

Moody's Analytics
13-12-2011**Báo cáo đặc biệt****Không gian tài khoá**

Hơn hai năm sau khi kết thúc thời kỳ suy thoái, nền kinh tế toàn cầu xem ra vẫn không thể tổng khởi được tác động của suy thoái. Các nền kinh tế tiên tiến vẫn đang vật lộn để tăng trưởng, thất nghiệp ở Hoa Kỳ và châu Âu vẫn gần hai chữ số, và Nhật Bản vẫn còn chìm đắm trong tình trạng đình trệ suốt hai mươi năm nay.

Có thể cho rằng trở ngại nghiêm trọng nhất đối với việc tăng trưởng mạnh hơn là ngân sách, vì chính phủ các nước tiên tiến đang vật lộn với thâm hụt ngân sách kỷ lục và tải suất nợ tăng nhanh (tax load: tải suất nợ, nghĩa là tỷ lệ nợ trên GDP). Các nhà hoạch định chính sách đang cố gắng cân đối, áp đặt tiết chế ngân sách (hay thắt chặt ngân sách) vừa đủ để làm yên lòng các nhà đầu tư toàn cầu, nhưng không nhiều và nhanh đến mức xói mòn sự phục hồi đang còn yếu ớt.

Tình hình khó khăn này xảy ra khi những xáo trộn kinh tế trong những năm gần đây làm cho áp lực ngân sách âm i lâu nay trở nên sôi sục. Những vấn đề xuất phát từ các nền kinh tế có dân số già hoá và chi phí y tế gia tăng nhanh chóng đã được dự đoán từ lâu, nhưng khủng hoảng tài chính và sự thu hẹp kinh tế khiến cho ngày đến tới đến sớm hơn dự kiến, buộc chính phủ các nước phải vay mượn và chi tiêu nhiều để tránh những hệ lụy tồi tệ hơn.

Điều này bộc lộ rõ nét ở Hoa Kỳ, nơi có tỷ lệ nợ chính phủ liên bang trên GDP tăng vọt thêm 30 điểm phần trăm chỉ trong bốn năm qua. Tỷ lệ nợ công thứ cấp trên GDP gần bằng 65 phần trăm, cao nhất kể từ Chiến tranh Thế giới II và cao hơn hẳn mức bình quân 40 phần trăm của thời hậu chiến (xem biểu đồ 1). Điều này phản ánh tác động của suy thoái đối với số thu thuế và chi tiêu chính phủ cũng như phản ứng nhiều mặt của chính phủ trước khủng hoảng.¹ Tổng chi phí ngân sách của thời kỳ suy thoái (recession) dự kiến cuối cùng lên đến 2,35 nghìn tỷ USD, bằng hơn 15 phần trăm GDP.² Chi phí đối với người nộp thuế rất đáng kể nhưng lẽ ra còn lớn hơn nhiều nếu không có phản ứng chính sách năng động của chính phủ, lúc đó chắc chắn nền kinh tế sẽ gánh chịu tình trạng đại suy thoái (depression).³

¹ Suy thoái làm chính phủ liên bang tốn khoảng 750 tỷ USD. Phản ứng của chính phủ - bao gồm quỹ ứng cứu TARP, gói kích cầu bằng ngân sách, thua lỗ liên quan đến nợ thế chấp bất động sản ở Fannie Mae và Freddie Mac, và các biện pháp khác - tốn thêm 1,6 nghìn tỷ USD nữa. Gói kích cầu bằng ngân sách tốn tổng cộng 1,3 nghìn tỷ USD.

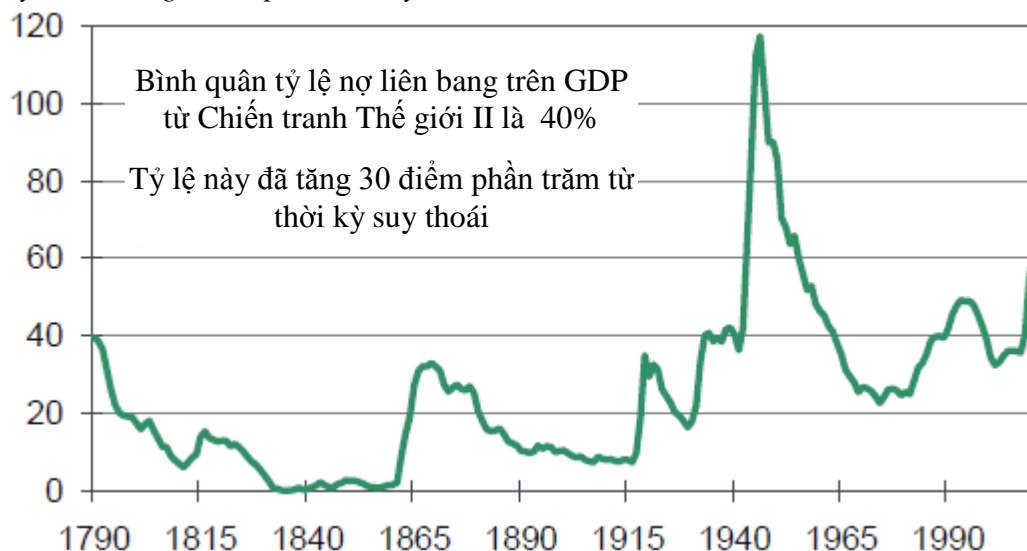
² So sánh với quá khứ, cuộc khủng hoảng tiết kiệm và cho vay hồi đầu thập niên 90 tốn khoảng 350 tỷ USD theo giá USD ngày nay: 275 tỷ USD chi phí trực tiếp cộng với 75 tỷ USD do suy thoái đi kèm. Chi phí này bằng khoảng 6 phần trăm GDP lúc bấy giờ.

³ Tìm đọc 'How the Great Recession Was Brought to an End', Alan Blinder và Mark Zandi, 27-7-2010, <http://www.economy.com/mark-zandi/default.asp>.

Vấn đề nợ châu Âu thậm chí càng ám ảnh hơn. Trong khi tài suất nợ chính phủ ở Đức, Pháp và Anh tương tự như của Hoa Kỳ, nhiều quốc gia ở khu vực ngoại vi châu Âu đang gặp khó khăn nghiêm trọng trong việc quản lý tài chính. Hy Lạp sẽ không hoàn trả hết được toàn bộ nợ, và các nước khác sẽ phải thực hiện các biện pháp ngân sách khác thường để tránh bội ước các nghĩa vụ nợ riêng của họ. Hệ thống ngân hàng châu Âu không được vốn hoá đầy đủ để chịu nổi tình trạng thua lỗ đáng kể đối với giá trị nắm giữ nợ quốc gia và vì thế đang hết sức lâm nguy. Tương lai của khu vực đồng euro và nền kinh tế toàn cầu đang trong tình trạng bấp bênh.

Biểu đồ 1: Suy thoái rất tốn kém

Tỷ lệ nợ công chính phủ Hoa Kỳ trên GDP



Nguồn: Kho bạc, BEA, Moody's Analytics.

Thật khó mà định lượng rủi ro chính phủ một nước sẽ không đáp ứng được toàn bộ nghĩa vụ nợ. Biết rằng chính phủ các nước có quyền tăng thuế và cắt giảm chi tiêu, việc thanh toán nợ đúng hạn gần như luôn luôn là một câu hỏi về quyết tâm chính trị. Nói chung, chính phủ các nước thường ưu tiên cho việc thanh toán nợ, nhưng cũng có những lúc tài suất nợ tăng cao đến mức quyết tâm chính trị bị bốc hơi. Trong các nền dân chủ, sự đồng thuận có thể phát triển để đi đến quyết định rằng chính sách thắt lưng buộc bụng ngân sách không còn đáng giá nữa, và dân chúng bỏ cuộc, khiến các nhà lãnh đạo cũng bỏ cuộc theo. Chi phí vỡ nợ kinh tế cuối cùng có thể lớn hơn chi phí của chính sách tiết chế ngân sách cần thiết để tránh vỡ nợ, nhưng các cử tri đang điền tiết thì không chắc sẽ nhìn nhận vấn đề theo cách này.

Vụ vỡ nợ của Argentina một thập niên trước đây là một ví dụ. Phát cấu với các biện pháp hạn chế do Quỹ Tiền tệ Quốc tế và các chủ nợ khác áp đặt, các nhà lãnh đạo Argentina xem quyết định vỡ nợ là phương án được ưa chuộng. Đất nước có nguồn lực để trả nợ, nhưng Argentina quyết định rằng chi phí bằng tiền và cả chi phí không bằng tiền của việc trả nợ đều quá lớn. Các cuộc bạo loạn mới đây ở Athens và các thủ đô khác ở châu Âu nhắc nhở chúng ta rằng các áp lực tương tự đang chông chát trên khắp khu vực ngày nay.

Khái niệm không gian tài khoá có thể được sử dụng để xác định xem thủ chính phủ một nước đang gần đến bước đường cùng hay chưa.⁴ Không gian tài khoá được định nghĩa là chênh lệch giữa tỷ lệ nợ quốc gia trên GDP của một nước và giới hạn nợ mà vượt quá mức đó, đất nước sẽ vỡ nợ trừ khi các nhà hoạch định chính sách thực hiện các biện pháp ngân sách khác với bất cứ biện pháp nào họ đã từng thực hiện trong lịch sử.⁵ Xác định giới hạn nợ rõ ràng là quan trọng đối với những người đầu tư vào nợ quốc gia, nhưng cũng quan trọng đối với các nhà hoạch định chính sách phải làm việc để tìm sự cân đối phù hợp giữa một bên là khát khố ngân sách quá mức nên không thể tăng trưởng kinh tế và một bên là tiết chế ngân sách không đủ để đạt được bền vững ngân sách.

Không gian chính sách và giới hạn nợ được ước lượng bằng các kỹ thuật kinh tế lượng để xác định xem chính sách ngân sách của các nước đã phản ứng như thế nào trong lịch sử trước sự gia tăng nợ công. Những nước từng tích cực quản lý ngân sách khi tải suất nợ tăng lên – do suy thoái, khủng hoảng tài chính, chiến tranh, thiên tai, và các cú sốc khác – có giới hạn nợ cao hơn và vì thế cũng có không gian tài khoá lớn hơn. Canada và Hàn Quốc là ví dụ về những nước thể hiện quyết tâm chính trị giải quyết các vấn đề ngân sách. Những nước khác như Nhật Bản và Bồ Đào Nha cho thấy ít quyết tâm hơn trong việc quản lý các sự vụ ngân sách và vì thế có giới hạn nợ và không gian tài khoá thấp hơn.

Không gian tài khoá và giới hạn nợ cũng chịu ảnh hưởng đáng kể của tỷ lệ tăng trưởng kinh tế và lãi suất mà đất nước phải trả cho nợ quốc gia. Chẳng lạ gì những nước tận hưởng tỷ lệ tăng trưởng GDP mạnh hơn và lãi suất thấp hơn sẽ có giới hạn nợ cao hơn và không gian tài khoá lớn hơn so với những nước khác. Tăng trưởng mạnh hơn giúp tăng thu ngân sách từ thuế và giảm cầu đối với dịch vụ chính phủ, làm đất nước dễ dàng thoát khỏi sự ràng buộc ngân sách hơn. Lãi suất thấp hơn làm giảm chi phí trả nợ. Những nước như Bồ Đào Nha và Ý đang trải qua tình trạng xung đột ngân sách phần lớn là vì nền kinh tế của họ vốn có tỷ lệ tăng trưởng yếu trong lịch sử.

Lẽ dĩ nhiên, tình hình ngân sách quốc gia cũng ảnh hưởng đến nhịp độ tăng trưởng và lãi suất mà quốc gia đó phải trả. Khi tỷ lệ nợ trên GDP của quốc gia tiệm cận giới hạn nợ, lãi suất sẽ tăng, và lãi suất tăng cao này sẽ đè nặng lên tăng trưởng. Có một thứ được gọi là lãi suất sống sót (survival interest rate), trên mức lãi suất đó, tải suất nợ của đất nước sẽ vượt ra ngoài tầm kiểm soát vì chi phí dịch vụ nợ tăng nhanh hơn GDP.

Không gian tài khoá và giới hạn nợ của quốc gia chẳng phải là bất biến. Các nhà hoạch định chính sách ngày nay có thể xử lý các vấn đề ngân sách khác với các tiền bối trước kia. Trong cơn nguy khốn, đất nước có thể phản ứng năng động hơn so với trong quá khứ. Nhưng giới hạn nợ xác định một tình trạng mà vượt quá mức đó, phản ứng chính sách quá khứ của đất nước trước nợ nần gia tăng sẽ trở nên không đủ để duy trì bền vững ngân sách. Khi ấy, các nhà hoạch định chính sách phải cắt đứt với thông lệ quá khứ, bằng không đất nước sẽ vỡ nợ.

Điều quan trọng cũng cần lưu ý là giới hạn nợ không xác định một mức nợ công tối ưu. Vì giới hạn nợ là điểm mà ở đó khả năng chi trả của quốc gia bị lâm nguy, nên tải suất nợ của quốc gia nên thấp dưới mức đó. Nếu không, chính phủ có nguy cơ chôn ngòi cho sự gia tăng lãi suất

⁴ Phân tích không gian tài khoá trình bày ở đây được kích hoạt bởi phương pháp luận được trình bày trong ‘Fiscal Space’, Ostry và những người khác, tài liệu nghiên cứu của IMF, tháng 9-2010.

⁵ Giới hạn nợ còn được gọi là vách đá ngân sách (fiscal cliff).

nhANH chóng, hay thậm chí khủng hoảng thanh khoản, khi các nhà đầu tư toàn cầu mất niềm tin. Một quốc gia có thể tiến gần đến giới hạn nợ nào trước khi hiện tượng này xảy ra? Điều này phụ thuộc vào đánh giá của các nhà đầu tư về các cú sốc ngân sách tiềm năng. Đánh giá này liên tục thay đổi; những nước đi lạc đến quá gần giới hạn nợ có thể nhanh chóng cảm thấy khó tái tục nợ hiện hữu nếu các nhà đầu tư trở nên tiêu cực, bất luận lý do là gì.

Phân tích của chúng ta bao gồm các giới hạn nợ hiện nay và ước lượng không gian tài khoá cho 30 nền kinh tế tiên tiến. Úc, Hàn Quốc và Đài Loan đứng đầu danh sách những nước có nhiều không gian tài khoá nhất; có chín nước có không gian tài khoá vượt quá 200 điểm phần trăm (xem bảng 1). Lãi suất sống sót của Úc là trên 10 phần trăm; nghĩa là, lợi suất nợ quốc gia thời hạn 10 năm của Úc sẽ phải cao hơn 10 phần trăm một cách nhất quán thì đất nước mới có nguy cơ vỡ nợ.

Ở đầu cực phía bên kia là Hy Lạp, Ireland, Ý, Bồ Đào Nha và Nhật Bản. Những nước này hiện đã hết không gian tài khoá, vì tải suất nợ hiện hành của họ đã tăng lên trên giới hạn nợ. Điều này không có nghĩa là các nước này sẽ vỡ nợ, nhưng có nghĩa là để tránh vỡ nợ, các nhà hoạch định chính sách ở các nước này không thể giải quyết công việc như thường lệ; họ phải có những biện pháp khác thường. Tình huống của Nhật Bản nghiêm trọng đến mức đất nước phải chấp nhận lãi suất âm để giải quyết vấn đề ngân sách.

Một số quốc gia châu Âu khác cũng đang đùa giỡn với vấn đề ngân sách nghiêm trọng. Nổi bật nhất là Tây Ban Nha và Bỉ, nhưng thậm chí Pháp cũng đang lâm nguy. Những nước này có không gian tài khoá gần 125 điểm phần trăm – một ngưỡng then chốt – và chắc chắn không gian tài khoá này sẽ nhanh chóng thu hẹp ứng với thâm hụt ngân sách lớn và nền kinh tế đang suy yếu. Lãi suất sống sót của họ đã tụt xuống gần 7 phần trăm hay thấp hơn. Chẳng lạ gì Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB) lại bắt đầu mua một lượng lớn nợ của các quốc gia châu Âu. Việc ECB mua nợ là hết sức cần thiết để bảo đảm lợi suất vẫn dưới mức lãi suất sống sót; bằng không, khủng hoảng nợ châu Âu có thể nhanh chóng trôi tuột ra ngoài tầm kiểm soát.

Phân tích của chúng ta cho thấy rằng các nhà hoạch định chính sách Hoa Kỳ có ít nhiều không gian để điều khiển. Với không gian tài khoá gần 170 điểm phần trăm và lãi suất sống sót (là lãi suất trái phiếu kho bạc 10 năm) gần 9 phần trăm, Hoa Kỳ vẫn giữ một khoảng cách xa có ý nghĩa so với các vấn đề ngân sách đáng kể. Nói như vậy không có nghĩa là các nhà hoạch định chính sách Hoa Kỳ có thể tự mãn. Ứng với thâm hụt ngân sách bằng 8,5 phần trăm GDP trong năm tài khoá 2011 và thâm hụt lớn khả dĩ trong vài năm thậm chí trong những giả định lạc quan nhất, không gian tài khoá này sẽ nhanh chóng thu hẹp. Do đó, các nhà hoạch định chính sách phải tuân theo thỏa thuận đạt được hồi mùa hè vừa qua để tăng trần nợ kho bạc.

Bảng 1: Ai có không gian tài khoá và ai không có

	Không gian tài khoá Tăng tỷ lệ nợ/GDP, điểm phần trăm	Lãi suất sống sót kỳ hạn 10 năm, giới hạn trên đối với trái phiếu kỳ hạn 10 năm, %
Hàn Quốc	243	> 10
Úc	232	> 10
Đài Loan	228	8.0
Luxembourg	226	8.2
New Zealand	221	> 10
Hong Kong	219	10.0
Singapore	217	7.9
Thụy Điển	213	7.4
Na Uy	207	> 10
Đan Mạch	194	8.3
Israel	189	> 10
Thụy Sĩ	189	6.6
Phần Lan	178	7.4
Hoa Kỳ	171	8.7
Hà Lan	163	6.7
Canada	155	8.5
Đức	149	6.5
Anh	142	7.1
Áo	139	5.4
Pháp	127	5.5
Bỉ	120	7.2
Iceland	117	> 10
Tây Ban Nha	98	6.1

Nguồn: Moody's Analytics.

Nhưng phân tích của chúng ta cũng cho thấy rằng tuy cần phải tiết chế ngân sách đáng kể ở Hoa Kỳ, các nhà hoạch định ngân sách vẫn có thể chờ ít nhất thêm một năm nữa trước khi ban hành những biện pháp cần thiết để đạt được tính bền vững ngân sách. Hành động quá nhiều và quá nhanh thì không cần thiết mà cũng chẳng đáng mong đợi. Suy cho cùng, không gì có thể đẩy Hoa Kỳ tới giới hạn nợ nhanh hơn một cuộc suy thoái nữa.

Phương pháp luận không gian tài khoá và các kết quả được trình bày chi tiết trong bài báo này. Các kết quả được so sánh với xếp hạng nợ quốc gia của Moody's Investors Service (MIS) và xác suất vỡ nợ kỳ vọng từ các hợp đồng hoán đổi vỡ nợ tín dụng (gọi tắt là CDS – credit default swap) đối với nợ quốc gia. Sự hữu ích của phương pháp luận không gian tài khoá cũng được kiểm định thông qua xác định xem mô hình này giúp dự đoán chính xác đến mức nào các vấn đề nợ quốc gia hiện tại ở các nền kinh tế tiên tiến. Do các biến cố kinh tế và chính trị thay đổi nhanh chóng, phân tích không gian chính sách Moody's Analytics sẽ được cập nhật hàng tháng.

Không gian chính sách trên lý thuyết

Không gian chính sách được định nghĩa là chênh lệch giữa nợ thực tế của chính phủ và giới hạn nợ lý thuyết ngầm thể hiện qua hành vi của các nhà hoạch định chính sách trong lịch sử. Để xác định giới hạn nợ và không gian chính sách của một nước, ta bắt đầu bằng một sự kiện đơn giản; ấy là, một nước phải phát hành nợ bằng với chênh lệch giữa thanh toán lãi cho nợ hiện tại và cán

cân cơ bản (primary balance, viết tắt PB). Cán cân cơ bản là chênh lệch giữa thu ngân sách và chi ngân sách ngoài chi dịch vụ nợ. Mỗi quan hệ này có thể được biểu thị bằng phương trình:

$$\dot{D}_t = D_t r_t - PB_t \quad (1)$$

Trong đó \dot{D}_t là thay đổi mức nợ của một nước, hay giá trị phát hành nợ vào thời điểm t , r_t là lãi suất danh nghĩa, và PB_t là cán cân cơ bản.⁶ Phương trình này có thể viết lại theo tỷ trọng trong GDP:

$$\dot{d}_t = (r_t - g_t)d_t - pb_t \quad (2)$$

Trong đó \dot{d}_t là thay đổi tỷ lệ nợ trên GDP, pb_t là tỷ lệ cán cân cơ bản trên GDP, và g_t là tăng trưởng GDP danh nghĩa của đất nước. $(r_t - g_t)d_t$ là thanh toán lãi vay điều chỉnh theo tăng trưởng của đất nước.

Chính phủ chịu trách nhiệm chung trong việc quản lý các sự vụ ngân sách. Khi tỷ lệ nợ trên GDP – ta vẫn gọi là tải suất nợ – thấp và có thể quản lý, họ phản ứng một cách hợp lý trước tình trạng thâm hụt gia tăng thông qua thắt lưng buộc bụng (tiết chế ngân sách), bình ổn tải suất nợ ở mức phải chăng. Những chi phí to lớn đi kèm với chiến tranh, thiên tai hay ngay cả khủng hoảng tài chính có thể dẫn đến tăng mạnh tải suất nợ, nhưng miễn là họ phản ứng bằng kỹ cương ngân sách, họ có thể bình ổn tình hình ngân sách.

Tuy nhiên, có một điểm mà ở đó tỷ lệ nợ trên GDP của đất nước và thanh toán lãi vay tăng cao đến mức các nhà hoạch định chính sách dễ bị cám dỗ bỏ cuộc. Điều này có thể xảy ra khi tỷ trọng thu nhập quốc gia dành để nộp thuế trở nên quá nặng nề, hay việc cắt giảm chi tiêu chính phủ gia tăng quá nghiêm trọng đến mức thuế cao hơn nữa hay cắt giảm chi tiêu hơn nữa sẽ gặp phải sự chống đối kịch liệt. Chính phủ đứng trước sự chọn lựa của Hobson: Chính phủ có thể áp đặt khắt khốc ngân sách, nhưng có nguy cơ gây náo động và đe dọa công việc của chính phủ; hoặc là chính phủ có thể vỡ nợ và tranh thủ cơ hội với các chủ nợ.

Động học này được xác định bởi mối quan hệ giữa hàm phản ứng của cán cân cơ bản của chính phủ và đường thanh toán lãi vay điều chỉnh theo tăng trưởng. Hàm phản ứng của cán cân cơ bản được biểu thị bằng phương trình:⁷

$$pb_i = A_i + F(d_i, x_i) + \varepsilon_i, \quad (3)$$

trong đó pb_i là tỷ lệ cán cân cơ bản trên GDP của quốc gia i , d_i là tỷ lệ nợ công trên GDP, x_i là vector các yếu tố kinh tế cơ bản, cũng ảnh hưởng đến cán cân cơ bản, A_i là hằng số tùy theo quốc gia cụ thể, và ε_i là yếu tố ngẫu nhiên. Hàm phản ứng này có thể được tuyến tính hoá để trở thành:

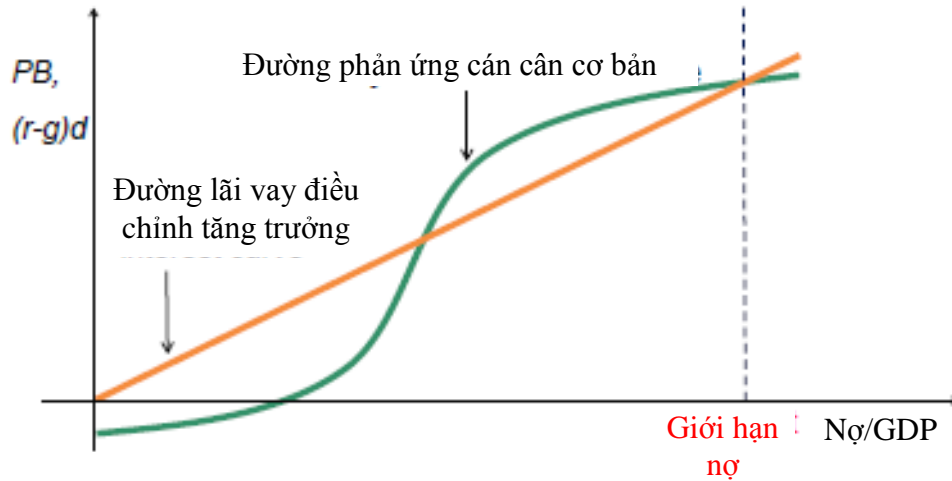
⁶ Do chính phủ vay nợ quốc gia thường phát hành trái phiếu với các ngày đáo hạn khác nhau, nên lãi suất r_t xác định sự biến thiên tỷ lệ nợ trên GDP thực tế sẽ là lãi suất hiệu dụng, hay giá trị tổng thanh toán lãi vay chia cho tổng nợ.

⁷ Một vài nghiên cứu thực nghiệm khác khởi nguồn cảm hứng cho mô hình của chúng tôi cũng có chung giả định này, như nghiên cứu của Bohn 1989, 'The Behavior of US. Public Debt and Deficits.' *Quarterly Journal of Economics*, 113 (3), 949-63; và Mendoza và Ostry 2008 'International Evidence on Fiscal Solvency: Is Fiscal Policy 'Responsible'?' *Journal of Monetary Economics*, 55 (6), 1081-93.

$$pb_i = a_i + x_i\gamma + f(d_i) + \varepsilon_i, \tag{4}$$

trong đó γ là vector các thông số tuyến tính xác định tác động của các yếu tố kinh tế cơ bản đối với cán cân cơ bản. Dựa vào phản ứng vừa mô tả của các nhà hoạch định chính sách trước sự thay đổi lãi suất nợ và các thực nghiệm hồi qui lặp lại, $f(d_i)$ được xấp xỉ gần đúng tốt nhất bằng một hàm bậc ba (xem biểu đồ 2). Biểu đồ 2 cũng trình bày đường thanh toán lãi vay điều chỉnh theo tăng trưởng $(r_t - g_t)d_t$.

Biểu đồ 2: Giới hạn nợ bộc lộ qua thị trường



Nguồn: Moody's Analytics.

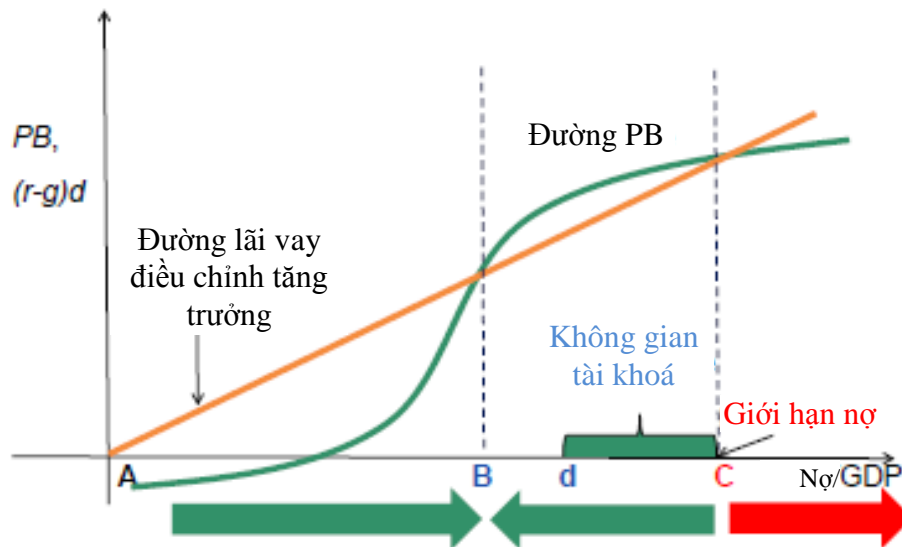
Đường phản ứng cán cân cơ bản và đường thanh toán lãi vay điều chỉnh theo tăng trưởng giúp ta xác định giới hạn nợ. Để thấy điều này, ta hãy giả sử rằng tỷ lệ nợ trên GDP của một nước nằm giữa B và C trong biểu đồ 3; cán cân cơ bản lớn hơn thanh toán lãi vay yêu cầu (đường PB nằm trên đường thanh toán lãi vay)⁸. Tình huống này tương ứng với trường hợp trong đó các nhà hoạch định chính sách lo lắng về lãi suất nợ cao của đất nước và phản ứng bằng cách tăng thuế hay ban hành các biện pháp chính sách tiết chế ngân sách. Thặng dư của cán cân cơ bản so với thanh toán lãi vay được dùng để trả bớt nợ và tỷ lệ nợ trên GDP giảm về điểm B, ứng với tỷ lệ nợ trên GDP ở trạng thái dừng. Chừng nào mà tỷ lệ nợ trên GDP của đất nước vẫn còn nằm giữa A và C, đất nước vẫn còn khả năng chi trả.

Tuy nhiên, nếu tỷ lệ nợ trên GDP quá cao đến mức nó nằm ngay điểm C, đất nước đang trên đường tiến tới tình trạng mất khả năng chi trả. Từ điểm C trở đi, đường cán cân cơ bản nằm bên dưới đường thanh toán lãi vay và chính phủ bị khoá vào một cái vòng lẩn quẩn của việc tài trợ bằng nợ: tổng thanh toán lãi vay yêu cầu, hiện đã cao hơn cán cân cơ bản, sẽ tăng thêm nếu phát hành nợ mới. Nhưng do chính phủ không muốn áp dụng các biện pháp tiết chế hay thắt chặt ngân sách, cán cân cơ bản không tăng lên được nữa và thậm chí còn có thể bắt đầu giảm sút. Để tránh vỡ nợ ngay tức thời, chính phủ phải phát hành thêm nợ nhằm lấp đầy khoảng cách dịch vụ nợ (thanh toán lãi và vốn vay). Nhưng cách làm này chỉ giúp trì hoãn điều không thể tránh khỏi, vì nó nới rộng hơn nữa khoảng cách tương lai giữa thanh toán lãi vay yêu cầu và cán cân cơ bản. Theo thời gian, tỷ lệ nợ trên GDP di chuyển dọc theo mũi tên màu đỏ trong biểu đồ 3 và tăng

⁸ Biểu đồ 3 là một phiên bản của biểu đồ giai đoạn trong phân tích động học, được suy ra từ phương trình (2) và (4) bằng cách giữ cho các yếu tố kinh tế cơ bản và lãi suất không đổi theo thời gian.

trường không giới hạn. C là giới hạn nợ hay vách đá ngân sách của quốc gia này. Khoảng cách giữa tỷ lệ nợ trên GDP hiện tại (d trong biểu đồ 3) và giới hạn nợ bằng với không gian tài khoá của quốc gia.⁹

Biểu đồ 3: Động học nợ quốc gia

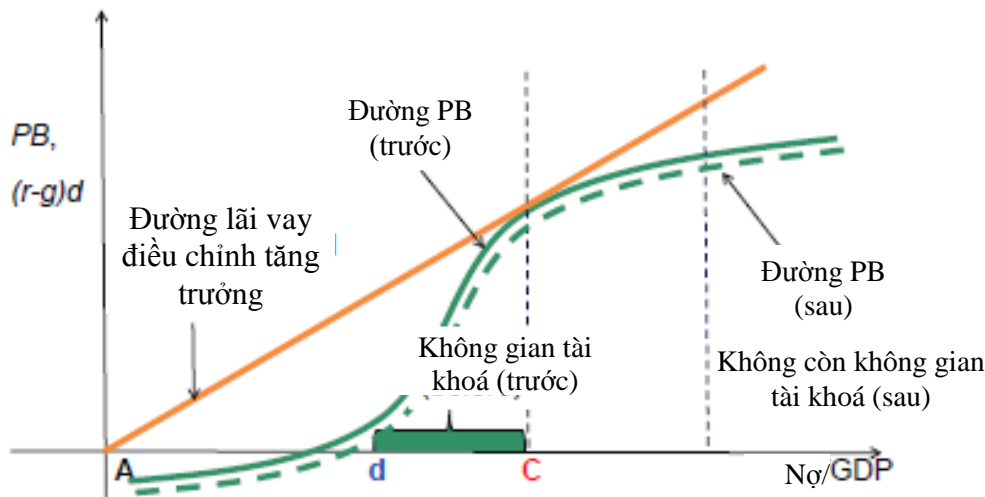


Nguồn: Moody's Analytics.

Một đặc điểm rất quan trọng của không gian tài khoá là nó có thể thu hẹp đột ngột khi tình hình thay đổi. Ta hãy xem tình huống trong biểu đồ 4 như một ví dụ: Giả sử trước khi các yếu tố kinh tế cơ bản của đất nước bị xấu đi, đường phản ứng cân cơ bản là đường liền nét, và giới hạn nợ là ở điểm C. Biết rằng đất nước có tỷ số nợ trên GDP ở điểm d, thì đất nước vẫn có không gian tài khoá dương. Nhưng nếu tình trạng xấu đi của yếu tố kinh tế cơ bản làm đẩy đường phản ứng cân cơ bản xuống dưới thì sao? Đất nước bất thành lĩnh nhận thấy giờ đây không gian tài khoá không còn nữa! Bây giờ đường cân cơ bản nằm dưới đường thanh toán lãi vay ở mọi điểm và tỷ số nợ trên GDP tăng vượt ra ngoài tầm kiểm soát.

⁹ Nếu thế giới chúng ta đang sống cũng chắc chắn như trong biểu đồ 3, thì chỉ có dấu của không gian tài khoá là quan trọng: nếu không gian tài khoá có dấu dương, tỷ lệ nợ quốc gia trên GDP sẽ tiến tới trạng thái dừng B ngay cả nếu nó chỉ cách 1 điểm phần trăm so với giới hạn nợ. Nói cách khác, giá trị của không gian tài khoá không quan trọng miễn là nó có giá trị dương. Trong một thế giới thực tế hơn và bấp bênh hơn, đường cân cơ bản dịch chuyển đi lên và đi xuống do sự di chuyển ngẫu nhiên của các yếu tố kinh tế cơ bản và số hạng sai số ngẫu nhiên, và không gian tài khoá ít hơn có nghĩa là rủi ro cao hơn.

Biểu đồ 4: Không gian tài khoá có thể thu hẹp đột ngột



Nguồn: Moody's Analytics.

Ước lượng không gian tài khoá

Hàm phản ứng cân cơ bản được ước lượng cho 30 quốc gia thông qua sử dụng hồi qui bảng với dữ liệu trong giai đoạn 1985-2007. Sau khi kiểm định nhiều biến số kinh tế và nhân khẩu học trong phân tích hồi qui, các biến sau đây cuối cùng được xác định là hữu ích nhất trong việc giải thích những thay đổi của tỷ số cân cơ bản trên GDP:

- Các giá trị trễ của tỷ số nợ trên GDP dưới dạng tuyến tính, bậc hai và bậc ba;
- Hồ cách sản lượng thực, được định nghĩa là chênh lệch phần trăm giữa Log GDP thực và Log GDP tiềm năng. Đối với một số nước, GDP tiềm năng được định nghĩa là GDP xu hướng được tính bằng công cụ lọc Hodrick-Prescott;
- Hồ cách chỉ tiêu chính phủ thực, được định nghĩa là chênh lệch của tỷ số chi tiêu trên GDP thực tế và GDP xu hướng được tính bằng công cụ lọc Hodrick-Prescott;
- Bình quân di động trễ của tỷ số của tổng kim ngạch xuất nhập khẩu trên GDP;
- Tỷ lệ dân số phụ thuộc dự báo cho tương lai; và
- Giá dầu thực (chỉ đối với các nước xuất khẩu dầu).

Các kết quả hồi qui ảnh hưởng cô định được trình bày trong bảng 2. R^2 là 0,90, về mặt sự phạm có nghĩa là mô hình có thể giải thích 90 phần trăm sự biến động cân cơ bản của đất nước. Gần như tất cả các hệ số đều bác bỏ giả thiết không ở mức ý nghĩa 5 phần trăm.

Bảng 2: Hồi qui cán cân cơ bản theo ảnh hưởng cố định của các yếu tố kinh tế cơ bản*Biến phụ thuộc: Tỷ số cán cân cơ bản trên GDP**Mẫu: từ năm 1985 đến 2007**Số quan sát bao hàm: 23**Dữ liệu chéo (dữ liệu đồng đại) bao gồm: 30 nền kinh tế tiên tiến theo định nghĩa của IMF**Tổng số quan sát tập hợp (không cân đối): 391*

	Hệ số	Sai số chuẩn	Trị thống kê t	Trị P
Tỷ lệ nợ/GDP trễ	-0.047	0.062	-0.755	0.451
Bình phương tỷ lệ nợ/GDP trễ	0.001	0.001	1.912	0.057
Lập phương tỷ lệ nợ/GDP trễ	0.000	0.000	-2.017	0.045
Hố cách sản lượng	0.565	0.046	12.350	0.000
Hố cách chi tiêu	-0.368	0.024	-15.317	0.000
Biến giá nước xuất khẩu dầu*log của giá dầu thực	2.901	0.897	3.233	0.001
Chỉ số mở cửa ngoại thương trễ	0.023	0.013	1.818	0.070
Tỷ lệ dân số phụ thuộc	-0.929	0.319	-2.910	0.004
Tỷ lệ dân số phụ thuộc kỳ hạn 20 năm	-0.436	0.225	-1.943	0.053
R bình phương	0.90			
R bình phương hiệu chỉnh	0.89			
Sai số chuẩn của phép hồi qui	1.14			
Tổng số dư bình phương	459.97			
Log thích hợp	-586.57			
Trị thống kê F	82.55			
Prob(thống kê F)	0.00			
Trung bình biến phụ thuộc	1.25			
Độ lệch chuẩn biến phụ thuộc	3.46			
Tiêu chí thông tin Akaike	3.20			
Tiêu chí Schwartz	3.61			
Tiêu chí Hannan-Quinn	3.37			
Tiêu chí Durbin-Watson	1.67			

Ghi chú: Do thiếu số liệu, San Marino là nền kinh tế tiên tiến theo định nghĩa của IMF duy nhất bị loại khỏi phép hồi qui.

Nguồn: Moody's MIS, Moody's Analytics, IMF Economic Outlook, World Bank, Census Bureau.

Các kết quả hồi qui có ý nghĩa trực quan. Mỗi quan hệ giữa cán cân cơ bản và hố cách sản lượng là quan hệ đồng biến. Hố cách sản lượng tiêu biểu cho chênh lệch giữa GDP thực tế và GDP tiềm năng của nền kinh tế - nghĩa là GDP nhất quán với một nền kinh tế toàn dụng lao động, có lạm phát ổn định và thấp. Trong những thời kỳ thịnh vượng kinh tế, khi hố cách sản lượng có giá trị dương và nền kinh tế hoạt động trên mức tiềm năng, chính phủ thu được nhiều thuế hơn, và chi tiêu chính phủ cho bảo hiểm thất nghiệp và các chương trình nghịch chu kỳ khác sẽ giảm. Cán cân cơ bản cải thiện. Trong những thời kỳ suy thoái, khi hố cách sản lượng có giá trị âm, cán cân cơ bản bị xấu đi.

Hố cách chi tiêu chính phủ có mối quan hệ nghịch biến với cán cân cơ bản. Hố cách chi tiêu phản ánh chi tiêu chính phủ trên GDP thực tế so với xu hướng điều chỉnh theo chu kỳ kinh tế. Hố cách chi tiêu sẽ tăng do chi tiêu nhất thời để tài trợ chiến tranh và cứu trợ thiên tai cũng như các thảm họa nhân tạo. Hố cách chi tiêu cao hơn sẽ dẫn đến tình trạng xấu đi của cán cân cơ bản.

Đất nước càng mở cửa với nền kinh tế toàn cầu thì càng có nhiều khả năng đất nước sẽ chịu kỷ luật ngân sách và hoạt động với cán cân cơ bản càng lớn. Các nhà hoạch định chính sách ở các nền kinh tế mở thừa nhận sự phụ thuộc của họ vào các nhà đầu tư toàn cầu và hoạt động thương mại, và theo ý nghĩa đó, họ có động cơ hơn để duy trì một bảng cân đối kế toán vững chắc. Độ mở cửa của một đất nước được đo lường bằng tỷ số của tổng kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu trên GDP.

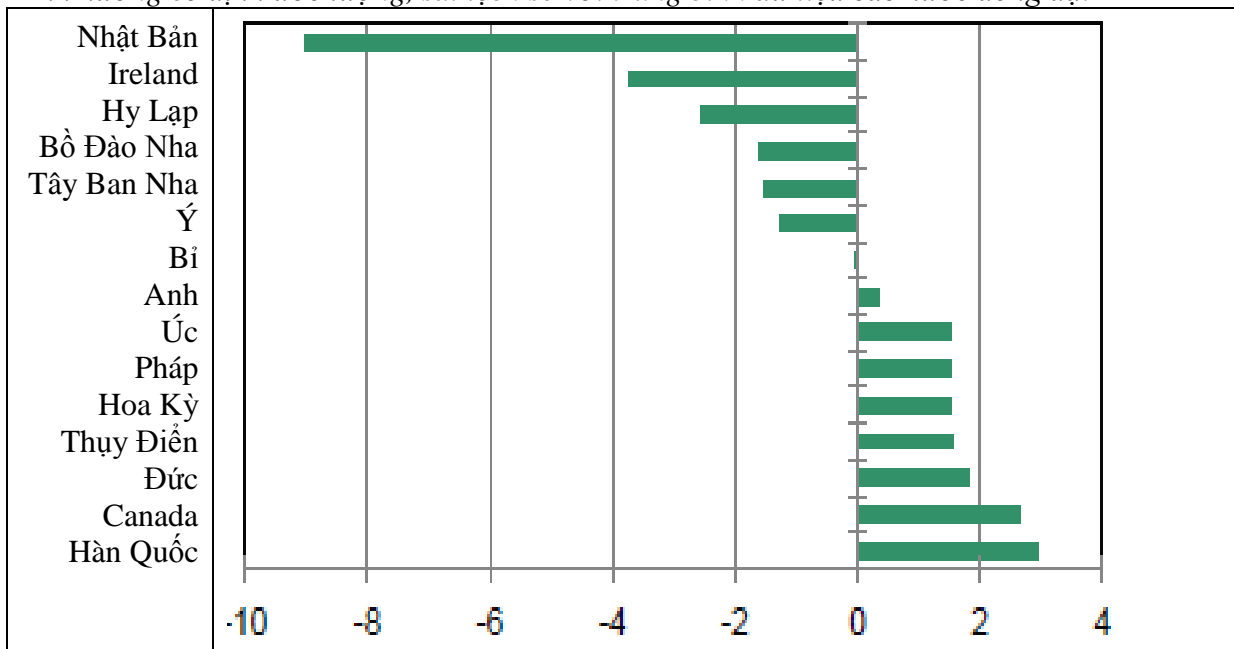
Hầu hết các nước xuất khẩu dầu đều dựa nhiều vào nguồn thu tạo ra từ việc đánh thuế ngành dầu để tài trợ cho các hoạt động của chính phủ. Vì thế, giá dầu càng cao càng nhanh chóng làm cho cán cân cơ bản trở nên tốt hơn.

Tỷ lệ dân số phụ thuộc – nghĩa là tỷ trọng dân số trên 65 tuổi và dưới 15 tuổi – là một biến đại diện tốt cho những nghĩa vụ phát sinh mà nhiều nước đang phải chật vật lo liệu. Các nền kinh tế phát triển với nền dân số đang già đi cần phải dành nguồn lực công ngày càng nhiều cho việc chăm sóc y tế, trong khi các nền kinh tế mới nổi với dân số trẻ hơn cần đầu tư nhiều hơn vào giáo dục: Tỷ lệ dân số phụ thuộc càng cao, cán cân cơ bản càng âm.

Tất cả các đặc điểm quốc gia khác ảnh hưởng đến sự thận trọng ngân sách như cơ cấu chính trị của đất nước, sắc thái ý thức hệ của các đảng phái chính, v.v... được thể hiện qua số hạng ảnh hưởng cố định trong hồi qui bảng. Các ảnh hưởng cố định có thể được xem đại khái như một số đo về tính thận trọng ngân sách của một nước. Chẳng lạ gì, những nước hiện đang có khủng hoảng nợ quốc gia là những nước mà qua số đo này cho thấy họ kém thận trọng hơn về mặt ngân sách (xem biểu đồ 5). Và cũng chẳng lạ gì, những nước thận trọng nhất về mặt ngân sách là: Hàn Quốc, Canada, Đức và Thụy Điển. Có lẽ khá ngạc nhiên khi ta nhìn nhận dưới góc độ những chua cay chính trị gần đây: các nhà hoạch định chính sách Hoa Kỳ cũng được cho là thận trọng về mặt ngân sách đây.

Biểu đồ 5: Khuynh hướng thận trọng ngân sách

Ảnh hưởng cố định ước lượng, sai lệch so với trung bình dữ liệu các nước đồng đại

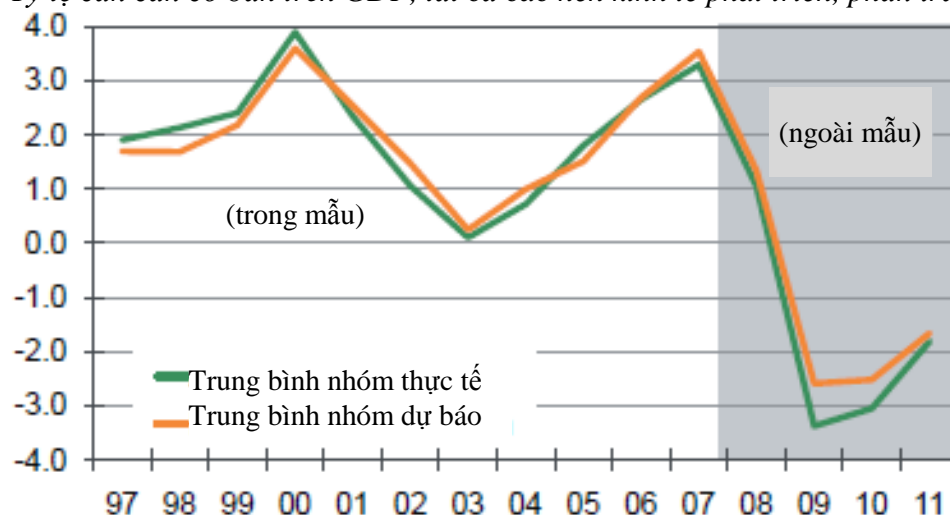


Nguồn: Moody's Analytics.

Mô hình cán cân cơ bản đạt kết quả tốt trong các kiểm định giá trị trong mẫu và ngoài mẫu (xem biểu đồ 6). Trị trung bình trong mẫu của các giá trị thích hợp của tỷ số cán cân cơ bản trên GDP của tất cả các nền kinh tế phát triển theo sát trị trung bình lịch sử thực tế từ năm 1997 đến 2007. Trong kiểm định ngoài mẫu cho giai đoạn từ 2008 đến 2011, trị trung bình của các giá trị thích hợp phản ánh đúng đắn sự sụt giảm mạnh trị trung bình thực tế trong thời kỳ suy thoái vừa qua. Khi trị trung bình thực tế chạm đáy vào năm 2011, trị trung bình thích hợp cũng đi lên.¹⁰

¹⁰ Nói chung, các kết quả kiểm định giá trị mô hình bên ngoài mẫu luôn luôn tệ hơn so với các kết quả kiểm định giá trị mô hình trong mẫu.

Biểu đồ 6: Kiểm định giá trị mô hình trong mẫu và ngoài mẫu
 Tỷ lệ cán cân cơ bản trên GDP, tất cả các nền kinh tế phát triển, phần trăm



Nguồn: Moody's Analytics.

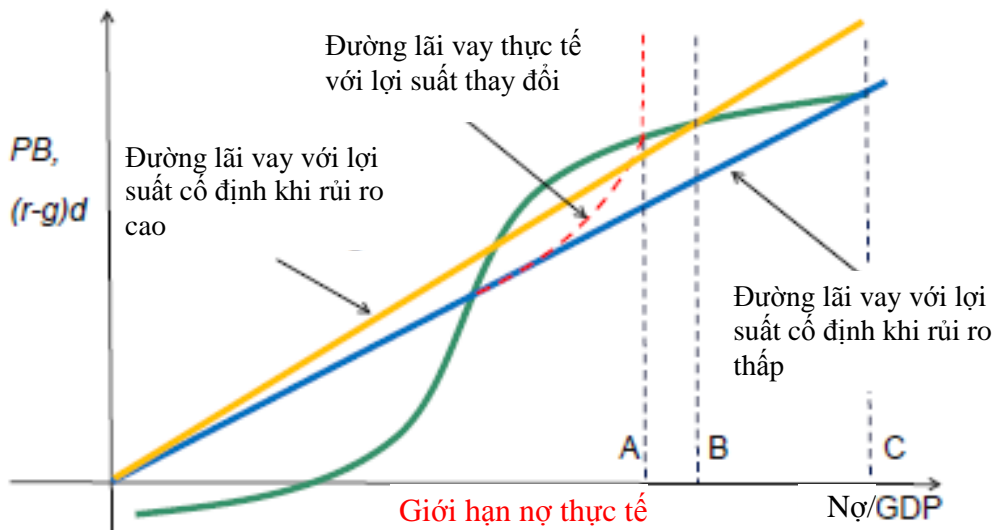
Lãi suất thị trường và lãi suất nội sinh

Một điểm phức tạp đáng kể khi thực hiện mô hình không gian tài khoá là việc chọn lựa lãi suất sử dụng trong việc tính toán các khoản thanh toán lãi tương lai của một nước. Sử dụng dự báo lãi suất thị trường sẽ có thể ước lượng quá cao không gian tài khoá của đất nước.¹¹ Đó là vì lãi suất sẽ tăng vừa phải theo sự gia tăng tỷ số nợ trên GDP khi tỷ số nợ trên GDP thấp. Nhưng rõ ràng là khi tỷ số nợ trên GDP tiến gần tới giới hạn nợ, thì lãi suất sẽ tăng nhanh hơn vì các nhà đầu tư sẽ đòi hỏi lợi suất cao hơn để đền bù cho rủi ro vỡ nợ. Nếu người ta thấy rõ ràng là đất nước sẽ vỡ nợ, lãi suất sẽ lên đỉnh.

Vì thế, việc sử dụng dự báo lãi suất thị trường để tính không gian tài khoá tương đối an toàn của đất nước xem ra sẽ dẫn đến ước lượng quá cao không gian tài khoá thực tế. Ví dụ như trong biểu đồ 7, nếu lãi suất thị trường được sử dụng để xác định rủi ro vỡ nợ khi rủi ro vỡ nợ được cho là thấp (đường màu xanh), thì giới hạn nợ tính được ở điểm C trong khi giới hạn nợ thực tế là ở điểm A. Không gian tài khoá đã được ước lượng cao thêm một đoạn từ A đến C.

¹¹ Lãi suất thị trường hiện tại và tương lai cũng như cơ cấu nợ quốc gia đều ảnh hưởng đến lãi suất hiệu dụng tương lai dùng để xác định các khoản thanh toán lãi tương lai của đất nước.

Biểu đồ 7: Lãi suất tăng khi sự kết thúc đang đến gần



Nguồn: Moody's Analytics.

Mô hình không gian tài khoá giải quyết vấn đề này bằng cách ước lượng không gian tài khoá dựa vào dự báo lãi suất thị trường cùng với cái gọi là lãi suất xác định nội sinh. Lãi suất nội sinh được suy ra từ điều kiện mua bán hưởng chênh lệch tiêu chuẩn của những nhà đầu tư trung tính với rủi ro:

$$r_t^* = E(\tilde{r}_t) \tag{5}$$

Trong đó r_t^* là suất sinh lợi phi rủi ro mà người ta có thể đầu tư, và \tilde{r}_t là suất sinh lợi ngẫu nhiên của một tài sản rủi ro.

Đối với một nhà đầu tư trung tính với rủi ro đang xem xét một trái phiếu chính phủ rủi ro, suất sinh lợi kỳ vọng từ tài sản là:

$$E(\tilde{r}_t) = r_t (1 - PD_t) + (RR_t - 1)PD_t \tag{6}$$

Trong đó r_t là lợi suất trái phiếu chính phủ. PD_t là xác suất đất nước sẽ bị vỡ nợ, và RR_t là tỷ lệ thu hồi nợ sau khi vỡ nợ. Ứng với PD_t , RR_t và lãi suất phi rủi ro r_t^* cho trước, ta có thể suy ra lãi suất xác định giới hạn nợ bằng cách sử dụng các phương pháp bảng số phi tuyến tính. Đây là lãi suất nội sinh.

Không gian tài khoá của đất nước được tính bằng lãi suất thị trường có thể khác với không gian tài khoá được tính bằng lãi suất nội sinh. Kết quả theo lãi suất nội sinh không nhất thiết ưu việt hơn kết quả theo lãi suất thị trường, nhất là khi đất nước vốn dĩ đã bị các nhà đầu tư xem là rủi ro. Kết quả theo lãi suất thị trường có thể chính xác hơn khi tâm lý tập thể của các nhà đầu tư hoà với tác động của nhiều vấn đề ảnh hưởng đến lãi suất nội sinh được xác định bằng mô hình.¹²

¹² Trong biểu đồ 7, nếu ta sử dụng đường màu cam tương ứng với rủi ro vỡ nợ cao hơn khi tính toán, thì giới hạn nợ sẽ ở điểm B và sự thiên lệch hướng lên từ giới hạn nợ thực tế A sẽ bằng chênh lệch giữa B và A. Sự thiên lệch này nhỏ hơn so với sự thiên lệch thể hiện qua chênh lệch giữa C và A khi sử dụng đường màu xanh tương ứng với rủi ro vỡ nợ thấp hơn.

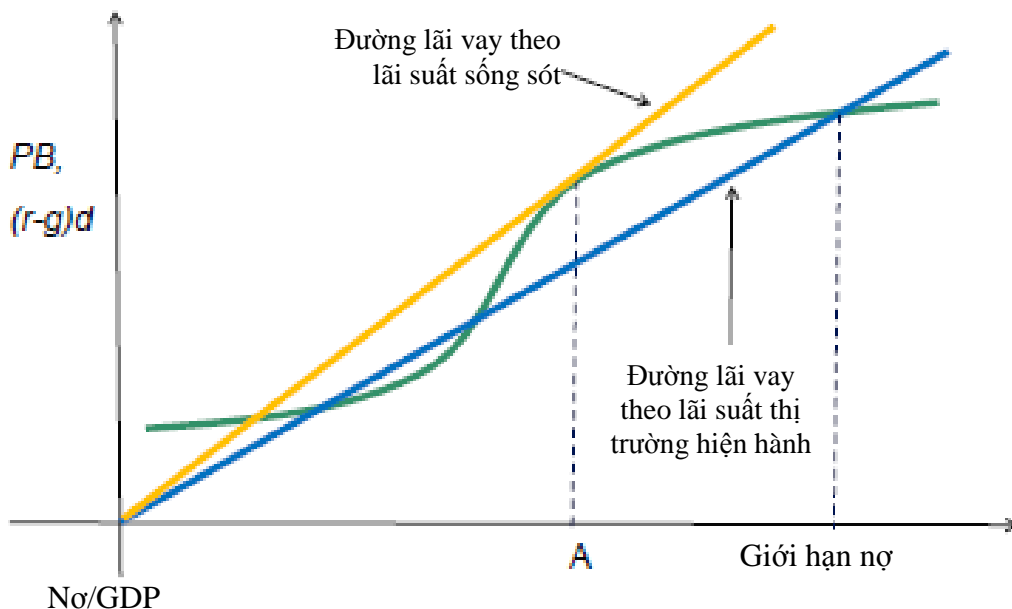
Hơn nữa, việc tính toán lãi suất nội sinh phụ thuộc vào các giả định về kỳ vọng của các nhà đầu tư đối với xác suất vỡ nợ, tỷ lệ thu hồi, và lãi suất phi rủi ro, tất cả những yếu tố này vốn dĩ ta đều không biết. Nếu giới hạn nợ suy ra từ lãi suất nội sinh cao hơn so với giới hạn nợ theo lãi suất thị trường, thì hoặc là mô hình lãi suất nội sinh không nắm bắt được đầy đủ thực tế, hoặc là các nhà đầu tư toàn cầu phản ứng thái quá. Cần phân tích sâu xa hơn trước khi xác định kết luận nào chính xác hơn.

Lãi suất sống sót

Cái gọi là lãi suất sống sót đối với một đất nước cũng có thể được suy ra từ phân tích không gian tài khoá. Lãi suất sống sót là lãi suất nợ quốc gia dài hạn danh nghĩa để đất nước có thể sống sót được mà không bị rơi vào cái vòng lẩn quẩn trong đó tiền trả lãi vay tăng dần làm mất đi khả năng trả nợ của đất nước, cuối cùng dẫn đến vỡ nợ nếu không có hành động chính sách ngân sách khác thường.

Lãi suất sống sót được tính thông qua nâng cao lãi suất nợ quốc gia, và vì thế làm nâng cao đường lãi vay điều chỉnh tăng trưởng, cho đến khi đường lãi suất tiếp xúc với đường cân cơ bản. Trong biểu đồ 8, sự tiếp xúc này xảy ra ở điểm A.

Biểu đồ 8: Tìm lãi suất sống sót



Nguồn: Moody's Analytics.

Đối với những nước hiện có tải suất nợ rất thấp và đã chứng tỏ mức độ thận trọng ngân sách cao trong quá khứ, trên lý thuyết, lãi suất sống sót có thể lên đến hai chữ số. Trên thực tế, các nhà đầu tư có thể sợ hãi nếu lãi suất lên cao đến thế. Những nước này sẽ khôn khéo vì khủng hoảng thanh khoản từ lâu trước khi lãi suất tăng lên đến mức lãi suất sống sót rất cao đó. Thật vậy, trong phân tích, ta giả định rằng điều này sẽ xảy ra khi lãi suất thị trường tăng lên trên 10 phần trăm.

Điều quan trọng cần lưu ý là chính phủ sẽ không có xu hướng vỡ nợ nếu lãi vay của họ chỉ gia tăng tạm thời trên mức lãi suất sống sót. Lãi suất thị trường phải cao hơn lãi suất sống sót một cách dai dẳng thì điều này mới xảy ra.

Lãi suất sống sót cũng phụ thuộc vào triển vọng lạm phát dài hạn: Lạm phát dài hạn càng cao, lãi suất sống sót càng cao. Điều này không có nghĩa là đất nước có thể giảm nợ nhờ lạm phát; lạm phát bất ngờ có thể giúp giảm giá trị thực của nợ, nhưng một khi chính phủ đã có một quá trình lạm phát lâu dài, các thị trường trái phiếu sẽ đưa kỳ vọng lạm phát vào lãi suất cho vay khi đất nước tái tục nợ. Vì thế, gánh nặng nợ thực sẽ không trở nên dễ dàng quản lý.

Kiểm định giá trị không gian tài khoá

Để kiểm định giá trị các kết quả, mô hình không gian tài khoá được mô phỏng để xác định xem thử mô hình giúp dự đoán cuộc khủng hoảng nợ quốc gia khu vực đồng euro như thế nào. Mô hình được mô phỏng như thể ta đang ở vào khoảng giữa của thập niên vừa qua, trước khi có khủng hoảng tài chính và suy thoái. Các phép mô phỏng được thực hiện bằng số liệu lịch sử thực tế, để cô lập những sai số hoàn toàn do mô hình, và số liệu kinh tế dự báo.

Các kết quả thật hài lòng. Hy Lạp và Bồ Đào Nha là những ví dụ điển hình. Trong phép mô phỏng sử dụng dữ liệu kinh tế thực tế, cả hai nước bắt đầu cạn kiệt không gian tài khoá vào giữa thập niên vừa qua; năm 2006, hai nước không còn không gian tài khoá nữa (xem biểu đồ 9). Nói cách khác, mô hình không gian tài khoá dự đoán rằng hai nước này sẽ vỡ nợ trừ khi các nhà hoạch định chính sách thực hiện những biện pháp tiết chế ngân sách chưa từng có hay được ứng cứu. Hơn nữa, mô hình không gian tài khoá phát tín hiệu mạnh vào cuối năm 2007 cho thấy Iceland, Ireland, Ý và Tây Ban Nha đều có rủi ro vỡ nợ nghiêm trọng nếu không có sự thay đổi chính sách lớn hay không có sự cứu trợ (xem bảng 3).¹³

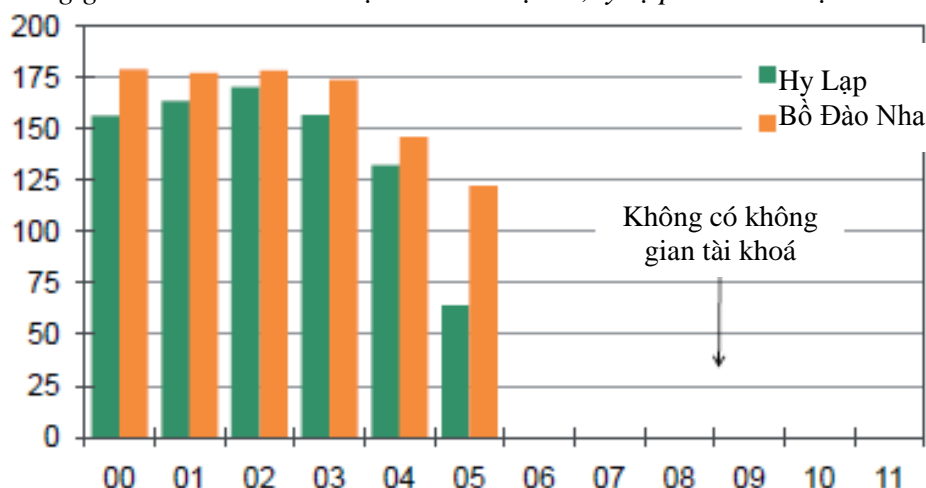
Để giải thích các sai số trong dự báo kinh tế, mô hình không gian tài khoá được mô phỏng ứng với giả định rằng các dự báo là sai ở mức độ nhất quán với sai số dự báo hiện nay của Moody's Analytics.¹⁴ Khi sai số dự báo bằng 1 độ lệch chuẩn, mô hình không gian tài khoá bắt đầu báo hiệu những vấn đề trực trặc ngân sách trong khu vực đồng euro ngay từ năm 2004. Khi sai số dự báo lên đến 1,96 độ lệch chuẩn, mô hình không còn báo hiệu trực trặc ở Tây Ban Nha và Iceland, nhưng cảnh báo các vấn đề trực trặc ở những nước khác thuộc khu vực đồng euro ngay từ năm 2006.

¹³ Một nhắc nhở quan trọng cho kiểm định giá trị mô hình này là hàm phản ứng cân bằng thanh toán cơ bản của nhiều nước có thể đã thay đổi từ khoảng giữa thập niên vừa qua.

¹⁴ Tuy rằng chúng ta muốn sử dụng dự báo kinh tế quốc gia thực tế vào giữa thập niên 2000 để kiểm định mô hình không gian tài khoá, điều này không thể thực hiện được vì các dự báo đó không được lưu trữ. Ngoài ra, các mô hình kinh tế lượng hiện đang được Moody's Analytics thực hiện để dự báo cho các nước chỉ mới được triển khai rất gần đây. Các mô hình này hết sức khác biệt so với những mô hình từng được sử dụng vào khoảng giữa thập niên vừa qua.

Biểu đồ 9: Không gian tài khoá của Hy Lạp và Bồ Đào Nha

Không gian tài khoá với số liệu kinh tế thực tế, tỷ lệ phần trăm nợ trên GDP



Nguồn: Moody's Analytics.

Bảng 3: Thời điểm cảnh báo sớm nhất cho khủng hoảng nợ quốc gia châu Âu

	Tình huống 1 Dữ liệu kinh tế thực tế	Tình huống 2 Độ lệch chuẩn 1 về phía sai Xác suất sai lầm về cùng phía bằng hay lớn hơn = 16%	Tình huống 3 Độ lệch chuẩn 1,96 về phía sai Xác suất sai lầm về cùng phía bằng hay lớn hơn = 2,5%
Hy Lạp	Tháng 12-2005	Tháng 12-2005	Tháng 12-2006
Iceland	Tháng 12-2007	Tháng 12-2008	--
Ireland	Tháng 12-2005	Tháng 12-2005	Tháng 12-2006
Ý	Tháng 12-2004	Tháng 12-2004	Tháng 12-2006
Bồ Đào Nha	Tháng 12-2006	Tháng 12-2007	Tháng 12-2007
Tây Ban Nha	Tháng 12-2007	Tháng 12-2008	--

Ghi chú: Độ lệch chuẩn của sai số dự báo được ước lượng từ sai số dự báo lưu trữ hiện có cho tất cả các nước từng được Moody's Analytics dự báo.

-- có nghĩa là vấn đề nợ quốc gia của đất nước không được nắm bắt trong tình huống.

Các kết quả không gian tài khoá

Trong số 30 nước bao hàm trong phân tích không gian tài khoá, năm nước đã cạn kiệt hoàn toàn không gian tài khoá dựa vào dự báo kinh tế của Moody's Analytics và lãi suất thị trường (xem bảng 4). Ứng với các sự kiện hiện nay, ta chẳng lạ gì những nước này là Hy Lạp, Ireland, Ý, Nhật Bản, và Bồ Đào Nha.

Hy Lạp thực chất đã vỡ nợ rồi, khi các nhà đầu tư tư nhân vào nợ quốc gia Hy Lạp được yêu cầu cắt giảm giá trị nắm giữ của họ xuống một nửa. Ireland và Bồ Đào Nha đã được ứng cứu, vay tiền từ quỹ bình ổn châu Âu. Ý không vỡ nợ hay được ứng cứu, nhưng các nhà hoạch định chính sách Ý hiện đang nôn nóng hoạt động để ban hành chính sách tiết chế ngân sách. Người ta không rõ liệu những nỗ lực này có đủ hay không, và Ý chắc chưa đến mức phải tìm kiếm sự cứu giúp của quỹ bình ổn hay Quỹ Tiền tệ Quốc tế. Nhật Bản chưa có biện pháp đáng kể nào để giải quyết các vấn đề ngân sách dài hạn, và vào lúc này không có nhiều áp lực tài chính để phải làm điều đó, nhưng phân tích không gian tài khoá cho thấy cuối cùng đất nước sẽ phải cân đến những hành động chưa từng có.

Bảng 4: Các kết quả không gian tài khoá

	Lãi suất thị trường				Lãi suất xác định nội sinh				Tăng trưởng GDP thực		Tăng trưởng GDP giảm phát		Lợi suất t/p dài hạn BQDD kỳ hạn 5 năm* Moody's Analytics
	Moody's Analytics		IMF		Moody's Analytics		IMF		Tăng trưởng hàng năm 5 năm		Tăng trưởng hàng năm 5 năm		
	Không gian tài khoá	Giới hạn nợ	Không gian tài khoá	Giới hạn nợ	Không gian tài khoá	Giới hạn nợ	Không gian tài khoá	Giới hạn nợ	Moody's Analytics	IMF	Moody's Analytics	IMF	
Úc	232	254	227	250	186	209	179	202	3.2	3.0	3.1	2.8	5.0
Áo	139	211	154	226	92	164	90	162	1.7	2.2	1.5	2.0	3.9
Bỉ	120	215	132	227	59	153	92	187	1.5	1.9	2.2	2.5	5.1
Canada	155	239	153	237	139	223	136	220	2.3	2.3	2.4	2.3	4.3
Đan Mạch	194	239	201	246	136	180	152	197	1.8	1.7	1.6	2.3	3.8
Phần Lan	178	228	187	238	121	171	147	197	2.1	2.4	2.2	2.5	4.4
Pháp	127	214	128	214	75	162	74	161	1.6	1.8	1.9	1.6	3.8
Đức	149	232	142	225	116	199	104	187	1.9	1.7	1.3	0.9	3.1
Hy Lạp	No space	No space	No space	No space	No space	No space	No space	No space	-0.7	0.0	1.9	0.5	13.6
Hong Kong	219	253	232	266	202	236	217	251	4.3	4.7	2.4	3.3	4.6
Iceland	117	218	117	218	84	185	84	185	2.8	2.8	3.0	3.0	8.9
Ireland	No space	No space	No space	No space	44	153	43	152	1.3	2.0	1.3	1.2	8.2
Israel	189	260	189	260	155	226	155	226	3.9	3.9	2.6	2.6	5.3
Ý	No space	No space	No space	No space	No space	No space	No space	No space	0.8	0.7	2.2	1.8	6.2
Nhật Bản	No space	No space	No space	No space	No space	No space	No space	No space	1.1	1.5	-0.2	-0.5	1.9
Hàn Quốc	226	246	232	252	174	194	185	205	2.4	3.0	2.0	1.8	3.3
Luxembourg	163	228	164	229	88	153	87	152	1.3	1.6	1.8	1.5	3.6
Hà Lan	221	256	220	256	178	214	178	213	3.1	2.8	2.9	2.9	5.5
New Zealand	207	262	209	264	177	232	179	234	1.9	2.1	2.6	2.6	4.8
Na Uy	No space	No space	No space	No space	No space	No space	No space	No space	0.2	0.4	2.1	1.4	9.9
Bồ Đào Nha	217	260	227	270	173	216	189	232	4.6	4.4	0.9	2.2	2.1
Singapore	243	275	245	277	227	259	229	261	4.3	4.1	2.8	3.1	6.5
Tây Ban Nha	98	166	110	177	90	158	88	156	1.5	1.5	1.7	1.7	6.1
Thụy Điển	213	249	227	263	121	157	165	201	2.8	3.4	1.7	2.3	2.6
Thụy Sĩ	189	242	189	241	143	196	142	194	1.6	1.8	1.3	1.0	2.2
Đài Loan	228	267	238	277	166	205	185	224	4.5	5.0	0.3	1.0	1.0
Anh	142	223	150	231	94	175	115	196	1.8	2.1	2.9	3.1	4.8
Hoa Kỳ	171	242	153	223	140	211	104	175	3.1	2.5	2.0	1.2	4.3

Ghi chú: Các kết quả trình bày trong bảng này dựa vào dữ báo từ Moody's Analytics và IMF.

* Lợi suất trái phiếu dài hạn, bình quân di động 5 năm; No space = Không còn không gian tài khoá.

Nguồn: IMF, Moody's Analytics.

Lãi suất sống sót của các nước này rất thấp, hay như trong trường hợp của Nhật Bản thậm chí còn có giá trị âm. Điều khá ngạc nhiên là lãi suất sống sót của Ý chỉ hơn 4 phần trăm. Lợi ích của nợ quốc gia Ý thời hạn 10 năm tăng lên hơn 7 phần trăm trong mấy tuần qua và hiện vẫn gần 6 phần trăm. Căn cứ theo phân tích này, các nhà hoạch định chính sách Ý sẽ cần phải làm việc vất vả và thể hiện một kỷ luật ngân sách chưa từng thấy để tránh một hình thức ứng cứu nào đó hoặc là vỡ nợ.

Bi và Tây Ban Nha còn lại phần nào không gian tài khoá nhưng không còn chỗ để có thể sai lầm. Phần lớn phụ thuộc vào triển vọng tăng trưởng kinh tế của các nước này. Không gian tài khoá rất nhạy cảm trước các yếu tố kinh tế cơ bản; các yếu tố kinh tế cơ bản chỉ cần xấu đi đôi chút thôi là đã có thể nhanh chóng làm giảm không gian tài khoá. Dựa vào kinh nghiệm lịch sử, điều khôn ngoan là duy trì nợ quốc gia sao cho ít nhất vẫn còn không gian tài khoá 125 điểm phần trăm. Cả Bi và Tây Ban Nha đều thấp dưới ngưỡng này, giả định rằng họ chỉ bị suy thoái nhẹ, kết thúc vào nửa sau năm tới. Nếu tình hình suy thoái nghiêm trọng hơn và kéo dài hơn, thì chút không gian tài khoá còn lại của họ cũng nhanh chóng bốc hơi. Hơn nữa, giả định rằng các nền kinh tế châu Âu hợp tác với nhau, các nhà hoạch định chính sách sẽ không phải thực hiện những biện pháp chính sách ngân sách chưa từng có, nhưng sự khắt khe ngân sách cần thiết sẽ hết sức đau thương.

Sự kiện Tây Ban Nha đang có khả năng thành công ngân sách rất mỏng manh cũng thể hiện rõ rệt qua lợi suất nợ quốc gia thời hạn 10 năm của họ gần 6 phần trăm. Chỉ vài tuần trước lợi suất này là hơn 6 phần trăm. Lợi suất này vẫn còn khá cao ở mức gần 5,5 phần trăm.

Pháp và Anh có đủ không gian tài khoá, nhưng các nhà hoạch định chính sách ở hai nước này phải hành động khôn ngoan. Với không gian tài khoá hơn 125 điểm phần trăm, các nước này có thể xoay xở qua cơn khủng hoảng hiện nay, nhưng chỉ khi tình trạng suy thoái kinh tế châu Âu ở mức vừa phải và ngắn ngủi như kỳ vọng. Nói cụ thể ra, nước Pháp xem ra dễ bị tổn thương trước viễn cảnh kinh tế. Rõ ràng, nếu khu vực đồng euro chỉ rạn nứt một chút thôi, các nước này sẽ phải có những biện pháp ngân sách chưa từng có để tránh vỡ nợ.

Hoa Kỳ và Đức vẫn còn không gian tài khoá đáng kể. Tuy Hoa Kỳ có thâm hụt ngân sách lớn hơn và tải suất nợ tương đối cao hơn so với Đức, triển vọng tăng trưởng của nước Mỹ vẫn đủ mạnh. Tăng trưởng GDP thực của Hoa Kỳ trong năm năm tới dự báo gần 3 phần trăm một năm, trong khi Đức dự kiến tăng trưởng gần 2 phần trăm một năm. Lãi suất sống sót của Hoa Kỳ là gần 9 phần trăm, cao hơn một cách có ý nghĩa so với lãi suất sống sót 6,5 phần trăm của Đức. Điều này phản ánh tiềm năng tăng trưởng cao hơn ở Mỹ, đồng thời cũng phản ánh triển vọng tăng trưởng dài hạn cơ bản cao hơn. Bất chấp vị thế ngân sách tốt hơn của hai nước này so với hầu hết các nước lớn khác, các nhà hoạch định chính sách Hoa Kỳ và Mỹ không có chỗ để tự mãn; thâm hụt và tải suất nợ đang gia tăng, và rủi ro tăng trưởng thấp hơn so với kỳ vọng vẫn cao một cách đáng ngại.

Những nước có không gian tài khoá nhiều nhất là hầu hết các nước Bắc Âu và các nền kinh tế châu Á nhỏ. Một số nước như Thụy Điển và Hàn Quốc từng trải qua những vấn đề trực tiếp ngân sách trong quá khứ nhưng biết học hỏi từ kinh nghiệm lịch sử. Các nước này nói chung có triển vọng tăng trưởng kinh tế vững chắc một phần do tài chính chính phủ có kỷ cương. Nhìn chung, lãi suất sống sót ở những nước này chỉ ít cũng có một chữ số cao.

Những nước có không gian tài khoá trên 125 điểm phần trăm khi tính bằng lãi suất thị trường thì có ít không gian tài khoá hơn khi tính bằng lãi suất xác định nội sinh. Điều này nhất quán

với lập luận trên đây. Việc tính toán không gian tài khoá tương đối cho những nước rủi ro cao sẽ hơi khác. Một số nước không có không gian tài khoá khi sử dụng lãi suất thị trường lại có không gian tài khoá dương khi sử dụng lãi suất xác định nội sinh. Kết quả này không phải theo đúng chiều hướng dự kiến, hoặc do mô hình không gian tài khoá không nắm bắt được mọi yếu tố mà các nhà đầu tư toàn cầu xem xét, hoặc do các nhà đầu tư toàn cầu quá bi quan.

Đối phó trước tình trạng không chắc chắn

Vì mô hình không gian tài khoá là sự trình bày thực tế một cách đơn giản hoá, nên các giá trị ước lượng giới hạn nợ và không gian tài khoá phụ thuộc vào tình trạng không chắc chắn đáng kể. Tình trạng không chắc chắn này có thể được đo lường và giải thích phần nào thông qua sự ra xác suất đất nước có một mức không gian tài khoá cho trước.¹⁵

Ví dụ, xác suất Hoa Kỳ có không gian tài khoá hơn 125 điểm phần trăm là gần 100 phần trăm (xem bảng 5). Nghĩa là, sử dụng dự báo kinh tế của Moody's Analytics cho nền kinh tế Hoa Kỳ và lãi suất thị trường, rất có thể Hoa Kỳ sẽ giải quyết được vấn đề ngân sách mà các nhà hoạch định chính sách không cần phải thực hiện những biện pháp ngân sách chưa từng được thực hiện trong lịch sử. Hoa Kỳ đã chứng tỏ quyết tâm chính trị trong quá khứ để giải quyết các vấn đề ngân sách. Tuy nhiên, xác suất Hoa Kỳ có không gian tài khoá trên 175 điểm phần trăm là gần 20 phần trăm, và xem ra không chắc rằng Hoa Kỳ có thể đạt được không gian tài khoá hơn 200 điểm phần trăm.

Nói khái quát hơn, nếu xác suất một nước có không gian tài khoá ở một mức cho trước là hơn 97,5 phần trăm, thì đất nước được cho là ít nhất có thể đạt được không gian tài khoá đó. Điều này nhất quán với khoảng tin cậy 95 phần trăm thường được sử dụng trong phân tích thống kê. Xác suất từ 84 phần trăm đến 97,5 phần trăm được xem là rất có khả năng xảy ra. Ngưỡng 84 phần trăm nhất quán với tính toán mà các ngân hàng sử dụng để bù đắp thua lỗ bất ngờ theo các qui định về vốn. Nói chung, các ngân hàng duy trì đủ vốn để bù đắp những thua lỗ có độ lệch chuẩn ít nhất lớn hơn 1 so với kỳ vọng; những thua lỗ có thể xảy ra với xác suất 84 phần trăm với giả định phân phối chuẩn. Những xác suất nằm giữa 16 phần trăm và 84 phần trăm được xem là hơi có khả năng xảy ra, và những xác suất dưới 16 phần trăm được gọi là không chắc xảy ra.

Xác suất của không gian tài khoá giúp ta đo lường xem một quốc gia có thể chống cự như thế nào trước một cú sốc bất ngờ như chiến tranh hay khủng hoảng tài chính. Ví dụ, ta có xác suất hơn 97,5 phần trăm rằng cả Bỉ và Na Uy đều có không gian tài khoá hơn 100 điểm phần trăm. Tuy nhiên, ta có xác suất gần 97 phần trăm rằng Na Uy có không gian tài khoá hơn 200 điểm phần trăm, trong khi xác suất Bỉ đạt được không gian tài khoá nhiều như thế là gần bằng 0 phần trăm. Nợ quốc gia Na Uy an toàn hơn nhiều trước hệ lụy ngân sách từ những biến cố bất lợi. Bỉ có khả năng chịu đựng kém hơn nhiều nếu có bất kỳ chuyện gì trục trặc xảy ra.

¹⁵ Các xác suất này được tính từ phân phối sai số mô hình của hàm phản ứng cân cân cơ bản.

Bảng 5: Xác suất duy trì không gian tài khoá trên một mức nhất định
Tháng 12-2011

	Không gian tài khoá > 0 (Xác suất)	Không gian tài khoá > 25 (Xác suất)	Không gian tài khoá > 50 (Xác suất)	Không gian tài khoá > 75 (Xác suất)	Không gian tài khoá > 100 (Xác suất)	Không gian tài khoá > 125 (Xác suất)	Không gian tài khoá > 150 (Xác suất)	Không gian tài khoá > 175 (Xác suất)	Không gian tài khoá > 200 (Xác suất)
Úc	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Áo	99	99	99	99	98	88	7	0	0
Bi	100	100	100	100	98	27	0	0	0
Canada	100	100	100	100	100	100	84	0	0
Đan Mạch	100	100	100	100	100	100	100	100	11
Phần Lan	100	100	100	100	100	100	100	67	0
Pháp	99	99	99	99	98	61	0	0	0
Đức	100	100	100	100	100	100	44	0	0
Hy Lạp	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Hong Kong	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Iceland	100	100	100	100	98	10	0	0	0
Ireland	1	1	0	0	0	0	0	0	0
Israel	100	100	100	100	100	100	100	100	0
Ý	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nhật Bản	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Hàn Quốc	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Luxembourg	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Hà Lan	100	100	100	100	100	100	96	1	0
New Zealand	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Na Uy	100	100	100	100	100	100	100	100	97
Bồ Đào Nha	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Singapore	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Tây Ban Nha	53	53	53	53	49	12	0	0	0
Thụy Điển	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Thụy Sĩ	100	100	100	100	100	100	100	99	1
Đài Loan	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Anh	100	100	100	100	100	97	10	0	0
Hoa Kỳ	100	100	100	100	100	100	100	21	0

Ghi chú: Màu nền – xanh là an toàn [97,5-100], vàng là thận trọng [84-97,5], cam là rủi ro đáng kể [16-84], đỏ là vô cùng rủi ro [0-16].

Nguồn: Moody's Analytics.

Gán các xác suất với các mức không gian tài khoá khác nhau cũng giúp ích cho những người sử dụng phân tích này với những mức độ ghét rủi ro khác nhau. Ví dụ, các tổ chức giám sát điều tiết ghét rủi ro sẽ tìm khuây khoả ở một nước có xác suất cao là sẽ đạt được một mức không gian tài khoá đáng kể, trong khi một nhà đầu tư năng nổ dám chấp nhận rủi ro xem ra không quan tâm nhiều đến điều này.

Không gian tài khoá, xếp hạng nợ quốc gia và CDS-EDF

Không gian tài khoá mang lại một phương pháp chọn lựa để đánh giá triển vọng vỡ nợ của một quốc gia. Các phương pháp bổ ích khác bao gồm xếp hạng nợ quốc gia và xác suất vỡ nợ ngầm ẩn suy ra từ các hợp đồng hoán đổi vỡ nợ tín dụng (CDS-EDF), nhất là các hợp đồng bảo hiểm mang lại sự bồi thường nếu con nợ vỡ nợ.

Không gian tài khoá có tương quan cao với thứ hạng tín dụng của Moody's Investor Service (xem bảng 6). Tất cả những nước có thứ hạng Aaa đều có không gian tài khoá hơn 125 điểm

phần trăm; những nước xếp hạng Baa hay thấp hơn có không gian tài khoá dưới 125 điểm phần trăm, và trong hầu hết các trường hợp đã cạn kiệt không gian tài khoá.

Bảng 6: So sánh không gian tài khoá và xếp hạng nợ quốc gia của Moody's Investors Service

Tháng 12-2011

	Không gian tài khoá Moody's ECCA	Xếp hạng ngoại tệ Moody's MIS	Triển vọng Moody's MIS	Xếp hạng nội tệ Moody's MIS	Triển vọng Moody's MIS
Hàn Quốc	243	A1	STA	A1	STA
Úc	232	Aaa	STA	Aaa	STA
Đài Loan	228	Aa3	STA	Aa3	STA
Luxembourg	226	Aaa	STA	Aaa	STA
New Zealand	221	Aaa	STA	Aaa	STA
Hong Kong	219	Aa1	POS	Aa1	POS
Singapore	217	Aaa	STA	Aaa	STA
Thụy Điển	213	Aaa	STA	Aaa	STA
Na Uy	207	Aaa	STA	Aaa	STA
Đan Mạch	194	Aaa	STA	Aaa	STA
Israel	189	A1	STA	A1	STA
Thụy Sĩ	189	Aaa	STA	Aaa	STA
Phần Lan	178	Aaa	STA	Aaa	STA
Hoa Kỳ	171	Aaa	NEG	Aaa	NEG
Hà Lan	163	Aaa	STA	Aaa	STA
Canada	155	Aaa	STA	Aaa	STA
Đức	149	Aaa	STA	Aaa	STA
Anh	142	Aaa	STA	Aaa	STA
Áo	139	Aaa	STA	Aaa	STA
Pháp	127	Aaa	STA	Aaa	STA
Bỉ	120	Aa1	RUR-	Aa1	RUR-
Iceland	117	Baa3	NEG	Baa3	NEG
Tây Ban Nha	98	A1	NEG	A1	NEG
Nhật Bản	No space	Aa3	STA	Aa3	STA
Ý	No space	A2	NEG	A2	NEG
Ireland	No space	Ba1	NEG	Ba1	NEG
Bồ Đào Nha	No space	Ba2	NEG	Ba2	NEG
Hy Lạp	No space	Ca	DVLPG	Ca	DVLPG

Ghi chú: màu nền – xanh là an toàn, vàng là thận trọng, cam là rủi ro đáng kể, đỏ là vô cùng rủi ro.

Nguồn: Moody's Analytics, Moody's MIS.

Cũng có một vài sai lệch thú vị giữa phân tích không gian tài khoá và thứ hạng tín dụng. Một vài nền kinh tế châu Á và Israel được xem là rất an toàn căn cứ theo không gian tài khoá, nhưng thứ hạng tín dụng của họ thấp một cách có ý nghĩa và ngụ ý mức độ rủi ro cao. Trái lại, phân tích không gian tài khoá cho thấy Ý và Nhật Bản có những trục trặc nghiêm trọng hơn so với thể hiện qua thứ hạng tín dụng của họ. Sự khác biệt này có thể giải thích bằng các diễn tiến phát triển tương lai được dự đoán bởi các nhà phân tích xếp hạng tín dụng nhưng không được xem xét trong phân tích không gian tài khoá.

Một ưu điểm của không gian tài khoá là mô hình mang lại sự phân tích tinh tế hơn trên phương diện phán đoán rủi ro tương lai. Các giá trị không gian tài khoá không bị chặn trên

mà cũng không bị chặn dưới. Trái lại, việc xếp hạng tín dụng bị chặn trên bởi thứ hạng cao nhất là Aaa. Ví dụ, ta hãy xem Na Uy và Áo. Cả hai nước này đều có thứ hạng tín dụng là Aaa, nhưng phân tích không gian tài khoá cho thấy rủi ro liên lụy trong việc đầu tư vào nợ của hai nước này rất khác nhau.

Không gian tài khoá và tần suất vỡ nợ kỳ vọng ngầm định qua các hợp đồng hoán đổi vỡ nợ tín dụng cũng có tương quan cao (tần suất vỡ nợ kỳ vọng ngầm định qua các hợp đồng hoán đổi vỡ nợ tín dụng, gọi tắt là CDS-EDF – Credit Default Swap-Expected Default Frequency) (xem bảng 7). Khi giá trị CDS-EDF tăng lên, xác suất của các mức không gian tài khoá khác nhau giảm xuống. Ngoại trừ Hàn Quốc và Israel, những nước có xác suất gần 100 phần trăm là có không gian tài khoá ít nhất 125 điểm phần trăm, có xác suất vỡ nợ không đến 0,1 phần trăm trong năm tới, căn cứ theo CDS-EDF. Ngoài ra, ngoại trừ Nhật Bản, những nước gần như không còn không gian tài khoá có xác suất 2 phần trăm hay cao hơn là sẽ vỡ nợ trong vài năm sắp tới.

Điều quan trọng cần lưu ý là một EDF thường có khung thời gian tương đối ngắn (thường là một năm hay chỉ vài năm). Trái lại, khung thời gian xem xét bởi phân tích không gian tài khoá lâu hơn nhiều. Ví dụ, nếu một nước có xác suất không còn không gian tài khoá là 99 phần trăm, điều đó không có nghĩa là cơ hội vỡ nợ của đất nước trong năm tới là 99 phần trăm. Nói đúng ra, điều này chỉ có nghĩa là xác suất vỡ nợ ở đâu đó trong tương lai với giả định rằng chính sách ngân sách không có sự thay đổi khác thường là 99 phần trăm. Vì lý do này, bất chấp sự đồng hành giữa không gian tài khoá và CDS-EDF, nói chung hai yếu tố này rất khác nhau về độ lớn giá trị. Nói chung, xác suất không còn không gian tài khoá lớn hơn so với sản xuất vỡ nợ ngắn hạn ngầm định qua các hợp đồng hoán đổi vỡ nợ tín dụng (CDS), nhất là đối với những nước hiện đang an toàn với những vấn đề cơ cấu dài hạn như Nhật Bản.

Có một vài điểm khác biệt đáng kể giữa không gian tài khoá và CDS-EDF. Căn cứ theo thị trường hợp đồng hoán đổi vỡ nợ tín dụng (gọi tắt là CDS – Credit Default Swap), nợ kho bạc Hoa Kỳ có rủi ro vỡ nợ thấp nhất. Trái lại, căn cứ theo không gian tài khoá, có nhiều nước khác có rủi ro vỡ nợ thấp hơn so với Hoa Kỳ. Đánh giá của thị trường CDS về rủi ro của nợ Hoa Kỳ thật sự đã cải thiện từ mùa xuân năm nay, có lẽ do phong trào ‘bay lên chất lượng’ (phong trào rút vốn từ các thị trường nước ngoài nhiều rủi ro hơn để quay về đầu tư tại thị trường Hoa Kỳ đỡ rủi ro hơn) xuất phát từ cuộc khủng hoảng châu Âu. Cũng có lẽ, thỏa thuận đạt được giữa đảng Dân chủ và đảng Cộng hoà theo sau sự đối đầu về trần nợ vào mùa hè này được xem là quan trọng. Phân tích không gian tài khoá đối với nợ Hoa Kỳ không thay đổi đáng kể trong giai đoạn này. Điều này làm rõ sự khác biệt giữa hai đại lượng này: CDS-EDF chịu ảnh hưởng của sự thay đổi tình cảm của nhà đầu tư, trong khi không gian tài khoá chịu ảnh hưởng chủ yếu của sự thay đổi các yếu tố kinh tế cơ bản.

Bảng 7: So sánh không gian tài khoá và tần suất vỡ nợ kỳ vọng ngầm định qua các hợp đồng hoán đổi vỡ nợ tín dụng (CDS-EDF)

Tháng 12-2011

	Không gian tài khoá > 75 (Xác suất)	Không gian tài khoá > 100 (Xác suất)	Không gian tài khoá > 125 (Xác suất)	CDF-EDF 1 năm	CDF-EDF 5 năm
Na Uy	100	100	100	0.03	0.06
Hoa Kỳ	100	100	100	0.03	0.07
Canada	100	100	100	0.04	0.08
Phần Lan	100	100	100	0.05	0.11
Thụy Điển	100	100	100	0.05	0.11
Thụy Sĩ	100	100	100	0.05	0.12
Đức	100	100	100	0.06	0.14
Úc	100	100	100	0.07	0.15
Hà Lan	100	100	100	0.08	0.17
Singapore	100	100	100	0.08	0.17
Anh	100	100	97	0.08	0.17
Hong Kong	100	100	100	0.08	0.18
New Zealand	100	100	100	0.08	0.18
Đan Mạch	100	100	100	0.09	0.19
Đài Loan	100	100	100	0.08	0.19
Nhật Bản	0	0	0	0.13	0.29
Hàn Quốc	100	100	100	0.16	0.34
Áo	99	98	88	0.21	0.44
Israel	100	100	100	0.23	0.47
Pháp	99	98	61	0.23	0.48
Bỉ	100	98	27	0.45	0.82
Iceland	100	98	10	0.52	0.91
Tây Ban Nha	53	49	12	0.75	1.20
Ý	0	0	0	1.08	1.57
Ireland	0	0	0	2.19	2.63
Bồ Đào Nha	0	0	0	4.43	4.41
Hy Lạp	0	0	0	32.07	23.64

Ghi chú: màu nền – xanh là an toàn, vàng là thận trọng, cam là rủi ro đáng kể, đỏ là vô cùng rủi ro.

Các nền kinh tế được xếp hạng căn cứ theo CDS-EDF.

Nguồn: Moody's Analytics, Moody's MIS.

Điều này đặc biệt bổ ích trong việc nhận diện những vấn đề trực trặc đang tích tụ ở Hy Lạp. Ví dụ, vào cuối năm 2007, phân tích không gian tài khoá nhận thấy Hy Lạp có rủi ro vỡ nợ đáng kể và đang gia tăng. Tháng 11, xác suất không gian tài khoá cao hơn 125 điểm phần trăm giảm xuống dưới 85 phần trăm. CDS-EDF của Hy Lạp vào lúc này vẫn là 0,01 phần trăm, tần suất vỡ nợ thấp nhất mà một đất nước có thể đạt được trong hệ thống CDS-EDF.

Vì CDS-EDF và không gian tài khoá được rút ra từ hai phương pháp hoàn toàn khác nhau, nên thật là phần khởi khi hai đại lượng này cùng báo hiệu như nhau về một biến cố. Khi hai đại lượng này xung đột với nhau, điều quan trọng là phải tìm hiểu tại sao.

Các kế hoạch phát triển

Phân tích không gian tài khoá trình bày ở đây sẽ được cập nhật mỗi tháng sau khi hoàn tất dự báo kinh tế các nước của Moody's Analytics. Các kết quả sẽ được lưu trữ để cho phép ta có thể thực hiện việc kiểm định giá trị mô hình trong tương lai. Bất kỳ sự thay đổi đáng kể nào trong kết quả không gian tài khoá đều sẽ được nhận diện và báo cáo cho khách hàng.

Mô hình không gian tài khoá cũng sẽ được nâng cao theo ba hướng then chốt. Thứ nhất, rủi ro nợ quốc gia đặt ra bởi những tổ chức tài chính 'quá lớn nên không thể thất bại' sẽ được đưa vào mô hình. Hạn chế đáng kể tiềm năng của mô hình hiện nay là, hàm phản ứng cán cân cơ bản không chịu tác động trực tiếp của thất bại tiềm năng của các tổ chức tài chính lớn. Sự sụp đổ của các hệ thống ngân hàng Ireland và Iceland rõ ràng là một lý do khiến chính phủ Ireland xin được ứng cứu và là lý do khiến Iceland vỡ nợ. Tình trạng gần sụp đổ các hệ thống ngân hàng Hoa Kỳ, Anh và khu vực đồng euro gây sức ép đáng kể lên không gian tài khoá của các nước này. CDS-EDF của những tổ chức tài chính quan trọng về mặt hệ thống đối với từng nước là một biến đại diện tốt cho rủi ro này và sẽ được kiểm định trong mô hình.

Các kết quả không gian tài khoá cũng sẽ được kiểm định sức căng trong phân tích các tình huống kinh tế khác nhau của Moody's Analytics. Các kết quả trình bày trong bài này giả định một triển vọng kinh tế nhìn chung an lành. Tuy nhiên, chẳng khó gì để xây dựng những tình huống kinh tế ảm đạm hơn, và các tổ chức điều tiết giám sát đang yêu cầu các ngân hàng của họ phải chính thức xem xét những tình huống như vậy trong quá trình kiểm định sức căng. Ứng với mức độ nhạy cảm của không gian tài khoá trước sự thay đổi các yếu tố kinh tế cơ bản, đây có thể là một bài tập hết sức bổ ích.

Điểm cải tiến thứ ba sẽ là xem xét tác động của tỷ trọng của nợ quốc gia được sở hữu bởi các nhà đầu tư nước ngoài. Yếu tố này khác nhau đáng kể giữa các nước và có thể tác động đáng kể lên mối đe dọa vỡ nợ gây ra bởi một tỷ lệ nợ trên GDP cho trước. Nhật Bản không có không gian tài khoá trong phân tích ngân sách hiện nay, nhưng rủi ro có thể đã được nói quá lên, ứng với sự kiện là phần lớn nợ được nắm giữ bởi các tổ chức và công dân Nhật Bản. Đây có thể là lý do khiến thứ hạng tín dụng và CDS-EDF cho thấy không đáng ngại lắm về tình hình ngân sách của Nhật Bản so với tình hình thể hiện qua phân tích không gian tài khoá.

Kết luận

Sự xáo trộn kinh tế toàn cầu bắt đầu bốn năm trước đây đã xói mòn nền tài chính của những quốc gia lành mạnh nhất. Hầu hết các nền kinh tế phát triển tiếp tục bị thâm hụt ngân sách lớn; tải suất nợ tăng nhanh và tăng trưởng rất nặng nề. Các nhà đầu tư toàn cầu đang đòi hỏi những mức lãi suất cao hơn để đền bù cho rủi ro sở hữu nợ của những nước này. Trong một số trường hợp nổi bật, các nhà đầu tư đã dừng mua hoàn toàn.

Tuy hầu hết các nước có đủ ngân sách cần thiết để thực hiện các nghĩa vụ nợ, họ có thể thiếu quyết tâm chính trị. Lịch sử cho ta vô số ví dụ về những nước từng toan tính rằng việc thiếu sót với các chủ nợ nhiều khi còn đáng mong đợi hơn so với sự tiết chế khắt khe ngân sách cần thiết để hoàn trả nợ đúng hạn. Trong khi những ví dụ này nói chung liên quan đến các nền kinh tế mới nổi, tình trạng vỡ nợ gần đây của Hy Lạp báo hiệu rằng khi chịu áp lực, ngay cả những nền kinh tế tiên tiến hơn vẫn có thể có cùng động học chính trị như vậy. Ứng với cơn xáo trộn trên thị trường trái phiếu châu Âu, các nhà đầu tư rõ ràng đang cảnh giác.

Có nhiều phương pháp khác nhau để đánh giá xem thử một nước đang tiến gần đến sự bội ước các nghĩa vụ tài chính đến mức nào. Các cơ quan xếp hạng tín dụng vẫn cung cấp các ý kiến nhận định của họ trong nhiều thập niên. Gần đây hơn, đã có các kỹ thuật được triển khai nhằm làm rõ nhận thức của các nhà đầu tư về rủi ro ngầm định qua chi phí mua bảo hiểm vỡ nợ trên thị trường CDS là bao nhiêu. Chênh lệch lợi suất trái phiếu cũng mang lại những thông tin tương tự.

Không gian tài khoá là một phương pháp khác. Sử dụng các kỹ thuật kinh tế lượng, phương pháp này liên hệ hành vi quá khứ của các nhà hoạch định chính sách với những thay đổi về tải suất nợ quốc gia và với các yếu tố kinh tế và nhân khẩu học cơ bản. Dựa vào dự báo về các yếu tố kinh tế cơ bản này và chi phí vay mượn, ta có thể xác định được giới hạn nợ quốc gia. Giới hạn nợ này không giúp ta nhận diện xem quốc gia sẽ vỡ nợ ở điểm nào, nhưng giúp ta nhận diện xem tại điểm nào, các nhà hoạch định chính sách phải hành động có trách nhiệm hơn so với trong quá khứ trước đây để tránh vỡ nợ.

Có nhiều hạn chế đối với phương pháp không gian tài khoá, nhưng mô hình này mang lại cho ta một góc độ khác nên được xem xét cẩn thận. Nếu góc độ xem xét này ngụ ý điều gì khác hơn thứ hạng tín dụng hay xác suất vỡ nợ ngầm định qua CDS, thì điều quan trọng là phải tìm hiểu lý do tại sao.

Phân tích không gian tài khoá báo hiệu rằng các nhà hoạch định chính sách ở một số quốc gia châu Âu sẽ cần thực hiện những biện pháp chưa từng có, tìm kiếm cứu trợ, hay có nguy cơ vỡ nợ. Hy Lạp, Ireland và Bồ Đào Nha hiện đã ở điểm đó, Ý và Tây Ban Nha không xa lắm ở phía sau, và ngay cả Bỉ và Pháp xem ra cũng có nguy cơ đáng kể. Các nhà đầu tư toàn cầu không sai khi lo lắng về khả năng các nhà hoạch định chính sách có thể giữ vững khu vực đồng euro như cơ cấu hiện nay.

Hoa Kỳ có nhiều không gian tài khoá hơn, nhưng gần như không nhiều bằng lúc trước cơn hoảng loạn tài chính và giai đoạn suy thoái. Hơn nữa, việc Hoa Kỳ chỉ còn lại bao nhiêu không gian tài khoá tùy thuộc vào việc liệu nền kinh tế Mỹ có đủ sức tránh trượt vào suy thoái hay không. Ngay cả một đợt suy thoái vừa phải cũng có thể quét sạch chút không gian tài khoá còn lại. Các nhà hoạch định chính sách cũng cần phải hành động nhanh chóng để chế ngự thâm hụt ngân sách dài hạn tương lai. Không như các nước châu Âu, các nhà làm luật Hoa Kỳ vẫn còn có thể cải cách chính sách thuế và chi tiêu trong nhiệm kỳ của họ. Điều này sẽ không kéo dài lâu hơn.