ISSN - 0866 - 7462

TẠP CHÍ Ngân Hàng

BANKING REVIEW

NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM - STATE BANK OF VIETNAM

Chúc Mừng Năm Mới

Xuân 2002

(Số 1+2)

TẠP CHÍ
Ngân hàng
BANKING REVIEW
NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM - STATE BANK OF VIETNAM

Tạp chí lý luận và nghiệp vụ
của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam
Năm thứ 50 - Số: 1+2 năm 2002

Tổng biên tập: PGS., TS. Lê Đình Hợp
Phó tổng biên tập: TS. Đinh Thị Diên Hồng
TS. Nguyễn Đắc Hưng
Trưởng ban Thư ký: TS. Nguyễn Đình Trung

Giấy phép xuất bản số : 297/GP-BVHTT
In tại : Nhà in Khoa học và Công nghệ

Tòa soạn: 13A Đê La Thành, Hà Nội
Fax: (84-4) 5113383
E-mail: tcnh@hn.vnn.vn

Điện thoại: - Phòng Kế toán-Tổng hợp-Trị sự : (84-4) 5113384
- Ban Biên tập: (84-4) 5113379
- Ban Thư ký : (84-4) 5113378

MỤC LỤC

- Thư chúc mừng năm mới của Thống đốc NHNN. ---- 1

Những vấn đề chung và định hướng lớn

- ***: Các chỉ tiêu chủ yếu của kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội năm 2002 và 5 năm 2001 - 2005. ---- 2
- 10 sự kiện nổi bật trong ngành Ngân hàng năm 2001. ---- 3
- **Ngô Tuấn Kiệp:** Người mở đường về tổ chức đào tạo cán bộ Ngân hàng Việt Nam. ---- 5
- **Nguyễn Văn Giàu:** Hoạt động công đoàn ngành Ngân hàng năm 2001 và những nhiệm vụ trọng tâm công tác năm 2002. ---- 7
- **PGS. TS., Phạm Ngọc Phong:** Đào tạo sau đại học - Bước phát triển tất yếu của công tác đào tạo cán bộ ngành Ngân hàng. ---- 11
- **Hà Đan Huân:** Hợp tác ngân hàng trong ASEAN - Hiện trạng và triển vọng. ---- 15
- **Lê Duy Nguyễn:** Hiệp định Thương mại Việt - Mỹ: Thời cơ và thách thức đối với các NHTM Việt Nam. ---- 17
- **Nguyễn Thị Thắng:** Hoạt động bảo hiểm tiền gửi Việt Nam với việc củng cố và phát triển hệ thống QTDND. ---- 24

Chính sách tiền tệ và công cụ chính sách tiền tệ

- **Nguyễn Đồng Tiến:** Một số vấn đề về Đôla hóa và tình trạng Đôla hóa ở Việt Nam. ---- 25
- **TS. Lê Xuân Nghĩa:** Đôla hóa - Mối quan tâm hiện nay của các nhà lập chính sách. ---- 30
- **Tạ Quang Khánh:** Một số vấn đề về điều hành chính sách tiền tệ của NHNN thông qua nghiệp vụ thị trường mở. ---- 32
- **TS. Nguyễn Đắc Hưng:** Bàn thêm về tình trạng Đôla hóa nền kinh tế. ---- 36
- **Vũ Long:** Hoàn thiện cơ chế điều hành lãi suất tín dụng theo hướng tự do hóa. ---- 39

Công nghệ ngân hàng

- **Lê Đắc Cù:** Sau một năm thực hiện Đề án tái cơ cấu Ngân hàng Ngoại thương. ---- 41
- **TS. Phùng Khắc Kế:** Xây dựng Ngân hàng Công thương Việt Nam trở thành NHTM chủ lực và hiện đại. ---- 46
- **Ngô Bá Lại:** Thanh tra Ngân hàng với nhiệm vụ thực thi Đề án chấn chỉnh, cơ cấu và sắp xếp lại hệ thống các TCTD. ---- 48
- **Trương Đình Song:** Nhìn lại công tác kiểm toán nội bộ sau 3 năm Luật NHNN Việt Nam đi vào cuộc sống. ---- 50
- **TS. Phạm Thanh Bình:** Các TCTD nước ngoài là một bộ phận của cộng đồng tài chính Việt Nam. ---- 52
- **Nguyễn Phước Hòa:** Ngân hàng Phát triển nhà đồng bằng sông Cửu Long khẳng định mục tiêu - vai trò trong sự nghiệp phát triển kinh tế - xã hội trong vùng. ---- 53
- **TS. Nguyễn Đình Tự:** Một số ý kiến về giải quyết khiếu nại, tố cáo hiện nay. ---- 56
- **Nguyễn Ngọc Bùi:** Ngân hàng Vĩnh Phúc thực hiện năm giải pháp thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội trên địa bàn. ---- 57
- **TL:** Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam thực hiện cơ cấu lại gắn với phát triển toàn diện và vững chắc. ---- 59
- **Nguyễn Hữu Đức:** Phân biệt và vận dụng thư tín dụng chấp nhận và thư tín dụng trả chậm. ---- 62
- **Nguyễn Khắc Việt Trung:** Giải pháp quản lý rủi ro thông qua công cụ dẫn xuất tín dụng của các TCTD Việt Nam. ---- 64
- **Nguyễn Xuân Sơn:** Mở rộng tín dụng ngân hàng giải quyết việc làm mới cho người lao động ở khu vực đô thị. ---- 67
- **Nguyễn Văn Phương:** Xử lý nợ tồn đọng cần có sự phối hợp đồng bộ của các ngành hữu quan. ---- 70
- **ThS. Lê Quốc Nghị:** Kiểm toán nội bộ NHNN - Đôi điều cần trao đổi. ---- 73
- **Trần Quốc Tuấn:** Máy rút tiền tự động, giải pháp nâng cao hiệu quả dịch vụ ngân hàng Khu công nghiệp Biên Hòa. ---- 76
- **TS. Nguyễn Võ Ngoạn:** Liệu có thể quay trở lại chế độ bản vị vàng hay không! ---- 77
- **Trung Hiếu:** Một số nét chủ yếu về hoạt động ngân hàng tại Cao Bằng trong năm 2001. ---- 78
- **Lê Thị Hương:** Quản lý khe hở nhạy cảm lãi suất - Một trong những phương pháp quản lý tài sản Có - Tài sản Nợ của ngân hàng. ---- 82
- **Trần Luyện:** Xử lý tài sản bảo đảm là quyền sử dụng đất. ---- 86

Ngân hàng với sự nghiệp phát triển nông nghiệp và nông thôn

- **Nguyễn Quốc Toản:** Ngân hàng Phục vụ người nghèo đóng góp quan trọng vào việc thực hiện chính sách quốc gia về xoá đói giảm nghèo. ---- 88
- **Lê Văn Sở:** Một số kết quả hoạt động năm 2001 của NHNo&PTNT Việt Nam và định hướng giải pháp cho năm 2002. ---- 90
- **TS. Phạm Hồng Cờ:** NHNo&PTNT Nam Định với sự nghiệp CNH - HĐH nông nghiệp, nông thôn. ---- 93
- **Hồ Anh Thắng:** Cho vay kinh tế trang trại ở tỉnh Bình Dương. ---- 94
- **Nguyễn Hoàng Minh:** An Giang sau một năm thực hiện Chỉ thị của Bộ Chính trị về củng cố, hoàn thiện và phát triển QTDND. ---- 96
- **ThS. Nguyễn Trí Tâm:** Chuyển dịch cơ cấu kinh tế nông nghiệp, nông thôn An Giang với việc bố trí vốn tín dụng ngân hàng. ---- 98

Doanh nghiệp với ngân hàng

- **TS. Đinh Thị Diên Hồng:** Một số vấn đề liên quan đến hoạt động thúc đẩy đầu tư nước ngoài tại Việt Nam và đầu tư của Việt Nam ra nước ngoài trong tình hình mới. ---- 100
- **TS. Nguyễn Như Minh:** Bàn về tính thị trường của Phí bảo hiểm tiền gửi. ---- 104
- **ThS. Tôn Thanh Tâm:** Kinh nghiệm của các nước và bài học đối với Việt Nam về quản lý và sử dụng nguồn hỗ trợ phát triển chính thức (ODA). 108
- **Đoàn Xuân Thanh:** Cần có hành lang pháp lý phù hợp đối với hoạt động cho thuê tài chính. ---- 111
- **Khuất Duy Tuấn:** Một số vấn đề về thương mại và đầu tư khi thực thi Hiệp định Thương mại Việt Nam - Hoa Kỳ. ---- 114
- **Đoàn Văn Cung:** Tín dụng khu công nghiệp, khu chế xuất. ---- 117

Tài chính ngân hàng quốc tế

- **TS. Nguyễn Hồng Sơn:** Tài chính - tiền tệ thế giới năm 2001. ---- 118
- **ThS. Nguyễn Hương Giang:** Vốn mạo hiểm - Tiềm năng của ngành công nghiệp mới. ---- 126
- **ThS. Lê Đình Hạc:** Kinh nghiệm giữ cho đồng tiền sạch đẹp của Trung Quốc và Nhật Bản. ---- 128
- **Thanh Bình:** Hệ thống Ngân hàng Trung Quốc trong tiến trình hội nhập quốc tế và khu vực. ---- 130
- **Hương Giang:** Hoạt động ngân hàng trong thời đại bùng nổ Internet. ---- 132

Hương Xuân

- **Phùng Thị Vân Anh:** Ngân hàng với mùa xuân hội nhập. ---- 137
- **Nguyễn Bá Đạm:** Những đồng tiền đã lưu hành ở Việt Nam từ năm 1946 đến nay. ---- 138
- **Nguyễn Văn Cường:** Đồng tiền vạn lịch thích bốn chữ vàng. ---- 140
- **Lê Bá Tạo:** Anh Cu Nói. ---- 142
- **Thơ, câu đối.**

Tin tức

Tài chính - tiền tệ thế giới năm 2001

TS. Nguyễn Hồng Sơn *

Tài chính - tiền tệ thế giới năm 2001 được đặc trưng bởi những biến động mạnh, phản ánh những bất ổn và rủi ro dưới tác động của suy giảm nền kinh tế thế giới, (*đặc biệt là của sự kiện tấn công khủng bố ở Mỹ ngày 11/9/2001 và cuộc chiến tranh chống khủng bố do Mỹ đứng đầu ở Afghanistan*) cũng như những cố gắng của các chính phủ và cộng đồng quốc tế nhằm chống lại nguy cơ suy thoái và duy trì sự phát triển ổn định của nền kinh tế toàn cầu.

CÁC GIAO DỊCH NGOẠI HỐI TOÀN CẦU GIẢM SÚT

Theo Ngân hàng Thanh toán Quốc tế (*BIS*), khác với xu hướng gia tăng liên tục trong những năm trước, trong năm 2001, các hoạt động giao dịch ngoại hối trên thị trường ngoại hối toàn cầu đã sụt giảm rõ rệt (*xem bảng 1*).

Số liệu bảng 1 cho thấy, tổng doanh số giao dịch trung bình ngày trên thị trường ngoại hối quốc tế truyền thống (*giao ngay, kỳ hạn trực tiếp và hoán đổi*) đạt 1.210 tỷ USD vào tháng 4/2001, giảm 19% so với 1.490 tỷ USD vào tháng 4/1998. Trong số các thị trường kể trên, doanh số giao dịch giảm mạnh nhất ở thị trường giao ngay: gần 32% từ mức 568 tỷ USD xuống còn 387 tỷ USD. Khối lượng giao dịch trên thị trường hoán đổi ngoại tệ cũng giảm 11%, từ mức 734 tỷ USD xuống còn 656 tỷ USD. Trong khi đó, doanh số giao dịch trên thị trường kỳ hạn trực tiếp lại tăng 2,3% từ mức 128 tỷ USD lên đến 131 tỷ USD.

Các chuyên gia kinh tế cho rằng, đồng Euro ra đời và đi vào hoạt động cùng với tỷ trọng ngày càng tăng của các giao dịch môi giới điện tử trên thị trường giao ngay liên ngân hàng cũng như những vụ hợp nhất trong công nghiệp ngân hàng là những nguyên nhân chính khiến cho doanh số giao dịch trên thị trường ngoại hối quốc tế sụt giảm. Thực vậy, cùng với sự ra đời của đồng Euro, giao dịch ngoại hối trong nội bộ EU đã không còn cần thiết, còn sử dụng môi giới điện tử đồng nghĩa với việc giảm bớt các giao dịch ngoại hối giữa các nhà kinh doanh chuyên nghiệp và những vụ hợp nhất trong hệ thống ngân hàng đã giảm bớt số lượng các bàn kinh doanh ngoại tệ.

Tuy doanh số giao dịch sụt giảm nhưng tỷ trọng tham gia của USD trong các giao dịch lại tăng đến mức cao nhất kể từ năm 1989: 90,4% (*năm 1989 tỷ trọng này là 90%; 1992: 82%; 1995: 83,3%; 1998: 87,3%*). Điều này phản ánh một phần nghịch lý cao giá của đồng Đôla Mỹ trong khi nền kinh tế này đang rơi vào suy thoái.

ĐÔLA MỸ DAO ĐỘNG NHƯNG VẪN TIẾP TỤC CAO GIÁ

Trong năm 2001, Đôla Mỹ tuy có dao động trong giá trị nhưng vẫn tiếp tục vững giá so với các đồng tiền chủ chốt khác. Tăng giá so với Euro (*11,3%*) và Yên Nhật Bản (*8,7%*) trong 6 tháng đầu năm, Đôla Mỹ đã giảm giá so với hai đồng tiền kể trên từ tháng 7/2001 - 9/2001, nhưng sau đó lại tiếp tục tăng giá mạnh, đặc biệt là so với Yên Nhật Bản (*ngày 21/12/2001 Yên Nhật Bản đã giảm tới mức 129,35 Yên/USD - mức thấp nhất kể từ tháng 10/1998 dưới tác động tiêu cực của khủng hoảng tài chính tiền tệ châu Á*).

Sự vững mạnh của Đôla Mỹ so với Yên Nhật Bản có thể được giải thích đơn giản là do nền kinh tế Nhật Bản đang ngày càng lún sâu vào suy thoái với những bế tắc trong cải cách cơ cấu kinh tế, đặc biệt là cải cách hệ thống tài chính - ngân hàng. Hơn thế nữa, vào những tháng cuối năm, cả Mỹ lẫn Nhật Bản đều tỏ ý đồng tình để cho đồng Yên giảm giá nhằm chống lại những tác động tiêu cực của giảm phát ở Nhật Bản.

Ngược lại, sự vững mạnh của đồng USD so với Euro lại khiến cho nhiều nhà phân tích kinh tế bối rối, bởi vì khó có thể giải thích hiện tượng này chỉ bằng những lý giải truyền thống về tỷ giá hối đoái[1]. Theo cách lý giải này, trong năm 2001, Euro phải tăng giá mạnh so với Đôla Mỹ bởi vì theo dự tính, châu Âu sẽ tăng trưởng nhanh hơn Mỹ; khoảng cách về lợi tức trái phiếu dài hạn giữa 2 khu vực đang ngày càng thu hẹp do lãi suất ngắn hạn ở Mỹ được cắt giảm nhanh hơn ở châu Âu và dòng vốn cổ phần gián tiếp ròng vào Mỹ tuy vẫn tăng nhưng được dự đoán là sẽ không ổn định do thị trường chứng khoán Mỹ đang có sự điều chỉnh và do triển vọng kinh tế không mấy sáng sủa của nước này.

Tuy nhiên, loại trừ một thời gian ngắn giảm giá trong tháng 7 và sau sự kiện 11/9/2001, Đôla Mỹ đã tăng giá liên tục so với Euro (*xem đồ thị 1*). Sự tăng giá này đã được giải thích theo nhiều cách khác nhau.

Thứ nhất, trong bối cảnh kinh tế toàn cầu có nhiều bất ổn: Kinh tế Nhật Bản trì trệ kéo dài; các thị

Bảng 1: Doanh số giao dịch trên thị trường ngoại hối toàn cầu

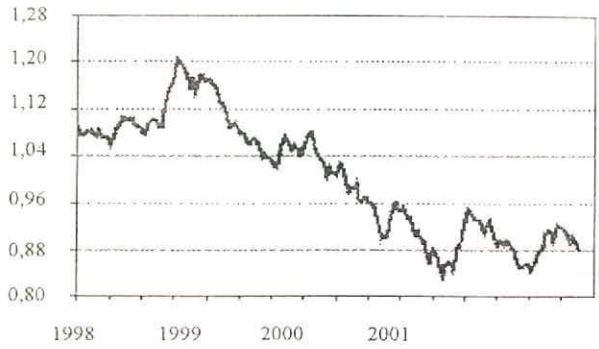
Doanh số trung bình ngày vào tháng 4/2001; tỷ USD

Các loại giao dịch	1989	1992	1995	1998	2001
Giao dịch giao ngay	317	394	494	568	387
Giao dịch có kỳ hạn trực tiếp	27	58	97	128	131
Giao dịch hoán đổi	190	324	546	734	656
Những sai lệch trong điều tra	56	44	53	60	36
Tổng số	**590**	**820**	**1.190**	**1.490**	**1.210**

Nguồn: *"Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in April 2001: preliminary data".* Bank For International Settlements. Press release. 9/10/2001.

* Viện Kinh tế Thế giới

Đồ thị 1: Tỷ giá USD/EURO, thời kỳ 1998-2001



Nguồn: Federal Reserve Board

trường chứng khoán quốc tế chao đảo; bất ổn tài chính ở Ác-hen-ti-na, Bra-xin và Thổ Nhĩ Kỳ..., các nhà đầu tư vẫn tiếp tục xem Đôla Mỹ là đồng tiền có độ tin cậy cao nhất.

Thứ hai, theo một nghiên cứu của BIS, thị trường đã không tin tưởng vào đồng Euro và luôn phản ứng lại một cách không cân xứng đối với những thông tin có liên quan đến đồng tiền này: Euro có xu hướng giảm giá rất nhanh so với Đôla Mỹ mỗi khi có những thông tin xấu về Liên minh châu Âu, nhưng lại không tăng khi có những tin tức tốt lành về khu vực này.

Thứ ba, nhiều nhà đầu tư nắm giữ một số lượng lớn đồng Euro dư thừa và đang có xu hướng bán đồng tiền này để đổi lấy Đôla Mỹ vì mất lòng tin. Xu hướng này còn được thúc đẩy bởi hoạt động rửa tiền của các nhóm tội phạm, đặc biệt là ở Nga, trước khi Euro tiền giấy và kim loại được đưa vào lưu thông.

Thứ tư, mặc dù tốc độ tăng trưởng kinh tế sụt giảm, nhưng năng suất lao động ở Mỹ có xu hướng luôn cao hơn so với ở châu Âu. Điều này hoàn toàn phù hợp với mô hình Balassa - Samuelson, theo đó đồng tiền của nước có năng suất lao động cao hơn trong khu vực sản xuất hàng hoá thương mại sẽ tăng giá thực tế so với đồng tiền của nước có năng suất lao động thấp hơn trong khu vực này.

Thứ năm, trong khi cục Dự trữ Liên bang (*FED*) và Bộ Tài chính Mỹ đang muốn duy trì một chính sách "đồng Đôla mạnh" thì Ngân hàng Trung ương châu Âu lại ít quan tâm đến giá trị đối ngoại của đồng Euro mà chỉ quan tâm đến giá trị đối nội của nó với việc theo đuổi chính sách tiền tệ "mục tiêu lạm phát".

Nếu như sự lên giá của Đôla Mỹ so với Yên Nhật bản được xem là phù hợp trong bối cảnh Nhật Bản đang cố gắng nới lỏng chính sách tiền tệ nhằm vượt qua tình trạng giảm phát và kích thích nền kinh tế tăng trưởng thì sự vững mạnh của đồng USD so với Euro lại đang trở thành tiêu đề tranh luận giữa các nhà học giả, các nhà kinh doanh và các chính trị gia.

Những người ủng hộ "chính sách Đôla mạnh" cho rằng sự vững mạnh của đồng tiền này không chỉ có lợi cho Mỹ mà còn cho cả nền kinh tế toàn cầu, đặc biệt là cho kinh tế của các nước đang phát triển. Theo họ, Đôla mạnh là biểu tượng cho sự thịnh vượng của nền kinh tế Mỹ và nó sẽ trợ giúp cho thị trường chứng khoán bằng cách duy trì dòng vốn nước ngoài đổ vào Mỹ để tài trợ cho đầu tư và đảm bảo cho năng suất lao động liên tục gia tăng: Từ cuối năm 1995 đến tháng 6/2001, giá trị tài sản nước ngoài ở Mỹ đã tăng từ 3,5 nghìn tỷ USD lên đến 7,8 nghìn tỷ USD; đầu tư trực tiếp nước ngoài vào Mỹ cũng đã tăng gấp đôi và đạt mức gần 1,5 nghìn tỷ USD. Ngoài ra, một đồng Đôla mạnh sẽ khiến cho giá hàng nhập khẩu của Mỹ giảm và điều này *một mặt*, giúp cho Mỹ có được mức lạm phát thấp, *mặt khác*, giúp cho các nước khác, đặc biệt là các nước đang phát triển mở rộng được xuất khẩu nhằm chống suy thoái và duy trì sự phát triển ổn định của mình. Xét trên giác độ doanh nghiệp, một đồng tiền mạnh sẽ buộc các công ty phải nâng cao sức cạnh tranh bằng cách cắt giảm chi phí và cải tiến hình thức kinh doanh.

Ngược lại, một đồng Đôla yếu sẽ khiến cho dòng vốn nước ngoài chuyển hướng sang châu Âu và Nhật Bản, đe dọa sự ổn định của thị trường chứng khoán không chỉ ở Mỹ(2); giá nhập khẩu ở Mỹ sẽ tăng kéo theo sự gia tăng của lạm phát, trong khi đó, xuất khẩu của các nước khác vào Mỹ sẽ bị đình trệ với hậu quả là kinh tế của các nước này sẽ bị rơi vào tình trạng trì trệ hoặc suy thoái. Hơn thế nữa, một đồng Euro yếu lại sẽ khiến cho lạm phát ở châu Âu gia tăng, khuyến khích các dòng vốn chạy ra khỏi châu Âu với những tác động gây bất ổn định cho sự phát triển kinh tế ở khu vực này.

Thế nhưng, những người ủng hộ một đồng Đôla yếu hơn lại cho rằng, trong bối cảnh nền kinh tế Mỹ đang có những mất cân bằng vĩ mô nghiêm trọng: Thâm hụt tài khoản vãng lai ở mức báo động (gần 4% GDP); tỷ lệ tiết kiệm nội địa thấp, nợ nước ngoài cao..., duy trì một đồng tiền cao giá sẽ khiến những mất cân đối này ngày càng trở nên trầm trọng và tiềm ẩn nguy cơ điều chỉnh đột biến trong giá trị của đồng tiền với những tác động tiêu cực không những đối với nền kinh tế Mỹ mà còn đối với cả nền kinh tế toàn cầu. Ngoài ra, Đôla Mỹ tiếp tục cao giá sẽ có những tác động ngược lại với chính sách nới lỏng tiền tệ của FED và tăng sức ép đối với các đồng tiền ở các nước thị trường mới nổi, làm tăng chi phí nợ nước ngoài của những nước này.

Là đồng tiền đóng vai trò chủ đạo trong hệ thống tài chính - tiền tệ quốc tế hiện hành, sự cao giá hay suy yếu quá mạnh của Đôla Mỹ đều có những tác động nhất định, thậm chí mạnh mẽ đối với nền kinh tế toàn cầu. Do đó, theo nhiều nhà kinh tế, trong tương lai, việc USD giảm giá từ từ so với Euro và duy trì sức mạnh đối với Yên Nhật Bản sẽ phù hợp với các điều kiện kinh tế cơ bản của cả ba khu vực. Một đồng Yên yếu hơn so với USD sẽ giúp cho Nhật Bản, ít nhất là trong ngắn hạn, vượt qua tình trạng giảm phát hiện nay và một đồng USD yếu hơn so với euro sẽ giúp cho Mỹ dần dần lập lại thế cân bằng đối ngoại của mình.

CÁC THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN CHỦ CHỐT BIẾN ĐỘNG MẠNH

Năm 2001 là năm mà các thị trường chứng khoán chủ chốt trên thế giới (*Mỹ, Nhật Bản và châu âu*) biến động mạnh với xu hướng chung là sụt giảm (*xem bảng 2 và đồ thị 2*).

Số liệu ở Bảng 2 cho thấy, mặc dù so với mức thấp nhất trong năm, các thị trường đã lấy lại được từ 8,7 - 36,7% giá trị của mình vào ngày 21/12/2001, nhưng so ngày

31/12/2001, giá cả trên các thị trường kể trên đã giảm từ 6,5 - 31%. Đặc biệt, chênh lệch giữa mức giá thấp nhất và cao nhất trong năm đã đạt tới mức từ 27-50%.

Theo các chuyên gia kinh tế, sự kết hợp giữa những nhân tố đặc định của từng nước (*country-specific factors*) và sự liên kết kinh tế cao giữa các nước dưới tác động của quá trình toàn cầu hoá là nguyên nhân chính khiến cho giá cổ phiếu nối tiếp nhau sụt giảm trên các thị trường tài chính quốc tế trong năm 2001.

Ở Mỹ, giá cổ phiếu sụt giảm, đặc biệt là giá cổ phiếu của các ngành công nghệ cao, một mặt, phản ánh sự điều chỉnh lại giá cổ phiếu do đã được định giá quá cao (*Overvalue*) cũng như sự đầu tư quá mức (*Over-investment*) vào khu vực công nghệ cao trong những năm trước đó. Mặt khác, sự sụt giảm đó còn được quyết định bởi những thay đổi trong dự tính về thời gian và mức độ trầm trọng của suy giảm kinh tế Mỹ. Sự kiện 11/9 đã đẩy lùi khả năng phục hồi nhanh chóng của nền kinh tế Mỹ khi nó không chỉ tàn phá một số ngành như hàng không, bảo hiểm, khách sạn, du lịch..., mà còn phá vỡ niềm tin của các nhà đầu tư vào sự an toàn và thịnh vượng tuyệt đối của nền kinh tế này. Hậu quả là niềm tin của những người tiêu dùng và đầu tư giảm sút; các dự tính và đánh giá về giá trị cổ phiếu bị đảo ngược và giá trị của cổ phiếu trở nên khó dự đoán hơn bao giờ hết và thị trường đã giảm xuống mức thấp nhất trong năm.

Cũng giống như ở Mỹ, giá cổ phiếu ở Liên minh châu Âu sụt giảm, một mặt, phản ánh sự điều chỉnh lại trong giá cổ phiếu đã được đánh giá quá cao trước đó. Theo tính toán của nhiều nhà kinh tế, mức độ cao giá của cổ phiếu, đặc biệt là giá cổ phiếu của các ngành công nghệ cao, ở Liên minh châu Âu còn cao hơn ở Mỹ. Trong khoảng thời gian từ tháng 1/1995 cho đến thời điểm cao giá nhất của năm 2000 (tính theo đồng tiền nội địa), chỉ số S&P 500 đã tăng 233%, trong khi đó, chỉ số cổ phiếu ở Đức và Thụy Điển đã tăng tới 286% và 372% (theo thứ tự). Nếu so sánh *tỷ số giá cảlthu nhập* (*P/E Ratio*) giữa hai khu vực thì sự cao giá hơn ở Liên minh châu Âu còn ấn tượng hơn nhiều.

Bảng 2: Chỉ số chứng khoán trên các thị trường chủ chốt (Mỹ, châu Âu và Nhật Bản)

Chỉ số	Năm 2001			31/12/2000
	21/12	Mức cao nhất	Mức thấp nhất	
DJIA	10.035,34	11.337,9	8.235,8	10.728,8
S&P 500	1.144,89	1.373.7	965,8	1.320,7
Nasdaq comp	1.945,83	2.859,2	1.423,2	2.468,9
Nikkey 225	10.335,45	14.529,4	9.504.4	15.005,3
FTSE 100	5.159,2	6.334,7	4.433,7	6.560,27
DAX	5.019,01	6.795,1	3.787,2	6.799,48

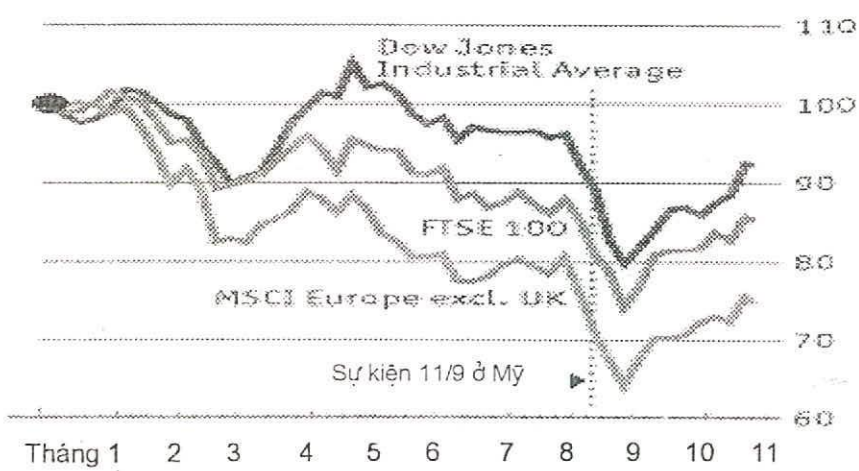
Nguồn: The Economist, Bloomberg.com. Năm 2001

Mặt khác, sự sụt giảm của giá cổ phiếu ở khu vực này còn được quyết định bởi mức độ liên kết cao giữa thị trường chứng khoán châu Âu và Mỹ. Theo IMF, tỷ lệ tương quan trong sự thay đổi về giá cổ phiếu ở Mỹ và Liên minh châu Âu đã tăng từ 0,4 vào giữa những năm 1990 lên đến 0,8 vào năm 2000. Điều đó có nghĩa là 80% biến động của giá cổ phiếu ở Liên minh châu Âu được quyết định bởi những biến động trong giá cổ phiếu ở Wall Street. Hơn thế nữa, xét trên giác độ thương mại, mặc dù xuất khẩu vào Mỹ của Liên minh châu Âu chỉ chiếm chưa đến 3% GDP của khu vực nhưng Liên minh châu Âu lại phụ thuộc rất nặng vào sự thay đổi trong tổng cầu ở Mỹ. Theo Morgan Stanley, năm 1998, doanh số bán hàng của các chi nhánh ở Mỹ của các công ty châu Âu lớn hơn gấp 4 lần giá trị xuất khẩu của chúng và số liệu của phòng Thương mại Mỹ cho thấy sự suy giảm của nền kinh tế Mỹ đã khiến cho thu nhập của các chi nhánh này giảm 20% so với quý IV năm 2000. Thêm vào đó, lợi nhuận của các công ty này lại chịu rất nhiều rủi ro trước sự thay đổi của tỷ giá hối đoái giữa đồng Đôla Mỹ và Euro. Trong bối cảnh nền kinh tế Mỹ đang suy giảm, việc Đôla Mỹ tăng giá so với Euro trong nửa đầu năm 2001 đã khiến lợi nhuận của các công ty thuộc Liên minh châu Âu giảm mạnh khi được tính bằng đồng tiền nội địa.

Khác với ở Mỹ và châu Âu, ở Nhật Bản giá cổ phiếu sụt giảm phần nhiều phản ánh tình trạng trì trệ kéo dài và đặc biệt là những khó khăn và bế tắc trong việc cải cách hệ thống tài chính - ngân hàng của nước này.

Ở các thị trường mới nổi, đặc biệt là ở châu Mỹ-Latinh, giá cổ phiếu giảm phản ánh những khó khăn và phức tạp trong việc giải quyết những vấn đề tài chính đang tồn tại ở Ác-hen-ti-na và Bra-xin. Ngược lại, mặc dù tình hình tài chính đã có nhiều cải

Đồ thị 2: Các chỉ số thị trường chứng khoán năm 2001 (Tháng 1/2001 = 100)



Nguồn: Thomson Financial Datastream

thiện sau khủng hoảng tài chính - tiền tệ 1997 - 1998, các thị trường mới nổi châu Á lại bị chao đảo bởi sự bất ổn định chính trị và ảnh hưởng lan truyền từ các thị trường tài chính ở các nước công nghiệp phát triển. Theo IMF, trong khoảng thời gian 1/1999 - 5/2000, mức độ tương quan giữa thay đổi trong giá cổ phiếu công nghệ thông tin (*IT*) ở Mỹ và ở châu Á là 0,54 và chỉ số này đối với các cổ phiếu khác là 0,35. Sự bùng nổ của chi tiêu về công nghệ thông tin ở Mỹ đã giúp cho các nước Đông Á nhanh chóng vượt qua khủng hoảng tài chính - tiền tệ 1997 - 1998. Tuy nhiên, sự tan vỡ của "bong bóng" này từ 3/2000 lại khiến cho xuất khẩu của các nước Đông Á sụt giảm mạnh[3] với hậu quả là giá cổ phiếu cũng sụt giảm theo.

Theo các chuyên gia kinh tế, trong hai nhân tố quyết định sự nối tiếp nhau sụt giảm của giá cổ phiếu trên các thị trường tài chính quốc tế kể trên, nhân tố toàn cầu (*global factor*) chiếm vai trò chủ đạo. Bởi vì *thứ nhất*, việc xoá bỏ kiểm soát vốn cùng với một hệ thống thương mại hiệu quả đã khiến cho buôn bán cổ phiếu xuyên biên giới gia tăng (*cross-boder trading of share*), tạo nên sự liên hệ chặt chẽ giữa các thị trường. *Thứ hai*, các công ty lớn thường niêm yết cổ phiếu của mình ở nhiều thị trường khác nhau và do đó biến động ở thị trường này sẽ nhanh chóng lan chuyền sang thị trường khác. *Thứ ba*, mạng Internet đã khiến cho các nhà đầu tư có thể có được thông tin nhanh chóng và tương đối đầy đủ về các công ty nước ngoài. Do đó, các công ty trong cùng một ngành ở các nước khác nhau sẽ được đánh giá giống nhau. Tất cả những nguyên nhân kể trên đã khiến cho sự điều chỉnh lại trong giá cổ phiếu trên thị trường tài chính Mỹ nhanh chóng lan truyền sang các các thị trường tài chính khác thông qua việc các nhà đầu tư thay đổi cơ cấu danh mục đầu tư của họ (*invesment portforlio*).

Ngược lại với những giải thích kể trên, sự gia tăng trở lại của các thị trường này trong những tháng cuối năm lại khó có thể lý giải bằng các chỉ tiêu cơ bản của công ty và nền kinh tế. Bởi vì thị trường phục hồi khi kinh tế Mỹ mới bắt đầu rơi vào suy thoái, trong khi thông thường điều này chỉ xảy ra trước thời kỳ kết thúc của suy thoái khoảng 3,5 tháng. Theo Biaco Research, kể từ năm 1932, chỉ có 7 trường hợp phục hồi của chỉ số S&P 500 khi nền kinh tế đang suy thoái. Hơn thế nữa, các chỉ số đánh giá giá trị chứng khoán hiện đều đang ở mức cao. Đối với chỉ số S&P 500 chẳng hạn, tỷ số *giá cả/thu nhập* khi giá chứng khoán ở mức thấp nhất trong năm vẫn đạt tới mức 28 - một mức cao trong lịch sử. Thêm vào đó, lợi nhuận của các công ty trong năm đều giảm: lợi nhuận của các công ty S&P 500 giảm 4%; FTSE: 2% và Nasdaq: 14%... Do đó, có nhiều quan điểm cho rằng nguyên nhân chính của sự phục hồi đáng ngạc nhiên của các thị trường là sự dồi dào của tiền mặt ("*Wall Of Money*"), kết quả của việc bán tháo cổ phiếu khi thị trường giảm cũng như của các giải pháp nhằm khôi phục lại niềm tin thị trường của các chính phủ như bơm thêm tiền vào hệ thống tài chính; hỗ trợ cho các ngành bị thiệt hại sau sự kiện 11/9 ở Mỹ; liên tục cắt giảm lãi suất...

LÃI SUẤT GIẢM Ở MỨC KỶ LỤC Ở CÁC NƯỚC CÔNG NGHIỆP CHỦ CHỐT

Trong năm 2001, để chống lại nguy cơ suy thoái, ổn định thị trường chứng khoán, khôi phục lại niềm tin của người tiêu dùng và đầu tư, đặc biệt là để chống lại những tác động tiêu cực đối với nền kinh tế của cuộc tấn công khủng bố vào các trung tâm kinh tế và quân sự của Mỹ ngày 11/9/2001, lãi suất đã được cắt giảm liên tục ở các nước công nghiệp chủ chốt, dẫn đầu là Mỹ (*xem bảng 3*).

Ở Mỹ, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) đã 11 lần cắt giảm lãi suất cơ bản, đưa mức lãi suất cho vay qua đêm (*Federal Fund Rate*) của nước này xuống còn 1,75%, từ mức 6,5% vào cuối năm 2000. Mặc dù mức cắt giảm này còn ít hơn so với mức cắt giảm thời kỳ suy thoái 1990-1991 (4,75% so với 5%) nhưng đây lại là mức thấp kỷ lục kể từ năm 1960.

Mặc dù cũng được cắt giảm nhưng khác với ở Mỹ, lãi suất ở Liên minh châu Âu đã được điều chỉnh giảm với tốc độ, tần số và mức độ thấp hơn. Một trong những nguyên nhân chính đó là đối với ECB, chống lạm phát vẫn là mục tiêu hàng đầu, trong khi đó lạm phát ở khu vực này trong năm 2001 luôn vượt quá mức mục tiêu đề ra (2%).

Lãi suất danh nghĩa luôn được cắt giảm đã khiến cho lãi suất thực trung bình (*the average real interest rate*) của Mỹ, Nhật Bản và khu vực đồng Euro (*G-3*) giảm tới mức thấp nhất kể từ những năm 1970. Điều này phản ánh sự đồng bộ của chu kỳ kinh tế ở cả ba trung tâm kinh tế thế giới (*kinh tế Mỹ bước vào suy thoái; kinh tế Nhật bản tiếp tục suy thoái; kinh tế khu vực đồng euro giảm tốc*).

Xét về mặt lý thuyết, lãi suất giảm sẽ có những tác động sau đối với nền kinh tế:

Một là, lãi suất giảm sẽ khiến cho chi phí vay mượn giảm, khuyến khích tiêu dùng và đầu tư.

Hai là, lãi suất giảm sẽ khiến cho đồng tiền giảm giá, qua đó khuyến khích xuất khẩu thông qua việc nâng cao sức cạnh tranh về giá của hàng hoá và dịch vụ trên thị trường quốc tế. Theo mô hình của FED, việc cắt giảm 2,5% lãi suất cho vay qua đêm sẽ khiến cho đồng Đôla Mỹ giảm giá 5% trong vòng 1 năm.

Ba là, lãi suất giảm sẽ khiến cho giá chứng khoán gia tăng, tạo điều kiện cho các công ty tăng vốn, tăng đầu tư và người tiêu dùng cũng sẽ cảm thấy "giàu hơn" và tăng chi tiêu. Theo mô hình của FED, việc cắt giảm 2,5% lãi suất cho vay qua đêm sẽ khiến cho giá cổ phiếu tăng 22% và lợi tức trái phiếu dài hạn sẽ giảm 0,75% trong vòng 1 năm.

Tất cả những tác động đó sẽ khiến cho nền kinh tế nhanh chóng tăng trưởng trở lại. Cũng theo mô hình kinh tế của FED, nếu lãi suất cho vay qua đêm giảm 1% thì GDP của Mỹ sẽ tăng 0,6% sau 1 năm và 1,7% sau 2 năm.

Mặc dù không phải là Ngân hàng Trung ương của thế giới, nhưng do sự liên kết kinh tế (*qua các kênh thương mại, đầu tư và đặc biệt là tài chính*) giữa Mỹ và các nước khác ngày càng chặt chẽ dưới tác động của quá trình toàn cầu hoá kinh tế, chính sách lãi suất của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ đã có những tác động mạnh mẽ đến tình hình tài chính - tiền tệ và chính sách tiền tệ của các nước khác, đặc biệt là các nước đang phát triển: làm giảm nhẹ gánh

Bảng 3: Lãi suất chỉ đạo ở một số nước công nghiệp phát triển năm 2001

Lãi suất	Mức cao nhất	Mức hiện hành	Dự báo thời điểm cắt giảm tiếp theo
Lãi suất cho vay qua đêm của Mỹ	6,50	1,75	01/2002
Lãi suất mua lại của khu vực đồng Euro	4,75	3,25	01/2002
Lãi suất chỉ đạo của Nhật Bản	0,25	0,00	-
Lãi suất cơ bản của Anh	6,00	4,00	-
Lãi suất chỉ đạo của Canada	6,00	2,75	-

Nguồn: Merill Lynch

nặng nợ nước ngoài; đồng vốn nước ngoài trở nên rẻ hơn; giảm sức ép đối với tỷ giá hối đoái; cho phép các nước nới lỏng chính sách tiền tệ chống suy thoái hay duy trì sự tăng trưởng ổn định... Ngoài ra, việc nền kinh tế Mỹ có triển vọng nhanh chóng tăng trưởng trở lại sẽ khiến cho xuất khẩu của các nước đang phát triển vào nước này gia tăng. Theo tính toán của IMF, 1% tăng GDP thực tế ở các nước G-7 sẽ dẫn tới 0,4% tăng trưởng ở các nước đang phát triển và mức cắt giảm 1% lãi suất thực tế thế giới sẽ khiến cho kinh tế của các nước đang phát triển tăng 0,3%. Tuy nhiên, chỉ có những nước có hệ thống tài chính - ngân hàng vững mạnh và có những chính sách kinh tế vĩ mô đúng đắn mới có thể tận dụng được những lợi thế kể trên. Ngược lại, lãi suất của các đồng tiền chủ chốt giảm mạnh cũng sẽ tiềm ẩn những nguy cơ vay và cho vay quá mức đối với các nước đang phát triển nếu những nước này không có những chính sách kiểm soát chặt chẽ việc vay nợ nước ngoài cũng như điều tiết việc cho vay trong nước một cách hợp lý. Chính việc vay nợ nước ngoài và cho vay trong nước quá mức đã khiến cho nhiều nước Đông Á rơi vào tình trạng khủng hoảng trong những năm 1997-1998.

Tuy nhiên, nhiều nhà kinh tế cho rằng việc giảm lãi suất chỉ có những tác động tích cực nhất định. Tồn tại những giới hạn đối với chính sách tiền tệ nới lỏng của các chính phủ.

Thứ nhất, quyết định đầu tư của các công ty phần nhiều phụ thuộc vào lợi tức trái phiếu dài hạn. Trong khi đó, chỉ số này lại chịu ảnh hưởng nhiều hơn từ dự tính về lãi suất trong tương lai cũng như lạm phát và phụ thuộc với một mức độ ít hơn vào lãi suất cho vay qua đêm của FED.

Thứ hai, người tiêu dùng và các công ty có thể sẽ ít phản ứng lại với việc lãi suất được cắt giảm. Họ sẽ không muốn vay mượn thêm vì hiện tại đang ở trong tình trạng nợ nần chồng chất cũng như lo ngại về tình hình kinh tế có thể tồi tệ hơn. Với việc mức độ sử dụng công suất trong ngành chế tạo ở mức thấp nhất trong 18 năm qua, các công ty có thể sẽ chần chừ trong việc tăng đầu tư.

Thứ ba, lãi suất danh nghĩa không thể giảm xuống mức âm. Hiện tại ở Mỹ, sau 11 lần cắt giảm, lãi suất thực tế đã ở mức âm (*mức lãi suất danh nghĩa trừ đi mức lạm phát cơ bản* (*Core Inflation*) - *mức lạm phát không tính giá lương thực và năng lượng*). Điều này đồng nghĩa với việc chính sách tiền tệ của Mỹ đã gần như được nới lỏng hoàn toàn (*Free Money*) và khoảng không gian còn lại để tiếp tục điều chỉnh chính sách là tương đối hẹp. Nếu người tiêu dùng và các công ty Mỹ không phản ứng lại một cách tích cực đối với chính sách của FED thì Mỹ sẽ có nhiều khả năng bị rơi vào "bẫy tiền tệ" giống như ở Nhật Bản. Ngược lại với Mỹ, khả năng sử dụng chính sách lãi suất để kích thích nền kinh tế đối với Nhật Bản đã bị loại trừ vì lãi suất chỉ đạo ở nước này đã ở mức zero. Còn đối với khu vực đồng euro thì chính sách lãi suất lại bị kiềm chế bởi chính sách "mục tiêu lạm phát". Một khi lạm phát ở khu vực này vẫn cao hơn mục tiêu đề ra (2%) thì việc cắt giảm lãi suất sẽ chỉ diễn ra với mức độ nhỏ, cầm chừng chứ không thể mạnh mẽ và quyết liệt được như ở Mỹ.

Thứ tư, chính sách nới lỏng tiền tệ có nguy cơ sẽ bị trung hoà bởi chính sách tăng chi tiêu chính phủ. Bởi vì chi tiêu chính phủ gia tăng sẽ dẫn đến thâm hụt ngân sách và tăng vay mượn của chính phủ với hậu quả là lợi tức trái phiếu dài hạn sẽ tăng, cản trở những ảnh hưởng tích cực của việc cắt giảm lãi suất ngắn hạn.

Những tác động tích cực của việc cắt giảm lãi suất sẽ chỉ có thể phát huy tác dụng hoàn toàn sau một khoảng thời gian nhất định (*ít nhất là sau 6 tháng*). Tuy nhiên, theo quan niệm thịnh hành, chính sách tiền tệ dễ sử dụng để ổn định nền kinh tế hơn chính sách tài chính bởi vì nó không cần phải thông qua những thủ tục hành chính phức tạp (*như thông qua Quốc hội để giảm thuế chẳng hạn*) và dễ đảo ngược lại khi điều kiện kinh tế thay đổi. Hơn thế nữa, chính sách giảm liên tục lãi suất của FED và các ngân hàng trung ương khác trên thế giới nhằm nới lỏng tiền tệ và để khôi phục lại niềm tin cho những người tiêu dùng và các nhà đầu tư, được xem là kịp thời và cần thiết trong bối cảnh nền kinh tế thế giới đang có những chiều hướng phát triển xấu hơn, đặc biệt là dưới tác động của những bất ổn và rủi ro hiện nay.

CHÍNH SÁCH TÀI CHÍNH MỞ RỘNG TRỞ NÊN PHỔ BIẾN Ở CÁC NƯỚC

Trong năm 2001, cùng với xu hướng cắt giảm lãi suất, chính sách tài chính mở rộng (*giảm thuế và tăng chi tiêu chính phủ*) đã trở nên phổ biến ở hầu khắp các nước trên thế giới, từ các nước công nghiệp phát triển cho đến các nước đang phát triển.

Ở Mỹ ngay sau sự kiện 11/9, chính quyền Bush đã chi 40 tỷ USD nhằm giải quyết những hậu quả của khủng bố và 15 tỷ USD trợ cấp cho ngành hàng không. Hơn thế nữa, trong năm 2001, Quốc hội Mỹ cũng đã thông qua kế hoạch tăng chi tiêu lên đến 120 tỷ USD, khiến cho tổng số chi tiêu chính phủ lên tới gần 2%GDP. Cùng với việc tăng chi tiêu, chính quyền Bush cũng đã đẩy nhanh việc giảm thuế: Thuế thu nhập cá nhân trong năm 2001 đã được cắt giảm 40 tỷ USD và dự tính mức cắt giảm trong năm 2002 sẽ là 70 tỷ USD.

Ở Nhật Bản, tiếp tục duy trì chính sách tăng chi tiêu để kích thích nền

kinh tế, trong tháng 11/2001, chỉ trong vòng chưa đến 1 tuần lễ, Chính phủ Nhật Bản đã phê chuẩn 2 đợt chi ngân sách bổ sung trị giá hơn 45 tỷ USD (*5,5 nghìn tỷ Yên*) cho năm tài khoá 2001, trong đó 25 tỷ USD được chi cho chương trình việc làm và 24,27 tỷ USD được chi cho việc hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Riêng khoản chi đầu tiên (*25 tỷ USD*) đã khiến cho tổng giá trị trái phiếu chính phủ sẽ được phát hành trong năm tài chính 2001-2002 (*kết thúc vào tháng 3/2002*) lên đến 30 nghìn tỷ Yên và nợ chính phủ sẽ lên đến 666 nghìn tỷ Yên, tương đương với trên 130%GDP, mức cao nhất trong số các nước công nghiệp phát triển.

Cũng giống như ở Mỹ và Nhật Bản, trong năm 2001, nhiều nước châu Âu (*Pháp, Đức...*) và châu Á (*Hàn Quốc, Malaixia, Thái Lan, Xingapo...*) cũng thực hiện việc mở rộng chi tiêu và giảm thuế nhằm kích thích nền kinh tế tăng trưởng và chống lại nguy cơ suy thoái.

Theo lý thuyết của Keynes, tăng chi tiêu chính phủ và giảm thuế sẽ làm tăng tổng cầu, qua đó kích thích nền kinh tế tăng trưởng. Trong đó, tăng chi tiêu chính phủ tác động đến tổng cầu mạnh hơn là giảm thuế thu nhập (*bởi vì một phần thu nhập có được do thuế giảm sẽ được tiết kiệm*). Theo tính toán của FED, 1% tăng chi tiêu chính phủ sẽ có tác động tới GDP (*sau 1 năm*) mạnh hơn gấp 3 lần so với 1% giảm thuế thu nhập. Tuy nhiên, có những giới hạn nhất định đối với chính sách mở rộng tài chính của các chính phủ.

Một là, những tác động tích cực của chính sách giảm thuế thu nhập còn phụ thuộc vào việc chính sách này là tạm thời hay lâu dài. Đối với người tiêu dùng, một mức thuế thu nhập thấp hơn sẽ kích thích chi tiêu nếu đó là sự cắt giảm lâu dài. Thêm vào đó, điều này chỉ đúng khi thuế được cắt giảm đối với những người có mức thu nhập thấp. Thế nhưng, sự cắt giảm thuế tiêu dùng lâu dài lại tiềm ẩn nguy cơ chèn ép đầu tư bởi vì lợi tức trái phiếu dài hạn sẽ gia tăng - hậu quả của gia tăng nợ chính phủ. Ngược lại, một mức thuế công ty thấp hơn chỉ kích thích đầu tư khi đó là sự cắt giảm tạm thời (*bởi vì đầu tư phụ thuộc phần nhiều vào lợi nhuận, đầu tư quá mức và lòng tin*). Chính sách cắt giảm thuế của Mỹ hiện tại dường như đang đặt trọng tâm vào thuế công ty với tính chất cắt giảm là lâu dài, trong khi đó việc cắt giảm thuế thu nhập lại có tính chất ngược lại: tạm thời và phần nhiều có lợi cho những người có thu nhập cao. Những bất đồng và tranh cãi giữa hai đảng, Cộng hoà và Dân chủ, đã phản ánh điều này rất rõ nét.

Hai là, chi tiêu chính phủ ở châu Âu không thể mạnh mẽ được như ở Mỹ vì bị giới hạn bởi "Hiệp ước ổn định" (*"stability pact"*) với việc thâm hụt ngân sách không được vượt quá mức 3%GDP. Hơn thế nữa, nhiều nước trong khu vực đồng Euro lại đang thâm hụt ngân sách và việc mở rộng hơn nữa chính sách tài chính sẽ khiến cho lợi tức trái phiếu dài hạn gia tăng với những tác động bất ổn định đối với thị trường vốn trong tương lai.

Ba là, đối với Nhật Bản, tác động của chính sách tài chính mở rộng dường như rất hạn chế, thậm chí hầu như không có tác dụng. Kinh tế Nhật Bản vẫn tiếp tục suy thoái mặc dù trong nhiều năm qua, Chính phủ đã liên tục thực hiện chính sách mở rộng tài chính. Hơn thế nữa, nợ chính phủ của nước này đã đạt tới mức báo động (*130%GDP*), khiến cho khoảng không gian còn lại để điều chỉnh chính sách trở nên rất nhỏ. Cũng tương tự như vậy, mặc dù các nước châu Á đang được coi là những nước có mức thâm hụt vừa phải nhưng những khoản trợ cấp khổng lồ cho các công ty và hệ thống ngân hàng trong quá trình tái cơ cấu (*như việc trợ cấp cho tập đoàn Renong ở Malaixia chẳng hạn*) có thể sẽ khiến cho thâm hụt đạt tới mức không thể kiểm soát được.

Mặc dù có những giới hạn kể trên, nhưng nới lỏng chính sách tài chính nhằm kích thích tăng trưởng và chống lại nguy cơ suy thoái của nền kinh tế là hoàn toàn cần thiết. Những giới hạn đó không loại trừ những tác động tích cực của chính sách mà chủ yếu phản ánh những khó khăn trong điều hành kinh tế vĩ mô: việc giải quyết những vấn đề trong ngắn hạn (*chống suy thoái*) sẽ đi kèm với những tác động phụ trong dài hạn (*thâm hụt ngân sách và nợ chính phủ gia tăng*). Vấn đề quan trọng là nhận biết nó và có kế hoạch điều chỉnh kịp thời.

Ngoài những đặc điểm nổi bật kể trên, tài chính - tiền tệ thế giới năm 2001 còn được đặc trưng bởi sự giao động của giá dầu mỏ và giá vàng trên thị trường quốc tế sau sự kiện 11/9 ở Mỹ... Đây còn là năm mà những giải pháp cụ thể cho việc cải cách hệ thống tài chính-tiền tệ toàn cầu, chống nạn rửa tiền và ngăn chặn nguồn tài chính của các tổ chức khủng bố quốc tế đã được tranh luận sôi nổi trong nhiều cuộc gặp gỡ và hội nghị quốc tế như G-8, G-20, Diễn đàn kinh tế châu Á - Thái Bình Dương, Diễn đàn Kinh tế Thế giới...

Như vậy, khác với những gì đã từng xảy ra trong thời kỳ 1929-1933, mặc dù chịu tác động mạnh mẽ của suy giảm nền kinh tế thế giới, đặc biệt là nền kinh tế Mỹ, các thị trường tài chính-tiền tệ thế giới tuy có chao đảo và còn chứa đựng nhiều yếu tố rủi ro và bất ổn nhưng đã không bị sụp đổ. Ngày nay, chính phủ ở tất cả các nước đã nhận thức được những tác hại nghiêm trọng của suy thoái và sự cần thiết phải phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô nhằm chống lại xu hướng này. Do vậy, mặc dù mỗi một nước đều có những vấn đề riêng và những giải pháp riêng dựa trên những đặc thù và tình hình cụ thể của nước mình nhưng hầu hết các nước đều giảm lãi suất, giảm thuế và tăng chi tiêu chính phủ. Những hành động kịp thời kể trên đã khiến cho nhiều nhà kinh tế dự báo về sự phục hồi của nền kinh tế thế giới vào giữa hoặc cuối năm 2002 và điều tất yếu là các thị trường tài chính sẽ phản ánh điều đó sớm hơn vào khoảng đầu quý II/2002 hoặc quý III/2002.■

(1) Theo lý giải truyền thống về tỷ giá hối đoái, tỷ giá hối đoái Euro/USD được quyết định bởi mức chênh lệch tăng trưởng dự tính, mức chênh lệch lãi suất trái phiếu dài hạn và mức chênh lệch về dòng vốn cổ phiếu gián tiếp ròng.

(2) Trái phiếu được định giá bằng USD chiếm tới 51% tổng số trái phiếu quốc tế được phát hành, do đó, nếu Đôla Mỹ giảm giá mạnh sẽ khiến cho giá trị của những trái phiếu này sụt giảm, các nhà đầu tư sẽ bán tháo chúng với hậu quả là thị trường tài chính quốc tế sẽ bất ổn định.

(3) Thiết bị công nghệ thông tin chiếm tới hơn 50% xuất khẩu vào Mỹ của Đài Loan và Hàn Quốc và con số này đối với Malaixia lên tới 80%.