

TOÀN CẦU HÓA VÀ KHỦNG HOẢNG KINH TẾ; NHỮNG BÀI HỌC ĐỐI VỚI CÁC NỀN KINH TẾ CHUYỂN ĐỔI ĐÔNG ÂU

TS. Nguyễn Trọng Hậu

Đại học Almamer, Ba Lan

Cuộc suy thoái kinh tế toàn cầu và khủng hoảng tài chính được xem là tồi tệ nhất kể từ cuộc Đại suy thoái, đã làm bộc lộ nhiều khiếm khuyết cơ bản trong hệ thống tài chính toàn cầu và làm thay đổi cơ bản cách nhìn của chúng ta về thế giới và hệ thống tài chính của nó. Cuộc khủng hoảng đã thách thức những quan điểm và Italy tưởng đã từng tồn tại lâu dài, sau giai đoạn tồi tệ nhất của cuộc khủng hoảng, những nỗ lực chung toàn cầu đã được đưa ra để đưa hệ thống kinh tế thế giới thăng bằng trở lại và ngăn chặn cuộc khủng hoảng tiếp theo. Những nỗ lực này chỉ có thể thành công nếu chúng ta hiểu đầy đủ nguyên nhân gốc rễ của khủng hoảng và tìm hiểu những bài học ngay từ nó.

1. Toàn cầu hóa và khủng hoảng kinh tế thế giới

Quá trình toàn cầu hóa đang diễn ra nhanh chóng trong vài thập kỷ gần đây đã làm sâu sắc thêm sự phân công lao động trên phạm vi toàn thế giới, đồng thời với nó là sự mất cân đối lớn giữa các nền kinh tế, đặc biệt là giữa các nước phát triển cao như Mỹ, Tây Âu với các nước mới nổi, điển hình là Trung Quốc, Ấn Độ. Đây là một trong những nguyên nhân chính khi phân tích về nguồn

gốc cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới hiện nay. Điều này xảy ra như thế nào?

Khi thị trường chứng khoán và thị trường nhà đất của Mỹ phát triển nóng, tài sản của người Mỹ gia tăng nhanh chóng, bong bóng tài sản đã đẩy người Mỹ chi tiêu cao hơn rất nhiều so với thu nhập của họ, có nghĩa là nước Mỹ tiêu dùng nhiều hơn so với sản xuất. Để bù đắp sự thiếu hụt này tất yếu họ phải vay mượn của phần còn lại thế giới thông qua việc bán cho các nhà đầu tư nước ngoài các tích sản tài chính đó là: trái phiếu quốc gia, cổ phiếu các công ty, bất động sản. Nước Mỹ đã sống trên mức sản xuất của mình từ 1/4 thế kỷ nay, nhưng thâm hụt ngân sách gia tăng mạnh mẽ trong chục năm trở lại đây. Đầu thập kỷ 90, nước Mỹ chi tiêu hơn khoảng 1-2% so với thu nhập của mình, nhưng vào khoảng năm 2000, mức thâm hụt này đã vượt quá 3-4%, với kết quả của bong bóng đầu cơ thì các năm 2005-2006, thâm hụt ngân sách vượt ngưỡng 6% thu nhập hàng năm. Tổng hợp lại, từ 1982 đến 2007, nước Mỹ đạt mức gần 7.000 tỷ đôla thâm hụt. Đây là con số khổng lồ. Quy mô rất lớn của nền kinh tế Mỹ, mức tín nhiệm tín dụng cao và sức mạnh của đồng đôla lớn đến mức

trong suốt 1/4 thế kỷ, nước Mỹ vẫn dễ dàng tìm được những người vẫn sẵn sàng mua các tích sản của mình. Tất nhiên nước Mỹ không phá sản, nhưng đã gặp khó khăn lớn. Ngày nay, nước Mỹ ngập trong vay nợ thế giới. Một trong các chủ nợ lớn là Trung Quốc. Những người Trung Quốc nghèo lại phải cho những người Mỹ giàu có vay nợ. Đó chính là nghịch lý của toàn cầu hóa. Và rồi nghịch lý này tích tụ đến một mức độ bão hòa và tất yếu gây nên khủng hoảng trước hết đối với hệ thống tài chính. Một lần nữa toàn cầu hóa làm cho thế giới trở nên phẳng hơn, nhậy cảm hơn, khủng hoảng tài chính ở Mỹ đã nhanh chóng lan ra toàn cầu.

Một vấn đề nữa mà toàn cầu hóa tác động đến từng nền kinh tế chính là bộ ba bất khả thi trong điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Trung ương các nước. Đó là trong điều kiện toàn cầu hóa, khi nền kinh tế của một quốc gia nào đó có độ mở lớn thì cùng một lúc người ta không thể thực hiện được việc duy trì một tỷ giá cố định, tự do hóa lưu chuyển vốn và một chính sách tiền tệ độc lập để đạt được những mục tiêu mong muốn. Các chính phủ chỉ có thể thực hiện được tối đa 2 trong số 3 mục tiêu trên.

2. Các bài học từ cuộc khủng hoảng cho các nền kinh tế chuyển đổi Đông Âu

Trong khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế, chúng ta có thể rút ra nhiều bài học, nhất là đối với các nền kinh tế chuyển đổi ở Đông Âu như Ba Lan, Hungary, Tiệp Khắc. Có thể nêu ra một số bài học sau:

Điều tiết và tăng trưởng

Trong thế giới trước khủng hoảng có một sự đồng thuận rộng rãi với quan điểm cho rằng thị trường là hiệu quả và tự điều chỉnh, do đó quá nhiều quy định sẽ chỉ cản trở đổi mới. Đó là một kỷ nguyên mở rộng việc bãi bỏ các quy định. Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng đã làm tiêu tan những ảo tưởng. Thế giới đã vỡ mộng với tư tưởng phi điều tiết, và các nỗ lực nghiêm túc nhất đang được thực hiện để điều chỉnh lại hệ thống tài chính.

Các quy định Basel III được thiết kế để giải quyết những thất bại của thị trường đã dẫn tới cuộc khủng hoảng và sẽ phục vụ như các tiêu chuẩn toàn cầu. Một mặt, các quy tắc nhằm tăng cường quy định điều tiết khôn khéo vi mô, nhưng đồng thời chúng cũng có những tác động vĩ mô khôn ngoan. "*Các cải cách nâng cao cả về chất lượng và số lượng của cơ sở quản lý vốn và tăng cường phạm vi bảo hiểm rủi ro của các nguồn vốn. Chúng được củng cố bằng cách tận dụng một tỷ lệ đòn bẩy hợp lý nhằm hỗ trợ vốn dựa trên các biện pháp quản lý rủi ro, hạn chế đòn bẩy quá mức trong hệ thống ngân hàng và cung cấp thêm một lớp bảo vệ chống lại mô hình rủi ro và sai số đo lường. Cuối cùng, Ủy ban đã giới thiệu một số yếu tố vĩ mô khôn ngoan vào trong khuôn khổ vốn để không cho hệ thống rủi ro phát sinh từ những dao động có tính chu kỳ và từ liên kết của các tổ chức tài chính*".

Vai trò cơ bản của hệ thống tài chính trong nền kinh tế là thúc đẩy sự ổn định và

thúc đẩy tăng trưởng, nhưng cuộc khủng hoảng đã chứng minh rằng hệ thống có thể thất bại. Do đó, việc xem xét lại các khuôn khổ pháp lý cần được hoan nghênh hơn, nhưng các câu hỏi sau đây phải được đặt ra. Điều gì sẽ tác động đến kinh tế vĩ mô nếu:

1. Nhiều quốc gia đồng thời thực hiện kích thích tài khóa rất lớn và bị ảnh hưởng bởi những điều chỉnh bên ngoài?

2. Điều chỉnh tài khóa được đi kèm với việc giảm các đòn bẩy tài chính lớn cho khu vực tư nhân?

3. Tại cùng một thời điểm, hệ thống ngân hàng phải tuân thủ yêu cầu vốn chặt chẽ hơn và phải đáp ứng tính thanh khoản?

Các gói kích thích tài khóa khổng lồ và các khoản ứng cứu lĩnh vực ngân hàng (kèm theo doanh thu giảm sút và chi phí cao hơn do suy thoái kinh tế), đã dẫn tới thâm hụt ngân sách, và do đó, mức nợ công tăng đáng kể tại các nước phát triển. Trong các quốc gia, nơi mà nợ công không bền vững ngay cả trong ngắn hạn (hoặc thị trường cảm nhận nó không bền vững), chính phủ buộc phải thực hiện các chương trình điều chỉnh tài khóa quá tải. Với các trường hợp tình hình ít cấp bách, chính phủ có nhiều không gian cho hoạt động và có thể áp dụng một cách tiếp cận dần dần hướng tới giảm thâm hụt và giảm nợ.

Trong bất kỳ trường hợp nào, các nghiên cứu cũng cho thấy rằng, ngoại trừ các trường hợp ngoại lệ, việc điều chỉnh tài khóa có tác động tiêu cực đối với tăng trưởng

trong ngắn hạn. Như vậy, tại các nước phát triển, chính sách tài khóa đang và sẽ không còn ở vị trí cung cấp hỗ trợ cho hoạt động kinh tế mà hoàn toàn ngược lại: Chính sách hạn chế tài chính có một tác động tiêu cực đến tăng trưởng. Hơn nữa, chính sách tiền tệ cũng đã đạt đến giới hạn của nó và tình hình phức tạp hơn nữa bởi thực tế là khu vực tư nhân cũng đang trải qua sự điều chỉnh quyết liệt.

Tất cả những điều này đã làm cho tăng trưởng chậm lại một thời gian dài. Triển vọng tăng trưởng tiếp tục trở nên tồi tệ hơn do môi trường điều tiết mới. Tuân thủ các quy định, tiêu chuẩn mới có nghĩa là yêu cầu vốn cao hơn, tăng chi phí tạo vốn, lợi nhuận thấp hơn, và do đó suy giảm khả năng cho vay và các điều kiện tín dụng bị thắt chặt hơn.

Điều tiết lại hệ thống tài chính là cần thiết, nhưng thời điểm tiến hành cũng là một vấn đề cần chú ý. Hơn nữa, cần tìm ra một cấp độ điều chỉnh vừa nhằm thúc đẩy sự ổn định nhưng không làm giảm tăng trưởng. Góc độ này sẽ là vô cùng quan trọng nếu đặt trong viễn cảnh rộng lớn hơn khi thiết kế các quy định mới có tính đến toàn bộ môi trường kinh tế vĩ mô của một quốc gia cũng như tác động toàn cầu hóa.

Chính sách kinh tế bao gồm cả chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ và chính sách điều tiết nên được phối hợp. Nếu không có một mức độ phối hợp và hợp tác phù hợp, thì các bước thực hiện trong một lĩnh vực có thể dễ dàng trở thành phản tác dụng và vòng

lập phản hồi tiêu cực giữa lĩnh vực tài chính và nền kinh tế có thể dẫn đến một suy thoái sâu và kéo dài.

Các tác động bên ngoài của toàn cầu hóa

Hiện tại, một điều được chấp nhận rộng rãi rằng thất bại điều tiết là một trong những nguyên nhân chính của cuộc khủng hoảng. Tuy nhiên cũng cần nhấn mạnh rằng, các yếu tố khác (dư thừa thanh khoản toàn cầu, chính sách tài khóa và tiền tệ lỏng lẻo, mất cân đối trong phân phối thu nhập, mất cân bằng toàn cầu) cũng đóng vai trò quan trọng. Điều này cho thấy việc điều chỉnh lại các thị trường tài chính là một điều kiện cần thiết, nhưng không đủ để sửa chữa hệ thống.

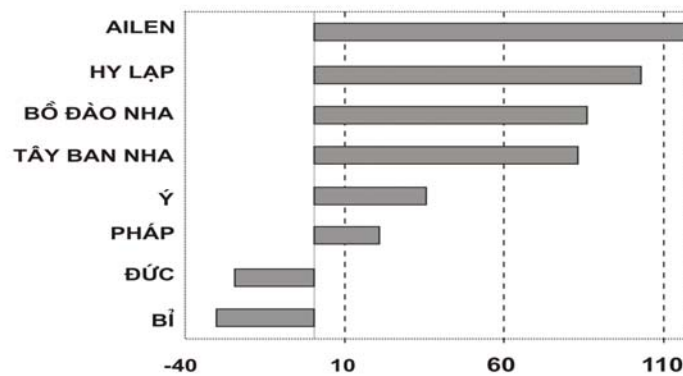
Thế giới trước cuộc khủng hoảng đã được đặc trưng bởi sự phong phú toàn cầu về tính thanh khoản và nguy cơ lây lan rủi ro vô lý. Trong một thế giới tính thanh khoản dư thừa, những tác động bên ngoài dễ bị tổn thương của một nền kinh tế đã không được đánh giá đầy đủ. (Một trong các khía cạnh khó hiểu nhất của Hiệp ước Maastricht và SGP là các khuôn khổ điều phối EU và Khu vực đồng Euro đã hoàn toàn bỏ qua các tác động bên ngoài). Thậm chí người ta còn tin rằng một mức thâm hụt bên ngoài là bền vững nếu thị trường sẵn sàng tài trợ cho nó,

và kết quả là các nước có thể sống hạnh phúc với thâm hụt tài khoản vãng lai ở mức hai con số.

Cuộc khủng hoảng đau đớn đã chứng minh logic này là sai. Hiện nay đã có sự đồng thuận khi cho rằng các yếu tố bên ngoài là một vấn đề quan trọng. Trên thực tế, tác động bên ngoài nhiều khi trở thành yếu tố quan trọng nhất trong việc đánh giá tình trạng dễ bị tổn thương của một quốc gia. Khi đánh giá sự ổn định kinh tế vĩ mô, cần lưu ý rằng sự ổn định tài chính không bằng ổn định tài khóa. Điều thực sự quan trọng là vị trí S-I của nền kinh tế như một toàn thể. Khi dòng vốn vào một nước đột nhiên dừng lại, nó sẽ gây sự nhiễu loạn cho nền kinh tế cho dù nợ nước ngoài được tích lũy trong khu vực công hay trong khu vực tư nhân.

Không ngạc nhiên khi thấy có những nhà kinh tế tin chắc rằng nguyên nhân gốc rễ của cuộc khủng hoảng đồng EUR là do nợ bên ngoài. Một mặt, các yếu tố bên ngoài của các nước ngoại vi Khu vực đồng Euro xác định mức độ nghiêm trọng như thế nào và thông qua những kênh gì mà cuộc khủng hoảng toàn cầu đã ảnh hưởng đến nền kinh tế. Mặt khác, chúng cũng quyết định tốc độ và cái giá mà nền kinh tế sẽ phải trả cho cuộc khủng hoảng.

NỢ THUẦN NƯỚC NGOÀI (% GDP) 2010



Nguồn: IMF.

Bảng trên cho thấy ngay sự khác biệt rất lớn trong tình huống của các nước PIGS (Bồ Đào Nha, Italy, Hy Lạp và Tây Ban Nha). Tại Hy Lạp, chính sách tài chính vô trách nhiệm, vấn đề cấu trúc kinh tế, thiếu khả năng cạnh tranh và một bong bóng tín dụng là nguyên nhân cho sự sụp đổ. Còn tại Tây Ban Nha lại là tình trạng tài khoá đi kèm với bong bóng tài sản và tín dụng, trong khi ở Ailen, sự bùng nổ của bong bóng tài sản là thủ phạm chính.

Bên cạnh những khác biệt này, cũng có điểm tương đồng: Các nền kinh tế PIGS kém phát triển so với các nền kinh tế lõi của Khu vực đồng Euro, do đó tốc độ tăng trưởng tiềm năng cao hơn và lạm phát cao hơn, và tất cả họ đều dùng đồng euro. Bước vào câu lạc bộ euro có nghĩa là từ bỏ chính sách tiền tệ độc lập: Sau khi gia nhập, ECB sẽ quyết định các điều kiện tiền tệ cho toàn bộ Khu vực đồng Euro, trong khi chính sách tài khoá và tất cả các yếu tố khác của chính sách kinh tế vẫn còn dưới sự kiểm soát quốc gia. Tuy nhiên các điều kiện tiền tệ không phải là tối ưu đồng thời cho nước Đức và cho các quốc gia ngoại vi ít phát triển. Một mức lãi suất

thích hợp cho nền kinh tế Đức lại trở thành lỏng lẻo đối với điều kiện tiền tệ ở Tây Ban Nha hay Ailen. Chính sách tiền tệ lỏng lẻo thúc đẩy tăng trưởng tín dụng, hỗ trợ tiêu dùng, và kết quả là bong bóng nhà ở, như chúng ta đã chứng kiến, đã nổ ra trong các nước châu Âu ngoại vi.

Chắc chắn đã có những dấu hiệu cho thấy các nền kinh tế đã ở trên một con đường không bền vững: Thâm hụt tài khoản vãng lai ở mức hai con số và tín dụng đã được mở rộng nhanh chóng. Tốc độ tăng trưởng của cung tiền gây nên lo lắng cho thị trường và các cơ quan có thẩm quyền. Tuy nhiên, trước khủng hoảng, trên thế giới không ai quan tâm đến điều đó. Chính quyền châu Âu đã bỏ qua sự mất cân bằng ngày càng tăng khi các quy tắc điều phối EU và Khu vực đồng Euro chỉ tập trung vào sự ổn định tài khoá, ngoại trừ Hy Lạp – khi đó tình hình tài khoá của các quốc gia này khá vững chắc. Cả Tây Ban Nha và Ailen đều ghi nhận thặng dư ngân sách, trong khi ở Bồ Đào Nha và Hy Lạp, thâm hụt dao động xung quanh giới hạn 3% trong năm 2007. Tỷ lệ nợ công/GDP thấp hơn mức trần 60% theo Hiệp ước Maastricht

ở Tây Ban Nha và Ailen, và nợ công của Bồ Đào Nha vẫn còn trong giới hạn. Thị trường đã không ép buộc sự cần thiết điều chỉnh hoặc/và đã bỏ qua sự mất cân bằng bên ngoài và bên trong vì một quy tắc của Khu vực đồng Euro là các nước phải tuân thủ sự điều hành từ trung tâm.

Cuộc khủng hoảng toàn cầu cung cấp một bài học đau đớn cho tất cả các nước: Hiểm họa thực sự luôn luôn là các yếu tố bên ngoài. Thoạt nhìn, Italy có vẻ không phù hợp với kết luận này, và hơi lạ là sau khi Hy Lạp, Ailen, và Bồ Đào Nha đã được giải cứu, quốc gia tiếp theo cần giải cứu là Italy chứ không phải Tây Ban Nha. Mặc dù Tây Ban Nha có tình hình tài khóa vững mạnh trước cuộc khủng hoảng, nhưng đã chuyển nhanh thành thâm hụt tài khoản vãng lai ở hai con số và tổng nợ nước ngoài đã vượt qua 100% GDP. Vị thế bên ngoài xấu đi là kết quả của sự mắc nợ ngày càng tăng của khu vực tư nhân.

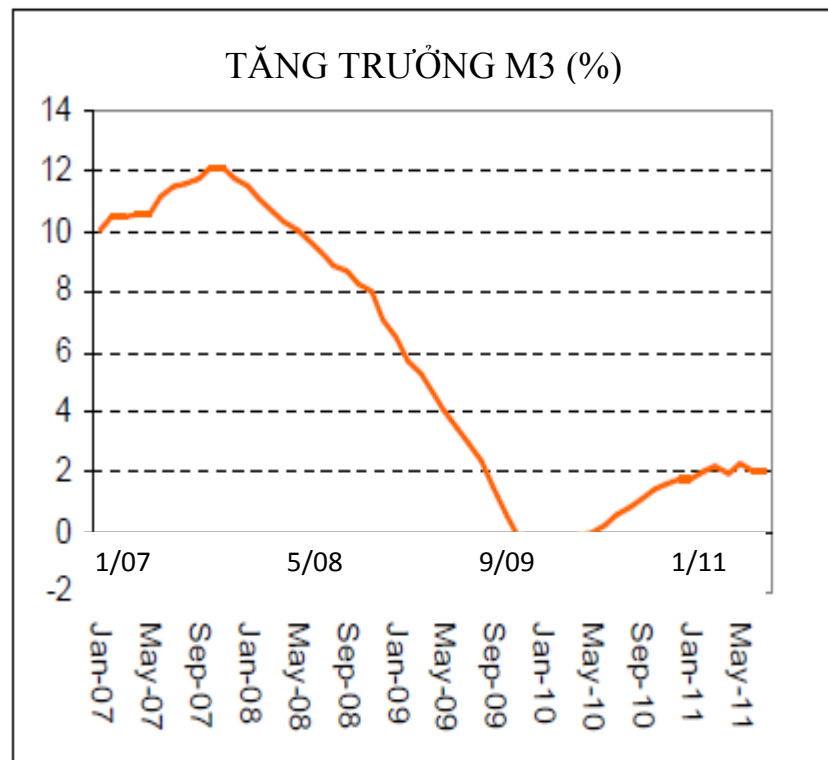
Trong trường hợp của Italy, tổng nợ ròng nước ngoài thấp hơn so với Tây Ban Nha, và thâm hụt tài khoản vãng lai dao động trong khoảng 2-3%. Vấn đề cơ bản ở Italy là mức nợ công cao và tỷ lệ tăng trưởng tiềm năng thấp. Trong những năm kinh tế bùng nổ trước khủng hoảng, Italy đã ghi nhận tăng trưởng thấp hơn mức trung bình của Khu vực đồng Euro, xu hướng này phản ánh vấn đề cơ cấu của nền kinh tế và môi trường chính trị không ổn định. Về mặt này, gần đây đã có những tiến bộ tích cực: Chính phủ cam kết cải cách cơ cấu, và cam kết này

làm gia tăng niềm tin. Điều này cho thấy rằng, nếu chính phủ thành công trong việc thực hiện cải cách cơ cấu thì tốc độ tăng trưởng tiềm năng sẽ được cải thiện, do đó có thể đưa các khoản nợ công về một cấp độ bền vững.

Mặc dù Tây Ban Nha có một vị thế tài chính ban đầu được xem là tốt hơn, song quốc gia này hiện đang trong một tình huống rất khó khăn: Sự ổn định tài khóa được duy trì trong quá khứ (thâm hụt ngân sách 8,5% năm ngoái và thâm hụt ngân sách năm nay có thể vượt quá mục tiêu 4,4%), trong khi nợ bên ngoài vẫn còn cao. Tây Ban Nha hiện đang phải đối mặt với vấn đề thâm hụt kép, điều này làm cho tình hình khó khăn và phức tạp hơn khi thực hiện các điều chỉnh kinh tế vĩ mô cần thiết và trở lại quỹ đạo tăng trưởng bền vững.

Chính sách tiền tệ trong cuộc khủng hoảng, vai trò của ECB

Cuộc khủng hoảng toàn cầu buộc chúng ta phải xem lại lý thuyết về Ngân hàng Trung ương và thực tiễn hoạt động của nó. Từ lâu chúng ta vẫn xem sự ổn định tài chính là trách nhiệm của các ngân hàng trung ương. Tuy nhiên trong thế giới trước khủng hoảng, mục tiêu này đã trở thành thứ yếu. Quan điểm chủ đạo cho rằng các thị trường là hiệu quả và tự điều chỉnh: Các ngân hàng trung ương phải tập trung vào lạm phát, giữ lạm phát trong tầm kiểm soát bằng cách thiết lập lãi suất ngắn hạn, và không nên can thiệp vào các thị trường.



Nguồn: ECB

Cuộc khủng hoảng nhắc nhở mạnh mẽ chúng ta rằng, bảo vệ sự ổn định tài chính ít nhất cũng quan trọng như duy trì lạm phát ổn định. Ổn định tài chính không nên được coi là một mục tiêu hạng hai. Trong các tình huống căng thẳng, sự ổn định tài chính phải được xem là một ưu tiên.

Trên các thị trường liên ngân hàng, Ngân hàng Trung ương có chức năng truyền thông như người cho vay cuối cùng: Họ cung cấp thanh khoản cho các ngân hàng gặp khó khăn thanh khoản khi thị trường lại đòi hỏi điều kiện thế chấp. Trong cuộc khủng hoảng, các ngân hàng trung ương tăng cường chức năng này bằng cách kéo dài thời gian đáo hạn của hoạt động tái cấp vốn và mở rộng phạm vi của chứng khoán được chấp nhận

làm tài sản thế chấp và phạm vi của các định chế tài chính được tiếp cận trực tiếp đến các tiện ích của Ngân hàng Trung ương.

Khi tất cả các công cụ truyền thông đã được triển khai (các lãi suất chủ chốt đạt mức gần bằng không, và dịch vụ như người cho vay cuối cùng trên thị trường liên ngân hàng không đủ để giải quyết cuộc khủng hoảng), Ngân hàng Trung ương của các nước phát triển đã sử dụng cả các biện pháp phi truyền thống và bắt đầu sử dụng bảng cân đối của họ một cách tích cực hơn nhiều.

Trở lại năm 2007, ECB là ngân hàng trung ương lớn đầu tiên bước vào thị trường và cung ứng nhu cầu thanh khoản cho các ngân hàng thông qua việc cung cấp thanh khoản không giới hạn với lãi suất cố định.

Sau đó, ECB mở rộng bộ công cụ của nó, nhưng rồi đã lùi lại và đã từ chối tham gia nhiều hơn nữa vào các giải pháp phi truyền thống cho đến gần đây.

Mặc dù ECB đã công bố chương trình mua trái phiếu được bảo hiểm và bắt đầu mua trái phiếu chính phủ ngoại vi trên thị trường thứ cấp, nhưng tập hợp các biện pháp này không thể được định nghĩa là nói lỏng định lượng cổ điển. *Thứ nhất*, Ngân hàng Trung ương đã trung hòa các biện pháp can thiệp. *Thứ hai*, quy mô của can thiệp cũng thấp hơn nhiều so với thực tế của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ, Ngân hàng Anh, Ngân hàng Nhật Bản. Cho đến cuối năm 2011, Fed và BoE đã dành hơn 15% GDP nói lỏng định lượng, trong khi số tiền ECB bỏ ra hầu như không vượt qua 1% GDP Khu vực đồng Euro.

Vấn đề cơ bản là các nước Khu vực đồng Euro nợ bằng một đồng tiền mà họ không hoàn toàn được kiểm soát. BoE là người cho vay cuối cùng của GBP, là một đảm bảo tiềm ẩn cho các chủ nợ, nhưng trong Khu vực đồng Euro, nơi thiếu một người cho vay cuối cùng, chủ nợ không bao giờ có thể chắc chắn rằng họ sẽ hoàn toàn hoàn được trả, điều này thổi bùng lên cuộc khủng hoảng niềm tin.

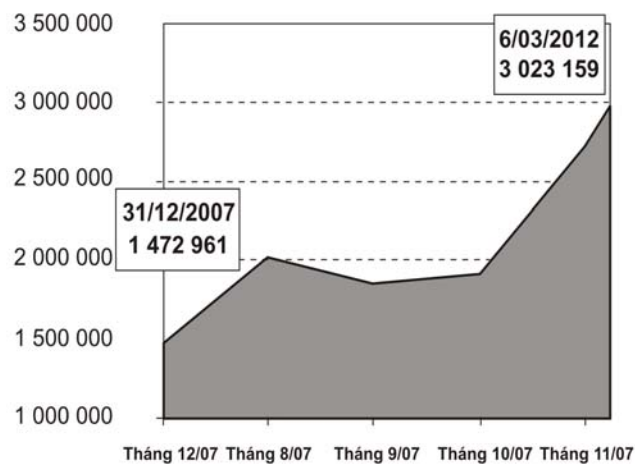
Gần đây chúng ta đã được chứng kiến những thay đổi tích cực trong thực hành quản lý khủng hoảng của ECB. Ngân hàng đã thông qua cách tiếp cận thực dụng hơn đối với quản lý cuộc khủng hoảng: Không mua trái phiếu chính phủ một cách trực tiếp,

nhưng tạo thanh khoản thị trường với hơn 1.000 tỷ EUR, với lãi suất thấp thông qua hai lần đấu thầu Chương trình Hỗ trợ tín dụng dài hạn Giá rẻ (LTRO), đồng thời nói lỏng hơn nữa các quy tắc thế chấp tài sản. Biện pháp sau khá quan trọng, vì từ đó các ngân hàng cho vay lẫn nhau mà không cần tài sản thế chấp trên thị trường liên ngân hàng, và trong một số trường hợp, không đủ điều kiện thế chấp có nghĩa là không đủ điều kiện tiếp cận đến các tiện ích của ECB.

Tiêm thanh khoản làm giảm đáng kể áp lực trên thị trường liên ngân hàng, ngăn cản khủng hoảng tín dụng và đồng thời đóng một vai trò quan trọng trong ổn định hiệu suất cao hơn của thị trường trái phiếu Khu vực Euro.

Tuy nhiên sẽ là một sai lầm khi nghĩ rằng thị trường đang tràn ngập thanh khoản và mọi thứ đều tốt. Quy mô thanh khoản bị ảo tưởng: phần lớn dư thừa thanh khoản đã được gửi tới Ngân hàng Trung ương chứ không phải là chảy vào nền kinh tế thực. Mặc dù thực tế chắc chắn có độ trễ giữa việc cung cấp thanh khoản cho các ngân hàng và thời gian khi số tiền này sẽ được sử dụng trên thị trường cho vay. Các số liệu gần đây nhất về cung tiền cho thấy tín dụng khu vực tư nhân tăng trưởng vẫn còn chậm chạp. Nếu có tính đến nhu cầu điều chỉnh bảng cân đối của khu vực ngân hàng, thì vẫn còn một câu hỏi là liệu năng lực và ý chí để cho vay sẽ được cải thiện trong tương lai hay không?

BẢNG CÂN ĐỐI CỦA ECB (TRIỆU ERO)



Vai trò của ECB chỉ là một khía cạnh của khủng hoảng châu Âu hiện nay. Các sự kiện của những năm qua đã làm nổi rõ vấn đề cấu trúc ở châu Âu, đó là: Một liên minh tiền tệ sẽ không khả thi, trừ khi nó đi kèm với một liên minh tài khóa và chính trị và trừ khi các điều kiện của Khu vực Tiền tệ tối ưu (Optimum Currency Area – OCA) được đáp ứng. Ý tưởng về một bộ ba may mắn: Người vay có chủ quyền không thể phá sản; Các ngân hàng trung ương quốc gia không được phép trợ giúp tiền tệ; và rằng mệnh đề không cứu giúp bị cấm thì một quốc gia trả được nợ - đã sụp đổ. Cuộc khủng hoảng đã được mã hóa trong hệ thống kể từ sự ra đời của đồng euro, và bây giờ mọi người đều cho rằng với hình thức hiện tại của Khu vực đồng Euro, khuôn khổ thể chế đã không còn khả thi nữa. Các thể chế và cơ chế hiện hành làm gia tăng sự mất cân bằng trong Khu vực đồng Euro và đồng thời là rào cản đối với việc quản lý khủng hoảng một cách có hiệu quả.

Kết luận: Những bài học trên cần được nghiên cứu và tham khảo trong việc hoạch định chính sách kinh tế tại các nước như Ba Lan, khi mà mục tiêu chiến lược đang hướng tới gia nhập Khu vực đồng Euro. Việc trở thành thành viên của Khu vực đồng Euro mang lại những lợi ích to lớn song cũng đặt ra những rủi ro cho nền kinh tế Ba Lan trong bối cảnh mới của toàn cầu hóa đang diễn ra hiện nay với những sắc thái mới của nó.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Witold Orłowski. *Thế giới diên đại*, phần 4 (tiếng Ba Lan). Gazeta Wyborcza, 17-10-2008.
2. Andrzej Wojtyna. *Về chính sách tiền tệ* (tiếng Ba Lan), Nhà xuất bản Kinh tế, 2004.
3. Grzegorz W. Kolodko. *Globalization and its Impact on Economic Development*, TigerWorking Paper Series, No81, Warsaw 2006.