

SỐ 1

NHỮNG THÔNG TIN CHÍNH

Trên thế giới:

- Cuộc khủng hoảng đã lan truyền từ Wall Street (khu vực tài chính) sang Main Street (khu vực kinh tế thực)
- Một chính thức bước vào cuộc suy thoái kinh tế dài và sâu, và suy thoái đã lan rộng sang châu Âu, Đông Á và nhiều nước khác trên toàn cầu

Việt Nam:

- Xu hướng và kỳ vọng lạm phát đã thay đổi căn bản do cả 2 nhóm yếu tố chi phí đẩy và cầu kéo đều đã đảo chiều
- Một quan ngại chính hiện nay ở Việt Nam không phải là lạm phát mà là việc làm và thâm hụt vãng lai

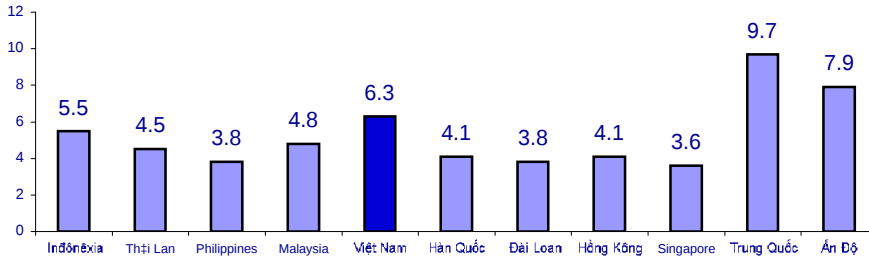
NHỮNG NHẬN ĐỊNH VÀ KIẾN NGHỊ CHÍNH SÁCH CHÍNH

Với mức tăng trưởng trên 85 triệu dân và mức nền kinh tế đã đóng, giới pháp kích cầu trong nước là cần thiết và có tính khả thi cao trong bối cảnh khủng hoảng kinh tế toàn cầu. Một gói giới pháp chính sách kích cầu có hiệu lực và hiệu quả sẽ bao gồm:

- Chính sách tiền tệ nên tiếp tục giúp tăng thanh khoản và giảm chi phí vốn là cần thiết nhằm chữa lành.
- Chính sách tài khóa tích cực, đặc biệt là đầu tư công là quan trọng để ổn định và kích cầu từ thị trường trong bối cảnh nền kinh tế có nhiều bất ổn và rủi ro đầu tư cao.
- Các chính sách kích cầu phải hướng vào các lĩnh vực sẽ đóng nhiều lao động có khuynh hướng tiêu dùng hàng nội địa cao và có hiệu quả lan tỏa cao đối với sản xuất trong nước (strong backward linkage), giúp nâng cao tính hiệu quả của kích cầu.
- Chính sách kích cầu cần thực thi nhanh chóng để nâng cao tính hiệu quả của kích cầu.
- Chính sách tỷ giá cần linh hoạt hơn đáng kể để đồng tiền Việt Nam không bị định giá cao, qua đó giúp chính sách kích cầu không bị rò rỉ (leakage) ra hàng ngoại nhập và do vậy nâng cao hiệu quả của kích cầu.

Cuộc khủng hoảng đã lan truyền từ Wall Street (khu vực tài chính) sang Main Street (khu vực kinh tế thực – real economy), từ Mỹ ra cả toàn cầu

GDP thực tế tính đến tháng 9/2008



Khủng hoảng tài chính bắt nguồn từ Mỹ đã diễn biến cao trào trong thời gian gần đây và đang có xu hướng ngày càng trầm trọng và lan rộng, hình thành cuộc khủng hoảng mang tính toàn cầu. Dự đoán kinh tế toàn cầu sẽ đi vào suy thoái kéo dài do tác động của khủng hoảng tài chính hiện tại. Tăng trưởng kinh tế toàn cầu có thể chỉ còn 2,5% trong năm 2009 so với 3,8% trong năm

2008. Có vẻ như làn sóng đầu của khủng hoảng đánh mạnh nhất vào nền kinh tế Mỹ - tâm điểm của khủng hoảng, sẽ liên tục công bố của Bộ Thương mại Mỹ cho thấy trong quý III GDP của Mỹ đã giảm 0,3%. Báo cáo mới nhất của NBER đã chính thức công nhận kinh tế Mỹ đã suy thoái từ tháng 12/2007 và đây có thể là đợt suy thoái dài và sâu nhất kể từ sau cuộc Đại khủng hoảng năm 1930. Thứ trưởng ngân sách khoản giảm 33% so với đầu năm. Trong tháng 11, có 3 ngân hàng Mỹ phá sản, nâng tổng số ngân hàng phá sản từ đầu năm đến nay lên 22. Nhưng khi lan rộng ra thì chúng lại nhún chìm các quốc gia bên ngoài, kể cả nền kinh tế phát triển như Iceland. Tại châu Âu, nền kinh tế Anh cũng bắt đầu thu hẹp¹, các nền kinh tế Ukraina, Hungary, Thổ Nhĩ Kỳ, Rumania... đang là những nạn nhân tiếp theo. Nền kinh tế Liên minh Châu Âu, đang được coi là lâm vào suy thoái khi GDP đã giảm liên tiếp trong 2 quý liên tiếp (quý 2 giảm 0,4%, và quý 3 giảm 0,5%). Ngày 3/11, Ủy ban châu Âu đã thông báo rằng khu vực 15 nền kinh tế châu Âu hầu như đã suy thoái rồi vì mức độ liên thông thương mại giữa Đức và các nền kinh tế này rất lớn.

Châu Á, Pakistan đang trong tình trạng bất ổn kinh tế; Nhật – nền kinh tế lớn thứ hai trên thế giới - ngày 17/11, đã chính thức thông báo tình trạng suy thoái sau khi sản lượng liên tiếp 2 quý (giảm 0,1% quý 2 và giảm 0,9% quý 3). Thứ trưởng ngân sách khoản giảm 43% so với đầu năm và mức bán lẻ tháng 9 vừa rồi thấp hơn năm trước đây. Trung Quốc, quốc gia luôn có mức phát triển 2 con số trong một thời gian dài cũng đã tăng trưởng chậm lại. Tình hình gia tăng thất nghiệp, ngày 10/11 Trung Quốc đã phải công bố gói cứu trợ kinh tế trị giá 586 tỷ USD. Kể cả các quốc gia xuất khẩu dầu lửa ở Trung Đông cũng bắt đầu cảm nhận sự nóng của khủng hoảng qua việc giá dầu giảm không phanh.

Đi kèm theo suy thoái kinh tế là suy giảm giá dầu, lương thực và các loại nguyên liệu thô khác (commodity prices). Giá dầu đã giảm rất mạnh mẽ từ mức cao nhất 147,27 USD/thùng ngày 11/7 vừa qua đã giảm xuống 52,65 USD/thùng ngày 20/11 dù OPEC đã tuyên bố cắt giảm sản lượng. Giá vàng biến động mạnh mẽ cũng theo xu hướng giảm. Giá nông sản cũng giảm đáng kể. So với tháng 3/2008 thì giá lúa mì chôn vào tuần đầu tháng 10/2008 đã giảm tới 45%. Như vậy, các yếu tố gây ra lạm phát thu hẹp nhóm chi phí đẩy đã đảo chiều.

Chính sách hợp lý là tiếp sức cho ngân hàng để khơi thông dòng vốn cho vay, duy trì không để mất máu nuôi dưỡng nền kinh tế bất ổn định

Tại Mỹ, thứ trưởng liên ngân hàng đã có những lúc bắt tay liên lạc do các ngân hàng không dám cho nhau vay vì sợ không đòi được, tỷ lệ suất LIBOR lên rất cao. Thứ trưởng thương mại (commercial paper) cũng bắt đầu đổ vỡ sau khi Lehman Brothers sụp đổ (Xem Thông tin chuyên đề phần cuối).

Tình hình Anh cũng tương tự. Chính sách cứu trợ của Anh thông qua việc mua cổ phiếu của các ngân hàng (mở rộng của quốc gia hóa) và Chính phủ với cách là mở cửa sổ cho ra lệnh cho các ngân hàng phải cho

¹ OECD mới đưa ra dự báo Anh nằm trong nhóm các nền kinh tế công nghiệp cùng với Hungary, Iceland, Ireland, Thổ Nhĩ Kỳ, Luxembua, Tây Ban Nha. Xem OECD Economic Outlook No 84, tháng 11/2008.

vay để có hoàn nguyên vì tiếp số cho các ngân hàng để khi thông dòng vốn cho vay, giữ quy tắc vốn để then chốt nhất là thanh khoản của các ngân hàng. Không thể nói đây là chính sách hoàn hảo, nhưng trong hoàn cảnh hiện tại đây là giải pháp tốt nhất. Vì vậy, Mỹ và các quốc gia khác đã học theo cách làm này của Anh bằng việc chuyển hàng số để tiếp giữ của sang hàng trữ trữ tiếp cho các ngân hàng, thay cho để định ban đầu là mua tài sản độc hại (toxic). Ngân hàng Trung ương Mỹ liên tục mua hàng phi lưu để khâu các mạch máu cung cấp vốn lưu để cho các doanh nghiệp đã bắt đầu khi hàng trữ hàng phi lưu sắp hết. Điều hữu sáng đầu tiên trong kết quả giữ của đã xuất hiện. Lần đầu tiên trong vòng 7 tuần sau khi Lehman Brothers sụp đổ, hàng trữ hàng cho vay đã tăng trở lại Mỹ².

Nghịch lý: khi kinh tế Mỹ khủng hoảng thì đô la Mỹ lại lên giá

Một điều có vẻ như nghịch lý của khủng hoảng hiện nay là trong khi kinh tế Mỹ khủng hoảng thì đô la Mỹ lại lên giá. Lý do là vì các ngân hàng và công ty Mỹ có xu hướng có cảm nhận nên bán lại tài sản của họ nên ngoài khiên tỷ giá đô la Mỹ so với các ngoại tệ khác lên cao. Ngoại tệ để yên lên giá minh là do tác động của hành vi kinh doanh tiến xuyên biên giới (carry trade).

Rõ ràng việc giảm phát đã dần dần hiện ra qua các dữ kiện hàng không tăng về chỉ số giá tiêu dùng, mà một trong những nguyên nhân chính là giá xăng dầu giảm mạnh. Chỉ số giá tiêu dùng của Mỹ tính đến tháng 10 giảm 1% chủ yếu là do giá xăng giảm 14,2%. Nhất cũng đang phải đối mặt với nguy cơ giảm phát. Nguy cơ này bắt nguồn từ việc xuất khẩu giảm do để yên lên giá, các doanh nghiệp cắt giảm lao động để tránh thua lỗ, dần dần thu nhập hàng để của người tiêu dùng có thể bắt đầu là họ có tiền tiêu cao.

II- Tình quan tình hình kinh tế trong nước

Lạm phát đã giảm liên tiếp trong hai tháng 10 và 11, nhưng nhập khẩu tăng trở lại

Liên tục trong hai tháng 10 và 11 đã có biến chuyển tích cực về chỉ số lạm phát. Chỉ số chỉ số giá tháng 10 giảm 0,19% so với tháng 9, và tháng 11 giảm 0,76% so với tháng 10. Tuy nhiên, so với tháng 11 năm trước mức giá vẫn tăng 24,22%. Việc giảm giá một phần là do chính sách ổn định kinh tế và kiểm soát lạm phát của Nhà nước đã phát huy tác dụng. Tuy nhiên, một số yếu tố tích cực từ bên ngoài như giá xăng dầu, giá lương thực và sắt thép giảm đã góp phần đáng kể vào việc chặn đứng đà lên giá.

Bên cạnh yếu tố tích cực về chỉ số giá thì trong tháng 10 nhập khẩu đã tăng trở lại (tăng 5,8% so với tháng 9), và xuất khẩu giảm 3,3% khiến giá trị nhập siêu lên tới 700 triệu USD, là điều rất đáng lo ngại, nhất là trong bối cảnh giá dầu giảm mạnh và xăng là mặt hàng chủ yếu chính của Việt Nam. Ngược lại, xuất khẩu lại bất ngờ tăng đáng kể, tháng 9 xuất khẩu giảm 700 triệu USD (12,4%) so với tháng 8, và tháng 10 giảm 170 triệu USD (3,2%) so với tháng 9.

Giá các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam giảm mạnh. Giá gạo xuất khẩu của Việt Nam trong tháng 10 giảm tới 20%. Giá cà phê FOB xuất từ TP Hồ Chí Minh cũng sụt tụt 2.520 USD/tấn xuống còn 1.600 USD/tấn và còn đà tiếp tục sụt giảm. Giá cao su xuất khẩu cũng giảm gần 50% từ tháng 7 đến nay. Giá xuất khẩu giảm nhanh hơn giá nhập và điều này tiếp tục gây sức ép lên tỷ giá.

Việt Nam là quốc gia có khả năng biến động ngắn

Theo đánh giá của nhiều nhà phân tích, châu Á nói chung sẽ chịu tác động nặng hơn so với một số khu vực kinh tế mới nổi khác như Đông Âu và Mỹ Latinh. Tuy nhiên, có một số đánh giá cho rằng Việt Nam là quốc gia có khả năng chịu ảnh hưởng nặng nề nhất ở châu Á³. Điều này cho thấy khó khăn trước mắt của Việt Nam là không nhỏ. Báo cáo tháng 11 của EIU dự báo năm 2009 Việt Nam chỉ đạt tăng trưởng gần 4,3%⁴.

² Nguồn: "Lending grows - first time since Lehman collapse", CNN ngày 30/10/2008

³ B. Klein "How long will Asia go?", Tạp chí Kinh tế Viễn Đông ngày 23/10/2008 và "Macro Stress Test – Crisis Risk", Austrians Analyse Asia, ngày 22/10/2008.

⁴ Vietnam country report, Economist Intelligence Unit, tháng 11/2008

Xuất khẩu là kênh chủ yếu tác động ngược lại.

Tác động rõ nhất của khủng hoảng tài chính toàn cầu là sự làm giảm mạnh nhu cầu đối với hàng xuất khẩu của các nước đang phát triển. Có thể nói đối với Việt Nam thì nhận xét này rất đáng nghiên cứu vì xuất khẩu chiếm tới 70% GDP năm 2007. Ngoài dầu thô thì các mặt hàng xuất khẩu chủ yếu của Việt Nam, như dệt may, giày dép, thủy sản, gỗ, chiếm tỷ lệ 14%; 7%; 6,8% và 5% tổng kim ngạch xuất khẩu trong 9 tháng đầu năm 2008, đều là những mặt hàng sản phẩm nhiều lao động và đặc biệt có liên quan đến thu nhập, việc làm của người có thu nhập thấp. *Do vậy việc làm sẽ là vấn đề nổi cộm nhất trong thời gian tới.*

Quan trọng hơn, Mỹ là thị trường xuất khẩu chính của ta thì lại là nước nằm ở tâm của khủng hoảng và ảnh hưởng đến nhu cầu đối với các mặt hàng xuất khẩu của ta là không tránh khỏi. Theo Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách của Mỹ thì người dân Mỹ đã mất khoảng 5.000 tỷ do sự giảm thị trường nhà đất, vì vậy sự cắt giảm khoảng 400 tỷ USD chi tiêu hàng năm⁵. Điều này đã bắt đầu trở thành hiện thực. Theo số liệu mới nhất của Bộ Thương mại Mỹ, chi tiêu dùng của người dân Mỹ giảm 3,1%, đặc biệt là chi cho thực phẩm và các hàng rời tiêu mau hơn khác như giày đã giảm xuống mức thấp nhất từ thập niên 1950. Bên cạnh đó, EU - thị trường xuất khẩu lớn thứ hai của Việt Nam - cũng đã bắt đầu bước vào suy thoái.

Thị trường lớn tiếp theo là Nhật cũng đang bị điều chỉnh vì đồng Yên lên giá. Ngày thứ hai 27/10, tỷ giá đồng Yên là 93,93¥ = 1 USD, đây là mức giá đồng Yên cao nhất trong vòng 13 năm qua. Nguyên nhân là do tác động của hoạt động kinh doanh tiền qua biên giới (carry trade), tức là nhà đầu tư vay tiền Yên với lãi suất thấp và gửi sang các quốc gia khác có lãi suất cao hơn. Khi khủng hoảng xảy ra, các nhà đầu tư này rút lại tiền và chuyển lại thành Yên để trả nợ. Ngoài ra, các nhà đầu tư Nhật ở nước ngoài cũng có xu hướng chuyển tài sản của họ sang đồng Yên và gửi trong nước cho an toàn hơn, vì vậy đã đẩy đồng Yên lên giá mạnh trong thời điểm cuối tháng 10. Đồng Yên lên giá là cú đấm đối với các nhà xuất khẩu Nhật vì hàng hóa của họ trở nên kém cạnh tranh hơn hàng của Mỹ và châu Âu, nhất là trong bối cảnh đồng Euro đang trượt giá và khi hai năm vừa qua xuất khẩu đóng góp trên 50% vào tăng trưởng của Nhật.

Theo đánh giá của Tập chí Kinh tế Viễn đông, trong các nước châu Á, Việt Nam bị ảnh hưởng nhiều nhất vì các nước Mỹ, Nhật, EU, Úc đang đối mặt suy thoái mạnh và các nước này chiếm 40% thị phần xuất khẩu của Việt Nam.

Việt Nam có quan hệ thương mại nhiều với các đối tác ASEAN, như Singapore đã bắt đầu suy thoái, Thái Lan lâm vào bất ổn chính trị khiến miền công thêm với tranh chấp biên giới với Campuchia nên có thể đoán rằng cuộc khủng hoảng này có thể tác động đến Thái Lan mạnh hơn cuộc khủng hoảng năm 1997.

Như vậy, nhóm yếu tố gây ra lạm phát thuộc nhóm cầu kéo cũng đã đổ bộ chi. Trong hoàn cảnh này, giải pháp tốt nhất cho Việt Nam là mở rộng thị trường trong nước. Với thị trường rộng lớn trên 85 triệu dân, và mức nền kinh tế đa dạng, chính sách kích cầu trong nước có tính khả thi cao.

Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) tuy suy giảm song tác động lên nền kinh tế không nghiêm trọng như nhiều người nghĩ

Trong một thời gian dài, FDI đã đóng góp rất nhiều cho tăng trưởng kinh tế Việt Nam. Sau khi trở thành thành viên của WTO, như thay đổi với môi trường kinh tế trong nước đã hút dòng FDI vào Việt Nam tăng đột biến. Ngay cả hiện tại, khi cuộc khủng hoảng kinh tế đã lan rộng toàn cầu thì dòng FDI vào Việt Nam vẫn tiếp tục tăng. Trong 10 tháng đầu năm 2008 số vốn FDI đăng ký mới đạt 58,3 tỷ USD, tăng 497,7% so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, trừ FDI vào khai thác dầu khí, phần lớn vốn FDI tập trung vào lĩnh vực bất động sản và công nghiệp nặng (thép). Trong khi đó đầu tư vào thép gây ảnh hưởng nặng nề cho môi trường, tiêu hao nhiều điện năng là một trong những nút thắt cổ chai của Việt Nam. Còn đầu tư vào bất động sản thì có thể góp phần tạo ra

⁵ David Lynch, "Global financial crisis may hit hardest outside U.S", USA today ngày 30/10/2008

bong bóng, đó là chổa k^o nhⁱu đ^o án b^ot đ^ong s^on đ^o c các nhà đ^ou t^o n^o c ngoài tìm cách “bán lúa non” đ^o thu l^oi và chi^om đ^ong v^on c^oa khách hàng trong n^o c t^ong t^o nh^o cách nhⁱu doanh nghi^op Vi^ot Nam v^on làm nên l^ong v^on th^oc t^o mà h^o mang vào không nhⁱu.

Nh^ong quan tr^ong nh^ot là t^o l^o ti^ot ki^om và t^o l^o đ^ou t^o c^oa Vi^ot Nam đ^ou đ^ot đ^o c m^oc cao so v^oi th^o gi^oi. Trong năm 2007, t^o l^o ti^ot ki^om trong n^o c t^ong đ^ong 29,1%GDP, trong khi đ^ou t^o t^ong đ^ong 41,6% GDP⁶. Vì v^oy bi^on đ^ong giá tr^o ngu^on v^on FDI không ph^oi là m^oi quan ng^oi hàng đ^ou mà quan tâm đ^oi v^oi FDI vào Vi^ot Nam hi^on nay c^on chuy^on t^o s^o l^ong sang ch^ot l^ong, t^oc là làm sao sàng l^oc đ^o c các đ^o án FDI có hi^ou ^ong lan t^oa (spill-over effects) cao giúp nâng cao công ngh^o, xây đ^ong ngu^on nhân l^oc ch^ot l^ong cao và c^oi thi^on kh^o năng c^onh tranh qu^oc t^o c^oa các doanh nghi^op Vi^ot Nam.

Đ^ou t^o gi^on ti^op n^o c ngoài (FII) suy gi^om – c^o h^oi đ^o sàng l^oc l^oi nhà đ^ou t^o và xây đ^ong khuôn kh^o đ^ou ti^ot phù h^op

Hi^on t^oi v^on r^ot khó đánh giá chính xác r^ong các nh^o à đ^ou t^o n^o c ngoài đang tháo ch^oy kh^oi Vi^ot Nam. Nh^ong trong nh^ong th^ong g^on đây các nhà đ^ou t^o n^o c ngoài bán ra nhⁱu h^on so v^oi mua vào trên th^o tr^ong ch^ong kho^on (k^o c^o trái phi^ou và c^o phi^ou)⁷. Ch^o trong 2 th^ong g^on đây các nh^o à đ^ou t^o n^o c ngoài đã bán ra kho^ong 370 tri^ou USD⁸. Nh^ong vi^oc bán ra có th^o m^ot ph^on do các nh^o à đ^ou t^o lo l^ong v^o tri^on v^ong kinh t^o c^oa Vi^ot Nam, m^ot ph^on khác là do h^o bu^oc ph^oi thu ti^on v^o đ^o h^o tr^o cho khó kh^on công ty h^o đang ph^oi đ^oi m^ot ^on ^oi khác ho^oc do các nhà đ^ou t^o g^op v^on vào các quỹ m^o yêu c^ou. Trong tr^ong h^op th^o hai thì không đáng lo ng^oi do hi^ou ^ong tài s^on ^o Vi^ot Nam không quá l^on (xem H^op 1 d^oi đây). Th^om chí s^o rút lui c^oa các quỹ đ^ou c^o (hedge funds) s^o t^oo c^o h^oi đ^o Vi^ot Nam đ^oa vào khuôn kh^o đ^ou ti^ot phù h^op nh^om sàng l^oc các nhà đ^ou t^o chi^on l^oc và đ^ou t^o dài h^on có kh^o năng h^o tr^o công cu^oc c^o ph^on hóa và phát tri^on th^o tr^ong v^on m^ot cách b^on v^ong, đ^ong th^oi giúp kh^oc ph^oc ph^on n^o ào ^onh h^ong c^oa “b^o ba b^ot kh^o thi” nh^om tăng tính hi^ou l^oc c^oa chính sách lãi su^ot và t^o giá.

IV- L^oa ch^on chính sách: v^on đ^o c^on gi^oi quy^ot và các công c^o

Vi^oc làm: m^oi quan ng^oi hàng đ^ou c^on đ^o c ^ou ti^on gi^oi quy^ot

Các cu^oc th^oo lu^on hi^on nay ch^o y^ou t^op trung vào m^oc tăng tr^ong 6,5% hay 7%/năm hay cao h^on. Tuy nhiên, v^oi nh^ong khó kh^on ch^ong ch^ot c^oa các doanh nghi^op v^oa v^o nh^o, và s^o suy gi^om m^onh xu^ot kh^ou c^oa các doanh nghi^op s^o đ^ong nhⁱu lao đ^ong, m^oc tăng tr^ong âm c^oa lĩnh v^oc xây đ^ong thì vi^oc làm m^oi là v^on đ^o n^oi c^om nh^ot hi^on nay. Tuy tăng tr^ong và vi^oc làm có quan h^o ch^ot ch^o v^oi nhau, song đây không ph^oi là m^oi quan h^o đ^ong nh^ot. N^ou tăng tr^ong ch^o di^on ra ^o lĩnh v^oc s^o đ^ong nhⁱu v^on, ^o các t^op đoàn nhà n^o c l^on thì s^o không t^oo đ^o c vi^oc làm. Hay nói cách khác, trong giai đ^on kinh t^o toàn c^ou suy gi^om, m^ou hình tăng tr^ong h^ong vào các ngành s^o đ^ong nhⁱu lao đ^ong nh^om t^oo ti^on đ^o thu^on l^oi cho kích c^ou (đ^o c th^oo lu^on ^o ph^on d^oi đây) quan tr^ong h^on là t^oc đ^o tăng tr^ong.

Các công c^o chính sách chính

Đ^o n^o đ^onh kinh t^o, công c^o h^ou ích nh^ot th^ong đ^o c l^oa ch^on là chính sách ti^on t^o. Tuy nhiên trong b^oi c^onh hi^on t^oi, h^o th^ong tài chính toàn c^ou b^o ch^on đ^ong m^onh và vì v^oy kh^o năng l^ou chuy^on ti^on t^o cũng suy gi^om theo. Bên c^onh đó, m^ot s^o n^o c đã g^on nh^o không còn biên đ^o lãi su^ot đ^o ti^op t^oc th^oc hi^on đ^ou ch^onh chính sách ti^on t^o, ví d^o nh^o Nh^ot có m^oc lãi su^ot 0,3%/năm⁹. Chính sách tài kho^o do đó là l^oa ch^on h^op lý đ^o đ^oi phó v^oi suy tho^oi kinh t^o¹⁰. Paul Krugman, ng^o ^oi nh^on gi^oi Nobel kinh t^o 2008, cũng ch^o ra g^on đây r^ong hi^on t^oi

⁶ ADB, Key indicators for Asia and Pacific 2008.

⁷ Vietnam walks tightrope between inflation and downturn. AFP ngày 17 tháng 11/2008

⁸ Tim Johnston, “Investors uneasy in volatile Vietnam”, Financial Times, ngày 25/11/2008

⁹ Tuy nhiên, khi lãi su^ot xu^ong g^on b^ong 0%, vào năm 2003 ^o Nh^ot và hi^on nay ^o M^o, ngân hàng trung ^ong ^o các n^o c này s^o đ^ong m^ot công c^o “phi truy^on th^ong” là quantitative easing (xem thêm H^op 1)

¹⁰ OECD: Economic Outlook No 84, tháng 11/2008

giải pháp mà các nước có nền thuế hiện hành (1) khi thông dòng tín dụng và (2) kích thích tiêu dùng¹¹. Vì vậy không có gì là ngạc nhiên khi các nước, khi đi đầu là Mỹ, liên tục công bố các gói hỗ trợ tài chính để vực dậy nền kinh tế¹². Theo ý kiến của nhóm nghiên cứu, ngoài các công cụ trên, Việt Nam cần đặc biệt chú ý đến vấn đề thuế giá.

Nội dung chính sách tiền tệ - nên hay không nên?

Từ cuối tháng 10 và trong tháng 11 Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã có một số động thái nội dung chính sách tiền tệ. Tuy nhiên, hiện vẫn có hai luồng ý kiến trái chiều về tác động của chính sách monetary này. Một nhóm thì cho rằng nội dung chính sách tiền tệ một cách tổng thể là tích cực nhất trong hoàn cảnh hiện tại sau khi Việt Nam đã có một thời gian dài áp dụng chính sách thắt chặt tiền tệ hà khắc, đẩy các doanh nghiệp vào tình trạng thiếu vốn và dần dần đình đốn sản xuất kinh doanh, nhất là các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Nhóm thứ hai lại phản đối việc nội dung chính sách tiền tệ và đặc biệt tiếp tục áp dụng chính sách thắt chặt tiền tệ trong một thời gian nữa để kích thích lạm phát.

Nhóm số đầu tiên báo cáo này ủng hộ ý kiến nên dần nội dung chính sách tiền tệ vì một số lý do như sau:

Thứ nhất, tuy lạm phát thực tế của Việt Nam năm 2008 là rất cao, song kỳ vọng về lạm phát cho năm 2009 lại giảm đáng kể, do giá cả các mặt hàng nguyên liệu thô trên thế giới đã giảm mạnh và thế giới đang đối mặt với nguy cơ suy thoái với hệ quả là tăng cường sự rớt yêu trên phạm vi toàn cầu. Điều này tạo khả năng cho việc nội dung dần chính sách tiền tệ mà trước đây không gây lạm phát.

Thứ hai, trong bối cảnh các nước liên tục điều chỉnh lãi suất đi xuống để kích thích phát triển kinh tế và xuất khẩu, nếu Việt Nam vẫn giữ lãi suất cao sẽ làm suy giảm khả năng cạnh tranh của các hàng hóa xuất khẩu và thay thế nhập khẩu của Việt Nam.

Dù việc nội dung chính sách tiền tệ là hợp lý, nhưng cần thực hiện một cách cẩn trọng và hài hòa với chính sách tài khóa (ví dụ như kế hoạch tăng cường cho cán bộ nhà nước để tính được thực hiện vào giữa năm 2009 cần được tính đến).

Chính sách tài khóa nên thực hiện theo hướng nào?

Nếu như cách đây nửa năm khi lạm phát cao, nền kinh tế tăng trưởng nóng thì việc cắt giảm đầu tư công là rất quan trọng, thì hiện nay khi nền kinh tế đang suy giảm điều này lại cần được đảo ngược cho dù thâm hụt ngân sách của Việt Nam đã ở mức khá cao. Số động chính sách tài khóa, đặc biệt là tăng đầu tư công có trọng tâm và hiệu quả Việt Nam thời điểm hiện tại cần được thực hiện, vì đầu tư từ nhân dân được coi là góp nhiều rủi ro nên có xu hướng co lại kể cả khi có vốn. Hiện nay dù NHNN đã liên tục giảm lãi suất nhưng các doanh nghiệp sản xuất vẫn khá thận trọng do gặp nhiều khó khăn về đầu ra. Chính vì vậy, đầu tư từ nhân có xu hướng co lại và vòng luẩn quẩn xuất hiện: tăng cường (cầu nội và cầu ngoại) thu hút dần doanh nghiệp thu hút sản xuất, do vậy việc làm và thu nhập suy giảm và điều này tiếp tục làm giảm cầu thông qua hiệu ứng thu nhập (income effects), và làm doanh nghiệp tiếp tục không muốn đầu tư cho dù lãi suất có hạ, dần dần việc làm và thu nhập tiếp tục suy giảm... (xem thêm về vòng xoáy luẩn quẩn trong Hộp 1). Do vậy Chính phủ cần phải số động công cụ tài khóa để thúc đẩy hoặc trợ cấp tiếp tục vào việc làm và thông qua đó đảo ngược vòng xoáy đi xuống của nền kinh tế. Có một số khác biệt trong tác động của chính sách tài khóa cần nhận rõ: khi nền kinh tế phát triển nóng, đầu tư /chi tiêu của Nhà nước sẽ có hiệu ứng “đẩy ra” (crowd-out effect) thông qua việc gây sức ép lên thị trường tín dụng làm lãi suất gia tăng, thì khi nền kinh tế suy giảm, đặc biệt là khi các doanh nghiệp không dám đầu tư do sự rủi ro thì đầu tư /chi tiêu của Nhà nước nếu hướng vào hỗ trợ việc làm sẽ có hiệu ứng “kéo vào” (crowd-in effect) giúp thúc đẩy đầu tư từ nhân và qua đó tăng cường đầu tư xã hội và chuyển dần suy giảm kinh tế (xem thêm chi tiết ở Hộp 1 dưới đây).

¹¹ Paul Krugman, “What to do”, The New York Review of Books, ngày 18/ 11/2008

¹² Hiện Mỹ đưa ra gói hỗ trợ tài chính 700 tỷ USD; Pháp 30 tỷ USD, Trung Quốc 586 tỷ USD, Singapore 1,2 tỷ USD v.v.

“đẩy ra” (crowd-out) hay “kéo vào” (crowd-in) đầu tư tư nhân ?

Trong dài hạn, đầu tư công vào hạ tầng cơ sở công (đường sá, cầu cống, điện v.v...) và mằm (giáo dục, đào tạo v.v...) như đầu tư công thì sẽ có “hiệu ứng kéo vào” đối với đầu tư tư nhân vì sẽ giúp giảm chi phí của doanh nghiệp. Song trong ngắn hạn, *trong điều kiện kinh tế thông thường*, đầu tư công có “hiệu ứng đẩy ra” đối với đầu tư tư nhân do lấy đi một lượng vốn từ tổng đầu tư xã hội, thông qua hoạt động của thị trường vốn (loanable market): tăng đầu tư công sẽ đẩy lãi suất trên thị trường vốn lên (qua việc Chính phủ phát hành trái phiếu) và do đó làm giảm đầu tư tư nhân. Tuy nhiên *trong bối cảnh khủng hoảng kinh tế*, khi cả trong ngắn hạn, đầu tư công lại có khả năng tạo ra “hiệu ứng kéo vào” đối với đầu tư tư nhân, do vậy tạo cơ sở để Chính phủ thực hiện chính sách kích cầu thông qua đầu tư công. Vậy tại sao đầu tư công lại có hiệu ứng kéo vào khi cả trong ngắn hạn?

Để trả lời câu hỏi này, chúng ta bắt đầu với yêu cầu cốt lõi đến đến cầu suy giảm (weakened demand) theo vòng xoáy luẩn quẩn khi nền kinh tế bị khủng hoảng. Có 3 yếu tố chính tác động đến nhu cầu tiêu dùng: (1) hiệu ứng thu nhập (income effect) – đây là hiệu ứng quan trọng nhất do mang tính phổ cập nhất; (2) hiệu ứng tài sản (wealth effect) liên quan đến các tài sản của người dân như chứng khoán và bất động sản; và (3) khả năng tiếp cận tín dụng. Khi cuộc khủng hoảng lan tràn lĩnh vực tài chính sang lĩnh vực kinh tế thực, hiệu ứng 1 sẽ là tiêu cực do việc làm và qua đó thu nhập (thực tế và kỳ vọng) suy giảm, hiệu ứng 2 cũng tiêu cực do giá các tài sản chính như chứng khoán, bất động sản giảm (hiệu ứng này rất quan trọng ở các nước phát triển do có tới trên 70% người dân đầu tư chứng khoán trực tiếp hoặc gián tiếp thông qua các quỹ đầu tư, quỹ hưu trí, quỹ bảo hiểm, và có bất động sản giá trị), hiệu ứng 3 cũng suy giảm, đặc biệt khi các ngân hàng cắt giảm hơn mức tín dụng và siết chặt điều kiện cho vay do căng thẳng tín dụng (credit crunch).

Cuộc khủng hoảng tài chính đi vào giai đoạn cao trào ở Mỹ như hiện nay đã tạo ra sự căng thẳng của cả 3 hiệu ứng và thông qua đó đẩy nhu cầu rơi vào vòng xoáy luẩn quẩn của sự suy giảm: khi cuộc khủng hoảng lây lan từ Wall Street sang Main Street, việc làm và thu nhập suy giảm (hiệu ứng 1), tình hình mất niềm tin vào các công ty làm giá cổ phiếu giảm, và tiếp tục làm giá trị nhà đất giảm do thu nhập kỳ vọng của người mua nhà giảm năng lực mua (hiệu ứng 2), điều này làm giá trị tài sản của các ngân hàng và các tổ chức tài chính giảm, đến đến thì họ nợ trên tài sản tăng và do đó xếp hàng tín dụng của các ngân hàng giảm do rủi ro tăng, làm chi phí vay vốn của các ngân hàng tăng và trích lập dự phòng rủi ro tăng, gây sức ép buộc các ngân hàng phải siết chặt tín dụng (hiệu ứng 3), điều này lại như hình vòng vo đến khi khả năng tiếp cận vốn của các công ty đến đến các công ty lại phải cắt giảm hoạt động và lao động và qua đó lại tạo ra hiệu ứng 1 vòng tiếp sau v.v... Hiện nay Fed đang làm tất cả để đem báo thanh khoản (bơm tiền không giới hạn cho các ngân hàng và hỗ trợ các tổ chức tài chính ở Wall Street, mua thông phiếu để trợ cấp bơm tiền cho Main Street, và gần đây thực hiện biện pháp cho có tiền in ấn của Mỹ là quantitative easing¹³). Hay Bộ Tài chính Mỹ dùng tiền ngân sách để mua cổ phiếu ngân hàng, mua lại tài sản độc hại (toxic assets).

Tuy nhiên cho đến nay các biện pháp này chủ yếu mới có tác động khôi phục mạch máu lưu thông nuôi dưỡng khu vực kinh tế thực do chủ yếu bơm tiền vào hiệu ứng 3 và phần nào bơm tiền vào hiệu ứng 2, và không để hiệu ứng 1 tiếp tục xấu đi thông qua kế hoạch giới hạn 3 hãng xe hơi lớn là GM, Ford và Chrysler, như ngót chết chính của Main Street ở Mỹ. Như vậy kỳ vọng khi kế hoạch kích thích kinh tế của ông Obama với hàng trăm tỷ đô la (cho dù hiện nay thâm hụt ngân sách của Mỹ đã ở mức rất cao theo tiêu chuẩn của các nước phát triển) chỉ cho xây dựng hạ tầng cơ sở và các dự án tiết kiệm năng lượng như thêm 2,5 triệu việc làm trong giai đoạn 2009-2011 để thông qua thì lúc đó hiệu ứng 1 mới thực sự được giảm, làm tiêu dùng của người dân tăng lên, thông qua đó giúp thị trường chứng khoán khởi sắc và giá nhà đất thực sự chạm đáy (do tác động của kỳ vọng tích cực về việc làm khi đó nên người dân bắt đầu quay trở lại mua nhà) và qua đó hoàn toàn đảo ngược hiệu ứng 2. Khi đó vòng xoáy cầu yếu luẩn quẩn sẽ phá vỡ, nhu cầu sẽ mạnh mẽ giúp giảm bất ổn định đầu tư và do vậy kích thích đầu tư tư nhân. Như vậy, đầu tư Nhà nước sẽ có hiệu ứng kéo vào đối với đầu tư tư nhân khi cả trong ngắn hạn.

^{13/} Khi lãi suất cắt giảm xuống mức gần 0% thì không còn đủ để làm cho giá vay vốn cung cấp cho khu vực kinh tế thực tiếp tục rơi đi một mức tuy rất nhỏ (lãi suất không thể âm được), song vẫn có giới pháp có thể áp dụng giúp giá vay vốn rơi đi một cách đáng kể để giảm giá là quantitative easing: Fed tiếp tục bơm tiền để mua trái phiếu Chính phủ (Treasuries), đẩy giá trái phiếu Chính phủ lên và do đó lãi từ đầu tư vào trái phiếu Chính phủ giảm xuống, qua đó kích thích các ngân hàng chuyển dịch dòng vốn sang khu vực kinh tế thực.

Tuy nhiên Việt Nam hiện có nhiều khác biệt so với Mỹ, nhất là hiện nay 2 không mang tính phổ cập do không có nhiều người dân có tài sản đáng kể đáng chú ý khoản và bất động sản có khả năng sinh thu nhập, song nhiều người hiện cho đến nay cho thấy những nỗ lực nhằm đo lường các hiện nay 3 (thông qua chính sách tiền tệ để các nhà đầu tư) chưa được đo lường sự suy giảm của các (cùng với các ngoại lệ đi kèm) và do vậy chưa được thúc đẩy đầu tư của tư nhân. Bởi vậy nên rõ ràng cần đến chính sách tài khóa, đặc biệt là đầu tư Nhà nước và giúp trợ cấp cho việc làm và thu nhập (mặt này dung khác của chính sách tài khóa là cắt giảm thuế, tuy rằng cần thiết song có mặt để tác động khá hạn chế vì chỉ có những ngành đến các doanh nghiệp có lợi nhuận (số lượng này sẽ giảm khi kinh tế khó khăn) và người dân có mặt thu nhập chủ yếu (không phải là Việt Nam). Hơn nữa trong bối cảnh kinh hoàng với nhiều rủi ro về đầu tư và việc làm, thuế miễn giảm nhiều khả năng lại được người dân và doanh nghiệp đưa vào túi tiền để phòng rủi ro thay vì tiêu dùng và đầu tư).

Việc thi c thi chính sách đầu tư công kích c u c n đ m b o tính hi u qu cao (không b th t thoát v t o ra hi u ng cao nh t v i m c tăng thâm h t ngân sách th p nh t có th, v à do v y c n ph i đáp ng m t s tiêu chí nh đ c nêu đ i đây) và tính hi u l c cao (th c thi nhanh chóng đ gi m b t giá ph i tr cho vi c đ o ng c vòng xoáy¹⁴). Đây là v n đ v a mang tính k thu t v a là m t ngh thu t. V a m t ngh thu t quan tr ng khác là ph i nh n bi t khi nào n n kinh t đã nóng tr i, t c là th i đ i m hi u ng “đ y vào” bi n m t và hi u ng “đ y ra” xu t hi n. Do v y gói gi i pháp kích c u ngay t khâu thi t k c òn c n ph i bao g m c nh ng bi n pháp “thu quân” nh m tránh l p l i sai l m nghiêm tr ng c a Fed gây ra cu c kh ng ho ng l n hi n nay do đã quá l m đ ng nh ng gi i pháp kích c u (l i su t th p duy trì trong th i gian quá dài) đ c u cu c kh ng ho ng nh h n x y ra vào nh ng năm 2001-2003.

Tóm lại, việc đưa từ Nhà nước có hiệu lực “kéo vào” đối với từ đưa từ từ nhân trong ngôn ngữ hiện trong giai đoạn kinh hoàng là có cơ sở lý thuyết, song việc thực hiện chính sách kích cầu thông qua đưa từ từ công sao cho có hiệu quả và hiệu lực cao và tránh được những mặt trái của mặt trái của kinh hoàng khác lại phụ thuộc vào năng lực và nghệ thuật thi thuật và thực hiện.

^{14/}Việc thông qua gói gói cứu 700 tỷ USD của M là một ví dụ về giá phải trả cho sự chậm trễ của hành động chính sách: bản dự thảo 3 trang ban đầu do ông Henry Paulson đưa ra đã trở thành một văn bản dài khoảng 300 trang sau gần một chục ngày thảo luận 2 tuần (các nhà sử học một phần trong cuộc bầu cử sắp diễn ra nên đã một phần thời gian thảo luận các sự kiện như chi tiêu lòng tin và việc lợi ích đa dạng) đến đến hàng loạt tại Wall Street và do đó khuyến khích hai lần 2 và 3, và sau đó là hai lần 1 vì nhiều doanh nghiệp lớn của Main Street bị lây do thanh khoản bị ảnh hưởng nặng.

Những chính sách tài khóa cần được thực hiện như thế nào? Tăng đầu tư công vào hạ tầng là một phương án được nhiều nước lựa chọn vì khi nền tảng cơ sở hạ tầng được củng cố. Tuy nhiên, đầu tư công vào các công trình hạ tầng liên quan đến môi trường thì gian và khó có thể dòng lợi ích ngay khi có đầu tư nhiều tiền kinh tế nóng trở lại và lạm phát tăng cao. Do vậy nên ưu tiên vào đầu tư hạ tầng cơ sở nông thôn có thể để hoàn thành nhanh, được thì chóng tạo thu nhập và việc làm cho những người có thu nhập thấp và do vậy có khuynh hướng tiêu dùng cao (high propensity to consume), đặc biệt là hạ tầng tiêu dùng hàng sản xuất trong nước, thông qua đó có tác động lan tỏa tới đời sống và nền kinh tế. So với chính sách giảm thuế thì đầu tư công có hai ưu điểm: thứ nhất là tiền thuế sẽ giúp tạo thêm việc làm và thu nhập, thứ hai là một số công trình hạ tầng được xây dựng.

Công cụ tài khoá khác nhau báo lãnh tín hiệu cho các doanh nghiệp và nhà, tăng trưởng cho các hộ nghèo sẽ có tác động rất tốt vì ngay lập tức kích cầu đầu tư. Thậm chí ngân sách có thể gia tăng, song đây là điều bình thường trong điều kiện suy giảm kinh tế vì chính sách tài khóa tốt là chính sách trái chiều với chu kỳ kinh tế (counter-cyclical), tức là mở rộng khi kinh tế khó khăn và thu hẹp khi kinh tế tăng trưởng nóng.

Theo ý kiến của nhóm nghiên cứu, nên tăng đầu tư (thông qua Nhà nước trực tiếp đầu tư hoặc đầu tư ra bên ngoài) tín dụng cho đầu tư của các doanh nghiệp) vào các ngành trọng tâm mới sẽ tiêu chí sau nhằm tối đa hóa hiệu quả thu nhập (hiệu quả 1) và cùng một khoản đầu tư :

- số đông người lao động.
- có tính lan tỏa cao (số đông người đổ vào sản xuất trong nước)
- các ngành sản xuất các đầu vào này cũng có hàm lượng lao động cao.

Vì một kế thuật có thể xác định được các ngành nào vẫy trên cơ sở phân tích số liệu của Tổng điều tra doanh nghiệp để tính hàm lượng lao động trong giá trị sản phẩm của các ngành, kết hợp với Bảng cân đối liên ngành của dòng thông tin và công nghệ để liên kết của ngành đó với các ngành khác của nền kinh tế. Vì một nguyên tắc, đầu tư Nhà nước phải được thực hiện bình đẳng, tức là việc lựa chọn doanh nghiệp thực hiện tham gia triển khai đầu tư phải hoàn toàn dựa trên tiêu chí hiệu quả mà không phân biệt thành phần sở hữu.

Thâm hụt cán cân vãng lai: mức quan ngại lớn nhất khi kích cầu

Hiện tại, không phải lạm phát mà chính thâm hụt thặng dư mức và vãng lai mức chính là nỗi lo lớn nhất khi thực hiện kích cầu song lại có neo từ giá danh nghĩa làm dòng tiền Việt Nam lên giá nội tệ tính theo tỷ giá thực (real exchange rate). Công cụ hiệu quả có thể sử dụng để hạn chế thâm hụt thặng dư mức và cán cân vãng lai là tỷ giá linh hoạt và không bỏ định giá cao (overvalued). Hàng loạt các nước đi một với suy thoái đều chọn giải pháp phá giá đồng tiền nhằm thúc đẩy xuất khẩu. Ở Việt Nam, dù VND đã có sự điều chỉnh giảm nhẹ, song so với tỷ giá VND/USD thời điểm đầu tháng 1/2007, thì vào thời điểm tháng 10/2008, tỷ giá thực của VND so với USD (tỷ giá danh nghĩa điều chỉnh với số chênh lệch về lạm phát tổng thể - headline inflation giữa Việt Nam và Mỹ) đã tăng xấp xỉ 20%, và nếu so với 1 giỏ gồm các đồng tiền mạnh khác thì tỷ giá thực đã tăng trên 25% do đồng đô la Mỹ gần đây đã lên giá so với nhiều đồng tiền chủ chốt như Euro, Bảng Anh, đô la Canada, đô la Úc v.v... Điều này làm giảm đáng kể sức cạnh tranh quốc tế của hàng hóa xuất khẩu và hàng hóa cạnh tranh với nhập khẩu của Việt Nam, làm chính sách kích cầu sẽ trở nên kém hiệu quả do rò rỉ (leakage) ra hàng ngoại nhập (đặc biệt là các sản phẩm giá rẻ do các doanh nghiệp Trung Quốc hiện đang có “xà hàng” và các hàng hóa này có thể xâm nhập thị trường Việt Nam thông qua kênh thặng dư mức chính thức cũng như nhập lậu) và nghiêm trọng hơn là làm cán cân vãng lai hiện đã đang ở mức cao “bất bình thường” (xem Hình 2) sẽ tiếp tục gia tăng. Như vậy, việc tiếp tục điều chỉnh tỷ giá linh hoạt hiện theo hướng không để đồng tiền Việt Nam bị đánh giá cao (overvalued) là rất cần thiết.

Hình 2

Thâm hụt cán cân vãng lai: mức nào là “bất bình thường”?

Tuy lý thuyết không đưa ra ngưỡng chấp nhận cụ thể nào về “mức thâm hụt tài khoản vãng lai thực tế nào là bất bình thường”, song phân tích số liệu quốc tế có thể cung cấp những gợi ý quan trọng. Tính toán của nhóm nghiên cứu trên cơ sở tham chiếu là tất cả các nước trên thế giới, hoặc các nước có thu nhập bình quân đầu người tính theo PPP vào năm 2007 thấp hơn 10.000 USD (giá trị này là 2.587 USD đối với Việt Nam) thì giá trị trung bình cho giai đoạn rất dài hạn (1980-2007), dài hạn (1998-2007), trung hạn (2003-2007) hoặc ngắn hạn (năm 2007) đều cho thấy không có mức thâm hụt tài khoản vãng lai nào quá cao hơn 4,94% GDP. Như vậy có thể sẽ coi mức trên 5% GDP là “bất bình thường” và do vậy Việt Nam nên không chỉ thâm hụt tài khoản vãng lai ở mức này khi lập kế hoạch phát triển trong trung và dài hạn. Trong khi đó, mức thâm hụt tài khoản vãng lai của Việt Nam đã ở mức 9,8% GDP trong năm 2007, tức là gần gấp đôi mức “bất bình thường”. Mức thâm hụt vãng lai năm 2008 dự kiến còn cao hơn nữa, trên 10% GDP. Một điều đáng chú ý nữa là trong cách tính hiện nay, tất cả kiều hối (overseas remittances) được tính vào cầu phần chuyển nhượng từ nhân (transfer) của tài khoản vãng lai, song trên thực tế một phần không nhỏ của lượng tiền này được chuyển về đầu tư để hình thành kênh tích lũy và có thể rút ra bất cứ lúc nào nên thực chất đó là một phần của tài khoản vốn. Nói cách khác, nếu tính chính xác thì thâm hụt vãng lai còn cao hơn nữa so với con số báo cáo chính thức.

Bảng 1: Thâm hụt cán cân vãng lai				
Giai đoạn	Trung bình	Trung vị	Trung bình	Trung vị
1980-2007	-3,25	-3,53	-4,94	-4,38
1998-2007	-2,57	-3,27	-4,34	-4,51
2003-2007	-1,84	-3,45	-3,07	-3,80
Năm 2007	-1.73	-4.50	-3.06	-4.62

Nguồn: Tính toán của Nhóm nghiên cứu trên cơ sở số liệu của Báo cáo triển vọng kinh tế toàn cầu (World Development Outlook) tháng 4/2008 của IMF

Thị trường phiếu là một cam kết thanh toán vô điều kiện được phát hành để vay nợ ngắn hạn từ người nắm giữ thị trường phiếu. Có hai loại thị trường phiếu: thị trường phiếu thông thường không có bảo đảm bằng tài sản (CP – commercial paper) và thị trường phiếu có bảo đảm bằng tài sản (ABCP – asset backed commercial paper). Bên phát hành thị trường phiếu, được biết là loại ABCP, thị trường là các tổ chức tài chính trung gian như ngân hàng và quỹ đầu tư thị trường tiền tệ (MMF). Các tập đoàn phi tài chính lớn, có uy tín, cũng có thể tự mình phát hành CP để bổ sung cho vốn lưu động. Đối với nhà đầu tư - người nắm giữ thị trường phiếu, họ kiếm lợi từ lãi suất chi trả khi có thị trường phiếu, bằng cách bán lợi nhuận thị trường phiếu trên thị trường cổ phiếu với giá thấp hơn mức giá. Còn bên phát hành, được biết là vì sao thị trường công ty lớn lại muốn tham gia vào thị trường thị trường phiếu? Lý do là ngoài việc giúp huy động vốn ngắn hạn với lãi suất rẻ hơn lãi suất ngân hàng và chi phí giao dịch thấp, thị trường phiếu còn là một xích tài chính giúp các doanh nghiệp tích lũy hàng tiền - mặt yếm từ từ để thu nhập với tăng sản lượng. Thị trường thì các công ty muốn duy trì vốn lâu dài cho những kế hoạch đầu tư của họ, nên thị trường phiếu dài hạn có lãi suất cao hơn thị trường phiếu ngắn hạn. Nhưng thị trường thích những thị trường phiếu ngắn hạn hơn vì chúng cho phép hoán đổi nhanh, tính thanh khoản cao. Chính vì vậy, mặc dù luật của Mỹ quy định thời hạn tối đa cho thị trường phiếu là 270 ngày, nhưng đa số thị trường phiếu được giao dịch trên thị trường có thời hạn trung bình là 30 ngày. Phần lớn lưu lượng giao dịch thị trường phiếu trên thị trường là do khối tài chính phát hành. Do đặc điểm và hành vi của thị trường phiếu như là thời hạn ngắn và lưu lượng giao dịch lớn, tính đòn bẩy kích thích nó luân chuyển của thị trường phiếu trong nền kinh tế rất cao. Các thị trường phiếu dù chỉ là đơn vị vốn trở thành một công cụ đàm phán và phiếu ngân hàng thanh toán hữu hiệu. Ngoài ra, từng loại nhu cầu có được thông qua thị trường thị trường phiếu từ thu nhập với từng dòng vốn chảy vào thị trường tài chính, chủ yếu là vào các ngân hàng và các quỹ đầu tư. Điều này kích thích đòn bẩy ngày càng cao và số phiếu thu nhập lẫn nhau ngày càng mạnh mẽ giữa các trung gian tài chính và các tập đoàn phi tài chính. Đây là điểm mấu chốt về tính rủi ro của thị trường thị trường phiếu. Nếu có một cú sốc đến trên thị trường, phần lớn dòng chảy chuyển xảy ra là điều chắc chắn.

Phần lớn dòng chảy chuyển đã thực sự xảy ra khi Fed để cho Lehman Brothers – ngân hàng phát hành một lượng rất lớn thị trường phiếu trên thị trường, sụp đổ, mà không giới hạn. Lehman Brothers sụp đổ đã kéo theo một loạt quỹ đầu tư thị trường tiền tệ (MMF) suy sụp theo. Bớt đầu tư Quỹ Reserves Primary do quỹ này nắm giữ khoảng 785 triệu USD thị trường phiếu do Lehman Brothers phát hành. Trong vòng 3 ngày ngay sau đó, hàng loạt các quỹ khác nắm giữ tài sản nợ của Quỹ Reserves Primary rút khỏi với từng số tiền lên tới 133 triệu USD ra khỏi quỹ này. Lưu lượng giao dịch thị trường phiếu do các tổ chức tài chính phát hành sụt giảm 200 tỷ USD chỉ trong vòng 2 tuần kể từ ngày 15/09/2008 khi Lehman Brothers phá sản. Người nắm giữ ngắn hạn đổ vỡ thị trường phiếu của pho Uôn cần thiết làm cho lãi suất LIBOR 1 tháng tăng vọt. Doanh số vay liên ngân hàng chỉ tăng nhẹ do chính các ngân hàng cũng không có vốn để cho vay. Lãi suất LIBOR giảm cùng với sự ra đời của các công cụ hỗ trợ của Fed. Khi Quỹ Reserves Primary gần như phá sản với giá trị cổ phiếu dưới 1 USD, Fed nhận thấy nguy cơ sụp đổ dây chuyền từ các quỹ đầu tư sang các ngành sản xuất công nghiệp nên đưa ra kế hoạch giới hạn tiền mặt và sau đó cho ra đời hai công cụ tài trợ thị trường phiếu, MMIFF và CPFF, để hỗ trợ thanh khoản trong hệ thống tín dụng kỳ hạn. Việc một khả năng thanh toán thị trường phiếu của các ngân hàng và các quỹ tạo nên cuộc khủng hoảng tài chính tại Mỹ không chỉ pho Uôn, đây là một trong những điểm quan trọng nhất của nền kinh tế do nền kinh tế thực đang lao đao. Vào giữa tâm cuộc khủng hoảng tài chính vừa qua, các hãng sản xuất ô tô lớn của Mỹ như Ford Motor, GMAC đầu đã phải nhờ đến trợ giúp tài chính của Fed để tránh sụp đổ. Toyota Motor – hãng ô tô đang đầu tư giữ - đã phải công bố cắt giảm lợi nhuận kế hoạch cho năm nay. Tuy nhiên nếu hai hãng khác là General Motor và Ford Motor đã báo cáo lỗ nặng trong quý 3 năm 2008. GMAC – do Quỹ Quản Lý Vốn Cerberus và General Motors đang sở hữu - vừa mới báo cáo lỗ 2,48 tỷ USD trong quý 2 năm nay, nay bình hàng ngũ tập của cuộc khủng hoảng nên cuối tháng 10 vừa rồi đã quyết định sẽ đóng vay sản xuất xe tiêu dùng ở 7 nước ở Châu Âu. Do những biến động này, các công cụ trên của Fed thực sự là cứu khu vực tài chính pho Uôn khỏi bờ vực do hiệu ứng của của thị trường thị trường phiếu tài chính. Nhưng, đứng sau đó là cứu nền kinh tế thực khỏi bế tắc do một khả năng chi trả các khoản nợ ngắn hạn, dần dần mất tài sản hoặc là phá sản – con đường nhanh nhất đến suy giảm từng sản lượng của nền kinh tế.