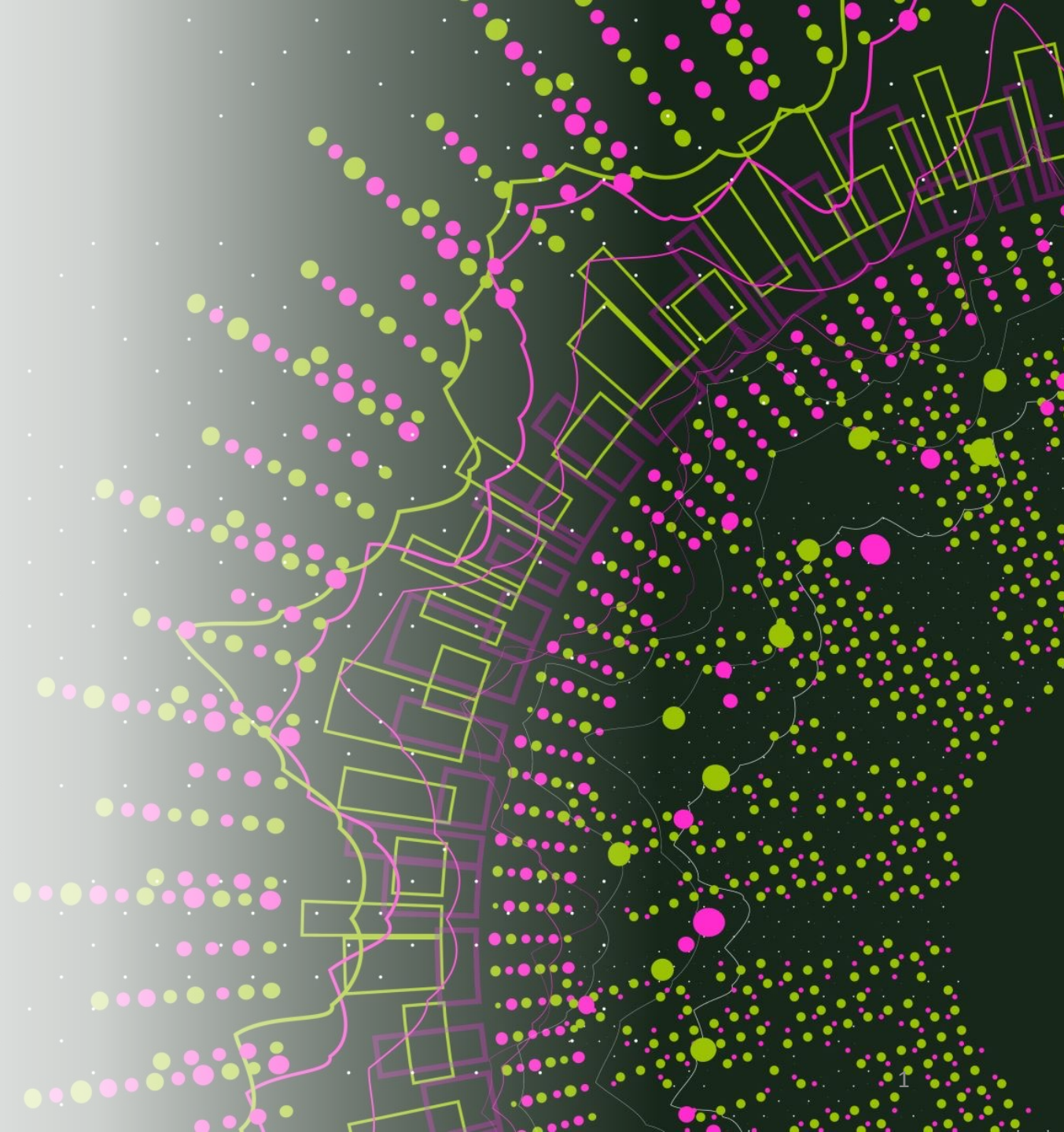




Kinh tế thế giới hậu COVID-19

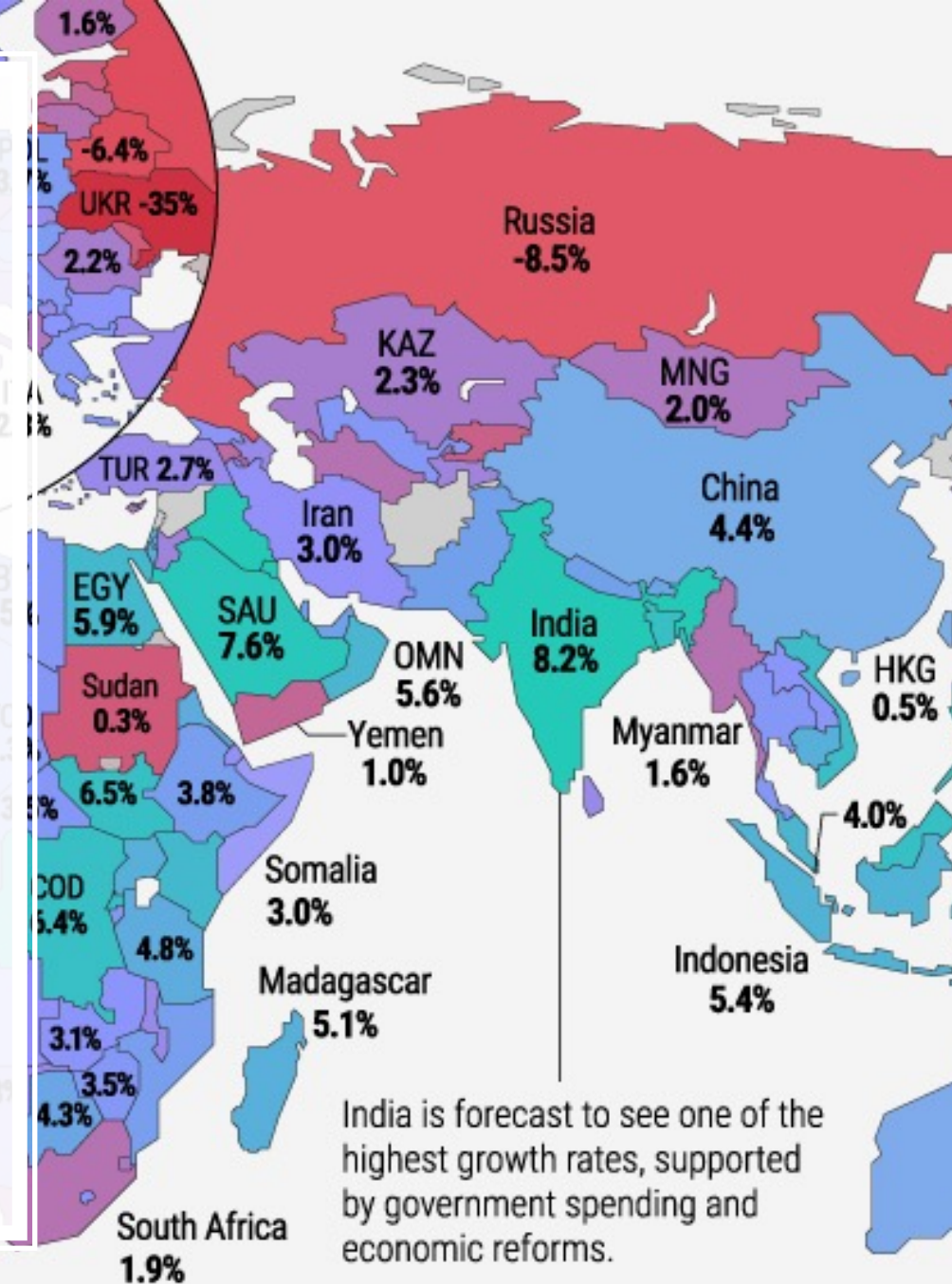
Đỗ Thiên Anh Tuấn

Trường Chính sách Công và Quản lý Fulbright



Bối cảnh chung

- Thế giới đang trong thời kỳ đầy biến động: Những thay đổi về kinh tế, địa chính trị và sinh thái đều tác động đến triển vọng toàn cầu.
- Cuộc chiến Nga-Ukraine và căng thẳng ở những nơi khác đã làm tăng đáng kể khả năng xảy ra sự gián đoạn địa chính trị.
- Mặc dù tác động của đại dịch đã giảm bớt ở hầu hết các quốc gia, nhưng những làn sóng kéo dài của nó vẫn tiếp tục làm gián đoạn hoạt động kinh tế, đặc biệt là ở Trung Quốc.
 - Lệnh phong tỏa của Trung Quốc đã đặt ra những hạn chế lớn trong nước và làm tắc nghẽn chuỗi cung ứng toàn cầu vốn đã rất căng thẳng.
- Những đợt nắng nóng gay gắt và hạn hán trên khắp châu Âu, Trung và Nam châu Á đã mang đến cảm giác về một tương lai khắc nghiệt hơn do biến đổi khí hậu toàn cầu.
- Nhiều quốc gia có thu nhập thấp đang đối mặt với khó khăn tài chính sâu sắc.



Diễn biến giá dầu 1970-2022

● Giá nhập khẩu từ nhà máy lọc dầu ● West Texas Intermediate

Giá dầu thô (\$/thùng, giá USD 2010)

\$150

\$125

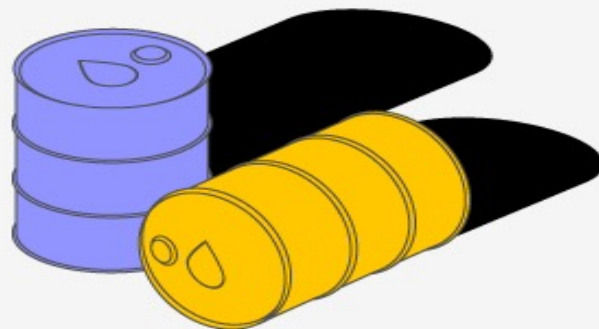
\$100

\$75

\$50

\$25

\$0



2008

Khủng hoảng tài chính toàn cầu

2015

Hạn ngạch sản xuất của OPEC không thay đổi mặc dù giá dầu thấp

2001

Tấn công 11/9

2009

OPEC cắt sản lượng 4.2 triệu thùng/ngày

2022

Xung đột Nga-Ukraine

1980

Chiến tranh Iran-Iraq

1990

Chiến tranh Iraq-Kuwait

1997

Khủng hoảng tài chính châu Á

2005

Năng lực dự trữ suy giảm

1999

OPEC cắt sản lượng 1.7 triệu thùng/ngày

1973

Ả Rập cấm vận dầu mỏ

1978

Cách mạng Iran

1986

Saudi từ bỏ vai trò nhà sản xuất 'đánh đu'

1971

Năng lực dự trữ của Mỹ cạn kiệt

2020

Đại dịch làm giảm nhu cầu dầu

David Malpass

Chủ tịch Ngân hàng Thế giới

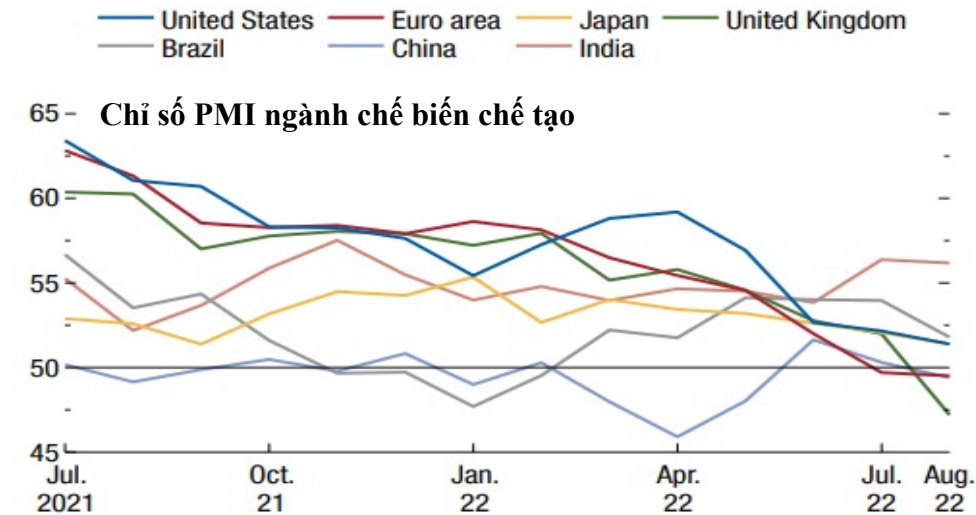
- “Chiến tranh ở Ukraine, phong tỏa ở Trung Quốc, gián đoạn chuỗi cung ứng và nguy cơ lạm phát đình trệ (stagflation) đang cản trở tăng trưởng. Đối với nhiều quốc gia, khó tránh khỏi suy thoái.”
- “Vì vậy, các thị trường mong đợi điều cấp thiết là khuyến khích sản xuất và tránh các hạn chế thương mại. Những thay đổi trong chính sách tài khóa, tiền tệ, khí hậu và nợ là cần thiết để chống lại sự phân bổ sai nguồn vốn và sự bất bình đẳng.”



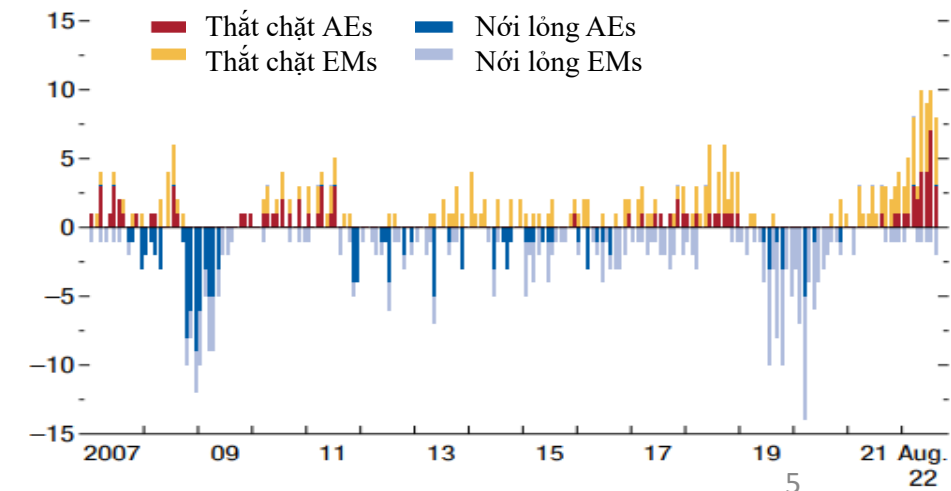
Lạm phát và bất định

- Kể từ năm 2021, lạm phát đã tăng nhanh và dai dẳng hơn dự kiến.
- Năm 2022, lạm phát ở các nền kinh tế phát triển đạt mức cao nhất kể từ năm 1982.
 - Lạm phát của Mỹ đạt mức cao nhất trong khoảng 40 năm qua.
 - Lạm phát Eurozone lên tới 10% trong tháng 9/2022.
 - Lạm phát ở các nền kinh tế đang phát triển và mới nổi cao nhất là 11% trong Quý 3/2022, mức cao nhất kể từ năm 1999.
- Lạm phát cao nhất trong nhiều thập kỷ khiến chính sách tiền tệ thắt chặt nhanh chóng, dẫn đến nhiều xáo trộn về dòng vốn quốc tế và các hệ quả khác, nhất là đối với các nền kinh tế đang phát triển và mới nổi.
- Lạm phát cơ bản (loại trừ giá lương thực và năng lượng) dự kiến là 6,6% Quý IV/2022, phản ánh tác động truyền dẫn của giá năng lượng, áp lực chi phí chuỗi cung ứng và thị trường lao động chặt chẽ, nhất là ở các nền kinh tế phát triển.
- Các chỉ báo hướng tới tương lai (LEIs), bao gồm các đơn đặt hàng sản xuất mới và thước đo tâm lý, cho thấy sự chậm lại giữa các nền kinh tế lớn.

Chỉ báo hướng tới tương lai cho thấy dấu hiệu đi xuống của các nền kinh tế



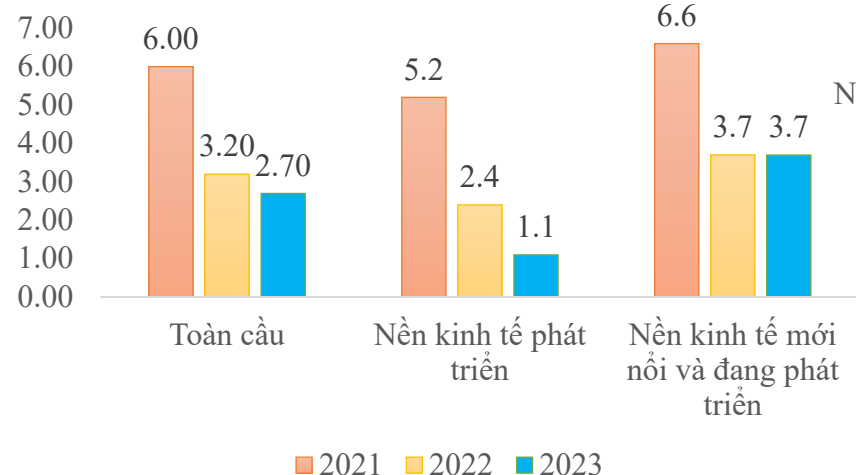
Thay đổi chu kỳ chính sách tiền tệ ở các nền kinh tế G20
(Số lượng tăng/giảm về chính sách lãi suất)



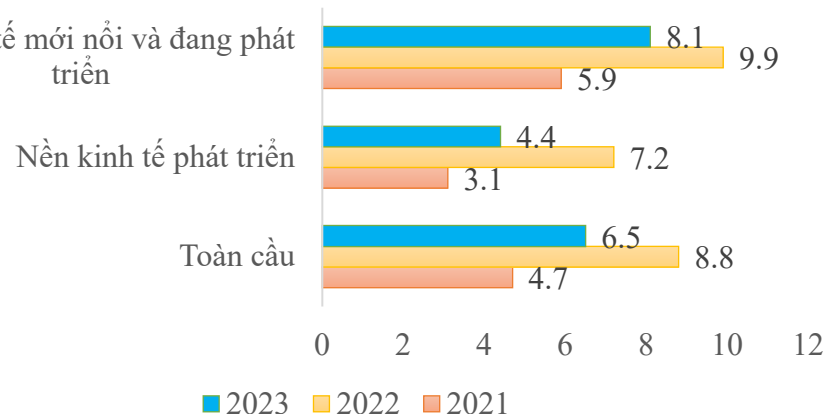
Nguồn: IMF, World Economic Outlook, October 2022

Triển vọng kinh tế thế giới 2023

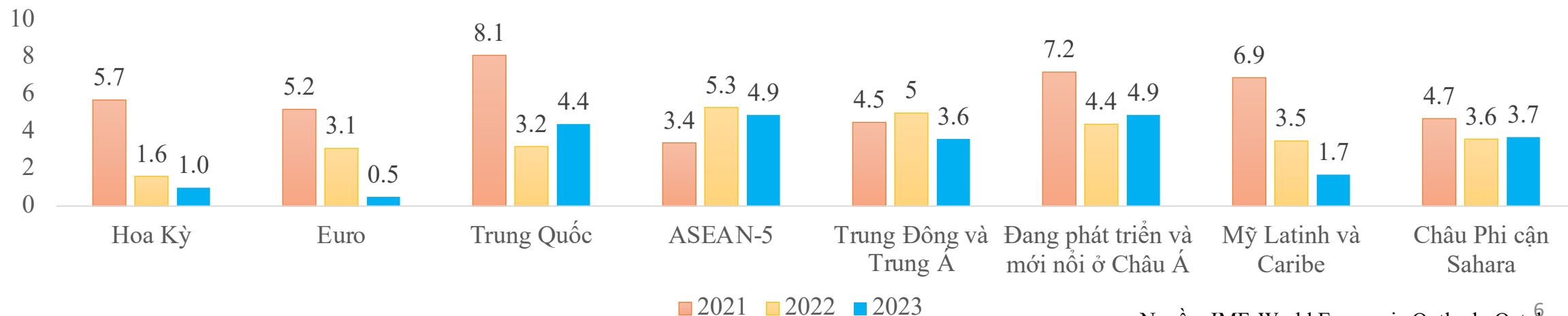
Dự báo tăng trưởng kinh tế thế giới 2023



Dự báo tăng trưởng của các nhóm nền kinh tế 2023



Dự báo tăng trưởng của các nền kinh tế 2023

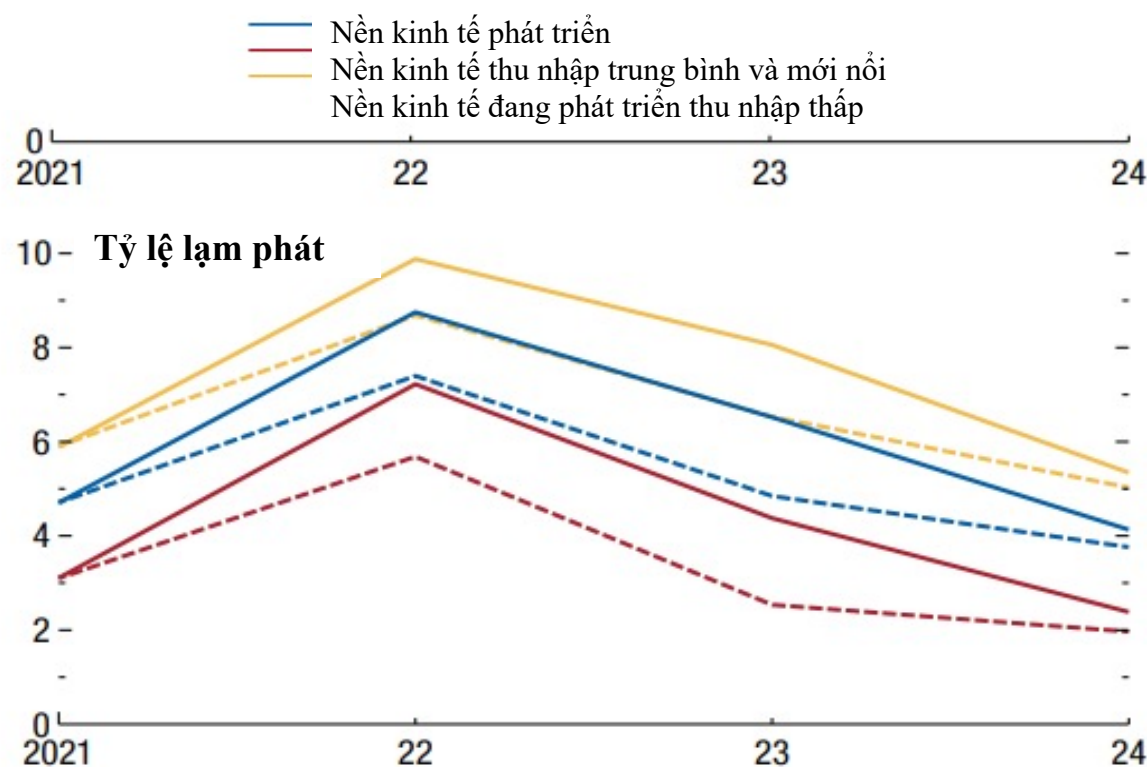
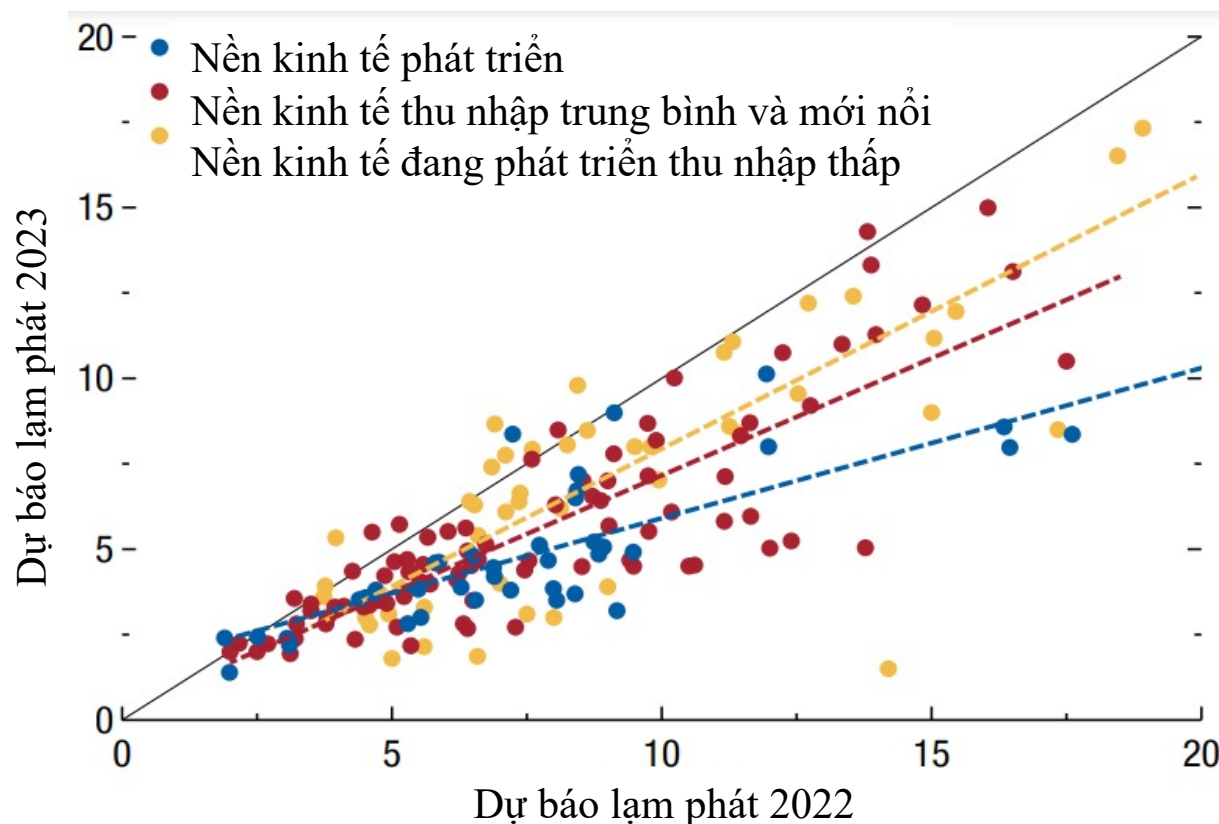


- Triển vọng tăng trưởng kinh tế hầu hết các nước đều dự báo giảm so với dự báo trước đó.
- Cho thấy những tín hiệu không mấy tích cực của kinh tế thế giới.
- Các nền kinh tế đang phát triển và mới nổi của châu Á vẫn là động lực tăng trưởng chính.
- **Việt Nam tiếp tục là ngôi sao sáng trên bầu trời kinh tế thế giới**

Xu hướng lạm phát 2023

Các yếu tố định hình tăng trưởng và lạm phát toàn cầu

- **Chiến tranh Nga – Ukraine** gây bất ổn kinh tế khu vực và toàn cầu, làm chậm lại đà phục hồi kinh tế
- **Khủng hoảng giá năng lượng** và sức ép lạm phát (một phần hệ quả chiến tranh Nga – Ukraine, đứt gãy chuỗi cung ứng)
- **Thắt chặt chính sách tiền tệ** và bất ổn thị trường tài chính (các NHTW tăng lãi suất để ứng phó với lạm phát)
- **Sự thoái lui của chính sách tài khóa** do những lo ngại về nợ công và nhu cầu khôi phục đệm dự phòng tài chính
- **Tăng trưởng chậm lại ở Trung Quốc** và chính sách ‘Zero-Covid’
- **Dịch bệnh và tiếp cận vaccine**
- **Các vấn đề cơ cấu ở từng nền kinh tế**

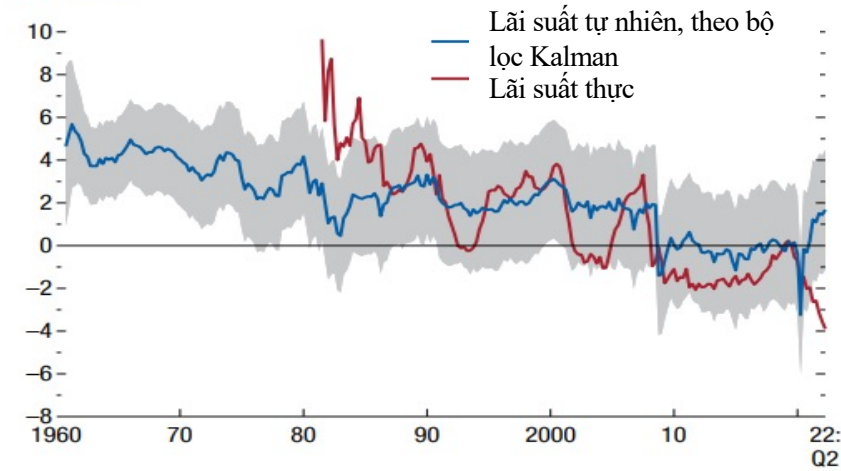


Nguồn: IMF, World Economic Outlook, October 2022

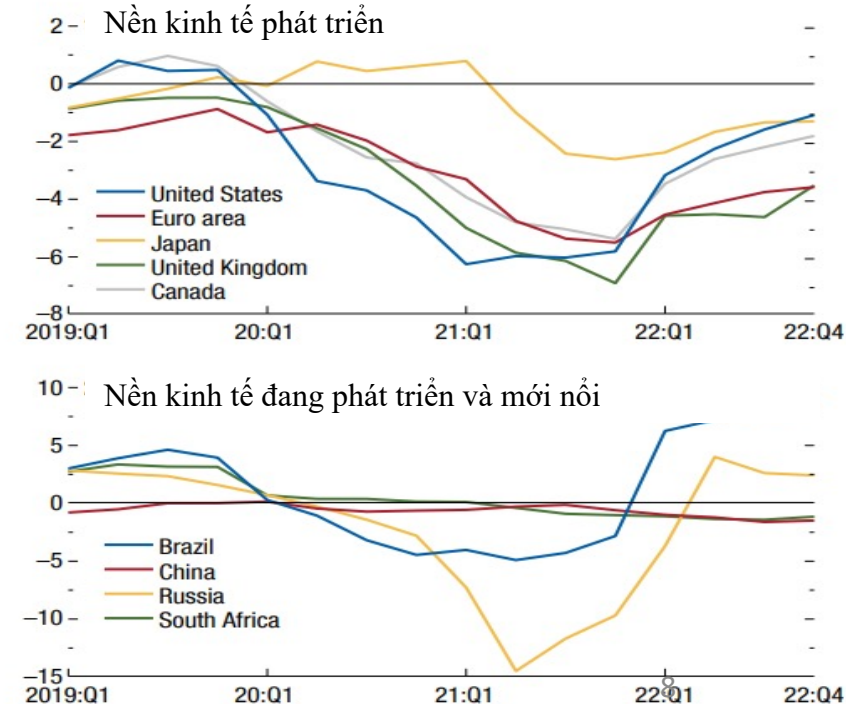
Phản ứng chính sách

- Một trong những nguyên nhân tổ quan trọng khiến tăng trưởng chậm lại trong nửa đầu 2022 là việc nhiều ngân hàng trung ương thắt chặt tiền tệ nhằm kiểm soát lạm phát.
- Thắt chặt tiền tệ (không phải ở mọi nơi) đi cùng với việc giảm quy mô các gói hỗ trợ tài chính đã khiến tăng trưởng tổng cầu suy giảm.
- Các NHTW đã nhanh chóng nâng lãi suất danh nghĩa:
 - Fed đã 7 lần tăng lãi suất quỹ liên bang trong năm 2022, đưa lãi suất lên mức 4,25-4,5%, mức cao nhất trong vòng 15 năm qua.
 - Ngày 27/10/2022, ECB tăng lãi suất chủ chốt thêm 0,75 điểm phần trăm, lên mức 2% - Đây là lần tăng lãi suất thứ ba liên tiếp và là lần tăng lớn thứ hai trong lịch sử của ngân hàng này.
 - Ngày 15/12/2022, BoE đã tăng lãi suất thêm 0,5 điểm phần trăm từ 3% lên 3,5%, mức cao nhất trong 14 năm.

Chính sách lãi suất của Hoa Kỳ (%)



Lãi suất thực ngắn hạn đang tăng lên (%)

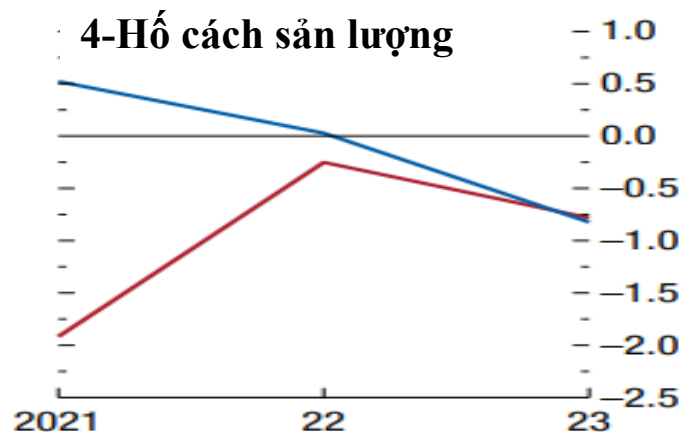
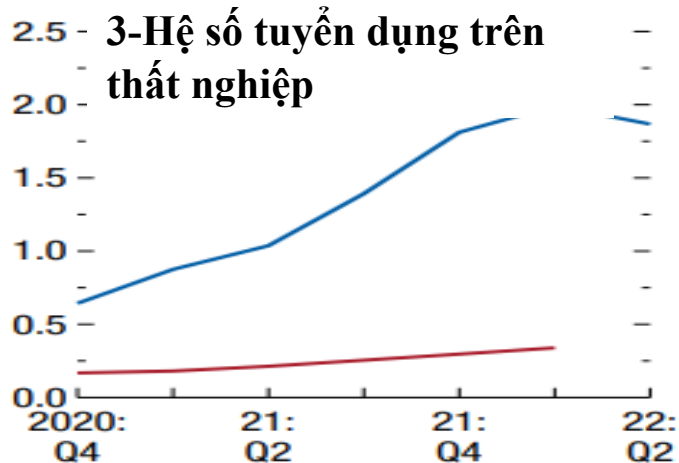
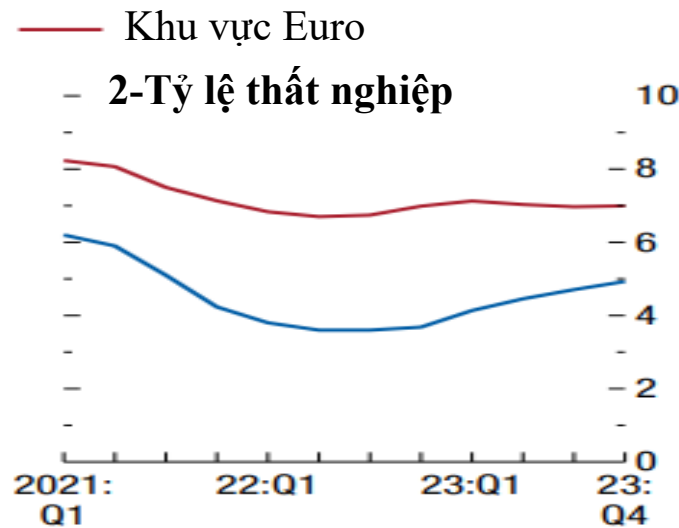
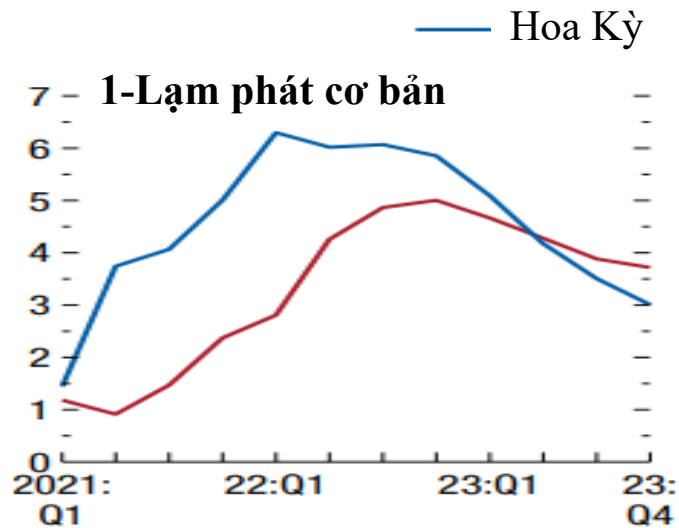


Các rủi ro đối với triển vọng kinh tế thế giới

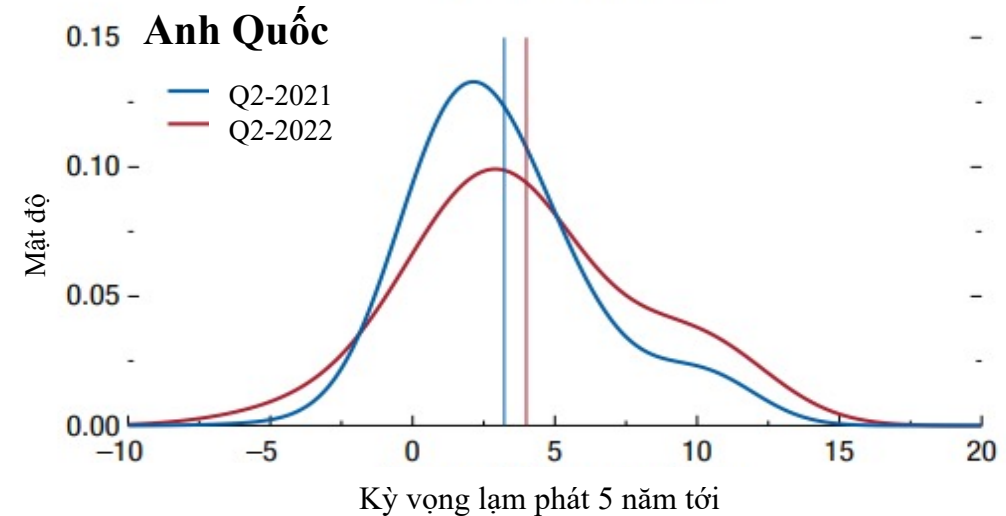
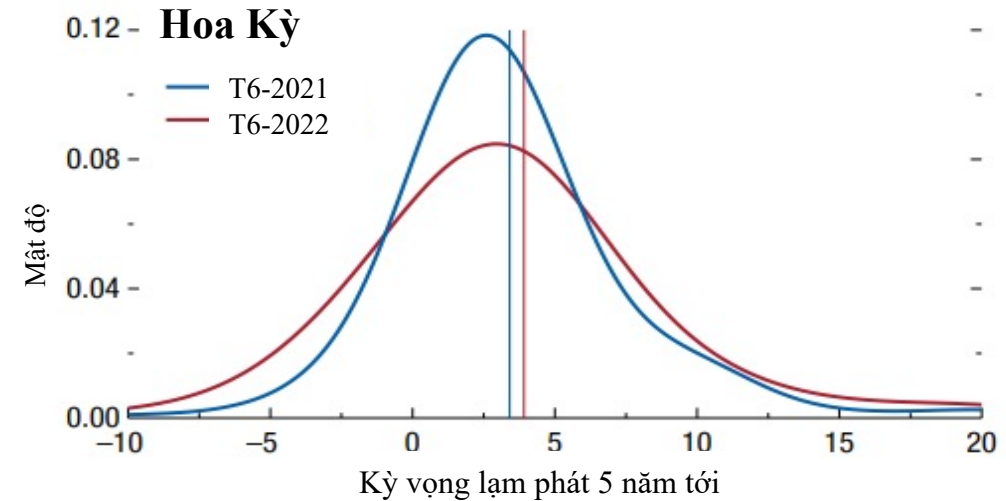
- **Sai lầm chính sách: Thắt chặt quá mức**
 - Chính sách tiền tệ
 - Chính sách tài khóa
 - Thị trường lao động
 - Thị trường du lịch
- **Đường lối chính sách khác biệt và sức mạnh của đồng USD**
 - **Hoa Kỳ:** Thắt chặt chính sách tiền tệ dù giảm liều lượng vẫn tiếp tục góp phần vào sức mạnh của đồng USD, từ đó tạo ra nhiều hệ lụy trên thị trường tài chính thế giới.
 - **Eurozone:** Việc thắt chặt mạnh chính sách tiền tệ ở Eurozone nếu lạm phát kéo dài khó thực hiện do có rủi ro phân mảnh lợi ích giữa các nước.
 - **Trung Quốc:** Tăng trưởng chậm do bùng phát COVID-19 và những rắc rối trong lĩnh vực bất động sản. Tuy nhiên, do lạm phát ổn định, BoC có thể cắt giảm lãi suất.
 - **Nhật Bản** có thể tiếp tục duy trì lãi suất ở mức thấp do lạm phát cơ bản thấp và tăng trưởng tiền lương yếu.
- **Các yếu tố ẩn sau lạm phát cao tiếp tục duy trì**
 - Lạm phát được dự đoán sẽ hạ nhiệt vào năm 2023 và 2024 nhưng luôn chứa đựng các yếu tố tiềm ẩn quay trở lại.
 - Tuy nhiên, các yếu tố định hình triển vọng chỉ ra rằng tốc độ giảm lạm phát ở các nền kinh tế phát triển nhanh hơn so với ở các nền kinh tế đang phát triển và mới nổi.
- **Tình trạng nợ nần lan rộng và tính dễ tổn thương của các thị trường mới nổi**
 - Nếu lạm phát vẫn ở mức cao, việc thắt chặt chính sách hơn nữa ở các nền kinh tế phát triển có thể gây áp lực lên chi phí đi vay đối với các nền kinh tế đang phát triển và mới nổi.
- **Ngừng cung cấp khí đốt cho châu Âu**
 - Nếu Nga ngừng hoàn toàn việc cung cấp khí đốt cho châu Âu, giá năng lượng có thể sẽ tăng hơn nữa và do đó là sức ép lạm phát
- Làn sóng COVID-19 chưa hề qua đi (khả năng có thêm biến thể mới xuất hiện).
- Tình trạng tồi tệ hơn về tai ương bất động sản của Trung Quốc
- Sự phân mảnh giữa các nền kinh tế cản trở hợp tác quốc tế trong việc giải quyết các vấn đề toàn cầu (vd: biến đổi khí hậu)

Dự báo một số xu hướng trong năm 2023 và trung hạn

So sánh một số chỉ báo kinh tế của Hoa Kỳ và khu vực Euro



Kỳ vọng lạm phát trung hạn
(%, 5 năm tới)



Chính sách ngắn hạn

- **Ưu tiên chống lạm phát:**

- Nếu không kiểm soát được lạm phát, bất kỳ lợi ích nào có được từ tăng trưởng đều có nguy cơ bị ăn mòn bởi tình trạng leo thang chi phí sinh hoạt.
- Tuy nhiên, kiềm chế lạm phát sẽ phải trả giá bằng tỷ lệ thất nghiệp sẽ tăng lên (nhớ lại đường Phillips ngắn hạn) và tiền lương sẽ giảm khi thắt chặt chính sách tiền tệ.

- **Chính sách tiền tệ:**

- Ưu tiên kiểm soát lạm phát, bình thường hóa bảng cân đối kế toán của NHTW và tăng lãi suất thực trên mức trung lập đủ nhanh và đủ lâu để kiểm soát lạm phát và kỳ vọng lạm phát.

- **Chính sách tài khóa:**

- Cần hỗ trợ chính sách tiền tệ trong việc làm dịu tổng cầu, nhất là khi có dấu hiệu dư thừa tổng cầu và thị trường lao động quá nóng.



Chính sách phía cung vs. chính sách phía cầu

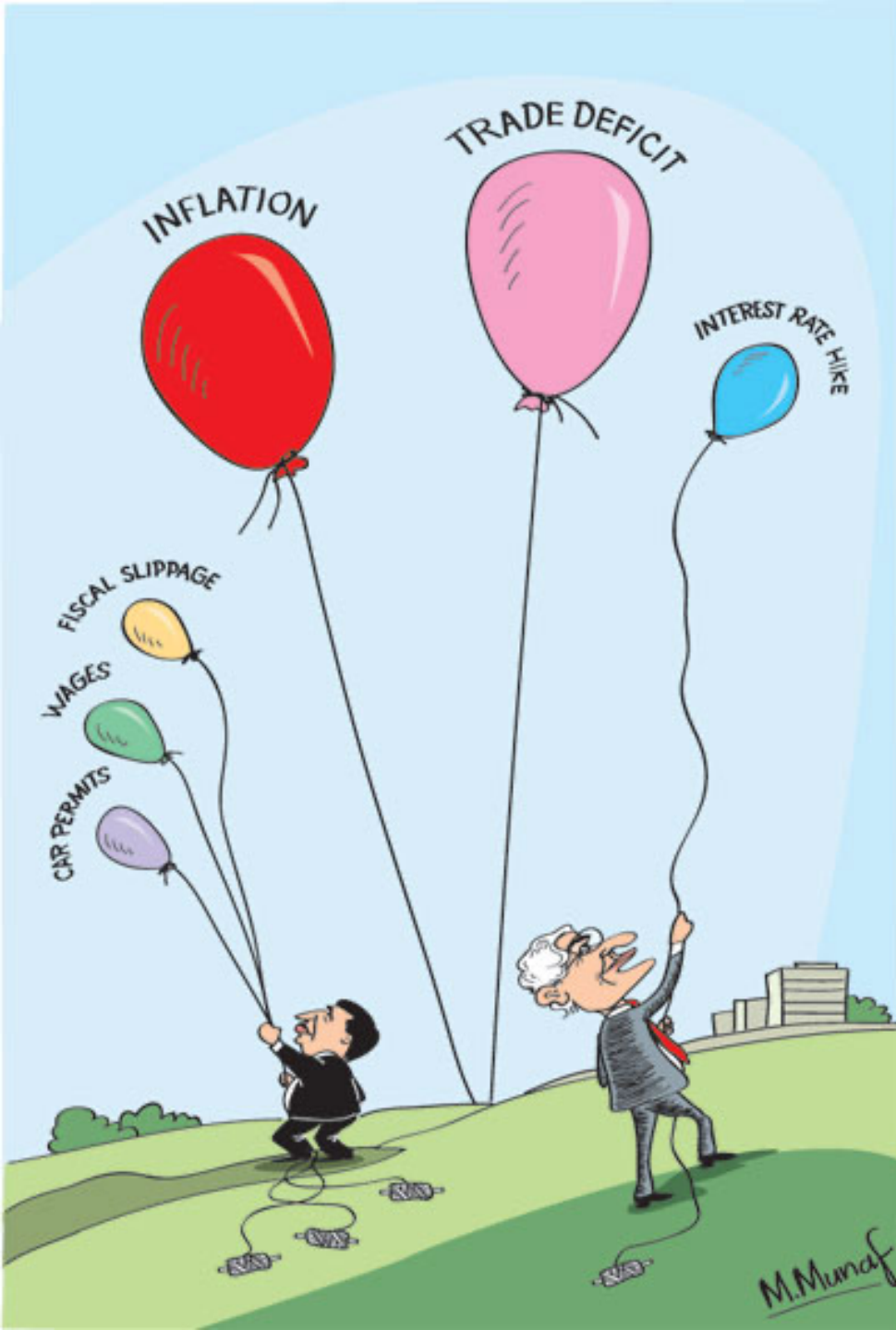
- **Đánh đổi giữa chi phí và lợi ích của giảm lạm phát (disinflation)**
 - Chi phí của việc giảm lạm phát (thu hẹp tiền tệ) thường đến trước lợi ích.
 - Ví dụ, đợt giảm lạm phát lớn gần đây nhất của Hoa Kỳ bắt đầu vào năm 1980, đã gây ra một cuộc suy thoái gần như ngay lập tức. Mất khoảng ba năm để lạm phát giảm xuống mức có thể kiểm soát được.
 - Chính sách tiền tệ dường như có tác động cao nhất đối với các biến số thực sau khoảng một năm, nhưng đối với lạm phát sau gần ba đến bốn năm.
 - Độ trễ giữa chi phí ngắn hạn của các chính sách giảm lạm phát và lợi ích dài hạn đặt ra những thách thức về uy tín đối với các nhà hoạch định chính sách tiền tệ.
- **Nhớ lại bài học**
 - Những nỗ lực từ phía cung có thể hỗ trợ chính sách tiền tệ trong việc giảm lạm phát. Các chính sách ngăn chặn tình trạng thiếu hụt nguồn cung sẽ giảm bớt áp lực lên lạm phát khi nhu cầu phục hồi và bao gồm nâng cấp cơ sở hạ tầng, chuẩn bị sẵn sàng cho đại dịch và tạo ra các chuỗi cung ứng đáng tin cậy và linh hoạt hơn.



Đồng USD mạnh và dòng vốn quốc tế

- Lãi suất cao hơn của Mỹ và đồng USD mạnh lên mức cao chưa từng thấy kể từ đầu những năm 2000.
- Đồng USD tăng đã làm **tăng chi phí tài chính** đối với EMDEs:
 - Hàng hóa nhập khẩu bằng USD trở nên đắt đỏ hơn, tăng áp lực lạm phát.
 - Đối với các quốc gia có nợ ngoại tệ lớn, vốn chảy ra có thể tạo ra rủi ro bất ổn đối với hệ thống tài chính.
 - Các điều kiện tài chính thắt chặt và nỗi sợ suy thoái toàn cầu cũng đã ảnh hưởng đến dòng vốn toàn cầu vào các nước này.
- Nhiều nước phải đối mặt với **tình huống bộ ba bất khả thi**
 - Để duy trì tỷ giá, lãi suất nội địa của các nước này cũng phải tăng lên, dẫn đến tăng chi phí tài chính, giảm đầu tư, tăng thất nghiệp, một số rơi vào nguy cơ suy thoái





Phối hợp chính sách tiền tệ với chính sách tài khóa

- Việc củng cố tài khóa cũng có thể gửi một tín hiệu mạnh mẽ rằng các nhà hoạch định chính sách đang liên kết với nhau trong cuộc chiến chống lạm phát.
- Ở một số quốc gia, chính sách tài khóa được kỳ vọng sẽ nói lỏng với mục tiêu thúc đẩy tổng cầu nhưng sẽ “chèn lấn” mục tiêu giảm lạm phát của chính sách tiền tệ.
- Chính sách tài khóa có thể giúp xoa dịu một phần khó khăn đối với những nhóm dễ bị tổn thương.
- Tuy nhiên, nếu lạm phát không được kiểm soát tốt, nó sẽ lấy đi nhiều hơn của xã hội, kể cả những nhóm dễ bị tổn thương đó.
- Đến lúc chính sách tài khóa cần lấy lại sự thăng bằng để có thể bước đi một cách vững chãi hơn, đối phó tốt hơn các cú sốc trong tương lai.

Chính sách trung hạn

- **Các khuôn khổ được cải thiện để giải quyết nợ**
 - Khả năng cao là nhiều quốc gia sẽ rơi vào cảnh túng quẫn vì nợ nần.
 - Cần phải có sự điều chỉnh trong chiến lược tài khóa trung hạn phù hợp với các ưu tiên chính sách trong nước.
 - Phát huy vai trò của IMF trong việc hỗ trợ các quốc gia gặp khó khăn tạm thời về cán cân thanh toán.
 - Cải thiện khuôn khổ giải quyết nợ chung của Nhóm G20 nhằm cho phép giải quyết nhanh chóng và công bằng các trường hợp nợ khổ đòi, giúp các quốc gia thoát khỏi tình trạng vỡ nợ mà không phải gánh chịu hậu quả kinh tế kéo dài.
- **Chuẩn bị cho các điều kiện tài chính quốc tế thắt chặt hơn**
 - Thắt chặt chính sách tiền tệ sẽ gây áp lực lên các tổ chức tài chính.
 - Thời điểm tốt nhất để chuẩn bị cho việc thắt chặt các điều kiện tài chính là ngay bây giờ.
 - Khi nền kinh tế chậm lại, tỷ lệ vỡ nợ tăng và thu nhập từ các khoản vay mới giảm.
 - Chính sách an toàn vĩ mô sẽ cần phải trở nên thận trọng hơn bao giờ hết, đề phòng sự thất bại của các thể chế mang tính hệ thống, sử dụng các công cụ được lựa chọn để giải quyết các tổ chức dễ bị tổn thương nhất.
- **Cải cách cơ cấu**
 - Các chính sách phía cung có thể thúc đẩy hoạt động kinh tế đồng thời giảm lạm phát, mặc dù có độ trễ lớn. Những chính sách này bao gồm:
 - *Các nước phát triển*: Mở rộng lực lượng lao động, chẳng hạn như trợ cấp chăm sóc trẻ em, tín dụng thuế thu nhập, cải cách hệ thống nhập cư và tiếp cận tốt hơn với vắc-xin và điều trị COVID-19.
 - *Các nước đang phát triển và mọi nơi*: Giáo dục tốt hơn, cải thiện môi trường kinh doanh và đầu tư cơ sở hạ tầng kỹ thuật, nhất là hạ tầng số (chuyên đổi số).

Chính sách dài hạn

- **Chính sách khí hậu**

- Các mục tiêu toàn cầu hiện tại không phù hợp với các mục tiêu nhiệt độ toàn cầu.
- Các chính phủ cần đặt ra mức giá tối thiểu cho carbon và thúc đẩy các giải pháp thay thế sạch, bao gồm trợ cấp năng lượng tái tạo và đầu tư vào cơ sở hạ tầng như lưới điện thông minh.
- Trong một thế giới giá cả vốn đã cao, việc chuyển sang các nguồn năng lượng mới có thể là thách thức về mặt chính trị và rõ ràng là có rủi ro.

- **Tăng cường hợp tác đa phương**

- Lạm phát toàn cầu tăng đột biến gần đây đã thúc đẩy làn sóng bạo loạn ngắn hạn tương ứng, đáng chú ý nhất là liên quan đến chính sách cấm xuất khẩu lương thực của một số nước.
- Các lệnh cấm xuất khẩu ở một quốc gia thường gây ra các lệnh cấm trả đũa ở các quốc gia khác, khiến tất cả các bên đều bị thiệt hại.
- Các chính phủ nên dỡ bỏ các hạn chế thương mại như trước đại dịch và tuân theo các nguyên tắc của WTO.

Chính sách đối với các nền kinh tế đang phát triển và mới nổi (EMDEs)



Chính sách tiền tệ

- Điều chỉnh các đòn bẩy chính sách để đón đầu lạm phát mà không cản trở quá trình phục hồi sẽ là chìa khóa.
- Nhiều EMDE đã bắt đầu thắt chặt chính sách tiền tệ vào năm 2021 để ngăn chặn sự gia tăng lạm phát.
- Truyền đạt mục tiêu chính sách tiền tệ một cách rõ ràng, tận dụng các khuôn khổ tiền tệ đáng tin cậy và bảo vệ sự độc lập của NHTW là rất quan trọng.
- Để củng cố điểm neo của kỳ vọng lạm phát thấp, các nhà hoạch định chính sách cần giao tiếp rõ ràng không chỉ với thị trường tài chính mà còn với các hộ gia đình và doanh nghiệp để áp lực lạm phát không chuyển thành nhu cầu tăng lương và chi phí sản xuất.

Chính sách tài chính

- Cần phục hồi lại bộ đệm dự trữ ngoại hối để chuẩn bị cho các căng thẳng tài chính tiềm ẩn.
- Trong thời gian xảy ra đại dịch, ít nhất 3/4 EMDEs đã thực hiện các biện pháp hoãn trả nợ theo quy định để ngăn chặn khủng hoảng tín dụng.
- Nhiều chính phủ đã hỗ trợ cho các công ty vay để giải quyết các hạn chế về thanh khoản thông qua bảo lãnh khoản vay và tạm hoãn thanh toán.
- Hệ thống ngân hàng đang đối mặt với rủi ro tỷ giá hối đoái và rủi ro tái đầu tư, do đó cần phải được theo dõi cẩn thận và nếu cần phải được ngăn chặn thông qua các chính sách an toàn vĩ mô và vi mô.
- Chất lượng tín dụng và các khoản nợ xấu cần phải được báo cáo một cách minh bạch để có thể thực hiện hành động khắc phục kịp thời.
- Bộ đệm vốn và thanh khoản của các ngân hàng cần đủ mạnh để có thể hấp thụ các cú sốc.
- Dự trữ ngoại tệ cần được sử dụng nhằm giúp ngăn chặn các áp lực tỷ giá hối đoái tạm thời.

Chính sách tài khóa

- Tốc độ và mức độ rút lại các gói hỗ trợ tài chính phải được điều chỉnh phù hợp với các kế hoạch tài khóa trung hạn.
 - Để ngăn chặn sự suy giảm tài khóa, EMDEs đã thắt chặt chính sách tài khóa trong năm 2021, rút đi gần một nửa quy mô gói tài khóa năm 2020.
- Cán cân ngân sách xấu đi nghiêm trọng trong thời kỳ đại dịch và sự suy yếu này sẽ không thể trở lại mức trước đại dịch vào năm 2022 và 2023.
- Giải quyết những lo ngại của nhà đầu tư về tính bền vững của nợ dài hạn bằng cách củng cố khuôn khổ tài khóa, nâng cao tính minh bạch của nợ, nâng cấp các chức năng quản lý nợ và cải thiện hiệu quả thu-chi ngân sách.
- Kỳ vọng lạm phát thấp khó có thể xảy ra nếu những lo ngại về tính bền vững tài khóa dài hạn không được kiểm soát, và rằng chính sách tiền tệ bị hạn chế, đặc biệt trong trường hợp lãi suất cao dẫn đến áp lực lên nghĩa vụ trả nợ của chính phủ.

Chính sách cơ cấu

- Chính sách hạn chế xuất khẩu và tình trạng **gián đoạn thị trường lương thực toàn cầu** (do chiến tranh Nga-Ukraine) dự báo sẽ làm tăng lạm phát giá lương thực.
- Các biện pháp **can thiệp thương mại** và **kiểm soát giá** có thể làm trầm trọng thêm sự biến động giá quốc tế, dẫn đến giá trong nước thậm chí còn cao hơn.
- **Kiểm soát giá có xu hướng bóp méo thị trường**, gây hậu quả bất lợi cho tăng trưởng và giảm nghèo, và thường khó phục hồi sau khi áp lực giá giảm.
- Các nước EMDEs **cần củng cố mạng lưới an sinh xã hội** và nâng cao khả năng phục hồi của **hệ thống sản xuất và phân phối lương thực**, hạn chế các biện pháp kiểm soát giá.
- Nếu việc kiểm soát giá là không thể tránh khỏi, thiệt hại có thể được hạn chế nếu có **điều khoản tự động ngừng áp dụng** khi điều kiện cho phép.
- Trong trung hạn, các biện pháp **tăng năng suất và khắc phục gián đoạn chuỗi cung ứng** có thể hỗ trợ tăng trưởng cao, đồng thời giúp giảm áp lực về giá (chính sách phía cung).