

Tóm Tắt Báo Cáo Triển Vọng Kinh Tế Toàn Cầu

Nền kinh tế toàn cầu đang chìm trong một cuộc suy thoái nặng nề bắt nguồn từ một cuộc khủng hoảng tài chính rộng lớn và sự mất lòng tin nghiêm trọng. Mặc dù tốc độ suy giảm sẽ chậm lại từ Quý II năm 2009, sản lượng toàn cầu vẫn được dự báo sẽ giảm 1,3 phần trăm trong cả năm 2009 và chỉ phục hồi dần vào năm 2010 với mức tăng trưởng khoảng 1,9 phần trăm. Việc có đạt được bước ngoặt tăng trưởng này hay không phụ thuộc vào sự tăng cường những nỗ lực nhằm hàn gắn khu vực tài chính, đồng thời tiếp tục hỗ trợ kích cầu bằng các chính sách nới lỏng tiền tệ và tài khoá.

Những Biến Động Kinh Tế Và Tài Chính Hiện Nay

Các nền kinh tế trên thế giới đã chịu tác động nghiêm trọng của cuộc khủng hoảng tài chính và đình trệ trong mọi hoạt động. Các nước phát triển đã trải qua mức giảm GDP thực tế chưa từng thấy 7½ phần trăm trong Quý IV/2008, và ước tính sản lượng sẽ tiếp tục giữ tốc độ giảm nhanh gần như vậy trong suốt Quý I năm 2009. Mặc dù nền kinh tế Mỹ có thể là nước chịu ảnh hưởng nặng nề nhất từ những căng thẳng tài chính nghiêm trọng và sự sụt giảm liên tiếp trong khu vực nhà ở, Tây Âu và các nước phát triển ở Châu Á cũng bị tấn công mạnh bởi sự sụp đổ của giao dịch thương mại và các rắc rối tài chính ngày một tăng cao trong chính nước sở tại và xu hướng điều chỉnh trên một số thị trường nhà ở trong nước. Các nền kinh tế mới nổi cũng đang phải chịu tác động tiêu cực và tính chung kinh tế các nước này bị suy giảm 4 phần trăm trong Quý IV. Những thiệt hại này được bắt nguồn từ cả kênh tài chính và thương mại, đặc biệt đối với những nước Đông Á luôn phụ thuộc nặng nề vào xuất khẩu hàng hóa công nghiệp, các nước mới nổi ở Châu Âu và Cộng đồng các Quốc gia Độc lập vốn vẫn phụ thuộc nhiều vào các dòng vốn lớn để thúc đẩy tăng trưởng.

Cùng với sự giảm tốc nhanh chóng của hoạt động trên toàn cầu, các áp lực lạm phát cũng giảm rất nhanh. Giá cả hàng hoá giảm mạnh từ những mức cao điểm hồi giữa năm, gây ra sự thua lỗ rất lớn trong thu nhập của các nước Trung Đông và các nền kinh tế thuộc khối Cộng Đồng các Quốc gia Độc lập CIS cũng như cho rất nhiều nước xuất khẩu hàng hoá ở Mỹ La Tinh và Châu Phi. Cùng lúc đó, sự đình trệ kinh tế ngày một gia tăng đã hạn chế việc tăng lương và làm giảm lợi nhuận cận biên. Kết quả là lạm phát chung 12 tháng ở các nền kinh tế phát triển đã giảm xuống dưới 1 phần trăm trong tháng 2/2009, mặc dù lạm phát cơ bản vẫn duy trì trong khoảng 1½ - 2 phần trăm, ngoại trừ trường hợp đặc biệt của Nhật. Lạm phát cũng đã dịu xuống đáng kể ở các nền kinh tế mới nổi, mặc dù trong một vài trường hợp, tỷ giá hối đoái giảm lại hạn chế xu hướng giảm của lạm phát.

Những phản ứng chính sách trên diện rộng và thường không chính thống đã hạn chế tiến trình ổn định các thị trường tài chính và kiềm chế sự sụt giảm sản lượng. Những chính sách này đã thất bại trong việc hạn chế tác động phá huỷ dần của các căng thẳng tài chính đến suy giảm hoạt động kinh tế. Những sáng kiến nhằm cứu vãn nền kinh tế bao gồm bơm tiền từ ngân sách và một loạt các biện pháp tăng thanh khoản, nới lỏng tiền tệ và các gói tài khoá kích cầu. Mặc dù một vài dấu hiệu tích cực sau cuộc họp của Nhóm G20 (G20) vào đầu tháng Tư đã cải thiện tâm lý thị trường, nhưng lòng tin trên thị trường tài chính còn rất thấp đã tác động tiêu cực đến triển vọng về sự sớm phục hồi của nền kinh tế.

Báo Cáo Ổn Định Tài Chính Toàn Cầu số tháng 4/2009 (GFSR) ước tính lượng tài sản có nguồn gốc từ Mỹ bị đánh giá giảm trên toàn bộ các tổ chức tài chính trong giai đoạn 2007-2010 là khoảng 2,7 ngàn tỷ USD, cao hơn so với mức dự tính 2,2 ngàn tỷ USD hồi tháng 1/2009, với nguyên nhân chính xuất phát từ những bức tranh tương lai ngày một ảm đạm của tăng trưởng kinh tế. Tổng giá trị các khoản tín dụng bị đánh giá giảm do rủi ro toàn

cầu ước tính khoảng 4 ngàn tỷ USD, hai phần ba trong số đó rơi vào hệ thống ngân hàng, phần còn lại nằm ở các công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí, và các trung gian tài chính khác. Trên khắp thế giới, các ngân hàng đang hạn chế mở rộng tín dụng (và sẽ còn tiếp tục phải hạn chế) do việc hạch toán treo những khoản nợ xấu và không chắc chắn được tổ chức nào còn duy trì được khả năng trả nợ đã khiến nguồn vốn huy động từ khu vực tư nhân vẫn phải đứng ngoài cuộc. Căng thẳng về nguồn vốn đã lan rộng ra ngoài những thị trường vốn ngắn hạn của ngân hàng ở các nền kinh tế phát triển. Nhiều tập đoàn phi tài chính không thể huy động được vốn lưu động, và một số khác đang gặp phải khó khăn trong việc huy động vốn dài hạn hơn.

Việc các nhà đầu tư nước ngoài và ngân hàng cắt giảm rõ rệt lượng vốn đầu tư vào các nền kinh tế mới nổi và những hậu quả về sức ép lên nguồn vốn đặc biệt rất đáng lo ngại. Các đợt phát hành chứng khoán mới đã thực sự đến điểm dừng, các dòng vốn liên quan đến ngân hàng đã bị cắt giảm, chênh lệch lợi suất trái phiếu tăng mạnh, giá cổ phiếu giảm, và các thị trường ngoại hối đang chịu một sức ép nặng nề. Ngoài việc thể hiện một sự tăng lên nói chung trong thái độ thận trọng với rủi ro, những diễn biến này trên thị trường phản ánh một loạt các nhân tố bất lợi, bao gồm những thiệt hại mà các ngân hàng và quỹ phòng ngừa rủi ro ở các nước phát triển phải gánh chịu, mong muốn “che chắn” cho các dòng vốn qua việc tăng cường những điều khoản bảo lãnh từ các thị trường phát triển, và những mối lo ngại tăng thêm về triển vọng kinh tế và khả năng dễ bị tổn thương của các nền kinh tế mới nổi.

Một tác động phụ của khủng hoảng tài chính đó là xu hướng chuyển dịch vốn về nước để đảm bảo an toàn đã gây ra những tác động đến các đồng tiền chủ chốt trên thế giới. Từ tháng 9/2008, giá trị thực hiệu lực của các đồng Đôla Mỹ, Euro, và Yên Nhật đã mạnh lên. Đồng Nhân Dân Tệ Trung Quốc, các đồng tiền Trung Đông và các đồng tiền khác gắn với

Đôla cũng đều đã lên giá. Phần lớn các đồng tiền của các nền kinh tế mới nổi khác đều bị giảm giá mạnh, mặc dù đã có sự hỗ trợ từ dự trữ ngoại hối quốc tế.

Triển Vọng và Các Rủi Ro

Các dự báo trong Báo cáo *Triển Vọng Kinh Tế Thế Giới (WEO)* giả định rằng ngay cả với những nỗ lực mạnh mẽ của các nhà hoạch định chính sách, quá trình ổn định thị trường tài chính sẽ vẫn kéo dài hơn nhiều so với dự kiến trước đó. Do vậy, dự báo căng thẳng tài chính trên các thị trường phát triển sẽ vẫn trầm trọng cho đến năm 2010, và chỉ cải thiện từ từ sau khi đã minh bạch được những khoản lỗ từ tài sản xấu, các nguồn vốn công được đưa vào nhằm làm giảm nỗi lo ngại về mất khả năng thanh toán, rủi ro đối tác và biến động thị trường thấp hơn, và tính thanh khoản của thị trường được khôi phục hơn nữa. Tổng tín dụng cho khu vực tư nhân ở các nước phát triển được kỳ vọng sẽ giảm trong cả năm 2009 và 2010. Trong khi đó, dự báo các nước mới nổi và đang phát triển sẽ phải đối mặt với việc tiếp cận nguồn tài trợ nước ngoài bị cắt giảm nhiều hơn trong cả hai năm. Điều này hoàn toàn phù hợp với những kết luận ở Chương 4 cho rằng mức độ gay gắt của căng thẳng tài chính tại các thị trường phát triển và sự tập trung của nó trên hệ thống ngân hàng sẽ có thể dẫn đến sự sụt giảm đáng kể của các dòng vốn vào các nền kinh tế mới nổi và việc tăng trở lại của những dòng vốn này sẽ chỉ rất chậm.

Những dự báo cũng đã tính đến sự hỗ trợ mạnh mẽ từ các chính sách kinh tế vĩ mô. Các mức lãi suất của chính sách tiền tệ ở các nền kinh tế phát triển được kỳ vọng sẽ được hạ thấp đến mức 0 phần trăm hoặc được duy trì ở quanh mức này, trong khi các ngân hàng trung ương còn tiếp tục sử dụng cả hai biện pháp về tăng khối lượng cũng như cơ cấu lại tài sản trên bảng cân đối tài sản để nới lỏng tình trạng tín dụng. Thâm hụt ngân sách được dự báo sẽ

tiếp tục tăng mạnh ở các nước phát triển và mới nổi, do các kế hoạch tài khoá kích cầu lên đến 1 $\frac{3}{4}$ phần trăm GDP trong năm 2009 và 1 $\frac{1}{4}$ phần trăm GDP trong năm 2010 sẽ được các chính phủ của các nước G20 áp dụng. Các dự báo cũng cho rằng giá hàng hoá sẽ tiếp tục duy trì quanh mức giá của năm 2009 và sẽ chỉ tăng nhẹ trong năm 2010, phù hợp với mức giá kỳ hạn trên thị trường.

Hoạt động kinh tế trên toàn cầu đến nay vẫn được dự báo sẽ giảm 1,3 phần trăm trong năm 2009, ngay cả khi đã có những hành động chính sách kiên quyết và những tiên liệu về sự giảm dần trong tốc độ suy thoái kinh tế từ Quý II trở đi. Đây là một mức điều chỉnh giảm đáng kể so với Báo Cáo Cập Nhật Triển Vọng Kinh Tế Thế Giới số Tháng Một. Điều này chứng tỏ đây là một cuộc suy thoái nặng nề nhất sau Thế Chiến Thứ II. Hơn nữa, suy thoái kinh tế thực sự mang tính toàn cầu: sản lượng đầu người được ước tính giảm ở khoảng $\frac{3}{4}$ các nước trên toàn thế giới, và mức tăng trưởng ở hầu hết các nước đều giảm mạnh so với tốc độ từng thấy của năm 2003–07. Dự báo tăng trưởng sẽ phục hồi lại vào năm 2010, nhưng chỉ ở mức 1,9 phần trăm, một mức tăng rất ảm đạm so với những đợt hồi phục trong quá khứ, phù hợp với những kết luận ở Chương 3 cho rằng những đợt hồi phục sau khủng hoảng tài chính thường chậm hơn nhiều so với những đợt hồi phục khác.

Triển vọng hiện nay là vô cùng bất ổn với vẫn nhiều rủi ro suy giảm. Mỗi quan ngại chủ yếu đó là các chính sách sẽ vẫn còn chưa đủ để ngăn chặn những tác động tiêu cực giữa tình trạng tài chính trầm trọng và suy yếu kinh tế, đặc biệt trong điều kiện hỗ trợ của khu vực công cho các hành động chính sách này đang bị hạn chế. Các kênh truyền dẫn chính bao gồm tình trạng vỡ nợ ngày một tăng của các hộ gia đình và tập đoàn khiến giá tài sản tiếp tục giảm và hàng loạt những khoản lỗ ngày một lớn trên bảng cân đối tài chính, và những biến động mới một cách có hệ thống đang càng khiến nhiệm vụ khôi phục lại lòng tin trở nên phức tạp.

Hơn nữa, trong điều kiện rất bất ổn, các chính sách tài khoá và tiền tệ có thể sẽ thất bại trong việc khôi phục lại sức mua do xu hướng phòng ngừa tiết kiệm tăng cao có thể làm giảm số nhân của chính sách tài khoá, và những bước nới lỏng các nguồn vốn có thể sẽ thất bại trong việc làm chậm lại xu hướng giảm vay tín dụng. Tuy vậy, trên góc độ lạc quan, khi việc thực thi chính sách một cách quyết liệt có thể thuyết phục được thị trường rằng các căng thẳng tài chính đã được xử lý một cách kiên quyết, nó có thể giúp khôi phục lại lòng tin và thúc đẩy chi tiêu trở lại.

Ngay cả khi khủng hoảng đã kết thúc, một giai đoạn chuyển tiếp đầy khó khăn lại đến, với mức tăng trưởng sản lượng thấp hơn đáng kể so với mức của các năm gần đây. Yêu cầu giảm bớt các đòn bẩy tài chính đồng nghĩa với việc hạ thấp mức tăng trưởng tín dụng và nguồn tài trợ, đặc biệt ở các nước mới nổi và đang phát triển, sẽ trở nên hiếm hoi hơn so với các năm gần đây. Bên cạnh đó, các mức thâm hụt ngân sách lớn ở một số nước phát triển cũng cần phải được khắc phục do cơ cấu dân số già ở những nước này ngày một tăng nhanh. Hơn nữa, ở một số nước lớn, các hộ gia đình có thể tiếp tục tái lập xu hướng tiết kiệm trong một thời gian. Tất cả những nhân tố này sẽ tác động đến cả tốc độ tăng trưởng thực tế và tiềm năng trong trung hạn.

Các Thách Thức Chính Sách

Triển vọng đầy khó khăn và bất ổn này đòi hỏi những động thái mạnh mẽ từ cả chính sách tài chính và kinh tế vĩ mô. Các giai đoạn khủng hoảng tài chính trước đây cho thấy rằng những trì hoãn trong việc giải quyết ngay những vấn đề then chốt sẽ dẫn đến suy thoái kinh tế kéo dài hơn và tổn kém hơn đối với cả tiền ngân sách và các hoạt động kinh tế. Các nhà hoạch định chính sách phải quan tâm tới các tác động đến các nước khác khi quyết định lựa

chọn chính sách của mình. Các đề xuất nhằm hỗ trợ các đối tác thương mại và tài chính – bao gồm chính sách tài khoá kích cầu và hỗ trợ chính thức cho các dòng vốn tài trợ quốc tế - sẽ giúp tăng cường tổng cầu của thế giới, mang lại lợi ích chung cho các nước. Ngược lại, một chính sách thương mại phiến diện cục bộ và bảo hộ tài chính sẽ gây thiệt hại cho tất cả mọi bên, một bài học đã được cảnh báo rõ ràng từ kinh nghiệm của chính sách “ăn mày hàng xóm” trong những năm 1930.

Thúc Đẩy Tiến Trình Cơ Cấu Lại Khu Vực Tài Chính

Một ưu tiên chính sách lớn nhất vào lúc này là việc cơ cấu lại khu vực tài chính. Tiến triển đầy thuyết phục trên lĩnh vực này sẽ là đòn bẩy cho sự khởi đầu của quá trình hồi phục kinh tế và sẽ làm tăng đáng kể tính hiệu quả của chính sách tài khoá và tiền tệ kích cầu. Trong ngắn hạn, ba vấn đề ưu tiên hàng đầu được xác định trong các Báo Cáo Ổn Định Tài Chính trước đây vẫn còn thích hợp: (1) Đảm bảo cho các tổ chức tài chính tiếp cận nguồn thanh khoản, (2) Xác định và xử lý các khoản nợ xấu, và (3) tái cấp vốn cho các tổ chức yếu kém nhưng có khả năng phục hồi. Vấn đề đầu tiên đang được quan tâm giải quyết. Tuy nhiên, các đề xuất chính sách cho hai vấn đề còn lại cần được thúc đẩy một cách mạnh mẽ hơn.

Nền móng quan trọng cho một giải pháp lâu dài chính là việc xác định chính xác khoản thua lỗ của các tài sản yếu kém. Để đạt được điều này, các chính phủ cần thiết lập những phương pháp cơ bản chung cho việc đánh giá xác thực giá trị của những công cụ tín dụng được chứng khoán hoá, những giá trị này được tính toán dựa trên kỳ vọng về các điều kiện kinh tế và ước tính giá trị của dòng thu nhập trong tương lai. Cũng cần có các bước nhằm giảm đáng kể các bất ổn có thể dẫn đến những thua lỗ hơn nữa từ những rủi ro của công cụ tín dụng được chứng khoán hoá. Nhiều cách tiếp cận nhằm xử lý các tài sản xấu của

ngân hàng có thể sẽ có hiệu quả nếu chúng được hỗ trợ tài chính đầy đủ và được tiến hành một cách minh bạch.

Biện pháp tái cấp vốn cần phải xuất phát trên cơ sở đánh giá thận trọng khả năng tồn tại dài hạn của các tổ chức, xem xét đến cả việc đánh giá xác thực những khoản lỗ đến thời điểm tính toán và khả năng tiếp tục bị giảm giá hơn nữa. Dựa trên một vài giả định, các ước tính của Báo Cáo Ổn Định Tài Chính Toàn Cầu (GFSR) khuyến nghị rằng lượng vốn cần thiết có thể lên đến khoảng 275-525 tỷ USD cho các ngân hàng của Mỹ, 475-950 tỷ USD cho các ngân hàng của Châu Âu (không bao gồm các ngân hàng của Anh), và 125-250 tỷ USD cho các ngân hàng Anh¹. Việc tái cấp vốn cần được đánh giá tại từng ngân hàng bởi những cán bộ giám sát, người sẽ phải đảm bảo chất lượng vốn của ngân hàng, sức mạnh của nguồn vốn đó, các kế hoạch kinh doanh, các quy trình quản lý rủi ro, sự phù hợp của các chính sách bồi thường, và sức mạnh của quản lý. Những cán bộ giám sát cũng cần thiết lập mức vốn kiểm soát thích hợp cho mỗi tổ chức, có tính đến các mức kiểm soát tối thiểu và yêu cầu về các mức đệm để chống đỡ với những khoản thua lỗ ngoài dự liệu. Các ngân hàng vẫn có khả năng phục hồi nhưng lại thiếu vốn cần được khẩn trương tái cấp vốn, với nguồn vốn từ chính phủ (hoặc nếu có thể thì kết hợp với cả các nguồn vốn tư nhân) nhằm đảm bảo các tỷ lệ vốn đủ để chiếm lại lòng tin của thị trường. Các cơ quan chức năng cần chuẩn bị cung cấp vốn dưới dạng cổ phiếu thường để cải thiện lòng tin và triển vọng về nguồn vốn, và có khả năng phải chuyển sở hữu công trong một giai đoạn tạm thời cho đến khi xây dựng được các giải pháp của khu vực tư nhân. Những tổ chức tài chính không có khả năng phục hồi cần được

¹ Mức cận dưới của khoảng vốn nói trên tương ứng với mức vốn cần thiết để điều chỉnh đòn bẩy tài chính, được tính bằng tỷ lệ vốn chủ sở hữu chung hữu hình (TCE) trên tổng tài sản, lên 4%. Mức cận trên tương ứng với lượng vốn cần thiết để nâng tỷ lệ TCE lên 6%, phù hợp với tỷ lệ được ghi nhận trong những năm giữa thập kỷ 1990 (xem Báo cáo Ổn định Tài chính Toàn cầu GFSR Tháng 4/2009).

can thiệp một cách kịp thời, tiến tới các giải pháp đóng cửa hoặc sát nhập. Lượng vốn cần thiết từ khu vực công có thể rất lớn, nhưng việc kéo dài thời gian thực hiện các giải pháp có thể khiến lượng vốn cần thiết tăng thêm.

Những nỗ lực đa dạng để giải quyết tình trạng căng thẳng tài chính có thể sẽ cần thiết ở các nền kinh tế mới nổi. Nhóm các doanh nghiệp đang trong tình trạng rủi ro cao. Chính phủ cần đảm bảo biện pháp hỗ trợ trực tiếp cho các khoản vay của doanh nghiệp. Một số nước còn chịu trách nhiệm bảo lãnh cho các doanh nghiệp đi vay ngân hàng, tập trung vào các doanh nghiệp có liên quan đến các thị trường xuất khẩu, hoặc hỗ trợ cho hoạt động tài trợ thương mại thông qua nhiều hình thức – nhằm duy trì dòng chảy thương mại và hạn chế thiệt hại cho hoạt động sản xuất trong nền kinh tế. Ngoài ra, cần đặt ra các phương án phòng ngừa để chuẩn bị cho khả năng tái cơ cấu quy mô lớn trong trường hợp tình hình tiếp tục bị xấu đi.

Hợp tác quốc tế chặt chẽ là rất cần thiết nhằm hạn chế sự trầm trọng thêm tình hình căng thẳng liên đới giữa các nước. Sự điều phối và phối hợp là đặc biệt quan trọng đối với các chính sách tài chính nhằm tránh được các tác động truyền dẫn tiêu cực trên toàn cầu từ những động thái chính sách của một quốc gia. Cùng lúc đó, hỗ trợ quốc tế, bao gồm hỗ trợ từ IMF, có thể giúp các quốc gia làm giảm nhẹ bớt tác động của khủng hoảng tài chính đến hoạt động sản xuất của nền kinh tế, và đặc biệt là đối với các nước đang phát triển, sự hỗ trợ này sẽ giúp hạn chế tác động của khủng hoảng đến nghèo đói. Những cải cách gần đây nhằm tăng tính linh hoạt của các công cụ cho vay đối với những đối tác hoạt động tốt đang bị kìm hãm bởi môi trường yếu kém, cùng với các kế hoạch được lãnh đạo cấp cao của các nước G-20 thúc đẩy nhằm tăng cường nguồn vốn khả dụng cho IMF, đã đang củng cố lại khả năng của cộng đồng tài chính quốc tế trong việc giải quyết các rủi ro liên quan đến việc đảo chiều của các dòng vốn tư nhân.

Nói Lõng Chính Sách Tiền Tệ

Ở các nền kinh tế phát triển, việc nói lõng tiền tệ hơn nữa cần được sử dụng một cách triệt để nhằm làm đối trọng với các rủi ro giảm phát. Mặc dù các mức lãi suất định hướng chính sách đã gần ở mức sàn 0 phần trăm ở nhiều nước, song bất cứ lúc nào có thể chính sách này cần được nhanh chóng tận dụng. Cùng lúc đó, một chiến lược tuyên truyền minh bạch là rất quan trọng – các lãnh đạo của ngân hàng trung ương cần nhấn mạnh quyết tâm của họ trong việc tránh giảm phát với việc duy trì nói lõng tiền tệ cho đến khi chính sách này vẫn còn cần thiết. Trong rất nhiều trường hợp, cắt giảm lãi suất sẽ cần được hỗ trợ bởi nhiều lựa chọn phương pháp ít mang tính truyền thống, sử dụng cả biện pháp về quy mô và thành phần của chính cân đối tài sản của ngân hàng trung ương để hỗ trợ tín dụng cho các trung gian tài chính. Trong phạm vi có thể, những động thái này cần được chuẩn bị nhằm làm giảm tối đa tác động tiêu cực của mất cân đối thị trường, đồng thời để khu vực tư nhân có quyền quyết định việc phân bổ tín dụng và bảo vệ cân đối tài sản của ngân hàng trung ương trước các rủi ro về tín dụng.

Các nền kinh tế mới nổi cũng cần nói lõng trạng thái tiền tệ để đối phó với triển vọng ngày một xấu đi. Tuy nhiên, ở rất nhiều những nước này, nhiệm vụ của ngân hàng trung ương lại càng phức tạp hơn do yêu cầu về ổn định đối ngoại trong điều kiện các dòng tài trợ rất dễ bị đổ vỡ. So với các nước phát triển, nguồn tài trợ ở các thị trường mới nổi còn chịu ảnh hưởng nhiều hơn của các cú đổ vỡ nguy hiểm – “cú dưng bất ngờ” – một phần là do mức độ tín nhiệm tín dụng của những nước mới nổi vẫn đáng quan ngại hơn nhiều. Các nền kinh tế mới nổi cũng có xu hướng đi vay nhiều bằng ngoại tệ, vì vậy việc đồng tiền giảm giá mạnh có thể gây hại nghiêm trọng đến các cân đối tài sản. Do đó, trong khi phần lớn các ngân hàng trung ương giảm lãi suất trước tình trạng suy thoái toàn cầu, họ cũng cần thận trọng đúng

mức để duy trì tính hấp dẫn cho các dòng vốn vào và hạn chế những biến động tỷ giá bất hợp lý.

Trong thời gian tới, việc tính toán chính xác tốc độ tăng cung tiền kích cầu quá mức cần rút khỏi lưu thông là một thách thức chính. Các hành động chính sách quá nhanh có thể sẽ gặp phải bất ổn như một đợt hồi phục yếu ớt, nhưng hành động chính sách quá chậm lại có thể gặp rủi ro về phát triển quá nóng và thổi bùng những đợt tăng giá tài sản mới.

Sự Kết Hợp Giữa Chính Sách Tài Khóa Kích Cầu Và Tăng Trưởng Bền Vững

Trên góc độ quy mô của suy thoái và những hạn chế đối với hiệu quả của chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa cần phải đóng vai trò quan trọng trong việc tạo ra nguồn vốn kích cầu ngắn hạn cho nền kinh tế toàn cầu. Kinh nghiệm trong quá khứ cho thấy chính sách tài khóa thường phát huy hiệu quả trong việc rút ngắn giai đoạn suy thoái gây ra bởi khủng hoảng tài chính (Chương 3). Tuy nhiên, các hỗ trợ tài khóa sẽ bị giới hạn nếu những nỗ lực này lại làm xói mòn lòng tin. Do vậy, các chính phủ phải đối mặt với yêu cầu cân bằng chính sách đầy khó khăn, vừa phải thực thi các chính sách mở rộng tài khóa trong ngắn hạn đồng thời tạo ra sự bảo đảm về triển vọng phát triển trong trung hạn. Ổn định ngân sách là việc cần làm khi quá trình hồi phục bắt đầu, và có thể được hỗ trợ bởi khuôn khổ tài khóa vững chắc trong trung hạn. Tuy nhiên, không nên khởi động quá sớm quá trình ổn định ngân sách.

Trong khi các chính phủ đã tung ra những kế hoạch kích cầu lớn trong năm 2009, rõ ràng nỗ lực kích cầu này nếu không tăng lên thì ít nhất vẫn cần phải duy trì trong năm 2010, và một số nước có điều kiện về ngân sách cần sẵn sàng đưa ra những biện pháp kích cầu mới khi cần thiết để hỗ trợ quá trình phục hồi.

Làm thế nào để dịu bớt những căng thẳng giữa chính sách kích cầu và tăng trưởng bền vững? Chìa khóa cho vấn đề này là việc lựa chọn các biện pháp kích cầu. Trong phạm vi có thể, những biện pháp này chỉ nên là tạm thời và cần tối đa hóa được lợi ích mang lại từ gói kích cầu (ví dụ như: tăng tốc độ chi cho các dự án hiện có cũng như đã lên kế hoạch và giới hạn thời gian cắt giảm thuế cho các hộ gia đình đang gặp hạn chế tín dụng). Mục tiêu mong muốn đó là có được những biện pháp mang lại lợi ích lâu dài cho năng suất tiềm năng của nền kinh tế như chi tiêu cho cơ sở hạ tầng. Thứ hai là, các chính phủ cần phối hợp các đề xuất nhằm cung cấp nguồn kích cầu ngắn hạn với những cải tổ nhằm làm vững mạnh các khuôn khổ tài khóa để tái đảm bảo việc khắc phục các thâm hụt trong ngắn hạn và kiềm chế được nợ công. Thứ ba là, một trong những nhân tố chủ yếu để đảm bảo ổn định tài chính ở rất nhiều nước chính là những tiến triển cụ thể trong việc giải quyết những thách thức ngân sách do tình trạng dân số già gây ra. Những thiệt hại của cuộc khủng hoảng tài chính hiện nay – mặc dù rất lớn – nhưng đã bị bóp nhỏ lại bởi những khoản phải trả còn treo cho các chi phí ngày một tăng về an sinh xã hội và y tế cho người già. Những cải tổ chính sách đáng tin cậy cho những chương trình này có thể sẽ không có tác động tức thời đáng kể lên các cán cân tài khóa nhưng có thể tạo ra một thay đổi lớn cho triển vọng tài khóa, và do vậy, có thể giúp duy trì nguồn ngân sách nhằm cung cấp các hỗ trợ tài chính ngắn hạn.

Các Thách Thức Chính Sách Trung Hạn

Gốc rễ của sự sụp đổ thị trường dẫn đến cuộc khủng hoảng hiện tại chính là sự lạc quan được nuôi dưỡng bởi tăng trưởng cao trong một thời gian dài, và những mức lãi suất thực thấp và ít biến động, cùng với các thất bại về chính sách. Quy định về tài chính chưa được thiết lập nhằm đối phó với những rủi ro tiềm tàng có thể dẫn đến các khoản thua lỗ lớn đe dọa hoạt động của các tổ chức tài chính và những động cơ đầy bất ổn đằng sau sự bùng nổ

của phát kiến tài chính. Các chính sách kinh tế vĩ mô không tính đến các rủi ro hệ thống đã hình thành trong hệ thống tài chính và các thị trường nhà đất.

Điều này mang đến những thách thức quan trọng về trung hạn cho các nhà hoạch định chính sách. Đối với các chính sách tài chính, nhiệm vụ hiện nay là phải mở rộng phạm vi điều chỉnh và tạo ra tính linh hoạt hơn nhằm kiểm soát tất cả các tổ chức có liên quan theo hệ thống. Bên cạnh đó, cần phải phát triển một cách tiếp cận thận trọng về vĩ mô cho các quy định bao gồm cơ cấu bồi thường nhằm làm giảm bớt sự cộng hưởng của các tác động, những thoả thuận có hiệu lực về cân bằng thị trường, các quy tắc về kế toán có tính đến những chứng khoán kém thanh khoản, sự minh bạch trong phân bổ và đặc tính của rủi ro nhằm nâng cao kỷ luật thị trường, và việc quản lý tốt hơn tính thanh khoản hệ thống. Đối với các chính sách kinh tế vĩ mô, các ngân hàng trung ương cũng cần chấp nhận một quan điểm vĩ mô thận trọng bao quát hơn, quan tâm đúng mức đến sự ổn định tài chính cũng như ổn định giá cả với việc theo dõi sát sao biến động giá tài sản, bùng nổ tín dụng, hoạt động đòn bẩy tài chính, và sự hình thành của rủi ro hệ thống. Các nhà hoạch định chính sách tài khoá cần phải thu hẹp thâm hụt ngân sách và điều chỉnh nợ công theo hướng ổn định.

Cần đẩy mạnh sự hợp tác và phối hợp chính sách quốc tế, dựa trên những hệ thống cảnh báo sớm hoàn thiện hơn và thông tin rộng rãi hơn về những nguy cơ rủi ro. Sự hợp tác đặc biệt được nhấn mạnh đối với chính sách tài chính bởi các động thái chính sách tài chính trong nước có thể gây những tác động lan truyền lớn đến những nước khác. Đồng thời, việc nhanh chóng hoàn tất vòng đàm phán thương mại đa biên Đoha cũng có thể làm thúc đẩy những triển vọng tăng trưởng của nền kinh tế toàn cầu, trong khi sự hỗ trợ mạnh mẽ từ những nguồn song phương và đa phương, bao gồm IMF, có thể giúp hạn chế hệ quả tiêu cực về xã hội và kinh tế trong khủng hoảng tài chính ở những nền kinh tế mới nổi và đang phát triển.

Tóm tắt Chương 3: *Từ Suy Thoái Đến Phục Hồi: Bao lâu và Ở Mức Độ Nào?*

Báo cáo về Triển Vọng Kinh Tế Thế Giới, Tháng 4/2009

Tác giả Marco E. Terrones, Alasdair Scott và Prakash Kannan

Những nội dung chính

- Những suy thoái gắn liền với các cuộc khủng hoảng tài chính có xu hướng rất nghiêm trọng. Các đợt phục hồi từ sau những suy thoái này thường rất chậm. Khi những sự suy thoái này xảy ra đồng thời trên toàn cầu, chúng còn có xu hướng kéo dài hơn và những phục hồi sau đó thường yếu hơn.
- Các chính sách đối ngược với chu kỳ kinh tế có thể sẽ có ích trong việc chấm dứt suy thoái và đẩy mạnh phục hồi. Đặc biệt, các chính sách mở rộng tài khóa có biểu hiện rất hiệu quả. Chính sách tiền tệ có thể giúp làm rút ngắn giai đoạn suy thoái, nhưng lại kém hiệu quả hơn bình thường.
- Những kết luận trong Chương này khuyến nghị rằng đợt suy thoái gần đây có thể sẽ kéo dài và nghiêm trọng một cách bất thường, và quá trình phục hồi còn rất ảm đạm. Tuy nhiên, hành động quyết liệt của chính sách đối ngược với chu kỳ kinh tế, cùng với động thái khôi phục lại lòng tin của khu vực tài chính có thể sẽ cải thiện được triển vọng của quá trình phục hồi.

Chương 3 nghiên cứu đặc điểm của những đợt suy thoái và hồi phục và vai trò của các chính sách kinh tế vĩ mô. Chương này xem xét các chu kỳ kinh doanh của 21 nền kinh tế phát triển từ năm 1960 đến nay. Không tính những đợt suy thoái gần đây, đã có 15 đợt suy thoái trong giai đoạn nghiên cứu có liên quan đến khủng hoảng tài chính, và 3 giai đoạn mà cả nền kinh tế toàn cầu cùng lâm vào suy thoái: 1975, 1980 and 1992.

Các đợt suy thoái này thường là rất ngắn và phục hồi rất mạnh. Trong khi một đợt suy thoái điển hình kéo dài khoảng một năm, thì một đợt tăng trưởng thường kéo dài hơn 5 năm. Những sự hồi phục từ sau suy thoái thường rất mạnh, phản ánh tác động của hiệu ứng hồi phục. Từ giữa những năm 1980, những suy thoái và tăng trưởng ở các nền kinh tế phát triển đã thay đổi theo thời gian, suy thoái trở nên ít đi và bớt nghiêm trọng hơn trong khi tăng trưởng lại kéo dài hơn.

Tuy nhiên, những cú sốc khác nhau lại gắn liền với những biến động tài chính và kinh tế vĩ mô khác nhau. Đặc biệt, những đợt suy thoái gắn liền với các khủng hoảng tài chính thường rất nghiêm trọng và lan rộng. Các khủng hoảng tài chính thường xảy ra sau những giai đoạn tăng trưởng nhanh về tín dụng và những đợt tăng mạnh giá tài sản. Những sự phục hồi từ sau các đợt suy thoái thường bị kìm lại bởi nhu cầu và tín dụng cho cá nhân thấp, phần nào phản ánh những nỗ lực của các hộ gia đình trong việc tăng tỷ lệ tiết kiệm nhằm khôi phục tình trạng tài chính. Những hồi phục này thường xuất phát từ những cải thiện trong thương mại ròn, sau khi tỷ giá hối đoái và chi phí sản xuất giảm.

Những suy thoái xảy ra đồng thời trên toàn cầu thường dài hơn và sâu hơn những đợt suy giảm khác. Không tính đợt suy thoái hiện nay, kể từ năm 1961 đã có ba giai đoạn là 1975, 1980 và 1992 mà trong đó có 10 hay hơn 10 trong số 21 nền kinh tế phát triển được nghiên cứu đã đồng loạt rơi vào suy thoái. Thời gian của cuộc suy thoái đồng loạt kéo dài trung bình gần bằng 1½ lần thời gian của các đợt suy thoái điển hình. Các đợt hồi phục thường rất chậm, do ảnh hưởng của cầu nước ngoài thấp, đặc biệt là khi Mỹ cũng rơi vào suy thoái: trong những đợt suy thoái năm 1975 và 1980, lượng nhập khẩu của Mỹ giảm mạnh đã kéo theo sự suy giảm đáng kể của thương mại quốc tế.

Những phân tích chỉ ra rằng sự kết hợp giữa khủng hoảng tài chính và suy giảm kinh tế đồng loạt trên toàn cầu có thể sẽ dẫn đến một cuộc suy thoái nghiêm trọng và kéo dài một cách bất thường. Sự kết hợp này rất hiếm trong lịch sử, và những bài học cần được đúc kết một cách thận trọng. Tuy nhiên, thực tế về cuộc suy giảm gần đây xảy ra một cách đồng loạt và có liên quan đến những khủng hoảng tài chính sâu sắc cho thấy rằng đợt suy thoái này có thể sẽ còn kéo dài với một sự hồi phục yếu hơn thường lệ.

Các chính sách kinh tế vĩ mô có thể đóng vai trò quan trọng trong việc làm giảm tính nghiêm trọng của các đợt khủng hoảng và mang lại sự hồi phục. Chính sách tiền tệ thường có vai trò quan trọng trong việc chấm dứt các đợt suy thoái và đẩy mạnh phục hồi, mặc dù hiệu quả của nó đã bị suy giảm trong khủng hoảng tài chính. Chính sách tài khóa có biểu hiện chắc chắn hữu ích hơn trong những giai đoạn này, phù hợp với chứng cứ cho thấy chính sách tài khóa có hiệu quả hơn khi các đơn vị kinh tế phải đối mặt với những hạn chế về thắt chặt hơn thanh khoản. Chính sách tài khóa kích cầu cũng gắn liền với sự phục hồi mạnh mẽ hơn; tuy nhiên, tác động của chính sách tài khóa đến sức mạnh của sự phục hồi thường nhỏ hơn đối với các nền kinh tế có mức nợ chính phủ cao.

Việc giải quyết suy thoái toàn cầu hiện nay đòi hỏi sự phối hợp giữa các chính sách tiền tệ, tài khóa và tài chính. Các biện pháp tích cực của chính sách tiền tệ và tài khóa là rất cần thiết nhằm hỗ trợ tổng cầu trong ngắn hạn. Ngay cả với những biện pháp này, một trong những bài học quan trọng nhất rút ra từ các giai đoạn khủng hoảng tài chính đó là việc khôi phục lòng tin trong khu vực tài chính là vô cùng quan trọng để chính sách kinh tế vĩ mô đạt hiệu quả và quá trình hồi phục có được sự khởi đầu.

Tóm Tắt Chương 4: Các Mối Liên Kết Tài Chính Đổ Dầu Vào Lửa: Sự Truyền Dẫn của Căng Thẳng Tài Chính Từ Các Nước Phát triển Đến Các Nền Kinh Tế Mới Nổi

Báo cáo về Triển Vọng Kinh Tế Thế Giới, Tháng 4/2009

Tác giả Stephan Danninger, Ravi Balakrishnan, Selim Elekdag, và Irina Tytell

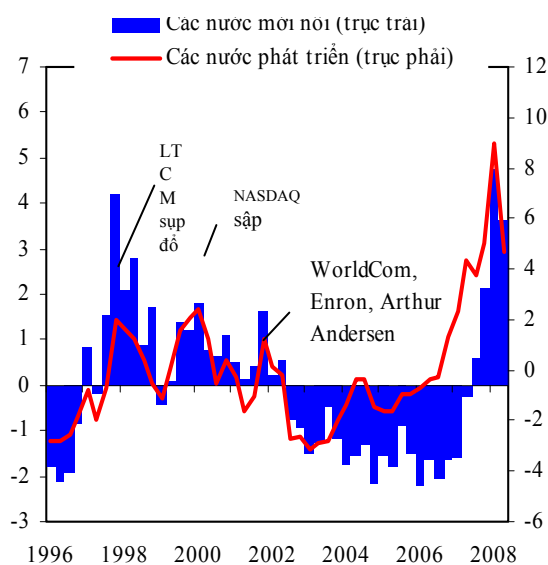
Những Nội Dung Chính

- Các cuộc khủng hoảng tài chính ở những nền kinh tế phát triển đã tác động lan truyền nhanh và mạnh đến các nền kinh tế mới nổi, với một kênh truyền dẫn chính là các mối liên kết tài chính.
- Khi các ngân hàng ở các nước phát triển, nhà cung cấp nguồn tài chính quan trọng cho các nền kinh tế mới nổi, phải đối mặt với vấn đề về khả năng thanh toán, sự sụt giảm của các dòng vốn vào các nền kinh tế mới nổi sau một cuộc khủng hoảng có thể sẽ bị kéo dài.
- Cần phải có sự phối hợp chính sách giữa các nước phát triển và các nền kinh tế mới nổi, vì việc làm giảm nhẹ khả năng bị ảnh hưởng ở từng quốc gia riêng biệt không thể bảo vệ các nền kinh tế mới nổi trước tác động của những cú sốc tài chính lớn ở các nền kinh tế phát triển.

Chương 4 nghiên cứu cơ chế truyền dẫn của các căng thẳng tài chính từ các nước phát triển sang các nền kinh tế mới nổi, sử dụng một chỉ số mới về căng thẳng tài chính ở các nền kinh tế mới nổi. Được xây dựng tương tự như chỉ số dành cho các nước phát triển đã được giới thiệu tại Báo cáo về Triển vọng Kinh tế Thế giới tháng 10/2008, chỉ số dành cho các nền kinh tế mới nổi bao hàm được những biến động trên các thị trường chứng khoán, thị trường ngoại hối và khu vực ngân hàng. Chỉ số này được tính theo tháng từ năm 1997 và đã có ở 18 nền kinh tế mới nổi.

Các phân tích sử dụng chỉ số này cho thấy rằng trong quá khứ, các cuộc khủng hoảng tài chính ở các nước phát triển đã tác động lan truyền nhanh và mạnh đến các nền kinh tế mới nổi. Cũng đúng theo xu thế này, đỉnh điểm chưa từng có của căng thẳng tài chính ở các nước phát triển trong quý III/2008 đã có một tác động lớn đến các nền kinh tế mới nổi. Trong Quý IV, căng thẳng tài chính đã tăng cao ở mọi lĩnh vực của các hệ thống tài chính tại tất cả các khu vực kinh tế mới nổi, và ở mức độ vượt quá mức trung bình từng thấy trong khủng hoảng Châu Á (hình 1).

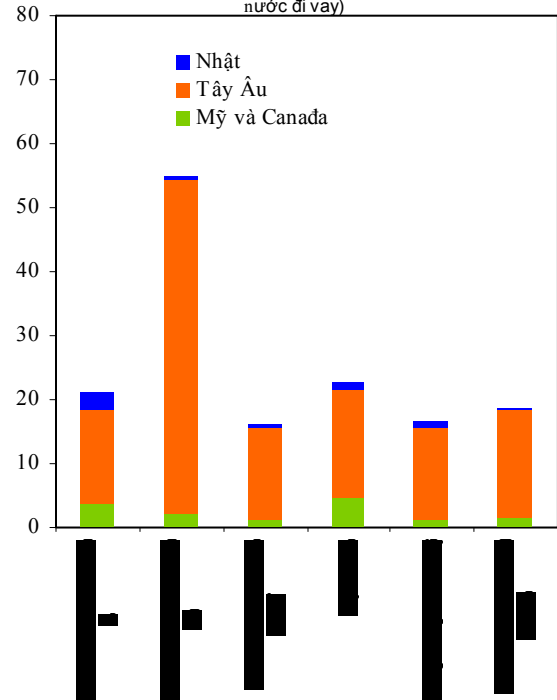
So Sánh Các Mức Căng Thẳng Tài Chính
(Mức Chỉ số, Tổng gia quyền theo GDP)



Quy mô dẫn truyền của căng thẳng tài chính liên quan đến độ sâu của liên kết tài chính giữa các nước phát triển và mới nổi, đặc biệt qua hoạt động cho vay ngân hàng. Tính trung bình, căng thẳng tài chính ở các nền kinh tế mới nổi tăng giảm đồng nhất với căng thẳng tài chính tại các nước phát triển, nhưng giữa các nước lại có sự khác biệt đáng kể. Phân tích thực nghiệm về sự biến động đồng nhất của căng thẳng tài chính cho thấy những mối liên kết tài chính (như ngân hàng, danh mục đầu tư, và Đầu Tư Trực Tiếp Nước Ngoài hay FDI) với các nước phát triển chặt chẽ hơn sẽ đi liền với một mức tác động truyền dẫn căng thẳng tài chính cao hơn. Trong cuộc khủng hoảng gần đây nhất, những mối liên kết tín dụng ngân hàng được xem là nhân tố chính điều chỉnh sự truyền dẫn căng thẳng tài chính.

Những mối liên hệ chặt chẽ trong cho vay ngân hàng giữa các nền kinh tế mới nổi ở Châu Âu và các nước tây Âu là những nhân tố quan trọng đằng sau rối loạn tài chính ở các nước mới nổi ở Châu Âu. Từ giữa những năm 1990, các ngân hàng Tây Âu đóng vai trò chủ đạo trong các dòng tiền cho vay ngân hàng đến các nền kinh tế mới nổi. Vào khoảng cuối năm 2007, tài sản của các ngân hàng này ở các nền kinh tế mới nổi chiếm 10% GDP của các nước phát triển, so với mức 2,5% GDP tính chung cho cả các ngân hàng Nhật, Mỹ và Canada. Nợ của các nước mới nổi ở Châu Âu, tính theo phần trăm so với GDP của chính các nước này (GDP của các nước đi vay), đứng ở mức cao nhất trong các khu vực mới nổi (Hình 2).

Tài Sản Nợ của các Ngân Hàng ở các Nước Phát Triển năm 2007 (Phần trăm GDP của các nước đi vay)



Thực tế lịch sử cho thấy rằng vai trò chủ chốt của các ngân hàng trong cuộc khủng hoảng gần đây có thể báo trước một sự suy

giảm kéo dài của các dòng vốn đến các nền kinh tế mới nổi. Thực tế từ những giai đoạn căng thẳng ngân hàng một cách có hệ thống ở các nước phát triển (khủng hoảng nợ ở các nước Mỹ La Tinh vào đầu những năm 1980 và khủng hoảng ngân hàng ở Nhật những năm 1990) cho thấy sự sụt giảm các dòng vốn có xu hướng rất lớn và là những khoản rút vốn ra. Các nước mới nổi ở Châu Âu với mức rủi ro cao do vay nợ nhiều có thể sẽ chịu tác động lớn.

Một chính sách đối phó được phối hợp giữa các nước phát triển và mới nổi là rất cần thiết nhằm ngăn chặn sự tăng cao và lan rộng của căng thẳng tài chính. Việc làm giảm nhẹ khả năng bị ảnh hưởng ở từng quốc gia không thể bảo vệ các nền kinh tế mới nổi trước tác động của những cú sốc tài chính lớn ở các nền kinh tế phát triển. Chương này chỉ ra rằng cán cân vãng lai mạnh hơn và tài khóa cân bằng làm giảm không đáng kể mức truyền dẫn của căng thẳng tài chính từ các nước phát triển trong giai đoạn khủng hoảng tài chính. Tuy nhiên, những yếu tố này có thể giúp làm dịu tác động đến khu vực sản xuất ở các nền kinh tế mới nổi và giúp tái thiết lập ổn định tài chính và các dòng vốn đầu tư vào một khi căng thẳng tài chính lắng xuống.