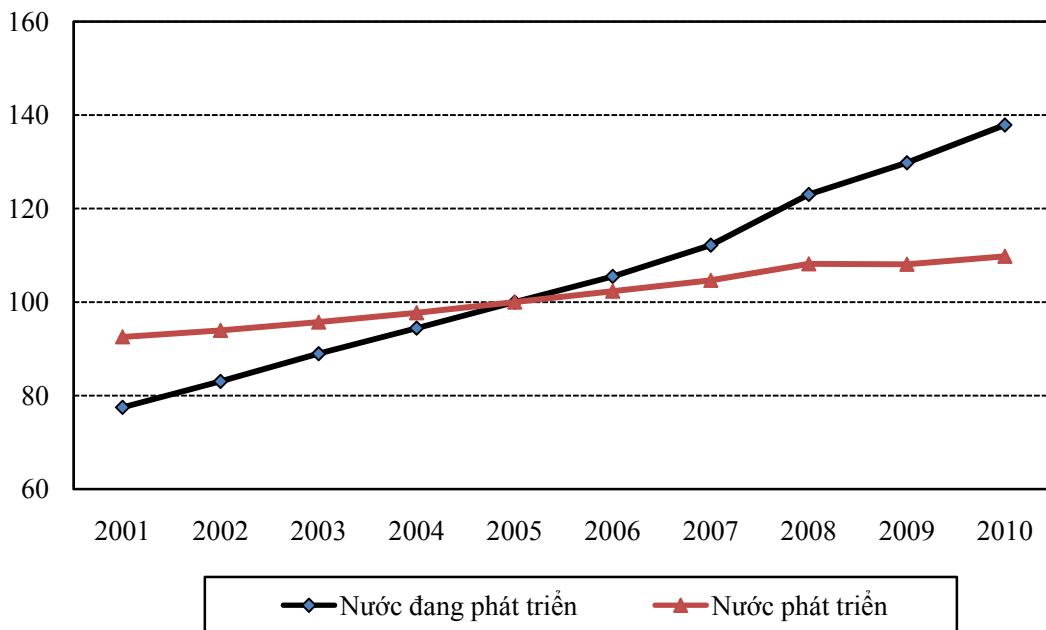
Nguồn: IMF (2010)

Lạm phát và lãi suất ở mức thấp ở các nước phát triển, ở mức trung bình ở các nước đang phát triển nhưng tăng mạnh trở lại từ cuối năm 2010.

Ngay sau khi khủng hoảng xảy ra vào cuối năm 2008 và đầu năm 2009, Ngân hàng Trung Ương (NHTW) nhiều nước cùng với chính sách “nới lỏng định lượng” (quantitative easing - QE) khẩn cấp đã tiến hành phối hợp cắt giảm mạnh lãi suất chính sách, nhiều trường hợp xuống gần bằng không, và cam kết duy trì lãi suất thấp trong một thời gian dài. Cam kết này đã tiếp tục được duy trì suốt trong năm 2010 tại hầu hết các nước phát triển<sup>2</sup>. Ngoài ra, do NHTW nhiều nước phát triển vẫn tiếp tục duy trì hay thậm chí tăng cường hơn chính sách nới lỏng định lượng (ví dụ Mỹ và Nhật), đã xuất hiện khá nhiều lo ngại về việc bùng nổ lạm phát. Tuy nhiên, trong suốt năm 2010, lạm phát vẫn ở mức thấp tại các nước phát triển này. Theo như ước tính của IMF, tỷ lệ lạm phát toàn phần (headline inflation) trung bình cả năm 2010 ở các nước phát triển là 1,5% (Hình 7-8). Lo ngại về khả năng kinh tế thế giới rơi vào bẫy thanh khoản và giảm phát như ở Nhật cũng dần được loại bỏ.

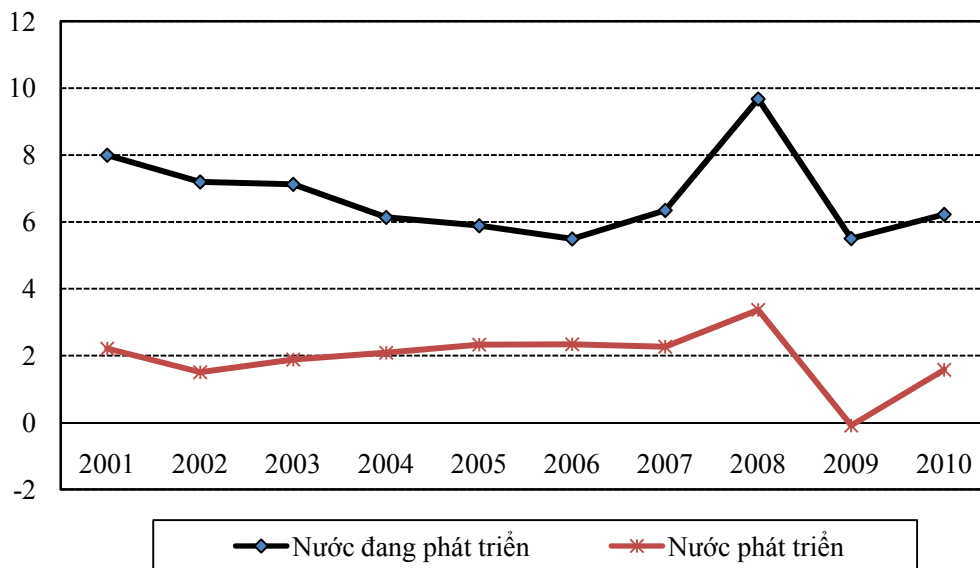
<sup>2</sup> Ngoại lệ là NHTW Úc nâng lãi suất 25 điểm cơ bản lên 4,75% vào đầu tháng 11 năm 2010.

**Hình 7. Chỉ số giá cả, 2001 – 2010 (năm 2005=100)**



Nguồn: International Financial Statistics (IFS) (tháng 2, 2011)

**Hình 8. Tỷ lệ lạm phát, 2001 – 2010 (%)**

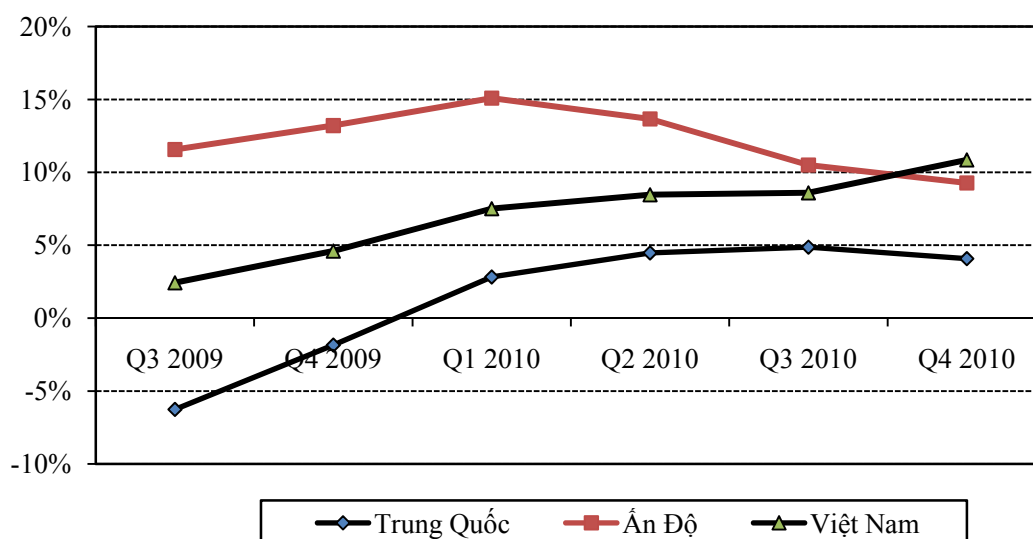


Nguồn: IFS (tháng 2, 2011)

Tuy nhiên, do ảnh hưởng của sự tăng giá của hàng hóa (commodity prices) trên thế giới, kinh tế đang trên đà phục hồi mạnh, cùng với tác động của các dòng vốn và nguồn tiền nóng, lạm phát toàn phần tại các nước đang phát triển đã trở lại mức trung bình cao (6,3% theo IMF 2011) và đang có xu hướng tăng lên ở mức đáng ngại từ cuối năm 2010. Do vậy, NHTW một số nước đang phát triển, đặc biệt là ở Đông Á và Nam Á, đã bắt đầu tiến hành nâng lãi suất và thắt chặt tiền tệ để kiểm chế lạm phát. Lạm phát ở Trung Quốc vọt lên mức 5,1% vào cuối

tháng 11 và vẫn duy trì ở mức khoảng 5%, trong đó giá lương thực tăng 10,3%, đến hết năm mặc dù NHTW nước này đã quyết liệt thắt chặt tiền tệ. Từ tháng 10 năm 2010, NHTW Trung Quốc đã hai lần tăng lãi suất, mỗi lần 0,25%, lên tới 5,81%<sup>3</sup> cùng với việc nâng tỷ lệ dự trữ bắt buộc lên mức kỷ lục là 18,5%. Lạm phát, đặc biệt là tăng giá lương thực ở các nước khác như Ấn Độ và Việt Nam cũng bắt đầu ở mức đáng báo động (Hình 9).

**Hình 9. Tỷ lệ lạm phát ở một số nước mới nổi, 2009 – 2010 (% , yoy)**



Nguồn: DataStream, IFS (2010)

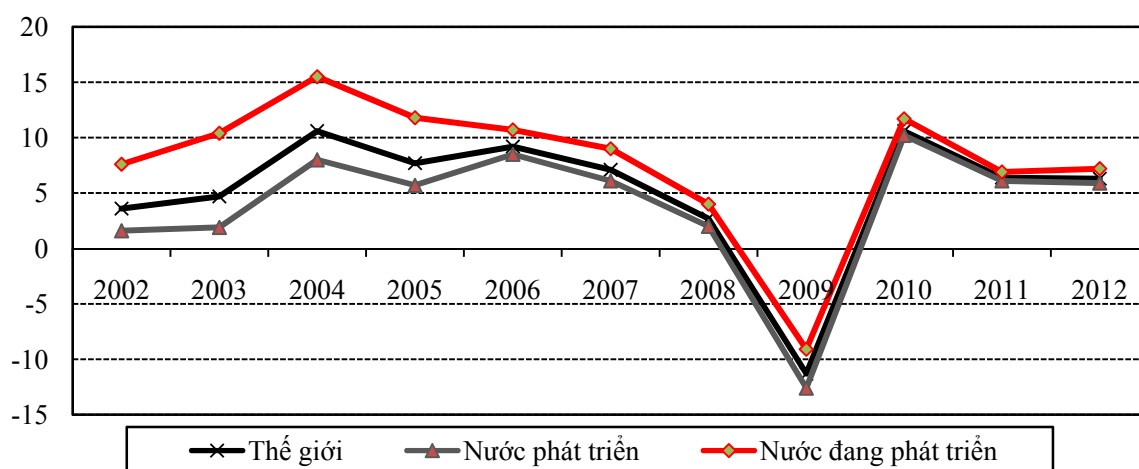
### Thương mại toàn cầu năm 2010 phục hồi nhưng chưa như mong đợi

Sau khi sụt giảm trầm trọng hơn 11% vào năm 2009, thương mại toàn cầu năm 2010 đã phục hồi với mức tăng ước tính khoảng 10,5%. Theo báo cáo của Liên hợp quốc (UN, 2011), thương mại toàn cầu tuy tăng mạnh khoảng 20% từ giữa năm 2009 đến Quý 2 năm 2010 nhưng giảm tốc đáng kể theo sự chững lại của tăng trưởng kinh tế toàn cầu từ giữa năm 2010. Ngoài ra, tương tự với tăng trưởng kinh tế, thương mại toàn cầu cũng có sự tương phản giữa nhóm các nước đang phát triển và nhóm các nước phát triển. Trong khithương mại quốc tế tại nhóm các nước phát triển tính đến cuối năm 2010 vẫn còn ở mức thấp hơn 9% so với mức trước khủng hoảng (tháng 4/2008) thì tại nhóm các nước đang phát triển thương mại đã tăng 7% so với thời điểm này. Tổng kim ngạch thương mại của nhóm các nước đang phát triển đã tăng từ khoảng 1/3 lên tới 40% trong tổng kim ngạch thương mại toàn cầu (UN, 2011).

<sup>3</sup> Đầu tháng 2/2011, NHTW Trung Quốc tiếp tục nâng lãi suất lần thứ 3 lên 6,01%.



Hình 10. Tăng trưởng xuất khẩu, 2002 – 2012 (%)

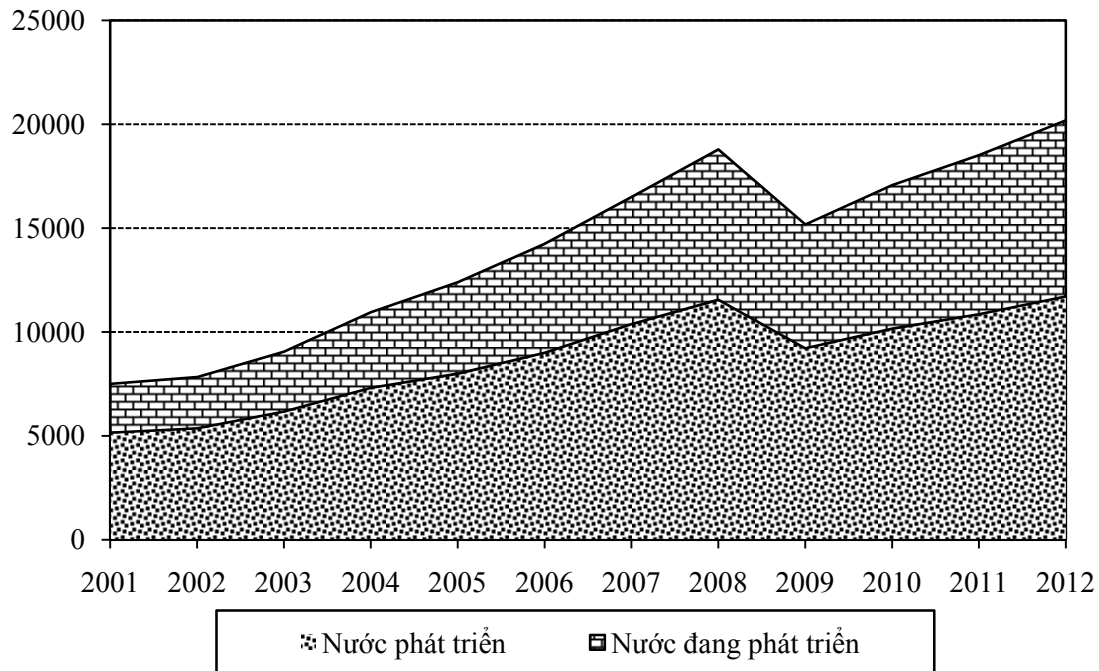


Nguồn: UN/DESA và tính toán của tác giả (2010)

Thương mại toàn cầu đang có xu hướng dịch chuyển trọng tâm sang các nước đang phát triển đặc biệt là Trung Quốc

Không chỉ phục hồi và tăng trưởng mạnh mẽ hơn ở các nước phát triển, thương mại ở các nước đang phát triển còn có vai trò đầu tàu kéo tăng trưởng thương mại toàn cầu. Theo số liệu của World Bank, hơn 3/4 tăng trưởng trong xuất khẩu của các nước phát triển phương Tây vào hai quý đầu năm 2010 là hướng tới thị trường các nước đang phát triển với đại bộ phận là máy móc và trang thiết bị sản xuất (capital goods). Nổi bật vẫn là Trung Quốc. Xuất khẩu trong 10 tháng đầu năm 2010 từ hai nền kinh tế lớn thế giới là Mỹ và Nhật tới Trung Quốc ước tính chiếm khoảng 15,4% và 19,2% tổng kim ngạch xuất khẩu của hai nước này (World Bank, 2011). Theo đà phát triển hiện nay thì chỉ trong vòng vài năm tới Trung Quốc sẽ trở thành đối tác thương mại quan trọng nhất của Mỹ và Nhật. Một điểm quan trọng khác, theo như Mario Pezzini, giám đốc Trung tâm kinh tế phát triển của OECD, mặc dù hàng rào thương mại (trade barriers) hiện tại còn lớn gấp 7 lần so với tại các nước phát triển, 50% trao đổi thương mại của các nước đang phát triển có nguồn gốc từ thương mại nội khối với nhau (Pezzini, 2011). Chuyên gia này cũng dự báo, từ nay đến năm 2030 khi GDP của các nước đang phát triển chiếm 60% tổng GDP toàn cầu, rào cản thương mại tại các nước đang phát triển sẽ được cải thiện thêm và thương mại từ các nước này cũng sẽ chiếm đa số trong quy mô thương mại toàn cầu.

**Hình 11. Tổng kim ngạch xuất khẩu, 2001 – 2012 (tỷ USD)**



Chú ý: Số liệu năm 2011 và năm 2012 là số liệu dự báo

Nguồn: UN/DESA và tính toán của tác giả (2011),

## WTO và đàm phán thương mại đa phương vẫn bế tắc, đàm phán thương mại khu vực gia tăng

Trong thương mại toàn cầu, các đàm phán đa phương trong vòng đàm phán Doha (Doha Round) ở WTO dù được khởi xướng từ năm 2001 nhưng vẫn ở tình trạng bế tắc và khó có thể đạt được tiến triển khả quan trong vài năm tới. Trong năm 2010, tuy có nhiều nỗ lực của nhóm G20 trong việc thúc tiến thương mại toàn cầu và hạn chế chủ nghĩa bảo hộ tại cuộc họp thượng đỉnh ở Toronto vào tháng 6 và ở Seoul tháng 11, nhưng các nước thành viên của WTO vẫn còn nhiều bất đồng trong các vấn đề về nông nghiệp, các quyền ưu đãi đặc biệt (special and differential treatment) cho các nước đang phát triển cùng với khả năng thực thi các cam kết về thương mại của các nước đang phát triển. Bế tắc trong vòng đàm phán Doha cũng là một trong những nguyên nhân chính khiến các một số nước tích cực thúc đẩy tìm kiếm các thỏa thuận về thương mại khu vực (regional trade agreements). Trong năm 2010, đặc biệt phải kể đến sự trở lại và phát triển lên một tầm mới của *Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương (Trans-Pacific Partnership, TPP Agreement (Hộp 1))*.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Việt Nam chính thức công bố tham gia đàm phán TPP vào tháng 11/2010.

## Hộp 1. Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương-TPP

Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương (Trans-Pacific Partnership, TPP) hay còn gọi là Hiệp định Đối tác Kinh tế Chiến lược xuyên Thái Bình Dương (Trans-Pacific Strategic Economic Partnership Agreement) là hiệp định thương mại tự do đa phương với mục tiêu thúc đẩy hội nhập kinh tế toàn diện của các nền kinh tế tại khu vực châu Á-Thái Bình Dương. Hiệp định ban đầu được bốn nước trong khu vực (P4) là Brunei, Chile, New Zealand, và Singapore ký ngày 03/6/2005 và chính thức có hiệu lực từ 28/5/2006. Hiện tại có thêm 5 nước là Australia, Malaysia, Mỹ, Peru, và Việt Nam đang tham gia đàm phán để gia nhập nhóm. Tại cuộc họp thượng đỉnh của APEC vào tháng 11/2010, lãnh đạo của 9 nước này đã tán đồng đề nghị đặt ra các mục tiêu cụ thể về đàm phán trước cuộc họp thượng đỉnh của APEC tại Mỹ vào năm 2011. Ngoài ra, Canada, Nhật, Phillipines, Hàn Quốc, và Đài Loan cũng đã công bố quan tâm tới TPP.

Mục tiêu ban đầu của hiệp định là cắt bỏ 90% các loại thuế quan giữa các nước thành viên trước ngày 01/01/2006 và đến năm 2015 xóa bỏ hoàn toàn các loại thuế quan. Đây là một thỏa thuận mang tính toàn diện và bao quát hầu hết các mặt của một hiệp định tự do thương mại (Free Trade Agreement) bao gồm thương mại hàng hóa, dịch vụ, quy định nguồn gốc, sở hữu trí tuệ, rào cản kỹ thuật, chính sách cạnh tranh,...

### Các mốc thời gian chính của TPP

1998-2000: thảo luận về việc lập hiệp định thương mại tự do (FTA) trong nhóm P5 (Mỹ, Australia, New Zealand, Chile, Singapore)

1999-2001: FTA được kí kết giữa các nước trong nhóm P3 (New Zealand, Chile, Singapore). Mỹ và Australia không còn quan tâm đến P5

2003-2005: đàm phán FTA trong P3 (New Zealand, Chile, Singapore)

2004-2005: Brunei tham gia nhóm P4 (Brunei, New Zealand, Chile, Singapore)

2006: Hiệp định Đối tác Kinh tế Chiến lược xuyên Thái Bình Dương có hiệu lực trong P4

2007: Mỹ quan tâm trở lại FTA của nhóm P4

2008: Tổng thống Bush công bố mong muốn tham gia nhóm P4; Australia và Peru cũng cam kết tham gia

2009: Tổng thống Obama tái khẳng định ý định tham gia TPP

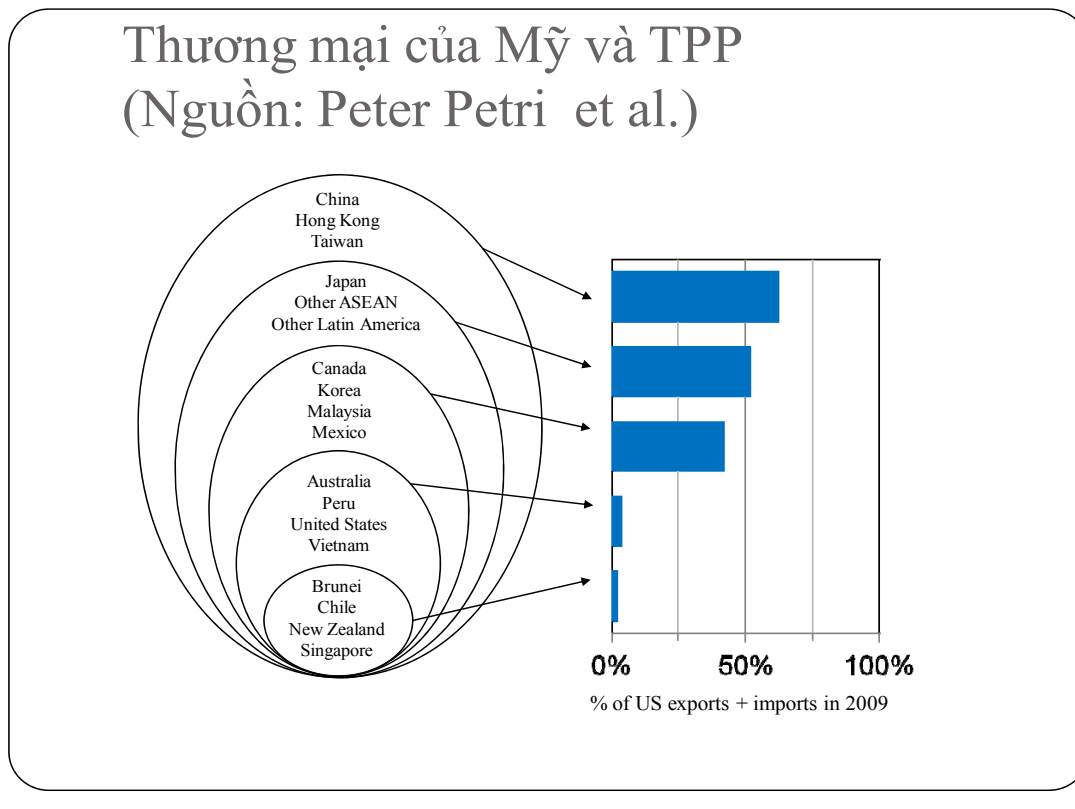
Tháng 3/2010: đàm phán giữa nhóm P4 và Mỹ, Australia, và Peru. Việt Nam tham gia với vai trò quan sát viên

Tháng 6/2010: vòng thứ 2 của đàm phán diễn ra

Tháng 10/2010: Malaysia tham gia đàm phán

Mặc dù với mục tiêu tương đối tham vọng là xóa bỏ hoàn toàn thuế quan giữa các nước nhưng do các nước trong P4 đều là những nước có quy mô kinh tế nhỏ lại đã kí hiệp định tự do thương mại trước với nhau nên TPP chỉ gây được sự chú ý khi Mỹ công bố to ý định tham gia. Tuy nhiên, Mỹ dường như khá ưu tiên cho việc thúc đẩy TPP vì đây là nỗ lực thúc đẩy thương mại chính của chính quyền Obama trong bối cảnh vòng đàm phán Doha bị bế tắc; sự lo ngại bị đẩy ra ngoài cuộc chơi của khu vực tự do thương mại Đông Á với vai trò của Trung Quốc ngày càng lớn mạnh. Ngoài mục tiêu tái cân bằng cấu trúc nền kinh tế bằng việc tăng tỷ trọng xuất khẩu, Mỹ cũng muốn chứng tỏ lời cam kết “quay lại Đông Á” sau một thời gian vắng bóng vì những vấn đề ở Trung Đông.

Một nhân tố khác khá quan trọng cho sự phát triển và mở rộng TPP là Nhật Bản, nền kinh tế thứ ba thế giới với tỷ trọng xuất nhập khẩu khá lớn. Tuy có được sự ủng hộ mạnh mẽ từ nhiều ngành kinh tế khác nhau, đặc biệt là lĩnh vực công nghiệp nơi Nhật có sức mạnh cạnh tranh khá lớn nhưng lại gặp sự phản đối quyết liệt của khu vực nông nghiệp. Với áp lực chính trị khá lớn, khu vực nông nghiệp của Nhật là một trong những nơi được bảo hộ nhiều nhất trên thế giới thí dụ như mức thuế quan đánh vào gạo là 750%.

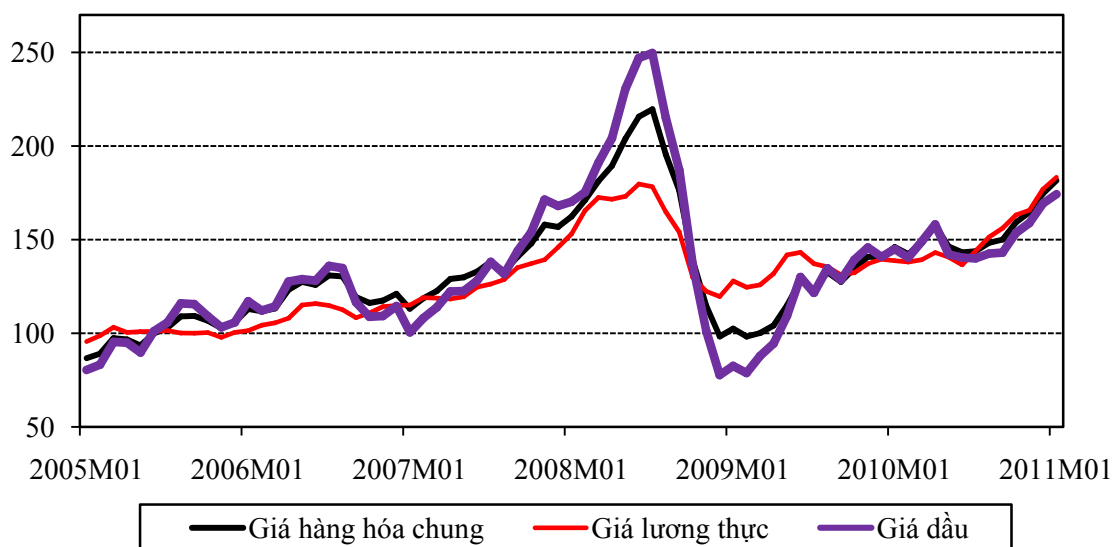


### Giá cả hàng hóa (commodity) biến động và tăng mạnh trở lại từ cuối năm

Theo đà phục hồi từ năm 2009, giá cả hàng hóa (commodities) tăng trở lại khá mạnh vào năm 2010, tuy vẫn chưa quay lại mức đỉnh vào giữa năm 2008 (Hình 12). Việc tăng giá trở lại mạnh này là do (i) cầu lớn từ phía các nước đang phát triển lớn có tốc độ tăng trưởng cao như

Trung Quốc, Ấn Độ và Brazil, (ii) ảnh hưởng của thiên tai và bất ổn trong nguồn cung, (iii) NHTW nhiều nước phát triển đặc biệt là Mỹ vẫn duy trì chính sách nới lỏng định lượng khiến USD mất giá cùng với sự tham gia của giới đầu cơ tài chính. Nhiều dự báo cho rằng giá cả hàng hóa, đặc biệt là giá dầu, còn tiếp tục tăng trong năm 2011.

**Hình 12. Chỉ số giá hàng hóa, 2005 – 2011 (năm 2005=100)**

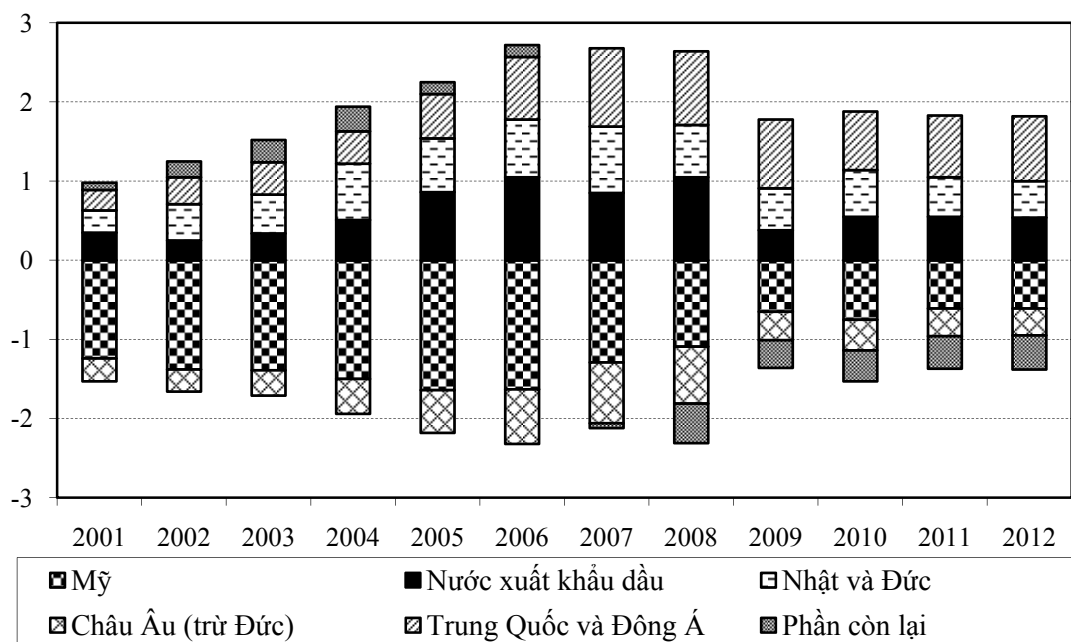


Nguồn: IMF (2011) và tính toán của tác giả

### Mất cân bằng thương mại toàn cầu chưa được cải thiện

Năm 2008, khi khủng hoảng xảy ra, nền kinh tế toàn cầu đang ở trong trạng thái mất cân bằng trầm trọng. Đáng kể là thâm hụt thương mại khổng lồ của Mỹ với khoảng 700 tỷ USD và khoản thặng dư thương mại khoảng 290 tỷ USD chiếm khoảng 10% GDP của Trung Quốc. Năm 2009, bất cân bằng toàn cầu đã được cải thiện đáng kể so với năm 2008 nhưng lại có xu hướng mở rộng trở lại trong năm 2010, và chưa có dấu hiệu cải thiện đáng kể trong vài năm tới (Hình 13). Mất cân bằng toàn cầu có thể dẫn đến bất ổn trong thị trường tài chính, khuyến khích chủ nghĩa bảo hộ và tạo lực cản cho phục hồi và tăng trưởng của kinh tế thế giới.

**Hình 13. Thặng dư và Thâm hụt thương mại trong Bất cân bằng toàn cầu, 2001-2012 (% GDP thế giới)**



Chú ý: Số liệu năm 2011 và năm 2012 là số liệu dự báo  
 Nguồn: IMF (2010)

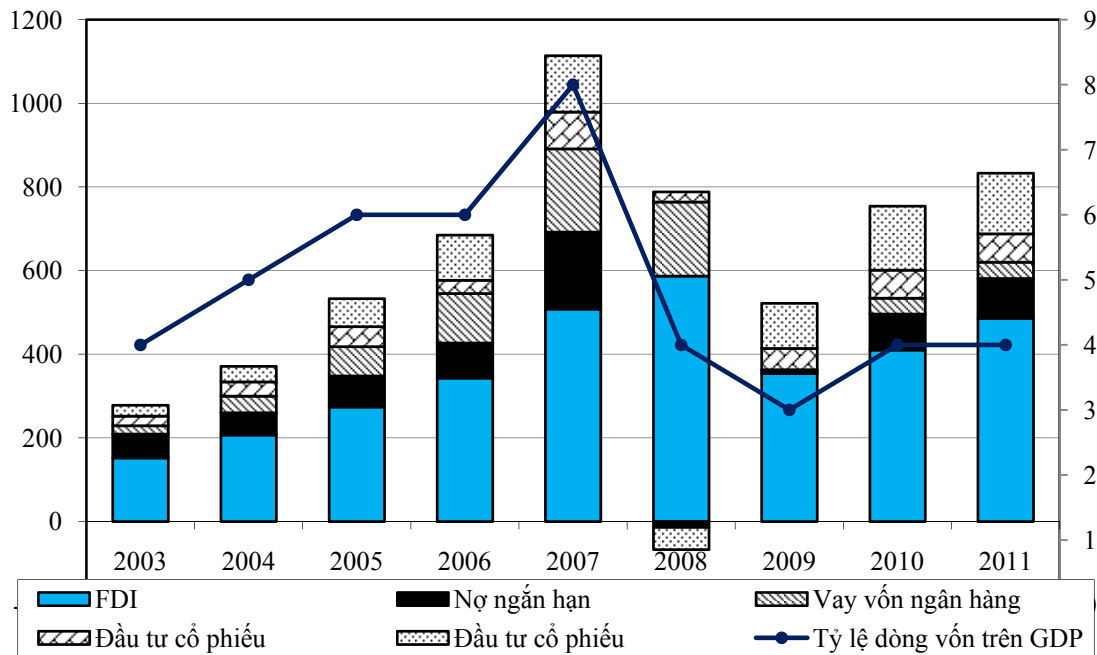
### Dòng vốn quay lại các nước đang phát triển - Dự trữ ngoại hối các nước này tăng

Dòng vốn ròng khu vực tư nhân (net private capital inflows) vào nhóm các nước mới nổi khôi phục khá mạnh so với năm 2009 (Hình 14). Theo ước tính của World Bank thì dòng vốn này tăng gần 50% từ mức 521,5 tỷ USD lên tới 753,2 tỷ USD<sup>5</sup>. Trong đó, vốn đầu tư trực tiếp (FDI) vẫn chiếm phần lớn là 409,6 tỷ USD nhưng không có biến động nhiều (tăng 15%). Vốn đầu tư gián tiếp tăng 100% từ 167,4 tỷ lên tới 343,9 tỷ USD do<sup>6</sup>: (i) lãi suất thấp (gần bằng 0) tại các nước phát triển, (ii) phục hồi và tăng trưởng ngoạn mục của các nước mới nổi. Cùng với thặng dư thương mại, sự quay lại của dòng vốn đã giúp cho dự trữ ngoại hối tại các nước đang phát triển tăng thêm 475 tỷ USD (World Bank, 2011). Đến quý 3 năm 2010, tổng dự trữ ngoại hối tại các nước đang phát triển đã đạt gần 6000 tỷ USD, gấp đôi so với nguồn dự trữ tại các nước phát triển (Hình 1.15).

<sup>5</sup> Viện Tài chính Thế giới (Institute of International Finance, IIF) ước tính tổng số vốn ròng này là khoảng 908 tỷ USD, tăng hơn 50% so với 2009. Mức đỉnh của dòng vốn này là 1110 tỷ USD vào năm 2007, trước khủng hoảng.

<sup>6</sup> IIF ước tính là từ 280 tỷ USD lên tới 558 tỷ USD. Trong đó, đặc biệt nợ ngắn hạn tuy vẫn nhỏ nhưng tăng từ mức 6,4 tỷ năm 2009 lên tới 86,4 tỷ năm 2010.

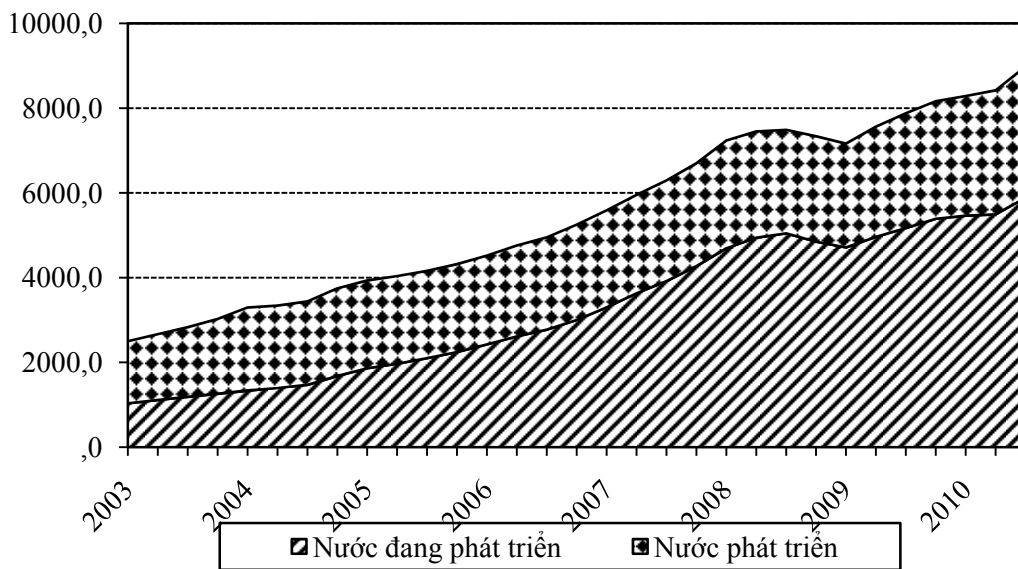
**Hình 14. Dòng vốn vào các nước đang phát triển, 2003 – 2011 (tỷ USD)**



Chú ý: Số liệu năm 2011 và năm 2012 là số liệu dự báo

Nguồn: World Bank (2011)

**Hình 15. Dự trữ ngoại hối, 2003 – 2010 (tỷ USD)**



IMF (COFER) (2011)

Nguồn:

### Nỗ lực cải cách hệ thống Ngân hàng và giám sát Tài chính

Ít ai có thể phủ nhận được “trách nhiệm và tội lỗi” của hệ thống tài chính và ngân hàng trong việc gây ra cuộc khủng hoảng tài chính và sau đó là cuộc Đại Suy thoái toàn cầu tồi tệ nhất từ sau cuộc Đại Khủng hoảng những năm 1930. Chính vì vậy khi kinh tế đã tạm thời phục hồi và ổn định, một trong những việc đầu tiên Chính phủ và các tổ chức quốc tế phải “ra tay”

hành động là cải cách hệ thống ngân hàng và giám sát tài chính nhằm phòng ngừa khủng hoảng và ổn định thị trường tài chính.

Đầu tiên phải kể đến Đạo luật *Bảo vệ Người Tiêu dùng và Cải tổ Phố Wall Dodd-Frank* được đề khởi vào tháng 12/2009 và chính thức có hiệu lực vào tháng 7/2010 tại Mỹ, nơi khủng hoảng tài chính bộc phát. Ngoài việc thay đổi hoàn toàn cấu trúc của hệ thống giám sát tài chính ở Mỹ theo hướng thống nhất và bao quát toàn diện hơn, Đạo luật Dodd-Frank đặc biệt có Quy định Volcker (Volcker rule) nghiêm cấm các ngân hàng ở nước này tự thân tham gia vào nhiều hoạt động đầu cơ cũng như hạn chế ngân hàng sở hữu các quỹ đầu tư. Đạo luật Dodd-Frank và Quy định Volcker mặc dù khá chặt chẽ đối với hệ thống ngân hàng nhưng lại chưa có nhiều tác động đến hệ thống các công ty tài chính và đầu tư, hay còn được gọi là hệ thống ngân hàng mờ (shadow banking system), những tổ chức đã “góp phần” không nhỏ trong cuộc khủng hoảng tài chính vừa qua. Ngoài ra, Đạo luật Dodd-Frank và Quy định Volcker chỉ có tính khu vực (chỉ có hiệu lực tại Mỹ) vì chính phủ các nước khác, đặc biệt là ở châu Âu, chưa thực sự được thuyết phục về tính hiệu quả cũng như tác dụng của luật này đến hệ thống giám sát tài chính ngân hàng của họ.

Ở quy mô toàn cầu, việc quy chuẩn Basel II được đề xuất thay thế bởi *Basel III* vào tháng 9 cũng đánh dấu bước tiến mới trong hoạt động thanh tra và giám sát hệ thống tài chính ngân hàng. Nhược điểm của Basel II, theo nhiều nghiên cứu, là có tác dụng “thuận chu kỳ” (procyclicality). Tức là khi kinh tế suy thoái các quy định trong Basel II lại khiến cho ngân hàng giữ thêm nhiều dự trữ vốn lãng phí không cần thiết và ngược lại khi kinh tế tăng trưởng nóng các quy định này lại giúp đổ thêm tín dụng vào nền kinh tế. Basel III ra đời với mục tiêu tăng cường khả năng chịu sốc, khả năng quản lý rủi ro và nâng cao tính minh bạch của hệ thống ngân hàng. Khác với Basel II, ngoài những quy định nhằm đảm bảo sự an toàn đối cá nhân từng ngân hàng (microprudential), Basel III còn chú trọng đến sức khỏe của toàn bộ hệ thống tài chính (macroprudential). Do vậy, so với Basel II, quy chuẩn của Basel III có yêu cầu tỷ lệ dự trữ an toàn vốn (Capital Adequacy Ratio, CAR) cao hơn cùng với những quy định chặt chẽ hơn trong phân loại chất lượng các loại vốn. Ngoài ra để khắc phục tính thuận chu kỳ của Basel II, Basel III cũng có thêm các quy định về các loại vùng đệm cho tỷ lệ dự trữ an toàn vốn (capital buffer). Cuối cùng, nhằm quan tâm đến sự an toàn của cả hệ thống ngân hàng, Basel III có thêm khuyến cáo các cơ quan giám sát có thể đặt tỷ lệ dự trữ an toàn vốn cao hơn nữa đối với các ngân hàng lớn có khả năng tạo rủi ro cho cả hệ thống nhằm tránh việc quá lớn để có thể đổ vỡ (too big to fail). Tại cuộc họp Thượng đỉnh nhóm G20 vào ngày 12/11 tại Seoul, lãnh đạo các nước này đã chính thức công nhận các quy chuẩn của Basel III. Theo đó,



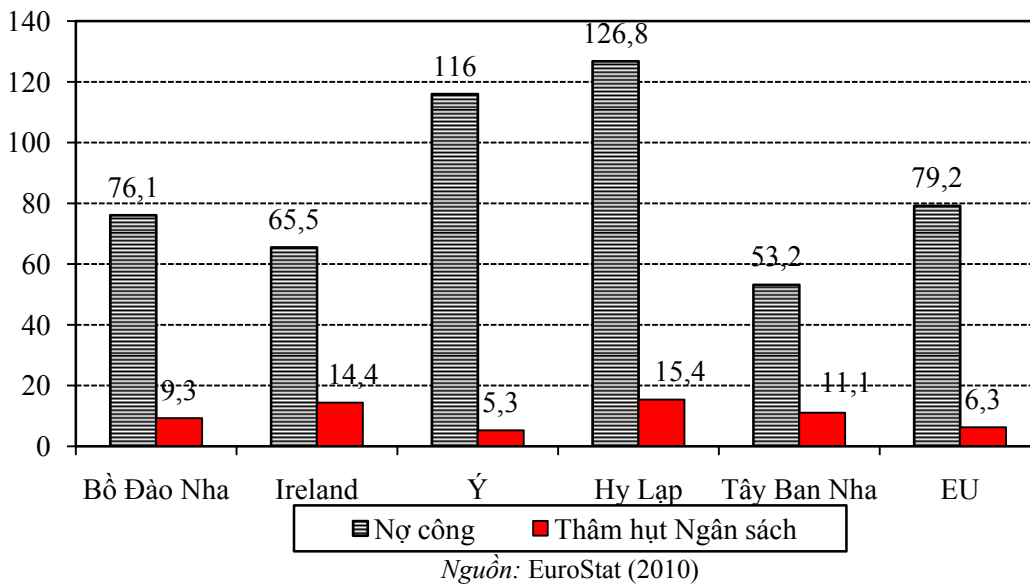
Basel III sẽ được khởi động từ năm 2013, chạy lấy đà chuẩn bị trong 6 năm và chính thức có hiệu lực hoàn toàn từ năm 2019.

## **Khủng hoảng nợ công châu Âu**

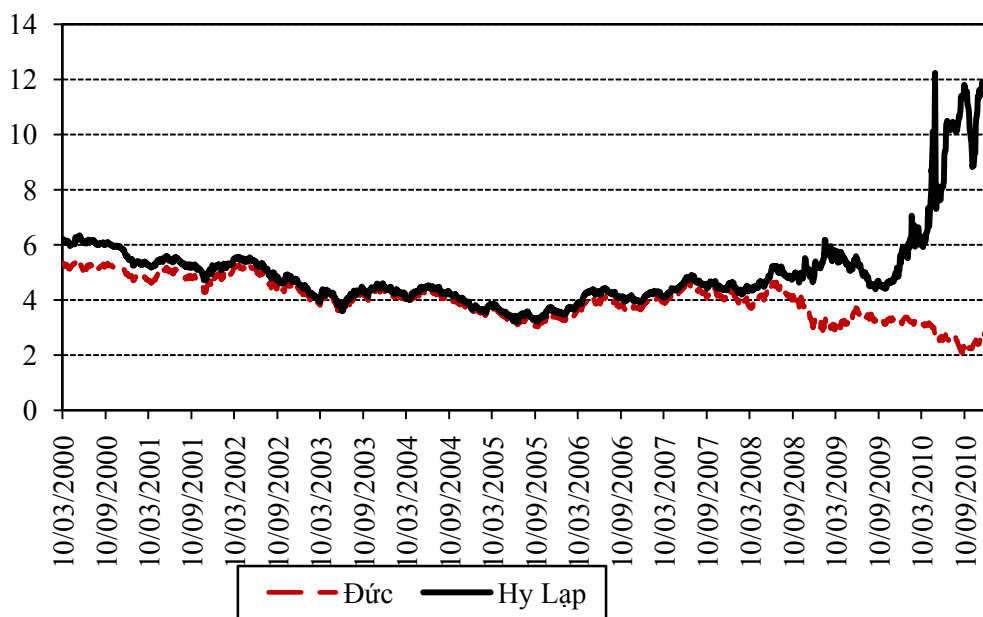
Vừa bước qua đáy của cuộc Đại Suy thoái một thời gian ngắn, nhiều nền kinh tế trong khối liên minh châu Âu lại đứng trước nguy cơ suy thoái mới khi khủng hoảng nợ công bùng phát vào đầu năm 2010. Trước đó, ít ai nghĩ rằng trục trặc trong ngân sách ở một nước nhỏ ở vùng ngoại vi như Hy Lạp, nơi mà quy mô kinh tế chỉ chiếm 2,6% GDP của liên minh châu Âu, lại có khả năng đẩy cả vùng kinh tế lớn nhất thế giới này vào một cuộc khủng hoảng mới và có thể đe dọa sự tồn tại của đồng tiền chung Euro. Tuy nhiên, tỷ lệ nợ công cao và thâm hụt ngân sách trầm trọng lại là điểm yếu chung phổ biến ở các nền kinh tế này và đây là nguyên nhân chính gây ra cuộc khủng hoảng có lẽ sẽ đi được ghi vào lịch sử kinh tế của EU (Hình 16).

Sau khi gia nhập EU vào năm 2001, với vị thế thành viên, Hy Lạp đã tiếp cận được một thị trường lớn và nguồn vốn rẻ (lãi suất giảm mạnh xuống mức tương đối thấp, xem Hình 17) nên đạt mức tăng trưởng khá ngoạn mục. Tốc độ tăng trưởng của Hy Lạp trong giai đoạn 2001-2007 trung bình đạt 4,0%/năm cao hơn mức chung của toàn khối EU (The Economist, 2/2010). Tuy nhiên, do được hưởng lợi suất trái phiếu chính phủ thấp, chi tiêu công của Hy Lạp tăng mạnh theo tăng trưởng kinh tế. Thêm vào đó, ở Hy Lạp luôn xảy ra thất thu thuế khiến cho nợ công và bội chi ngân sách ở nước này luôn ở mức cao nhất trong khu vực EU kể cả thời gian trước khủng hoảng toàn cầu 2008-2009. Khi khủng hoảng bộc phát vì đã ở trong trạng thái “vung tay quá trán” một thời gian dài lại phải gồng mình cho các gói kích cầu cứu trợ và hứng chịu tổn thất lớn từ hai ngành chủ lực của nền kinh tế là vận tải biển và du lịch khiến cho mức bội chi ngân sách và tỷ lệ nợ công của Hy Lạp vọt lên mức kỷ lục là 15,4% và 126,8% GDP so với mức trung bình ở EU là 6,3% và 79,2% (Eurostat, Bản cập nhật tháng 11/2010).

**Hình 16. Nợ công và thâm hụt ngân sách tại PIIGS và EU, 2009 (% GDP)**



**Hình 17. Lợi tức trái phiếu Chính phủ, 2000 – 2010 (%)**

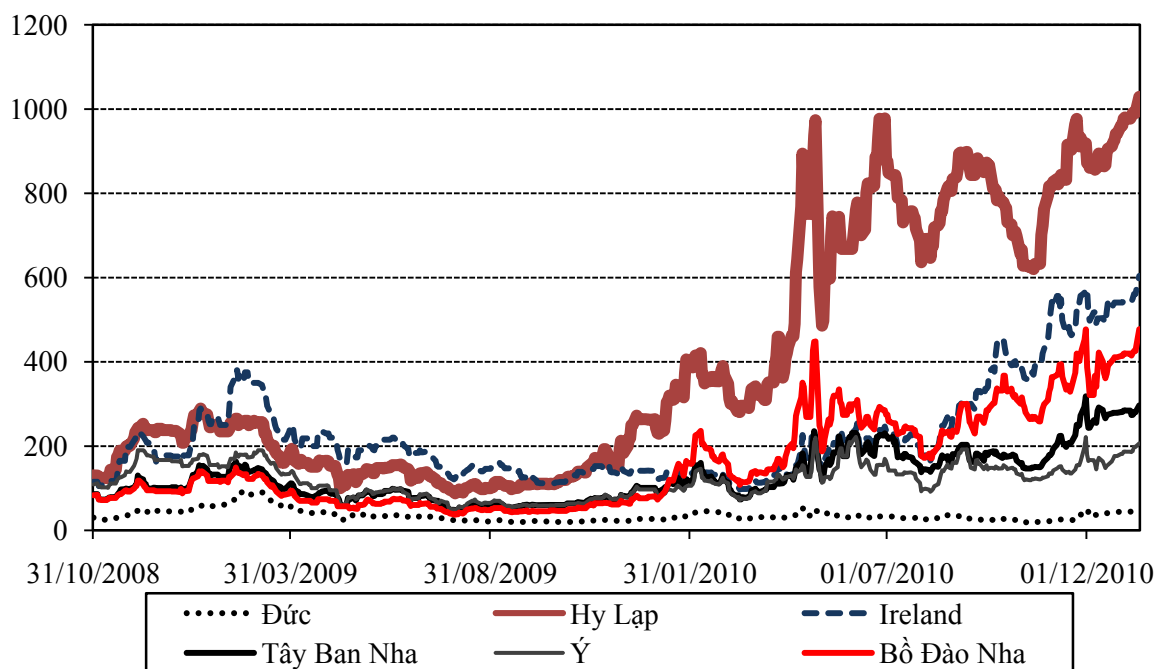


Nguồn:

Ngoài ra, lý do quan trọng khác khiến Hy Lạp trở thành tâm điểm của các mối quan ngại của giới đầu tư tài chính và sau đó thành điểm bùng phát của khủng hoảng nợ châu Âu là việc gian lận trong số liệu thống kê. Mặc dù với mức bội chi ngân sách thực tế năm 2009 cao kỷ lục 15,4%, Chính phủ cũ của Hy Lạp (trước tháng 10/2009) chỉ đưa ra con số ước tính là 6% với mục đích đánh lừa thị trường để tiếp tục vay được với lãi suất thấp. Ngay sau khi số liệu thống kê mới được công bố, các tổ chức xếp hạng tín dụng như Fitch và S&P đã đánh tụt hạng trái phiếu chính phủ Hy Lạp và lãi suất đối với loại trái phiếu của chính phủ nước này bắt đầu tăng vọt. Để đối phó, chính phủ mới của Hy Lạp công bố một kế hoạch cắt giảm chi

tiêu công nhưng vẫn không thể thuyết phục được thị trường rằng Hy Lạp có thể thu xếp trả những món nợ sắp đáo hạn. Lãi suất lại tiếp tục tăng và nguy cơ chính phủ Hy Lạp vỡ nợ (default) càng trở nên lớn hơn (Hình 17-18)<sup>7</sup>.

**Hình 18. Chỉ số CDS của PIIGS và Đức, 2008 – 2010 (điểm cơ bản)**



Nguồn: DataStream (2011)

Việc Hy Lạp gia nhập EU một mặt giúp nước này tiếp cận với dòng vốn rẻ và tăng trưởng nhanh trong vòng gần một thập kỉ nhưng mặt khác nó lại trở thành yếu tố ngăn Hy Lạp thoát khỏi khủng hoảng. Là một thành viên sử dụng đồng tiền chung Euro nên Hy Lạp đã không còn lựa chọn sử dụng chính sách tiền tệ độc lập và phá giá đồng nội tệ để thoát khỏi khủng hoảng như trước. Hiệp ước Maastricht cũng không cho phép các nước EU cứu trợ (bail-out) trực tiếp Hy Lạp trong khi việc viện trợ trực tiếp từ những nước lớn với tiềm lực tài chính dồi dào như Đức lại gặp phải áp lực chính trị phản đối mạnh mẽ từ công dân các nước này. Chính phủ Hy Lạp thực sự đứng trước nguy cơ vỡ nợ nếu như không có sự hỗ trợ từ các nước/tổ chức nước ngoài.

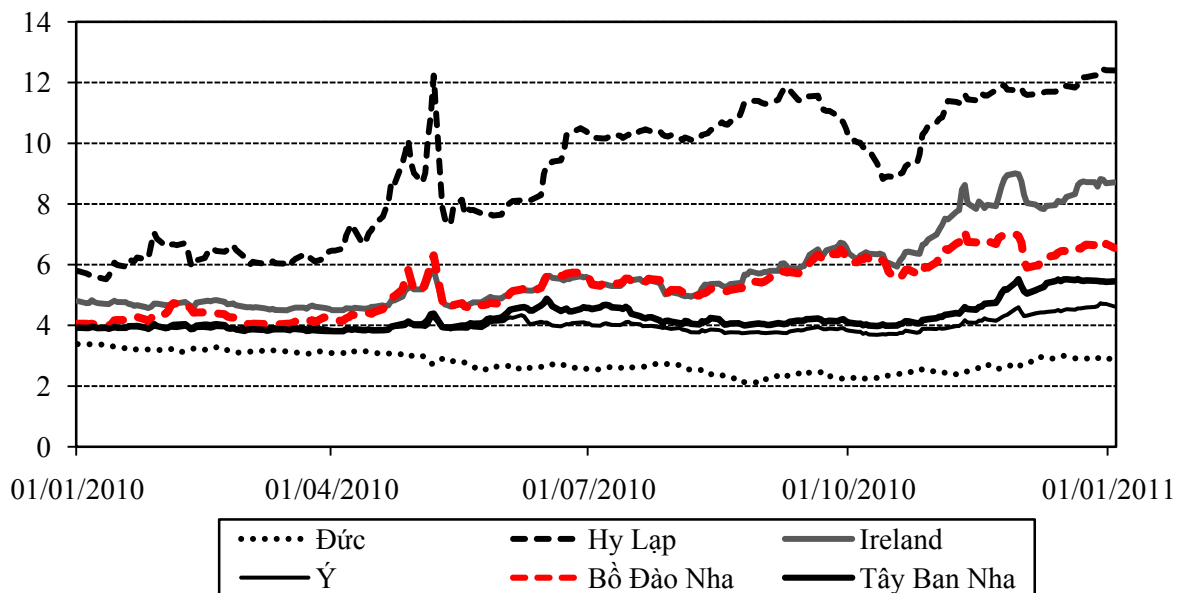
<sup>7</sup>Chỉ số Credit Default Swap (CDS) trong hình 18 phản ánh dự báo của thị trường về khả năng vỡ nợ (không trả được nợ).

**Bảng 3. Nợ của Hy Lạp tại các ngân hàng nước ngoài vào quý 4, 2009**

	Trái phiếu Chính phủ (tỷ Euro)	Tổng nợ (tỷ Euro)	% trên Tổng nợ
Pháp	34	52	32
Đức	20	31	19
Hà Lan	5	5	8
Các nước EU khác	17	26	16
EU	76	117	72
Anh	7	10	6
Mỹ	8	12	7
Các nước khác	16	25	15
Tổng	106	164	100

Nguồn: The Economist, BIS (2010)

Điều nguy hiểm từ chuyện Hy Lạp vỡ nợ là sự lan truyền sang các nước cũng có nợ công và thâm hụt ngân sách ở mức độ đáng lo ngại như Bồ Đào Nha, Tây Ban Nha, Ireland, Ý (gọi chung là nhóm nước PIIGS), sau đó là toàn bộ EU và thế giới. Có hai lý do chính. Thứ nhất, thị trường tài chính sẽ mất niềm tin vào đồng tiền chung châu Âu. Thứ hai, quan trọng hơn, là phần lớn trái phiếu của chính phủ Hy Lạp và của nhóm các nước PIIGS do các ngân hàng trong và ngoài nhóm các nước này sở hữu (Bảng 3). Ngòi ở Hy Lạp nổ sẽ lập tức lan truyền sang toàn bộ thị trường tài chính ở EU và thế giới.

**Hình 19. Lợi tức trái phiếu chính phủ tại PIIGS và Đức, 2010 (%)**

Nguồn: DataStream (2011)

Tình hình tương tự như diễn ra trong một thời gian ngắn khi chính phủ các nước PIIGS tiếp tục công bố các kế hoạch cắt giảm cực mạnh chi tiêu công và vào ngày 25/3/2010, chính phủ 16 nước EU cùng với IMF hứa cam kết dành một gói cứu trợ 45 tỷ Euro (60 tỷ USD) cho Hy

Lạp. Tuy nhiên đó chỉ là tạm thời, lãi suất trái phiếu chính phủ Hy Lạp và Bồ Đào Nha đã tiếp tục tăng lại khi áp lực phân đối gói cứu trợ gia tăng từ phía cử tri Đức đối và việc S&P tiếp tục hạ mức độ tín dụng của trái phiếu Hy Lạp xuống dưới mức đầu tư là BB+ cũng như hạ tín dụng của Bồ Đào Nha và Tây Ban Nha. Lần này, khủng hoảng nợ công không chỉ dừng lại ở Hy Lạp mà đã bắt đầu lan rộng sang các nước PIIGS.

Nhằm chặn cuộc khủng hoảng, các nước châu Âu và Tổ chức quốc tế như IMF đã phải quyết tâm hành động mạnh và cương quyết hơn vào tháng 5/2010. Ngày 10/5, EU đã thỏa thuận thành lập gói cứu trợ tổng trị giá 750 tỷ Euro bao gồm 440 tỷ từ các nước thành viên EU, 60 tỷ từ quỹ cứu trợ khẩn cấp, và 250 tỷ từ IMF. Ngoài ra, Ngân hàng Trung Ương châu Âu (ECB) cũng cam kết chấp nhận trái phiếu chính phủ các nước thành viên làm thế chấp bắt kể hạng tín dụng của chúng. ECB cũng công bố mở lại nguồn tín dụng với NHTW các nước khác như Mỹ, Anh, Canada, và Thụy Sĩ để các ngân hàng trong EU có thể tiếp cận được các nguồn vốn và ngoại tệ khác nhau. Không kém phần quan trọng, các nước PIIGS cũng cam kết giảm thâm hụt ngân sách quyết liệt hơn. Phản ứng của thị trường khá tích cực. Cổ phiếu tại Đức và Pháp tăng mạnh trong khi lãi suất của các nước PIIGS giảm mạnh (ví dụ lãi suất trái phiếu chính phủ Hy Lạp giảm từ hơn 12% xuống dưới 8%). Để tiếp sức cho gói cứu trợ và vực niềm tin của thị trường tài chính, EU cũng học tập Mỹ làm cuộc khám sức khỏe cho hệ thống ngân hàng của mình (stress-test). Kết quả được công bố vào ngày 23/7/2010 cho thấy chỉ 7 trong số 91 ngân hàng tại EU cần tăng vốn để đảm bảo ổn định tài chính.

Gói cứu trợ vào giữa năm 2010 đã có tác dụng khá tích cực ổn định lại thị trường tài chính châu Âu trong gần 6 tháng nhưng nhiều điểm mấu chốt và căn bản của cuộc khủng hoảng nợ công này hầu như chưa được giải quyết thỏa đáng. Do vậy, khủng hoảng nợ công châu Âu lại tái phát khi vào tháng 10, chính phủ Ireland tuyên bố tổng thâm hụt ngân sách năm 2010 có thể đạt mức kỉ lục là 32% GDP chủ yếu do phải cứu trợ thiệt hại của hệ thống ngân hàng từ cuộc khủng hoảng địa ốc. Đáng lo ngại hơn so với hồi tháng 5, giới đầu tư tài chính vẫn tiếp tục bán tháo tài sản (assets) (Hình 19) có nguồn gốc từ Ireland kể cả sau khi EU/IMF cam kết gói cứu trợ khoảng 85 tỷ Euro cho nước này với hai lý do. Thứ nhất, thị trường cho rằng số tiền này không đủ lớn cho Ireland trong khi nợ công ở Hy Lạp chưa cải thiện. Thứ hai, nguy hiểm hơn nhiều là khả năng Bồ Đào Nha và đặc biệt là Tây Ban Nha nền kinh tế lớn thứ 4 trong EU (nền kinh tế Tây Ban Nha lớn hơn nhiều so với cả Hy Lạp, Ireland và Bồ Đào Nha cộng lại) sẽ là nạn nhân tiếp theo phải xin cứu trợ và khi đó thì kể cả gói cứu trợ 750 tỷ Euro được thông qua hồi tháng 5 cũng không đủ. Dù với tỷ lệ nợ công 60% GDP ở mức dưới trung bình trong EU, Tây Ban Nha đã bị xếp vào nhóm các nước ở trong vòng quan ngại của giới

đầu tư tài chính bởi tỷ lệ thất nghiệp cao lại kéo dài ở mức hơn 20% trong khi cải cách ở khu vực công dân chân tại chỗ. Hơn nữa, giống như Ireland, hệ thống ngân hàng ở Tây Ban Nha cũng chịu thiệt hại khá nặng nề từ cuộc khủng hoảng nhà đất châu Âu; các hộ gia đình và doanh nghiệp ở nước này vẫn bị chìm ngập trong nợ trong khi thâm hụt cán cân vãng lai ở Tây Ban Nha ở mức cao là 4% GDP.

Khủng hoảng nợ công tái bùng phát vào cuối năm 2010 và hoàn toàn chưa có dấu hiệu cải thiện đã và đang đặt ra một dấu chấm hỏi lớn về sự tồn tại của một đồng tiền chung châu Âu, Euro. Vì không còn lựa chọn trong chính sách tiền tệ độc lập và phá giá đồng nội tệ, các nước bị khủng hoảng nợ công PIIGS đang buộc phải chịu đau đớn trong việc thất lưng buộc bụng trong cắt giảm chi tiêu, giảm lương để có thể tái cân bằng và cải thiện sức cạnh tranh của nền kinh tế. Trong khi đó các nền kinh tế mạnh như Đức, người dân đã tỏ ra khá khó chịu với việc tiền thuế của mình phải bỏ ra để cứu trợ các nước khác và lo sợ ECB sẽ làm hao hụt giá trị tài sản của mình. Đồng Euro có nên tiếp tục tồn tại hay không và lối thoát nào cho cuộc khủng hoảng nợ công hiện nay hoàn toàn không phải là câu hỏi dễ và cần phải được theo dõi chặt chẽ trong thời gian tới.

## **Chiến tranh Tiền tệ (Currency War)**

Ngày 27/9/2010, Bộ trưởng Tài chính Brazil Guido Mantega tuyên bố trên thế giới đang xảy ra một cuộc chiến tranh tiền tệ giữa các nền kinh tế. Chiến tranh tiền tệ ở đây được hiểu là việc chính phủ các nước đua tranh nhau can thiệp vào thị trường tiền tệ và ngoại hối nhằm phá giá hay làm giảm giá trị đồng nội tệ (competitive devaluation) để nâng sức cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu. Bộ trưởng Tài chính Brazil Guido Mantega muốn ám chỉ Trung Quốc, Nhật, Columbia, Israel, Thụy Sĩ, và Mỹ đã châm ngòi và tham gia cuộc chiến tiền tệ này. Vào giữa năm 2010 đã có nhiều lo ngại rằng, chiến tranh tiền tệ bùng nổ sẽ dẫn đến chiến tranh thương mại và sự hồi sinh của chủ nghĩa bảo hộ, kéo nền kinh tế toàn cầu vào cuộc khủng hoảng như những năm 1929-1933. Có ba điểm chính trong cuộc chiến tranh tiền tệ từ sau năm 2009: (i) tỷ giá đồng Nhân dân tệ được định giá thấp, (ii) chính sách nới lỏng định lượng quá mức của Mỹ (Nhật), và (iii) phản ứng của các nước đang phát triển và mới nổi.

Trước nhất là việc Trung Quốc bỏ ngoài tai đề nghị, thậm chí áp lực, từ phía Mỹ và các nước khác, kiên quyết neo đồng Nhân dân tệ (CNY) ở mức 6,83 CNY/USD trong một thời gian dài từ tháng 7/2008 đến tận tháng 5/2010 (Hình 20). Trung Quốc cho rằng khi kinh tế đang bất ổn giữ nguyên giá trị đồng Nhân dân tệ sẽ có lợi cho các nước Đông Á và kinh tế thế giới. Trái lại, Mỹ, các nước trong EU, và một số nước đang phát triển khác như Brazil cho rằng

duy trì giá trị đồng Nhân dân tệ thấp là để mục đích tạo sự cạnh tranh - bất bình đẳng của hàng hóa xuất khẩu của Trung Quốc, là nguyên nhân gây ra mất cân bằng toàn cầu và sẽ có khả năng gây ra chiến tranh thương mại giữa các nước. Bằng chứng cho việc can thiệp vào thị trường ngoại hối và ghìm đồng Nhân dân tệ tăng giá, theo các nước này, là khoản dự trữ ngoại hối của Trung Quốc càng ngày càng tăng và đạt mức kỉ lục khoảng 3000 nghìn tỷ USD vào cuối quý 4 năm 2010 (Hình 20). Tỷ lệ thất nghiệp cao và nền kinh tế phục hồi không như mong đợi ở Mỹ đã đưa chuyện tỷ giá đồng Nhân dân tệ thành một trong những chủ đề nóng của cuộc bầu cử giữa kì của nước này trong năm 2010. Tình hình đã trở lên căng thẳng hơn khi vào tháng 9, Hạ viện Mỹ thông qua một bộ luật cho phép trừng phạt các những nước cố tình định tỷ giá thấp hay thao túng tiền tệ bằng cách đánh thuế cao vào hàng hóa nhập khẩu của các nước này<sup>8</sup>. Ngoài những đề nghị trả đũa bằng biện pháp thương mại như tăng thuế quan, cấm vận, còn có những đề nghị như Chính phủ Mỹ nên tiến hành hạn chế hay cấm Trung Quốc mua Trái phiếu Chính phủ Mỹ<sup>9</sup>,... Tuy nhiên sau đó tình hình đã bớt căng thẳng khi Trung Quốc cho phép đồng Nhân dân tệ lên giá, mặc dù vẫn ở mức khá nhỏ là từ khoảng 2% đến 3%, và Nhật cũng dừng việc can thiệp vào thị trường ngoại hối nhằm hạn chế đồng Yên lên giá.

Lý do chính của việc Trung Quốc vẫn duy trì giá trị thấp của đồng Nhân dân tệ là do nền kinh tế Trung Quốc còn phụ thuộc quá nhiều vào xuất khẩu dù có nhiều nỗ lực gần đây trong việc nâng cao cầu nội địa và tái cơ cấu nền kinh tế. Trung Quốc khá lo sợ rằng để đồng Nhân dân tệ tăng giá mạnh sẽ làm cho xuất khẩu giảm mạnh, thất nghiệp tăng cao đẩy nền kinh tế rơi vào suy thoái và gây bất ổn định xã hội (Thủ tướng Ôn Gia Bảo, tháng 10/2010)<sup>10</sup>.

Tuy nhiên, về lâu dài Trung Quốc cũng hiểu rằng để đồng Nhân dân tệ lên giá và linh hoạt hơn trong chính sách tỷ giá sẽ giúp Trung Quốc bớt phụ thuộc vào xuất khẩu và chủ động hơn trong các chính sách tiền tệ nhằm đối phó tốt hơn với các cú sốc từ nội tại nền kinh tế. Vấn đề là thời gian và sự điều hòa giữa các nhóm lợi ích khác nhau ở Trung Quốc về việc thay đổi thay đổi tỷ giá. Điểm thứ hai là việc nói lỏng định lượng quá mức trong chính sách tiền tệ của các nước phát triển đặc biệt là Mỹ. Sau khi khủng hoảng nổ ra, NHTW Mỹ (Fed) đã bơm vào hệ thống ngân hàng một lượng thanh khoản khổng lồ và giảm lãi suất xuống gần bằng không. Tổng tài sản trong bảng cân đối tài sản của NHTW Mỹ tăng từ dưới 1000 tỷ vào tháng 9/2008 lên tới 2200 tỷ USD vào tháng 11/2008. Không chỉ duy trì mức này, vào

---

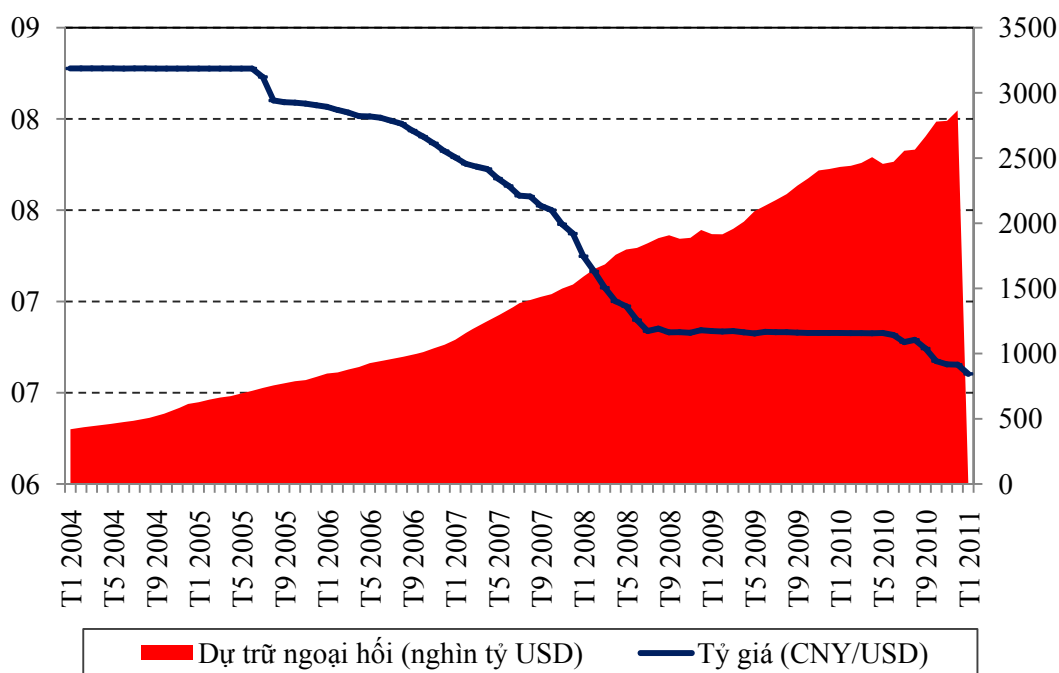
<sup>8</sup> Bộ luật này cần phải được Thượng viện thông qua và Tổng thống Mỹ kí trước khi có hiệu lực.

<sup>9</sup> Khoảng 65% trong số dự trữ của Trung Quốc là USD, thường dưới dạng Trái phiếu Chính phủ.

<sup>10</sup> Trung Quốc thường hay dẫn chứng là việc kinh tế Nhật đi vào khủng hoảng và suy thoái trong một thời gian dài sau thỏa thuận Plaza năm 1986 về việc nâng giá đồng Yên.

giữa năm 2010, NHTW Mỹ lại tiếp tục chính sách tiền tệ nới lỏng QE2 với dự định bơm ra thị trường khoảng 600 tỷ USD bằng việc mua lại trái phiếu khiến cho tổng tài sản của tổ chức này tăng lên hơn 2400 tỷ USD vào cuối năm (Hình 21). Đồng đô la Mỹ tràn ngập thị trường tài chính thế giới là nguyên nhân chính cho sự tăng bất thường của dòng vốn nóng chảy vào các nước mới nổi tìm kiếm lãi suất cao. Đằng sau quyết định chính sách tiền tệ nới lỏng quá mức này ở Mỹ là việc kinh tế phục hồi không như mong đợi, tỷ lệ thất nghiệp vẫn ở mức cao và thâm hụt ngân sách lớn. Thâm hụt ngân sách ở cả cấp liên bang lẫn tiểu bang khiến chính quyền Obama không có nhiều lựa chọn trong các chính sách tài khóa như việc tiếp tục các gói kích cầu để phục hồi nền kinh tế, do vậy chỉ còn mong đợi vào các chính sách tiền tệ. Tuy nhiên mức lãi suất ở Mỹ hiện đã gần như bằng không do vậy NHTW Mỹ Fed chỉ còn lựa chọn bơm thanh khoản ra ngoài thị trường bằng cách in tiền mua trái phiếu của Chính phủ Mỹ.

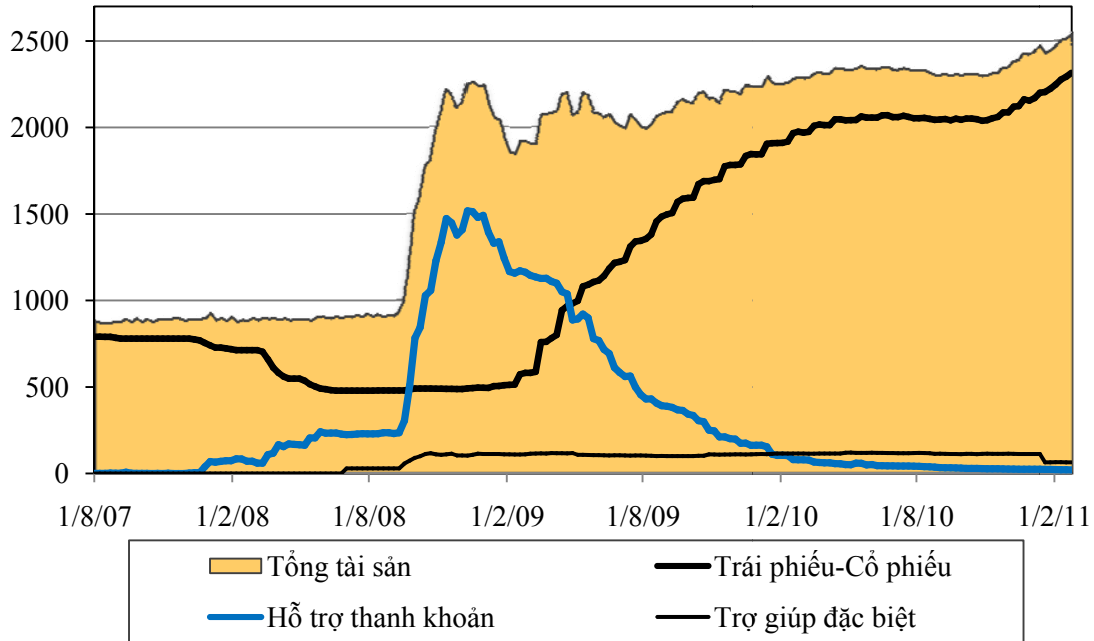
**Hình 20. Tỷ giá đồng Nhân dân tệ và Dự trữ ngoại hối của Trung Quốc, 2004 – 2010**



Nguồn: IFS (tháng 2/2011)

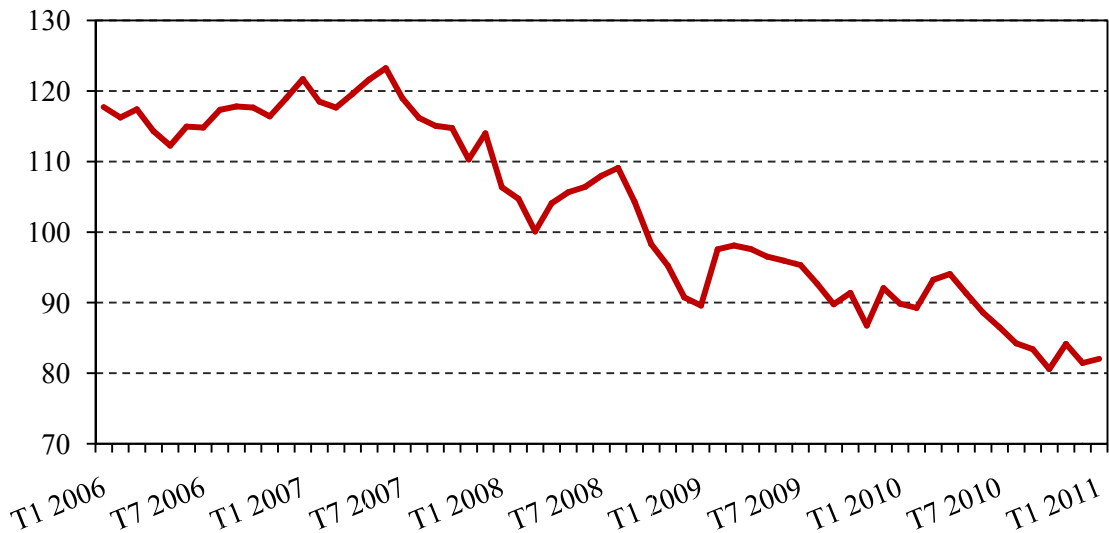


**Hình 21. Bảng cân đối tài sản của NHTW Mỹ, 2007 – 2011 (tỷ USD)**



Nguồn: Federal Reserve System và tính toán của tác giả (2011)

**Hình 22. Tỷ giá đồng Yên so với USD, 2006 – 2010 (JPY/USD)**

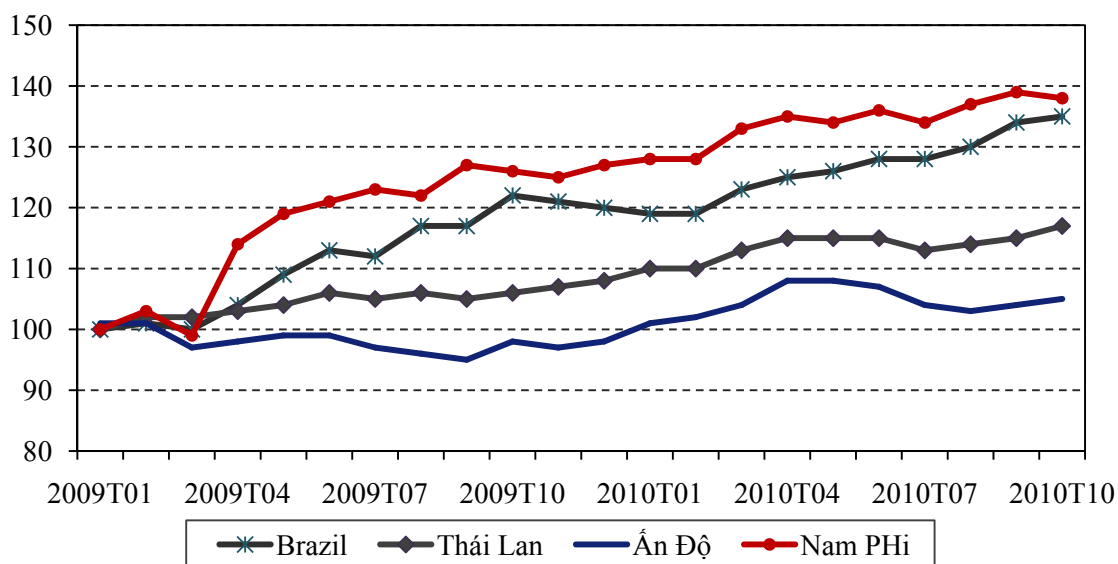


Nguồn: IFS (tháng 2/2011)

Việc đồng Yên Nhật (JPY) lên giá 30% so với đồng USD là nguyên nhân khiến Nhật Bản, nước duy nhất trong khối G7, can thiệp trực tiếp vào thị trường ngoại tệ vào tháng 9/2010. Tuy là nước công nghiệp phát triển nhưng nền kinh tế Nhật vẫn phụ thuộc khá lớn vào xuất khẩu, cộng với nỗi lo về giảm phát và năng suất lao động giảm do dân số đang già đi nhanh nhất thế giới khiến chính phủ Nhật khó chấp nhận đồng Yên lên giá tới mức quá 80

JPY/USD. Cùng với việc can thiệp vào thị trường ngoại hối, NHTW Nhật vào tháng 10 cũng công bố quay lại mức lãi suất bằng không (zero interest rates)<sup>11</sup> và tiến hành nới lỏng định lượng với dự định sử dụng 5000 tỷ Yên (60 tỷ USD) mua trái phiếu chính phủ và các tài sản có giá khác.

**Hình 23. Tỷ giá hiệu lực thực ở một số nước phát triển, 2009 – 2010 (năm 2009 = 100)**



Nguồn: World Bank (2011)

Chính sách tiền tệ nới lỏng quá mức từ một số nước phát triển khiến cho dòng vốn rẻ tràn sang các nước mới nổi, nơi có lãi suất cao, làm cho NHTW các nước này như Hàn quốc, Brazil, Đài Loan, Ấn Độ, Thái Lan, và Indonesia phải gồng mình đối phó. Để ngăn không cho đồng nội tệ của mình lên tăng nhằm bảo vệ sức cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu, NHTW các nước này đã buộc phải can thiệp vào thị trường ngoại hối mua lại dòng vốn nóng này khiến dự trữ ngoại hối tăng cao mạnh. Dù vậy tỷ giá danh nghĩa của các nước này vẫn tăng mạnh như đồng Bạt của Thái Lan tăng hơn 11%, đồng Real của Brazil cũng tăng gần 30% so với cuối năm 2009, khiến cho tỷ giá hiệu lực thực (real effective exchange rates) tại các nước này cũng tăng theo. Ngoài ra, do nền kinh tế tăng trưởng nóng, giá cả hàng hóa và lương thực tăng cao khiến NHTW các nước này muốn tăng lãi suất để kiềm chế lạm phát. Tuy nhiên, một lựa chọn khó khăn là tăng lãi suất chống lạm phát sẽ khiến dòng vốn ngoại đổ vào nền kinh tế mạnh hơn, tiếp tục làm đồng nội tệ tăng giá. Chính vì vậy, các nước này cũng sử dụng các biện pháp để kiểm soát dòng vốn (capital controls) như tăng thuế mạnh đối với nhà đầu tư nước ngoài sở hữu trái phiếu.

<sup>11</sup> Nhật công bố dừng chính sách lãi suất bằng không vào năm 2006.

Đến cuối tháng 10 căng thẳng về chiến tranh tiền tệ đã dịu đi; cuộc đua phá giá và chiến tranh thương mại đã không xảy ra vào năm 2010. Chính quyền Obama đã quyết định *hoãn* không chỉ danh Trung Quốc là nước thao túng tỷ giá (currency manipulator) và các cường quốc kinh tế trong nhóm G20 đã ngồi thảo luận với nhau trong buổi họp thượng đỉnh vào tháng 11 tại Seoul. Chủ đề về chiến tranh tiền tệ cũng trở nên bớt nóng hơn vào cuối năm và thậm chí không được đưa ra bàn trong cuộc họp Thượng đỉnh Mỹ và Trung Quốc (G2) vào tháng 12. Dù vậy, các mâu thuẫn và xung đột lợi ích trực tiếp có nguy cơ dẫn đến chiến tranh tiền tệ hầu như vẫn chưa có giải pháp: Trung Quốc vẫn tiếp tục ghìm tỷ giá thấp, các nước phát triển vẫn chưa có dấu hiệu giảm nới lỏng định lượng, dòng vốn nóng chảy vào các nước mới nổi tăng mạnh, lạm phát ở các nước này đã đang trong mức báo động từ cuối năm khiến các biện pháp kiểm soát vốn sẽ càng chặt chẽ hơn.<sup>12</sup> Hơn nữa, G20 chưa thống nhất được một giải pháp khả thi nào cho vấn đề bất cân bằng toàn cầu tại cuộc họp vào tháng 11. Thông cáo chung của nhóm chỉ mang tính gợi ý (indicative guidelines) mà không có những cam kết ràng buộc nhất định. Những chính sách như hạn chế thâm hụt/thặng dư thương mại dưới 4% GDP của Mỹ nhằm tái cân bằng thương mại toàn cầu cũng đi vào ngõ cụt khi gặp sự phản đối mạnh từ Đức và Trung Quốc còn Nhật thì tiếp tục cho rằng thặng dư thương mại không đáng phải lo ngại lắm. Các nước đang phát triển và mới nổi vẫn tiếp tục tăng cường dự trữ ngoại hối trong khả năng cho phép vì cho rằng đây là biện pháp hữu hiệu giúp các nước này tự bảo hiểm (self-insurance) trước các biến động của kinh tế và tài chính toàn cầu khi mà trong tương lai gần G20 khó có thể đồng thuận được những thỏa thuận và cam kết trong hợp tác.

## **Viễn cảnh kinh tế thế giới năm 2011 và tác động tới Việt Nam**

Trong năm 2011, có bốn điểm được đánh giá là có thể tác động lớn đến nền kinh tế toàn cầu:

- (i) Tỷ lệ thất nghiệp và thâm hụt ngân sách tại Mỹ;
- (ii) Khủng hoảng nợ công châu Âu;
- (iii) Bong bóng bất động sản tại Trung Quốc; và
- (iv) Giá hàng hóa bao gồm lương thực và năng lượng cũng như lạm phát tại các nước đang phát triển và mới nổi.

Tỷ lệ thất nghiệp và thâm hụt ngân sách tại nền kinh tế lớn nhất thế giới sẽ ảnh hưởng đến tổng cầu thông qua tiêu dùng và đầu tư, thông qua đó ảnh hưởng đến tăng trưởng của Mỹ và xuất khẩu của thế giới trong đó có Việt Nam<sup>13</sup>. Tỷ lệ thất nghiệp và thâm hụt ngân sách cũng

---

<sup>12</sup> Xuất hiện thêm một số nước can thiệp vào thị trường ngoại hối như Brazil, Hàn Quốc, và Chile.

<sup>13</sup> Năm 2010, Việt Nam xuất khẩu khoảng 14, 87 tỷ USD sang thị trường Mỹ.

là hai yếu tố quan trọng quyết định chiều hướng chính sách tiền tệ của NHTW Mỹ (Fed). Fed chưa có dự định nâng lãi suất trong năm 2011 nhưng phụ thuộc vào hai yếu tố này sẽ quyết định có tăng cường chính sách nới lỏng QE2 hay thậm chí có thêm QE3 trong thời gian tới nữa không. Ngoài ra, cùng với nợ công khổng lồ của Mỹ 16000 tỷ USD (hơn 100% GDP), thâm hụt ngân sách khoảng 10% GDP ở nước này cũng có thể ảnh hưởng tiêu cực đến thị trường tài chính tiền tệ thế giới nếu như các nhà đầu tư đặc biệt là Trung Quốc thay đổi kỳ vọng và chiến lược trong việc nắm giữ trái phiếu chính phủ Mỹ. Mọi thay đổi ở đây sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến các nước nhỏ và có độ mở về tài chính khá lớn như Việt Nam thông qua lãi suất đồng USD và nguồn vốn nóng ngắn hạn. GDP Việt Nam năm 2010 chỉ bằng khoảng 0,37% GDP toàn cầu (IMF).

Khủng hoảng nợ công ở Châu Âu tái phát ở Ireland vào cuối năm 2010 sau đó tiếp tục lan rộng sang các nước khác đặc biệt là nền kinh tế thứ tư EU là Tây Ban Nha nhưng chưa có dấu hiệu dịu lại cũng là một điểm quan trọng quyết định bức tranh kinh tế tài chính toàn cầu năm 2011. Cho đến thời điểm đầu năm 2011, cuộc khủng hoảng nợ công này có ảnh hưởng nhiều hơn tới vùng Bắc Phi và châu Mỹ La tinh, nơi có quan hệ mật thiết về tài chính ngân hàng cũng như thương mại. Tuy nhiên, nếu như khủng hoảng nợ công kéo dài và kéo theo suy thoái kinh tế thì chắc chắn ảnh hưởng đến xuất khẩu của Việt Nam vào thị trường EU, thị trường xuất khẩu thứ 2 của Việt Nam sau Mỹ.

Bong bóng bất động sản tại nền kinh tế thứ hai thế giới và là trung tâm tăng trưởng của toàn cầu cũng sẽ là điểm đặc biệt được chú ý đến trong những năm tới. Giá nhà ở nhiều thành phố lớn tại Trung Quốc hiện đã ở mức rất cao so với thu nhập trung bình của người dân khiến chính phủ Trung Quốc đã có nhiều biện pháp mạnh như hạn chế tín dụng vào bất động sản, nâng lãi suất và khuyến cáo các ngân hàng chuẩn bị cho nhiều tình huống xấu. Chính sách tiền tệ thắt chặt và lãi suất cao sẽ trực tiếp tạo áp lực lên việc tăng giá đồng Nhân dân tệ và đây là yếu tố tác động tới thương mại cũng như đầu tư tại Việt Nam. Đồng Nhân dân tệ lên giá cùng với áp lực tăng lương ở nhiều nơi tại Trung Quốc sẽ có thể ảnh hưởng đến quyết định của nhiều nhà đầu tư nước ngoài khi lựa chọn điểm thay thế cho môi trường Trung Quốc.

Điểm cuối cùng là diễn biến giá hàng hóa bao gồm lương thực và năng lượng và lạm phát tại các nước đang phát triển và mới nổi. Vào đầu năm 2011, tình hình sản xuất không thuận lợi và bất ổn chính trị ở Bắc Phi và Trung Đông đã khiến giá cả hàng hóa tăng vọt trở lại gần mức đỉnh của năm 2008. Đáng lo ngại hơn, khác với thời điểm năm 2008, hiện nay các nước phát triển đang đối mặt với khó khăn duy trì tăng trưởng nên phải duy trì chính sách nới lỏng

định lượng khiến dòng vốn rẻ đang ngập tràn trên thế giới. Đây là một trong những nguyên nhân chính khiến lạm phát ở nhiều nước đang phát triển và mới nổi đang ở mức báo động và NHTW ở những nước này phải nâng lãi suất và thắt chặt tiền tệ để kiểm soát. Tuy nhiên, nâng lãi suất sẽ lại càng hấp dẫn dòng tiền nóng đầu cơ làm gia tăng bất ổn vĩ mô trong nước, còn dùng các chính sách hành chính kiểm soát vốn thì lại gây mâu thuẫn giữa các nước, cản trở hợp tác trong các vấn đề tiền tệ nhằm xây dựng một hệ thống tiền tệ quốc tế mới sau khủng hoảng. Giải quyết vấn đề này không hề đơn giản và sẽ là một trong những chủ đề nghị sự chính của nhóm G20 trong thời gian tới.

## **Tài liệu tham khảo**

- EuroStat (2010), *Provision of deficit and debt data for 2009-Second notification*, November. 2010
- IMF (2010), *World Economic Outlook*, Oct. 2010
- IMF (2011), *World Economic Outlook Update*, Jan. 2011
- International Labor Organization (2011), *Global Employment Trends*, 2011
- Institute of International Finance (2011), *Capital Flows to Emerging Market Economies*, Jan. 2011
- Peter Petri, Michael Plummer, and Fan Zhai (2010), *TPP Assesment Study*, 2010
- Pezzini, Mario (2011), *Perspective on Global Development: Shifting wealth*, OECD, Feb. 2011
- The Economist (2010), Feb. 6-12, p.67, Feb. 13-20, May 1-7, p. 65-67
- United Nations (2011), *World Economic Situation and Prospects*, 2011
- World Bank (2011), *Global Economic Prospects*, Jan. 2011



TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU KINH TẾ VÀ CHÍNH SÁCH



TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ  
ĐẠI HỌC QUỐC GIA HÀ NỘI

## LIÊN HỆ

**Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách (VEPR)**

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc Gia Hà Nội

Địa chỉ: Phòng 704, nhà E4  
144 Xuân Thủy, Cầu Giấy  
Hà Nội, Việt Nam

Tel: (84-4) 3 754 7506 (704)

Fax: (84-4) 3 754 9921

Email: [info@vepr.org.vn](mailto:info@vepr.org.vn)

Website: [www.vepr.org.vn](http://www.vepr.org.vn)