



Chương trình Phát triển Liên Hợp Quốc ở Việt Nam

Tài liệu thảo luận chính sách

CUỘC KHỦNG HOẢNG KINH TẾ TOÀN CẦU VÀ NHỮNG TÁC ĐỘNG DÀI HẠN CỦA NÓ ĐỐI VỚI VIỆT NAM

**James Riedel
William L. Clayton
Professor of International Economics
School of Advanced International Studies
The Johns Hopkins University**

Tháng 11 năm 2009

Lời cảm ơn

Tác giả xin cảm ơn Prema-chandra Athukorala, W. Max Corden, Morris Morkre, Charles Pearson và đặc biệt là Alex Warren-Rodriguez của văn phòng UNDP Hà Nội vì những nhận xét và gợi ý đối với bản thảo đầu tiên. Những quan điểm thể hiện trong bài viết này là của cá nhân tác giả và không nhất thiết phản ánh quan điểm của Liên Hợp Quốc, UNDP.

Tóm tắt

Ở Việt Nam cũng như ở các nước đang phát triển khác, người ta đang đặt ra câu hỏi liệu một chiến lược phát triển hướng ra bên ngoài có còn phù hợp trong bối cảnh xảy ra cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu. Xu hướng toàn cầu hóa là động lực cho tăng trưởng ở nhiều nước đang phát triển trong nhiều thập kỷ trước khi diễn ra cuộc khủng hoảng, nhưng đó cũng chính là kênh dẫn truyền khiến cho cuộc khủng hoảng tài chính và sau đó là suy thoái kinh tế ở Mỹ và châu Âu lan sang các nước đang phát triển. Câu hỏi tất yếu nảy sinh là liệu các nước đang phát triển như Việt Nam có nên tìm kiếm một chiến lược tăng trưởng mới và thực hiện một số biện pháp để giảm sự lệ thuộc của họ vào thương mại và đầu tư toàn cầu hay không.

Những vấn đề trên là trọng tâm của bài nghiên cứu này. Chúng tôi mở đầu bằng việc xem xét tình hình kinh tế của Việt Nam trong thập kỷ trước khi xảy ra khủng hoảng, để xác định những thách thức chính đối với tăng trưởng bền vững trước khi xảy ra khủng hoảng, và để đánh giá vai trò của toàn cầu hóa trong thành công đáng ghi nhận của Việt Nam. Rõ ràng là vai trò ngày càng tăng của xuất khẩu và đầu tư trực tiếp nước ngoài đã là những nhân tố chính dẫn đến sự thay đổi cơ cấu kinh tế, cho phép Việt Nam đạt được tốc độ tăng trưởng nhanh chóng. Một điều cũng rõ ràng là tính bền vững của sự tăng trưởng nhanh chóng đã bị đe dọa bởi những yếu kém nội tại trước khi cuộc khủng hoảng nổ ra. Có hai yếu kém chính – một là sự yếu kém của khu vực kinh tế tư nhân, với hai thập kỷ cải cách mà vẫn chỉ đóng một vai trò nhỏ bé trong khu vực công nghiệp; và hai là sự yếu kém của cơ sở hạ tầng kinh tế và xã hội, nền tảng cho tăng trưởng trong dài hạn.

Bài nghiên cứu này cũng phân tích cuộc khủng hoảng tài chính ở Hoa Kỳ và châu Âu (với giải thích về nguyên nhân của nó trong phần Phụ lục), và giải thích xem nó đã trở thành cuộc khủng hoảng kinh tế và lan sang các nước đang phát triển như thế nào. Tác động của cuộc khủng hoảng toàn cầu đối với Việt Nam được đánh giá từ góc độ so sánh. Rõ ràng là cuộc khủng hoảng đã có tác động nghiêm trọng đến Việt Nam, và ngay cả khi phục hồi diễn ra tương đối nhanh chóng thì cuộc khủng hoảng cũng sẽ để lại những tác động tiêu cực lâu dài đối với thu nhập bình quân đầu người. Khu vực bị ảnh hưởng nặng nề nhất đương nhiên là khu vực xuất khẩu, đầu tư trực tiếp nước ngoài và dòng vốn nước ngoài chảy vào, nhưng khu vực với nước ngoài lại có mối quan hệ chặt chẽ với các khu vực khác của nền kinh tế; do đó tác động tiêu cực sẽ lan rộng. Đặc biệt quan trọng là tác động của khủng hoảng đối với cán cân tài khóa, vì cuộc khủng hoảng đã gây một sức ép buộc chính phủ phải tăng chi tiêu, đồng thời làm giảm khả năng của chính phủ trong việc tìm nguồn cho các khoản chi tiêu ngày càng tăng, dù từ nguồn nước ngoài hay nguồn trong nước.

Phần cuối của bài nghiên cứu này xem xét viễn cảnh phục hồi ở các nước phát triển và những hàm ý trong dài hạn đối với Việt Nam. Kết luận chính của nghiên cứu là dù sự phục hồi kinh tế toàn cầu có diễn ra nhanh chóng hay chậm chạp, thì những hàm ý đối với chiến lược phát triển dài hạn của Việt Nam vẫn không thay đổi. Thực tế khó khăn là Việt Nam không có cách lựa chọn nào khả thi khác để thay cho chiến lược dựa trên toàn cầu hóa mà nước này đã theo đuổi suốt 15 năm qua. Khả năng “miễn dịch” khỏi nền kinh tế toàn cầu, dù là lệ thuộc nhiều hơn vào thương mại trong khu vực hay phụ thuộc nhiều hơn vào tiêu dung nội địa, đều rất hạn chế, xét đến trình độ phát triển của Việt Nam hiện nay. Cuộc khủng hoảng toàn cầu đã khiến Việt Nam phải đối mặt với một thách thức nữa để tăng trưởng bền vững, đó là khả năng cầu nước ngoài đối với hàng hóa của Việt Nam sẽ tương đối yếu ớt trong vài năm tới, nếu không muốn nói là lâu hơn. Thách thức này không phải là lý do để tìm kiếm một chiến lược tăng trưởng mới, nhưng nó là một lý do để Việt Nam nỗ lực nhiều hơn nữa nhằm cải thiện và duy trì năng lực cạnh tranh về giá quốc tế và giải quyết những thách thức chính mà Việt Nam đã gặp phải từ trước khi cuộc khủng hoảng nổ ra. Nếu làm được việc này thì tính bền vững trong tăng trưởng của Việt Nam có thể còn tốt hơn vào thời điểm kết thúc khủng hoảng so với thời điểm bước chân vào khủng hoảng.

Mục lục

Lời cảm ơn	i
Tóm tắt	ii
I. Thế giới của chúng ta có như cũ được hay không?	1
II. Thành tựu phát triển kinh tế trước khi xảy ra khủng hoảng và vai trò của toàn cầu hóa	3
1. Tốc độ tăng trưởng GDP thực	3
2. Lạm phát	4
3. Thay đổi cơ cấu	4
4. Vai trò của thương mại	6
5. Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI)	6
6. Cuộc khủng hoảng quy mô nhỏ tại Việt Nam năm 2007 - 2008	7
7. Nền tảng của tăng trưởng kinh tế	9
III. Tác động của cuộc khủng hoảng trên thế giới và tại Việt Nam	10
1. Ảnh hưởng toàn cầu	11
2. Ảnh hưởng tới Việt Nam	14
a. Ảnh hưởng tới tốc độ tăng trưởng GDP	14
b. Ảnh hưởng tới chi tiêu theo ngành	16
c. Ảnh hưởng tới xuất khẩu	17
d. Ảnh hưởng tới các dòng vốn	18
e. Tác động tới cân đối tài khoá	19
IV. Triển vọng phục hồi và các hàm ý trong dài hạn đối với Việt Nam	20
i. Khả năng hồi phục	21
ii. Các hàm ý trong dài hạn đối với Việt Nam	22
Phụ lục: Nguyên nhân của cuộc khủng hoảng toàn cầu và đề xuất cải cách	25
Tài liệu tham khảo	32

Cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu và những tác động dài hạn đối với Việt Nam

I. Thế giới của chúng ta có như cũ được hay không?

Cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu hiện nay được coi là cuộc khủng hoảng trầm trọng nhất kể từ cuộc Đại Suy thoái. Không có quốc gia nào thoát khỏi cuộc khủng hoảng, mặc dù tác động đối với từng nước có thể khác nhau, xét về mức độ trầm trọng trong việc sụt giảm sản lượng, công ăn việc làm và của cải vật chất. Cuộc khủng hoảng có nguồn gốc từ hệ thống tài chính của Hoa Kỳ, và sau đó đã lan sang thương mại và hệ thống tài chính trên toàn thế giới, sang cả các nước đang phát triển. Vì toàn cầu hóa đã trở thành một động lực tăng trưởng chính ở các nước đang phát triển trong nhiều thập kỷ trước khi nổ ra cuộc khủng hoảng, nên nhiều người đã bắt đầu đặt câu hỏi: liệu một chiến lược phát triển dựa trên sự mở cửa với thương mại quốc tế và các dòng vốn quốc tế có còn phù hợp nữa hay không. Nhiều người đã tuyên bố về “sự kết thúc của chủ nghĩa tư bản” và “ngày tận thế của xu hướng toàn cầu hóa”. Các nước đang phát triển cũng đang bị gây sức ép phải từ bỏ các chính sách tự do hóa của mình, các chính sách đã từng phát huy tác dụng tốt, và phải tìm kiếm một chiến lược tăng trưởng mới, một chiến lược mà chúng ta cũng chưa hình dung được cụ thể nó sẽ như thế nào.

Những lời nhận định đầy bi quan khi nổ ra các cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới có một lịch sử lâu dài, và nói chung những lời nhận định đó tỏ ra thiếu cơ sở khi xét đến những sự kiện xảy ra sau đó. Học giả W. Arthur Lewis, trong bài giảng đoạt giải Nobel của mình năm 1979, đã lập luận rằng các nước đang phát triển không nên tiếp tục dựa vào thương mại, vốn được coi là động lực tăng trưởng của họ kể từ khi kết thúc Chiến tranh thế giới thứ hai cho đến đầu thập kỷ 1970, bởi vì việc giá dầu tăng gấp 4 lần vào giữa thập kỷ 1970 đã khiến cho các nước phát triển, vốn là thị trường chính cho hàng xuất khẩu của các nước đang phát triển, lâm vào một giai đoạn trì trệ kinh tế lâu dài.¹ Giải pháp mà ông đưa ra cho các nước đang phát triển là nên bớt lệ thuộc vào thương mại với các nước phát triển, và nên đẩy mạnh thương mại với nhau, thông qua một số các thỏa thuận thương mại đặc biệt. Nhưng trên thực tế, giá dầu thực trên thế giới sau vài năm đã giảm xuống, các nước phát triển lại phục hồi đà tăng trưởng, và thương mại giữa các nước phát triển và đang phát triển đã tăng vọt trong vòng 2 thập kỷ sau đó, cho đến tận khi cuộc khủng hoảng hiện nay nổ ra vào cuối năm 2008.

Tương tự như vậy, cuộc khủng hoảng nợ trong thập kỷ 1980 đã làm dấy lên những lời nhận định bi quan về tương lai của các dòng vốn chảy sang các nước đang phát triển. Tại thời điểm đó, các học giả đều lập luận rằng các nhà đầu tư quốc tế, vì đã mất mát nhiều bởi các vụ xù nợ ở châu Mỹ La-tinh và các nước khác, sẽ không còn mặn mà gì với việc đầu tư vào hay cho các nước đang phát triển vay nữa. Nhưng trên thực tế, các dòng vốn tư nhân chảy vào các nền kinh tế đang chuyển đổi và các nước đang phát triển đã tăng với tốc độ nhanh chưa từng có – 38% hàng năm trong suốt giai đoạn 1990- 2008.² Ngay cả các nước châu Mỹ La-tinh cũng nhận được những dòng đầu tư ngày càng tăng khi họ bắt đầu tự do hóa nền kinh tế trong nửa cuối thập kỷ 1980.

Khi cuộc khủng hoảng tài chính châu Á nổ ra tại Thái Lan vào tháng 7 năm 1997, nó có vẻ giống như việc Mexico vỡ nợ vào năm 1982, là sự kiện dẫn đến cả một “thập kỷ suy thoái” ở châu Mỹ La-tinh. Năm 1997, một nhà kinh tế học phát triển rất tên tuổi đã nhận định rằng “Ở cả châu Á hiện nay (năm 1997) lẫn ở châu Mỹ La-tinh vào thời điểm đó (thập kỷ 1980), đây là lúc mà một tư duy phát triển, hay một mô hình phát triển, đã đến hồi kết thúc.”³ Với bài viết của mình năm 1997, tác giả Paul Krugman còn phân tích xa hơn, ông so sánh cuộc khủng hoảng tài chính châu Á với cuộc Đại Suy thoái. Krugman không chỉ lo lắng về một thập kỷ suy thoái kinh tế ở Đông Nam Á, mà còn về “một thời kỳ suy thoái mà cách đây 60 năm đã từng gây những tác động trầm trọng đối với các xã hội, làm lung lay các chính phủ, và cuối cùng đã dẫn đến chiến tranh.”⁴ Tuy nhiên, tất cả các nước bị tác động của khủng hoảng đã hồi phục sau đó vài năm, và các nước khác trong khu vực, đặc biệt là Trung Quốc và Việt Nam, đã vươn lên và đạt được những thành công ngoạn mục nhờ việc theo đuổi những chiến lược tăng trưởng mà về cơ bản là giống hệt như chiến lược mà các nước đông nam Á đã theo đuổi trong suốt thập kỷ trước khi xảy ra khủng hoảng tài chính.

¹ W. Arthur Lewis, “The slowing down of the engine of growth,” American Economic Review, vol. 70, no. 4, tháng 9 năm 1980, trang 49-54. Luận văn của Lewis sau đó đã bị chỉ trích bởi James Riedel, “Trade as the Engine of Growth in Developing Countries, Revisited,” The Economic Journal, vol. 94, no. 373, tháng 3 năm 1984, trang 56-73.

² IMF, World Economic Outlook, cơ sở dữ liệu trên mạng.

³ Nhận định này là của giáo sư Victor Bulmer-Thomas, giám đốc Viện Nghiên cứu châu Mỹ Latinh của Đại học Tổng hợp London, tác giả Stephen Fidler, “Asia gets a lesson in Latin economics,” Financial Times (London), 6 tháng 12, 1997, trang 20.

⁴ Lời nhận xét này là của giáo sư Paul Krugman tác giả Fareed Zakaria, “The Return of Capitalism,” The Washington Post, 16 tháng 6, 2009, trang A21.

Sự thay đổi tư duy và đưa ra những đánh giá mới về toàn cầu hóa lại là nhwungx chủ đề mà chúng ta quan tâm ngày nay. Tất nhiên, xu hướng toàn cầu hóa đã từng bị chỉ trích từ lâu trước khi nổ ra cuộc khủng hoảng hiện nay, nhưng theo giáo sư Dani Rodrik, một học giả tên tuổi luôn tỏ ra hoài nghi về toàn cầu hóa, thì bản chất của cuộc tranh luận đã thay đổi về cơ bản. “Đã có thời kì các nước thành công trên thế giới từng an ủi mình rằng những người phản đối chế độ thương mại thế giới là những kẻ theo chủ nghĩa quân chủ quân phiệt, những người theo chủ nghĩa bảo hộ, những nghiệp đoàn, và giới trẻ có lí tưởng những thiếu hiểu biết,” Rodrik viết như vậy. Nhưng những học giả vốn ủng hộ tự do hóa như Paul Samuelson, Paul Krugman, Joseph Stiglitz và Larry Summers mới đây cũng đã trở nên hoài nghi về xu hướng toàn cầu hóa, “không phải là đảo ngược xu hướng toàn cầu hóa, mà là thiết lập các thể chế mới và các cơ chế đền bù mới ở từng nước và trên trường quốc tế; điều này sẽ khiến cho toàn cầu hóa trở nên hiệu quả hơn, công bằng hơn, và bền vững hơn.”⁵ Theo ông Rodrick, chiến lược tự do hóa và hội nhập kinh tế mà các nước theo đuổi trong thập kỷ 1980 và 1990 đã tỏ ra thiếu bền vững. Do đó, ông lập luận rằng “nếu xu hướng toàn cầu hóa muốn tiếp tục diễn ra, thì nó cần phải có một sự đồng thuận về mặt học thuật hỗ trợ cho nó.”⁶

Trong bối cảnh của cuộc khủng hoảng hiện nay trong nền kinh tế thế giới, và trong tư duy kinh tế về tính phù hợp của các chiến lược và chính sách cũ, thì các nhà hoạch định chính sách ở các nước đang phát triển phải làm gì? Tất nhiên, họ phải cân nhắc đến các chính sách để hạn chế những tác động tiêu cực trực tiếp của cuộc khủng hoảng (ví dụ như những gói kích thích kinh tế và cứu trợ các tập đoàn bị phá sản), nhưng đồng thời họ cũng phải nghĩ đến những ngụ ý dài hạn của cuộc khủng hoảng này và xem nên có những đối sách như thế nào. Bài viết này nhằm xem xét các ngụ ý dài hạn của cuộc khủng hoảng hiện nay từ góc độ của Việt Nam.

Phần II của bài viết này sẽ phân tích thành quả phát triển kinh tế của Việt Nam trong một thập kỷ rưỡi trước khi xảy ra khủng hoảng, tập trung vào sự đóng góp của quá trình toàn cầu hóa. Tôi sẽ lập luận rằng, mặc dù chiến lược cởi mở về kinh tế tỏ ra thành công, nhưng Việt Nam đã phải đối mặt với ít nhất hai thách thức lớn trong việc duy trì thành công đó trước khi xảy ra khủng hoảng. Thách thức thứ nhất là sự cần thiết phải tiếp tục cải tổ cơ cấu và chủ sở hữu của các ngành. Thách thức thứ hai là sự cần thiết phải mở rộng và cải thiện cơ sở hạ tầng kinh tế và xã hội, vì đó là nền tảng cho tăng trưởng bền vững.

Tác động của cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu trên thế giới và đối với Việt Nam sẽ được phân tích ở Phần III. Cuộc khủng hoảng lại đặt ra một thách thức lớn nữa đối với tính bền vững của tăng trưởng, vì khủng hoảng khiến cho cầu nước ngoài đối với hàng xuất khẩu của Việt Nam bị yếu đi, và làm cho dòng vốn đầu tư nước ngoài chảy vào Việt Nam bị giảm đi, mà Việt Nam lại càng ngày càng lệ thuộc vào dòng vốn này trong vòng 15 năm vừa qua.

Cuối cùng, Phần IV của bài viết này sẽ đánh giá những ngụ ý chính sách dài hạn đối với Việt Nam. Vì chúng ta cũng không biết chắc về triển vọng phục hồi ở các nước phát triển, nên một câu hỏi đặt ra cho Việt Nam là liệu Việt Nam có nên từ bỏ chiến lược hướng ngoại mà đã từng phát huy tác dụng trong quá khứ hay không. Tôi sẽ lập luận rằng khả năng “miễn dịch” khỏi suy thoái toàn cầu bằng cách dựa nhiều hơn vào cầu trong nước và/hoặc vào thương mại nội vùng là rất hạn chế. Trong tương lai gần, nền kinh tế của Việt Nam vẫn sẽ còn dựa vào chiến lược công nghiệp hóa hướng về xuất khẩu, dù điều đó là tích cực hay tiêu cực. Thông điệp chính sách chính là Việt Nam cần nỗ lực nhiều hơn nữa để vượt qua những thách thức mình đang gặp phải, kể cả những thách thức nảy sinh trước khi có khủng hoảng lẫn những thách thức nảy sinh trong khủng hoảng. Những thách thức này đòi hỏi phải có biện pháp phù hợp nhằm tiếp tục tái cơ cấu công nghiệp, xây dựng một nền tảng tăng trưởng vững chắc hơn bằng cách đầu tư nhiều hơn và hiệu quả hơn vào cơ sở hạ tầng kinh tế và xã hội, và phải bảo vệ và nâng cao năng lực cạnh tranh trong nền kinh tế thế giới. Lí do để tiếp tục theo đuổi chiến lược phát triển như cũ đơn giản là vì cũng không có giải pháp nào tốt hơn.

Nguyên nhân dẫn đến khủng hoảng tài chính ở Hoa Kỳ, và sau đó là cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu mà Việt Nam cũng là một nạn nhân sẽ được xem xét trong phần phụ lục. Xét từ góc độ của Việt Nam, cuộc khủng hoảng toàn cầu là một cú sốc đến từ bên ngoài, tuy nhiên các nhà hoạch định chính sách của Việt Nam cũng cần hiểu rõ nguồn cơn của cuộc khủng hoảng này.

⁵ Dani Rodrik, “Death of Globalization Consensus,” Korean Times, 15 tháng 7, 2008.

⁶ Ibid.

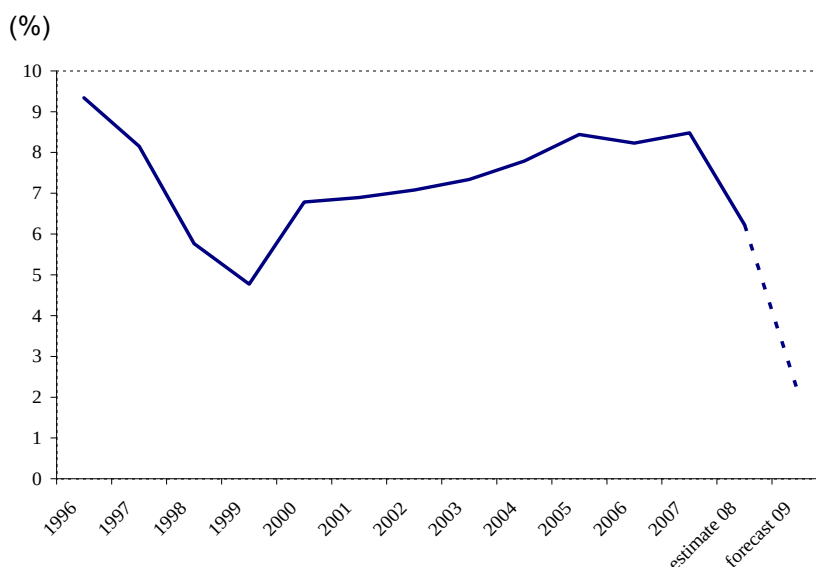
II. Thành tựu phát triển kinh tế trước khi xảy ra khủng hoảng và vai trò của toàn cầu hóa

Giai đoạn đầu thập kỷ 1990 là một dấu mốc quan trọng trong quá trình phát triển kinh tế của Việt Nam. Dấu mốc đầu tiên là nghị quyết của Đại hội Đảng lần thứ Sáu (tháng 12 năm 1986) nhằm chuyển nền kinh tế tập trung quan liêu bao cấp sang nền kinh tế “xã hội chủ nghĩa theo định hướng thị trường” dưới khẩu hiệu “đổi mới”.⁷ Tuy nhiên, phải đến đầu những năm 1990 thì quá trình chuyển đổi mới thực sự bắt đầu, khi chính phủ Việt Nam áp dụng “liệu pháp thay đổi căn bản” đối với nền kinh tế vĩ mô bằng cách cắt giảm chi tiêu của chính phủ và kiểm chế tăng trưởng tín dụng. Chỉ trong vòng 2 năm, tỉ lệ lạm phát đã giảm từ 400% một năm xuống mức 1 con số vào năm 1992. Đồng thời, tốc độ tăng trưởng GDP thực tế đã tăng đến 8% vào năm 1992, sau khi chính phủ áp dụng các biện pháp mở cửa nền kinh tế để đón nhận các luồng thương mại quốc tế và đầu tư trực tiếp nước ngoài, và bãi bỏ (hay ít nhất là cắt giảm) những hiện tượng kém hiệu quả do nền kinh tế kế hoạch hóa tập trung để lại.⁸ Kể từ giữa những năm 1990, Việt Nam đã được đánh giá là một trong những nước tăng trưởng nhanh nhất trên thế giới, có lẽ chỉ xếp thứ hai sau Trung Quốc.

1. Tốc độ tăng trưởng GDP thực

Hình 1 phác họa tốc độ tăng trưởng hàng năm của GDP thực kể từ năm 1995. Trong giai đoạn từ năm 1996 đến năm 2007 (năm cuối cùng có số liệu báo cáo chính thức), tốc độ tăng trưởng GDP thực là 7.4%, và tốc độ tăng trưởng trung bình của 4 năm cuối cùng (2003-2007) là 8.2%. Nền kinh tế đã lâm vào một giai đoạn trì trệ sau cuộc khủng hoảng tài chính châu Á vào năm 1997-1998, nhưng sau đó đã phục hồi. Năm 2008, nền kinh tế lại phải chịu một cú sốc nữa, tốc độ tăng trưởng giảm hai phần trăm, từ 8.5% năm 2007 xuống còn 6.2% vào năm 2008. Sự suy thoái năm 2008 chủ yếu là kết quả của một cuộc khủng hoảng kinh tế vĩ mô nhỏ, nhưng không hề liên quan gì đến cuộc khủng hoảng toàn cầu nổ ra vào giữa năm 2008 (được thảo luận trong phần sau). Cuộc khủng hoảng hiện tại bắt đầu thể hiện những hậu quả trầm trọng của nó vào cuối năm 2008, và đã đẩy mức dự báo về tăng trưởng GDP của năm 2009 xuống thấp đến mức 2%.⁹

Hình 1. Tốc độ tăng trưởng GDP thực tế: giai đoạn 1996-2008



Nguồn: Tổng Cục Thống kê Việt Nam, dữ liệu trên mạng

⁷ Có lẽ một khẩu hiệu gần gũi hơn (nhưng thiếu chính xác về mặt chính trị hơn) là “Kinh tế thị trường theo định hướng xã hội chủ nghĩa.” Vì chính phủ không còn đưa ra một kế hoạch chung nữa, nên xét về bản chất thì Việt Nam có thể được coi như một nền kinh tế thị trường, mặc dù Bộ Thương mại Hoa Kỳ vẫn chưa công nhận điều này khi áp dụng các biện pháp phòng vệ thương mại đối với Việt Nam.

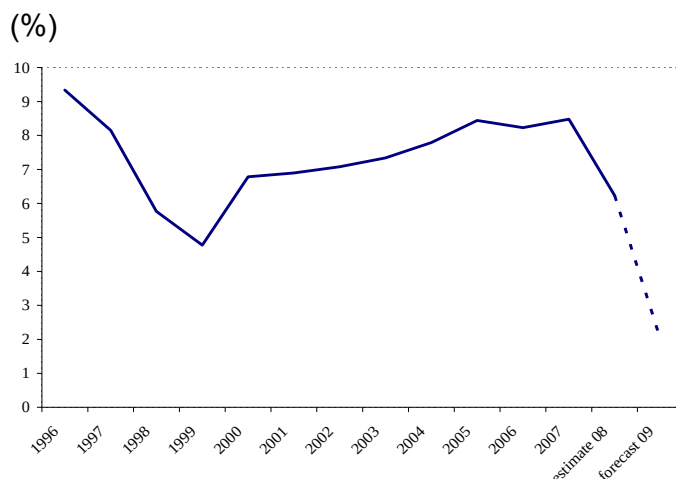
⁸ Các cải cách căn bản về kinh tế vĩ mô và cơ cấu của Việt Nam vào cuối thập kỷ 1980 và đầu thập kỷ 1990 được mô tả chi tiết bởi James Riedel và Bruce Comer, “Transition to Market Economy in Viet Nam,” trong Wing Thye Woo, Stephen Parker và Jeffrey D. Sachs, eds., *Economies in Transition: Comparing Asia and Europe*, Cambridge, MA: MIT Press 1998, 189-216.

⁹ EIU, 2009. Dự báo của IMF về tốc độ tăng trưởng GDP năm 2009 là 4.5%.

2. Lạm phát

Sau khi nền kinh tế được ổn định vào đầu thập kỷ 1990, tỉ lệ lạm phát được duy trì ở mức một con số cho đến nửa cuối năm 2007, khi tỉ lệ này tăng lên 12.5% , và sau đó lên đến mức đỉnh điểm 30% vào giữa năm 2008. Sự tăng nhanh của tỉ lệ lạm phát vào cuối năm 2007 và đầu năm 2008 một phần là do sự tăng giá hàng nguyên liệu của thế giới vào năm 2007, và một phần là do nảy sinh sự mất cân đối về kinh tế vĩ mô cuối năm 2007 và nửa đầu năm 2008 (được thảo luận trong phần sau đây). Kể từ giữa năm 2008, tỉ lệ lạm phát đã tăng dần, ban đầu là do những biện pháp của chính phủ trong việc khắc phục hiện tượng tăng trưởng quá nóng, và sau đó, vào cuối năm, là do cuộc khủng hoảng toàn cầu ngày càng trầm trọng hơn tác động đến giá hàng nguyên liệu và tổng cầu.

Hình 2. Lạm phát giá tiêu dùng: 1996-2008

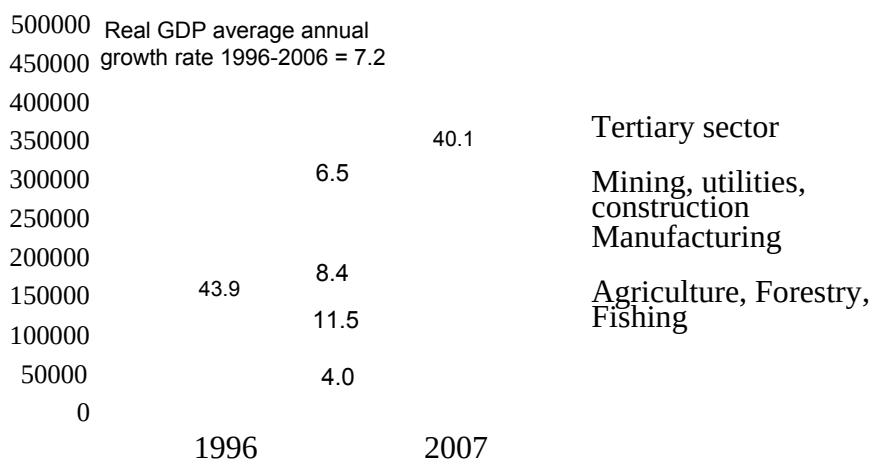


Nguồn: Tổng Cục Thống kê Việt Nam, dữ liệu trên mạng

3. Thay đổi cơ cấu

Song song với giai đoạn tăng trưởng nhanh chóng ở Việt Nam trong vòng một thập kỷ qua là những thay đổi lớn trong cơ cấu của nền kinh tế. Trên thực tế, có thể nói rằng những thay đổi này giúp cho nền kinh tế có thể tăng trưởng nhanh chóng. Như hình 3 chỉ ra, sản xuất công nghiệp, đặc biệt là ngành chế tạo, là khu vực năng động nhất trong nền kinh tế, đóng góp hơn 50% của tăng trưởng GDP thực trong giai đoạn 1996-2007. Bởi vì tiềm năng tăng năng suất liên tục trong sản xuất công nghiệp lớn hơn nhiều so với khu vực nông nghiệp và khu vực dịch vụ, cho nên công nghiệp hóa đã là động lực chính cho tăng trưởng ở Việt Nam, và đây cũng là tình hình chung ở các nước đang phát triển.

Figure 3. GDP by Sector (dong billions, 1994 prices); average annual growth rate 1996-2007; sector share in GDP



Nguồn: Tổng Cục Thống kê Việt Nam, dữ liệu trên mạng

Một điều không kém phần quan trọng trong bối cảnh Việt Nam mới bắt đầu quá trình chuyển đổi từ nền kinh tế kế hoạch hóa tập trung sang nền kinh tế theo định hướng thị trường là những thay đổi lớn trong cơ cấu sở hữu của khu vực công nghiệp. Cơ cấu sở hữu là quan trọng bởi nó tác động đến tính hiệu quả của khu vực công nghiệp. Các doanh nghiệp nhà nước, vì có vị thế chính trị thuận lợi và thường được hưởng trợ cấp hay sự bảo hộ của nhà nước, thường hoạt động kém hiệu quả hơn và khả năng kiếm lợi nhuận kém hơn so với các doanh nghiệp tư nhân, và thường tập trung vào các ngành sử dụng nhiều vốn, là những ngành mà các nước có chi phí lao động rẻ không có lợi thế so sánh quốc tế. Đó cũng là trường hợp của Việt Nam. Như Bảng 1 cho thấy, tỉ lệ sản lượng/vốn của các doanh nghiệp nhà nước thấp bằng gần một nửa so với các doanh nghiệp tư nhân, và tỉ lệ vốn/lao động trung bình của các doanh nghiệp nhà nước thường cao hơn 3 lần so với doanh nghiệp tư nhân. Điều này có nghĩa là trung bình mỗi đồng đầu tư vào một doanh nghiệp tư nhân sẽ tạo ra số công ăn việc làm nhiều gấp 3 lần và số sản lượng nhiều gấp 2 lần so với doanh nghiệp nhà nước. Do đó, tỉ trọng ngày càng lớn của khối tư nhân trong khu vực công nghiệp rõ ràng là một yếu tố đóng góp quan trọng cho sự tăng trưởng nhanh chóng của Việt Nam.

Bảng 1. Cơ cấu sở hữu trong sản xuất công nghiệp

	Tỉ lệ doanh số trên vốn	Tỉ lệ vốn trên lao động	Tỉ trọng trong tổng sản lượng công nghiệp %		Tăng trưởng sản lượng mỗi năm %
	2005	2005	1996	2007	1996-2007
Doanh nghiệp nhà nước	0.5	711	49.3	27.7	9.5
Ngoài quốc doanh	1.2	236	24.0	33.4	18.9
Doanh nghiệp tư nhân	n.a.	n.a.	7.4	24.3	28.6
Hợp tác xã và hộ gia đình	n.a.	n.a.	16.6	9.1	9.1
Doanh nghiệp đầu tư nước ngoài	0.8	432	26.7	38.9	19.4

Nguồn: Tổng Cục Thống kê Việt Nam, số liệu trên mạng, và David Dapice và các đồng tác giả: "Choosing Success: The Lessons of East and Southeast Asia and Vietnam's Future," Harvard University, mimeo, 2008.

Một nghiên cứu mới đây nhận xét rằng tốc độ tăng trưởng nhanh chóng của Việt Nam trong những năm gần đây (7.6% một năm từ 2001 đến 2006) có một tỉ lệ đầu tư tương đối cao (33.5% GDP), có nghĩa là tỉ lệ vốn/sản lượng chung của toàn nền kinh tế (chỉ số ICOR) là 4.4, cao hơn chỉ số của Trung Quốc (4.0) hay các nền kinh tế Đông Á có cùng trình độ phát triển.¹⁰ Ví dụ như Đài loan, sau khi bắt đầu công cuộc đổi mới vào năm 1960, đã có tốc độ tăng trưởng 9.7% một năm trong suốt 20 năm tiếp theo, mà chỉ đầu tư có 26.2% GDP, có nghĩa là chỉ số ICOR của Đài Loan là 2.7, cao hơn 40% so với chỉ số của Việt Nam. Mặc dù Đài Loan bắt đầu vào năm 1960 với khối doanh nghiệp tư nhân chỉ chiếm 35% giá trị gia tăng trong sản xuất công nghiệp, nhưng chỉ 15 năm sau, tỉ trọng của khối này đã tăng lên mức 80%; còn ở Việt Nam, tỉ trọng của khối doanh nghiệp tư nhân trong sản lượng công nghiệp vẫn chỉ là 25%. Do đó, không có gì đáng ngạc nhiên khi thấy Đài Loan đạt được tốc độ tăng trưởng cao mà chỉ cần sử dụng ít tiết kiệm và đầu tư hơn so với Việt Nam. Chỉ số ICOR tương đối cao của Việt Nam một phần là do tham nhũng và lãng phí trong các dự án đầu tư công và các doanh nghiệp nhà nước, điều này không những làm giảm tỉ lệ lợi nhuận của đầu tư khu vực công, mà còn gây ra chi phí cơ hội lớn vì đã hấp thu nguồn lực mà lẽ ra có thể được đầu tư vào các công ty tư nhân có hiệu quả và có khả năng mang lại lợi nhuận cao hơn.¹¹ Do đó, mặc dù thay đổi cơ cấu đã góp phần thúc đẩy tăng trưởng ở Việt Nam trong vòng 15 năm qua, nhưng cần phải có nhiều cải thiện hơn nữa thì tăng trưởng mới có thể bền vững được.

¹⁰ David Dapice và các đồng tác giả, "Choosing Success: The Lessons of East and Southeast Asia and Vietnam's Future," Harvard University, mimeo, 2008.

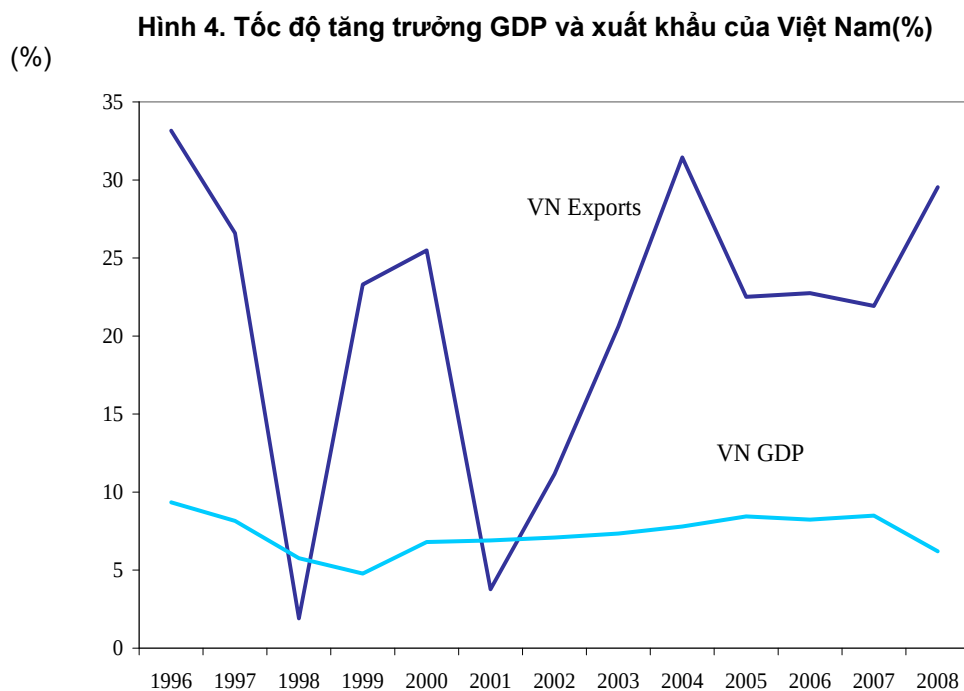
¹¹ ibid, p. 37.

4. Vai trò của thương mại

Thương mại (xuất khẩu) thường được coi là “động năng tăng trưởng” của các nước đang phát triển, đặc biệt là các nước Đông Á, nơi có tốc độ tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu cao. Tuy nhiên, phép so sánh này có thể dẫn tới sự hiểu nhầm, bởi vì việc bán các sản phẩm được sản xuất trong nước ở thị trường nước ngoài (hay ở thị trường trong nước cũng thế) không làm mở rộng khả năng sản xuất nội địa. Chỉ có đầu tư mới làm được việc này mà thôi. Tuy nhiên, sự mở cửa đối với thương mại quốc tế đã giúp cho một quốc gia có thể chuyên môn hóa vào việc sản xuất những hàng hóa mà nó có lợi thế so sánh, giúp cho nước đó đạt được một mức thu nhập cao hơn với số nguồn lực mình có, và nhờ đó có thể tiết kiệm được nhiều hơn, đầu tư nhiều hơn và tăng trưởng nhanh hơn so với trường hợp không mở cửa. Sự cởi mở về kinh tế cũng cho phép mỗi quốc gia có thể tiếp cận được với công nghệ (hàm chứa trong các thiết bị máy móc nhập khẩu) và buộc các nhà sản xuất trong nước phải đổi mới với cạnh tranh khốc liệt hơn, thúc đẩy cho việc tăng năng suất. Do đó, mặc dù chúng ta không nên coi thương mại là “động năng tăng trưởng”, nhưng rõ ràng thương mại có vai trò vô cùng quan trọng không thể thiếu trong một chiến lược tăng trưởng thành công.¹²

Rõ ràng là thương mại đã càng ngày càng đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế Việt Nam. Từ năm 1996 đến năm 2008, kim ngạch xuất khẩu đã tăng với tốc độ trung bình 20% một năm, và tỉ trọng của xuất khẩu trong GDP đã tăng từ 29% năm 1996 lên 70% năm 2008, mặc dù giá trị gia tăng nội địa trong xuất khẩu có lẽ chỉ chiếm một nửa giá trị xuất khẩu vì các nhà xuất khẩu vẫn còn phụ thuộc rất nhiều vào việc nhập khẩu các nguyên liệu đầu vào.

Quan niệm rằng thương mại là động năng tăng trưởng là một quan niệm gây nhầm lẫn, và đúng như Hình 4 cho thấy, không có mối quan hệ nào giữa tốc độ tăng trưởng của kim ngạch xuất khẩu và GDP. Mặc dù tốc độ tăng trưởng của cả GDP và xuất khẩu đều sụt giảm trong thời kỳ sau cuộc khủng hoảng tài chính châu Á, nhưng số liệu sau đó cho thấy không có mối quan hệ chặt chẽ nào giữa hai biến số này, ít nhất là cho đến tận khi cuộc khủng hoảng hiện nay ảnh hưởng đến Việt Nam vào cuối năm 2008 (phân tích dưới đây).



Nguồn: Tổng Cục Thống kê Việt Nam, số liệu trên mạng, và thống kê tài chính quốc tế của IMF

5. Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI)

Đóng góp vào sự hội nhập nhanh chóng của Việt Nam vào hệ thống thương mại thế giới là sự tăng nhanh của dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài vào Việt Nam. Các dòng vốn FDI chảy vào Việt Nam đã tăng vững chắc sau khi Việt Nam ký kết Hiệp định Thương mại và Đầu tư song phương với Hoa Kỳ vào

¹² Chúng tôi thích cách ví von “thương mại hỗ trợ cho tăng trưởng” hơn. Đây là nhận xét của Irving Kravis trong bài viết “Trade as the Handmaiden of Growth: Similarities between the Nineteenth and Twentieth Centuries,” *Economic Journal*, 80, tháng 12 năm 1970, 850-872.

tháng 12 năm 2001, và đã tăng mạnh sau khi Việt Nam gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới WTO vào tháng 1 năm 2007. Số vốn FDI chảy vào Việt Nam năm 2007 tương đương 11% GDP, tăng gần gấp đôi so với lượng vốn chảy vào vào năm trước đó. Như Bảng 2 cho thấy, năm 2007, số vốn FDI chiếm 13% GDP, tương đương 57% kim ngạch xuất khẩu và gần 40% tổng sản lượng công nghiệp, lớn hơn nhiều so với khu vực kinh tế tư nhân trong nước (25%).

FDI đã trở thành một thước đo thông dụng để phản ánh mức độ thành công của nền kinh tế và lập trường chính sách nói chung của chính phủ, và được các nhà tài trợ quốc tế cũng như chính phủ nói đến một cách thường xuyên. Tuy nhiên, vai trò chủ đạo của FDI trong sản xuất công nghiệp là một điều đáng quan ngại, rằng có lẽ sự lệ thuộc nhiều của Việt Nam vào vốn FDI đã khiến cho khu vực doanh nghiệp tư nhân trong nước kém năng động hơn. Đã có nhiều bằng chứng về điều này ở Trung Quốc: sự thiên vị đối với các nhà đầu tư nước ngoài hơn so với nhà đầu tư tư nhân trong nước về mặt tiếp cận với tín dụng ngân hàng và bảo vệ quyền sở hữu tài sản đã dẫn đến hiệu ứng “lấn át đầu tư” đối với các nhà đầu tư trong nước, buộc các doanh nghiệp tư nhân trong nước phải thành lập liên doanh với các nhà đầu tư nước ngoài để có thể được hưởng những ưu ái mà chỉ các doanh nghiệp nước ngoài mới nhận được.¹³ Tiếc là ở Việt Nam chưa có một phân tích sâu nào về vấn đề này.

Bảng 2. Số liệu FDI thực hiện ở Việt Nam: 2003-2007

	2003	2004	2005	2006	2007
<i>FDI thực hiện hàng năm</i>					
Gía trị (triệu đôla)	2,650	2,853	3,309	4,100	8,030
Gía trị (% of GDP)	7	6	6	7	11
Tốc độ tăng trưởng so với cùng kỳ năm ngoái (%)	2	8	16	24	96
<i>Đóng góp của FDI vào:</i>					
Gía trị gia tăng (% GDP)	11	12	12	13	13
Sản lượng công nghiệp (% tổng)	36	36	37	38	39
Việc làm (% tổng)	2	2	3	3	3
Xuất khẩu (% tổng)	50	55	57	58	57

Nguồn: Tổng Cục Thống kê Việt Nam, số liệu trên mạng

6. Cuộc khủng hoảng quy mô nhỏ tại Việt Nam năm 2007 - 2008¹⁴

Năm 2007 có thể coi là một năm đặc biệt đối với nền kinh tế Việt Nam và lý do dẫn đến điều đặc biệt này chính là niềm hân hoan khi Việt Nam chính thức gia nhập WTO vào tháng 1 năm 2007 sau nhiều năm chờ đợi. Chịu tác động trực tiếp của niềm hân hoan này là hoạt động đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào nền kinh tế và hoạt động đầu tư gián tiếp vào thị trường chứng khoán, trái phiếu và thị trường bất động sản tại Việt Nam. Như trong bảng 3 đã chỉ rõ, nguồn vốn ròng chảy vào Việt Nam năm 2007 chiếm tới 24% GDP, nhiều gấp 3 lần so với năm 2006.

¹³ Yasheng Huang, “Ownership Biases and FDI in China: Evidence from Two Provinces,” *Business and Politics*, Volume 9, Issue 1, 2007.

¹⁴ Phần này chủ yếu dựa theo bài viết “Những thách thức kinh tế vĩ mô mà Việt Nam đang gặp phải”, xuất bản tháng 6 năm 2008, tác giả James Riedel

Bảng 3. Tài khoản thu nhập quốc gia và Cán cân thanh toán: giai đoạn 2002 - 2008
(% GDP)

<i>Tài khoản thu nhập quốc gia</i>	2005	2006	2007	2008E	2009F
Tiết kiệm quốc gia	35	37	32	31	25
Tư nhân	27	28	26	26	23
Nhà nước	8	8	6	5	2
Đầu tư	36	37	42	42	33
Tư nhân	24	26	30	32	24
Nhà nước	12	10	11	9	9
Cán cân tiết kiệm-đầu tư	-1	0	-10	-10	-8
Tư nhân	3	2	-4	-6	-1
Nhà nước	-4	-2	-6	-4	-7
Cán cân thanh toán					
Tài khoản vãng lai	-1	0	-10	-11	-8
Vốn chảy vào ròng	5	7	24	11	6
FDI ròng	4	4	9	9	4
Cho vay trung và dài hạn	2	2	3	1	1
Vốn đầu tư gián tiếp ròng và các vốn đầu tư khác	0	2	12	0	0
Thay đổi dự trữ (tăng (-))	-4	-7	-14	0	2

Nguồn: IMF, Việt Nam: Điều IV Báo cáo tham vấn của cán bộ IMF, tháng 4 năm 2009

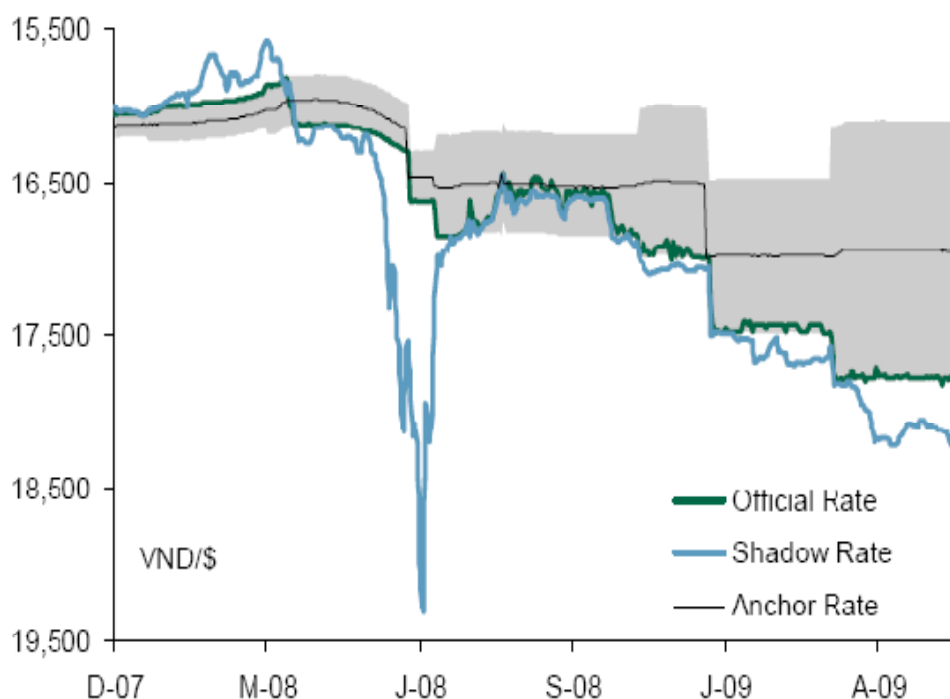
Không chỉ các nhà đầu tư nước ngoài bị cuốn theo niềm hưng phấn sau khi gia nhập WTO mà cả khu vực nhà nước lẫn tư nhân trong nước cũng có cùng những biểu hiện tương tự. Tiêu dùng trong khu vực nhà nước và tư nhân tăng lên rõ rệt khiến cho tiết kiệm giảm đi 5% GDP trong năm 2007. Đồng thời, tỷ lệ đầu tư trong khu vực nhà nước và tư nhân tăng lên, đặc biệt là trong khu vực tư nhân, nơi làn sóng đầu tư trực tiếp nước ngoài năm 2007 đã làm tăng đầu tư trong khu vực này lên 4% GDP. Tác động kép của việc kết hợp giữa tỷ lệ tiết kiệm giảm và tỷ lệ đầu tư tăng đã làm cho cán cân tiết kiệm - đầu tư trong nước (đối trọng với cán cân tài khoản vãng lai) giảm đi 10% GDP.

Các dòng tài chính chảy vào Việt Nam trong năm 2007 (chiếm 24% GDP) cũng đã vượt quá nhu cầu về vốn nhằm bù đắp thâm hụt tài khoản vãng lai (10% GDP), vượt quá nhu cầu về vốn của ngân hàng trung ương (vốn duy trì chế độ tỷ giá hối đoái cố định giữa đồng Việt Nam với đồng đôla Mỹ) để mua thặng dư ngoại hối chảy vào Việt Nam thông qua tài khoản vốn (chiếm 14% GDP) sau đó chuyển số thặng dư ngoại hối này vào quỹ dự trữ ngoại hối quốc gia. Mặc dù dự trữ ngoại hối là một bộ phận của chính sách tiền tệ, song nguồn dự trữ tài sản tăng lên chóng mặt trong năm 2007 và đầu năm 2008 đã khiến lượng tiền và tín dụng tăng lên mạnh mẽ, làm tăng lạm phát tới mức cao nhất là 30% vào tháng 5 năm 2008. Trong khi đó, năm 2007 và đầu năm 2008, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam không chịu mua lượng thặng dư ngoại hối đang được giao dịch trong hệ thống ngân hàng, khiến đồng Việt Nam phải chịu áp lực lớn trước đồng đôla Mỹ. Các quỹ đầu tư nước ngoài và các nhà đầu tư nước ngoài khác trên thị trường trái phiếu tại Việt Nam cho rằng chính áp lực đối với đồng nội tệ là lý do để họ đầu tư, đẩy nền kinh tế tới

khủng hoảng - một điều tất yếu khi không có sự kiểm soát đối với dòng vốn nước ngoài đầu tư vào các thị trường tài sản trong nước.¹⁵

Trong khi đó, vào tháng 5 năm 2008, các nhà đầu tư bắt đầu nhận thấy rõ ràng thâm hụt thương mại và tỷ lệ lạm phát đã tăng lên đến mức không thể chống đỡ được, kéo theo đó là sự tháo chạy của các dòng tiền do các nhà đầu tư (trong nước và nước ngoài) tìm mọi cách để lẩn trốn đồng nội tệ và các tài sản tài chính được định giá bằng nội tệ (xem Hình 5). Việc tháo chạy khỏi đồng nội tệ khiến chính phủ phải lập tức hành động, nhằm kiểm soát chặt chẽ tỷ giá hối đoái trên chợ đen, tăng tỷ lệ đầu tư lên hơn 50%, tăng cường các biện pháp hành chính để kiểm soát tín dụng và cam kết từng bước cắt giảm chi tiêu chính phủ. Như trong hình 6 đã chỉ rõ, các biện pháp này đủ để kiềm chế khủng hoảng và đưa tỷ giá hối đoái trở lại biên độ giao dịch chính thức của nó. Tuy nhiên, từ mùa thu năm 2008, đồng nội tệ một lần nữa lại phải chịu áp lực tuy đã giảm đi nhưng lại bắt nguồn từ những tác động tiêu cực của cuộc khủng hoảng toàn cầu - là cuộc khủng hoảng mà chính phủ Việt Nam khó có thể kiểm soát.

Hình 5. Tỷ giá hối đoái giữa đồng Việt Nam và đồng đôla Mỹ: 2008 - 2009
(vùng tô đậm thể hiện biên độ giao dịch tỷ giá hối đoái chính thức)



Nguồn: Dragon Capital, “Báo cáo thị trường tài chính trong ngày,” 21 tháng 7 năm 2009.

Cuộc khủng hoảng quy mô nhỏ xảy ra vào mùa hè năm 2008 đã giúp Việt Nam có được lời cảnh báo sớm về những sai lầm trong hoạt động đầu tư của giới chủ ngân hàng và những hiểm họa của quá trình toàn cầu hóa tài chính tại một nền kinh tế có hệ thống tài chính chưa phát triển và hệ thống điều tiết, quản lý nhà nước còn yếu kém. Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng này là một thử mà chính phủ vẫn có thể ngăn ngừa nếu áp dụng chính sách tài khóa thận trọng hơn trong năm 2007 và thực hiện những biện pháp kiểm soát dòng tiền nóng đang khiến cho chi tiêu nhà nước và tư nhân tăng lên đáng kể. Thế nhưng những biện pháp như vậy đã không nhận được sự ủng hộ xứng đáng kể cả từ phía chính phủ lẫn từ phía các nhà tư vấn và tài trợ nước ngoài cho đến khi thị trường đã làm nguội đi niềm hưng phấn của các nhà đầu tư nước ngoài và cho đến khi các dòng tài chính ngắn hạn chảy vào Việt Nam tạm ngưng lại vào giữa năm 2008.

7. Nền tảng của tăng trưởng kinh tế

Tăng trưởng nhanh chóng ở Việt Nam chủ yếu có nguyên nhân từ cái gọi là “kiến trúc thượng tầng” của nền kinh tế - công nghiệp, nông nghiệp, xây dựng, phân phối và thương mại - rất nhiều hoạt động trong số này hiện thuộc quyền sở hữu tư nhân. Cốt lõi của thượng tầng kiến trúc kinh tế này chính là cơ sở hạ

¹⁵ Mặc dù khủng hoảng là không thể tránh khỏi, song không phải ai cũng có những đánh giá giống nhau, trong đó phải kể đến các nhà tài trợ lớn và các nhà tư vấn chính sách quan trọng của Việt Nam. Ví dụ như IMF đã viết trong báo cáo tháng 12 năm 2007 của họ như sau “Cân cân thanh toán của Việt Nam về cơ bản đang ở trạng thái tốt,” và chỉ ra rằng “Đây là thời điểm thích hợp để Việt Nam chuyển sang chính sách duy trì tỷ giá hối đoái linh hoạt hơn.”

tầng kinh tế xã hội, được định nghĩa rộng hơn thì đó chính là nền tảng của nền kinh tế, được cung cấp và duy trì chủ yếu bởi chính phủ. Có thể nhận thấy rõ rằng tại Việt Nam, việc phát triển nền tảng kinh tế không theo kịp tốc độ của tăng trưởng cấu trúc, từ đó đe dọa tính bền vững trong tăng trưởng kinh tế nhanh chóng ở Việt Nam.

Cơ sở hạ tầng kinh tế xã hội, hiểu theo nghĩa rộng, bao gồm hạ tầng hữu hình (đường xá, cầu cống, bến cảng, năng lượng, ...), gồm hệ thống y tế và giáo dục, các thể chế pháp lý và các chính sách của chính phủ tác động tới việc vận hành các thị trường nhân tố và hàng hoá, đặc biệt quan trọng là tới việc vận hành của hệ thống tài chính. Cuộc khủng hoảng quy mô nhỏ của Việt Nam nổ ra vào đầu năm 2008 (như đã nói đến ở phần trước) đã phơi bày điểm yếu kém của một bộ phận thuộc nền tảng kinh tế này - hệ thống tài chính - và đã làm rõ nhu cầu phải có các chính sách cải thiện chất lượng điều tiết trong lĩnh vực tài chính và tạo khuyến khích cho lĩnh vực tài chính phát triển. Các bộ phận khác thuộc nền tảng kinh tế nói trên - ví dụ như hệ thống y tế và giáo dục - cũng tỏ ra yếu kém, nếu không nói là yếu kém hơn cả hệ thống tài chính, nhưng những nhược điểm của chúng ít gây chú ý hơn cuộc khủng hoảng tài chính đang diễn ra. Tuy nhiên, có thể cho rằng những nhược điểm của các hệ thống này đang đe dọa nghiêm trọng trong dài hạn đến sự tăng trưởng bền vững ở Việt Nam.

Nguyên nhân chính dẫn đến sự yếu kém trong nền tảng kinh tế đã không được chú ý một cách xứng đáng vì thiếu thông tin. Những người đã từng đi trên những con đường ở Việt Nam, đã từng điều trị tại các bệnh viện ở Việt Nam và đã từng gửi con họ theo học tại các ngôi trường ở Việt Nam đều cảm nhận rõ những yếu kém của các hệ thống này, song hiện vẫn chưa có dữ liệu chính thức cần thiết cho việc phân tích những vấn đề nói trên. Những dữ liệu hiện có chủ yếu được trích ra từ các báo cáo của Ngân hàng thế giới và chỉ khắc họa được một bức tranh chưa đầy đủ và thiếu chính xác về thực trạng nền tảng kinh tế ở Việt Nam. Ví dụ như, tỷ lệ học tiểu học và trung học cơ sở ở Việt Nam tương đối cao nhưng số giờ học tại lớp của hầu hết học sinh (khoảng 3 giờ mỗi ngày) và chất lượng giáo dục mà các em nhận được thì lại ở mức thấp. Tuổi thọ và tỷ lệ tử vong ở trẻ sơ sinh gần với mức chuẩn quốc tế nhưng mức độ tiếp cận với dịch vụ chăm sóc sức khỏe có chất lượng thì rất hạn chế đối với đại đa số dân chúng, chỉ ngoại trừ một số rất ít trường hợp. Hàng năm, Việt Nam đầu tư khoảng 10% GDP vào cơ sở hạ tầng hữu hình (chủ yếu là giao thông và năng lượng) - một tỷ lệ đầu tư cao hơn so với nhiều quốc gia khác trên thế giới - song lợi ích nhận được từ những khoản đầu tư này dường như ở mức thấp. Hiện tượng lãng phí, tham nhũng và chậm tiến độ của các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng đã được nêu trên các trang báo ở Việt Nam. Hiện tượng thiếu điện, cắt điện luân phiên đã trở thành những tin tức quá quen thuộc.

Những yếu kém của hệ thống cơ sở hạ tầng tại Việt Nam đã phải trả giá đắt. Hạ tầng giao thông vận tải yếu kém đã làm giảm năng lực cạnh tranh quốc tế của Việt Nam¹⁶. Hệ thống chăm sóc y tế yếu kém làm giảm năng suất lao động. Những yếu kém trong hệ thống giáo dục cũng góp phần làm giảm năng suất lao động và không khuyến khích được đầu tư vào các ngành công nghiệp giống như đầu tư vào các ngành khác có hàm lượng kỹ năng thấp hơn.¹⁷

Những yếu kém trong nền tảng kinh tế đe dọa tăng trưởng bền vững trước khi cuộc khủng hoảng toàn cầu nổ ra và sẽ tiếp tục đe dọa tăng trưởng ngay cả khi cuộc khủng hoảng toàn cầu kết thúc. Mặc dù các nguồn lực cần thiết để giải quyết những vấn đề này sẽ bị hạn chế hơn trong bối cảnh khủng hoảng, song điều quan trọng hơn cả là các cơ quan nhà nước cần thực hiện ngay tức khắc những bước đi nhằm tăng tính hiệu suất trong việc cung cấp hàng hoá công cộng thông qua tránh lãng phí, chống tham nhũng và căn cứ nhiều hơn vào các phân tích kinh tế về chi phí - lợi ích hơn là dựa vào những cân nhắc chính trị trong việc đưa ra các quyết định đầu tư công¹⁸.

III. Tác động của cuộc khủng hoảng trên thế giới và tại Việt Nam

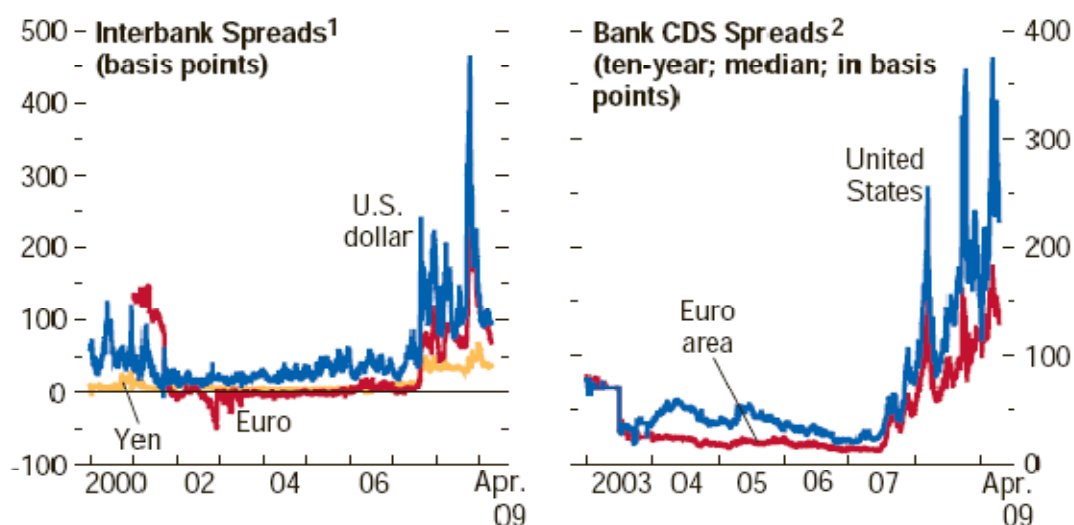
Nguyên nhân chính của cuộc khủng hoảng toàn cầu là hệ thống tài chính tại Hoa Kỳ. Hiện tượng vỡ nợ do dùng nhà đất làm tài sản thế chấp xảy ra từ giữa năm 2007 đã trở nên nghiêm trọng hơn, những cố gắng không thành của ngân hàng Lehman Brothers và sự cứu viện của chính phủ dành cho AIG tháng 9 năm 2008 đã châm ngòi cho một cơn hoảng loạn trong cái gọi là “hệ thống ngân hàng thứ cấp” (sẽ được giải thích sâu hơn trong phần phụ lục của nghiên cứu này). Cơn hoảng loạn trong hệ thống ngân hàng thương mại đã dẫn đến hiện tượng mất tính thanh khoản ồ ạt, làm đóng băng hoạt động tín dụng liên ngân hàng và các thị trường repo như được chỉ ra trong Hình 9.

¹⁶ Nghiên cứu của Ngân hàng thế giới (Triển khai hoạt động kinh doanh, 2007) đã cho biết chi phí để vận chuyển bằng tàu thủy 20 công tơnơ lượng thực từ Việt Nam đắt gấp đôi từ Trung quốc.

¹⁷ Một nghiên cứu mới đây chỉ ra rằng “Cả các doanh nghiệp trong nước và các doanh nghiệp nước ngoài đều cho biết những sinh viên mới ra trường đều không có các kỹ năng kinh tế cần thiết.” David Dapice, et.al. 2008, trang 22.

¹⁸ Đây cũng là khuyến nghị chính của Dapice và các đồng tác giả, trích dẫn gián tiếp.

Hình 9. Các chỉ số tăng lãi suất tín dụng ở Mỹ và Châu Âu



Ghi chú: (1) LIBOR thời hạn 3 tháng trừ lãi suất hối phiếu chính phủ kỳ hạn 3 tháng
(2) CDS-Hoán đổi với nợ tín dụng

Nguồn: IMF, *Triển vọng kinh tế thế giới*, tháng 4 năm 2009, trang 1.

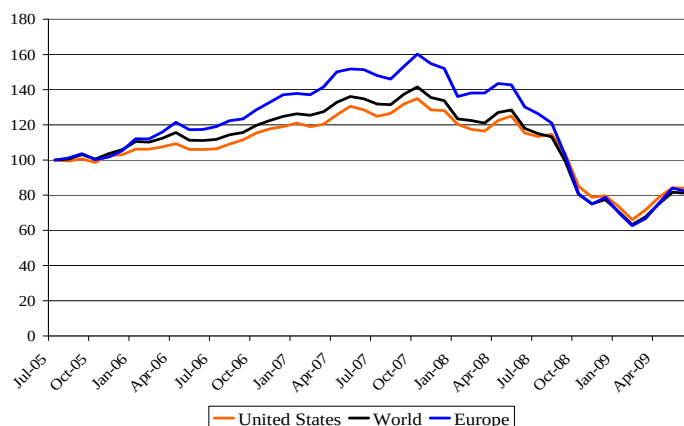
Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng tín dụng này mới chỉ là khởi đầu. Hệ thống ngân hàng là quả tim bơm máu (tín dụng) mà một nền kinh tế cần có để duy trì cuộc sống, khi phần lớn trái tim này ngừng hoạt động thì toàn bộ nền kinh tế sẽ trở nên rối loạn - cuộc khủng hoảng tài chính trở thành cuộc khủng hoảng kinh tế. Hơn nữa, khi các nền kinh tế hội nhập sâu sắc hơn thông qua hoạt động thương mại quốc tế và các dòng vốn thì một cuộc khủng hoảng kinh tế tại một quốc gia hay tại một khu vực có quy mô lớn như nước Mỹ hay Liên minh Châu Âu, thì việc nó trở thành một cuộc khủng hoảng toàn cầu là điều không thể tránh khỏi. Ảnh hưởng từ khủng hoảng ngân hàng tại Mỹ và Châu Âu tới nền kinh tế toàn cầu và tới Việt Nam sẽ được trình bày ở phần này.

1. Ảnh hưởng toàn cầu

Ảnh hưởng đầu tiên từ cuộc khủng hoảng tín dụng diễn ra trên các thị trường cổ phiếu ở Mỹ, Châu Âu và trên khắp thế giới. Như chỉ ra trong Hình 10, tổng lợi nhuận từ cổ phiếu ở Mỹ đã bắt đầu giảm từ giữa năm 2007 khi cơn hoảng loạn đầu tiên trên thị trường repo nổ ra. Giá cổ phiếu bắt đầu lao dốc từ tháng 10 năm 2008 khi sự đổ vỡ của Lehman và sự cứu viện của chính phủ dành cho AIG giáng một đòn chí mạng vào thị trường này.¹⁹ Những biến động song song của lợi nhuận từ cổ phiếu tại Mỹ và trên toàn thế giới được biểu thị ở Hình 11 đã phản ánh mức độ hội nhập tài chính cao trong nền kinh tế thế giới khiến cho cuộc khủng hoảng ngân hàng tại Mỹ lan rộng thành cuộc khủng hoảng toàn cầu. Từ giữa năm 2007, khi các thị trường cổ phiếu bắt đầu trượt dốc, khoảng 25 nghìn tỷ đôla trong giá trị cổ phiếu toàn cầu (tương đương khoảng 70% thu nhập hàng năm của Mỹ và Châu Âu cộng lại) đã bị mất đi.

¹⁹ Tổng lợi nhuận là lợi nhuận của một nhà đầu tư có được nhờ sự thay đổi của giá cổ phiếu và cổ tức kiếm được từ cổ phiếu. Chỉ số giá cổ phiếu và chỉ số tổng lợi nhuận có mối quan hệ chặt chẽ với nhau, sự chênh lệch giữa hai chỉ số này chính là do cổ tức được tính vào lợi nhuận.

Hình 10. Thị trường thế giới và Chỉ số tổng lợi nhuận đầu tư gián tiếp ở khu vực Bắc Mỹ (đôla Mỹ)



Nguồn: MSCI Barra, Các chỉ số thị trường toàn cầu MSCI, số liệu trực tuyến.

Sự sụp đổ giá chứng khoán diễn ra vào tháng 10 năm 2008 đi kèm với sự biến động ảm tượng về giá chứng khoán đã khiến thị trường vô cùng hoài nghi về khả năng tìm kiếm lợi nhuận của doanh nghiệp trong tương lai.²⁰ Tuy nhiên, từ tháng 1 năm 2009, chỉ số biến động của thị trường chỉ giảm một nửa so với mức thông thường, cho thấy triển vọng thị trường đã trở nên chắc chắn hơn, trong khi giá cổ phiếu vẫn thấp thì triển vọng lợi nhuận doanh nghiệp vẫn còn tỏ ra ảm đạm.

Hình 11. Chỉ số VIX về biến động trên thị trường chứng khoán

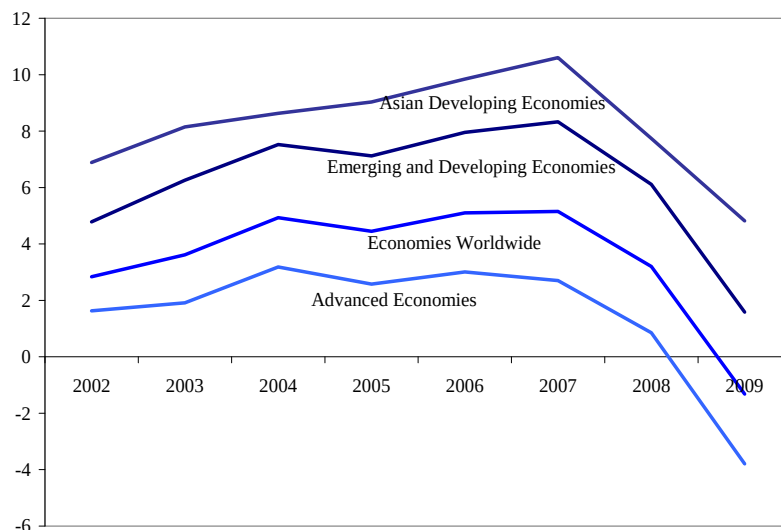


Nguồn: Cơ quan lựa chọn hối đoái Chicago, dữ liệu trực tuyến

Hoạt động tín dụng đóng băng ở Mỹ và Châu Âu, cộng với sự sa sút thịnh vượng do giá trị cổ phiếu giảm mạnh đã gây ra áp lực lớn đối với tổng cầu và tổng cung (GDP), như đã chỉ ra trong hình 12. Tốc độ tăng trưởng GDP thực bắt đầu suy giảm ở Mỹ và tại các quốc gia khác trong năm 2007, trong khi tại các nền kinh tế mới nổi và các nước đang phát triển, đặc biệt là các nước đang phát triển ở Châu Á, tăng trưởng vẫn tiếp tục mạnh mẽ cho đến khi cuộc khủng hoảng ngân hàng tại Mỹ lan rộng vào cuối năm 2008 thì mới bắt đầu suy giảm dần. Dự báo năm 2009 cho thấy nhiều xu hướng đối ngược, một mức tăng trưởng âm 4% tại các nền kinh tế phát triển và sự cắt giảm đáng kể tỷ lệ tăng trưởng tại các nền kinh tế đang phát triển từ 8% năm 2007 xuống còn 2% năm 2009.

²⁰ Sohnke M. Bartram và Gordon M. Bodnar, "Không chốn nương thân: Cuộc khủng hoảng toàn cầu trên các thị trường cổ phiếu năm 2008/09," Tạp chí tiền tệ và tài chính quốc tế, số 4.

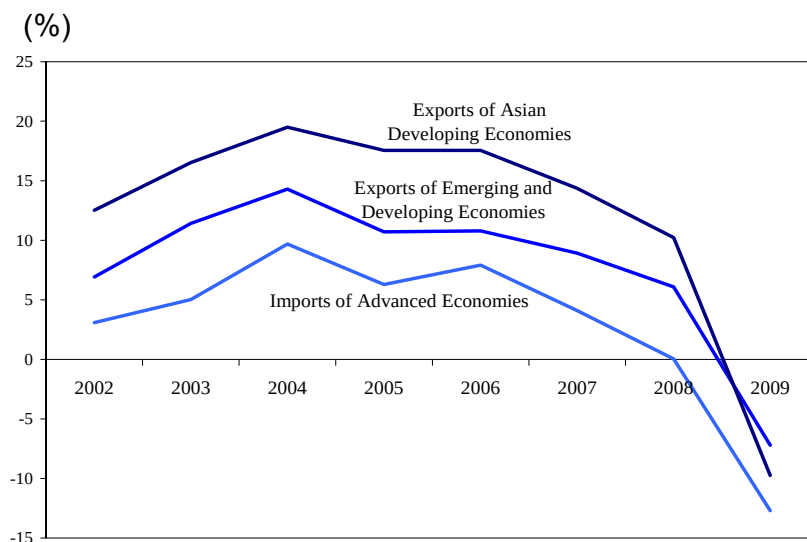
Hình 12. Tỷ lệ tăng trưởng GDP thực (phần trăm)



Nguồn: IMF, Triển vọng kinh tế thế giới, dữ liệu trực tuyến

Kênh chính để lan truyền khủng hoảng từ các nước phát triển sang các nước đang phát triển chính là hoạt động thương mại quốc tế. Hình 13 cho thấy mức độ tăng trưởng nhập khẩu của các nước phát triển và mức độ tăng trưởng xuất khẩu của các nước đang phát triển. Như hình vẽ đã chỉ rõ, cùng với sự suy giảm của các hoạt động kinh tế bắt đầu từ năm 2007, kim ngạch nhập khẩu của các nước phát triển giảm rõ rệt, từ tăng trưởng 7% năm 2006 xuống còn tăng trưởng 0% năm 2008 và tăng trưởng âm khoảng 13% theo dự báo cho năm 2009. Hình 13 còn cho thấy sự suy giảm trong tổng cầu tại các nước phát triển đã gây ra những tác động không nhỏ tới tăng trưởng xuất khẩu của các nước đang phát triển, điều này, đến lượt nó sẽ gây ra những tác động tiêu cực tới tăng trưởng GDP của các nước đang phát triển như Hình 12 trên đây đã chỉ ra.

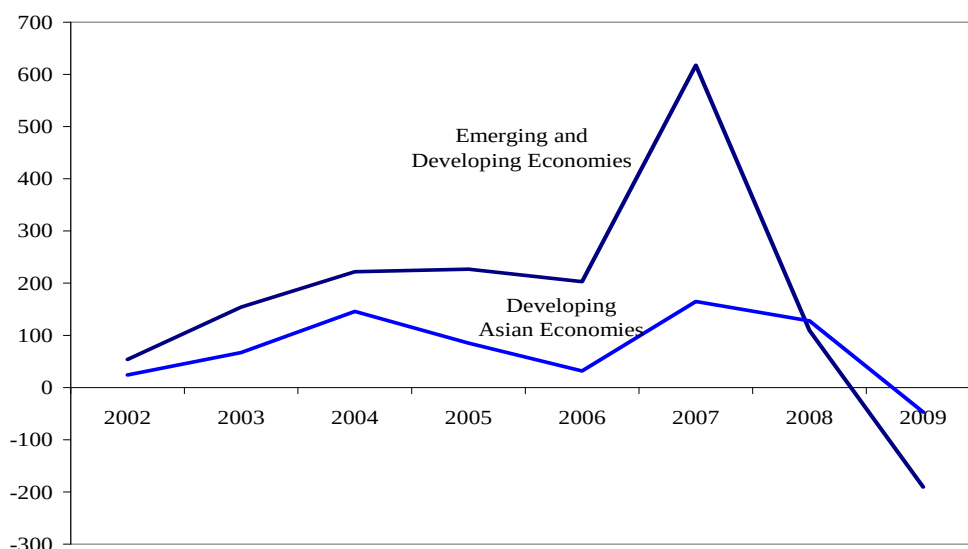
Hình 13. Tốc độ tăng trưởng nhập khẩu của các nước phát triển và tăng trưởng xuất khẩu của các nước đang phát triển



Nguồn: IMF, Triển vọng kinh tế thế giới, dữ liệu trực tuyến.

Một kênh quan trọng khác để cuộc khủng hoảng có thể lan truyền từ các nước phát triển sang các nước đang phát triển là các dòng vốn. Hình 14 cho thấy việc sụt giảm thảm hại của các dòng vốn thực thuộc nguồn vốn tư nhân tại các nước đang phát triển, các nền kinh tế mới nổi và các nước đang phát triển ở Châu Á năm 2008. Tuy nhiên, dòng vốn này đã có xu thế đảo chiều trong năm 2009.

Hình 14. Các dòng vốn tư nhân thuần chảy vào các nước đang phát triển (tỷ đôla)



Source: IMF, World Economic Outlook, online database.

2. Ảnh hưởng tới Việt Nam

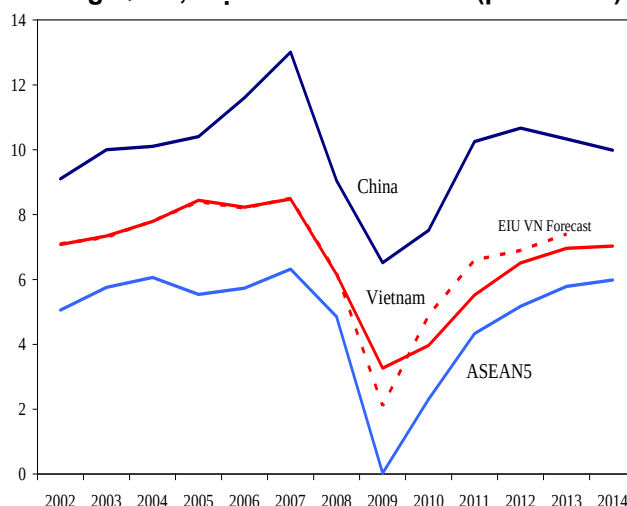
Mặc dù tác động của cuộc khủng hoảng chỉ bắt đầu ảnh hưởng tới Việt Nam và các nước đang phát triển khác từ gần một năm trước đây song chúng tôi vẫn chưa có dữ liệu chính thức về những tác động này. Bức tranh mà chúng tôi có được về ảnh hưởng trước mắt và chiều hướng của nền kinh tế trong một vài năm tới chủ yếu được xây dựng dựa trên các dự báo và ước tính. Dự báo chủ yếu dựa trên giả thiết về việc hồi phục của các nước phát triển sau khủng hoảng trong vài năm tới - vốn là vấn đề chưa được chắc chắn và đang gây tranh cãi (sẽ được bàn đến trong phần IV). Ở đây, chúng tôi sử dụng các dự báo về hoạt động kinh tế do IMF và các nhà quan sát kinh tế cung cấp, nhưng với biện pháp trung hoà của chủ nghĩa hoài nghi và tuân theo triết lý của một câu ngạn ngữ cổ: “người sống bên cạnh quả cầu pha lê phải học cách ăn kính”.²¹

a. Ảnh hưởng tới tốc độ tăng trưởng GDP

Ảnh hưởng rộng nhất của cuộc khủng hoảng là đối với tỷ lệ tăng trưởng GDP thực mà chúng tôi chủ yếu dựa trên dự báo của Triển vọng kinh tế thế giới của IMF. Như hình 15 đã chỉ rõ, cuộc khủng hoảng toàn cầu được dự báo là có tác động tiêu cực tới Việt Nam và các nước láng giềng. Việc suy giảm của tốc độ tăng trưởng GDP theo dự báo từ năm 2006 đến năm 2009 là đồng loạt giảm 5% đối với Trung Quốc, Việt Nam và ASEAN 5, nhưng ở mỗi trường hợp, điểm bắt đầu giảm và tốc độ hồi phục được dự báo là khác nhau. Trung Quốc được dự báo là sẽ hồi phục nhanh hơn Việt Nam, trong khi Việt Nam được dự báo là sẽ hồi phục nhanh hơn các nước láng giềng ở Đông Nam Á thuộc ASEAN 5. Trung Quốc bước vào khủng hoảng với tốc độ tăng trưởng cao hơn nhiều, do đó, sự suy giảm đã tăng trưởng sẽ gây hại ít hơn so với ở Việt Nam và ASEAN 5. Các nước ASEAN 5 được dự báo sẽ có tốc độ tăng trưởng hoàn toàn ngưng lại vào năm 2009. Trung Quốc cũng được dự báo sẽ hồi phục nhanh hơn, lấy lại mức tăng trưởng 10% chỉ sau 2 năm (2011), trong khi Việt Nam và ASEAN 5 chỉ đạt gần mức tăng trưởng trung bình của giai đoạn 2002-2007 sau 4 hoặc 5 năm.

²¹ Nghĩa tương đương trong tiếng Việt là “Thầy bói ra ma, quét nhà ra rác”.

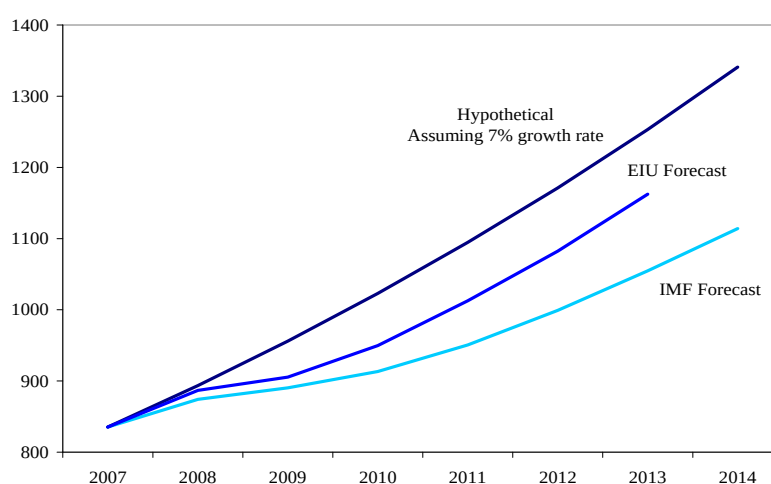
Hình 15. Tốc độ tăng trưởng GDP thực hiện tại (2002 - 2008) và theo dự báo (2009 - 2014): Trung Quốc, Việt Nam và ASEAN 5 (phần trăm)



Nguồn: IMF, Triển vọng kinh tế thế giới, tháng 4 năm 2009, dữ liệu trực tuyến và Cơ quan thu thập tin tức của các nhà kinh tế (EIU), Dự báo quốc gia: Việt Nam, tháng 6 năm 2009.

Dự báo của IMF và EIU rõ ràng là không ủng hộ quan điểm vẫn được trao đổi rộng rãi về việc “thế giới không bao giờ lặp lại”. Theo các dự báo này thì Việt Nam và các nước láng giềng sẽ chạm đáy trong năm nay và trong vòng 5 năm tới hoặc ít hơn sẽ lấy lại được tốc độ tăng trưởng kỷ lục mà họ đã từng đạt được trong quá khứ. Tuy nhiên, dù điều này có xảy ra thì mức tăng trưởng chậm do khủng hoảng vẫn còn gây ra những hậu quả tiêu cực kéo dài. Như hình 16 đã chỉ ra, mức thu nhập bình quân đầu người ở Việt Nam vào thời điểm tốc độ tăng trưởng lấy lại được phong độ năm 2013 hoặc 2014 sẽ thấp hơn khoảng 20% so với mức thu nhập bình quân đầu người mà Việt Nam có thể đạt được nếu tốc độ tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người trong những năm gần đây (khoảng 7%) được tiếp tục duy trì. Với tốc độ tăng trưởng trung bình hàng năm 5% - là mức trung bình mà IMF dự báo cho giai đoạn từ 2009 đến 2014, Việt Nam sẽ mất khoảng 14 năm để tăng gấp đôi thu nhập bình quân đầu người; tại mức tăng trung bình hàng năm 7%, Việt Nam sẽ chỉ mất khoảng 10 năm để tăng gấp đôi thu nhập bình quân đầu người của mình. Như vậy, cuộc khủng hoảng toàn cầu không chỉ được dự báo là sẽ làm “mất đi một thế kỷ” như trong trường hợp cuộc khủng hoảng nợ của các nước Châu Mỹ La tinh trong những năm 1980 mà còn khiến thu nhập bình quân đầu người giảm đi đáng kể.

Hình 16. Giả thuyết và dự báo về thu nhập bình quân đầu người ở Việt Nam: 2009-2014 (đôla Mỹ)



Nguồn: IMF, Triển vọng kinh tế thế giới, tháng 4 năm 2009, dữ liệu trực tuyến và Cơ quan thu thập tin tức của các nhà kinh tế (EIU), Dự báo quốc gia: Việt Nam, tháng 6 năm 2009.

b. Ảnh hưởng tới chi tiêu theo ngành

Việc dự báo tổng sản lượng (GDP) đã khó, việc dự báo các thành phần của nó còn khó hơn. Triển vọng kinh tế thế giới của IMF không dự báo tăng trưởng các cấu phần trong chi tiêu nhưng dự báo của EIU thì có thực hiện điều này (xem bảng 4). Một lần nữa, chúng tôi lại lấy những dự báo này để đánh giá nhưng với cách thức cẩn trọng hơn.

Thường thì tốc độ tăng trưởng các thành phần trong chi tiêu của GDP (Y) - tiêu dùng tư nhân (C), tiêu dùng của chính phủ (G), tổng đầu tư (I), và xuất khẩu ròng (X-M) - được sử dụng để xác định các nguồn tạo ra tăng trưởng, ví dụ như cầu bên ngoài so với cầu nội địa, tiêu dùng so với đầu tư.²² Tuy nhiên, cách thức thông thường này không có nền tảng hợp lý nào trong mọi ngành kinh tế vì mối quan hệ $Y=C+G+I+X-M$ là một cách tính toán không thể hiện điều gì khác ngoài phép lặp thừa rằng cung bằng cầu - cái đem bán bằng cái được mua. Cách tính toán này không giải thích được cái gì gây ra cái gì. Lý thuyết kinh tế nói với chúng ta rằng tăng trưởng dài hạn (mở rộng khả năng sản xuất của một nền kinh tế) phụ thuộc vào đầu tư chứ không phụ thuộc vào cầu nội địa hay xuất khẩu. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, nếu một nền kinh tế vận hành dưới mức sản lượng tiềm năng thì tổng cầu có thể có tác động trong ngắn hạn tới tăng trưởng đến mức sản lượng tiềm năng, sau đó, tăng trưởng chỉ có thể đạt được bằng cách thực hiện đầu tư để mở rộng khả năng sản xuất hoặc tăng năng suất của nền kinh tế hiện thời.

Mặc dù dự báo tăng trưởng các thành tố chi tiêu trong GDP ít khi được sử dụng để hiểu điều gì sẽ dẫn dắt tăng trưởng trong tương lai, nhưng dù sao cũng làm sáng tỏ những gì mà các nhà dự báo kỳ vọng về nền kinh tế trong 5 năm tới. Các dự báo trình bày trong Bảng 4 chỉ ra rằng trước khủng hoảng (năm 2006-2008), đầu tư tỏ ra vượt xa cả những thành tố tăng trưởng nhanh nhất trong tiêu dùng nội địa, trong khi, ở thời điểm sau khủng hoảng, tiêu dùng của chính phủ được dự báo là thành tố tăng trưởng nhanh nhất. Như vậy, dự báo này cho thấy, trong bối cảnh khủng hoảng, sẽ có sự tái phân bổ nguồn lực rõ nét từ khu vực tư nhân sang khu vực nhà nước, thậm chí còn rõ nét hơn những gì mà những con số này đã chỉ ra vì đầu tư trong khu vực nhà nước (chính phủ và các doanh nghiệp quốc doanh) cũng được tính (cùng với đầu tư tư nhân) vào tổng đầu tư cố định. Nếu những dự báo này đúng thì vì những lý do đã giải thích ở mục II, toàn bộ hiệu suất của nền kinh tế sẽ giảm, khiến tốc độ tăng trưởng GDP thậm chí thấp hơn cả mức đã được dự báo. Hệ số ICOR được tính trong Bảng 4 đã phần nào ám chỉ kết luận này nhưng các con số tỏ ra không đáng tin cậy dù chúng không đi ngược với những thực tế đang diễn ra trong sự thay đổi hiệu suất kinh tế và trong việc sử dụng khả năng sản xuất của nền kinh tế.

Một sự thay đổi về cơ cấu cũng không kém phần quan trọng cũng có thể được diễn giải từ những dự báo này. Đó là sự suy giảm rõ rệt vai trò của xuất khẩu. Như đã chỉ ra trong Chương 2, xuất khẩu đã tăng trưởng liên tục trong suốt thập kỷ qua với tốc độ tăng trưởng khoảng 20% mỗi năm, thường là gấp 3 lần tốc độ tăng trưởng GDP. Dự báo của EIU đối với tăng trưởng xuất khẩu, thậm chí sau khi nền kinh tế đã hồi phục hoàn toàn trong năm 2013 cũng chỉ ở mức cao hơn một chút so với tốc độ tăng trưởng của GDP. Mặc dù định hướng xuất khẩu ngày càng rõ rệt của nền kinh tế đã đóng góp không nhỏ vào những thay đổi cấu trúc đáng khen ngợi trong các ngành công nghiệp mà Việt Nam có lợi thế so sánh, làm tăng hiệu suất kinh tế, góp phần khiến cho tốc độ tăng trưởng cao hơn mức có thể, song dự báo này cũng không tạo ra được cơ hội tốt hơn nào để Việt Nam có được triển vọng tăng trưởng sán lạn hơn trong dài hạn.

²² Bạn có thể xem tại hầu hết các báo cáo quốc gia của bất kỳ ngân hàng đầu tư quốc tế nào.

Bảng 4. Tốc độ tăng trưởng hiện tại (2006-2007) và dự báo (2008-2013) của GDP thực theo thành tố chi tiêu (phần trăm)

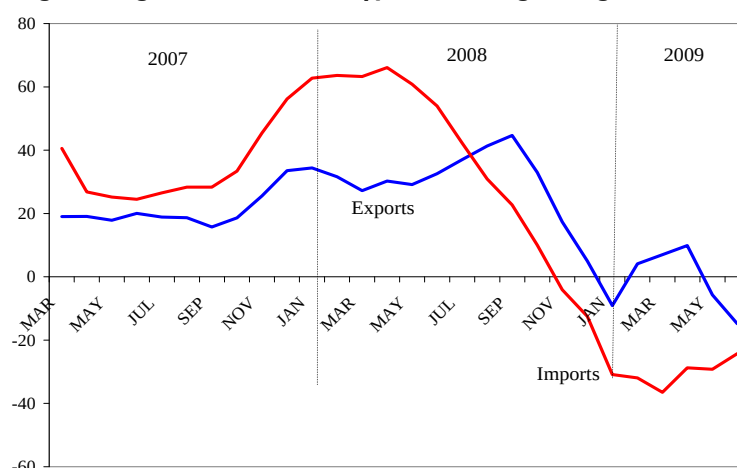
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
GDP (Y)	8.2	8.5	6.2	2.1	4.9	6.6	6.9	7.4
Tiêu dùng tư nhân (C_P)	8.3	9.6	4.9	-0.5	2.3	5	6	6.4
Tiêu dùng chính phủ (C_G)	8.8	8.9	8	8.2	8	7.8	7.8	7.7
Tổng đầu tư cố định (I)	9.9	23	14	-2.5	2	4.5	6	7.5
Xuất khẩu hàng hoá và dịch vụ (X)	17.1	15.2	14.9	-5.4	4.4	7.2	7.9	8.9
Nhập khẩu hàng hoá và dịch vụ (M)	18.4	25.6	14.4	-8.1	1.1	5.7	6.5	8.3
Cầu nội địa	9.6	14.6	7.2	-1.6	2.7	5.2	6.1	6.9
I/Y	33.4	37.1	41.9	34.9	34.4	33.6	33	33.2
ICOR = $I_{t-1}/\Delta Y_t$	4.01	3.93	5.98	19.95	7.12	5.21	4.87	4.46

Nguồn: Cơ quan thu thập tin tức của các nhà kinh tế (EIU), Dự báo quốc gia: Việt Nam, tháng 6 năm 2009.

c. Ảnh hưởng tới xuất khẩu

Vì tầm quan trọng của thương mại đối với những thành công của Việt Nam trong quá khứ và triển vọng của Việt Nam trong tương lai, việc phân tích cụ thể hơn các dữ liệu là điều cần thiết. Hình 17 cho thấy tốc độ tăng trưởng trung bình tính theo năm (YOY) của xuất khẩu và nhập khẩu từ tháng 3 năm 2007 đến tháng 6 năm 2009, sử dụng dữ liệu của Tổng cục Thống kê. Bong bóng tăng trưởng nhập khẩu từ giữa năm 2007 tới giữa năm 2008 phản ánh hiện tượng tăng tiêu dùng và đầu tư bắt đầu từ khi Việt Nam gia nhập WTO. Bong bóng tăng trưởng nhập khẩu nổ tung cùng với sự bắt đầu của cuộc khủng hoảng quy mô nhỏ ở Việt Nam vào cuối mùa xuân năm 2008. Tăng trưởng xuất khẩu, như hình 17 đã chỉ rõ, là rất mạnh cho đến khi cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu nổ ra vào mùa xuân năm 2008.

Hình 17. Tỷ lệ tăng trưởng xuất khẩu và nhập khẩu hàng tháng so với cùng kỳ năm ngoái

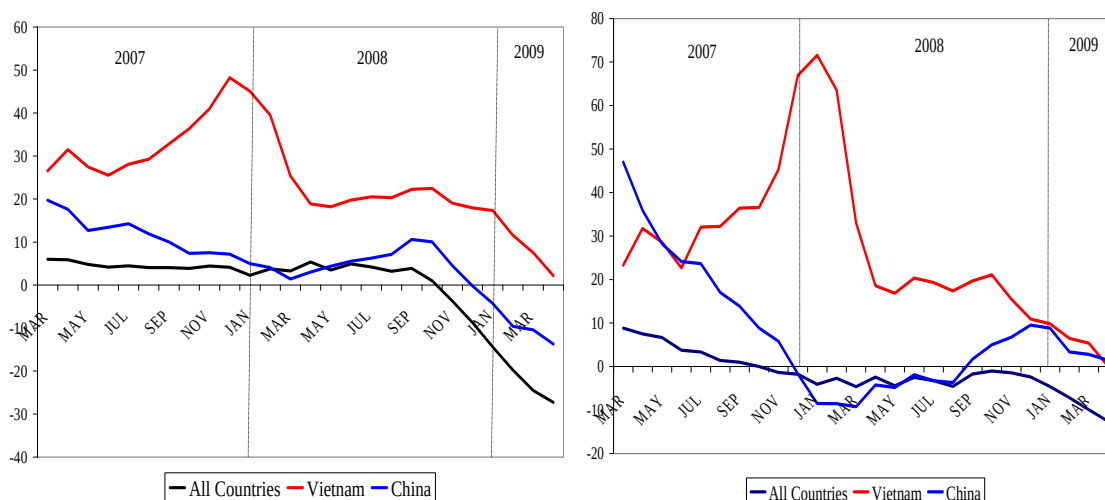


Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam (GSO), dữ liệu trực tuyến

Dữ liệu thương mại trực tuyến đã công bố, cũng như hầu hết các dữ liệu đã công bố khác của Việt Nam đều có vấn đề. Một bức tranh đáng tin cậy hơn có thể được vẽ ra nếu sử dụng dữ liệu nhập khẩu của Hoa Kỳ, trong đó cung cấp các dữ liệu so sánh đối với nhiều nước khác và cho phép bóc tách dữ liệu về các loại hàng hoá khác nhau. Hình 18 cho thấy tốc độ tăng trưởng trung bình so với cùng kỳ năm trước của nhập khẩu các sản phẩm công nghiệp và quần áo của Mỹ từ các quốc gia, Trung Quốc và Việt Nam.

Những số liệu này cho ta thấy một vài điều khác biệt so với những gì chúng ta đã thấy trong hình 17. Dữ liệu nhập khẩu của Mỹ chỉ ra rằng cuộc khủng hoảng toàn cầu đã gây ra những ảnh hưởng tiêu cực tới xuất khẩu của Việt Nam vào Mỹ, nhưng dữ liệu chỉ ra rằng cuộc khủng hoảng này không gây ảnh hưởng nghiêm trọng tới tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam vào tất cả các thị trường. Điều này có thể gây ngạc nhiên vì tại nước Mỹ - nơi bắt đầu của cuộc khủng hoảng toàn cầu - tổng cầu đã bị suy giảm nhiều hơn so với hầu hết các nước bạn hàng xuất khẩu khác của Việt Nam.

Hình 18. Tỷ lệ tăng trưởng nhập khẩu trung bình hàng tháng so với cùng kỳ năm trước các hàng hoá công nghiệp (trái) và hàng dệt may (phải) của Mỹ từ các quốc gia, Trung Quốc và Việt Nam (phần trăm)



Nguồn: Ủy ban Thương mại quốc tế Hoa Kỳ, dữ liệu trực tuyến

Một quan sát thú vị khác từ dữ liệu nhập khẩu của Hoa Kỳ là xuất khẩu hàng hoá công nghiệp và dệt may của Việt Nam vào Mỹ tăng trưởng tốt hơn so với xuất khẩu những mặt hàng này vào Mỹ của các quốc gia khác, kể cả Trung Quốc. Điều này phản ánh sự khác biệt của Việt Nam so với các nước khác trong thành phần xuất khẩu và thị phần xuất khẩu. Xuất khẩu quần áo và hàng hoá công nghiệp của Việt Nam thường tập trung vào các loại hình sản phẩm cạnh tranh trên phân đoạn thị trường thấp, điều này giúp xuất khẩu được duy trì tốt hơn tại thị trường Mỹ vì các hộ gia đình Mỹ đang cố gắng cắt giảm chi tiêu trong cơn khủng hoảng. Ngoài ra, Việt Nam ít bị tổn thương hơn trước sự suy giảm nhu cầu bên ngoài vì thị phần của Việt Nam ở Mỹ là rất nhỏ so với Trung Quốc và hầu hết với các quốc gia khác. Là một nước nhỏ (xét theo thị phần quốc tế), Việt Nam có tiềm năng duy trì tăng trưởng xuất khẩu bằng cách bảo vệ và tăng cường khả năng cạnh tranh về giá trên trường quốc tế.

d. Ảnh hưởng tới các dòng vốn

Chính phủ Việt Nam quyết định không công bố số liệu thống kê về cán cân thanh toán nhưng có cung cấp dữ liệu cho IMF và IMF đã công bố những dữ liệu này. Bảng 5 bao gồm các con số thực trong năm 2006 và 2007, ước tính năm 2008 và dự báo năm 2009. Các con số này mô tả vòng quay của các dòng vốn trong 3 năm qua, tăng lên gấp 5 lần trong năm 2007, giảm một nửa trong năm 2008 và giảm thêm một nửa nữa trong năm 2009 (theo dự báo của IMF).

Bảng 5. Cán cân thanh toán của Việt Nam: 2006-2009 (tỷ đôla Mỹ)

	2006	2007	2008*	2009**
Cán cân tài khoản vãng lai	-0.2	-7.0	-9.2	-7.3
Cán cân thương mại	-2.8	-10.4	-12.3	-7.1
Xuất khẩu, f.o.b.	39.8	48.6	62.9	53.2
Nhập khẩu, f.o.b.	42.6	58.9	75.2	60.2
Dịch vụ phi nhân tố (ròng)	0.0	-0.9	-2.3	-1.9

	2006	2007	2008*	2009**
Thu nhập từ đầu tư (ròng)	-1.4	-2.2	-2.0	-2.5
Giao dịch (ròng)	4.0	6.4	7.3	4.1
Tài khoản vốn	3.1	17.5	9.2	5.0
Đầu tư trực tiếp nước ngoài ròng (FDI)	2.3	6.6	7.8	4.0
Cho vay trung và dài hạn (ròng)	1.0	2.0	0.9	1.3
Đầu tư gián tiếp	1.3	6.2	-0.4	0.0
Vốn ngắn hạn (ròng)	-1.6	2.7	0.9	-0.3
Sai lệch và bỏ sót	1.4	-0.3	-0.1	0.0
Δ Dự trữ (âm = tăng lên)	-4.3	-10.2	0.2	2.3
Ghi chú: * ước tính; ** dự báo				

Nguồn: IMF, Việt Nam Điều IV, báo cáo tham vấn của cán bộ IMF, tháng 4 năm 2009.

Vốn đầu tư gián tiếp và các dòng tiền ngắn hạn cùng với tỷ giá hối đoái bất ổn đã tràn ngập hệ thống ngân hàng trong năm 2007 và gần như biến mất trong năm 2008 và 2009. Dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài tỏ ra ổn định hơn nhưng cũng được dự báo là sẽ giảm đi một nửa trong năm 2009, phản ánh nhu cầu nhập khẩu giảm và sự sẵn sàng chấp nhận của các nhà đầu tư dần bị xói mòn. Các ngân hàng đầu tư quốc tế nhìn chung cũng dự báo nguồn vốn sẽ tăng trưởng trong năm 2010 với mức dự báo tương đối cao đạt 10 tỷ đôla Mỹ (HSBC).²³

Bất chấp lượng tiền gửi và tất cả các hình thức vốn đầu tư khác đều bị suy giảm, cả IMF và các ngân hàng đầu tư quốc tế đều tiên đoán về hiện tượng thiếu hụt hối đoái nghiêm trọng có thể châm ngòi cho một đợt tháo chạy tiền mặt và/hoặc đòi hỏi ngân hàng nhà nước phải tiêu hao hết lượng dự trữ chính thức. IMF đã chỉ ra rằng “đồng Việt Nam đang được định giá quá cao trong trung hạn” (theo đúng nghĩa), nhưng các thông báo chính thức của Việt Nam thì lại bày tỏ sự hài lòng đối với chính sách của chính phủ trong việc nới rộng biên độ và điều chỉnh tỷ giá trên cơ sở từng thời điểm khác nhau sẽ có những điều chỉnh khác nhau. Như đã chỉ ra trong hình 5 (phần II), đồng Việt Nam hiện đang được mua bán trên thị trường tự do với mức giá thấp hơn 4% so với giá chính thức, điều này cho thấy thị trường này tỏ ra ít lạc quan hơn so với IMF hay so với chính phủ về sức mạnh của tỷ giá hối đoái và về lượng dự trữ chính thức.

e. Tác động tới cân đối tài khoá

Những dự báo của IMF về hoạt động tài khoá năm 2009 của chính quyền trung ương được trình bày trong bảng 6. Mặc dù năm 2007 và năm 2008 là những năm ngoại lệ - vung tay quá trán trong năm 2007 và khắc phục các tàn tích trong năm 2008 - song chúng ta có thể lấy năm 2006 làm chuẩn để đánh giá ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng toàn cầu tới cán cân tài khoá của Việt Nam. Ở Việt Nam, cũng như ở hầu hết các nước khác, khủng hoảng khiến thâm hụt ngân sách chính phủ gia tăng đáng kể, tổng thâm hụt đã tăng từ 1% năm 2006 lên 8% GDP trong năm 2009. 5 trong số 7% điểm gia tăng thâm hụt ngân sách chính phủ này là do thu nhập giảm, hoàn toàn do thu nhập thuế dầu thô giảm như trong bảng 6 đã chỉ ra. Trong khi đó, điều đáng ngạc nhiên là thu nhập từ thuế đánh trên các sản phẩm phi dầu mỏ đã tăng 2% GDP bất chấp tỷ lệ tăng trưởng GDP thực được dự báo là sẽ giảm đi 4% trong năm 2009. 2% còn lại trong số 7% điểm gia tăng thâm hụt ngân sách chính phủ là do chi tiêu ngân sách tăng lên. Tổng chi tiêu của chính quyền trung ương dự báo trong năm 2009 sẽ đạt mức bằng (so với GDP) với mức của năm 2008 (28%). Tuy nhiên, dự báo năm 2009 cho thấy 2% sẽ chuyển từ chi tiêu vốn sang chi tiêu vãng lai, tức là chi tiêu vốn sẽ giảm 22% trên mỗi % GDP. Với cơ sở hạ tầng kinh tế xã hội còn yếu kém như ở Việt Nam (như đã trình bày trong phần II) thì bất kỳ sự suy giảm nào trong chi tiêu vốn cũng trở thành mối đe dọa triển vọng tăng trưởng dài hạn của đất nước.

²³ HSBC, Báo cáo kinh tế Việt Nam, số 24, phát hành ngày 8 tháng 7 năm 2009.

Bảng 6. Ngân sách chính quyền trung ương Việt Nam: 2005-2009 (theo % GDP)

	2005	2006	2007*	2008*	2009**
Cán cân tài khoá chính thức	0	1	-2	-2	-4
Tổng thu nhập	27	29	28	27	24
Thu nhập thuế từ dầu mỏ	8	9	7	6	3
Thu nhập thuế phi dầu mỏ	15	16	17	18	17
Thu nhập phi thuế	4	4	4	4	4
Tổng chi tiêu	27	28	30	29	28
Chi tiêu vãng lai	18	19	20	21	21
Chi tiêu vốn	9	9	10	8	7
Cán cân tài khoá	-5	-1	-5	-5	-8
Cán cân tài khoá chính thức	0	1	-2	-2	-4
Chi tiêu ngoài ngân sách	4	2	3	3	4
Vốn cấp	5	1	3	5	8
Trong nước (ròng)	3	0	2	4	7
Nước ngoài (ròng)	3	1	2	1	2
Chênh lệch	-1	0	2	0	0

Ghi chú: * ước tính; ** dự báo

Nguồn: IMF, Việt Nam Điều IV, báo cáo Tư vấn, tháng 4 năm 2009.

Thâm hụt tài khoá chính phủ tăng 8% GDP không phải là một vấn đề nghiêm trọng khiến IMF bận tâm, theo báo cáo tháng 4 năm 2009, song mặc dù IMF biết rằng thâm hụt có thể tăng nhiều hơn 8% khi nhiều biện pháp cùng lúc được chính phủ tuyên bố có thể tạo ra những nhân tố ảnh hưởng mới tới ngân sách. Mặc dù ở mức 8% GDP, chính phủ có nhu cầu đi vay một khoản tiền (khoảng 150 nghìn tỷ Việt Nam đồng hay 8.5 tỷ đôla Mỹ) đủ để làm tăng lãi suất thực và làm nản chí các hoạt động kinh tế tư nhân. Tuy nhiên, có quá ít thông tin chính thức và có quá nhiều hoài nghi về viễn cảnh kinh tế trong tương lai gần của nền kinh tế thế giới, vì thế, khó có thể đưa ra kết luận chính xác nào về tác động của cuộc khủng hoảng tới tính bền vững tài khoá ở Việt Nam.²⁴

IV. Triển vọng phục hồi và các hàm ý trong dài hạn đối với Việt Nam

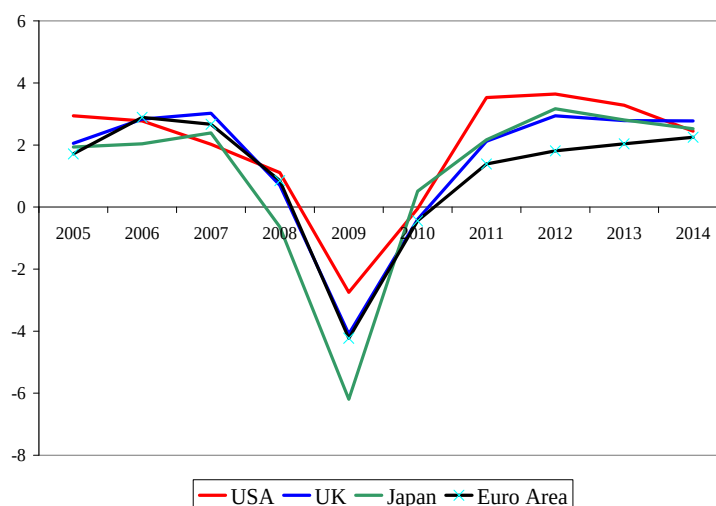
Đâu là những hàm ý rút ra được từ cuộc khủng hoảng đang diễn ra đối với triển vọng kinh tế và chiến lược tăng trưởng dài hạn của Việt Nam trong dài hạn? Câu trả lời nhất định là: còn tùy. Trước hết là phụ thuộc vào khả năng hồi phục tại Mỹ và các nước phát triển khác. Liệu các nước này có nhanh chóng lấy lại phong độ (phục hồi kinh tế hình chữ V), các nước phát triển có nhanh chóng thoát khỏi suy thoái hay suy thoái sẽ còn kéo dài (hồi phục kinh tế hình chữ L)? Điều phụ thuộc thứ hai là mức độ thành công của các cải cách điều tiết tài chính hiện đang được đặt ra ở Mỹ và các nước phát triển khác liệu có thể khôi phục lòng tin và sự ổn định của thị trường tài chính hay không. Tuy nhiên, những hàm ý chiến lược dài hạn đối với Việt Nam phụ thuộc vào chính những chiến lược định hướng thay thế mà Việt Nam đã theo đuổi thành công trong 15 năm qua.

²⁴ Ví dụ như có thể thấy rằng chính phủ chỉ thu được 27% nguồn vốn trong đợt phát hành trái phiếu mới đây và hiện đang nắm giữ 80 nghìn tỷ dự trữ tài khoá. Dragon Capital, "Báo cáo hàng ngày về thị trường tài chính Việt Nam", ngày 21 tháng 7 năm 2009.

i. Khả năng hồi phục

Liệu quá trình hồi phục kinh tế sẽ theo hình chữ V hay hình chữ L? Như đã chỉ ra trong phần III, IMF dự báo Việt Nam sẽ phục hồi theo hình chữ V. Kết luận này dựa ra dựa trên giả thiết hồi phục kinh tế hình chữ V sẽ diễn ra tại Mỹ và các nước phát triển khác, vì hồi phục kinh tế ở các nước phát triển chính là điều kiện cốt lõi để đưa các nước đang phát triển ra khỏi cuộc khủng hoảng mà sự suy sụp về kinh tế đã đẩy các nước này vào. Như trong hình 19 đã chỉ rõ, hồi phục kinh tế hình chữ V cho thấy tốc độ tăng trưởng GDP thực sẽ tăng lên tại các nước phát triển.

Hình 19. Dự báo của về tốc độ tăng trưởng GDP thực tại các nước phát triển tới năm 2014 (phần trăm)



Nguồn: IMF, Triển vọng kinh tế thế giới, tháng 4 năm 2009, dữ liệu trực tuyến

Tại sao IMF và các tổ chức quốc tế khác lại có thể lạc quan đến như vậy về khả năng hồi phục kinh tế tại các nước phát triển, có phải vì những dấu hiệu tốt đang diễn ra (tháng 9 năm 2009) và các nền kinh tế này đã suy thoái chậm chạp? Vấn đề đặt ra là liệu sau khi đã chạm đáy, các nước phát triển sẽ lấy lại đà tăng trưởng trước khủng hoảng trong 1 hay 2 năm hay không? Có thể là không, nhưng các cuộc suy thoái sau chiến tranh xảy ra tại Hoa Kỳ từ trước tới nay cho thấy điều này thường xảy ra, và nó đã xảy ra trong tất cả các đợt suy thoái sau chiến tranh tại Hoa Kỳ. Michael Mussa, cựu chuyên gia kinh tế chính ở IMF đã chỉ ra rằng cuộc khủng hoảng hiện thời cũng giống như các cuộc khủng hoảng trước đây đã xảy ra ở Mỹ, thậm chí mức độ suy giảm của đà tăng trưởng chạm đáy 3,2% còn là mức giảm thấp hơn so với 2 cuộc khủng hoảng sâu đã xảy ra trước đây (quý 1 năm 1959 - quý 3 năm 1959 và quý 1 năm 1975 - quý 3 năm 1976).²⁵ Trong 2 trường hợp này, quá trình suy thoái và hồi phục kéo dài 6 quý và quá trình hồi phục đã tăng trưởng từ đáy suy thoái khiến GDP thực tăng 10 và 11,5% tương ứng. Mussa biện luận rằng "Nhiều lý do cho thấy quá trình hồi phục kinh tế từ cuộc suy thoái hiện nay có thể giống với những lần phục hồi kinh tế của các cuộc suy thoái trước - dạng suy thoái và hồi phục theo hình chữ V".²⁶

Dự báo hồi phục kinh tế theo hình chữ V của IMF và các tổ chức quốc tế khác tỏ ra phù hợp với các giả thiết kinh tế - độ lệch chuẩn càng lớn so với mức trung bình (ví dụ như tốc độ tăng trưởng trung bình trong dài hạn) thì khả năng hồi phục về mức trung bình này càng lớn. Giả thiết này thường được áp dụng trong các dự báo kinh tế nhưng trong bối cảnh hiện nay thì nó có thể chưa chính xác vì một số diễn biến của cuộc khủng hoảng hiện thời chưa từng xảy ra trong các cuộc khủng hoảng trước.²⁷ Một khía cạnh quan trọng chưa từng xảy ra trước đây chính là quy mô toàn cầu của cuộc khủng hoảng - điều có thể khiến cho những biện pháp đã từng tỏ ra có hiệu quả trong các cuộc khủng hoảng đã diễn ra trong quá khứ sẽ tỏ ra kém hiệu quả hơn trong bối cảnh hiện nay. Trong các cuộc suy thoái đã diễn ra, việc mở rộng xuất khẩu đóng vai trò quan trọng trong việc kéo các nước ra khỏi khủng hoảng, nhưng biện pháp này có thể bị vô hiệu hoá (hoặc kém hiệu quả hơn) khi tất cả các nước đều cố gắng coi xuất khẩu là con đường thoát khỏi suy thoái.

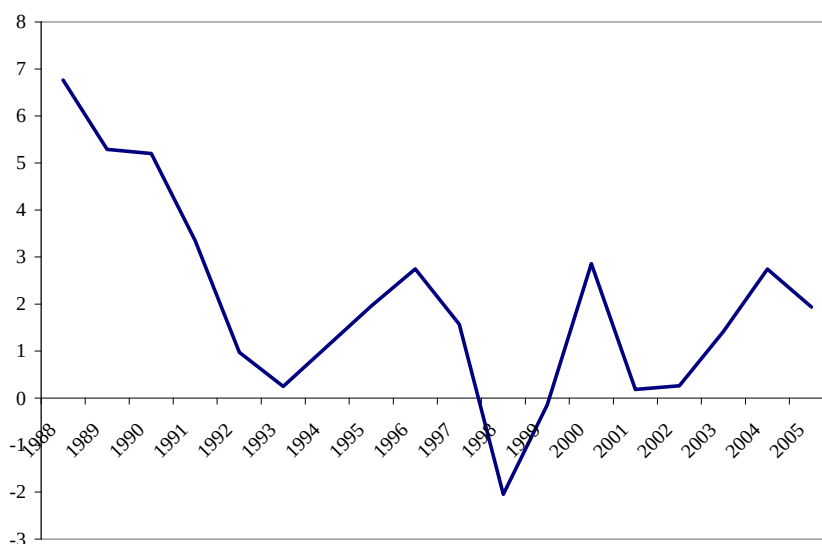
²⁵ Michael Mussa, "Suy thoái thế giới và hồi phục. Theo dạng chữ V hay chữ L?," Viện nghiên cứu Peterson về kinh tế quốc tế, chưa xuất bản, 7/4/2009.

²⁶ Ibid, trang 11.

²⁷ Simon Johnson và Peter Boone và James Kwak, "Kịch bản cơ sở: Sau G-20," Viện nghiên cứu Peterson về kinh tế quốc tế, chưa xuất bản, 7/4/2009.

Một khía cạnh khác chưa từng diễn ra của cuộc khủng hoảng hiện thời, đặc biệt tại Hoa Kỳ, là quy mô của các chính sách tài khoá được đặt ra để đối phó với cuộc khủng hoảng này. Từ trước tới nay, chính phủ Mỹ chưa bao giờ phải đối phó với một cuộc khủng hoảng với nhiều gói chính sách tài khoá được thực hiện đồng thời và đưa ra hàng loạt gói cứu trợ tài chính đối với doanh nghiệp với quy mô lớn như những gói cứu trợ mà chính phủ Mỹ đã đưa ra ở cuộc khủng hoảng này. Một hệ quả không thể tránh khỏi là phản ứng chính sách của nước Mỹ đang làm gia tăng vai trò quan trọng của chính phủ trong nền kinh tế.²⁸ Trong nửa thế kỷ đã qua, chi tiêu của chính quyền liên bang Mỹ đạt mức trung bình 20% GDP, với thu nhập từ thuế là 18%, thâm hụt ngân sách trung bình là 2%. Tuy nhiên, tác động của các biện pháp phục hồi kinh tế đã được đánh giá, theo Cơ quan Ngân sách Quốc hội Hoa Kỳ (CBO), rằng sau 10 năm (2020), chi tiêu chính phủ sẽ tăng lên mức 26% GDP và thâm hụt ngân sách sẽ đạt mức 8% GDP, trừ khi ngân sách từ thuế tăng lên khoảng 50%, từ 18 đến 26% GDP.²⁹ Thuế tăng và việc chính phủ cho các dự án quy mô lớn vay tiền thông qua CBO không làm cho đầu tư tư nhân tăng lên và làm giảm tốc độ tăng trưởng bình quân của nền kinh tế Mỹ trong dài hạn. Vì những lý do này, chúng ta không thể quá lạc quan giống như IMF về khả năng hồi phục kinh tế dạng chữ V. Có nhiều khả năng hồi phục đối với nền kinh tế Mỹ với vai trò là một nước lớn trong nền kinh tế thế giới, song cũng có thể nước Mỹ sẽ sa lầy trong kịch bản hồi phục hình chữ L giống như Nhật bản sau khi bong bóng nhà đất và cổ phiếu vỡ tan năm 1989. Hình 20 mô tả kịch bản hồi phục kinh tế hình chữ L ở Nhật bản.

Hình 20. Tốc độ tăng trưởng GDP thực ở Nhật bản: 1988-2005 (phần trăm)



Nguồn: IMF, *Triển vọng kinh tế thế giới*, tháng 4 năm 2009, dữ liệu trực tuyến

Thất bại khiến Nhật bản không thể hồi phục nhanh sau cuộc khủng hoảng tài chính năm 1989 là do các chính sách mà chính phủ đã sử dụng để phục hồi tăng trưởng, bao gồm “chính sách tài khoá chủ yếu tập trung vào các dự án nhà nước và mang lại lợi ích cho các công ty có liên quan đến những vấn đề chính trị ... và mức thâm hụt lớn trong chi tiêu ngân sách không chú trọng đầu tư tư nhân”,³⁰ cũng giống như mối quan ngại đang dấy lên đối với các chính sách hồi phục kinh tế đang bị chỉ trích của chính quyền Obama hiện nay.

ii. Các hàm ý trong dài hạn đối với Việt Nam

Việt Nam đã đạt được nhiều thành tựu quan trọng trong 15 năm qua, xét cả về tốc độ tăng trưởng lẫn tăng trưởng bền vững, nhưng cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu hiện nay đang làm sút mẻ những thành quả này và phủ bóng đen lên triển vọng tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ trong tương lai. Quá trình hội nhập của Việt Nam vào nền kinh tế thế giới thể hiện qua khối lượng thương mại và đầu tư nước ngoài vào nền kinh tế cũng là nhân tố đóng góp quan trọng vào thành công mà Việt Nam đã đạt được trong quá khứ, đồng thời cũng là nguồn lực tạo ra tăng trưởng nhưng đang phải chịu những tác động tiêu cực từ cuộc khủng hoảng toàn cầu. Hiển nhiên câu hỏi sẽ được đặt ra là Việt Nam cần thực hiện những biện pháp gì để giảm thiểu những tác động tiêu cực này đối với các khuyến khích tạo ra tăng trưởng?

²⁸ Robert J. Samuelson, “Hệ quả của một chính phủ lớn”, *Washington Post*, 13/7/2009. Ngay cả các con số này cũng tỏ ra quá lạc quan, theo Samuelson, vì chúng tạo ra giả thiết phi thực về chi tiêu cho những mục đích quốc phòng và phi quốc phòng.

²⁹ Cơ quan Ngân sách Quốc hội Hoa Kỳ, *Triển vọng ngân sách trong dài hạn*, tháng 6 năm 2009.

³⁰ Viện nghiên cứu toàn cầu Stratfor, “Suy thoái ở Nhật bản, phần 1: Nhìn nhận lại thập kỷ đã mất”, 23 tháng 6 năm 2009.

Trên thực tế, có rất nhiều cuộc tranh luận mới diễn ra về khu vực Đông Á: “các nền kinh tế Đông Á có thể giải phóng tiềm lực của họ khỏi nền kinh tế của các nước giàu và tiếp tục đạt được tăng trưởng bền vững một cách độc lập”.³¹ Có hai cơ chế có thể sử dụng để phát triển độc lập: một là dựa nhiều hơn vào thương mại giữa các nền kinh tế Châu Á với nhau, hai là dựa nhiều hơn vào tiêu dùng nội địa và xuất khẩu chỉ là một bộ phận của tổng cầu. Điều quan trọng là phải cân nhắc tới quy mô áp dụng hai biện pháp này vì chúng trực tiếp chi phối chiến lược tăng trưởng và có thể làm giảm phạm vi ảnh hưởng của các nền kinh tế Châu Á nói chung và của nền kinh tế Việt Nam nói riêng”.

Đông Á đã có đà tăng trưởng ấn tượng trong thập kỷ qua, xét trên phương diện thương mại nội vùng, vì vậy có thể coi việc tách khỏi thị trường các nước phát triển là một việc đang được thực hiện. Tuy nhiên, một nghiên cứu mới đây của Ngân hàng Phát triển Châu Á đã bác bỏ luận điểm này vì cho rằng tăng trưởng thương mại nội vùng ở khu vực Châu Á là kết quả của quá trình quốc tế hoá các kênh cung cấp hơn là do gia tăng cầu tiêu dùng tại Đông Á.³² Mặc dù 40% kim ngạch xuất khẩu của Châu Á là từ thương mại nội vùng, song nhu cầu nội vùng chỉ hấp thu 22% kim ngạch xuất khẩu của Châu Á, với 78% sản phẩm cuối cùng được xuất khẩu tới Mỹ, Nhật bản và Liên minh Châu Âu.³³ Mặc dù nhiều hoạt động thương mại nội vùng ở Châu Á là các hàng hoá trung gian, song phần lớn trong số đó cuối cùng sẽ được tái xuất dưới dạng hàng hoá cuối cùng tới thị trường Mỹ và Châu Âu, vì thế, sự sụt giảm của cầu tại các nước phát triển sẽ gây áp lực tới thương mại nội vùng cũng với mức độ nhiều như với xuất khẩu trực tiếp tới các nước phát triển. Thực tế là nhu cầu lớn nhất đối với hàng hoá mà các nước đang phát triển như Việt Nam có lợi thế so sánh chính là nhu cầu ở các nước phát triển, ít nhất là trong tương lai gần.

Một cơ chế tiềm tàng khác để Châu Á có thể phát triển độc lập về kinh tế là sản xuất nhiều hơn cho tiêu dùng nội địa và sản xuất ít hơn cho xuất khẩu. Trên thực tế, điều này là bình thường vì công nghiệp hoá diễn ra ở mọi quốc gia đã từng có giai đoạn tăng trưởng nhanh chóng và liên tục. Vì thu nhập bình quân đầu người tăng lên cùng với tăng năng suất trong các lĩnh vực công nghiệp nên chi tiêu cũng chuyển dần sang ưu tiên cho các hàng hoá phi thương mại (y tế, giáo dục, các dịch vụ quản trị điều hành, dịch vụ matxa, ...), làm tăng giá tương quan của hàng hoá và dịch vụ phi thương mại, đồng thời làm tăng tỷ trọng lao động và vốn chuyển từ sản xuất hàng hoá thương mại sang hàng hoá phi thương mại. Giá tương quan của hàng hoá phi thương mại tăng lên làm thay đổi tỷ giá hối đoái thực (ảnh hưởng Balassa-Samuelson) và khiến tốc độ tăng trưởng giảm, tỷ lệ tiêu dùng nội địa tăng, tiết kiệm và đầu tư giảm, giảm mức độ phụ thuộc vào xuất khẩu với tư cách là một bộ phận trong tổng cầu.³⁴ Nói cách khác là dần tách ra để phát triển độc lập.

Tiến trình chuyển dịch cơ cấu dài hạn từ sản xuất hàng hoá thương mại sang hàng hoá phi thương mại là tiến trình mà Trung Quốc đã làm nhưng đây lại không phải là điều thích hợp đối với Việt Nam trong giai đoạn mới phát triển. Xét về thu nhập bình quân đầu người, Trung Quốc có khoảng 15 năm đi trước Việt Nam.³⁵ Trung Quốc cũng có mức độ công nghiệp hoá cao hơn và cơ sở công nghiệp đa dạng hơn Việt Nam. Trung Quốc cũng ít phụ thuộc vào thương mại hơn, với tỷ trọng xuất khẩu-GDP chỉ bằng một nửa so với Việt Nam. Tỷ lệ tiết kiệm hộ gia đình và doanh nghiệp của Trung Quốc gần gấp đôi của Việt Nam, phản ánh cán cân tiêu dùng và tiết kiệm có tính chất thuyết phục hơn. Tầng lớp trung lưu ở Trung Quốc đóng vai trò quan trọng hơn trong nền kinh tế Trung Quốc và thu nhập thực tế của tầng lớp này tăng nhanh hơn so với ở Việt Nam, thể hiện các nguồn lực được giải phóng từ các hàng hoá thương mại đã được hấp thu triệt để hơn trong lĩnh vực phi thương mại với mức giá điều chỉnh thấp hơn so với ở Việt Nam.

Đối với Việt Nam, tại giai đoạn phát triển hiện thời, khó có chiến lược phát triển nào khác có thể được áp dụng ngoài chiến lược mà Việt Nam đã theo đuổi 15 năm qua, mặc dù chắc chắn là một số biện pháp có thể được áp dụng để chiến lược này vận hành có hiệu quả tốt hơn. Trong phần II, chúng tôi đã nhấn mạnh hai điểm yếu của nền kinh tế Việt Nam - khu vực doanh nghiệp tư nhân kém phát triển và sự phát triển chậm chạp của cơ sở hạ tầng kinh tế xã hội - những cản trở này đã tồn tại và ngăn cản tăng trưởng bền vững ở Việt Nam trước khi cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu diễn ra. Cuộc khủng hoảng lại làm tăng thêm thách thức mà chính phủ Việt Nam sẽ phải tìm cách đối đầu, trong đó chủ yếu là lượng nhu

³¹ Tom Holland, “Bạn không thể tách ra trong một kỷ nguyên toàn cầu hoá,” Thời báo buổi sáng Nam Trung Hoa, 26/6/2009.

³² Juthathip Jongwanich, William E. James, Peter Minor và Alexander Greenbaum, “Cấu trúc thương mại và chuyển dịch các yếu kém kinh tế tại các nước có thu nhập cao OECD sang các nước đang phát triển ở Châu Á,” Báo cáo công tác số 161, tháng 5 năm 2009.

³³ Hà Lan, 2009, op. cit.

³⁴ Nghiên cứu kinh nghiệm trong bài viết của William D. Nordhaus, “Thạm hoạ Baumol: Triển vọng kinh tế vĩ mô,” Tạp chí Kinh tế vĩ mô B.E., Số. 6, Bài số 9, 2008. (www.bepress.com/bejm/vol8/iis1/art9)

³⁵ Ở mức 7%/năm tỷ lệ tăng trưởng bình quân đầu người, Việt Nam cần 15 năm để đạt mức thu nhập bình quân đầu người của Trung Quốc hiện nay (2200 đôla Mỹ). ADB, các chỉ số quan trọng năm 2007 (<http://www.adb.org/statistics>)

cầu bên ngoài sụt giảm khiến xuất khẩu của Việt Nam gặp khó khăn trong vòng vài năm tới nếu không nói là trong thời gian dài hơn. Những khó khăn thách thức này không phải là lý do để tìm kiếm một chiến lược phát triển mới, song cần phải tăng thêm nguồn sinh lực cho chiến lược phát triển vốn vẫn vận hành tốt tại các nền kinh tế Châu Á đã thành công khác và chắc chắn sẽ vận hành tốt trong điều kiện của Việt Nam.

Cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu đòi hỏi Việt Nam phải nỗ lực nhiều hơn nữa nhằm (1) bảo vệ năng lực cạnh tranh về giá cả trong lĩnh vực thương mại hàng hoá, (2) thay đổi cấu trúc sâu sắc hơn trong sản lượng công nghiệp và quyền sở hữu, đòi hỏi tăng hiệu suất đầu tư; và (3) tăng cường cơ sở hạ tầng kinh tế, bao gồm hạ tầng hữu hình, các thể chế pháp lý, hệ thống tài chính, các hệ thống y tế và giáo dục. Tất cả các mục tiêu này đều vô cùng quan trọng đối với thành công trong dài hạn của Việt Nam trước khủng hoảng; và hiện nay, khi Việt Nam đang chịu nhiều tác động tiêu cực từ cuộc khủng hoảng toàn cầu thì chúng lại càng trở nên quan trọng hơn bao giờ hết. Một số thời cơ sẽ đến từ cuộc khủng hoảng nếu cuộc khủng hoảng tạo được khuyến khích để nhà cầm quyền giải quyết một cách có hiệu quả hơn những khó khăn thách thức này so với mức độ mà họ đã thực hiện trong quá khứ.³⁶ Nếu điều này xảy ra thì tăng trưởng bền vững của Việt Nam sau khủng hoảng có thể sẽ diễn ra mạnh mẽ hơn so với thời kỳ trước khi nổ ra cuộc khủng hoảng toàn cầu.

³⁶ Đây chính là cái mà chúng tôi gọi là “Cái khó bó cái khôn” trong trường hợp của Việt Nam (Khó khăn khiến người ta thông minh hơn).

Phụ lục: Nguyên nhân của cuộc khủng hoảng toàn cầu và đề xuất cải cách

Cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu đã nổ ra gần một năm nhưng vẫn còn nhiều tranh luận trong việc giải thích nguyên nhân của cuộc khủng hoảng này. Ở đây chúng tôi đưa ra cân nhắc hai cách tiếp cận, một coi cuộc khủng hoảng này là hệ quả của cơn hoảng loạn trong hệ thống ngân hàng “bóng râm” tại nước Mỹ (các tổ chức tài chính phi ngân hàng nhưng lại tham gia vào hoạt động cho vay – Người dịch), hai là bóc trần tất cả những sai lầm trên thị trường cho vay thế chấp bất động sản tại Mỹ - vốn được coi là ngòi nổ cho cuộc khủng hoảng hiện thời. Hai cách tiếp cận giải thích cuộc khủng hoảng được đưa ra như những giả thuyết cạnh tranh lẫn nhau, song theo quan điểm của chúng tôi, chúng nên được hiểu là những thành tố khác nhau, một tập trung vào các điểm yếu mang tính chất hệ thống khiến cho hệ thống dễ bị tổn thương khi xuất hiện tâm lý hoảng loạn, và một tập trung vào thất bại trong một bộ phận hệ thống tài chính châm ngòi cho cuộc khủng hoảng mang tính hệ thống. Tuy nhiên, hai cách tiếp cận này có những hàm ý khác nhau đối với những cải cách cần thiết để tránh lặp lại một cuộc khủng hoảng tương tự trong tương lai.

1. Cơn hoảng loạn trong hệ thống ngân hàng “bóng râm”

Điều đã xảy ra vào tháng 8/2007 và vẫn còn tiếp diễn cho đến hôm nay là cơn hoảng loạn trong hệ thống ngân hàng khiến người ta gợi nhớ tới những cơn hoảng loạn tài chính khác đã diễn ra ở Mỹ vào thế kỷ 19 và đầu thế kỷ 20.³⁷ Cơn hoảng loạn này diễn ra không phải trong hệ thống ngân hàng truyền thống mà là trong cái mà chúng ta gọi là “hệ thống ngân hàng bóng râm” - vận hành trên nền tảng bán buôn, có chức năng phục vụ các hãng kinh doanh hay các thế chế tài chính quy mô lớn, trong khi hệ thống ngân hàng truyền thống vận hành trên cơ sở bán lẻ cho các hộ gia đình và các công ty nhỏ. Điều chưa được biết đến trước tháng 8 năm 2007 là hệ thống ngân hàng bóng râm rất dễ bị tổn thương trước một cơn hoảng loạn với lý do giống như hệ thống ngân hàng bán lẻ trước những quy định điều tiết nghiêm ngặt về hoạt động ngân hàng và bảo hiểm tín dụng được áp dụng ở Mỹ năm 1934.

Để hiểu rõ về hệ thống ngân hàng bóng râm và tính dễ bị tổn thương của nó trước cơn hoảng loạn, cần so sánh nó với hệ thống ngân hàng bán lẻ truyền thống. Trong hệ thống ngân hàng bán lẻ, các ngân hàng phát hành nợ ngắn hạn có thể được đổi lấy tiền mặt, sau đó có thể dùng để cho vay đầu cơ tài sản. Khi thực hiện nghiệp vụ này, các ngân hàng đã cung cấp một dịch vụ xã hội có giá trị, huy động và phân bổ các nguồn lực tài chính để bôi trơn mọi hoạt động của nền kinh tế. Khi làm điều này, các ngân hàng cũng được trả phí dịch vụ và có thu nhập do được hưởng chênh lệch lãi suất giữa cái mà họ trả cho khoản tiền gửi tiết kiệm với cái mà họ thu được từ tiền cho vay. Chức năng xã hội này sẽ chấm dứt khi người gửi tiền nhận được thông tin khiến họ cho rằng tài sản của ngân hàng đang mất giá trị và không đủ để trả nghĩa vụ nợ đối với họ, họ liền tháo chạy khỏi ngân hàng bằng cách rút tiền gửi của mình. Nếu người gửi tiền không tin tưởng vào ngân hàng thì hệ thống sẽ gặp rắc rối, họ sẽ tháo chạy khỏi ngân hàng và hệ thống bị vỡ nợ rồi sụp đổ.³⁸ Năm 1934, sau một cơn hoảng loạn trong hệ thống ngân hàng, chính phủ Mỹ đã tiến hành bảo hiểm nợ ngân hàng (ký quỹ), hạn chế cạnh tranh bằng cách giám sát chặt chẽ việc gia nhập hệ thống ngân hàng và triển khai các quy định điều tiết nghiêm khắc hơn. Những biện pháp này đã khiến các cơn hoảng loạn trở thành câu chuyện lớn trong lịch sử hệ thống ngân hàng bán lẻ.

Tuy nhiên, trong lúc đó, hệ thống ngân hàng bóng râm đã phát triển và trở nên lớn mạnh hơn hệ thống ngân hàng bán lẻ.³⁹ Hệ thống ngân hàng bóng râm là nơi các hãng lớn gửi tiền mặt của họ và cấp vốn cho hoạt động đầu tư của họ.⁴⁰ Một điều quan trọng nữa khác với hệ thống ngân hàng bán lẻ là người gửi tiền và nhà đầu tư được tách rời nhau, mỗi cá nhân gửi tiền (người cho vay) được nhận ký quỹ từ đối tác đầu tư (người đi vay). Các giao dịch trong hệ thống ngân hàng bóng râm được tiến hành trên thị trường repo, nơi người cho vay cung cấp tiền mặt để đổi lấy tài sản ký quỹ mà người đi vay thoả thuận chuộc lại vào một ngày nhất định (thường là qua đêm); mặc dù trên thực tế, các hợp đồng repo thường được tiến hành luân phiên.

Chìa khoá để hiểu được tại sao hệ thống ngân hàng bóng râm lại dễ bị tổn thương khi có hoảng loạn nằm ở tính chất của tài sản ký quỹ trên thị trường repo. Một tỷ lệ lớn tài sản ký quỹ trên thị trường repo

³⁷ Đây là luận điểm của Gary Gorton, “Cuộc hoảng loạn năm 2007,” Đại học Yale, chưa công bố, 25/8/2008; Gary Gorton, “Vỗ vào mặt bởi bàn tay vô hình: Ngân hàng và cuộc hoảng loạn năm 2007,” Đại học Yale, chưa công bố, 9/5/2009.

³⁸ Trong cơn hoảng loạn, hệ thống bị vỡ nợ do không ai muốn mua tài sản của tất cả các ngân hàng trong hệ thống.

³⁹ Vì nó ở trong bóng râm, nên không có số liệu thống kê chính thức nào về hệ thống ngân hàng bóng râm, nhưng tài sản của hệ thống này ước chừng 12 nghìn tỷ đôla Mỹ. Tài sản của hệ thống ngân hàng bán lẻ là khoảng 10 nghìn tỷ đôla.

⁴⁰ Lưu ý rằng hệ thống ngân hàng bán lẻ không được sử dụng như các thế chế tài chính có hàng trăm triệu đôla tiền mặt vì bảo hiểm tiền gửi chỉ được hạn chế trong số tiền gửi từ 100000 đôla.

được tạo ra thông qua quá trình cổ phiếu hoá.⁴¹ Quá trình này giúp tạo ra những tài sản tài chính ngoài tiền mặt hấp dẫn hơn (ví dụ như bất động sản thế chấp, thẻ tín dụng, các khoản vay mua ô tô) làm mất cân đối cán cân của các tài khoản ngân hàng, tạo ra khoản vay và bán cho các nhà đầu tư dưới dạng tài sản được chứng khoán hoá (ABS), đến lượt mình lại trở thành tài sản ký quỹ trên thị trường repo.⁴² Như Gorton đã chỉ rõ, “repo về bản chất là ký quỹ ngân hàng” nhưng được xây dựng trên tài sản được chứng khoán hoá dưới dạng tài sản ký quỹ hơn là dưới dạng bảo hiểm tiền gửi như trong hệ thống ngân hàng bán lẻ.⁴³ Ở thị trường repo, tài sản ký quỹ được thế chấp có thể tạo ra chênh lệch giữa giá trị thị trường của tài sản ký quỹ đó và số tiền cho vay. Chênh lệch này là thước đo rủi ro của tài sản ký quỹ, trong điều kiện thông thường thì thường ở mức thấp nhất vì các ngân hàng lớn nhất và danh tiếng nhất thế giới luôn đứng đằng sau các khoản nợ được ký quỹ trên thị trường.

Điều châm ngòi cho cơn hoảng loạn trong hệ thống ngân hàng bóng râm ở Mỹ chính là tỷ lệ vỡ nợ tăng lên ngoài dự đoán trên tài sản thế chấp sau một thập kỷ dài tăng giá, giá nhà đất bắt đầu ngừng tăng vào đầu năm 2007.⁴⁴ Sự xáo trộn trên thị trường cho vay dưới chuẩn không phải là nguyên nhân gây ra khủng hoảng vì tỷ trọng vỡ nợ trên tài sản thế chấp so với tài sản được chứng khoán hoá chỉ là rất nhỏ và có thể được hấp thu dễ dàng mà không khiến cả hệ thống gặp nguy hiểm. Vấn đề là ở chỗ thông tin về khu vực tài sản thế chấp bị “nhiễm độc” trong hệ thống đã bị mất trong quá trình chứng khoán hoá. Người ký quỹ trên thị trường repo không biết phân đoạn nào trên thị trường đang gặp rắc rối và lo ngại về tính thanh khoản của tài sản ký quỹ của nhà đầu tư đi vay. Chính điều này đã tạo ra tâm lý hoảng loạn vào tháng 8 năm 2007, kéo theo đó là sự sụt giảm giá trị của tất cả các tài sản đã được chứng khoán hoá - trong khi phần lớn những tài sản này không liên quan đến thị trường cho vay thế chấp dưới chuẩn và cũng không bị tác động bởi hiện tượng sụt giảm giá nhà đất. Kết quả là tính thanh khoản trên thị trường repo ngay lập tức suy giảm, như Hình 6 đã minh hoạ hiện tượng lao dốc trên diện rộng của Lãi suất liên ngân hàng Luân đôn (LIBOR) và lãi suất Kho bạc Mỹ tháng 8 năm 2007.⁴⁵ Sự sụt giảm này trở nên nghiêm trọng hơn vào tháng 10 năm 2008 khi nỗi sợ hãi lan ra khắp thị trường repo sau khi Lehman Brothers sụp đổ và AIG phải được chính phủ Mỹ cứu trợ để thoát khỏi bờ vực phá sản.

Chênh lệch giữa lãi suất Kho bạc Mỹ với LIBOR phản ánh một cuộc tháo chạy. Khi tất cả các hãng đều muốn giữ tiền mặt thì giá tài sản ký quỹ sẽ giảm để thu hút người mua, khiến cho chênh lệch trong nợ cơ cấu tăng lên từ tháng 8 năm 2007 như hình 7 đã chỉ ra. Chênh lệch trên thị trường repo tăng lên tương đương với việc rút tiền gửi khỏi hệ thống ngân hàng bán lẻ, điều này đòi hỏi các ngân hàng (với tư cách là người vay tiền hay người bơm vốn) phải bán tài sản ký quỹ, khiến giá của những tài sản này càng giảm xuống và khiến cho toàn bộ hệ thống lâm vào tình trạng vỡ nợ.

⁴¹ Theo Gorton, 2009, op.cit. trang 29 ghi rõ, “Thị trường repo theo truyền thống bị giới hạn bởi chứng khoán kho bạc Hoa Kỳ, nhưng trong 25 năm trở lại đây đã tăng trưởng mạnh và chấp nhận nhiều loại trái phiếu làm tài sản ký quỹ.”

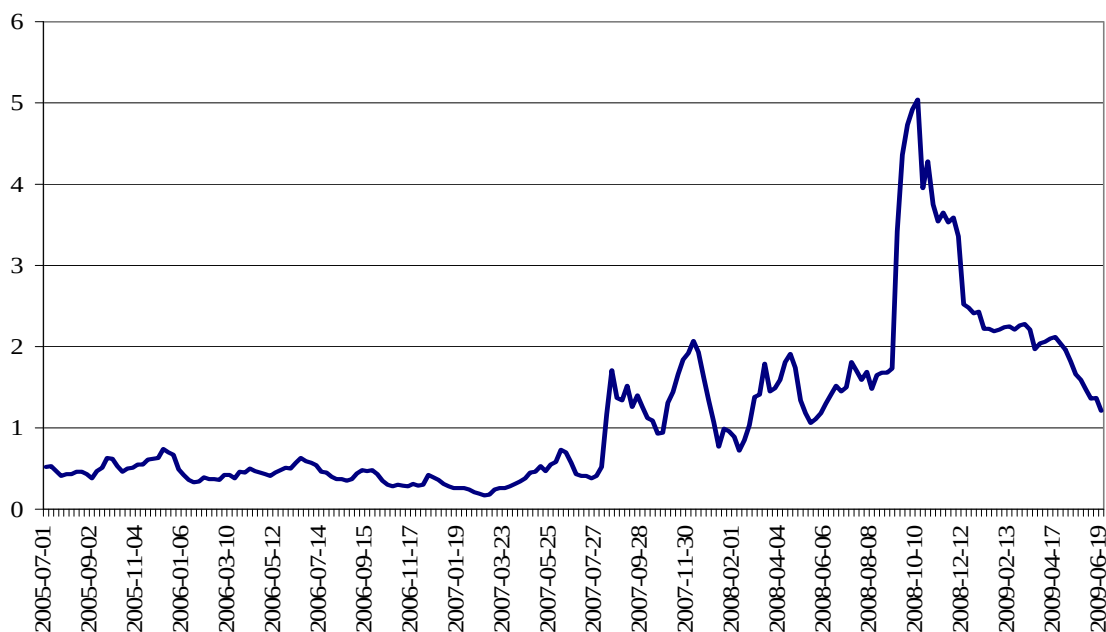
⁴² Trong những năm gần đây, một nửa các khoản vay ngân hàng được chứng khoán hoá và làm mất cân đối cán cân tài khoản trong các ngân hàng. Đây chính là bản chất thực của hệ thống ngân hàng bóng râm.

⁴³ Ibid. trang 33.

⁴⁴ Không gì cho thấy giá tài sản ký quỹ có thể giảm và cả người cho vay lẫn người đi vay đều không cảm nhận được xu thế này dù đứng trên quan điểm của bên nào. Thậm chí giá nhà đất còn được dự báo là sẽ tăng lên.

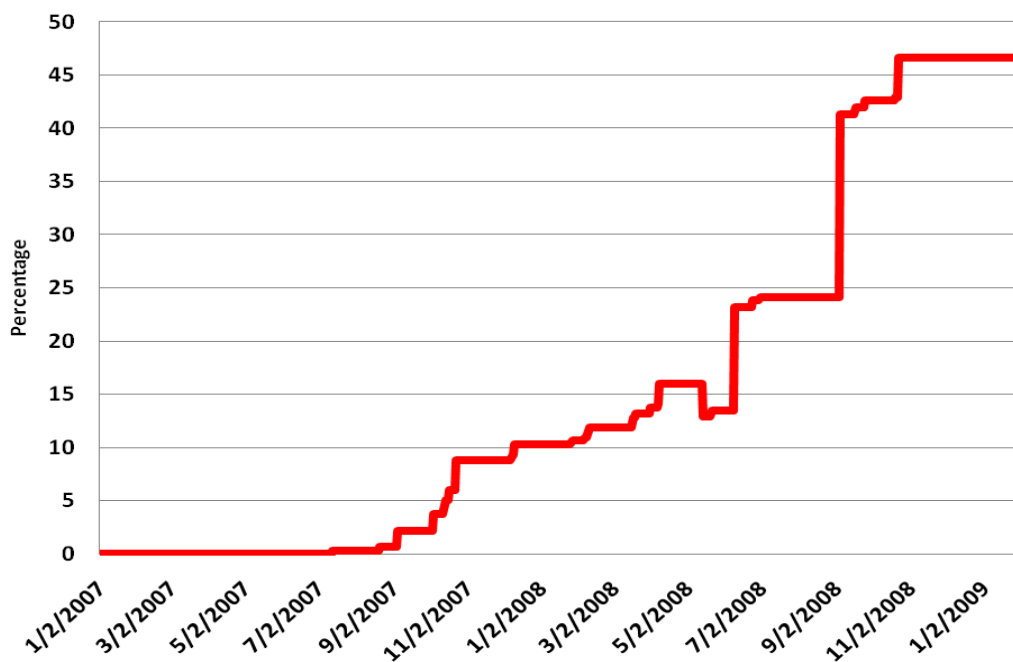
⁴⁵ Trong điều kiện bình thường, tài sản ký quỹ repo (trái phiếu ký quỹ của các ngân hàng lớn nhất thế giới) được coi là không có rủi ro như trái phiếu ngắn hạn của Kho bạc Hoa Kỳ - tài sản ít rủi ro nhất trong hệ thống. Như vậy, TED đã cho thấy hiện tượng sụt giảm tính thanh khoản của các tài sản ký quỹ trên thị trường repo.

Hình 6. Phần trăm chênh lệch giữa lãi suất kỳ hạn 3 tháng của Kho bạc Hoa Kỳ với LIBOR



Nguồn: Cơ quan Dự trữ liên bang, dữ liệu trực tuyến.

Hình 7. Chênh lệch giá repo (phần trăm giảm) trong nợ cơ cấu



Nguồn: Gary Gorton, 2009, *op.cit.* trang 33.

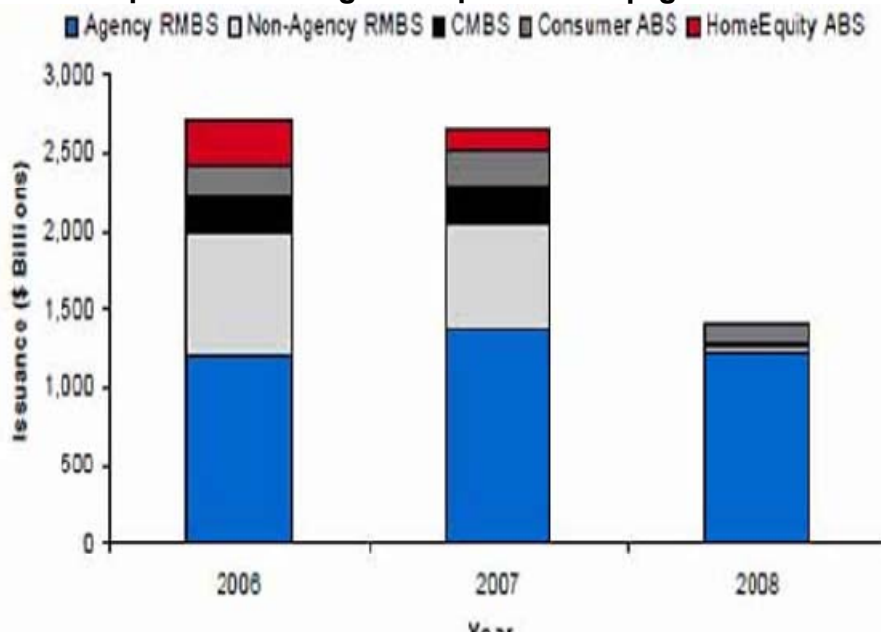
Mức độ thiệt hại mà cơn hoảng loạn đã gây ra đối với hệ thống tài chính Hoa Kỳ được mô tả trong Hình 8. Phần cao hơn thanh ngang trên đồ thị đã biến mất trong năm 2008 cho thấy không còn nguồn vốn cấp cho các cổ phiếu bất động sản ký quỹ (RMBS), các cổ phiếu thương mại ký quỹ, các cổ phiếu tài sản tiêu dùng ký quỹ (các khoản cho sinh viên vay, thẻ tín dụng và cho vay mua ô tô) và các khoản vay mua nhà trong năm 2008. Chỉ có một điều duy nhất rời bỏ thị trường tín dụng bán buôn là chứng khoán công ty ký quỹ được bán thông qua các doanh nghiệp được chính phủ bảo trợ (Fannie Mae và Freddie Mac) bằng nguồn vốn của chính phủ.⁴⁶ Điều này có nghĩa là, theo một nhà quan sát tài chính, “cơ chế tín dụng của phố Wall đã phân biệt hoá 40% lượng tiền chảy vào nền kinh tế”.⁴⁷ Khu vực ngân hàng bán lẻ

⁴⁶ Mike Whitney, “Phân biệt hoá hệ thống tài chính: Thời điểm thu chênh lệch cho những người nắm giữ trái phiếu,” Lời khuyên của thị trường, 12/3/2009, www.marketoracle.co.uk.

⁴⁷ Ibid.

thường rất tài tình trong việc ứng biến nhưng khu vực ngân hàng bán buôn thì lập tức bị đóng băng bởi nỗi sợ hãi của các nhà đầu tư.⁴⁸

Hình 8. Cổ phiếu tiêu dùng và Cổ phiếu bất động sản: 2006-2008



Nguồn: Mike Whitney, "Phân biệt hoá hệ thống tài chính: Thời điểm thu chênh lệch cho những người nắm giữ trái phiếu," *Lời khuyên của thị trường*, 12/3/2009.

Trước khi xem xét đâu là nguyên nhân dẫn đến sự xáo trộn trên thị trường cho vay thế chấp dưới chuẩn ở Hoa Kỳ - được coi là ngòi nổ cho cơn hoảng loạn làm chấn động hệ thống ngân hàng bóng râm tại đây - thì việc xem xét vai trò của đảo nợ tín dụng (CDS) trong hệ thống ngân hàng bóng râm là một điều cần thiết.⁴⁹ CDS có nghĩa là người cho vay có thể giảm bớt tiếp xúc với người đi vay bằng cách trả một khoản phí cho người môi giới CDS để đổi lấy một khoản tiền bảo hiểm cho trường hợp người đi vay không trả được nợ (thu hồi tài sản ký quỹ). Người môi giới CDS đến lượt họ có thể bảo đảm cho người cho vay bằng cách trả một khoản tiền cho một thực thể tham gia thị trường khác để bảo đảm chống lại khả năng vỡ nợ của người đi vay đầu tiên. Trên nguyên tắc, việc chuyển đổi rủi ro người đi vay đầu tiên không trả được nợ từ đối tượng này sang đối tượng khác có thể tiếp tục gần như mãi mãi, đến mức tổng giá trị danh nghĩa của các CDS vào khoảng 50 nghìn tỷ đôla.⁵⁰ Tuy nhiên, điều quan trọng là mức rủi ro trong hệ thống được chuyển từ khoản cho vay ban đầu chứ không phải từ các CDS sau đó - những CDS có vai trò chuyển rủi ro từ bộ phận này sang bộ phận khác. Lý do khiến các CDS có liên đới tới cuộc khủng hoảng hệ thống ngân hàng bóng râm là quá nhiều rủi ro cổ hữu trong các MBS và các CDO khác được sử dụng làm tài sản ký quỹ trên thị trường repo đã được lưu chuyển vòng quanh hệ thống thông qua các CDS. Không nghi ngờ gì nữa, chính các CDS đã góp phần vào việc làm thất lạc thông tin về những cam bẫy nợ thế chấp, nhưng chúng lại không phải là nguyên nhân trực tiếp gây ra những rủi ro tạo ra khủng hoảng của hệ thống.⁵¹

Theo Giáo sư Gary Gorton, người đầu tiên đưa ra giả thiết về khủng hoảng hệ thống ngân hàng, thì cuộc khủng hoảng này được châm ngòi bởi sự hỗn loạn trên thị trường cho vay thế chấp vì "tài sản thế chấp và các cổ phiếu thế chấp giống nhau ở chỗ chúng đều đặc biệt nhạy cảm trước hiện tượng sụt giảm giá nhà đất, tạo ra vấn đề về thông tin đối với nhà đầu tư khi bong bóng nhà đất tan vỡ."⁵² Ông biện luận rằng không có vấn đề tương tự nào tồn tại với quá trình cổ phiếu hoá, mặc dù "các tiến trình cổ phiếu hoá khác không nhạy cảm đến thế trước giá tài sản và vì thế nó không dễ bị tổn thương trước bong bóng nhà đất"⁵³

⁴⁸ Xem, Olivier Blanchard, "(Gần như) không có gì đáng sợ bằng chính nỗi sợ đó," *Tạp chí Nhà kinh tế*, 29/1/2009.

⁴⁹ Nghiệp vụ này được giải thích đặc biệt rõ bởi Peter J. Wallison, "Tất cả những gì bạn muốn biết về Đảo nợ tín dụng nhưng là những điều chưa bao giờ được nói ra," *AEI Triển vọng dịch vụ tài chính*, Tháng 12 năm 2008.

⁵⁰ Nếu giả thiết tài khoản được đảo hai lần thì tổng giá trị danh nghĩa của các CDS rơi vào khoảng 25 nghìn tỷ đôla. Nhưng, theo Wallison (ibid, trang 7) đã nêu thì "lượng tiền này thường chính là số tiền có thể mất đi của tất cả các CDS vào bất kỳ thời điểm nào vì bên bán phải giảm giá bởi bên mua. Wallison ước tính giá trị danh nghĩa ròng của các CDS chỉ rơi vào khoảng 2,5 nghìn tỷ đôla.

⁵¹ Theo Wallison, ibid, lợi ích từ các CDS, thông qua việc cung cấp công cụ quan trọng để quản lý rủi ro và phát tán thông tin (liên quan đến các khoản phí CDS) về mức độ rủi ro của hệ thống có thể cao hơn nhiều chi phí của chúng.

⁵² Gorton, 2009, op.cit. trang 67.

⁵³ Ibid, trang 68.

Theo quan điểm này, thị trường cho vay thế chấp dưới chuẩn đã châm ngòi cho cuộc khủng hoảng nhưng vấn đề chính và những giải pháp trước tình thế hiện tại nằm ở chỗ khác.

2. Xáo trộn trên thị trường cho vay thế chấp dưới chuẩn

Cách tiếp cận thứ hai để giải thích nguyên nhân cuộc khủng hoảng tài chính tập trung vào hàng loạt các thất bại có mối quan hệ tương tác lẫn nhau trên thị trường cho vay thế chấp dưới chuẩn ở Hoa Kỳ - thất bại trong chính sách vĩ mô, thất bại chính trị/chính phủ, thất bại điều tiết và thất bại thị trường.⁵⁴ Nhiều quan điểm đồng tình với lập luận cho rằng có nhiều nhân tố đóng vai trò quan trọng trong việc tạo ra nguyên nhân của cuộc khủng hoảng, nhưng các quan điểm tỏ ra bất đồng trước tầm quan trọng của mỗi nhân tố đó, vì thế các cuộc tranh luận vẫn diễn ra xung quanh các ưu tiên cải cách hệ thống để ngăn ngừa một cuộc khủng hoảng tương tự trong tương lai.

a. Thất bại trong chính sách vĩ mô

Khủng hoảng thị trường cho vay thế chấp dưới chuẩn xảy ra sau đợt bùng nổ thị trường nhà đất Mỹ từ năm 2002 đến 2006, với mức giá nhà đất trung bình thực (điều chỉnh theo tỷ lệ lạm phát) tăng với tốc độ 8,8%/năm và tổng giá trị cho vay thế chấp tăng 10% mỗi năm. Trong giai đoạn bong bóng nhà đất, tỷ lệ cho vay đối với người đi vay không đủ tiêu chí nằm dưới mức thông thường (vay thế chấp và vay Alt-A) tăng từ 9 lên 34%.⁵⁵ Nhu cầu nhà đất và nhu cầu thế chấp để có tiền mua nhà đất đã được khuyến khích bởi tín dụng dễ dãi và lãi suất cho vay thực ở mức thấp, phối hợp với kỳ vọng quá cao từ phía người mua cho rằng giá nhà đất còn có thể tiếp tục lên cao mãi. Lãi suất ở mức thấp lịch sử này là hệ quả của việc điều chỉnh chính sách tiền tệ của Ngân hàng liên bang⁵⁶ và “sự mất cân đối toàn cầu” góp phần làm lãi suất thấp hơn do các ngân hàng trung ương nước ngoài mua vào một lượng lớn trái phiếu Kho bạc của Hoa Kỳ (đặc biệt là Trung Quốc và Nhật Bản) nhằm cải thiện thặng dư trong tài khoản vãng lai của họ và bù đắp thâm hụt nghiêm trọng đang tiếp tục gia tăng trong tài khoản vãng lai của Hoa Kỳ.⁵⁷

Với mức lãi suất thấp kỷ lục và giá nhà đất cao chưa từng có, cũng dễ hiểu khi người mua nhà đua nhau đi vay trên thị trường thế chấp. Nhưng tại sao các ngân hàng lại sẵn lòng cho những người chưa đạt chuẩn được vay tiền và ngày càng dựa vào vốn vay nhiều hơn? Một câu trả lời có thể đưa ra là mức lãi suất thấp khiến các ngân hàng sẵn sàng chấp nhận cả những khoản vay rủi ro nhằm duy trì doanh thu từ phí cho vay và đạt lợi tức cao hơn từ các tài sản rủi ro hơn. Cách giải thích này đã tỏ ra đúng đắn trong trường hợp Trung Quốc và các chính sách quay vòng (hơn là điều chỉnh) của nước này đối với thặng dư tài sản vãng lai.⁵⁸ Tuy nhiên, cách giải thích này không giải thích được tại sao các ngân hàng lựa chọn sử dụng vốn rẻ của các ngân hàng trung ương nước ngoài để cho vay một cách bừa bãi đối với những đối tượng mua nhà chưa đủ tiêu chuẩn hoặc đã vay quá nhiều. Việc đổ lỗi cho sự mất cân đối toàn cầu nói chung và chính sách vĩ mô của Trung Quốc nói riêng thì chẳng khác gì việc một đứa trẻ hư biện hộ với mẹ nó rằng “ma quỷ đã xui khiến con làm như vậy.”

b. Thất bại chính trị

Một cách giải thích thuyết phục hơn là chính phủ Mỹ (chứ không phải ma quỷ) đã khuyến khích và tạo điều kiện thuận lợi, thậm chí kêu gọi các ngân hàng chấp nhận những khoản cho vay dưới chuẩn. Theo Đạo luật tái đầu tư cộng đồng (1977), nhân viên thẩm định các khoản vay của ngân hàng được yêu cầu phải xác định rõ xem ngân hàng có phân biệt đối xử đối với tài sản thế chấp hay không. Tuy nhiên, vào giữa năm 1990, quy định này đã được thay đổi yêu cầu ngân hàng chỉ rõ xem họ có đủ số lượng cho vay cần thiết dành cho người vay có thu nhập thấp và trung bình hay không, thậm chí họ có sử dụng những thực tiễn cho vay “linh hoạt và sáng tạo” để đạt được hạn ngạch cho vay hay không.⁵⁹ Các ngân hàng cũng nhận được các khoản trợ cấp trực tiếp từ nhiều cơ quan liên bang (FHLB và FHA) nhằm giúp các ngân hàng cho vay dưới chuẩn. Tuy nhiên, chính các doanh nghiệp được chính phủ đỡ đầu, công ty

⁵⁴ Loại thất bại thứ 5 có thể được coi là “thất bại đạo đức”. Vào thời điểm bắt đầu cuộc khủng hoảng, dư luận chính trị tập trung buộc tội hiện tượng “tham nhũng và háms lợi” ở phố Wall, trong khi các chính trị gia tiếp tục khai thác chủ đề này thì các nhà kinh tế và các nhà phân tích khác đã tìm thấy câu trả lời đầy đủ hơn ở nơi khác. Trên thực tế, ít trường hợp tham nhũng đóng vai trò quan trọng trong việc tạo ra khủng hoảng, và thói háms lợi cũng có thể được hiểu như thành công hay thất bại của hệ thống kinh tế.

⁵⁵ Charles W. Calomiris, “Rối loạn thị trường tài sản thế chấp: Điều gì cũ, Điều gì mới và điều gì tiếp theo,” bản thảo chưa công bố, 3/10/2008.

⁵⁶ Theo IMF, Triển vọng kinh tế thế giới, tháng 10/2008, “...ở nước Mỹ và với quy mô hẹp hơn ở khu vực đồng euro và Nhật bản, chính sách lãi suất được áp dụng hiện đang thấp hơn mức mà định luật Taylor đã đề ra.”, trang 22.

⁵⁷ Người tiên phong trong giả thiết về mất cân đối toàn cầu là Martin Wolf, Tạp chí Tài chính quốc tế, Đại học Johns Hopkins, 2008, ông cho rằng mất cân đối toàn cầu có thể dẫn đến hiện tượng tháo chạy khỏi đồng đôla và gây ra khủng hoảng toàn cầu. Tuy nhiên, khi khủng hoảng ngân hàng nổ ra, đã xuất hiện việc thu mua chứ không phải là bán tháo đồng đôla.

⁵⁸ Xem Wolf, op.cit.

⁵⁹ Peter J. Wallison, “Nguồn gốc thực sự của cuộc khủng hoảng tài chính này,” AEI trực tuyến, 19/2/2009.

Fannie Mae và Freddie Mac, là những kẻ “đầu tầu” cho các khoản cho vay dưới chuẩn. Dưới sức ép của Quốc hội nhằm “tạo điều kiện cho người dân Mỹ có nhà”, Fannie Mae và Freddie Mac đã mua tới 1,5 nghìn tỷ đôla Mỹ (một nửa nợ tồn đọng) các tài sản thế chấp thiếu lành mạnh. Có thể thấy rằng “nếu không có sự can thiệp của Fannie Mae và Freddie Mac vào hoạt động thu mua các tài sản thế chấp từ năm 2004 thì tổng số tài sản thế chấp không lành mạnh có thể chỉ ở mức bằng một nửa so với giá trị hiện tại vì Fannie Mae và Freddie Mac đưa số tài sản thế chấp loại này vào thị trường nhiều hơn là rút ra”.⁶⁰

c. Thất bại trong điều tiết

Bên cạnh thất bại chính trị góp phần tạo nên khủng hoảng, còn có những thất bại trong điều tiết.⁶¹ Theo các quy định điều tiết, các ngân hàng được phép có những yêu cầu về vốn để tham gia thị trường chứng khoán. Bằng cách chứng khoán hoá các tài sản thế chấp, các ngân hàng có thể chuyển tài sản không lành mạnh khỏi bảng cân đối tài sản của họ, nơi họ có yêu cầu về vốn thấp hơn so với số thực mà họ giữ trong bảng cân đối tài sản.⁶²

Các nhà điều tiết cũng xác nhận sự thiếu hụt trong việc đánh giá rủi ro và tăng cường kỷ luật ở các ngân hàng. Thiếu thông tin hơn chính các ngân hàng được điều tiết, họ chủ yếu dựa vào các đánh giá rủi ro liên ngân hàng và quan điểm của các cơ quan xếp hạng đang được trả thù lao bởi chính các ngân hàng có tài sản mà họ xếp hạng.⁶³

Các nhà điều tiết bị cản trở khi làm nhiệm vụ tăng cường kỷ luật ở các ngân hàng. Nếu các ngân hàng quá lớn để có thể đổ vỡ sau đó có nảy sinh vấn đề về đạo đức nghề nghiệp thì các ngân hàng này vẫn kỳ vọng nhận được sự bảo lãnh giúp họ thoát khỏi những rủi ro quá lớn, chính điều này đã khiến cho các cơ quan quản lý nhà nước không thể tăng cường kỷ luật tại các ngân hàng. Nhận định này đã được chứng tỏ khi “sau khi Bear Sterns được Bộ Tài chính Mỹ và Cục Dự trữ liên bang Mỹ bảo lãnh vào tháng 3 (2008), Lehman, Merrill Lynch, Morgan-Stanley và Goldman Sachs đã ngồi chơi 6 tháng để chờ đợi những tiến triển trên thị trường (có thể là một dấu hiệu khả quan trên thị trường hay sự cứu trợ mà chính phủ dành cho).”⁶⁴

d. Thất bại thị trường

Thất bại thị trường thường được coi là nguyên nhân của cuộc khủng hoảng trên thị trường thế chấp mà các nhà kinh tế gọi là “vấn đề người ủy thác – người nhận ủy thác” hay hiện tượng người lao động hành động vì lợi ích của bạn hơn là vì lợi ích của chính anh ta - vấn đề mà các cổ đông ngân hàng có quyền kiểm soát hội đồng quản trị đại diện cho họ trong khi hội đồng này lại kiểm soát các giám đốc điều hành và các nhà quản lý cấp cao của ngân hàng, những người này lại kiểm soát các nhà quản lý tài sản và các nhân viên thẩm định vốn vay. Những vấn đề này đã khiến tạo ra một hệ thống khuyến khích nhân viên ngân hàng thông qua những khoản tiền thưởng tính trên tăng trưởng thu nhập ngắn hạn và tăng trưởng tài sản, đẩy họ đến chỗ sẵn sàng chấp nhận những rủi ro không phục vụ lợi ích dài hạn của các cổ đông.

Nguyên nhân chủ yếu nhưng không phải là duy nhất của những vấn đề về cơ chế khuyến khích kiểu này là một sáng kiến trong ngành ngân hàng có tên là “khởi tạo và phân phối” (khác với mô hình truyền thống là khởi tạo rồi cầm giữ). Thông qua quá trình chứng khoán hoá, các ngân hàng có thể “rũ bỏ” các khoản vay mà họ khởi tạo và có thêm vốn để tiếp tục cho vay nhiều hơn nữa. Như Mishkin đã chỉ ra, “các ngân hàng có động cơ duy trì mức vốn cho vay vì điều này cho phép họ kiếm được các khoản phí, nhưng họ không có động cơ để duy trì chất lượng của các khoản cho vay”.⁶⁵

Vấn đề về “người ủy thác – người được ủy thác” được coi là một thất bại thị trường, bởi vì theo lý thuyết kinh tế, điều này là do thông tin không đầy đủ và bất cân xứng. Tuy nhiên, trong thực tế, chính trị và quản lý nhà nước cũng góp phần tạo ra khó khăn. Calomiris chỉ ra rằng “nhiều bộ luật và quy định điều chỉnh thị trường đối với sự kiểm soát trong các ngân hàng thương mại khiến các cổ đông không thể

⁶⁰ Charles W. Calomiris, “Cách tân, điều tiết và cải cách tài chính,” Tạp chí Cato (số tới), tháng Hai năm 2009, trang 6.

⁶¹ Lưu ý, phân biệt giữa thất bại chính trị/chính phủ với thất bại điều tiết là một việc khó vì các quy định điều tiết được đặt ra thông qua tiến trình chính trị trong quá trình lập pháp và được thực thi bởi chính phủ. Thất bại chính trị (theo Tarr) mà chúng ta nói đến ở đây là các động thái chính trị làm “hy sinh lợi ích xã hội lớn hơn để thoả mãn những mục tiêu nhỏ hơn”, David Tarr, “Thất bại chính trị, điều tiết và Thị trường là nguyên nhân gây ra cuộc khủng hoảng tài chính tại Hoa Kỳ: những bài học rút ra”, chưa xuất bản, ngày 24/12/2008.

⁶² Charles W. Calomiris, “Xáo trộn trên thị trường cho vay dưới chuẩn: Điều gì cũ, điều gì mới và điều gì tiếp theo,” bản thảo chưa xuất bản, 2/10/2008.

⁶³ Calomiris, op.cit. 2009, trang 11

⁶⁴ ibid.

⁶⁵ Frederic Mishkin, “Mất mát từ các khoản cho vay: bài học từ sự đổ vỡ của thị trường cho vay thế chấp,” 29/2/2008.

kỷ luật các giám đốc điều hành trong các ngân hàng thương mại”.⁶⁶ Hơn nữa, các cơ quan quản lý nhà nước, thông qua việc cho phép các ngân hàng đánh giá rủi ro của tài sản thế chấp sử dụng những mô hình rủi ro phi thực tế được ủng hộ bởi các hãng xếp hạng tín nhiệm mà họ sở hữu trên thực tế, đã đem lại cho người cho vay “khả năng từ chối hợp lý” mà họ cần khi các cổ đông buộc họ phải chịu trách nhiệm đối với những khoản thua lỗ do các khoản cho vay rủi ro gây ra.

3. Các hàm ý cho cải cách

Nếu công nhận rằng hệ thống ngân hàng bóng râm là một hệ thống ngân hàng tốt với giá trị xã hội có thể so sánh được với hệ thống ngân hàng truyền thống theo quy ước, thì những cải cách áp dụng trong giai đoạn không có khủng hoảng của hệ thống ngân hàng bán lẻ (7 thập kỷ phát triển ổn định và an toàn) có thể cung cấp một mô hình cải cách cho hệ thống ngân hàng bóng râm. Theo Gorton, mô hình này bao gồm 3 điểm quan trọng sau:⁶⁷

1. Phân đoạn chính của quá trình chứng khoán hoá đối với các loại hình tài sản được phê duyệt phải được chính phủ bảo lãnh.
2. Chính phủ phải kiểm tra và giám sát các ngân hàng, ví dụ tiến trình chứng khoán hoá, hơn là dựa vào các cơ quan xếp hạng. Điều này có nghĩa là việc lựa chọn xếp loại tài sản, danh mục cho vay và phân đoạn chứng khoán hoá phải được giám sát bởi các kiểm soát viên.
3. Việc gia nhập quá trình chứng khoán hoá phải có giới hạn, và bất kỳ hãng nào muốn gia nhập cũng được coi là một “ngân hàng” và được giám sát chặt chẽ.

Hai cải cách đầu tiên có thể làm cho tài sản ký quỹ trên thị trường repo có được địa vị tương tự như các khoản tiền gửi được bảo lãnh tại hệ thống ngân hàng bán lẻ. Cải cách thứ ba, thông qua việc hạn chế gia nhập, có thể tạo ra “giá trị gia nhập” giống như các ngân hàng bán lẻ đã từng được hưởng trước khi bị áp dụng các thay đổi trong điều tiết vào những năm 1990. Giá trị này, theo Gorton, sẽ tạo ra khuyến khích để các ngân hàng có thể tự điều tiết.⁶⁸

Các hàm ý cải cách trong các giả thuyết kinh tế đối lập nhau vẫn còn gây tranh cãi. Calamities cho rằng “nếu không có mạng lưới an toàn của chính phủ, nếu chính phủ không khéo léo tham gia vào thị trường tín dụng, không trợ cấp cho vay, không hạn chế kiểm soát doanh nghiệp trên thị trường thì có thể cũng không cần phải thực thi điều tiết một cách thận trọng.”⁶⁹ Tuy nhiên, ông cũng công nhận rằng luận điểm này không có tính khả thi trong môi trường chính trị hiện hành⁷⁰ và đề xuất một số lĩnh vực cần thực hiện cải cách điều tiết, bao gồm những cải cách để:

1. Tăng điều tiết thận trọng về vốn thông qua tăng việc cải thiện đo lường giá trị và rủi ro của các loại tài sản khác nhau.
2. Giải quyết vấn đề “quá lớn nên không thể để cho đổ vỡ” thông qua việc hạn chế các phân biệt điều tiết về việc can thiệp trong trường hợp các ngân hàng bị phá sản.
3. Xoá bỏ sự méo mó trong tài chính nhà ở do các chính sách của chính phủ đề ra.
4. Tăng cường vai trò của cổ đông trong giám sát hoạt động của các ngân hàng; và
5. Thúc đẩy tính minh bạch hơn nữa trong các giao dịch phái sinh.

Trong phần V, chúng tôi sẽ cân nhắc về việc xác định quy mô và phạm vi của các cải cách hiện hành sao cho thế giới được an toàn hơn trước những cuộc cách tân tài chính trên phạm vi quốc tế.

⁶⁶ Charles W. Calomiris, “Phản ứng trước cuộc khủng hoảng tài chính? Ra quyết định thực sự trong dài hạn,” bản thảo chưa xuất bản, tháng 3 năm 2009, trang 5.

⁶⁷ Gorton, 2009, op.cit. các trang 13-32.

⁶⁸ Gorton, op.cit. 2009

⁶⁹ Calomiris, 2009, op.cit., trang 13.

⁷⁰ Ibid. p. 14.

Tài liệu tham khảo

- Bartram, Sohnke M. and Gordon M. Bodnar. 2009. *"No Place to Hide: The Global Crisis in Equity Markets in 2008/09,"* Journal of International Money and Finance, forthcoming.
- Blanchard, Olivier. 2009. *"(Nearly) nothing to fear but fear itself,"* The Economist, January 29, 2009.
- Calomiris, Charles W. 2008. *"The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next,"* unpublished mimeo, October 2, 2008.
- Calomiris, Charles W. 2009. *"Financial Innovation, Regulation, and Reform,"* Cato Journal (forthcoming), February 2009, p.6.
- Calomiris, Charles W. 2009. *"A Spiritual Response to the Financial Crisis? Making Decisions for the Really Long Run,"* unpublished mimeo, March 2009, p. 5.
- Dapice, David, et.al. 2008. *"Choosing Success: The Lessons of East and Southeast Asia and Vietnam's Future,"* Harvard University, mimeo, 2008.
- Fidler, Stephen. 1997. *"Asia gets a less in Latin economics,"* Financial Times (London), December 6, 1997, p. 20.
- Gorton, Gary. 2008. *"The Panic of 2007,"* Yale University, unpublished, August 25, 2008
- Gorton, Gary. 2009. *"Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007,"* Yale University, unpublished, May 9, 2009.
- Holland, Tom. 2009. *"You can't have decoupling in an age of globalization,"* South China Morning Post, June 26, 2009.
- Huang, Yasheng. 2007. *"Ownership Biases and FDI in China: Evidence from Two Provinces,"* Business and Politics, Volume 9, Issue 1, 2007.
- Johnson, Simon and Peter Boone and James Kwak. 2009. *"Baseline Scenario: Post G-20 Edition,"* unpublished, Peterson Institute for International Economics, April 7, 2009.
- Jongwanich, Juthathip and William E. James, Peter Minor and Alexander Greenbaum. 2009. *"Trade Structure and the Transmission of Economic Distress in High Income OECD Countries to Developing Asia,"* Working Paper No. 161, May 2009.
- Keynes, John Maynard, Collected Writings, Vol. 21, pp. 233-46.
- Kravis, Irving. 1970. *"Trade as the Handmaiden of Growth: Similarities between the Nineteenth and Twentieth Centuries,"* Economic Journal, 80, Dec. 1970, 850-872.
- Lewis, W. Arthur. 1980. *"The slowing down of the engine of growth,"* American Economic Review, vol. 70, no. 4, September 1980, pp. 49-54.
- IMF, World Economic Outlook, April 2009..
- Markwell, Donald. 2006. John Maynard Keynes and International Relations, Oxford University Press, 2006, p. 142.
- Mishkin, Frederic. 2008. *"Losses from the Leveraged Meltdown: Lessons from the Mortgage Meltdown,"* February 29, 2008.
- Mussa, Michael. 2009. *"World Recession and Recovery: A V or an L?,"* Peterson Institute for International Economics, unpublished, April 7, 2009.
- Nordhaus, William D. 2008. *"Baumol's Diseases: A Macroeconomic Perspective,"* The B.E. Journal of Macroeconomics, Vol. 6, Issue. 1, Article 9, 2008.

- Riedel, James. 1984. *“Trade as the Engine of Growth in Developing Countries, Revisited,”* The Economic Journal, vol. 94, no. 373, March 1984, pp. 56-73.
- Riedel, James and Bruce Comer. 1998. *“Transition to Market Economy in Viet Nam,”* in Wing Thye Woo, Stephen Parker and Jeffrey D. Sachs, eds., *Economies in Transition: Comparing Asia and Europe*, Cambridge, MA: MIT Press 1998, 189-216.
- Riedel, James. 2008. *“Confronting the Macroeconomic Challenges Facing Vietnam,”* mimeo, June 2008.
- Rodrik, Dani. 2008. *“Death of Globalization Consensus,”* Korean Times, July 15, 2008.
- Samuelson, Robert J. 2009. *“The Consequences of Big Government,”* Washington Post, July 13, 2009.
- Tarr, David. 2008. *“The Political, Regulatory and Market Failures that Caused the U.S. Financial Crisis: What are the Lessons,”* unpublished mimeo, December 24, 2008.
- Stratfor Global Intelligence. 2009. *“The Recession in Japan, Part 1: Lost Decade Revisited,”* June 23, 2009
- Wallison, Peter J. 2008. *“Everything You Wanted to Know about Credit Default Swaps—but Were Never Told,”* AEI Financial Services Outlook, December 2008.
- Wallison, Peter J. 2009. *“The True Origins of This Financial Crisis,”* AEI Online, February 19, 2009.
- Whitney, Mike. 2009. *“Disintegrating Financing System: Haircut Time for Bond Holders,”* The Market Oracle, March 12, 2009, www.marketoracle.co.uk.
- Wolf, Martin. 2008. *Fixing Global Finance*, Johns Hopkins University Press, 2008
- U.S. Congressional Budget Office, *The Long-term Budget Outlook*, June 2009
- Zakaria, Fareed. 2009. *“The Return of Capitalism,”* The Washington Post, June 16, 2009, p. A21.