

# Những đặc điểm cơ bản của tình hình tài chính và tiền tệ thế giới những năm đầu thế kỷ XXI

TH.S. PHẠM ANH TUẤN\*

*Bước sang những năm đầu của thế kỷ XXI, tình hình tài chính và tiền tệ thế giới có nhiều biến động rõ rệt, thể hiện ở những đặc điểm cơ bản sau đây:*

## 1. Thị trường chứng khoán ngày càng có quy mô lớn và đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế thế giới

Trong thập kỷ qua, các thị trường chứng khoán chủ chốt thế giới đã trải qua ba giai đoạn:

1.1. *Giai đoạn thứ nhất*, từ 2000 – 2002, là giai đoạn suy thoái khởi đầu bởi sự sụp đổ của các công ty dot.com trong lĩnh vực công nghệ cao trên toàn cầu. Chỉ trong vòng hai năm 2000 - 2001, đã có hơn 600 công ty ở Mỹ và khoảng 1.000 công ty dot.com khác trên toàn thế giới bị xóa sổ khỏi thị trường. Theo số liệu Internet Index của Bloomberg, trong năm 2000, giá trị thị trường của 280 loại cổ phiếu lớn nhất thuộc lĩnh vực dot.com đã giảm từ 2.948 tỷ USD xuống còn 1.193 tỷ USD, trong đó có 151 loại cổ phiếu mất trên 80% giá trị. Ngay như “gã” khổng lồ yahoo, giá trị vào đỉnh điểm của cao trào dot.com lên đến 125 tỷ USD (đầu năm 2000), nhưng đã tụt thê thảm còn 4 tỷ USD vào cuối năm 2001, tương đương với sự sụt giảm giá trị tới 97%. Tình hình còn trở nên khó khăn hơn sau khi nước Mỹ gánh chịu vụ khủng bố 11/9/2001 và sụp đổ do bê bối tài chính của một loạt tập đoàn hùng mạnh của nước Mỹ như Enron, WorldCom, Peregrine Systems, Qwest...

Tính đến cuối năm 2002, thời điểm đáy của giai đoạn suy thoái, các thị trường chứng khoán chủ chốt thế giới đã mất hơn 1/2 số điểm so với giai đoạn đầu năm 2000.

1.2. *Giai đoạn hai*, từ 2003 – 2007, là giai đoạn tăng trưởng ổn định do sự phục hồi ấn tượng của kinh tế thế giới với tốc độ tăng trưởng trung bình đạt 4%/năm, đặc biệt năm 2004, đạt mức 5,1% - cao nhất trong 30 năm qua. Từ khoảng tháng 3/2003, khi Mỹ kết thúc cuộc chiến tại Iraq, chứng khoán thế giới tăng trưởng ấn tượng và thể hiện một xu hướng đi lên rõ rệt cho đến tận giữa năm 2007. Trong giai đoạn này, giá dầu thế giới tăng nhanh và liên tục cùng với đà tăng trưởng của kinh tế quốc tế. Điều này có tác động trái ngược tới hệ thống doanh nghiệp và thị trường chứng khoán. Trong khi các doanh nghiệp sử dụng dầu như một nguyên liệu đầu vào cho sản xuất kinh doanh gặp nhiều khó khăn thì các doanh nghiệp có dầu là sản phẩm đầu ra thu được nhiều lợi nhuận và tăng điểm trên thị trường chứng khoán. Tại thị trường chứng khoán Mỹ, sau sự ra đi của United Airlines năm 2002, Delta Airlines và Northwest Airlines đã xin bảo hộ phá sản năm 2005, do chi phí năng lượng quá cao, trở thành ba vụ phá sản lớn nhất trong lịch sử hàng không Mỹ. Ngược lại, cổ phiếu của các công ty dầu khí như BP (Anh), Total (Pháp),

\* Viện Kinh tế và Chính trị Thế giới



Shell (Anh/Hà Lan) lại trở thành những ngôi sao trên thị trường chứng khoán châu Âu. Còn tại Mỹ, giá dầu tăng giúp cho trị giá Exxon Mobil vượt lên 400 tỷ USD năm 2005, vượt qua General Electric trở thành doanh nghiệp giàu nhất nước Mỹ.

Trong giai đoạn 2003 - 2007, ngoài xu hướng đi lên khá rõ nét của thị trường chứng khoán thế giới, không thể không nhắc tới một vài cú sốc làm giảm giá trị của thị trường như: sự lây nhiễm của dịch SARS trên toàn thế giới năm 2003, vụ đánh bom khủng bố vào hệ thống tàu điện ngầm và xe buýt tại London (Anh) năm 2005 làm chết 52 người, vụ đánh bom khủng bố tại Bali năm 2003 làm chết 202 người và thảm họa sóng thần tại Indonesia làm chết hàng trăm nghìn người năm 2006.

1.3. *Giai đoạn ba*, từ 2008 - 2009, là giai đoạn suy thoái mạnh do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng toàn cầu xuất phát từ thị trường bất động sản Mỹ. Đây là vụ khủng hoảng tín dụng tồi tệ nhất trong vòng 16 năm tại Mỹ, kéo theo sự phá sản của hàng loạt các ngân hàng và tập đoàn tài chính lớn tại quốc gia này như Bear Sterns, AIG, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley... Do thị trường tài chính Mỹ có mối liên kết chặt chẽ với các trung tâm tài chính thế giới, sự đổ vỡ này gây ra sự suy giảm mạnh của tất cả các thị trường chứng khoán chủ chốt toàn cầu. Chỉ trong vòng ba tháng ngắn ngủi cuối năm 2008, chỉ số công nghiệp Dow Jones mất giá 33,84%, mức giảm tồi tệ nhất kể từ năm 1931 (khi chỉ số này sụt giảm tới 52,67%). Chỉ số Standard & Poor's 500 giảm 38,49%, cũng là mức giảm mạnh nhất trong vòng 77 năm qua. Chỉ số tổng hợp Nasdaq cũng giảm tới 40,54% trong năm 2008, năm tồi tệ nhất kể từ khi chỉ số này ra đời năm 1971. Chỉ số chứng khoán FTSE 100 thua lỗ tới 31,33%, trong khi chỉ số chứng khoán CAC 40 của Pháp và DAX của Đức cùng chịu các mức độ sụt giảm là 40,37%<sup>1</sup>.

Các thị trường chứng khoán khác cũng chịu mức sụt giá thảm hại. Tại Hồng Kông, vốn đang trong tình trạng suy thoái, chỉ số Hang Seng đóng cửa năm 2008 có mức sụt giảm lên tới 48%. Đây là lần thứ hai trong lịch sử, thị trường này có chỉ số suy giảm tồi tệ, lần đầu là trong thời kỳ cuộc khủng hoảng dầu khí toàn cầu đầu thập niên 1970. Chỉ số Nikkei của Nhật Bản giảm tới 42,12%, chỉ số S&P/TSX của Canada mất giá 35,03%, trong khi chỉ số Bovespa của Brazil giảm 41,22% còn thị trường chứng khoán Úc sụt giá tới hơn 40%<sup>2</sup>.

Sau khi xuống tới điểm đáy của cuộc khủng hoảng vào tháng 3/2009, các thị trường chứng khoán toàn cầu đã dần hồi phục trở lại và tăng điểm khá vững chắc. Đáng chú ý là thị trường của các nền kinh tế mới nổi trở thành những điểm "nóng" nhất sau cuộc khủng hoảng. Chỉ tính riêng sáu tháng đầu năm 2009, chỉ số chứng khoán MSCI của các thị trường này đã tăng 32%, mạnh hơn nhiều so với mức tăng 6% của chỉ số chứng khoán toàn thế giới. Trong đó, riêng chỉ số SCI của thị trường chứng khoán Trung Quốc tăng tới 63%, chỉ số Sensex 30 của Ấn Độ cũng tăng tới 52%.

Phân tích nghiên cứu về thị trường chứng khoán toàn cầu giai đoạn 2000 - 2009 cho thấy những đặc điểm sau:

*Thứ nhất, quy mô của các thị trường chứng khoán ngày càng lớn.* Thống kê của Hội đồng Chứng khoán Thế giới (World Federation of Exchange) đối với 51 thị trường chứng khoán lớn nhất thế giới cho thấy, tổng giá trị cổ phiếu vốn hóa của các thị trường này năm 1990 mới đạt hơn 8,9 nghìn tỷ USD, đến năm 2000 là gần 31 nghìn tỷ USD thì đến cuối năm 2007 đã tăng lên đến hơn 60 nghìn tỷ USD. Về giá trị giao dịch thực tế, nếu như năm 1990 mới đạt 5,6 nghìn tỷ USD, tăng lên 56,5 nghìn tỷ USD năm 2000, thì đến hết năm 2008, giá trị giao dịch đã

<sup>1</sup> The Economics Times (2008): *World stocks end Calamitous: Eye Recovery*, ngày 31/12 <http://economictimes.indiatimes.com>

<sup>2</sup> The Economics Times (2008): *World Stocks end Calamitous: Eye Recovery*, ngày 31/12 <http://economictimes.indiatimes.com>.



tăng lên 113,6 nghìn tỷ USD<sup>3</sup>. Số lượng công ty niêm yết trên các thị trường chứng khoán cũng tăng từ khoảng 20 nghìn năm 1990, tăng lên hơn 29 nghìn năm 2000 và tính đến cuối năm 2008 đã đạt hơn 46 nghìn công ty. Sự gia tăng giá trị giao dịch trên các thị trường chứng khoán đã phản ánh quy mô phát triển ngày càng lớn của lĩnh vực tài chính toàn cầu.

*Thứ hai, mối liên hệ lẫn nhau giữa các thị trường chứng khoán ngày càng chặt chẽ.* Điều này được phản ánh thông qua tính toán hệ số tương quan (Correlation Index) giữa các chỉ số chứng khoán. Trong giai đoạn 1989 - 1999, hệ số tương quan giữa các thị trường chứng khoán lớn nhất thế giới (minh họa bằng chỉ số giữa S&P 500 và MSCI World) tỏ ra giao động khá phức tạp. Thêm vào đó, hệ số tương quan giữa các thị trường chứng khoán phát triển và các thị trường đang phát triển cũng có sự giao động mạnh. Tuy nhiên, kể từ năm 2000 trở lại đây, hệ số tương quan giữa thị trường chứng khoán các nước phát triển đã khá ổn định và luôn đạt trên 0,9 và có lúc đã đạt tới xấp xỉ 1,0 (năm 2003), còn giữa các nước phát triển và đang phát triển dần đạt giá trị cao trên 0,6. Điều đó cho thấy, các thị trường chứng khoán đồng thời tăng hoặc giảm đi kèm với quy mô giống nhau. Sự gia tăng của chỉ số tương quan giữa các thị trường chứng khoán thế giới thể hiện tính liên kết ngày càng cao giữa các thị trường này, phản ánh xu hướng biến động cùng chiều, cùng tăng đi kèm hay cùng giảm đi kèm giữa các trung tâm chứng khoán trên toàn thế giới.

*Thứ ba, vai trò của thị trường chứng khoán ngày càng trở nên quan trọng hơn đối với các nền kinh tế.* Nếu đầu thập niên 1990, giá trị vốn hóa của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán mới chỉ chiếm chừng 50% tổng GDP thì đến đầu thập niên 2000 đã tăng lên trên 80% và đến năm 2007, thời điểm trước khi cuộc khủng hoảng xảy ra, giá trị vốn hóa toàn cầu đã lên đến 121% của tổng GDP toàn cầu<sup>4</sup>. Thị

trường chứng khoán trở thành một kênh dẫn vốn chủ yếu của các doanh nghiệp. Điều này có được là nhờ sự tiến bộ của công nghệ thông tin, việc sử dụng máy tính trong các giao dịch đã giúp gia tăng mạnh cho mọi hoạt động trên thị trường chứng khoán, làm gia tăng tính thanh khoản và hiệu quả hoạt động của các dòng vốn. Cũng chính tiến bộ công nghệ đã và đang làm thay đổi hoạt động của thị trường chứng khoán. Những người tham gia trực tiếp trên thị trường chứng khoán giờ đây không còn là những nhà đầu tư nhỏ lẻ trước kia mà là những quỹ, những tổ chức môi giới chuyên nghiệp, những tổ chức trung gian tài chính với quy mô vốn khổng lồ. Các thị trường chứng khoán đang trở thành những thị trường bán buôn với sự gia tăng ngày càng mạnh mẽ về số lượng và giá trị các hàng hóa.

Việc phân tích tình hình trên đã khẳng định rõ hơn *các thị trường chứng khoán đang ngày càng đóng vai trò là hàn thử biểu đối với sức khỏe của các nền kinh tế.* Giai đoạn này cũng chứng kiến sự phát triển rất nhanh của thị trường chứng khoán thế giới với quy mô ngày càng lớn, sự phản ứng ngày càng nhanh nhạy trước các sự kiện và nhân tố tác động và tính liên kết giữa các thị trường ngày càng cao. Ở khía cạnh nào đó, sự phát triển quá nóng này cũng góp phần vào cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008, khi nó làm gia tăng tính thanh khoản của các tài sản tài chính có độ rủi ro cao. Mặc dù hiện nay, cuộc khủng hoảng vẫn chưa kết thúc, nhưng có thể khẳng định rằng, nó đã để lại một bài học kinh nghiệm quý giá giúp cho các thị trường trong tương lai phát triển an toàn và bền vững hơn.

## 2. Thị trường ngoại hối biến động và tỷ giá giữa đồng USD với các đồng tiền chủ chốt có xu hướng giảm

So với các đồng tiền chủ chốt, nhìn chung trong những năm qua, *đồng USD thể hiện một xu hướng giảm giá khá rõ.* Đồ thị 1 cho thấy tỷ giá giữa đồng USD với các đồng tiền khác đều có xu hướng đi xuống.

Kinh tế Mỹ trong giai đoạn đầu những năm 2000 chịu tác động mạnh của cuộc khủng hoảng dot.com, vụ khủng bố 11/9, sự mất cân bằng

<sup>3</sup> World Federation of Exchanges, *Market Highlights (2008)* <http://www.world-exchanges.org>

<sup>4</sup> World Development Indicators Online Database, số liệu lấy ngày 8/10/2009

kép ngày càng trầm trọng cùng với tính chất suy thoái theo chu kỳ kinh tế. Kết quả là Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) phải điều chỉnh giảm lãi suất liên tục từ năm 2001, xuống chỉ còn 1% vào tháng 6/2003 (thấp nhất trong vòng hơn 40

năm) nhằm kích thích tăng trưởng kinh tế. Lãi suất đồng USD giảm đồng nghĩa với việc đồng tiền này giảm sức hấp dẫn so với các đồng tiền mạnh khác có mức lãi suất cao hơn, do đó làm cho USD giảm giá so với các đồng tiền khác.

**Đồ thị 1: Tỷ giá hối đoái danh nghĩa giữa đồng USD với các đồng tiền chủ chốt, giai đoạn 2000 - 2009**



**Nguồn:** Yahoo Finance. <http://finance.yahoo.com>

Đồng euro (EUR) bắt đầu được đưa vào lưu hành từ đầu năm 1999 với tỷ giá 1 USD = 1 EUR và hầu như ngay lập tức chịu một thời kỳ giảm giá so với USD, vượt qua cả ngưỡng 1 USD = 1,2 EUR trong năm 2002. Tuy nhiên, kể từ sau thời điểm này, cùng với sự liên kết kinh tế ngày càng chặt chẽ giữa các quốc gia trong khối EU, sự vận hành trơn tru của hệ thống tiền tệ mới đã giúp cho đồng euro dần lấy lại vị thế của mình. Cũng cần phải nói thêm rằng, ngoài tác động tiêu cực từ tính chu kỳ và sự trì trệ nhất định của nền kinh tế từng quốc gia thành viên, khối EU không chịu biến động gì lớn về mặt kinh tế - xã hội có thể suy giảm đáng kể giá trị của đồng euro. Kết quả là, tỷ giá EUR/USD giảm dần dần và xuống đến mức thấp nhất là 1 USD = 0,63 EUR vào giữa năm 2008.

Do có những đặc điểm và chu kỳ kinh tế giống như các quốc gia thành viên EU, đồng bảng Anh (GBP) cũng có diễn biến tỷ giá khá giống với đồng EUR. Sau khi跌 mất giá trị và để USD vượt lên vào đầu năm 2002 với tỷ giá 1 USD = 0,73 GBP, đồng bảng Anh đã khôi phục lại dần dần và đạt mức tỷ giá cao nhất trong vòng 10 năm là 1 USD = 0,47 GBP vào thời điểm giữa năm 2008.

Sau một giai đoạn dài lâm vào suy thoái những năm 1990, kinh tế Nhật Bản lại phải chịu tác động từ cuộc khủng hoảng châu Á năm 1997. Sang những năm đầu của thập niên 2000, nhằm cương quyết kéo nền kinh tế quốc gia khỏi tình trạng trì trệ, Chính phủ Nhật Bản đã áp dụng những chính sách kích thích kinh tế và hướng về xuất khẩu nhiều hơn. Do đó, chính



sách đồng yên Nhật không còn được ưu tiên là đồng tiền mạnh mà bị kìm giữ ở tỷ giá thấp nhằm giúp cho Nhật Bản có lợi thế hơn khi xuất khẩu vào các quốc gia và khu vực khác trên thế giới, đặc biệt là xuất khẩu vào Mỹ và EU. Số liệu thống kê cho thấy, chỉ tính riêng hai năm 2002 - 2003, Ngân hàng Trung ương Nhật Bản đã bơm gần 30 nghìn tỷ yên Nhật (JPY) vào thị trường để can thiệp tỷ giá và mua vào các tài sản định giá không phải bằng đồng yên, giúp cho tỷ giá JPY/USD đứng vững trên thị trường. Kết quả là, trong giai đoạn 2000 - 2009, dự trữ ngoại hối của Nhật Bản đã tăng lên hơn 1000 tỷ USD. Tuy nhiên, sự yếu kém của nền kinh tế đã khiến cho đồng yên chịu sự suy giảm nặng nề về mặt giá trị thực tế. Theo số liệu của BIS (Bank for International Settlement), tỷ giá hối đoái thực của đồng yên tại thời điểm 8/2009 đã giảm tới 23% so với thời điểm đầu năm 2000. Nếu lấy mốc 1/1/2000 là 100 điểm, tại thời điểm 8/2009, đồng yên Nhật là đồng tiền có mức giảm tỷ giá thực cao nhất so với các đồng tiền mạnh khác: đồng USD bị giảm 8% trong khi đồng EUR lên giá 20%. Trong khi đó, đồng nhân dân tệ (CNY) của Trung Quốc có sự tăng tỷ giá thực khá ấn tượng khoảng 8%.

Mặc dù vẫn còn là một nền kinh tế đang phát triển, Trung Quốc đang ngày càng đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế toàn cầu. Sau khi gia nhập WTO vào năm 2001, thương mại Trung Quốc ngày càng được gia tăng mạnh mẽ hơn và quốc gia này dần trở thành một công xưởng sản xuất của thế giới. Kinh tế thế giới hiện nay được đánh giá là phụ thuộc khá mạnh vào hai động lực, đó là động lực tiêu dùng của thị trường Mỹ và động lực xuất khẩu của Trung Quốc. Vì muốn duy trì sự tăng trưởng kinh tế dựa trên xuất khẩu, Trung Quốc đã duy trì một đồng nhân dân tệ có tỷ giá neo cố định 1 USD = 8,25 CNY trong một giai đoạn dài 1994 - 2005, bất chấp sự chỉ trích về chính sách kiểm chế tỷ giá từ các quốc gia khác. Ngày 21/7/2005, Trung Quốc mới tuyên bố thả nổi tỷ giá đồng CNY trong một chừng mực có kiểm soát. Ngoài ý nghĩa nói lòng mở cửa thị trường tài chính tiền tệ trong nước với bên ngoài, đây được coi là một động thái nhằm gia tăng tính cạnh tranh

cho đồng CNY, giúp cho đồng tiền này từng bước trở thành đồng tiền mạnh trên thị trường thế giới. Kể từ sau khi thả nổi tỷ giá, đồng CNY đã liên tục lên giá với USD và vào thời điểm cuối năm 2009, tỷ giá danh nghĩa đạt được là 1 USD = 6,83 CNY.

Thống kê của BIS trong vòng 15 năm qua cho thấy, *khối lượng giá trị giao dịch ngoại hối toàn cầu ngày càng tăng mạnh mẽ, thể hiện sự gia tăng về giá trị và liên kết ngày càng chặt chẽ giữa các thị trường tài chính trên toàn thế giới.* Nếu như năm 1998, tổng khối lượng giao dịch ngoại hối mỗi ngày là gần 1.500 tỷ USD thì vào thời điểm gần 10 năm sau, năm 2007, giá trị này đã tăng gấp đôi lên thành hơn 3.200 tỷ USD. Báo cáo ba năm một lần của BIS cho thấy, cơ cấu giao dịch ngoại hối của thế giới ngày càng theo hướng gia tăng các giao dịch kỳ hạn và hoán đổi và giảm tỷ trọng các giao dịch giao ngay. Ví dụ, năm 1992, cơ cấu ba hình thức giao dịch (giao ngay, kỳ hạn, hoán đổi) tương ứng là 48,0%, 7,1%, 39,5%, thì năm 2007 cơ cấu này thay đổi thành 31,3%, 11,3%, 53,4%. Điều này phản ánh thị trường ngoại hối thế giới ngày càng được phát triển theo hướng gia tăng các thanh toán phòng ngừa rủi ro (kỳ hạn, hoán đổi) và giảm bớt các thanh toán trực tiếp (giao ngay).

Một điểm đáng chú ý là, *mặc dù đồng USD giảm giá khá mạnh so với các đồng tiền chủ chốt nhưng vẫn là đồng tiền thống trị trong giao dịch ngoại hối quốc tế,* chiếm tỷ trọng xấp xỉ 90% (trên tổng số 200%), không khác gì những thời điểm 15 hay 20 năm về trước. Sự thay đổi về mặt cơ cấu chỉ diễn ra giữa các đồng tiền khác, ví dụ như tỷ trọng đồng yên Nhật giảm chỉ còn 16,5% (2007) so với 27% (1989) còn đôla Úc tăng từ 2% lên 6,7% trong cùng thời kỳ.

Giai đoạn 2000 - 2009 đã chứng kiến sự giảm giá của đồng USD và sự phục hồi giá trị của các đồng tiền chủ chốt khác, nhưng về khía cạnh giao dịch ngoại hối vẫn không thể phủ nhận được vai trò thống trị của đồng USD so với bất cứ đồng tiền nào khác. Người ta cũng nhận ra rằng sự mất cân bằng của nền kinh tế toàn cầu trong thập niên đầu thế kỷ XXI bắt nguồn chủ yếu từ một hệ thống tiền tệ thế giới phụ thuộc quá nhiều vào đồng USD.



Cuộc khủng hoảng tài chính 2008 đã đặt ra nhiều vấn đề cần giải quyết và một trong số đó là tái cấu trúc lại hệ thống tiền tệ thế giới một cách công bằng và an toàn hơn. Mới đây, đã có dư luận cho rằng các nước Á Rập ở vùng Vịnh và một số nước khác như Pháp, Nga, Trung Quốc và Nhật Bản dự tính thay thế đồng USD trong giao dịch mua bán dầu mỏ bằng vàng và một số đồng tiền chủ chốt khác. Trong khi chờ đợi vai trò chính thức của đồng USD bị từ bỏ, tiền tệ sử dụng trong giai đoạn chuyển tiếp sẽ là vàng. Nếu điều này xảy ra, tỷ giá hối đoái giữa các đồng tiền chủ chốt dự báo sẽ có những thay đổi mạnh mẽ trong thời gian tới.

### 3. Sự gia tăng của dòng vốn nước ngoài chảy vào các nước đang phát triển

Thống kê của Viện Tài chính quốc tế (IIF) cho thấy, dòng vốn vào các nền kinh tế mới nổi tăng trưởng mạnh từ đầu thập kỷ 2000 và đạt mức cao kỷ lục 926,5 tỷ USD năm 2007, trước khi suy giảm mạnh xuống chỉ còn 191,8 tỷ năm

2009 và được dự báo sẽ phục hồi trở lại 423,5 tỷ USD năm 2010. Điểm đáng chú ý là, hai hình thức đầu tư trực tiếp và tín dụng ngân hàng thương mại ngày càng chiếm tỷ trọng lớn trong dòng vốn vào các nền kinh tế mới nổi, trong khi giá trị dòng vốn đầu tư gián tiếp qua thị trường tài chính ngày càng nhỏ đi. Thậm chí, năm 2007, khi dòng vốn đạt mức cao kỷ lục gần 1.000 tỷ USD, dòng vốn gián tiếp còn đạt giá trị âm 8 tỷ USD. Điều đó cho thấy rằng, từ sau các cuộc khủng hoảng tài chính thập niên 1990, các quốc gia tỏ ra thận trọng trong việc tiếp nhận dòng vốn gián tiếp, do tính rủi ro cao của hình thức đầu tư này. Một vấn đề nữa đáng lưu ý là dòng vốn tài trợ chính thức sau một thời gian chỉ đạt giá trị âm (rút ra) từ 2002 - 2006 thì đã quay trở lại các nền kinh tế mới nổi từ năm 2007 (đạt 38,7 tỷ USD) và được dự báo sẽ duy trì ở giá trị 50 tỷ USD/năm, góp phần trong việc hỗ trợ các nền kinh tế này thoát khỏi cuộc khủng hoảng hiện tại.

**Bảng 1: Dòng vốn nước ngoài chảy vào các thị trường mới nổi, giai đoạn 2002 - 2010**

(Đơn vị: triệu USD)

|                                       | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010* |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>1) Dòng vốn tư nhân</b>            | 124,9 | 229,0 | 330,9 | 528,3 | 561,8 | 887,8 | 392,3 | 140,5 | 373,2 |
| Dòng vốn đầu tư cổ phần               | 117,6 | 138,5 | 195,1 | 250,4 | 223,8 | 296,9 | 185,6 | 240,9 | 250,0 |
| Đầu tư trực tiếp                      | 116,5 | 103,2 | 154,7 | 197,4 | 172,1 | 304,8 | 277,9 | 215,4 | 225,1 |
| Đầu tư gián tiếp                      | 1,1   | 35,4  | 40,4  | 53,0  | 51,7  | -8,0  | -92,3 | 25,5  | 24,9  |
| Tín dụng ngân hàng thương mại         | -6,8  | 29,8  | 58,8  | 181,0 | 223,4 | 398,1 | 91,5  | -91,9 | 57,5  |
| Tín dụng khác                         | 14,1  | 60,7  | 77,1  | 96,9  | 114,6 | 192,8 | 115,2 | -8,5  | 65,6  |
| <b>2) Dòng vốn tài trợ chính thức</b> | -5,4  | -17,0 | -13,7 | -50,3 | -54,4 | 38,7  | 49,9  | 51,3  | 50,3  |
| Từ các tổ chức quốc tế                | 8,1   | -6,5  | -14,0 | -39,2 | -29,7 | 3,2   | 22,8  | 47,9  | 42,5  |
| Tín dụng song phương                  | -13,6 | -10,5 | 0,3   | -11,1 | -24,7 | 35,6  | 27,1  | 3,4   | 7,8   |
| <b>3) Tổng cộng</b>                   | 119,5 | 212,1 | 317,2 | 477,9 | 507,4 | 926,5 | 442,2 | 191,8 | 423,5 |

(\*): Dự báo của IIF

*Nguồn: Capital Flows to Emerging Market Economies, Institute of International Finance, các báo cáo từ 2005 - 2009.*

Xét tỷ trọng dòng vốn tư nhân theo khu vực địa lý, trong suốt thập kỷ 2000 - 2009, các nền kinh tế mới nổi khu vực châu Á và châu Âu luôn thu hút được nhiều dòng vốn tư nhân nhất

với tổng tỷ trọng hai khu vực luôn chiếm trên 80%, còn lại 20% dành cho khu vực Mỹ Latinh và châu Phi - Trung Đông. Đáng chú ý là, nếu như những năm đầu thập kỷ, khu vực châu Á



luôn nhận được nhiều vốn nhất (luôn đạt trên 50%) thì cho đến những năm gần đây, trước khi cuộc khủng hoảng diễn ra, tỷ trọng dòng vốn vào khu vực này giảm dần, năm 2007 đạt 33%, còn năm 2008 chỉ còn 15%. Thay vào đó, dòng vốn này chuyển sang khu vực châu Âu với 43,1% năm 2007 và 54,5% năm 2008. Đặc biệt, năm 2009 đã có một sự thay đổi ngoạn mục về dòng vốn đầu tư tư nhân khi khu vực Mỹ Latinh vươn lên đứng đầu với 44,6%, châu Á giành lại 62,4%, còn châu Phi là 16,4%, khu vực châu Âu bị rút ra tới 32 tỷ USD nên đạt tỷ trọng âm 23,3%. Tuy nhiên dự báo sang đến năm 2010, dòng vốn lại quay lại với tỷ trọng bình thường như trước kia với 27,6% giành cho Mỹ Latinh, 32,6% giành cho châu Âu, 7,6% giành cho châu Phi - Trung Đông và 32,2% giành cho châu Á.

#### 4. Sự bùng nổ của giá vàng và biến động của giá dầu thế giới

Giá vàng và giá dầu thế giới trong 10 năm qua đã liên tục phá vỡ những mức giá kỷ lục, gây nhiều điều bất ngờ. Đầu năm 2000, một ounce vàng có giá khoảng 300 USD, còn một thùng dầu có giá khoảng 20 USD thì đến thời điểm cuối năm 10/2009, 1 ounce vàng đã lên tới 1.060 USD, còn một thùng dầu đã có lúc là 140

USD. Nhân tố chính ảnh hưởng đến sự gia tăng giá cả vàng và dầu chính là sự chênh lệch về cung cầu. Nhu cầu đối với hai mặt hàng này ngày càng tăng lên trong khi nguồn cung có hạn và năng lực sản xuất không tăng kịp hoặc thậm chí bị thu hẹp.

Trong khi sự gia tăng giá dầu phản ánh sự tăng trưởng mạnh của các nền kinh tế thì sự gia tăng giá vàng phản ánh tâm lý lo ngại và cất trữ của giới đầu tư trước sự biến động khó lường của thị trường tài chính nói riêng và của tình hình chính trị - xã hội thế giới nói chung. Một yếu tố lớn tác động làm tăng giá vàng chính là việc đồng USD giảm giá trong thời kỳ này, do tâm lý thị trường vẫn coi giá vàng và USD là hai loại tài sản đầu tư thay thế cho nhau. Sự gia tăng cất trữ vàng không chỉ xảy ra trong giới đầu tư tư nhân mà còn diễn ra mạnh mẽ ở các ngân hàng trung ương quốc gia, nhằm thay thế cho phần tài sản đồng USD có xu thế bị giảm giá trị. Trung Quốc là quốc gia tích cực nhất trong việc gia tăng nguồn dự trữ bằng vàng, một phần là để thay thế cho khối dự trữ không lồ bằng USD có nguy cơ mất giá, một phần làm cơ sở bảo đảm cho chiến lược đưa đồng CNY trở thành đồng tiền thanh toán quốc tế trong tương lai.

**Đồ thị 2: Giá vàng và giá dầu thế giới giai đoạn 2000 - 2009**



*Nguồn: Số liệu lấy từ World Gold Council ([www.gold.org](http://www.gold.org)) và Energy Information Administration ([www.eia.doe.gov](http://www.eia.doe.gov)).*

Một điểm đáng lưu ý là diễn biến tăng giảm bất thường của giá dầu. Giá năng lượng này đã trải qua một giai đoạn tăng liên tục từ mức 50 USD/thùng vào tháng 1/2007, tăng lên mức kỷ

lục 140 USD/thùng vào tháng 6/2008, trước khi trải qua sáu tháng giảm giá không phanh, mất đến 75% giá trị, chỉ còn 35 USD/thùng vào tháng 12/2008, rồi lại phục hồi nhanh chóng trở



lại 70 USD/thùng vào tháng 6/2009. Sự thay đổi quá nhanh của giá dầu, phản ánh sự phụ thuộc quá lớn của kinh tế thế giới vào loại hàng hóa này. Vấn đề đặt ra là, cần tìm ra nguồn năng lượng thay thế nhằm hạn chế tác động tiêu cực từ sự phụ thuộc này.

### 5. Điều chỉnh chính sách tiền tệ của các nước phát triển và đang phát triển

Trong thập kỷ vừa qua, do vừa thoát khỏi giai đoạn khủng hoảng tệ hại của thập kỷ 1990, các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển tỏ ra khá thận trọng trong việc thực thi chính sách tiền tệ. Những sai sót trong thực thi chính sách tiền tệ của quốc gia cùng với những giải cứu vô hiệu quả từ các tổ chức quốc tế như Quỹ Tiền tệ quốc tế (IMF) tại khu vực Mỹ Latinh và châu Á, đã để lại bài học xương máu về điều hành chính sách tiền tệ tại các quốc gia đang phát triển. Để tránh lặp lại, hầu hết các nền kinh tế đang phát triển đã *hướng tới việc tích lũy dự trữ ngoại hối như một trong những biện pháp hữu hiệu nhằm đối phó với các cú sốc tiền tệ khác trong tương lai*. Đây được xem là một chiến lược chính sách tiền tệ hiệu quả trong bối cảnh các nền kinh tế đang phát triển đi sau vẫn chịu sự dẫn dắt và phụ thuộc vào chính sách tiền tệ của các trung tâm kinh tế lớn trên thế giới.

Số liệu của IMF cho thấy, các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển đã tích lũy được một lượng ngoại hối khổng lồ trong vòng 10 năm qua, phản ánh sự mất cân bằng trong tiết kiệm và thương mại giữa các quốc gia này và các nền kinh tế phát triển của thế giới. Vào thời điểm tháng 6/2000, các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển mới nắm giữ lượng tài sản ngoại hối là 689 tỷ USD, chỉ xấp xỉ 3/5 giá trị dự trữ của các nền kinh tế phát triển. Nhưng đến tháng 3/2009, các nền kinh tế đang phát triển đã tích lũy được lượng dự trữ là 4.100 tỷ USD, gấp 6 lần giá trị năm 2000 và cao hơn 70% so với dự trữ cùng thời điểm của các nền kinh tế phát triển (xem Đồ thị 2). Vấn đề đặt ra hiện tại là khối dự trữ ngoại tệ của các nền kinh tế đang

phát triển hầu hết là tài sản yết giá bằng đồng USD, do đó có thể gặp rủi ro mất giá lớn khi kinh tế Mỹ lâm vào khủng hoảng. Vì vậy, trong thời gian tới, sự phục hồi của nền kinh tế Mỹ và đồng USD sẽ là một chỉ tiêu quan trọng quyết định xem các nước đang phát triển có nên duy trì chính sách tiền tệ gắn chặt với đồng USD như hiện nay nữa hay không.

Trong khi đó, *chính sách tiền tệ của các quốc gia phát triển trong thập niên 2000 - 2009 vẫn nhằm vào hai mục tiêu chính là lạm phát và tăng trưởng*. Công cụ tiền tệ được điều chỉnh chủ yếu là mức lãi suất cơ bản do các ngân hàng trung ương quốc gia ấn định, được điều chỉnh giảm nhằm kích thích tăng trưởng kinh tế, hoặc ngược lại sẽ được điều chỉnh tăng nhằm loại bỏ các nguy cơ lạm phát.

Tháng 6/2003, FED đã hạ mức lãi suất xuống còn 1%, mức thấp kỷ lục trong vòng 40 năm kể từ năm 1960. Vào thời điểm đó, ít ai nghĩ rằng đến tháng 12/2008, FED lại phải tiếp tục cắt giảm lãi suất xuống chỉ còn xấp xỉ 0%, nhằm kích thích nền kinh tế trước các tác động tiêu cực từ cuộc khủng hoảng nhà đất.

Tuy nhiên, FED cũng không phải là ngoại lệ trong việc cắt giảm lãi suất đột ngột như vậy. Hầu hết các ngân hàng trung ương các quốc gia khác đều phải cắt giảm lãi suất kỷ lục để đối phó lập tức với sự suy thoái kinh tế do cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu gây ra. Chỉ trong giai đoạn từ tháng 9/2008 đến tháng 3/2009, lãi suất của các trung tâm tài chính thế giới đều được điều chỉnh giảm xuống tới mức kỷ lục, tại Mỹ từ 2% xuống còn 0%, tại EU là 4,25% xuống còn 1%, tại Anh là 5% xuống còn 0,5%, tại Canada từ 3% xuống còn 0,25%. Mức lãi suất thấp kỷ lục được dự báo sẽ chỉ được điều chỉnh tăng kể từ nửa cuối năm 2010, khi nền kinh tế thế giới có dấu hiệu chắc chắn thoát ra khỏi cuộc khủng hoảng.

Rõ ràng là, sự kiện khủng hoảng toàn cầu xuất phát từ thị trường cầm cố nhà cửa của Mỹ chính là sự kiện nổi bật nhất của tài chính tiền



tệ thế giới trong thập kỷ đầu thế kỷ XXI. Một trong những vấn đề đặt ra từ cuộc khủng hoảng này chính là đánh giá lại tính đúng đắn của chính sách sử dụng lãi suất nhằm điều chỉnh nền kinh tế mà các nền kinh tế phát triển đã theo đuổi bấy lâu nay. Chính việc điều chỉnh giảm lãi suất kỷ lục cùng với những quy định quản lý hệ thống tài chính rủi ro ở Mỹ đã là những tác nhân kích hoạt cho cuộc khủng hoảng bất động sản tại quốc gia này.

Nghịch lý ở đây là, chính phủ hạ lãi suất xuống là nhằm mục tiêu khuyến khích thị trường vay tiền đầu tư vào những dự án có mục tiêu sản xuất kinh doanh thúc đẩy tăng trưởng kinh tế quốc gia. Tuy nhiên, quá trình sản xuất kinh doanh luôn đòi hỏi thời gian để phát huy tác dụng. Trong khi đó, người ta lại có thể dễ dàng đồ tiền được vay với giá rẻ vào thị trường bất động sản và làm cho nó nóng lên một cách nhanh chóng, tạo ra hiện tượng bong bóng tức thời.

Chính sách cổ súy quá đáng cho tự do hóa tài chính cũng góp phần tạo ra cuộc khủng hoảng. Sự tự do hóa cho phép các công ty tài chính tạo ra những công cụ đầu tư ngày càng phong phú và đa dạng, biến các công cụ này ngày càng trở nên phức tạp và đan xen vào nhau, về danh nghĩa làm giảm rủi ro, nhưng thực tế là nó lại làm gia tăng rủi ro dẫn đến sự sụp đổ mang tính dây chuyền.

Chính sách tiền tệ của các nền kinh tế phát triển sau cuộc khủng hoảng được dự báo sẽ trở nên chặt chẽ hơn. Quá trình tái cấu trúc hệ thống tài chính của các quốc gia này sẽ gạt bỏ ra ngoài những định chế hoạt động thiếu hiệu quả. Hiện tại, hàng loạt các quy định mới bổ sung tính an toàn hoạt động tài chính cũng đã được ban hành tại Mỹ và EU bao gồm: thành lập các cơ quan giám sát hoạt động của hệ thống tài chính; rà soát lại hoạt động của các tổ chức đánh giá mức tín nhiệm; gia tăng bảo hiểm tiền gửi của công chúng; giám sát hoạt động của các quỹ tài chính... Mặt tiêu cực là, những hoạt động này có thể làm giảm bớt sự

tăng trưởng nhanh của khu vực tài chính, nhưng mặt tích cực quan trọng hơn là nó đem lại hoạt động an toàn và ổn định lâu dài cho toàn bộ hệ thống, điều dưỡng như bị lãng quên tại các thị trường tài chính trước khi xảy ra cuộc khủng hoảng.

### Kết luận

Thập kỷ đầu tiên của thế kỷ XXI đã chứng kiến sự tăng trưởng vượt bậc của thị trường tài chính thế giới với những khối lượng giao dịch vốn khổng lồ trên thị trường chứng khoán và thị trường ngoại hối các nền kinh tế phát triển, sự tích trữ tài sản dự trữ khổng lồ ở các nền kinh tế mới nổi. Trong khi nền kinh tế thực của thế giới chỉ có thể tăng trưởng ở mức độ giới hạn, sự bùng nổ quá nhanh của khu vực tài chính đã khiến cho giá trị của tài sản trong nền kinh tế bị thổi phồng lên một cách quá đáng. Và khi những bong bóng tài sản này không còn được duy trì thì cuộc khủng hoảng đã nổ ra và đẩy thế giới vào tình trạng khó khăn như đã từng xảy ra trong những năm 1930 của thế kỷ trước.

Nền tài chính thế giới sẽ phải trải qua một sự tái cấu trúc nhằm tránh khỏi những cuộc khủng hoảng tương tự có thể xảy ra trong tương lai. Sự lỏng lẻo quản lý của tư tưởng tự do hóa tài chính sẽ bị xem xét lại, khu vực tài chính sẽ bị giám sát chặt chẽ hơn và trong một chừng mực nào đó các chính phủ sẽ lại can thiệp trực tiếp vào hệ thống tài chính như đã từng thực hiện trong quá khứ. Một hệ thống tiền tệ quốc tế mới sẽ được thành lập với mục tiêu công bằng hơn cho mọi quốc gia, giảm bớt ảnh hưởng từ riêng đồng USD, nhân tố dẫn đến tình trạng mất cân bằng trong phát triển kinh tế toàn cầu. Thực lực của một số nền kinh tế mới nổi lên sẽ được tăng cường, tăng thêm quyền phát ngôn và quyền bỏ phiếu trong các định chế tài chính quốc tế như WB và IMF. Có lẽ trong tương lai gần, thế giới tài chính sẽ có những thay đổi lớn cho đến khi một hệ thống tiền tệ mới được coi là hoàn hảo hơn ra đời và vận hành suôn sẻ♦



## Tài liệu tham khảo:

1. BIS, *Triennial Central Bank Survey*, các báo cáo từ 1995 - 2007.
2. Chu Đức Dũng (2008): *Tổng quan kinh tế thế giới 2007*, Tạp chí Những vấn đề kinh tế và chính trị thế giới, số 3, tr. 15 - 27.
3. Energy Information Administration, ([www.eia.doe.gov](http://www.eia.doe.gov)).
4. Khương Duy (2009): *Tài chính tiền tệ thế giới 2008*, Tạp chí Những vấn đề kinh tế và chính trị thế giới, số 2, tr. 14-31.
5. Hickey and Walters (2007): *Historical Correlation Between the S&P 500 and Major Indices*, Báo cáo nghiên cứu của công ty Seeking Alpha, <http://seekingalpha.com>
6. Institute of International Finance, *Capital Flows to Emerging Market Economies*, các báo cáo từ năm 2005 - 2009.
7. Nguyễn Hồng Sơn (2003): *Tài chính - tiền tệ thế giới: Những sự kiện nổi bật*, trong sách "Kinh tế thế giới 2002 - 2003 - Đặc điểm và triển vọng", Kim Ngọc (chủ biên), NXB. Chính trị Quốc gia, Hà Nội.
8. Nguyễn Phương Linh (2009): *Thị trường chứng khoán thế giới hồi sinh*, Báo Kinh tế và Đô thị, ngày 13/7.
9. Phạm Anh Tuấn và Nguyễn Hồng Sơn (2004): *Những đặc điểm cơ bản của tài chính - tiền tệ thế giới 2004*, trong sách "Kinh tế thế giới 2003 - 2004 - Đặc điểm và triển vọng", Kim Ngọc (chủ biên), NXB. Chính trị Quốc gia, Hà Nội.
10. Phạm Anh Tuấn và Nguyễn Hồng Sơn (2006): *Tài chính tiền tệ quốc tế năm 2005*, trong sách "Kinh tế thế giới và quan hệ kinh tế quốc tế 2005 - 2006", Lê Bộ Lĩnh (chủ biên), NXB. Chính trị Quốc gia, Hà Nội.
11. Phạm Anh Tuấn và Nguyễn Hồng Sơn (2007): *Tài chính tiền tệ quốc tế năm 2006*, trong sách "Kinh tế thế giới và quan hệ kinh tế quốc tế 2006 - 2007", Lê Bộ Lĩnh (chủ biên), NXB. Chính trị Quốc gia, Hà Nội.
12. The Economics Times (2008): *World Stocks end Calamitous 2008, Eye Recovery*, <http://economictimes.indiatimes.com> , ra ngày 31/12.
13. The Economist (2009): *Foreign-exchange reserves*, ngày 16/7.
14. Thiện Nguyễn (2007): *Nhưng cơn điên - hoảng loạn và những vụ sụp đổ*, Báo Sài Gòn Giải phóng, ngày 19/3.
15. Yahoo Finance, <http://finance.yahoo.com>.
16. Vân Cầm (2005): *Lại chuyện bùng nổ dot com*, Thời báo vi tính Sài Gòn, số 18, ra ngày 25/6.
17. Wang Yajie và Hui Xiaofeng (2004): *Renminbi to be a strong currency in Asia: Prospects and Hindrance*, Hội thảo "WTO, China, and the Asian Economies", Bắc Kinh 18 - 20/6.
18. World Federation of Exchanges, *Market Highlights 2008*, <http://www.world-exchanges.org>.
19. World Gold Council, ([www.gold.org](http://www.gold.org)).