

## **Tóm Tắt Báo Cáo Triển Vọng Kinh Tế Toàn Cầu**

*Nền kinh tế thế giới đang bước vào giai đoạn suy giảm nghiêm trọng trước cú sốc tài chính nguy hiểm nhất kể từ những năm 1930 ở các thị trường lớn. Tăng trưởng toàn cầu dự báo sẽ vẫn giảm đáng kể trong năm 2008, và chỉ bắt đầu hồi phục nhẹ vào cuối năm 2009. Lạm phát vẫn ở mức cao do tác động của mức tăng giá hàng hóa, nhưng có khả năng sẽ dịu bớt. Tình hình đang vô cùng bất ổn và khó tránh khỏi nguy cơ suy giảm nghiêm trọng. Thách thức đối với chính sách ngay lúc này là phải vừa ổn định tình trạng tài chính, vừa giúp các nền kinh tế vượt qua giai đoạn ngừng trệ và duy trì lạm phát trong tầm kiểm soát.*

### **Tình Trạng Căng Thẳng Của Kinh Tế Toàn Cầu**

Sau nhiều năm tăng trưởng mạnh, nền kinh tế thế giới đang giảm tốc một cách nhanh chóng (Chương 1 và 2). Cú sốc tài chính nghiêm trọng cùng với tình trạng giá dầu lửa và các hàng hóa khác vẫn ở mức cao đã ảnh hưởng mạnh đến hoạt động toàn cầu. Nhiều nền kinh tế phát triển hiện đang tiến gần tới hoặc đang rơi vào tình trạng suy thoái, trong khi tốc độ tăng trưởng ở các nền kinh tế mới nổi cũng đang suy yếu dần.

Cuộc khủng hoảng tài chính bắt nguồn từ sự sụp đổ của thị trường cho vay cầm cố thế chấp dưới chuẩn ở Mỹ đã ngày một trầm trọng hơn trong 6 tháng qua và đã bước vào một giai đoạn hỗn loạn mới trong Tháng Chín năm 2008. Tác động của cuộc khủng hoảng đã lan rộng khắp hệ thống tài chính toàn cầu, bao gồm cả các thị trường mới nổi với một quy mô ngày càng tăng. Những mối lo ngại đang tăng về khả năng thanh khoản đã làm rung chuyển lòng tin của thị trường và buộc các tổ chức tài chính lớn của Mỹ và Châu Âu đưa ra các biện pháp khẩn cấp. Để đối phó với tình trạng này, chính quyền Mỹ và Châu Âu đã áp dụng những biện pháp rất mạnh nhằm ổn định thị trường, bao gồm tạo lượng thanh khoản lớn cho

thị trường, can thiệp khẩn cấp để xử lý các tổ chức yếu kém, mở rộng bảo hiểm tiền gửi và việc phê chuẩn gần đây của quốc hội Mỹ về sử dụng công quỹ để mua lại các tài sản có vấn đề của các ngân hàng. Tuy nhiên, vào thời điểm công bố báo cáo này, thị trường vẫn trong tình trạng bất ổn cao.

Cùng lúc đó, xu hướng tăng giá lương thực và nhiên liệu kéo dài từ năm 2004 và những căng thẳng về nguồn cung đã đẩy lạm phát lên mức cao chưa từng thấy trong vòng một thập kỷ qua. Như phân tích ở Chương 3, giá tiêu dùng tăng đặc biệt mạnh tại những nền kinh tế mới nổi và đang phát triển. Mức tăng giá mạnh này phản ánh tỷ trọng hàng lương thực cao trong rổ hàng hóa tiêu dùng, tốc độ tăng trưởng vẫn tương đối cao và kỳ vọng lạm phát không được kiểm chế tốt ở những nước này. Đáng chú ý là các nước theo đuổi chính sách lạm phát mục tiêu đã đạt được kết quả khả quan hơn. Tại những nền kinh tế phát triển, giá dầu tăng đã đẩy lạm phát chung lên cao, tuy nhiên dường như áp lực lên lạm phát cơ bản đã được kiểm chế tốt hơn.

Sự xuống dốc gần đây của nền kinh tế toàn cầu xảy ra sau chính sách mở rộng liên tiếp dựa trên những thành tựu thu được từ việc tăng cường hội nhập vào kinh tế toàn cầu của các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển. Tuy nhiên, khi nhìn nhận lại vấn đề, có lẽ chính các chính sách điều hành và kinh tế vĩ mô thiếu chặt chẽ đã tạo điều kiện cho kinh tế toàn cầu đi vượt quá “tốc độ cho phép” và đã góp phần tích tụ những mất cân bằng trên các thị trường tài chính, nhà đất và hàng hóa. Đồng thời, những kẽ hở trong chính hoạt động của các thị trường này và những hạn chế của chính sách đã khiến cho cơ chế cân bằng thị trường hoạt động kém hiệu quả và tạo ra những căng thẳng trên thị trường.

## **Chưa Có Biểu Hiện Phục Hồi Và Chỉ Có Thể Phục Hồi Từng Bước Nếu Có**

Trong thời gian tới, môi trường tài chính có thể vẫn còn rất khó khăn, cản trở những triển vọng tăng trưởng của toàn cầu. Phương án dự báo cơ bản giả định rằng những động thái của chính quyền Mỹ và Châu Âu sẽ thành công trong việc ổn định môi trường tài chính và tránh những đổ vỡ hệ thống. Tuy nhiên, ngay cả khi Mỹ thành công trong kế hoạch loại bỏ những khoản tài sản có vấn đề ra khỏi bảng cân đối tài sản của các ngân hàng, rủi ro đối tác đôi lúc vẫn có thể ở mức rất cao. Hơn nữa, thua lỗ tín dụng vẫn có thể gia tăng do kinh tế toàn cầu suy giảm. Trước tình trạng này, khả năng thu hút các nguồn vốn mới cho các tổ chức tài chính vẫn rất khó khăn. Như nhận định tại *Báo Cáo Ổn Định Tài Chính Toàn Cầu Tháng Mười năm 2008*, yêu cầu về giảm vay nợ sẽ tiếp tục kéo dài, và điều này có nghĩa là những hạn chế về tăng trưởng tín dụng mới và tín dụng hiện hành sẽ còn phổ biến ít nhất là trong suốt năm 2009.

Tuy nhiên, một số yếu tố được kỳ vọng là nền tảng thúc đẩy sự phục hồi dần dần có thể sẽ xuất hiện vào cuối năm 2009:

- Giá hàng hóa được dự báo sẽ ổn định, mặc dù vẫn ở mức cao nhất trong vòng 20 năm qua. Tác động bất lợi của việc giá dầu tăng 50% trong năm 2008 đối với các điều kiện thương mại sẽ bắt đầu được cải thiện vào năm 2009, góp phần đẩy mạnh tiêu dùng ở các nước nhập khẩu dầu.
- Khu vực nhà đất của Mỹ được kỳ vọng là sẽ chạm đáy trong năm tới, kết thúc giai đoạn trượt dốc về tăng trưởng từ suốt năm 2006. Việc ổn định giá nhà đất cuối cùng sẽ giúp hạn chế những khoản lỗ liên quan đến cho vay cầm cố thế chấp và đợt can thiệp gần đây vào hai công ty do Chính phủ bảo trợ là Fannie Mae và Freddie Mac sẽ hỗ trợ nguồn tín

dụng cho khu vực nhà đất. Mặc dù ở các nước phát triển, chu kỳ nhà đất và những điều chỉnh liên quan có thể có độ trễ, nhưng những tác động tổng thể của cuộc khủng hoảng tài chính sẽ giảm đáng kể.

- Mặc dù đà tăng trưởng đã giảm nhưng các nền kinh tế mới nổi vẫn được kỳ vọng sẽ là nguồn khởi đầu cho sự phục hồi, nhờ lợi thế từ tốc độ tăng năng suất lao động cao và khung chính sách được cải thiện, mặc dù cuộc khủng hoảng tài chính càng kéo dài thì khả năng ảnh hưởng đến các nước này càng lớn.

Trên cơ sở nói trên, những dự báo cơ bản đã được điều chỉnh giảm đáng kể so với số *Cập nhật Triển vọng Kinh tế Thế giới* Tháng 7/2008. Tăng trưởng kinh tế toàn cầu trung bình được dự báo giảm nhẹ từ 5.0% trong năm 2007 xuống 3.9% năm 2008 và 3.0% vào năm 2009, tốc độ tăng trưởng thấp nhất kể từ năm 2002. Các nền kinh tế phát triển sẽ rơi vào suy thoái hoặc tiến gần đến suy thoái vào nửa cuối năm 2008 và đầu năm 2009, và có thể sẽ phục hồi rất chậm vào cuối năm 2009. Tăng trưởng ở hầu hết các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển sẽ giảm xuống dưới mức xu hướng. Trên mặt trận chống lạm phát, sự đình trệ kinh tế cùng với chính sách ổn định giá cả hàng hóa hy vọng sẽ kiềm chế được tốc độ của tăng giá và kéo lạm phát xuống mức dưới 2% vào năm 2009. Tại các nước mới nổi và đang phát triển, lạm phát sẽ giảm dần do mức tăng giá hàng hóa hiện nay vẫn tiếp tục ảnh hưởng theo dây chuyền từ khâu sản xuất đến người tiêu dùng. Rủi ro sụt giảm chính tập trung vào hai mối lo ngại liên quan đến tài chính: đó là căng thẳng tài chính có thể còn vẫn ở mức rất cao và những hạn chế tăng trưởng tín dụng do việc hạn chế sử dụng nguồn vốn đi vay có thể sẽ còn sâu rộng hơn so với nhận định trong phương án dự báo cơ bản. Ngoài ra, thị trường nhà đất của Mỹ có thể còn xấu hơn so với dự báo và thị trường nhà đất ở Châu Âu có thể sẽ yếu kém hơn trên diện rộng. Những rủi ro lạm phát ảnh hưởng đến tăng trưởng đã hạn chế hơn nhờ giá

hàng hóa giảm do kinh tế toàn cầu tăng trưởng chậm lại. Ngoài ra, khả năng đổ vỡ đối với các dòng vốn và những rủi ro do tăng cường chính sách bảo hộ cũng là những nguy cơ tiềm ẩn trong quá trình hồi phục.

Những mối quan hệ giữa căng thẳng tài chính và suy giảm kinh tế được phân tích trong Chương 4 qua việc so sánh tình hình hiện nay với những thực tế trước đây. Những phân tích trong Chương này chỉ ra rằng những tác động tiêu cực do căng thẳng tài chính bắt nguồn từ khu vực ngân hàng mang tính chất điển hình và nghiêm trọng hơn những căng thẳng từ thị trường chứng khoán hoặc tỷ giá và sự chuyển dịch theo hướng xây dựng trung gian tài chính độc lập có thể làm gia tăng những tác động này. Các điều kiện ban đầu trong nền kinh tế có biểu hiện tác động đến hệ quả của căng thẳng tài chính. Do vậy, những bảng cân đối tài sản tương đối lành mạnh của các tập đoàn phi tài chính ở Mỹ và các nước Tây Âu chính là khởi nguồn cho sự phục hồi, nhưng sẽ chịu rủi ro do căng thẳng tài chính kéo dài.

Chương 6 đề cập đến những mối quan ngại về các nước thường xuyên có thâm hụt cán cân vãng lai cao. Điều này đặc biệt có ý nghĩa khi mà xu hướng giảm tín dụng trên toàn cầu làm giảm khả năng đáp ứng nhu cầu tài trợ từ bên ngoài cho các nền kinh tế mới nổi. Các phân tích trong chương này tìm cách giải thích những sự khác biệt lớn trong xu hướng vận động của cán cân vãng lai giữa các nước mới nổi và đưa ra mối liên hệ giữa những thâm hụt lớn ở những nước Châu Âu mới nổi với việc tự do hoá cán cân vốn, cải cách tài chính và những cơ hội được tạo ra bởi sự hội tụ kinh tế ở Châu Âu. Tuy nhiên, những thâm hụt lớn kéo dài có thể chấm dứt một cách đột ngột và các cơ chế tỷ giá cứng nhắc sẽ làm tăng những rủi ro này. Trên thực tế, tác động của những bất ổn trên thị trường tài chính đến nhiều nền kinh tế với mức thâm hụt vãng lai cao lớn hơn nhiều ảnh hưởng của chúng đến những nước có thâm hụt vãng lai thấp hoặc thặng dư vãng lai.

## **Các Nhà Hoạch Định Chính Sách Đứng Giữa Sự Lựa Chọn Khó Khăn**

Các nhà hoạch định chính sách trên thế giới hiện đang đối mặt với một nhiệm vụ khó khăn, đó là vừa bình ổn môi trường tài chính, vừa giúp nền kinh tế của họ vượt qua giai đoạn phát triển đình trệ và kiềm chế lạm phát. Nhiều nỗ lực đa phương mang ý nghĩa đặc biệt quan trọng trong tình hình hiện nay bao gồm những đề xuất chính sách nhằm giải quyết bất ổn định tài chính, làm dịu bớt căng thẳng trên thị trường hàng hoá và hỗ trợ các nước thu nhập thấp đang phải chịu gánh nặng thanh toán những khoản nhập lương thực lớn.

Chính quyền các nước đang chủ động theo đuổi những chính sách nhằm ổn định môi trường tài chính. Để hoàn thành được nhiệm vụ này đòi hỏi những phản ứng tổng thể nhằm giải quyết các vấn đề mang tính hệ thống – bao gồm xử lý những tài sản có vấn đề, đẩy mạnh việc tái thiết vốn cho các ngân hàng và khôi phục tình trạng thanh khoản cho các thị trường vốn, đồng thời xem xét đến những mối quan tâm của người nộp thuế và các rủi ro đạo đức. Các hướng tiếp cận ở tầm quốc gia cần được phối hợp trên toàn cầu để xử lý những vấn đề có liên quan chung và nhằm tránh những động cơ xấu xuyên quốc gia.

Đề xuất của Mỹ trong việc mua lại các khoản tài sản liên quan đến bất động sản sẽ giúp làm giảm dần áp lực của các tài sản xấu lên các ngân hàng, và do vậy, giúp khôi phục lại nguồn vốn ổn định và lòng tin của thị trường. Tuy nhiên, có thể sẽ phải dùng đến nguồn công quỹ để tái lập lại vốn gốc cho các ngân hàng. Tại các nước Tây Âu, việc khôi phục lại lòng tin của thị trường đòi hỏi những cam kết quyết liệt cho sự phối hợp hành động nhằm kịp thời phát hiện những khoản tài sản có vấn đề và tái cấp vốn cho các ngân hàng. Một nhiệm vụ chính sẽ là tăng cường các thoả thuận hợp tác, phù hợp với nhiều hoàn cảnh, nhằm giải

quyết các căng thẳng ở những định chế đa quốc gia lớn và đảm bảo tính nhất quán trong cách tiếp cận vấn đề mở rộng bảo hiểm tiền gửi.

- Chính sách kinh tế vĩ mô ở các nước phát triển cần tập trung vào việc hỗ trợ hoạt động sản xuất, từ đó giúp phá vỡ vòng tuần hoàn tác động tiêu cực giữa khu vực sản xuất và khu vực tài chính, đồng thời không được lơ là việc theo dõi những nguy cơ lạm phát. Giảm mạnh hoạt động sản xuất và tăng mức chênh lệch giữa sản lượng thực và sản lượng tiềm năng sẽ góp phần kiềm chế lạm phát. Áp lực lạm phát giảm và viễn cảnh kinh tế ảm đạm đã tạo điều kiện cho việc nới lỏng chính sách tiền tệ ở một số nước, đặc biệt là khu vực đồng Euro và Anh, nơi lãi suất ngắn hạn đang tương đối cao.
- Đối với chính sách tài khoá, những cơ chế tự ổn định đóng vai trò quan trọng trong việc làm giảm những cú sốc và cần phải được hoạt động một cách tự do, miễn là những hướng điều chỉnh này phải phù hợp với tính bền vững trong dài hạn. Chính sách tài khoá chủ động kích cầu có thể hỗ trợ tăng trưởng khi những nguy cơ giảm sút tăng trưởng trở thành hiện thực, với điều kiện chính sách tài khoá kích cầu được áp dụng một cách kịp thời, đúng mục đích và không ảnh hưởng đến tính bền vững của ngân sách. Trong điều kiện hiện nay, thay vì hỗ trợ dàn trải, nguồn ngân sách hiện có cần tập trung vào hỗ trợ ổn định khu vực tài chính và nhà đất khi cần thiết. Đồng thời, cần phải có những điều chỉnh đối ứng để đảm bảo an toàn cho các mục tiêu củng cố ngân sách về trung hạn.

Các ưu tiên trong chính sách kinh tế vĩ mô khác nhau đáng kể giữa các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển do các nhà hoạch định chính sách cân bằng giữa tăng trưởng và rủi ro lạm phát.

- Ở ngày càng nhiều nước, mối quan tâm về các rủi ro hiện đang chuyển sang những lo ngại về sự đình trệ kinh tế khi điều kiện bên ngoài đang xấu đi và lạm phát chung bắt đầu dịu dần. Sự chuyển dịch này sẽ giải thích cho việc tạm dừng chu kỳ thắt chặt tiền tệ, đặc biệt khi các tác động vòng hai của giá cả hàng hoá lên lạm phát đã được hạn chế. Để đối phó với việc tháo chạy của các dòng vốn, các nước cần phản ứng nhanh để đảm bảo có đủ thanh khoản, đồng thời sử dụng tỷ giá nhằm làm dịu bớt các áp lực của dòng vốn ra. Ngoài ra, các nước này cần tăng cường nỗ lực nhằm cải thiện khả năng ngăn cản, quản lý và giải quyết các căng thẳng tài chính, thông qua việc xây dựng kế hoạch dự phòng.
- Tuy nhiên, ở những nước khác, áp lực lạm phát vẫn là mối lo ngại do giá lương thực tăng mạnh, tăng trưởng kinh tế tiếp tục cao, căng thẳng về nguồn cung và mức lương tăng nhanh, đặc biệt là ở khu vực công. Mặc dù đợt giảm giá gần đây của hàng hoá trên thế giới đã phần nào làm dịu bớt áp lực lạm phát, song các kết quả đạt được những năm qua trong việc giảm lạm phát đang bị đe dọa; một khi lòng tin bị sứt mẻ, việc khôi phục lại lòng tin sẽ là một quá trình lâu dài và tốn kém. Ở những nước này, việc tiếp tục thắt chặt các chính sách tiền tệ có thể vẫn còn cần thiết.
- Các nước với cơ chế quản lý tỷ giá chặt đang đứng trước những thách thức. Những cơ chế tỷ giá linh hoạt hơn sẽ giúp kiềm chế áp lực lạm phát bằng cách tạo ra nhiều cơ hội hơn cho việc điều chỉnh chính sách tiền tệ và cho phép tỷ giá biến động linh hoạt

hơn để đối phó với các luồng vốn ra. Tất nhiên, có rất nhiều những cân nhắc khác cần được xem xét khi lựa chọn cơ chế tỷ giá, ví dụ như mức độ phát triển tài chính và sự đa dạng trong hoạt động xuất khẩu.

- Chính sách tài khóa có thể đóng vai trò hỗ trợ trong quản lý kinh tế vĩ mô. Ở một số nước vẫn còn đối mặt với quan ngại về phát triển quá nóng, thắt chặt hơn chi tiêu công cộng sẽ giúp làm giảm áp lực lạm phát. Điều này đặc biệt quan trọng đối với những nước có cơ chế tỷ giá cố định và cán cân vãng lai đang thâm hụt. Ở những nền kinh tế xuất khẩu dầu có đồng nội tệ gắn với đôla Mỹ, có thể tập trung chi tiêu cho việc giải quyết những vướng mắc về nguồn cung. Trong khi các nền kinh tế thị trường mới nổi có nhiều cơ hội hơn trước trong việc sử dụng chính sách tài khóa như một công cụ đi ngược với chu kỳ kinh tế nếu viễn cảnh kinh tế của họ bị suy giảm, phân tích ở Chương 5 cảnh báo rằng việc sử dụng chính sách tài khóa nói trên khó có thể có hiệu quả trừ khi lòng tin của thị trường vào tính bền vững đã được thiết lập một cách vững chắc. Nói rộng hơn, việc hỗ trợ chung cho nhiên liệu và lương thực đang ngày một tốn kém và không hiệu quả. Các chương trình hỗ trợ những gia đình nghèo đủ trang trải cho chi phí sinh hoạt ngày một tăng cao là sự lựa chọn được ưu tiên.

### **Yêu Cầu Cải Tổ Khung Chính Sách**

Sự suy giảm trong hoạt động của nền kinh tế toàn cầu đã làm dấy lên mối quan ngại về những khung chính sách kinh tế vĩ mô và sự phù hợp của những chính sách ảnh hưởng đến các thị trường tài chính và hàng hóa.

### ***Định Hướng Hoạt Động “Đi Ngược Chiều Gió”***

Tình hình đặc biệt hiện nay đã làm tăng thêm mối quan tâm đối với chính sách phát triển thiên theo hướng hạn chế sự bùng nổ về giá tài sản, thông qua việc áp dụng những chính sách quyết liệt hơn trong giai đoạn bùng nổ giá. Một cách tiếp cận khả quan là đưa ra một nhân tố bảo đảm an toàn vĩ mô cho khung quản lý nhằm đánh giá thận trọng những tác động thuận chiều với chu kỳ kinh tế vốn có của tăng trưởng tín dụng. Có thể xem xét việc mở rộng khung chính sách tiền tệ để tạo ra cơ chế “đi ngược chiều gió” cho sự vận động của giá tài sản, đặc biệt khi những mức giá này tăng quá nhanh hoặc có biểu hiện bất hợp lý nghiêm trọng so với những nhân tố cơ bản của thị trường, mặc dù việc này đưa ra những vấn đề rất phức tạp.

Hơn nữa, cần tập trung nâng cao độ tin cậy của các chính sách tài khóa để đạt được tính hiệu quả trong việc sử dụng chính sách tài khóa như một công cụ đi ngược với chu kỳ kinh tế. Yếu điểm hay “gót chân A-sin” của chính sách tài khóa vẫn tồn tại ở những chính sách kinh tế chính trị chỉ nhằm hỗ trợ cho các quyết định ngắn hạn. Do vậy, nhiều quốc gia đã không kịp tạo điều kiện cho chính sách tài khóa kích cầu phát huy hiệu quả trong giai đoạn suy giảm kinh tế hoặc đã gặp khó khăn trong việc đối phó với những thách thức về ổn định tài khóa trong dài hạn. Chương 5 khuyến nghị rằng việc chuyển dịch chính sách theo hướng tăng cường khung pháp lý – tương tự như thắt chặt một cách thận trọng chính sách tiền tệ – và cơ chế quản lý ngân sách vững chắc hơn có thể nâng cao tính hiệu quả của chính sách tài khóa trong việc ngăn chặn suy giảm kinh tế như đã từng thấy ở nhiều nước.

### ***Khắc Phục Những Khoảng Trống Trong Hệ Thống Quản Lý và Giám Sát***

Song song với việc giải quyết những mối hiểm họa hệ thống trước mắt, cần phải tính đến những nỗ lực tiên quyết nhằm khắc phục những điểm yếu nhiều mặt được bộc lộ từ tình hình bất ổn tài chính hiện nay. Như đã nêu ra ở *Báo cáo Ổn định Tài chính Toàn cầu số* Tháng 10/2008, một mục tiêu trung tâm là đảm bảo việc quản lý rủi ro một cách hiệu quả và thường xuyên ở từng tổ chức, bao gồm việc xây dựng các chỉ tiêu quản lý vốn lành mạnh, yêu cầu quản lý thanh khoản chặt chẽ và tăng cường phát hiện những rủi ro trong và ngoài bảng cân đối tài sản. Một nhiệm vụ quan trọng khác là tăng cường khung chính sách giải quyết khủng hoảng.

Hơn nữa, đợt bất ổn tài chính này đã cho thấy rằng các khuôn khổ ổn định tài chính quốc gia đã không thể theo kịp sự đổi mới của thị trường tài chính và toàn cầu hóa, đặc biệt khi có tác động lan truyền tiêu cực từ quốc gia này sang quốc gia khác. Sự cộng tác và phối hợp chặt chẽ hơn giữa các cơ quan quản lý về tính an toàn hệ thống của các quốc gia là đặc biệt cần thiết nhằm ngăn chặn, quản lý và giải quyết căng thẳng tài chính trên cả thị trường và các định chế tài chính lớn.

### ***Đẩy Mạnh Bảo Tồn Năng Lượng và Tăng Cung Dầu Lửa và Lương Thực***

Đợt giảm giá hàng hoá gần đây chưa thể coi là tín hiệu để tạm ngừng các nỗ lực cải thiện những căng thẳng trên thị trường hàng hóa. Có rất ít bằng chứng cho thấy việc tăng cầu của các nhà đầu tư đối với hàng hóa như là một tài sản thay thế - hay đầu cơ - đã có tác động một cách hệ thống và lâu dài đến giá cả. Tuy nhiên, sự kết hợp giữa những thay đổi bất thường trong tâm lý thị trường và tính thanh khoản cao hơn của thị trường tài chính có thể góp phần tạo ra những biến động giá ngắn hạn trong một vài trường hợp. Do vậy, cần tập

trung vào các chính sách hỗ trợ cho sự cân bằng cung và cầu trong dài hạn và hạn chế những biện pháp có thể làm gia tăng sự căng thẳng trên thị trường trong ngắn hạn. Chính sách này có thể bao gồm nâng cao tác động truyền dẫn của biến động giá thế giới đến giá trong nước và tăng cường bảo toàn năng lượng. Giảm trợ cấp cho năng lượng sinh học ở các nước phát triển cũng có thể làm dịu áp lực ngắn hạn lên giá lương thực. Nhìn chung, cần ưu tiên cho việc củng cố nguồn cung nhằm đối phó với các đợt tăng giá. Hiện nay, những khoản viện trợ lớn hơn cho các nước nghèo nhất là thực sự thiết yếu để giải quyết vấn đề nhân đạo khi giá lương thực tăng mạnh.

### ***Khắc Phục Sự Mất Cân Bằng Toàn Cầu***

Giá hàng hóa tăng mạnh đã làm trầm trọng hơn những mất cân bằng toàn cầu, thể hiện ở việc các nước xuất khẩu dầu lửa ngày càng nâng cao thặng dư vãng lai trong khi các nước nhập khẩu dầu lại phải chịu thâm hụt vãng lai lớn hơn. Tất nhiên, ý định giữ lại một phần doanh thu tăng thêm các nước xuất khẩu dầu lửa là hợp lý: cho đến nay, việc phối hợp quay vòng nguồn thặng dư vãng lai để hỗ trợ cho các nước chịu thâm hụt vãng lai vẫn đang hoạt động tốt. Đồng thời, thâm hụt thâm hụt vãng lai của Mỹ không bao gồm dầu lửa đã giảm đáng kể, phần nào phản ánh sự giảm giá của đồng Đôla xuống mức tỷ giá hiệu lực thực mà nhìn chung là phù hợp với mức cân bằng trung hạn. Tuy nhiên, sự xuống giá của Đôla Mỹ so với Euro và các đồng tiền được điều tiết linh hoạt khác vẫn là xu hướng chủ đạo.

Một chiến lược đa phương được hậu thuẫn bởi Ủy Ban Tài Chính và Tiền Tệ Quốc Tế trong năm 2005 và được phát triển chi tiết trong cuộc Hội Đàm Đa Phương về Những Mất Cân Bằng Toàn Cầu Năm 2006 vẫn còn phù hợp và cần được áp dụng một cách linh hoạt. Mục tiêu chính trong trung hạn vẫn là củng cố ngân sách của Mỹ, nhưng các khoản chi ngân

sách kích cầu gần đây nhằm khắc phục chu kỳ kinh tế suy giảm và các khoản hỗ trợ khu vực công để bình ổn các tổ chức tài chính cần phải được đảm bảo. Sự lên giá hiệu quả của đồng Nhân dân tệ sẽ đóng góp vào chiến lược lớn hơn của Trung Quốc nhằm chuyển hướng tăng trưởng kinh tế dựa trên cầu nội địa và làm tăng tính hiệu quả của chính sách tiền tệ. Việc giảm tốc độ chi tiêu ở các nước xuất khẩu dầu lửa ở Trung Đông sẽ giúp làm giảm bớt tình trạng phát triển quá nóng ở các nước này, và tập trung hơn vào việc giải quyết vướng mắc về nguồn cung dầu. Đồng thời, công cuộc cải tổ thị trường lao động và sản xuất ở khu vực đồng Euro và Nhật bản sẽ giúp thúc đẩy tiềm năng tăng trưởng ở các nước này.

Cuối cùng, áp lực bảo hộ về thương mại và các luồng vốn ngày một tăng là một nguy cơ đáng lo ngại cho tiến trình hồi phục. Giải quyết được những bế tắc trong vòng đàm phán Doha sẽ giúp đẩy mạnh hệ thống thương mại đa phương mở, một nền móng quan trọng của sự tăng trưởng toàn cầu vững chắc trong những năm gần đây. Đồng thời, các Quỹ tài sản quốc gia sẽ có thể tiếp tục phát triển như một công cụ đầu tư cho các nước thặng dư. Một hệ thống những nguyên tắc và thông lệ về quản lý, đầu tư, và kiểm soát rủi ro (“Nguyên Tắc Santiago”) vừa được thống nhất bởi các Quỹ tài sản quốc gia sẽ góp phần làm giảm bớt những lo ngại về khả năng các quỹ này có thể có tác động tiêu cực hạn chế các dòng vốn này vào nền kinh tế. Hơn nữa, bản hướng dẫn dành cho các quốc gia tiếp nhận nguồn vốn do Tổ Chức Hợp Tác và Phát Triển Kinh Tế đang soạn thảo sẽ giúp đảm bảo tính công bằng, minh bạch và mở cửa thị trường cho việc sử dụng các Quỹ tài sản quốc gia.

## Tóm Tắt Chương 3: Có phải Lạm phát đang quay lại? Giá cả Hàng hóa và Lạm phát

Báo Cáo về Triển Vọng Kinh tế Thế Giới, Tháng Mười năm 2008

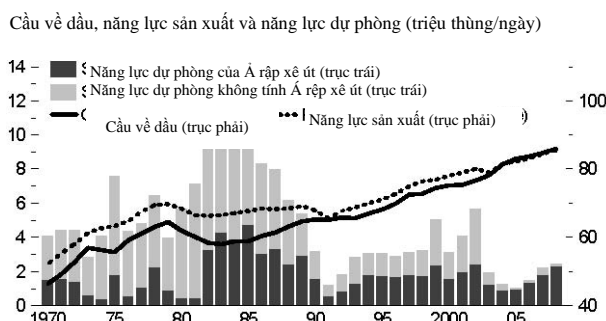
Tác giả: Thomas Helbling, Douglas Laxton, Valerie Mercer-Blackman, và Irina Tytell

### Các nội dung chính

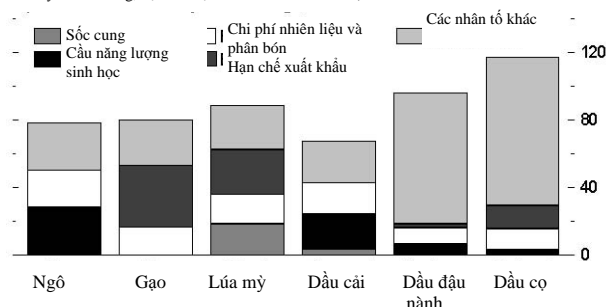
- Mặc dù gần đây giá hàng hóa đã giảm chút ít, nhưng các nhân tố cơ bản tạo ra bùng nổ giá vẫn còn, và giá cả sẽ vẫn có khả năng duy trì ở mức cao so với các mốc giá trong lịch sử.
- Trong khi điều kiện ở các nước là hoàn toàn không giống nhau, những rủi ro về lạm phát vẫn rất cao ở một loạt các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển, thể hiện áp lực liên tiếp từ những điều chỉnh để thích nghi với việc giá hàng hóa tăng cao và những nguy hại từ tác động của vòng hai lên lạm phát cơ bản. Ở các nước phát triển, rủi ro lạm phát đang nhanh chóng giảm do tác động giảm phát của cuộc khủng hoảng tài chính.
- Ở một số nền kinh tế mới nổi và đang phát triển, việc tiếp tục thắt chặt chính sách tiền tệ vẫn rất quan trọng nhằm kiềm chế áp lực lạm phát, đặc biệt ở những nước lạm phát đã vốn rất cao vì nhiều nguyên nhân khác, phổ biến là do phát triển quá nóng và độ tin nhiệm của chính sách thấp.

Nền kinh tế thế giới đã trải qua đợt bùng nổ giá hàng hóa rộng lớn nhất và lâu dài nhất kể từ đầu những năm 1970. Nguyên nhân chính của đợt bùng nổ giá này là do sự tương tác của tốc độ tăng trưởng nhanh trên toàn cầu, thiếu năng lực sản xuất dự phòng ở một số ngành, lượng hàng tồn kho thấp đúng vào lúc bùng nổ giá, và khả năng đáp ứng nguồn cung chậm. Ngoài ra, một số nhân tố về ngành hàng cụ thể đã góp phần làm trầm trọng thêm cơn sốt giá lương thực gần đây, bao gồm cầu lương thực tăng cao do tác động của chính sách hỗ trợ sản xuất nhiều liệu sinh học, gián đoạn nguồn cung ở một số vụ thu hoạch chính và các hạn chế thương mại. Cuối cùng, mối quan hệ về giá giữa các hàng hóa cũng đóng vai trò quan trọng, cụ thể là giá năng lượng tăng đã kéo theo giá lương thực tăng (xem biểu đồ 1). Ngược lại, vai trò thay thế tài sản tài chính ngày một cao của hàng hóa chỉ có chút ít tác động hệ thống đến giá cả.

Các biến động gần đây trên thị trường dầu lửa và hàng lương thực chính



Các nhân tố đóng góp vào sự tăng giá các mặt hàng lương thực chính (mức % thay đổi lũy kế 12 tháng, vụ thu hoạch 2006-07 và 2007-08)



Nguồn: Tổng quan thống kê năng lực thế giới của Anh (2008); Cơ quan năng lượng quốc tế; Bộ nông nghiệp Mỹ; Cơ quan quản lý thông tin năng lượng Mỹ; và tính toán của cán bộ IMF

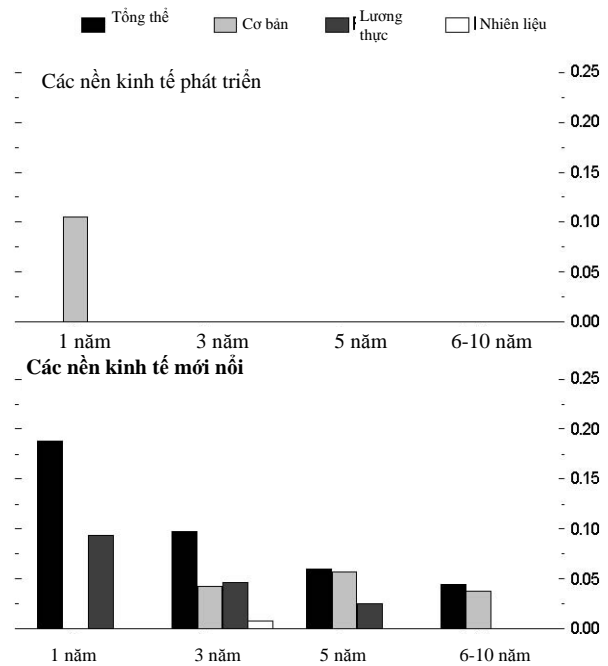
**Mặc dù gần đây giá hàng hóa đã giảm chút ít, nhưng các nhân tố cơ bản tạo ra bùng nổ giá vẫn còn.** Đợt giảm giá gần đây phản ánh xu hướng tăng trưởng chậm lại trong năm 2008-2009, các giải pháp đối phó với việc nguồn cung lương thực bị hạn chế do tác động của thời tiết trong các vụ mùa chính của năm nay và tăng nguồn cung dầu. Tuy nhiên, sự hạn chế về nguồn cung và mức hàng tồn kho thấp có thể vẫn tồn tại trong một vài thời điểm, và đà tăng trưởng của cầu hàng hóa ở các nước mới nổi vẫn ở mức cao. Do vậy, giá cả sẽ có thể duy trì ở mức cao so với các mốc giá trong lịch sử, với mức biến động lớn.

**Ngoại trừ một đợt giảm mạnh giá hàng hóa, những rủi ro về lạm phát sẽ vẫn đôi lúc ở mức cao hơn hiện nay, đặc biệt ở những nước mới nổi và đang phát triển.**

Nhiều nền kinh tế mới nổi và đang phát triển đã sẵn sàng cho sự điều chỉnh để thích nghi với cơn sốt giá hàng hóa trước đó, và những rủi ro về tác động vòng hai của giá lên lạm phát cơ bản vẫn còn. Những phát hiện thực nghiệm của Chương này chỉ ra rằng những rủi ro về tác động vòng hai của giá phụ thuộc chính vào khả năng tạo ra những mốc neo kỳ vọng của chính sách tiền tệ và tỷ trọng của hàng hoá - đặc biệt là hàng lương thực - trong chi tiêu cuối cùng. Với cả hai yếu tố này, các nước mới nổi và đang phát triển đều chỉ ở mức chuẩn thấp, và do vậy những nước này sẽ chịu mức rủi ro cao hơn về việc không thể thiết lập mốc neo kỳ vọng và chịu ảnh hưởng lớn hơn của tác động vòng hai (xem biểu đồ 2). Ngoài ra, do các cú sốc gần đây liên quan đến thị trường hàng hoá còn mạnh hơn và lâu dài hơn những cú sốc trong giai đoạn được phân tích, hậu quả lạm phát thực tế thậm chí còn có thể cao đến mức ngạc nhiên, trừ khi nền kinh tế toàn cầu sụt giảm nghiêm trọng.

**Sự thay đổi của lạm phát kỳ vọng theo mức thay đổi của lạm phát thực tế**

Lạm phát kỳ vọng của 1, 3, 5, 6-10 năm trước đó, % thay đổi của lạm phát kỳ vọng theo 1% thay đổi của lạm phát thực tế



Nguồn: Dự báo xu hướng, và tính toán của cán bộ Quỹ

1. Dựa trên các hệ số có ý nghĩa thống kê từ các hàm hồi quy với các hệ số tác động có định sử dụng số liệu định kỳ 6 tháng kể từ năm 2003. Lạm phát cơ bản không bao gồm lạm phát giá lương thực và nhiên liệu

**Ở một số nước, việc tiếp tục thắt chặt tiền tệ còn rất quan trọng nhằm kiềm chế lạm phát, đặc biệt khi lạm phát ở những nước này đã rất cao và độ tin cậy của chính sách thấp.**

Trong khi lạm phát tổng thể có thể giảm xuống do tác động của đợt giảm giá hàng hoá gần đây, áp lực lạm phát cơ bản vẫn còn là một nỗi lo ngại, đặc biệt ở những nước tốc độ tăng trưởng vẫn cao và phản ứng của chính sách tiền tệ bị hạn chế bởi chính sách tỷ giá. Những trì hoãn trong việc đối phó với lạm phát tăng cao có thể làm xói mòn lòng tin, và cuối cùng sẽ đòi hỏi những phản ứng chính sách tiền tệ quyết liệt hơn với mức chi phí cao hơn để giảm mức lạm phát.

## Tóm Tắt Chương 4: *Căng Thẳng Tài Chính và Suy Giảm Kinh Tế* Báo Cáo về Triển Vọng Kinh Tế Thế Giới, Tháng 10, Năm 2008

Tác giả: Subir Lall, Roberto Cardarelli, và Selim Elekdag

### Những Nội dung Chính

- Những đặc điểm của cuộc khủng hoảng tài chính thể hiện ở tình trạng nguy kịch của khu vực ngân hàng rất có khả năng sẽ kéo theo sự suy giảm kinh tế trầm trọng và kéo dài.
- Căng thẳng tài chính xảy ra sau giai đoạn mở rộng tín dụng quá nhanh, giá nhà đất tăng cao và tín dụng cho hộ gia đình và các công ty phi tài chính quá lớn sẽ có thể dẫn đến suy thoái kinh tế.
- Tình hình hiện nay ở Mỹ có một vài điểm giống với bức tranh khủng hoảng tài chính liên quan đến lĩnh vực ngân hàng đã từng dẫn đến suy thoái kinh tế thời gian trước.

**Chương 4 của Báo Cáo Triển vọng Kinh tế Thế giới phân tích những đặc điểm của cuộc khủng hoảng tài chính trong quá khứ và những bài học của nó đối với nền kinh tế.**

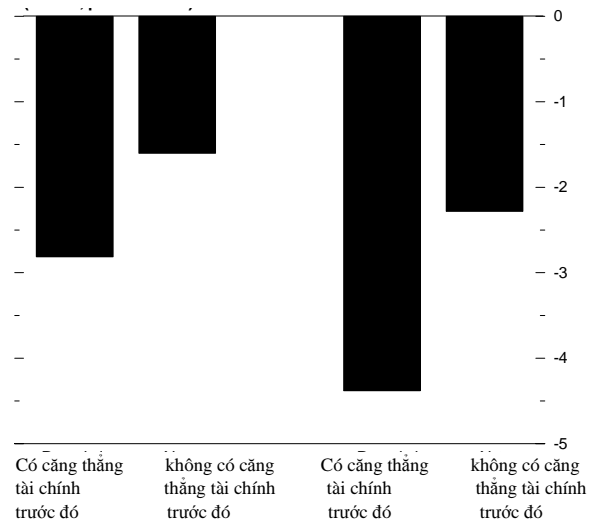
Chương này xây dựng một chỉ số về khủng hoảng tài chính trong lĩnh vực ngân hàng, chứng khoán, và thị trường ngoại hối của 17 nền kinh tế phát triển trong vòng 30 năm qua, kiểm định chỉ số này trong 113 giai đoạn khủng hoảng tài chính. Khoảng một nửa trong số những giai đoạn khủng hoảng này là có liên quan đến ngành ngân hàng, số còn lại chủ yếu tập trung vào chứng khoán hoặc thị trường ngoại hối. Theo tiêu chí của chỉ số này, cuộc khủng hoảng tài chính gần đây được xếp vào hạng căng thẳng nhất ở Mỹ và là một trong những cuộc khủng hoảng lan rộng nhất, tác động đến mọi quốc gia được phân tích trong phần nghiên cứu.

**Việc phân tích các cuộc khủng hoảng này cho thấy không phải mọi căng thẳng tài chính đều dẫn đến sự suy giảm hay suy thoái kinh tế.** Trên thực tế, suy thoái kinh tế chỉ là hậu quả của gần một nửa những cuộc khủng hoảng được xem xét đến.

**Tuy nhiên, sụt giảm hay suy thoái kinh tế xảy ra sau giai đoạn căng thẳng tài chính, và đặc biệt khi những căng thẳng này tập**

### Căng Thẳng Tài Chính và Sự Sụt Giảm Sản Lượng

Lưu ý mức sụt giảm sản lượng trong giai đoạn suy giảm và suy thoái kinh tế (trung bình % GDP)



Nguồn: Phân tích Haver, OECD, phân tích cơ sở dữ liệu, Triển vọng kinh tế (2008) và tính toán của cán bộ IMF;

1 Được tính theo tổng sụt giảm sản lượng lũy kế khi sản lượng ở dưới mức xu hướng Hodrick-Prescott đối với trường hợp suy giảm và tổng mức sụt giảm sản lượng lũy kế đến lúc phục hồi trong trường hợp suy thoái

**trung trong lĩnh vực ngân hàng sẽ nghiêm trọng hơn nhiều so với những suy thoái kinh tế không bắt nguồn từ căng thẳng tài chính.** Cụ thể, những đợt suy giảm hay suy thoái xảy ra sau giai đoạn căng thẳng tài chính liên quan đến ngành ngân hàng có xu hướng nghiêm trọng hơn từ 2-3 lần nếu xét về mức sụt giảm sản lượng và kéo dài hơn từ 2-4 lần.

**Những nhân tố nào sẽ quyết định liệu căng thẳng tài chính liên quan đến ngành ngân hàng sẽ dẫn đến sự suy giảm hay suy thoái kinh tế? Chương này khuyến nghị rằng những điều kiện ban đầu của nền kinh tế sẽ đóng vai trò quyết định.** Cụ thể, khả năng căng thẳng tài chính dẫn đến suy giảm kinh tế sẽ liên quan đến mức độ tăng giá nhà đất và mở rộng tổng tín dụng trước khi khủng hoảng xảy ra. Hơn nữa, trong khi mức độ phụ thuộc vào vay nợ ở các tập đoàn phi tài chính càng lớn sẽ dẫn đến mức suy giảm sau khủng hoảng càng nghiêm trọng, thì mức độ mất cân bằng tài chính trong khu vực hộ gia đình sẽ đóng vai trò quyết định trong việc liệu sự suy giảm kinh tế có dẫn đến suy thoái.

**Chương này cho thấy sự phát triển của những hệ thống tài chính độc lập đã làm tăng khả năng tổn thương của nền kinh tế trước những thu hẹp nghiêm trọng trong hoạt động nếu và khi những căng thẳng trong ngành ngân hàng xảy ra.** Thực vậy, hoạt động kinh doanh ở những nước có hệ thống tài chính độc lập có xu hướng giảm nhiều hơn trong những đợt suy thoái xảy ra sau căng thẳng tài chính. Nguyên nhân của hiện tượng này là do ở những nước có trung gian tài chính phát triển hơn theo hướng thị trường thì tỷ lệ tài sản trên vốn chủ sở hữu của hệ thống ngân hàng dường như cùng chiều với chu kỳ kinh tế hơn. Tuy nhiên, điều này không có nghĩa là một hệ thống tài chính độc lập sẽ dễ rơi vào tình trạng căng thẳng.

**Việc so sánh hiện tượng khủng hoảng gần đây với các đợt khủng hoảng trước đó cho thấy khả năng xảy ra suy giảm kinh tế nghiêm trọng ở Mỹ vẫn rất cao.** Xu hướng biến động của giá tài sản, tổng tín dụng và vay nợ ròng của hộ gia đình ở Mỹ trong giai đoạn khủng hoảng này có biểu hiện tương tự như trong các cuộc khủng hoảng đã từng dẫn đến suy thoái kinh tế thời gian trước. Các nhân tố hỗ trợ khác có thể tạo ra sự hồi phục chính là những bảng tổng kết tài sản lành mạnh của các tập đoàn vào thời kỳ bắt đầu khủng hoảng và chính sách nới lỏng tiền tệ quyết liệt của Cục dự trữ liên bang Mỹ. Tại khu vực đồng Euro, các bảng tổng kết tài sản tương đối lành mạnh của các hộ gia đình sẽ phần nào là yếu tố bảo vệ nền kinh tế khỏi sự sụt giảm mạnh, thêm vào đó là mức tăng đáng kể của giá tài sản và tỷ lệ tín dụng trước khi cuộc khủng hoảng xảy ra.

**Trong những trường hợp này, những động thái quyết liệt của các nhà hoạch định chính sách để đối phó với căng thẳng tài chính và hỗ trợ việc khôi phục vốn cho hệ thống tài chính là đặc biệt quan trọng.** Một kết luận quan trọng từ những phân tích này đó là tầm quan trọng của những trung gian tài chính chủ đạo trong nền kinh tế, bao gồm các nhà môi giới và giao dịch, các ngân hàng đầu tư trong quá trình truyền dẫn những cú sốc tài chính đến nền kinh tế. Kết luận này nhấn mạnh tầm quan trọng của việc khôi phục lại vốn gốc của các tổ chức này nhằm làm dịu bớt sự sụt giảm kinh tế.

## Tóm Tắt Chương 5: Chính Sách Tài Khoá Với Vai Trò Là Công Cụ Tác Động Ngược Chiều Với Chu Kỳ Kinh Tế

### Báo cáo về Triển Vọng Kinh Tế Thế Giới, Tháng 10/2008

Các tác giả: Steven Barnett, Mark De Broeck, Anna Ivanova, Daehaeng Kim, Michael Kumhof, Douglas Laxton, Daniel Leigh, Alasdair Scott, Sven Jari Stehn and Steven

#### Những nội dung chính

- Các nghiên cứu thực nghiệm trong chương này cho thấy chính sách chủ động can thiệp bằng ngân sách có thể ảnh hưởng đến các hoạt động kinh tế, nhưng tác động của nó thường rất nhỏ và thậm chí sai hướng. Thực tế cho thấy rất khó để có thể đảm bảo rằng những hành động đó là kịp thời, đúng hướng và mang tính chất tạm thời. Những quan ngại về tính bền vững về nợ có thể là nguyên nhân quan trọng hạn chế hiệu quả của các gói giải pháp tài khoá kích cầu, đặc biệt là tại các nền kinh tế mới nổi. Nhằm tạo điều kiện cho các gói giải pháp tài khoá thành công, các chính phủ cần tăng cường vị thế tài khoá trong những thời gian thuận tiện, đây thực sự là thử thách đối với các nền kinh tế.
- Tác động đi ngược chiều chu kỳ kinh tế của chính sách tài khoá có thể được áp dụng bằng cách tăng cường phạm vi của các chính sách tự ổn định hoặc tăng cường năng lực quản lý tài chính, nhằm làm giảm vấn đề “tăng vay nợ”.

Chương này nghiên cứu vai trò của chính sách tài khoá trong việc chống lại những biến động theo chu kỳ kinh doanh, kiểm chứng liệu chính sách chủ động can thiệp bằng ngân sách có thể thành công trong việc tăng sản lượng hay là nó có tác động xấu nhiều hơn là tốt.

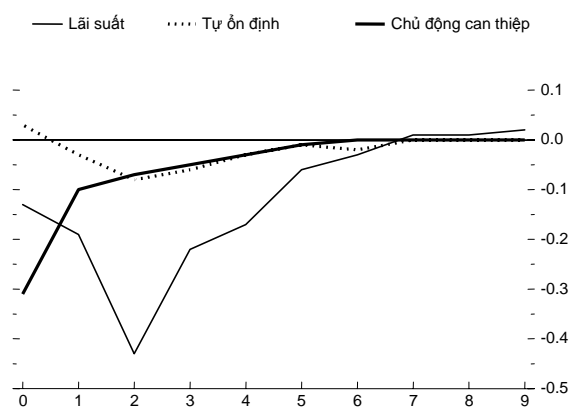
**Các nghiên cứu cho thấy chính sách chủ động can thiệp bằng ngân sách ít được sử dụng hơn chính sách tiền tệ trong thời kỳ nền kinh tế đi vào chu kỳ suy thoái, và mất nhiều thời gian hơn để đạt được mục đích – và thường muộn hơn yêu cầu.**

Hơn nữa, chính sách chủ động can thiệp bằng ngân sách có xu hướng thiên về nói lỏng tài chính – tăng chi thúc đẩy tăng trưởng khi nền kinh tế rơi vào chu kỳ suy thoái hơn là thắt chặt khi nền kinh tế trong chu kỳ đi lên – điều đó có nghĩa là nợ công sẽ tăng lên.

#### Mức độ phản ứng của chính sách tài khoá ở các nước G7

(Phần trăm độ lệch; trục hoành: Quý; Cú sốc xảy ra vào quý 0  
Giai đoạn nghiên cứu 1992:Q1–2007:Q4)

Khi cầu giảm, chính sách tiền tệ đã được điều chỉnh với việc cắt giảm ngay lãi suất và chính sách phát huy mạnh nhất trong 2 quý. Phản ứng của chính sách tự ổn định thể hiện ở việc ngân sách giảm nhanh chóng. Ngân sách hầu như không chủ động can thiệp, và chủ yếu để cơ chế tự ổn định hoạt động



Nguồn: Cán bộ IMF dự tính

Ngược lại, các chính sách tự ổn định lại có những kết quả đối ngược. Ở những nước phát triển, chính sách chủ động can thiệp bằng ngân sách luôn có hướng đi ngược lại với chu kỳ kinh tế, nhưng ở những nước mới nổi, nó lại đi cùng chiều với chu kỳ kinh tế — tăng chi thúc đẩy tăng trưởng trong lúc nền kinh tế đang đi lên và giảm chi khi kinh tế suy thoái.

**Chương này cũng chỉ ra rằng chính sách chủ động can thiệp bằng ngân sách có thể có ít tác động ngược chiều chu kỳ kinh tế - nhưng có nhiều điểm cần chú ý.** Các chứng cứ mới trong Chương này chỉ ra những khác biệt quan trọng giữa những nền kinh tế phát triển và nền kinh tế mới nổi. Trung bình, cứ 1% tăng chi thúc đẩy tăng trưởng kinh tế sẽ mang lại khoảng 0.1 đến 0.2 % tăng trưởng GDP. Nhưng trong khi tác động dài hạn ở các nước phát triển là khả quan và thậm chí mức tăng trưởng còn cao hơn, thì ở các nước mới nổi những tác động của chính sách này lại theo hướng tiêu cực. Lo ngại về tính bền vững nợ có thể là nguyên nhân quan trọng — các hộ gia đình và doanh nghiệp trong nước có thể dự đoán xu hướng tăng thuế và lạm phát trong tương lai, và những thị trường vốn quốc tế có thể áp dụng mức lãi suất cao hơn để phòng ngừa những rủi ro này.

**Để những chính sách chủ động can thiệp bằng ngân sách này thành công, các chính phủ cần đảm bảo rằng họ sẽ cải thiện vị thế ngân sách trong thời gian kinh tế phát triển và cam kết một cách chắc chắn rằng những điều chỉnh ngân sách để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế chỉ là tạm thời.** Cơ cấu của điều chỉnh ngân sách cũng là một vấn đề: các thay đổi chính sách về phía thu ngân sách có biểu hiện thành công hơn là những điều chỉnh ngân sách nhằm tăng trưởng kinh tế dựa trên thay đổi các khoản chi tiêu, có thể do việc tăng chi thường khó có thể điều chỉnh giảm.

**Chính sách tài khóa có thể trở thành một công cụ hiệu quả điều chỉnh ngược chiều với chu kỳ kinh tế với việc tăng cường phạm vi và hiệu quả của các chính sách tự ổn định hoặc đẩy mạnh việc quản lý ngân sách.** Một lựa chọn cho các chính phủ đó là tăng phản ứng của các chính sách tự ổn định, ví dụ như bằng cách kết nối chính sách thuế, viện trợ hay các chương trình chi tiêu tùy theo tình trạng của nền kinh tế. Ưu điểm của việc phát huy các chính sách tự ổn định vốn luôn hoạt động một cách đối xứng trong các chu kỳ kinh tế, do đó tránh được xu hướng tăng vay nợ, có thể có tác động ngay trong thời kỳ suy giảm kinh tế, và ít chịu tác động của các thiên hướng chính trị. Một lựa chọn nữa đó là phải đảm bảo độ tin cậy của các biện pháp chủ động, nhằm giảm xu hướng tăng vay nợ, thông qua việc tăng cường quản lý ngân sách, ví dụ như nhấn mạnh hơn nữa tính minh bạch trong việc đánh giá tình trạng kinh tế và các tác động dài hạn của các biện pháp tài khóa.

## Tóm Tắt Chương 6: Sự Khác biệt về Tài khoản vãng lai giữa các nền Kinh tế mới nổi

Báo Cáo về Triển vọng Kinh tế Thế giới, Tháng 10/2008

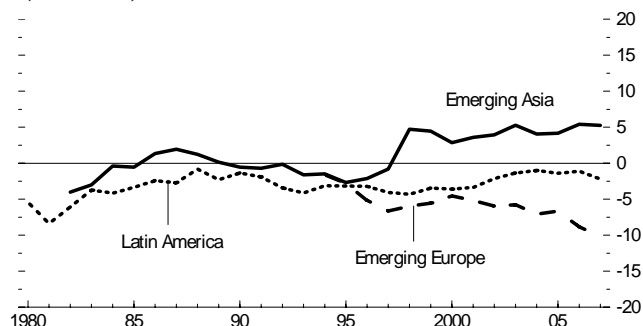
Tác giả: Stephan Danninger và Florence Jaumotte

### Những nội dung chính

- Từ giữa thập kỷ 90, sự mất cân đối tài khoản vãng lai diễn ra theo những hướng khác nhau tại các thị trường mới nổi, tăng thâm hụt tại các thị trường mới nổi ở Châu Âu trong khi lại thặng dư lớn tại các thị trường mới nổi ở Châu Á.
- Tự do hoá về tài chính trong khu vực tăng nhanh và sự hợp nhất của khu vực EU là những nhân tố chủ yếu thu hút dòng vốn vào và dẫn đến thâm hụt vãng lai kéo dài và đôi lúc tương đối lớn tại thị trường mới nổi Châu Âu. Việc mở cửa tài khoản vốn ở mức độ cao cùng với chế độ tỷ giá cố định, hiện đang được áp dụng tại một số nền kinh tế mới nổi Châu Âu cho thấy những rủi ro có khả năng dẫn tới những kết cục bất ngờ của nền kinh tế. Tuy nhiên, tư cách thành viên trong EU là một nhân tố quan trọng làm giảm nhẹ những tác động này.
- Mức độ mở cửa tài khoản vốn và khu vực tài chính là một trong những nguyên nhân quan trọng tạo nên thặng dư vãng lai tại thị trường mới nổi Châu Á. Tuy nhiên, phần lớn thặng dư cán cân vãng lai vẫn còn chưa giải thích được qua các nhân tố chuẩn. Có một số bằng chứng cho thấy việc định giá đồng nội tệ và mong muốn xây dựng mức dự trữ quốc tế lớn có thể đóng vai trò nhất định.

Chương 6 của Báo Cáo về Triển vọng Kinh tế Thế giới nghiên cứu những xu hướng ngày một khác biệt của tài khoản vãng lai giữa các nền kinh tế mới nổi. Thặng dư vãng lai trung bình tại các nền kinh tế mới nổi Châu Á là khoảng 5% GDP trong năm 2007, trong khi đó tại các nước mới nổi ở Châu Âu, thâm hụt vãng lai trung bình là khoảng 10 % GDP trong năm 2007 (xem hình bên). Ngoài ra, ngay giữa các nước mới nổi Châu Á cũng có những khác biệt. Một số nước duy trì được thặng dư cán cân vãng lai lớn trong khi vài nước khác lại chịu thâm hụt đáng kể. Hơn nữa, thời gian gần đây, thặng dư cán cân vãng lai tại Hàn quốc và các nước thuộc nhóm các con hổ vùng Châu Á hậu khủng hoảng 1997-1998 (ngoại trừ Malaysia) đã giảm sút, trong khi Trung quốc lại bắt đầu đạt thặng dư vãng lai lớn từ năm 2002-2003.

Cán cân vãng lai trung bình (%GDP)

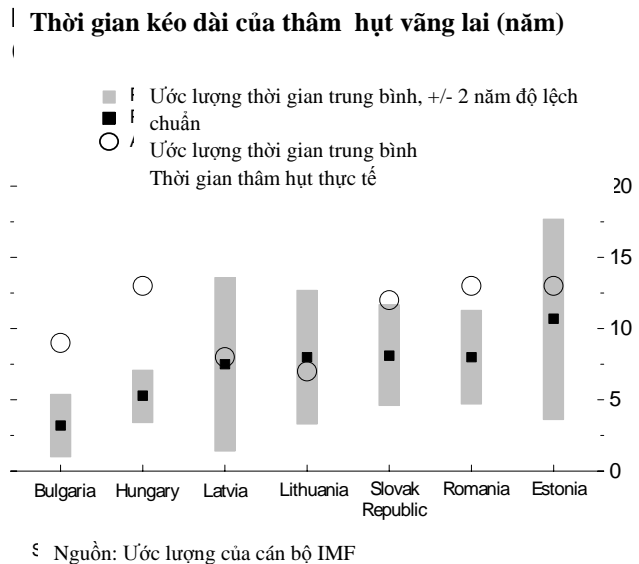


Nguồn: IMF thống kê cán cân thanh toán; và tính toán của cán bộ IMF

**Chương này cho thấy các biến số về cơ cấu, đặc biệt là mức độ tự do hoá khu vực tài chính là những nhân tố chính giải thích cho xu hướng khác nhau giữa các vùng.** Tại các nước mới nổi Châu Âu, thâm hụt vãng lai lớn liên quan đến tốc độ tự do hoá nhanh chóng của thị trường tài chính và tài khoản vốn trong khu vực, nhân tố thu hút dòng vốn vào lớn và làm tăng nhanh số ngân hàng nước ngoài. Sự thống nhất của khu vực EU cũng đẩy nhanh việc thu hút dòng vốn nước ngoài chảy vào do triển vọng ổn định kinh tế chính trị của khu vực sáng sủa hơn. Các nền kinh tế mới nổi tại Châu Á có mức độ mở cửa tài khoản vốn thấp hơn và mức độ tự do hoá thị trường tài chính trong nước chậm hơn các khu vực khác.

**Tuy nhiên, phần lớn thặng dư cán cân vãng lai tại các nước mới nổi Châu Á vẫn còn là vấn đề chưa giải thích được.** Một luận điểm giải thích được xem xét đến, đó là sự định giá thấp đồng tiền trong nước và đã có một số bằng chứng hỗ trợ cho nhận xét này. Tuy nhiên khó có thể xác định chính xác liệu mức tỷ giá thấp có phản ánh động thái chính sách thận trọng – ví dụ như trong nỗ lực để tăng cường dự trữ quốc tế ở mức cao sau cuộc khủng hoảng Châu Á – hay là các nhân tố chưa xác định khác đã làm cán cân vãng lai chuyển sang thặng dư sau năm 1997. Tuy nhiên rất khó để nhận biết những nhân tố này.

**Thâm hụt vãng lai tại các nước mới nổi Châu Âu không chỉ lớn hơn mà còn kéo dài hơn so với thâm hụt trong lịch sử ở các nước mới nổi khác.** Tính trung bình, thâm hụt vãng lai tại các nước mới nổi Châu Âu đã kéo dài trong 9 năm rưỡi, dài hơn 3 năm so với các nền kinh tế mới nổi khác, và hầu hết những trường hợp thâm hụt này vẫn còn tiếp diễn. Các nhân tố kinh tế như mức tài sản ngoại tệ ròng ban đầu cao, các cơ hội tăng trưởng và tài khoản vốn mở, phần nào giải thích cho việc thâm hụt kéo dài hơn, nhưng những ước lượng nêu trong Chương này cho thấy thời gian diễn ra thâm hụt thực tế tại các nước mới nổi Châu Âu kéo dài đến hoặc cao hơn điểm cận trên của dự báo thời gian diễn ra thâm hụt (xem hình bên).



**Những đặc điểm cơ bản của các nền kinh tế mới nổi Châu Âu giải thích cho sự thâm hụt kéo dài, nhưng nó không loại trừ được những kết cục đột ngột của nền kinh tế.** Với việc xem xét những kinh nghiệm giải quyết thâm hụt cán cân vãng lai, Chương này xác định một số nhân tố rủi ro có thể dẫn đến những kết cục đột ngột cho nền kinh tế. Những nhân tố đó bao gồm chế độ tỷ giá hối đoái cố định và mở cửa tài khoản vốn. Đó là nét đặc trưng của một số nước. Trong khi sự lựa chọn chế độ tỷ giá cố định có thể xuất phát từ nhiều nhân tố, và đặc biệt là yêu cầu khi tham gia khu vực đồng tiền chung Châu Âu, các nước lựa chọn chế độ này cần tự bảo vệ để chống lại việc nền kinh tế dễ bị tổn thương bởi các cú sốc bên ngoài bằng cách đảm bảo tính linh hoạt cho thị trường lao động và hàng hoá, thực hiện quản lý tài chính và cơ chế giám sát chặt chẽ, và có các chính sách kinh tế vĩ mô phù hợp với cân bằng đối nội và đối ngoại.