

Tổng quan Kinh tế Thế giới 2009 - Qua đáy và Phục hồi

TS. Lê Hồng Giang¹

Ngày 25/4/2010

Quan điểm được trình bày trong bài nghiên cứu này là của (các) tác giả và không nhất thiết phản ánh quan điểm của VEPR.

¹ Giám đốc Quỹ Ngoại hối của công ty đầu tư Tactical Global Management, Australia. Nghiên cứu này sẽ được công bố như là Chương 1 trong *Báo cáo Thường niên Kinh tế Việt Nam 2010: Lựa chọn để tăng trưởng bền vững* của VEPR, do NXB Tri Thức chuẩn bị xuất bản và phát hành (5/2010).

Mục lục

Khủng hoảng tài chính qua đây	6
Phục hồi kinh tế	11
Những chính sách kinh tế quan trọng	24
Kết luận	28
Tài liệu tham khảo	29

Danh mục hình

Hình 1. Chỉ số giá nhà đất – S&P Case Shiller, 01/2000 – 07/2009	4
Hình 2. Chỉ số S&P 500, 01/2008 – 10/2009	4
Hình 3. Chỉ số chênh lệch lãi suất, 12/2008 – 12/2009	7
Hình 4. Chỉ số thị trường cổ phiếu thế giới, 2009	9
Hình 5. Chỉ số rủi ro của hệ thống ngân hàng, 2009	9
Hình 6. Sản lượng công nghiệp thế giới trong khủng hoảng	11
Hình 7. Lưu lượng thương mại quốc tế trong khủng hoảng	12
Hình 8. Chỉ số BDI, 01/2008 – 01/2010	14
Hình 9. Chỉ số kỳ vọng, 01/2008 – 12/2009	14
Hình 10. Sản lượng công nghiệp của một số nền kinh tế, 2009	17
Hình 11. Sản lượng công nghiệp (BRIC), 2009	17
Hình 12. Chỉ số CRB và Giá dầu, 01/2008 – 01/2010	18
Hình 13. Tăng trưởng thương mại của Trung Quốc so với thế giới, 2009	19
Hình 14. Nhập khẩu của Đức và Nhật Bản, 2009	19
Hình 15. Tăng trưởng tín dụng của Trung Quốc, 2009	20
Hình 16. Lạm phát ở một số nền kinh tế, 2009	22
Hình 17. Tỷ lệ thất nghiệp ở một số nền kinh tế, 2009	22

Danh mục bảng

Bảng 1. Tăng trưởng GDP Thế giới, 2009	12
Bảng 2. Mở rộng tài khóa, 2009	21
Bảng 3. Lãi suất chính sách của các Ngân hàng trung ương, 2009	21
Bảng 4. Ước lượng tác động của ARRA lên tăng trưởng GDP	25
Bảng 5. Ước lượng tác động của ARRA lên việc làm	25

Danh mục hộp

Hộp 1. Kế hoạch đầu tư liên kết Chính phủ và Tư nhân	10
Hộp 2. Vấn đề <i>nghiệm đơn vị</i> trong chuỗi số liệu tăng trưởng kinh tế	15
Hộp 3. Krugman và Ferguson	23
Hộp 4. Quyền rút vốn đặc biệt SDR	26

Dẫn nhập

Vào những ngày cuối năm 2008, cựu chủ tịch Fed Alan Greenspan, lúc đã mất rất nhiều uy tín vì bị cho rằng đã giữ lãi suất quá thấp và quá lâu sau cuộc suy thoái 2001, nhận định rằng cuộc khủng hoảng tài chính bùng nổ từ giữa năm 2007 đã vượt qua đáy. Khi đó không mấy ai tin Greenspan vì nhiều chỉ số thị trường và thống kê kinh tế vẫn tiếp tục xấu đi. Tuy nhiên, với kinh nghiệm thị trường và chính trường đầy dẫy, Greenspan dường như đã nhận ra thị trường tài chính đang ổn định trở lại sau khi hàng trăm tỷ USD được đổ ra cứu các ngân hàng lớn ở Mỹ và Châu Âu. Cuối Tháng 12/2008, trong khi số liệu xuất khẩu của Trung Quốc, Nhật Bản, Đức, những cường quốc xuất khẩu trước đó, suy giảm kỷ lục thì chỉ số về vận tải biển quốc tế BDI (Baltic Dry Index) có dấu hiệu chạm đáy và bắt đầu nhích dần lên, báo hiệu sự hồi phục của thương mại quốc tế.

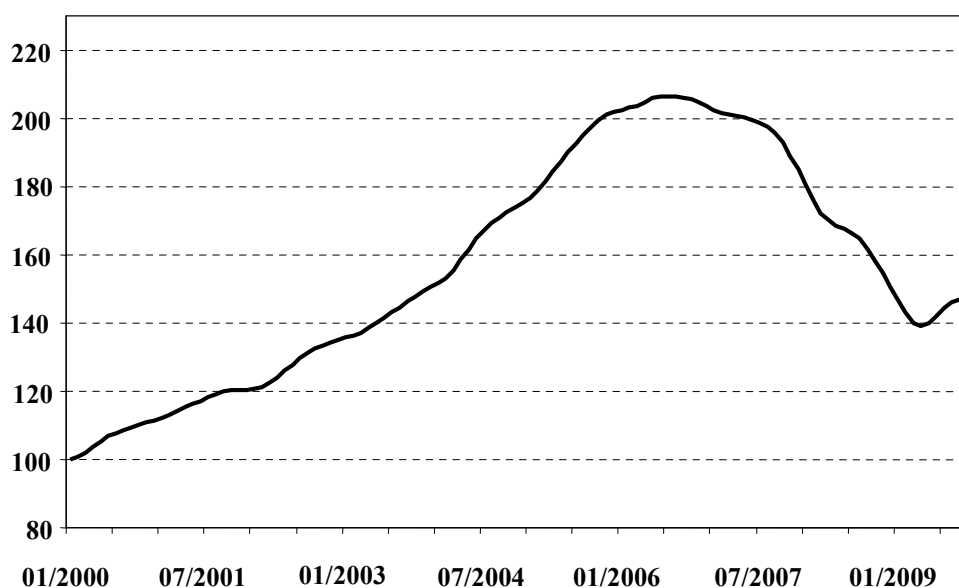
Trong giai đoạn cuối năm 2008, bên cạnh các chính sách giải cứu hệ thống tài chính, chính phủ nhiều nước đã đồng loạt tung ra các gói kích cầu khổng lồ, trung bình khoảng 3,16% GDP các nước (Lê Hồng Giang, 2009). Trước đó hàng loạt ngân hàng trung ương đã phối hợp cắt giảm lãi suất mạnh, nhiều trường hợp xuống sát không. Không chỉ cắt giảm lãi suất thấp kỷ lục, đầu năm 2009, Ngân hàng Trung Ương Anh đã chính thức thực thi "nới lỏng về lượng" (quantitative easing - QE), trong khi Fed và ECB tiếp nối chính sách này không lâu sau đó. Đây là công cụ tiền tệ mà Ngân hàng Trung ương Nhật Bản đã phải sử dụng chỉ vài năm trước đó khi nền kinh tế nước này rơi vào "bẫy thanh khoản" (liquidity trap).

Những biện pháp nới lỏng tài khóa và tiền tệ đúng theo sách giáo khoa của trường phái Keynes dường như đã phát huy hiệu quả. Mặc dù thị trường còn mất hai tháng đầu năm 2009 dò dẫm tìm đáy, cú hích cuối cùng của tân Bộ trưởng Tim Geithner với chương trình PPIP nhằm làm sạch bản cân đối tài sản của các ngân hàng Mỹ đã chính thức vực nền kinh tế Mỹ và cả thế giới ra khỏi cuộc khủng hoảng tồi tệ nhất kể từ sau Đại Suy thoái 1929-1933. Đầu Tháng 3/2009, đương kim chủ tịch Fed Ben Bernanke tuyên bố đã nhìn thấy những "tín hiệu" phục hồi kinh tế. Mặc dù đa số các nhà bình luận nghi ngờ nhận định của Bernanke, kể cả các nhà kinh tế xuất sắc nhất, tiên đoán này đã chính xác.

Bên cạnh sự phục hồi mạnh mẽ của thị trường chứng khoán toàn thế giới, nhiều chỉ số phản ánh kỳ vọng kinh tế của giới doanh nhân như chỉ số PMI (purchasing managers' index) và Chỉ số báo trước (Leading Indicator) của tổ chức Conference Board đều vượt đáy trước và trong Tháng 3/2009. Mặc dù nền kinh tế thực của Mỹ tiếp tục suy giảm trong hai quý đầu năm, cuối Tháng 5/2009 số lượng người nhận bảo hiểm thất nghiệp lần đầu (Initial Jobless

Claims) đã đạt đỉnh, dấu hiệu mà Robert Gordon - thành viên của Ủy ban định mốc thời gian các chu kỳ kinh doanh của NBER (NBER Business Cycle Dating Committee) - cho rằng suy thoái kinh tế sắp sửa chấm dứt (Gordon, 2009). Cũng trong Tháng 5/2009 chỉ số giá nhà đất S&P Case Shiller lập đáy, điều mà ông Nouriel Roubini khẳng định là điều kiện tiên quyết để khủng hoảng tài chính có thể qua đi. Thị trường chứng khoán Mỹ chào đón sự phục hồi này bằng mức tăng trưởng 24% cho cả năm 2009 và gần 65% kể từ đáy vào Tháng 3.

Hình 1. Chỉ số giá nhà đất – S&P Case Shiller, 01/2000 – 07/2009



Nguồn: Datastream (2009)

Hình 2. Chỉ số S&P 500, 01/2008 – 10/2009



Nguồn: Datastream (2009)

Mặc dù Trung Quốc đã và đang bị chỉ trích mạnh mẽ về chính sách giữ đồng Nhân dân tệ thấp (undervalued) để kích thích xuất khẩu và tăng trưởng, có thể nói việc nền kinh tế này đứng vững trong nửa đầu năm 2009 đã góp một phần quan trọng vào sự hồi phục của kinh tế thế giới. Với một gói kích cầu lớn và những can thiệp hành chính hiệu quả, Trung Quốc đã giúp cho giá dầu mỏ và các loại nguyên liệu thô không rơi tự do, gián tiếp ngăn chặn sự lây lan suy thoái ra nhiều nước đang phát triển và cả một vài nước phát triển như Úc và Canada. Dù đồng Nhân dân tệ không được nâng giá như Mỹ và các nước phương Tây mong muốn, Trung Quốc đã không rút khỏi thị trường trái phiếu chính phủ Mỹ, một yếu tố quan trọng giúp cho những nỗ lực của Fed bình ổn thị trường tài chính có thể thành công.

Nhiều nhà kinh tế đã thất vọng với kết quả của các cuộc họp G20, một câu lạc bộ quyền lực mới của thế giới kể từ khi khủng hoảng nổ ra. Tuy nhiên phải thừa nhận rằng G20 đã đem lại hai thành công quan trọng. Thứ nhất là một cam kết không chính thức của các nước lớn không dựng lên các rào cản thương mại, điều mà nhiều nhà kinh tế lo ngại sẽ đẩy cuộc khủng hoảng vào một cuộc Đại Suy thoái thứ hai do thương mại quốc tế sụp đổ. Bên cạnh đó, đối phó với các khó khăn tìm nguồn tín dụng xuất khẩu khi thị trường tài chính thế giới đóng băng, G20 cũng cam kết sẽ đưa ra một gói hỗ trợ tín dụng 250 tỷ USD thông qua các ngân hàng phát triển khu vực và IFC (Auboin, 2009). Thành công thứ hai của G20 là giải phóng cho IMF được tự do hơn trong vai trò người cho vay cuối cùng bằng việc phát hành thêm 500 tỷ SDR (Rodrik, 2009) và đưa ra chương trình cho vay vô điều kiện cho các nước gặp khó khăn thanh khoản ngoại tệ. Chỉ một Iceland cuối năm 2008 đã làm rung chuyển hệ thống tài chính nhiều nước châu Âu, nhưng với những biện pháp can thiệp và trấn an kịp thời, IMF đã

góp phần ngăn không cho khủng hoảng lan ra hàng loạt các nước mới nổi ở ngoại vi châu Âu trong năm 2009 (Ireland, Hungary, các nước vùng Baltic, Ukraine, Ba Lan, Hy Lạp).

Nửa sau năm 2009, thời điểm các gói kích cầu phát huy hiệu quả mạnh nhất (Romer, 2009), nhiều nước đã chứng kiến sự quay đầu ngoạn mục của tăng trưởng GDP và một phần nào đó là tiêu dùng và đầu tư. Tuy nhiên thất nghiệp vẫn tiếp tục gia tăng ở nhiều nước. Đã có một số nhận định rằng cuộc suy thoái này, là hậu quả của một cuộc khủng hoảng tài chính, sẽ phục hồi với tỷ lệ thất nghiệp cao (jobless recovery) (Altic, 2009a). Bên cạnh mối lo ngại thất nghiệp kéo dài, nhiều nhà kinh tế bắt đầu lo sự bùng nổ của lạm phát (Greenspan, 2009 và Feldstein, 2009) khi nhiều nước có tỷ lệ nợ quốc gia gia tăng và lãi suất vẫn tiếp tục được giữ ở mức thấp. Đã có những ý kiến kêu gọi các nước phải bắt đầu thắt chặt chính sách tiền tệ và tài khóa. Mặc dù những khuyến nghị này gây ra nhiều tranh cãi, vào thời điểm cuối năm 2009 không còn ai nghi ngờ về cuộc khủng hoảng tài chính đã kết thúc và kinh tế thế giới bắt đầu hồi phục.

Bài viết này sẽ tóm lược một số diễn biến kinh tế thế giới chính trong năm 2009. Trong phần thứ hai tác giả sẽ đưa ra một số bằng chứng cho thấy cuộc khủng hoảng tài chính đã qua đáy trong Quý I/2009. Phần tiếp theo bài viết cập nhật một số chỉ tiêu kinh tế quan trọng minh chứng cho việc nhiều nền kinh tế đang trên đà hồi phục. Phần bốn là tóm tắt những xu hướng, thảo luận và chính sách kinh tế quan trọng của năm vừa qua. Cuối cùng là một kết luận ngắn về bài học rút ra trong năm cuối cùng của thập kỷ đầu tiên của thế kỷ 21 cho Việt Nam.

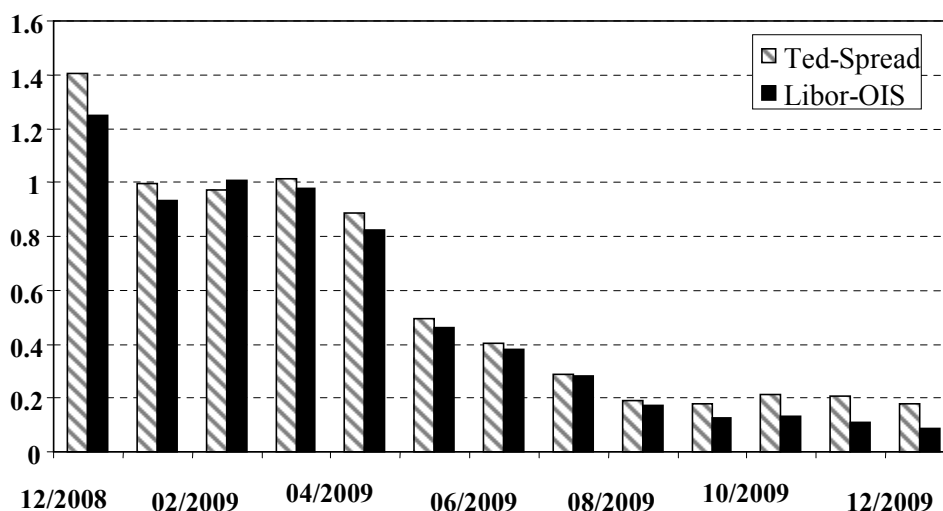
Khủng hoảng tài chính qua đáy

Vào Tháng 1/2009, báo Wall Street Journal đã làm một cuộc khảo sát (The Wall Street Journal, 2010) quan điểm các nhà kinh tế về chỉ số kinh tế/tài chính nào quan trọng nhất để có thể đánh giá liệu cuộc khủng hoảng đã qua đi. Kết quả là các chỉ số chênh lệch lãi suất (credit spreads) được cho là quan trọng nhất. Hai trong số các loại chỉ số chênh lệch lãi suất được theo dõi chặt chẽ nhất trên thị trường tài chính là Libor-OIS² và chênh lệch TED³ đã có diễn biến trong năm 2009 như Hình 3.

² Libor-OIS là chênh lệch giữa lãi suất đồng USD trên thị trường liên ngân hàng London và Overnight Index Swap, một thước đo gần nhất của lãi suất thực tế Fed đã điều phối được trên thị trường Fed funds (thị trường vay các khoản dự trữ của các ngân hàng thương mại Mỹ trên tài khoản của Fed).

³ Ted spread là chênh lệch giữa Libor 3 tháng và lãi suất trái phiếu 3 tháng của chính phủ Mỹ.

Hình 3. Chỉ số chênh lệch lãi suất, 12/2008 – 12/2009



Nguồn: Datastream (2010)

Sau ba tháng ổn định quanh mức 1%, chỉ bằng 1/4 so với các mức chênh lệch lãi suất lúc đỉnh điểm của cuộc khủng hoảng Tháng 9/2008, cả Libor-OIS lẫn chênh lệch TED tiếp tục giảm đáng kể (50%) trong hai tháng sau đó. Đến cuối Tháng 5/2009 hai chỉ số này đã giảm xuống thấp hơn thời kỳ ngay trước khi Lehman Brothers phá sản (Tháng 9/2008) và trong 5 tháng cuối năm 2009 đã rất ổn định trên dưới 20 điểm cơ bản (basic points). Điều này chứng tỏ thị trường liên ngân hàng và thị trường tiền tệ đã hoạt động trở lại, Fed và các ngân hàng trung ương lớn đã thành công trong việc trấn an giới tài chính về khả năng một định chế tài chính lớn như Lehman có thể phá sản một lần nữa. Vậy chính sách nào của các ngân hàng trung ương đã dẫn đến thành công này?

Mọi cuộc khủng hoảng tài chính đều liên quan đến sự hoảng loạn của các nhà đầu tư và chính bản thân giới tài chính. Sự sụp đổ của thị trường liên ngân hàng và thị trường tiền tệ sau khi Lehman Brothers phá sản là hệ quả trực tiếp của sự hoảng loạn này. Khi thị trường hoảng loạn, thanh khoản nhanh chóng biến mất và giá các loại tài sản tài chính (asset prices) sụp đổ sẽ tạo thành một vòng xoáy đẩy các định chế tài chính sâu hơn vào khủng hoảng: thiếu thanh khoản dẫn đến phải bán tháo tài sản tài chính dù bị lỗ, điều này làm xấu đi bảng cân đối tài sản và càng gây khó khăn trong các hoạt động huy động vốn, do vậy một vòng thiếu thanh khoản lại lặp lại.

Những biện pháp cấp cứu được các ngân hàng trung ương lớn (Fed, ECB, BoE, BoJ, SNB) đồng loạt đưa ra vào cuối năm 2008 bao gồm các biện pháp cung cấp thanh khoản khẩn

cấp (CPFF, TALF), bảo lãnh 100% các khoản vay trên thị trường liên ngân hàng, và cắt lãi suất cơ bản xuống các mức thấp kỷ lục đã chặn đứng vòng xoáy khủng hoảng thanh khoản nói trên. Tuy nhiên phải đến khi các ngân hàng trung ương này tuyên bố thực hiện chính sách QE thông qua mua lại các tài sản tài chính liên quan đến các khoản cho vay địa ốc thì thị trường mới thực sự được trấn an. Các chính sách này, thường được gọi là Các công cụ mua tài sản (Asset Purchase Facilities - APF), nhằm vào hai mục tiêu: bơm mạnh thanh khoản ra thị trường và ngăn giá tài sản tiếp tục giảm sâu, đặc biệt các loại tài sản liên quan đến địa ốc.

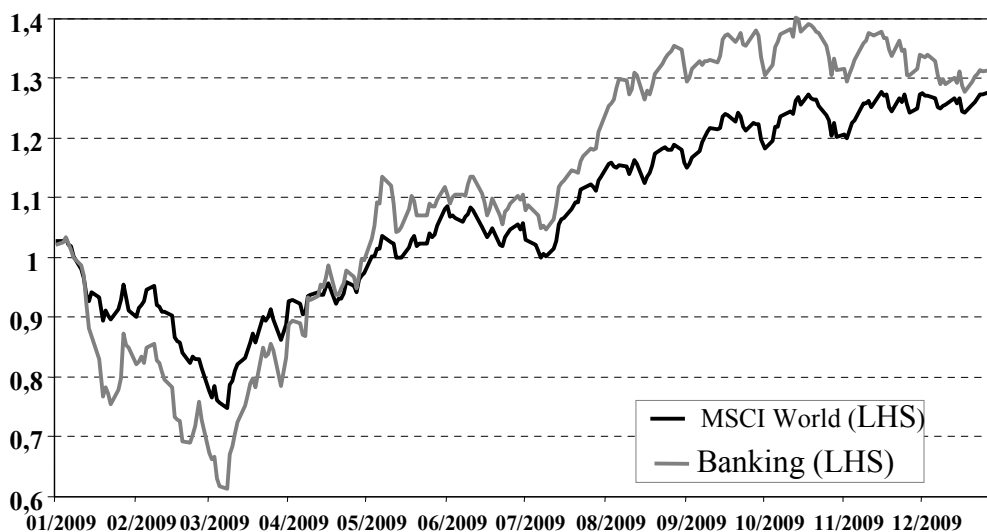
Nước Anh mở đầu kế hoạch APF của mình vào Tháng 1/2009 với tổng số 50 tỷ Bảng Anh, sau đó tiếp tục được mở rộng trong cả năm và đã lên đến 200 tỷ vào cuối năm 2009 (Bank of England, 2009). Mỹ chính thức tuyên bố kế hoạch APF cho các tài sản liên quan đến bất động sản (750 tỷ USD) và trái phiếu dài hạn chính phủ (300 tỷ USD) (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2009) vào Tháng 3/2009. ECB đến tận Tháng 5/2009 mới đưa ra một chương trình APF khiêm tốn với 60 tỷ Euro (European Central Bank, 2009), tuy nhiên với đặc thù của EMU đây là một cố gắng vượt bậc của ngân hàng trung ương này. BoJ của Nhật Bản, đã có chính sách QE từ năm 2001, tiếp tục mở rộng các chương trình APF ra cho trái phiếu công ty (Otsuna, 2009) vào Tháng 2 (10,7 tỷ USD), trong khi SNB của Thụy Sĩ cũng bắt đầu mua vào trái phiếu công ty (Schweizerische National Bank, 2009) trong Tháng 3/2009.

Song song với APF, cuối Tháng 3/2009 bộ trưởng Bộ Tài chính Mỹ Tim Geithner đã đưa ra một kế hoạch làm sạch bảng cân đối tài sản của các ngân hàng với tên gọi Kế hoạch Đầu tư Liên kết Chính phủ và Tư nhân (Public Private Investment Program - PPIP). Bản chất của kế hoạch này (xem thêm Hộp 1) là dùng số tiền 350 tỷ USD còn lại của chương trình TARP mà cựu bộ trưởng Herry Paulson đã xin Quốc hội Mỹ duyệt trong năm 2008 để xử lý số tài sản xấu mà các ngân hàng vẫn còn nắm giữ. Mặc dù bị chỉ trích dữ dội và đã không được triển khai toàn diện (The Wall Street Journal, 2009), PPIP đã là một liều thuốc an thần quan trọng bên cạnh chính sách QE của Fed.

Hình 4 cho thấy các chương trình APF và PPIP đã thực sự phục hồi niềm tin của thị trường vào hệ thống tài chính nói chung và các ngân hàng nói riêng. Từ giữa Tháng 3/2009, cổ phiếu của các ngân hàng đã phục hồi rất mạnh, tăng nhanh hơn toàn thị trường trong gần như toàn bộ thời gian còn lại của năm 2009. Đồng thời VIX (Hình 5), chỉ số đo mức độ biến động của thị trường chứng khoán Mỹ hay còn được gọi là "Chỉ số của sự sợ hãi" (fear index), cũng giảm mạnh trong suốt thời gian từ Tháng 3/2009. Quan trọng hơn, CDX Banking, chỉ số rủi ro của hệ thống ngân hàng, dù tăng mạnh trong hai tháng đầu năm, đã bị chặn lại trong

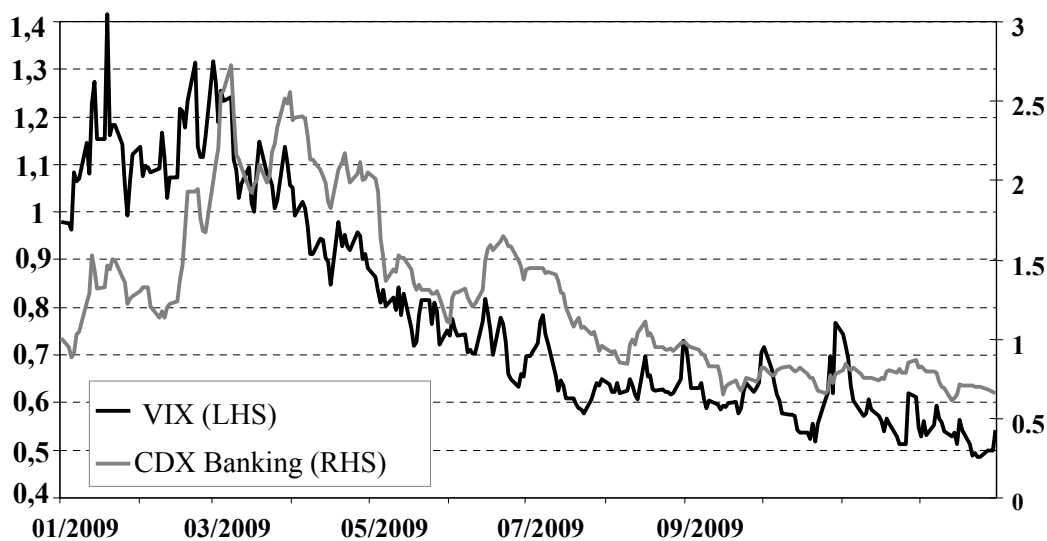
Tháng 3 và giảm dần cho đến cuối năm. Dù phải lợi dụng thủ thuật kế toán (Norris, 2009) để giảm bớt lỗ cho Quý I, Goldman Sachs, cũng như nhiều ngân hàng khác đã có lợi nhuận lớn (Harper, 2009) kể từ Quý II năm 2009. Đến cuối năm 2009, vấn đề giải cứu các ngân hàng lớn trên thế giới đã được thay bằng vấn đề làm thế nào để đánh thuế (Thomas, 2009) các khoản thưởng kỷ lục cho nhân viên và lãnh đạo của các ngân hàng này.

Hình 4. Chỉ số thị trường cổ phiếu thế giới, 2009



Nguồn: Datastream (2009)

Hình 5. Chỉ số rủi ro của hệ thống ngân hàng, 2009



Nguồn: Datastream (2009)

Đến Tháng 9/2009, báo Wall Street Journal lại thực hiện một cuộc khảo sát các nhà kinh tế và đã có 78% số người trả lời tin rằng cuộc khủng hoảng tài chính đã chấm dứt, mặc dù 21% cho rằng hệ thống ngân hàng yếu kém vẫn còn là mối nguy hiểm cho nền kinh tế Mỹ. Trước đó, vào Tháng 7/2009, Nouriel Roubini, người được mệnh danh là Dr. Doom, cũng thừa nhận những điều tồi tệ nhất với kinh tế và hệ thống tài chính thế giới đã qua (Brandimarte, 2009). Trong năm 2009, 140 ngân hàng thương mại của Mỹ phá sản nhưng không một vụ phá sản nào gây ra hoảng loạn dây chuyền như trong năm 2008 nữa. Mặc dù sẽ còn nhiều ngân hàng và định chế tài chính trên thế giới phải đóng cửa, có thể nói cuộc khủng hoảng tài chính thế giới bắt nguồn từ cuộc khủng hoảng địa ốc dưới chuẩn của Mỹ Tháng 8/2007 đã qua đây. Đó cũng là kết luận của Báo cáo Kinh tế Thế giới 2009 (World Economic Outlook) của IMF Tháng 11/2009.

Hộp 1. Kế hoạch đầu tư liên kết Chính phủ và Tư nhân

Ngày 23/03/2009 Bộ trưởng Tài chính Mỹ Tim Geithner công bố phương án giải quyết số tài sản xấu trong hệ thống ngân hàng Mỹ với tên gọi Kế hoạch đầu tư liên kết chính phủ và tư nhân (Public Private Investment Program - PPIP). Kế hoạch này gồm hai phần, phần một gọi là Kế hoạch Giải tỏa các Khoản nợ Tồn đọng (Legacy Loans Program - LLP), phần hai là Kế hoạch giải tỏa các chứng khoán tồn đọng (Legacy Securities Program - LSP). Tổng số tiền dự định chi cho PPIP vào khoảng 75 đến 100 tỷ trong số tiền TARP còn lại cộng thêm trợ giúp từ FDIC (Quỹ bảo hiểm tiền gửi), Fed, và từ các nguồn khác của Bộ tài chính. Mục tiêu của PPIP là dùng số tiền này khuyến khích các nhà đầu tư tư nhân bỏ thêm vốn vào các quỹ đầu tư chung giữa chính phủ và tư nhân để có thể mua lại từ 500 đến 1000 tỷ tài sản xấu của các ngân hàng.

Phần thứ nhất, LLP, do FDIC quản lý với qui trình như sau. FDIC yêu cầu các ngân hàng chào hàng các khoản cho vay tồn đọng (legacy loans) muốn thanh lý và đứng ra tổ chức đấu thầu những khoản vay này. FDIC kêu gọi các nhà đầu tư tư nhân đấu thầu và người chào giá cao nhất sẽ cùng FDIC đứng ra lập một quỹ đầu tư liên doanh để mua số tài sản thắng thầu đó. Nhà đầu tư tư nhân và TARP sẽ bỏ mỗi bên 7,15% giá trị của số tài sản này vào quỹ, còn lại 85,7% sẽ đi vay từ các nguồn bên ngoài và FDIC bảo lãnh cho khoản vay này. Điểm mấu chốt của LLP là việc FDIC bảo lãnh 85,7% tổng số tiền đầu tư của liên doanh. Vì quỹ này có tỷ lệ đòn bẩy tài chính là 6:1 (=85.7:14.3), nên đòn bẩy tài chính của nhà đầu tư tư nhân là 12:1, nghĩa là nếu quỹ lời 1% trên tổng số tài sản thì nhà đầu tư lời 12% trên số tiền mình góp vào quỹ. Ngược lại, trong trường hợp quỹ bị lỗ thì tối đa nhà đầu tư chỉ mất số 7,15% của mình, phần còn lại TARP và FDIC sẽ gánh.

Chính cơ chế lời ăn lỗ (quá 7,15%) chính phủ chịu này sẽ khuyến khích các nhà đầu tư tư nhân tham gia vào LLP. Nhưng làm thế nào để các nhà đầu tư tư nhân chịu chào giá cao hơn giá thị trường. Paul Krugman cho rằng cơ chế bảo lãnh nợ của FDIC chính là nguyên nhân giúp giá

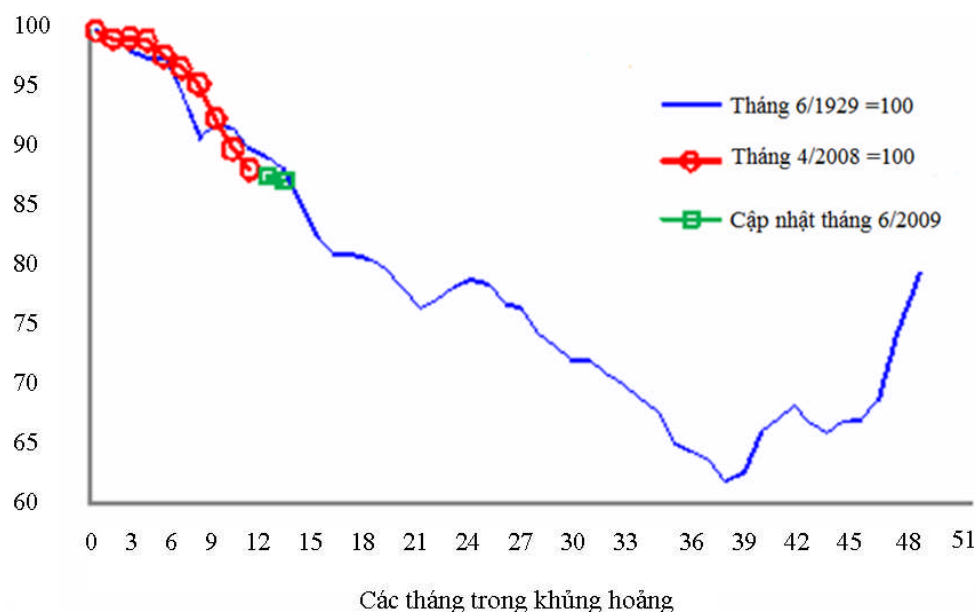
đấu thầu cao hơn giá thị trường. Theo ước tính của Krugman với một tài sản xấu có giá thị trường bằng \$100, LLP có thể sẽ khuyến khích nhà đầu tư chào giá lên tới \$130. Khoản trợ giá 30% này FDIC sẽ phải gánh khi liên doanh lỗ hơn 14,3% (mỗi bên trong liên doanh lỗ 7,15%).

Phần thứ hai, LSP, phức tạp hơn tuy nhiên ý tưởng LSP cũng tương tự như LLP, nghĩa là chính phủ sẽ trợ giá cho các nhà đầu tư tư nhân trong các cuộc đấu thầu các loại chứng khoán tồn đọng (legacy securities) thông qua các khoản vay trực tiếp từ Bộ Tài Chính. Thoạt nhìn tỷ lệ đòn bẩy tài chính cho các quỹ liên doanh thuộc LSP thấp hơn, tối đa chỉ là 1:1, do vậy rủi ro chính phủ mất tiền thấp hơn. Tuy nhiên LSP để ngỏ một khả năng các quỹ liên doanh sẽ được vay thêm tiền từ Fed thông qua TALF và chưa thấy có giới hạn tỷ lệ đòn bẩy tài chính cho khoản vay này, rất có thể sẽ lớn hơn LLP.

Phục hồi kinh tế

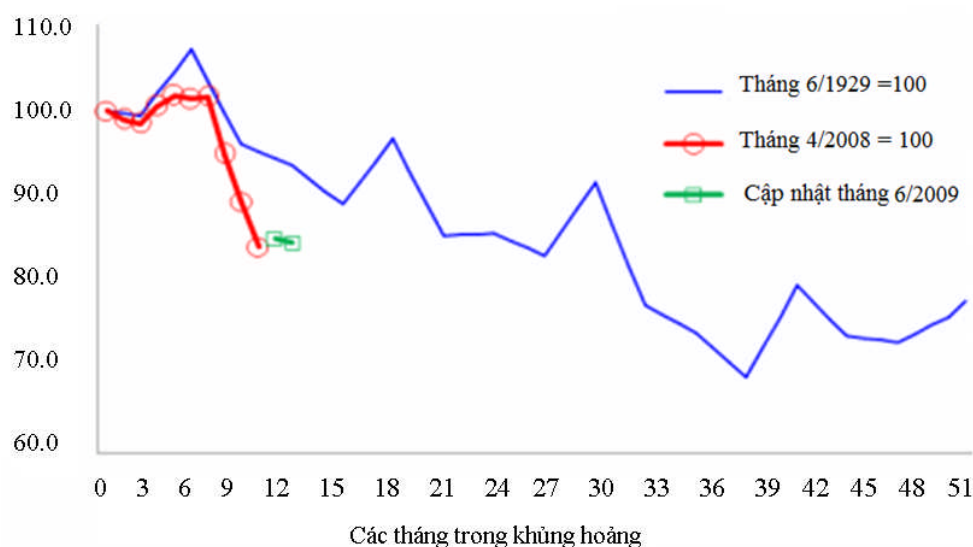
Tháng 2/2009, giám đốc IMF Dominique Strauss-Kahn (Harrison, 2009) tuyên bố các nước phát triển đã rơi vào một cuộc đại suy thoái (depression). Sau đó hai tháng, Barry Eichengreen và Kevin O'Rourke (Eichengreen & O'Rourke, 2009) đã đưa ra những bằng chứng làm giới kinh tế quốc tế sửng sốt: xét theo nhiều chỉ số kinh tế quan trọng, kinh tế thế giới rõ ràng đã và đang rơi vào một giai đoạn suy thoái tệ bằng hoặc hơn thời kỳ 1929-1933.

Hình 6. Sản lượng công nghiệp thế giới trong khủng hoảng



Nguồn: Eichengreen và O'Rourke (2010)

Hình 7. Lưu lượng thương mại quốc tế trong khủng hoảng



Nguồn: Eichengreen và O'Rourke (2010)

Cũng trong thời điểm đó IMF⁴ dự báo GDP toàn thế giới sẽ giảm -1,3% trong năm 2009, trong khi Ngân hàng Thế giới (The World Bank, 2009) cho rằng con số này sẽ là -1,7%, lần đầu tiên kể từ Thế chiến thứ Hai GDP toàn cầu giảm. Tổng khối lượng thương mại thế giới (volume of world trade) sẽ giảm -6.1% theo World Bank và -11% theo IMF. Tuy nhiên như đã trình bày ở trên, Quý I năm 2009 đã là đáy của cuộc khủng hoảng và thống kê 3 quý đầu năm cho thấy tổng khối lượng thương mại toàn cầu đã tăng 1,4%⁵. So sánh GDP thực với 12 tháng trước (year-over-year) ở thời điểm Quý III năm 2009, toàn thế giới đã có tăng trưởng 1,8%⁶.

Bảng 1. Tăng trưởng GDP Thế giới, 2009

	Dự báo			Đơn vị: %
	IMF (03/20 09)	Ngân hàng Thế giới (03/2 009)	Goldm an Sachs (01/20 09)	Thực tế ²⁶
Tăng trưởng GDP năm 2009				
Thế giới	-1,3	-1,7	0,2	1,8
Các nước phát triển	-3,8	-2,9	-1,8	-0,6
Các nước đang phát triển	1,6	2,1	4,2	5,2

⁴ World Economic Outlook, April 2009, IMF.

⁵ Tính toán của tác giả theo nguồn số liệu từ <http://www.cpb.nl/eng/research/sector2/data/trademonitor.html>

⁶ Nguồn: Goldman Sachs: <https://portal.gs.com/gs/portal/home/?action=viewpage&pgref=1>, ước tính cho đến Quý III 2009.

Mỹ	-2,8	-2,4	-1,6	-0,3 [#]
Châu Âu	-4,2	-2,7	-1,8	-1,6
Nhật bản	-6,2	-5,3	-3,8	-2,0
Đức	-5,6	n/a	-2,3	-1,4
Anh	-4,1	n/a	-1,6	-2,7
Trung Quốc	6,5	6,5	6,0	8,9
Brazil	-1,3	0,5	1,3	4,1

(# Ở thời điểm đầu Tháng 1/2010 Goldman Sachs (Calculated Risk-Finance & Economics, 2010) dự báo tăng trưởng GDP của Mỹ trong Quý IV 2009 có thể sẽ là 5,8%, như vậy cả năm 2009 Mỹ sẽ có tăng trưởng dương.)

Nguồn: IMF, WB, Goldman Sachs (2009), tính toán của tác giả.

Thực ra các chỉ số báo trước như BDI⁷, PMI⁸, Conference Board's Leading Economic Index (LEI)⁹ đều đã lập đáy và bắt đầu tăng từ cuối năm 2008 đến đầu Tháng 3/2009 (xem Hình 8, Hình 9). Trong khi BDI phục hồi khá chậm, cả PMI và LEI đều quay đầu theo hình chữ V và đã kết thúc năm 2009 cao hơn trước khi Lehman Brothers phá sản. Sự phục hồi nhanh chóng của hai chỉ số này cho thấy giới doanh nghiệp đã được trấn an và bắt đầu có kế hoạch khôi phục sản xuất. Bởi vậy thực tế tăng trưởng kinh tế thế giới đến cuối năm 2009 đã khác xa so với các dự báo bi quan của IMF và World Bank đề cập ở trên.

Sự khác biệt giữa dự báo và thực tế tăng trưởng sau khủng hoảng đã là chủ đề tranh luận khá nóng giữa các nhà kinh tế trong những tháng đầu năm 2009 (xem Hộp 2). Nhìn chung những giả định kinh tế căn bản (unit root vs trend stationary) của từng mô hình sẽ cho ra kết quả dự báo rất khác nhau. Sự bi quan của các tổ chức quốc tế vào đầu năm 2009 rất có khả năng xuất phát từ những giả định mô hình không phù hợp với cuộc khủng hoảng hiện tại. Thêm vào đó, tâm lý, yếu tố quan trọng bậc nhất trong các cuộc khủng hoảng tài chính, không được đưa vào các mô hình dự báo chính thống.

⁷ BDI: Baltic Dry Index là chỉ số giá thuê tàu chở hàng thế giới ngoại trừ tàu chở container và tàu chở dầu.

⁸ PMI: Purchasing Managers' Index: Chỉ số thăm dò mức độ lạc quan của các doanh nghiệp về tình hình kinh doanh sắp tới. Chỉ số này thường được tính để mức 50 tương ứng với kinh doanh ổn định, nhỏ hơn 50 là giảm và trên 50 là tăng trưởng. PMI của Mỹ gọi là ISM.

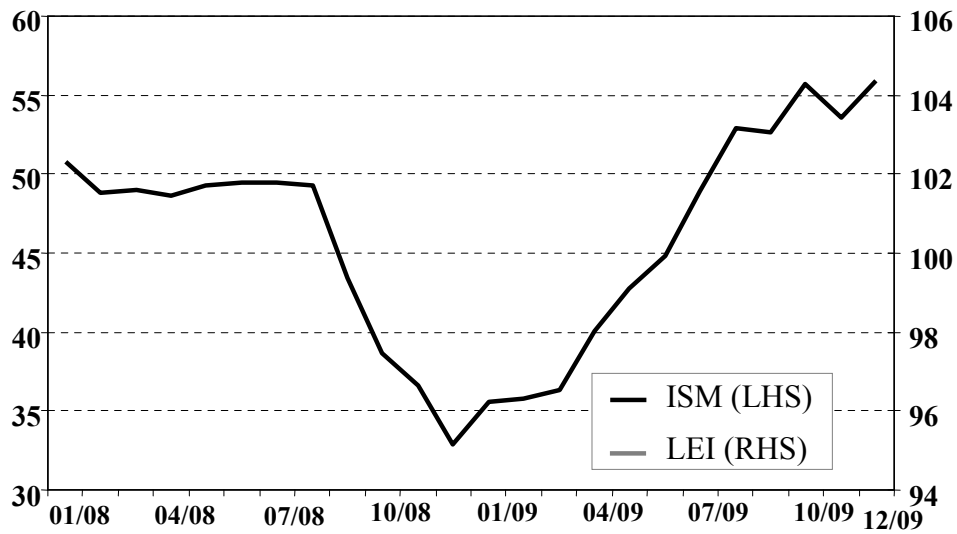
⁹ LEI: Leading Economic Index là chỉ số trung bình của 10 chỉ số kinh tế do Conference Board, một tổ chức tư vấn kinh tế Mỹ.

Hình 8. Chỉ số BDI, 01/2008 – 01/2010



Nguồn: Datastream (2010)

Hình 9. Chỉ số kỳ vọng, 01/2008 – 12/2009



Nguồn: Datastream (2010)

Hộp 2. Vấn đề *nghiệm đơn vị* trong chuỗi số liệu tăng trưởng kinh tế

Đầu Tháng 3/2009, Greg Mankiw (Mankiw, 2009a) nhận xét rằng Hội đồng cố vấn kinh tế (Council of Economic Advisers - CEA) đã có dự báo (The White House, 2009) quá lạc quan về tốc độ phục hồi của kinh tế Mỹ. CEA cho rằng số liệu các cuộc suy thoái trước đây cho thấy sau khi suy thoái chấm dứt kinh tế sẽ tăng trưởng nhanh hơn tốc độ trung bình. Do vậy với giả định suy thoái sẽ kết thúc trong năm 2009, CEA dự báo kinh tế Mỹ sẽ tăng 15,6% trong giai đoạn 2008-2013.

Mankiw chỉ ra rằng ý tưởng tốc độ tăng trưởng sẽ cao hơn trung bình sau khi suy thoái kết thúc ngầm định GDP có tính chất tĩnh tại theo xu hướng (trend stationary). Điều này có nghĩa là tốc độ tăng trưởng trung bình của GDP sẽ dao động xung quanh tốc độ tăng trưởng tự nhiên, với những giai đoạn tăng cao hơn xen kẽ với những giai đoạn tăng chậm hơn. Đây là quan điểm cổ điển của lý thuyết chu kỳ kinh tế.

Trích dẫn một nghiên cứu (Campbell & Mankiw) của mình và John Campbell năm 1987, Mankiw cho rằng số liệu GDP của Mỹ không phù hợp cho giả định tĩnh tại theo xu hướng này. Thực tế tốc độ tăng trưởng GDP của Mỹ có tính chất *nghiệm đơn vị* (unit root), nghĩa là sau mỗi cú sốc tăng trưởng GDP sẽ chuyển từ mức này sang mức khác (thấp hơn hoặc cao hơn tùy vào tính chất của cú sốc). Do đó CEA đã không đúng khi cho rằng sau khủng hoảng tốc độ tăng trưởng sẽ cao hơn trung bình.

Phản bác lại quan điểm của Mankiw, Brad DeLong (DeLong, 2009) cho rằng Mankiw đã sử dụng một nghiên cứu quá lạc hậu và quá đơn giản để kết luận về vấn đề *nghiệm đơn vị*. Theo DeLong, nếu chỉ nhìn vào số liệu GDP và mô hình hóa dựa vào 1 biến số duy nhất là GDP (dùng kỹ thuật ARIMA) thì không đủ. Nếu xét thêm một biến số thứ 2 là tỷ lệ thất nghiệp thì kết quả sẽ khác. Cụ thể nếu GDP giảm/tăng mà thất nghiệp không tăng/giảm thì đó là thay đổi cố định, nghĩa là có tính chất unit root. Ngược lại nếu GDP thay đổi đi kèm với thay đổi về thất nghiệp thì đó là tĩnh tại theo xu hướng. Có thể kiểm chứng điều này dễ dàng bằng cách một ước lượng hồi qui tốc độ tăng GDP (trung bình 8 quý sau khi khủng hoảng kết thúc) với tỷ lệ thất nghiệp trong lúc khủng hoảng. Paul Krugman (Krugman, 2009a) cũng có cùng quan điểm như vậy.

Mankiw phản bác (Mankiw, 2009b) lập luận của DeLong và Krugman bằng cách chỉ ra rằng ước lượng hồi qui mà Brad DeLong thực hiện nhiều khả năng bị ảnh hưởng bởi 8 điểm dữ liệu trong thời Reagan (nếu không có 8 điểm dữ liệu này thì R-squared chỉ còn 5%). Mankiw còn chỉ ra một nghiên cứu khác (Mankiw, 2009c) của Cerra và Saxena đăng trên AER (tạp chí hàng đầu về kinh tế) Tháng 3/2008, cũng có cùng kết luận giống Mankiw và Campbell cách đây hơn 20 năm. Cùng quan điểm với Mankiw, David Altig (Altig, 2009b) cho rằng sau cuộc khủng hoảng này Mỹ và cả thế giới sẽ phải trải qua một thay đổi cấu trúc (structural change) trong hệ thống tài

chính, hành vi người tiêu dùng, và các định chế kinh tế quốc tế. Nếu vậy trong tương lai gần khó có thể tin rằng kinh tế Mỹ và thế giới sẽ quay về trạng thái phát triển như trước khi cuộc khủng hoảng xảy ra.

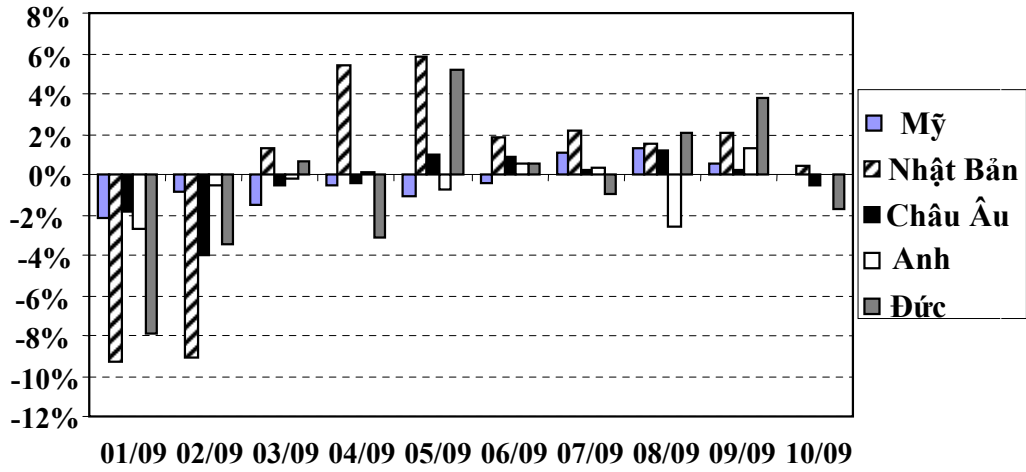
Tuy nhiên Menzie Chinn (Chinn, 2009) dẫn chứng một nghiên cứu của mình cho rằng nếu dùng chuỗi GDP cho mô hình ARIMA từ năm 1869 đến 1994 có thể loại bỏ giả định nghiệm đơn vị. Thậm chí nếu chỉ dùng chuỗi dữ liệu từ năm 1967 đến nay kết luận này cũng đứng vững. Bởi vậy ngay cả khi không dùng tỷ lệ thất nghiệp như DeLong và Krugman đề xuất thì kết luận của Mankiw cũng không chắc chắn. Thậm chí ngay cả khi có thay đổi không thể đảo ngược như Cerra và Saxena tìm ra, khả năng tĩnh tại theo xu hướng vẫn có thể xảy ra, hay ít nhất chưa chắc đó là hệ quả của nghiệm đơn vị (mà là gần nghiệm đơn vị).

Với sự phục hồi nhanh chóng của các chỉ số kỳ vọng doanh nghiệp (PMI), dù với một độ trễ nhất định sản lượng công nghiệp (industrial production - IP) của các nước phát triển đã lập đáy và đa số bắt đầu tăng trở lại từ Tháng 3/2009 (xem Hình 10). Ấn tượng nhất là sự phục hồi chỉ số IP của Nhật bản trong Tháng 4 và Tháng 5 sau khi chỉ số này sụp đổ trong hai tháng trước đó. Trong khi đó, ba trong bốn nước BRIC¹⁰ (trừ Nga) đều có tốc độ tăng trưởng IP khá ấn tượng trong 10 tháng đầu năm 2009 (xem Hình 11). Chính nhờ sản lượng công nghiệp phục hồi tốt, thương mại quốc tế đã có tăng trưởng thay vì sụt giảm như dự báo của cả IMF và Ngân hàng Thế giới.

Một lý do quan trọng của sự phục hồi nhanh chóng các chỉ số IP và thương mại quốc tế chính là sự bình ổn của hệ thống tài chính, dẫn đến các nguồn tín dụng xuất nhập khẩu được khơi thông trở lại. Bên cạnh đó, những nỗ lực của G20 và IMF/WB nhằm bù đắp sự suy giảm tín dụng xuất nhập khẩu do ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính cũng giúp nhiều nước giữ ổn định khối lượng ngoại thương của mình. Kết quả là thương mại quốc tế tuy sụt giảm mạnh vào cuối năm 2008 đã đứng vững và phục hồi trong năm 2009, điều khác biệt cơ bản của cuộc khủng hoảng này so với thời Đại suy thoái 1929-1933.

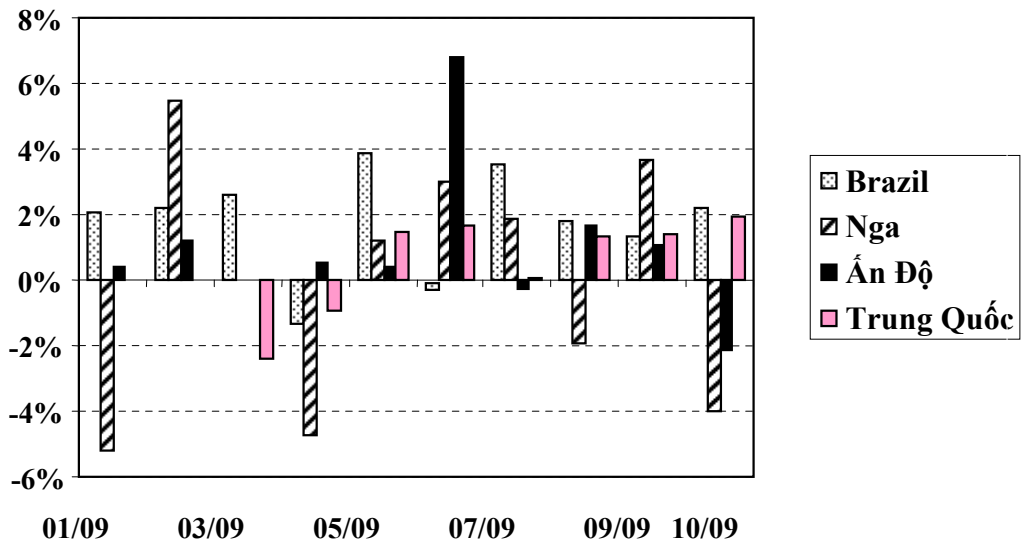
¹⁰ BRIC: Brazil, Nga, Ấn Độ, Trung Quốc

Hình 10. Sản lượng công nghiệp của một số nền kinh tế, 2009



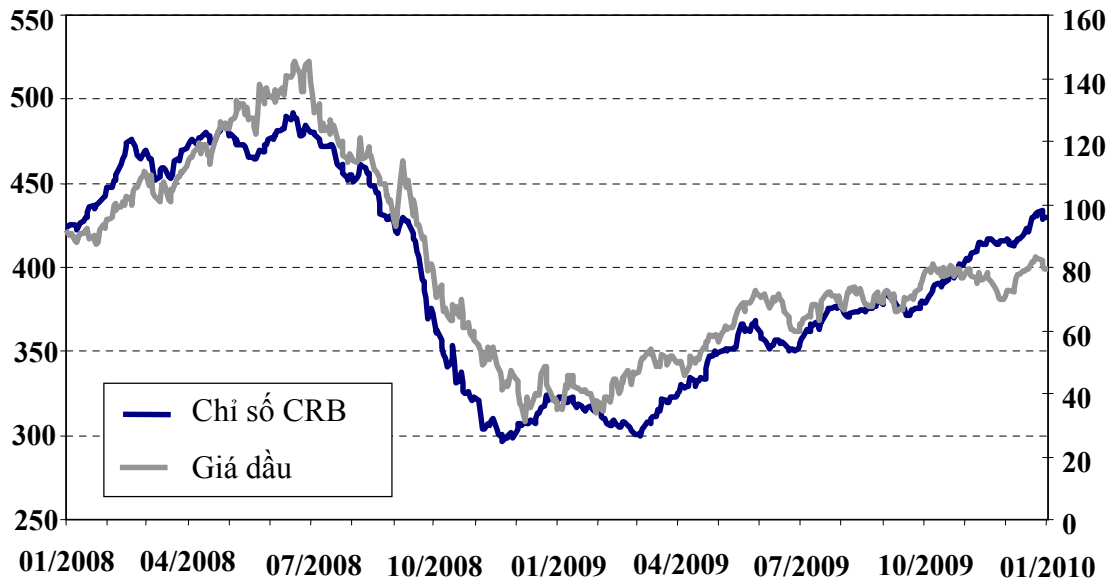
Nguồn: Datastream (2010)

Hình 11. Sản lượng công nghiệp (BRIC), 2009



Nguồn: Datastream (2010)

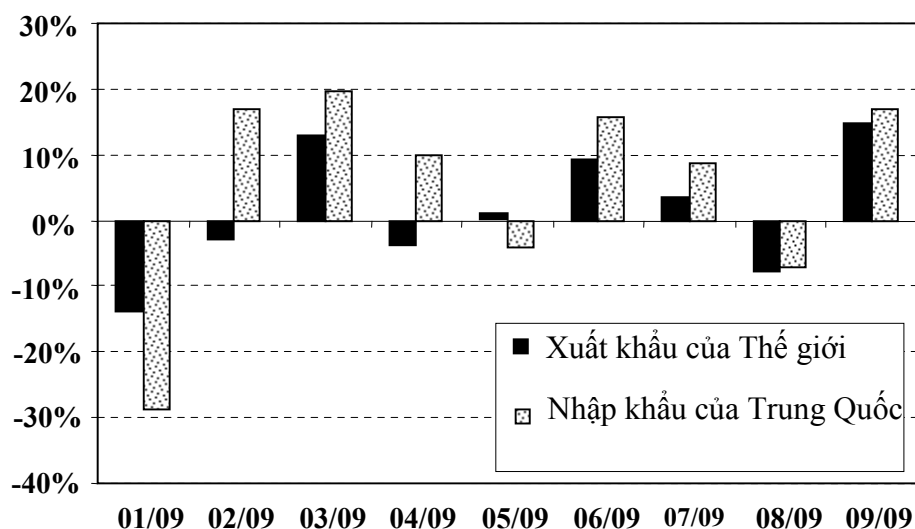
Hình 12. Chỉ số CRB và Giá dầu, 01/2008 – 01/2010



Nguồn: Datastream (2010)

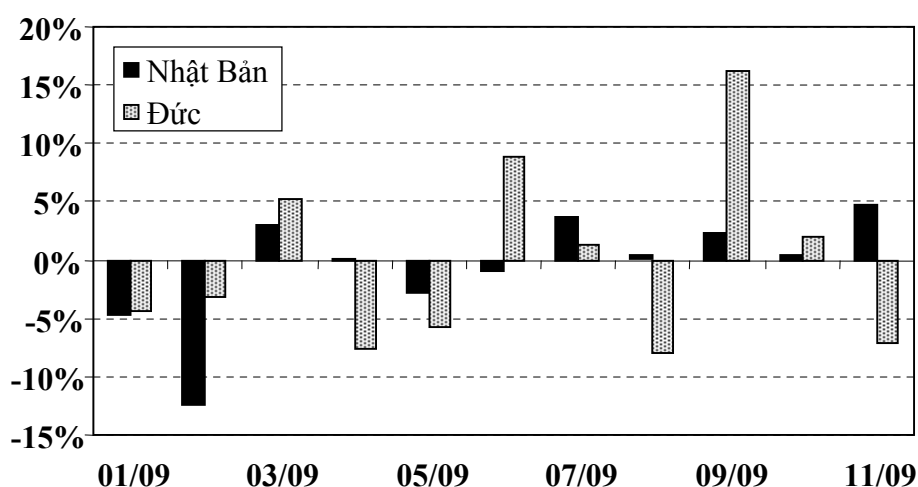
Một điểm đáng chú ý nữa trong thương mại quốc tế năm 2009 là việc Trung Quốc giữ vững tốc độ nhập khẩu trong hoàn cảnh gần như cả thế giới rơi vào suy thoái (xem Hình 13). Một số nhà phân tích cho rằng Trung Quốc đã tranh thủ giai đoạn suy thoái khi giá nguyên vật liệu thô sụt giảm mua về tích trữ (Hình 12). Điều này khó có thể kiểm chứng nhưng cũng không thể không thừa nhận rằng việc Trung Quốc gia tăng nhập khẩu đã giúp nhiều nước xuất khẩu nguyên liệu thô tránh khỏi một cuộc suy thoái trầm trọng. Được lợi nhất trong số các nhà xuất khẩu nguyên liệu thô là Úc, nước phát triển duy nhất đã không rơi vào suy thoái theo định nghĩa hai quý tăng trưởng âm liên tục. Trong khi đó hai cường quốc xuất khẩu là Nhật và Đức đã sụt giảm nhập khẩu đáng kể trong 6 tháng đầu năm (Hình 14), một phần vì chính sách kích cầu của hai nước này không mạnh bằng Trung Quốc.

Hình 13. Tăng trưởng thương mại của Trung Quốc so với thế giới, 2009



Nguồn: Datastream (2010)

Hình 14. Nhập khẩu của Đức và Nhật Bản, 2009

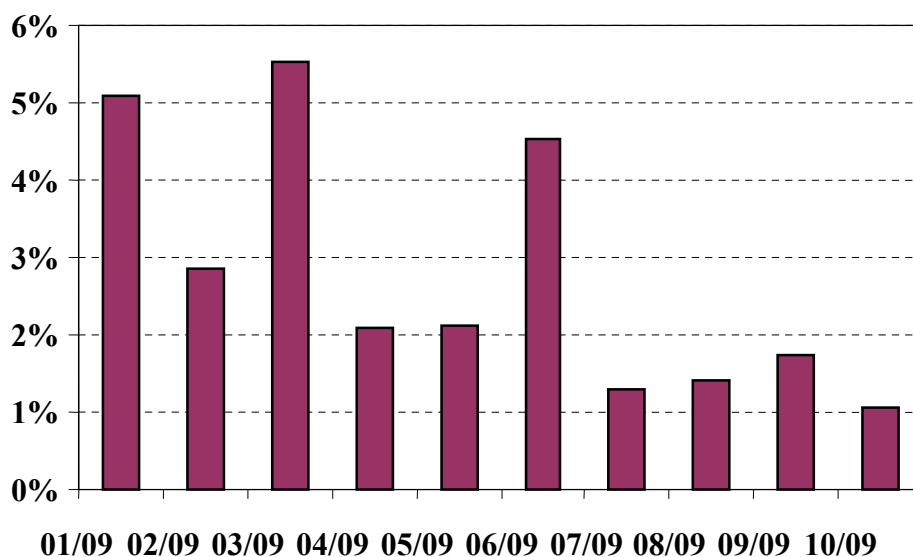


Nguồn: Datastream (2010)

Michael Pettis (Pettis, 2009), một chuyên gia về kinh tế Trung Quốc, cho rằng khác với các nước phương Tây chính sách kích cầu của Trung Quốc có tác dụng nhanh và mạnh hơn vì chính phủ có thể yêu cầu các ngân hàng quốc doanh gia tăng tốc độ tăng trưởng tín dụng bất chấp rủi ro suy thoái vẫn còn cao. Hình 15 cho thấy giai đoạn 6 tháng đầu năm 2009 Trung Quốc có mức tăng trưởng tín dụng rất cao (22%) so với trung bình trên dưới 1% của các nước phát triển. Thực tế trong nửa sau 2009, Trung Quốc đã phải kìm bớt tốc độ tăng trưởng tín

dụng vì nguy cơ lạm phát và bong bóng bất động sản/chứng khoán. Trung Quốc là một trong số ít quốc gia trên thế giới đã đi ngược lại trào lưu giải đòn bẩy tài chính (deleveraging) toàn cầu từ cuối năm 2008. Số liệu của ADB (ADB, 2009) cho biết GDP Trung Quốc đã tăng 7.1% trong nửa đầu năm 2009 (cả năm là 8.2%), trong đó riêng phần đóng góp của đầu tư trong nước đã là 6.2%.

Hình 15. Tăng trưởng tín dụng của Trung Quốc, 2009



Nguồn: Datastream (2010)

Theo IMF (Horton *et al.*, 2009), tổng cộng các biện pháp tài khóa của Trung Quốc chống lại khủng hoảng trong năm 2009 chiếm 3.1% GDP, chỉ sau Hàn Quốc và Ả Rập Xê-Út trong số các nước G20. Năm 2009 có thể coi là năm của các chính sách mở rộng tài khóa trên toàn thế giới. Mở rộng tài khóa có thể từ các chính sách kích cầu có chủ ý lẫn các cơ chế tự động của một nền kinh tế (ví dụ gia tăng chi trả phúc lợi xã hội). Cũng theo thống kê của IMF, nhóm các nước G20 đã nới lỏng tổng cộng 7% GDP, hai phần ba trong số đó là từ các cơ chế tự động (xem Bảng 2). Việc nhiều nước phát triển đã xây dựng một hệ thống an sinh xã hội sâu và rộng chính là một cơ chế ổn định kinh tế tự động, khác với thời kỳ 1929-1933 khi các nước chỉ có các cơ chế tài khóa chủ động. Rõ ràng các cơ chế tự động đã phát huy hiệu quả cao trong giai đoạn khủng hoảng, không chỉ ở mức độ lớn hơn nhiều các cơ chế chủ động mà còn ở thời điểm rất kịp thời.

Bảng 2. Mở rộng tài khóa, 2009

	<i>Đơn vị: % GDP</i>		
	Tổng cộng	Kích cầu chủ động	Các cơ chế khác
Mỹ	10,6	2,0	8,6
Nhật	7,8	2,4	5,4
Đức	4,1	1,6	2,5
Pháp	4,7	0,7	4,0
Anh	8,9	1,6	7,4
Trung quốc	5,2	3,1	2,1
Nga	12,2	4,1	8,2
Ấn độ	4,7	0,6	4,1
Brazil	0,7	0,6	0,1
Trung bình G20	7,0	2,0	5,0

Nguồn: IMF (2010)

Song song với nói lỏng tài khóa, ngân hàng trung ương các nước đều thực thi nói lỏng tiền tệ thông qua giữ lãi suất rất thấp (xem Bảng 3) và trong nhiều trường hợp họ đã thực thi các chính sách APF như đã thảo luận bên trên. Ngoại trừ Úc, tất cả các nước phát triển đều cắt mạnh lãi suất trong nửa đầu 2009 về gần sát không. Chính sách lãi suất bằng không (Zero Interest Rate Policy - ZIRP) này đều được ngân hàng trung ương các nước cam kết sẽ giữ trong thời gian dài (extended period) với mục đích chính là thể hiện cam kết mạnh về một chính sách tiền tệ nói lỏng để dập tắt cơn khát thanh khoản của các định chế tài chính. Trong 6 tháng cuối năm chỉ có Úc và Nauy đã tăng lãi suất trở lại, tất cả các nền kinh tế lớn khác đều giữ nguyên lãi suất.

Bảng 3. Lãi suất chính sách của các Ngân hàng trung ương, 2009

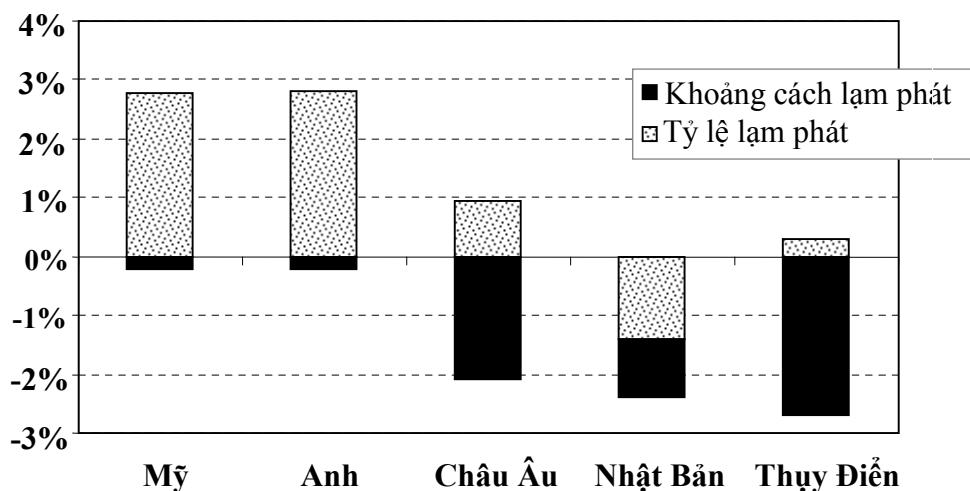
	Đầu năm 2009	Cuối năm 2009	Tăng/giảm
Mỹ	0,25	0,25	0
Nhật	0,10	0,10	0
Châu Âu	2,00	1,00	-1,00
Anh	1,50	0,50	-1,00
Úc	4,25	3,75	-0,50
Thụy sĩ	0,50	0,25	-0,25
Trung quốc	2,79	2,79	0

Nguồn: Datastream (2010)

Điều kiện kinh tế cơ bản để các ngân hàng trung ương giữ lãi suất thấp trong năm 2009 là lạm phát thấp và tỷ lệ thất nghiệp cao, hậu quả tất yếu của suy thoái. Ngay cả khi hầu hết các nước đã vượt qua đáy và bắt đầu phục hồi, tỷ lệ thất nghiệp vẫn còn rất cao và nhiều khả năng vẫn tiếp tục tăng trong nửa đầu 2010. Nếu sử dụng quy tắc Taylor (Taylor's rule), một phương pháp ước lượng lãi suất cơ bản của các ngân hàng trung ương, thì hầu hết các nước đều đang bị chặn dưới bởi lãi suất bằng không, nghĩa là lãi suất tối ưu theo quy tắc Taylor có

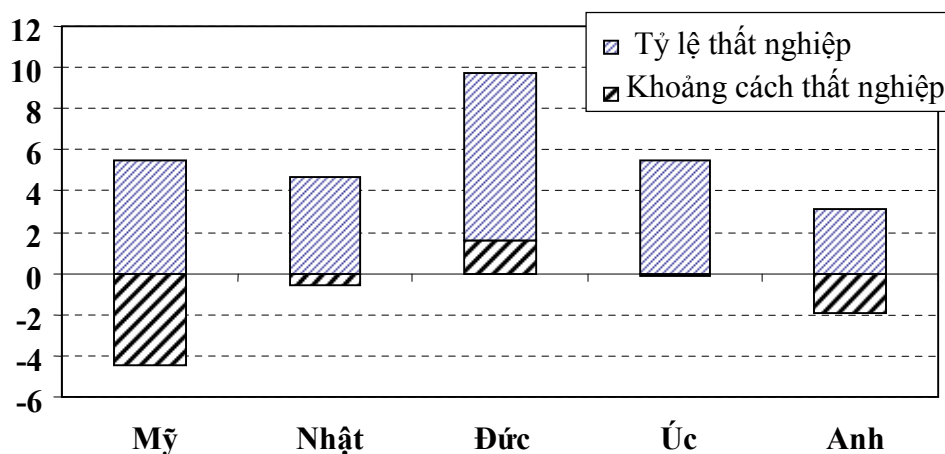
thể đang âm (Krugman, 2009b)¹¹. Hình 16 và Hình 17 cho thấy ở đa số các nước phát triển cả khoảng cách lạm phát và khoảng cách thất nghiệp đều âm¹².

Hình 16. Lạm phát ở một số nền kinh tế, 2009



Nguồn: Datastream, tính toán của tác giả

Hình 17. Tỷ lệ thất nghiệp ở một số nền kinh tế, 2009



Nguồn: Datastream, tính toán của tác giả

¹¹ Paul Krugman ước tính lãi suất tối ưu theo Taylor's rule của Mỹ có thể sẽ vẫn âm cho đến tận năm 2012.

¹² Khoảng cách lạm phát được tính dựa vào mức lạm phát mục tiêu (inflation target) của các ngân hàng trung ương. Khoảng cách thất nghiệp được tính bằng tỷ lệ thất nghiệp trung bình trong vòng 10 năm trước đó.

Sự kết hợp nói lỏng tài khóa và tiền tệ, có thể nói lớn nhất trong lịch sử kinh tế thế giới hiện đại, đã đẩy lên mối lo về lạm phát trong tương lai. Mặc dù các nhà kinh tế có quan điểm khác nhau về lạm phát trong ngắn hạn và trung hạn (xem Hộp 3), đa số đều đồng ý với nhận định rằng nợ chính phủ cao và lãi suất thấp sẽ là ngòi nổ cho một cuộc bùng phát lạm phát trong dài hạn. Tuy nhiên việc rút lại các chính sách kích cầu và nói lỏng tiền tệ sẽ rất khó khăn và có nguy cơ đẩy thế giới rơi ngược lại vào suy thoái như Mỹ đã trải qua năm 1937 (Bartlett, 2008) hay Nhật năm 1997 (Auerback, 2008). Đây là viễn cảnh suy thoái hình chữ W như một số người lo ngại.

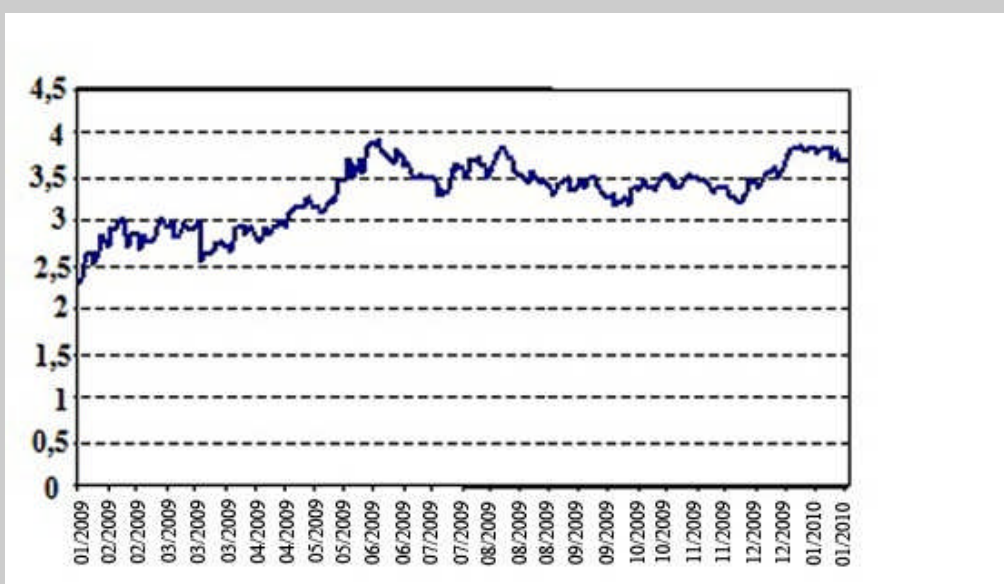
Hộp 3. Krugman và Ferguson

Vào những tháng giữa năm 2009 trên một số tờ báo lớn của Mỹ có một cuộc tranh luận rất nóng xung quanh vấn đề lạm phát giữa Paul Krugman và Niall Ferguson. Nhiều nhà kinh tế tên tuổi cũng tham gia vào cuộc tranh luận này, trong đó ngã về phe Krugman có Brad DeLong và Willem Buiter, còn phía Ferguson có John Taylor và Casey Mulligan. Phe Ferguson (Ferguson, 2009) cho rằng việc chính phủ Mỹ gia tăng nợ chính phủ để tài trợ cho các chương trình kích cầu và giải cứu sẽ làm tăng lãi suất vì phải phát hành một lượng lớn trái phiếu chính phủ ra thị trường. Bên cạnh đó, Fed tiếp tục bơm thanh khoản ra hệ thống tài chính thông qua APF và giữ lãi suất thấp về bản chất là "in tiền" ra cho chính phủ tiêu xài. Do đó, dẫn chứng rất nhiều cuộc khủng hoảng nợ chính phủ trong lịch sử, Ferguson khẳng định lãi suất, lúc đó đo bằng lợi tức (yield) của trái phiếu dài hạn (10 năm) chính phủ Mỹ tăng là bằng chứng cho lập luận của mình.

Phe Krugman (Gross, 2009) phản hồi rằng lợi tức trái phiếu chính phủ tăng lên không phải do người dân lo sợ lạm phát hoặc chính phủ chèn ép (crowd out) đầu tư tư nhân. Lý do chính của sự phục hồi lợi tức trái phiếu là các nhà đầu tư đã bắt đầu chấp nhận rủi ro sau một giai đoạn tháo chạy khỏi các khoản đầu tư và đổ tiền vào trái phiếu chính phủ. Krugman dẫn chứng sau Thế chiến thứ Hai, Mỹ đã có một thời gian dài có tỷ lệ nợ chính phủ trên GDP lớn hơn hiện tại rất nhiều nhưng thời kỳ đó không bị lạm phát. Ngay cả hiện tại Nhật và một số nước châu Âu cũng có tỷ lệ này cao hơn Mỹ nhiều và chưa nước nào có nguy cơ lạm phát cao quay trở lại. Greg Mankiw (Mankiw, 2010) gần đây cũng ngã về phe Krugman cho rằng việc Fed bơm thanh khoản ra chưa đáng lo ngại, thậm chí còn cần thiết để phục hồi kinh tế Mỹ.

Cuộc tranh luận hiện đang tạm lắng xuống, nhưng nếu lợi tức trái phiếu 10 năm vượt qua mốc 4%, chắc chắn các nhà kinh tế sẽ lại làm nóng các mặt báo.

Hình 1.H1. Lợi tức trái phiếu kỳ hạn 10 năm của Chính phủ Mỹ



Những chính sách kinh tế quan trọng

Như đã đề cập trong bài tổng kết kinh tế thế giới 2008, trào lưu can thiệp vào thị trường và lý thuyết Keynes đã quay lại mạnh mẽ trong năm 2009. Không kể các nước châu Âu vốn đã có hệ thống ổn định tài khóa tự động, Mỹ, Anh, Úc, những nước có truyền thống ủng hộ thị trường tự do đã tung ra những gói kích cầu lớn nhắm vào một số ngành công nghiệp như xe hơi, xây dựng và công nghiệp "xanh". Mặc dù đánh giá tác động của các chính sách này vào nền kinh tế khác nhau (xem Bảng 4 và Bảng 5), nhận định chung của các nhà kinh tế là kích cầu đã có tác dụng nhất định và là một tác nhân quan trọng giúp kinh tế thế giới không rơi vào một cuộc đại suy thoái lần hai. Có thể thấy rằng sự thành công của các chính sách kích cầu theo học thuyết Keynes sẽ càng làm trường phái này được tin tưởng hơn trong thời gian tới, đặc biệt là về vai trò của nhà nước trong việc bình ổn và điều tiết các dao động thái quá của thị trường do tâm lý (animal spirits) của các nhà đầu tư và người tiêu dùng.

Bảng 4. Ước lượng tác động của ARRA lên tăng trưởng GDP

	Tỉ lệ hàng năm tính theo điểm phần trăm		
	Quý II năm 2009	Quý III năm 2009	Quý IV năm 2009
CEA: cách tiếp cận tham chiếu	2,6	2,8	2,7
CEA: cách tiếp cận mô hình	2,8	3,9	1,8
CBO: thấp nhất	2,4 ^a	2,4 ^a	1,2
CBO: cao nhất	6,5 ^a	6,5 ^a	3,1
Goldman Sachs	2,2	,3	2,0
HIS/Global Insight	2,1	2,5	2,2
James Glassman/J.P. Morgan Chase	4,5	2,2	3,1
Macroeconomic Advisers	2,1	2,0	1,5
Mark Zandi, Moody's Ecnomoy.com	2,8	3,2	2,0

Nguồn: Chinn (2010)

Ghi chú:

(a) Số liệu của Quý II và Quý III được tính trung bình

Bảng 5. Ước lượng tác động của ARRA lên việc làm

	Quý II năm 2009	Quý III năm 2009	Quý IV năm 2009
CEA: cách tiếp cận tham chiếu	338.000 ^a	1134.000 ^b	2.068.000 ^c
CEA: cách tiếp cận mô hình	385.000	1.111.000	1.772.000
CBO: thấp nhất	300.000	600.000	800.000
CBO: cao nhất	800.000	1.600.000	2.400.000
HIS/Global Insight	228.000	688.000	1.248.000
Macroeconomic Advisers	248.000	623.000	1.057.000
Moody's Ecnomoy.com	500.000	1.008.000	1.586.000

Nguồn: Chinn (2010)

Ghi chú: a: Số liệu phản ánh ước lượng của Tháng 5

b: Số liệu phản ánh ước lượng của Tháng 8

c: Số liệu phản ánh ước lượng của Tháng 11

Một điểm quan trọng nữa trong đợt kích cầu vừa rồi là sự phối hợp, dù không hoàn toàn chủ ý, của các nước G20. Việc phối hợp kích cầu cùng thời điểm vừa làm gia tăng hiệu quả kích cầu ở từng nước, vừa giúp các nước tránh được ảnh hưởng chính trị xấu (political backlash) trong nội bộ nước mình, rất có thể sẽ dẫn đến một làn sóng bảo hộ mậu dịch. Sự phối hợp chính sách của các nước G20 sau hai cuộc họp ở London và Pittsburgh tuy chưa được như mong muốn nhưng đã bắt đầu với một số biện pháp quản lý các "thiên đường tránh thuế" (tax haven) và điều tiết lương/thưởng của giới tài chính ngân hàng. G20 cũng giúp thúc đẩy những cải tổ và chính sách mới của tổ chức quốc tế hiện hữu như phát hành thêm SDR của IMF hay đưa ra bộ chuẩn Basel III của BIS. Rất tiếc G20 chưa có tiếng nói quyết định

với các vấn đề môi trường trong cuộc họp Copenhagen Tháng 12 vừa qua. Dấu sao G20 đã xây dựng được một diễn đàn mới tạo điều kiện cho các nước lớn phối hợp chính sách với nhau dù không thể tránh khỏi một vài bất đồng.

Một vấn đề vô cùng hệ trọng đòi hỏi phải có sự phối hợp quốc tế chặt chẽ là việc cải tổ hệ thống tiền tệ quốc tế, điều mà John Maynard Keynes đã mong muốn thực hiện 70 năm về trước. Hệ thống tiền tệ quốc tế từ sau Thế chiến thứ Hai đã xoay quanh đồng USD như một đồng tiền dự trữ quốc tế duy nhất, một phần nào đó là nguyên nhân của cuộc khủng hoảng tài chính vừa qua. Cách đây 50 năm Robert Triffin đã chỉ ra một khiếm khuyết căn bản của hệ thống này mà đến nay vẫn được biết dưới tên gọi tình thế tiến thoái lưỡng nan Triffin. Triffin lập luận rằng vì cả thế giới sử dụng đồng USD như đồng tiền giao dịch và dự trữ chính, nước Mỹ buộc phải "xuất khẩu" đồng USD bằng cách giữ cho cán cân thanh toán bị thâm hụt. Tuy nhiên một quốc gia không thể có thâm hụt cán cân thanh toán vĩnh viễn, đến một mức giới hạn nào đó thế giới sẽ không chấp nhận có thặng dư với Mỹ nữa. Để giải bài toán này, Trung Quốc và một vài nước đã kêu gọi khôi phục lại đồng SDR của IMF, gia tăng vai trò thanh toán quốc tế và dự trữ thanh khoản của đồng tiền này. Tuy nhiên việc phổ biến đồng SDR có một số trở ngại nhất định, ít nhất về mặt kinh tế (xem Hộp 4)

Hộp 4. Quyền rút vốn đặc biệt SDR

Đồng SDR được IMF đưa ra năm 1969 với mục đích ban đầu là bổ sung thanh khoản cho các giao dịch quốc tế khi lượng USD trên thế giới không còn đủ do thương mại quốc tế tăng mạnh trong thập kỷ 60. Tuy nhiên đồng SDR cuối cùng gần như chỉ lưu hành trong nội bộ IMF và trở thành một công cụ giúp các nước vay mượn dự trữ ngoại tệ của nhau trong khuôn khổ IMF. Sau khi hệ thống Bretton Woods tan rã, vai trò của đồng SDR cũng dần dần bị lãng quên.

Khi cuộc khủng hoảng tài chính nổ ra, những nước có dự trữ ngoại tệ lớn như Trung Quốc, Nga, các nước xuất khẩu dầu mỏ OPEC phải đối mặt với khả năng số dự trữ của mình sẽ mất giá khi đồng USD mất giá, điều mà nhiều nhà kinh tế dự đoán. Do vậy, Trung Quốc, Nga và một số nước đã lên tiếng đề nghị khôi phục lại đồng SDR thay cho USD làm một đồng tiền dự trữ trong tương lai. Điều này cũng được một số nhà kinh tế ủng hộ, trong đó có John Williamson, một chuyên gia tài chính tiền tệ quốc tế và từng là quan chức của IMF.

Tuy nhiên nhiều nhà kinh tế nghi ngờ tính khả thi của đồng SDR thay cho đồng USD. Barry Eichengreen, giáo sư kinh tế đại học Berkeley, chỉ ra ba hạn chế cơ bản của đồng SDR. Thứ nhất là đồng SDR chưa được giới tài chính tư nhân quốc tế sử dụng, do vậy nó sẽ không có các công cụ phái sinh đi kèm để giúp quản trị rủi ro và gia tăng thanh khoản. Nếu SDR chỉ được trao đổi giữa các chính phủ, vai trò của nó sẽ chẳng khác gì vai trò hiện tại trong nội bộ IMF. Thứ hai là đồng

SDR không được một chính phủ nào đứng đằng sau. Người dân và doanh nghiệp sử dụng đồng USD hay bất kỳ một đồng tiền giấy nào khác vì nó có sự hậu thuẫn cả về mặt kinh tế lẫn chính trị của một quốc gia. Đồng SDR không có bất kỳ một sự đảm bảo nào. Thứ ba là đồng SDR không có một thị trường trái phiếu đủ lớn để các nước có thể gửi dự trữ của mình vào. Đồng USD là đồng tiền dự trữ vì Mỹ có một thị trường trái phiếu chính phủ đủ lớn và đủ sâu để có thể hấp thụ hết các khoản dự trữ ngoại tệ của các nước. Sẽ còn rất lâu cho đến khi IMF phát triển được một thị trường trái phiếu của riêng mình, nếu IMF có thể.

Vấn đề cải tổ hệ thống tiền tệ quốc tế rất quan trọng và cần thiết, nhưng đó là một kế hoạch lâu dài và các nhà hoạch định chính sách trên thế giới vẫn chưa rõ sẽ cải tổ thế nào. Trong khi đó việc cải tổ hệ thống quản lý/giám sát các ngân hàng và hệ thống tài chính là điều thế giới phải tiến hành khẩn cấp và đồng bộ. Như đã đề cập đến ở trên, G20 đã thúc đẩy để Basel III, bộ tiêu chuẩn quản lý và giám sát các ngân hàng, sớm ra đời. Basel I và Basel II đã là xương sống cho hầu hết các bộ luật ngân hàng của các nước. Nhưng cuộc khủng hoảng vừa rồi cho thấy những quy định hiện hữu có ba lỗ hổng quan trọng.

Thứ nhất là phương pháp đánh giá các tài sản rủi ro (Value-at-Risk) trong các công thức tính yêu cầu vốn tự có cho các ngân hàng chưa được chặt chẽ và thống nhất, dẫn đến nhiều ngân hàng đã có tỷ lệ đòn bẩy tài chính quá cao trong khi vẫn đảm bảo được yêu cầu của Basel II. Thứ hai là sự thiếu vắng các quy định quản lý rủi ro có tính hệ thống. Từ trước tới giờ việc quản lý và giám sát các ngân hàng chỉ quan tâm đến rủi ro ở tầm vi mô, nghĩa là của từng ngân hàng hoặc từng loại sản phẩm tài chính. Cuộc khủng hoảng vừa rồi chỉ ra rằng những quy định vi mô có thể sẽ càng làm rủi ro hệ thống (vĩ mô) gia tăng, ví dụ quy định cứng nhắc về tỷ lệ vốn tự có tối thiểu của từng ngân hàng đã dẫn đến làn sóng giải đòn bẩy tài chính vừa rồi. Thứ ba là vấn đề quản lý, giám sát và xử lý các tổ chức tài chính lớn và có ảnh hưởng dây chuyền. Luật phá sản của nhiều nước chưa giải quyết được tình trạng một tổ chức tài chính lớn mất khả năng thanh toán. Nhu cầu đặt ra là nếu một ngân hàng lớn phá sản thì qui trình phá sản phải đảm bảo không gây ra hoảng loạn hệ thống.

Cũng liên quan đến các tổ chức tài chính lớn (too-big-to-fail), Simon Johnson, cựu kinh tế gia trưởng IMF đã kêu gọi các chính phủ phải giải quyết dứt điểm các tổ chức tài chính lớn này, trước khi bất kỳ một tổ chức nào đổ vỡ một lần nữa như vụ Lehman Brothers vừa rồi. Johnson đã lên án các ngân hàng lớn đang ngày càng lũng đoạn các chính sách kinh tế và được hưởng lợi nhiều từ sự trợ giúp của các chính phủ. Giải pháp của Johnson, được nhiều nhà kinh tế như Paul Krugman ủng hộ, là hoặc buộc các ngân hàng lớn phải chia nhỏ, hoặc

đánh thuế lên tổng tài sản của các ngân hàng để họ không có động cơ bành trướng bản cân đối tài sản lên nữa. Tổng thống Barack Obama vừa đưa ra một loại thuế tương tự cho những ngân hàng Mỹ có tổng tài sản trên 50 tỷ USD.

Thảo luận chính sách quan trọng cuối cùng trong năm 2009, khi nguy cơ khủng hoảng đã qua đi và phục hồi kinh tế đang diễn ra, là khi nào thì các nước nên rút ra và đóng lại các chính sách kích thích kinh tế được đưa ra từ cuối năm 2008. Một báo cáo của Bruegel (Hagen *et al.*, 2009) đã chỉ ra rằng thế giới đã có lợi khi các chính sách kích thích kinh tế được phối hợp đưa ra, tương tự như vậy quá trình chấm dứt các chính sách này cũng sẽ có lợi nếu được một sự phối hợp quốc tế. Câu hỏi đặt ra là liệu nửa sau năm 2010 đã là thời điểm cần phải rút ra chưa, quá sớm sẽ đẩy kinh tế thế giới suy thoái trở lại, quá muộn sẽ là tiền đề cho một cuộc khủng hoảng trong tương lai.

Đa số các nhà kinh tế, trong đó lớn tiếng nhất là Paul Krugman cho rằng 2010 còn quá sớm. Nhưng Fed đã âm thầm triển khai các công cụ chính sách để có thể đảo ngược các chính sách nói lỏng tiền tệ của mình một cách nhanh chóng và ít gây ảnh hưởng vào nền kinh tế nhất. Thông đốc Ben Bernanke đã tinh mắt nhìn ra những "màn mon" hồi phục kinh tế, liệu lần này ông có nhìn trước mọi người nguy cơ lạm phát hay không?

Kết luận

Đầu năm 2009 thế giới đã đứng kề miệng vực của một cuộc Đại Suy thoái lần thứ hai. Đã có những nhận định bi quan như của Giám đốc IMF Dominique Strauss-Kahn. Nhưng kinh tế thế giới đã bật dậy sau một loạt những nỗ lực giải cứu và kích thích của đa số chính phủ các nước lớn. Mặc dù còn đâu đó những quả bom chỉ chờ phát nổ như Dubai World, Ireland, Hi Lạp, có thể nói cơn nguy kịch nhất đã qua đi. Dù trước mắt còn nhiều thách thức, thế giới bước vào một thập kỷ mới với tương lai sáng sủa hơn nhiều so với viễn cảnh tồi tệ chỉ 12 tháng trước đó.

Dẫu vậy, như Paul Krugman đã chỉ ra, thập kỷ đầu tiên của Thế kỷ 21 có thể coi là một thập kỷ bị mất của Mỹ nếu tính trên tổng số việc làm được nền kinh tế này tạo ra hay theo chỉ số chứng khoán S&P 500. Trước đó Nhật đã đánh mất một thập kỷ của mình. Thập kỷ tiếp theo liệu có phải là một thập kỷ bị đánh mất của một quốc gia nào khác hay không?

Cả Nhật và Mỹ trước khi rơi vào khủng hoảng đều bị bong bóng bất động sản và chứng khoán, đều quá lỏng lẻo trong việc quản lý và giám sát thị trường tài chính, đều quá tự tin vào mô hình kinh tế xã hội của mình. Do vậy bài học lớn nhất cho các nhà hoạch định chính sách

của Việt Nam đó là chính sách và mục tiêu kinh tế phải thật mềm dẻo trong khi hạ tầng xã hội và kinh tế, mà quản lý và giám sát tài chính là một phần quan trọng, phải thật vững chắc.

Tài liệu tham khảo

- Altic, David, 2009a, “The growing case for a jobless recovery”, *Federal reserve bank of Atlanta*, <http://macroblog.typepad.com/macroblog/2009/10/the-growing-case-for-a-jobless-recovery.html/> (accessed Feb 24, 2010)
- Altig, David, 2009b, “Duelling forecasts”, *Federal reserve bank of Atlanta*, <http://macroblog.typepad.com/macroblog/2009/03/dueling-forecasts.html> (accessed March 01, 2010)
- Asian Development Bank, 2009, “People’s Republic of China”, *Asian Development Outlook*, <http://www.adb.org/Documents/Books/ADO/2009/Update/prc.pdf> (accessed March 01, 2010)
- Auboin, Marc, 2009, “Trade finance: G20 and follow-up”, *Vox*, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3635> (accessed Feb 24, 2010)
- Auerback, Marshall, 2008, “A note on Japan’s experiment with quantitative easing”, *Credit Writedowns*, <http://www.creditwritedowns.com/2008/12/a-note-on-japans-experiment-with-quantitative-easing.html> (accessed March 01, 2010)
- Bank of England, 2009, “Asset purchase facility”, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/other/markets/apf/apfquarterlyreport0910.pdf> (accessed Feb 24, 2010)
- Bartlett, Bruce, 2008, “1937 again?”, *Capital gains and games*, http://capitalgainsandgames.com/blog/bruce-bartlett/1382/1937-again?utm_source=feedburner&utm_medium=feed&utm_campaign=Feed:+CapitalGainsAndGames+%28Capital+Gains+and+Games+-+Wall+Street,+Washington,+and+Everything+in+Between%29 (accessed March 01, 2010)
- Board of Governors of the Federal Reserve System, 2009, “Press Release”, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090318a.htm> (accessed Feb 24, 2010)
- Brandimarte, Walter, 2009, “‘Dr Doom’ Nouriel Roubini says worst of crisis over”, *News.com.au*, <http://www.news.com.au/dr-doom-nouriel-roubini-says-worst-of-crisis-over/story-0-1225751363455> (accessed Feb 24, 2010)
- Calculated Risk – Finance & Economics, 2010, “QIV GDP: Beware the blip”, http://www.calculatedriskblog.com/2010/01/QIV-gdp-beware-blip.html?utm_source=feedburner&utm_medium=feed&utm_campaign=Feed:+CalculatedRisk+%28Calculated+Risk%29&utm_content=Google+Reader (accessed March 01, 2010)
- Campbell, John & Gregory Mankiw, 1987, “Are output fluctuations transitory?”, *Harvard University Department of Economics*,

- http://www.economics.harvard.edu/faculty/mankiw/files/Are_Output_Fluctuations.pdf
(accessed March 01, 2010)
- Chinn, Menzie, 2009, “Interesting econometric result of the day: and the prospects for a growth bounceback”, *Econbrowser*,
http://www.econbrowser.com/archives/2009/03/interesting_eco.html (accessed March 01, 2010)
- Chinn, Menzie, 2010, “Assessing stimulus measures: statistical and economic significance”,
Econbrowser, http://www.econbrowser.com/archives/2010/01/assessing_stimu.html
(accessed March 01, 2010)
- Delong, Brad, 2009, “Permanent and Transitory components of real GDP”, *Delong’s blog*,
<http://delong.typepad.com/sdj/2009/03/permanent-and-transitory-components-of-real-gdp.html> (accessed March 01, 2010)
- Eichengreen, Barry và Kevin O’Rourke, 2009, “A tale of two depression”, *Vox*,
<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421> (accessed Feb 24, 2010)
- European Central Bank, 2009, “Press release”,
http://www.ecb.int/press/pr/date/2009/html/pr090604_1.en.html (accessed Feb 24, 2010)
- Feldstein, Martin, 2009, “Inflation is looming on America’s horizon”, *Financial Times*,
<http://www.ft.com/cms/s/0/ae436dbc-2d09-11de-8710-00144feabdc0.html> (accessed Feb 24, 2010)
- Ferguson, Niall, 2009, “History lesson for economists in thrall to Keynes”, *Financial Times*,
http://www.ft.com/cms/s/0/a635d12c-4c7c-11de-a6c5-00144feabdc0.html?nclick_check=1 (accessed March 01, 2010)
- Gordon, Robert, 2009, “Green shoot or dead twig: Can unemployment claims predict the end of the American recession?”, *Vox*, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3524>
(accessed Feb 24, 2010)
- Greenspan, Alan, 2009, “Inflation – the real threat to sustained recovery”, *Financial Times*,
<http://blogs.ft.com/economistsforum/2009/06/inflation-the-real-threat-to-sustained-recovery/> (accessed Feb 24, 2010)
- Gross, Daniel, 2009, “Why Paul Krugman and Niall Ferguson are hammering each other about T-Bill interest rates”, *Slate.com*, <http://www.slate.com/id/2219769/pagenum/all/>
(accessed March 01, 2010)
- Hagen, Jürgen, Jean Pisani-Ferry and Jakob von Weizsäcker, 2009, “A European exit strategy”, *Bruegel*, <http://www.bruegel.org/nc/publications/show/publication/a-european-exit-strategy.html> (accessed March 01, 2010)
- Harper, Christine, 2009, “Goldman Sachs posts record profit, beating estimates (update4)”,
Bloomberg, <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aezVfob8myV4>
(accessed Feb 24, 2010)
- Harrison, Edward, 2009, “IMF head Strauss-Kahn uses the D-word depression”, *Amazon*,
<http://www.creditwritedowns.com/2009/02/imf-head-strauss-kahn-uses-the-d-word-depression.html> (accessed Feb 24, 2010)
- Horton, Mark, Manmohan Kumar and Paolo Mauro, 2009, “The State of public finances: a cross-country fiscal monitor”, *International Monetary Fund*,
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0921.pdf> (accessed March 01, 2010)

- Krugman, Paul, 2009a, “Roots of evil (wonkish)”, *New York Times*, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/03/03/roots-of-evil-wonkish/> (accessed March 01, 2010)
- Krugman, Paul, 2009b, “No exit”, *The New York Times*, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/11/25/no-exit/> (accessed March 01, 2010)
- Lê Hồng Giang, 2009, “Khủng hoảng tài chính và kinh tế thế giới 2008”, Chương 1 trong Nguyễn Đức Thành (ed), 2009, *Báo cáo Thường niên Kinh tế Việt Nam*, Nxb. Tri Thức, Hà Nội.
- Mankiw, Greg, 2009a, “Team Obama on the Unit Root Hypothesis”, *Greg Mankiw’s blog*, <http://gregmankiw.blogspot.com/2009/03/team-obama-on-unit-root-hypothesis.html> (accessed March 01, 2010)
- Mankiw, Greg, 2009b, “Wanna bet some of that Nobel money?”, *Greg Mankiw’s blog*, <http://gregmankiw.blogspot.com/2009/03/wanna-bet-some-of-that-nobel-money.html> (accessed March 01, 2010)
- Mankiw, Greg, 2009c, “The myth of economic recovery”, *Greg Mankiw’s blog*, <http://gregmankiw.blogspot.com/2009/03/myth-of-economic-recovery.html> (accessed March 01, 2010)
- Mankiw, Gregory, 2010, “Bernanke and the Beast”, *The New York Times*, <http://www.nytimes.com/2010/01/17/business/economy/17view.html> (accessed March 01, 2010)
- Norris, Floyd, 2009, “The case of the missing month”, *The New York Times*, <http://norris.blogs.nytimes.com/2009/04/14/the-case-of-the-missing-month/> (accessed Feb 24, 2010)
- Otsuma, Mayumi, 2009, “BOJ widens asset-purchase program to ease credit woes (update 1)”, *Bloomberg*, <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601101&sid=aIESEgO8cNIM&refer=japan> (accessed Feb 24, 2010)
- Pettis, Michael, 2009, “It’s not yet the end of China’s massive stimulus”, *China Financial Markets*, <http://mpettis.com/2009/08/it%E2%80%99s-not-yet-the-end-of-china%E2%80%99s-massive-stimulus/> (accessed March 01, 2010)
- Rodrik, Dani, 2009, “A glass half full in London”, *Dani Rodrik’s weblog*, http://rodrik.typepad.com/dani_rodriks_weblog/2009/04/a-glass-half-full-in-london.html (accessed Feb 24, 2010)
- Romer, Christina, 2009, “From recession to recovery: the economic crisis, the policy response, and the challenges we face going forward”, *Joint Economic Committee*, http://jec.senate.gov/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore_id=26439906-bf0d-466d-a605-6ec96daec7b5 (accessed Feb 24, 2010)
- Schweizerische National Bank, 2009, “Monetary policy assessment of 12 March 2009”, http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20090312/source (accessed Feb 24, 2010)
- The Wall Street Journal, 2009, “The Fall of the Toxic-assets plan”, http://blogs.wsj.com/economics/2009/07/09/guest-contribution-the-fall-of-the-toxic-assets-plan/?utm_source=feedburner&utm_medium=feed&utm_campaign=Feed:+wsj/economi

cs/feed+%28WSJ.com:+Real+Time+Economics+Blog%29&utm_content=Google+Reader (accessed Feb 24, 2010)

The Wall Street Journal, 2010, “Economic Forecasting Survey: February, 2010”,
<http://online.wsj.com/public/resources/documents/info-flash08.html?project=EFORECAST07> (accessed Feb 24, 2010)

The White House, 2009, “Notes projections and the budget outlook”,
<http://www.whitehouse.gov/administration/eop/cea/Economic-Projections-and-the-Budget-Outlook/> (accessed March 01, 2010)

The World Bank, 2009, “World Bank updates global economic forecasts”,
<http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/0,,contentMDK:22122200~pagePK:64165401~piPK:64165026~theSitePK:469372,00.html> (accessed Feb 24, 2010)

Thomas, Landon, 2009, “Britain to levy a one-time tax on banker bonuses”, *The New York Times*, http://www.nytimes.com/2009/12/10/business/global/10pound.html?_r=2
(accessed Feb 24, 2010)



TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU KINH TẾ VÀ CHÍNH SÁCH



TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ
ĐẠI HỌC QUỐC GIA HÀ NỘI

LIÊN HỆ

Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách (VEPR)

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc Gia Hà Nội

Địa chỉ: Số 01, ngách 8/41/82
Phố Nguyễn Phúc Lai, Quận Đống Đa
Hà Nội, Việt Nam

Tel: (84-4) 6 275 3894

Fax: (84-4) 6 275 3895

Email: info@vepr.org.vn

Website: www.vepr.org.vn

© 2010 Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc Gia Hà Nội