



## KHỦNG HOẢNG NỢ CÔNG CHÂU ÂU

**Nguồn:** Philip R. Lane (2012). "The European Sovereign Debt Crisis", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 26, No. 3 (Summer), pp. 49–68.

**Biên dịch:** Ninh Thị Thanh Hà | **Hiệu đính:** Lê Hồng Hiệp<sup>1</sup>

Ngay từ đầu, năng lực chống đỡ những cú sốc vĩ mô và tài chính tiêu cực của các nước thành viên khối đồng tiền chung châu Âu đã được xác định là thử thách chính đối với sự thành công của đồng tiền chung này (chẳng hạn trong tạp chí này, xem Feldstein 1997; Wyplosz 1997; Lane 2006). Thông qua việc bỏ đi lựa chọn làm mất giá đồng tiền quốc gia, một cơ chế truyền thống để điều chỉnh sự chênh lệch về kinh tế giữa các quốc gia đã bị loại bỏ. Hơn nữa, khu vực đồng euro không giống với mô hình khối "liên minh đô-la" của Mỹ trên nhiều khía cạnh mấu chốt, bởi vì liên minh tiền tệ (châu Âu) không đi kèm với mức độ liên minh ngân hàng hoặc liên minh tài khóa đáng kể. Thay vào đó, việc giữ lại trách nhiệm quốc gia đối với các quy định tài chính và chính sách tài khóa được cho là khả dĩ hơn.

Một mặt, khả năng đi vay bằng đồng tiền chung của các chính phủ đã gây ra vấn đề hiển nhiên "người ăn theo" (free-rider) nếu các nước khác chịu áp lực buộc phải cứu trợ quốc gia đã vay mượn một cách thái quá (Buiter, Corsetti, và Roubini 1993; Beetsma và Uhlig 1999). Ý tưởng ban đầu của đồng tiền chung châu Âu euro là tìm cách giải quyết vấn đề muốn vay nợ quá mức bằng hai cách. Thứ nhất, bộ Hiệp ước Ổn định và Phát triển đặt ra các giới hạn (có phần tùy tiện) về quy mô

---

<sup>1</sup> Do bài có nhiều điểm chuyên sâu về kinh tế học nằm ngoài hiểu biết thông thường của chúng tôi, nên mặc dù đã cố gắng nhưng trong bản dịch vẫn còn có thể có một số chỗ chưa chính xác. Nếu quý vị phát hiện ra các điểm như vậy, xin vui lòng email thông báo cho chúng tôi qua địa chỉ [nghiencuuquocte@gmail.com](mailto:nghiencuuquocte@gmail.com). Dựa trên ý kiến của quý vị, chúng tôi sẽ cập nhật cho bản dịch được tốt hơn. Xin chân thành cảm ơn!

của thâm hụt ngân sách thường niên ở mức 3% GDP và tổng nợ công ở mức 60% GDP. Thứ hai, hiệp ước trên cũng bao gồm điều khoản "không cứu trợ", hàm ý rằng việc vỡ nợ quốc gia là có thể xảy ra nếu chính phủ nước đó không thực hiện được nghĩa vụ trả nợ của mình.

Mặt khác, việc bỏ đi đồng tiền riêng của mỗi quốc gia có nghĩa là chính sách tài khóa của mỗi nước bắt đầu mang thêm vai trò như là một công cụ cho chính sách kinh tế vĩ mô ngược chu kỳ (Wyplosz 1997; Gali và Monacelli 2008; Gali 2010). Hơn thế nữa, bởi vì điều hành ngân hàng vẫn thuộc trách nhiệm của mỗi quốc gia, nên chính phủ của từng nước phải tiếp tục gánh chịu các rủi ro do khủng hoảng ngân hàng mang lại, về cả mặt chi phí tài chính trực tiếp (nếu các chính phủ phải dùng đến biện pháp tái cấp vốn cho ngân hàng hoặc đưa ra các dạng hỗ trợ tài chính khác) và mặt chi phí tài chính gián tiếp vì GDP và các khoản thu từ thuế sẽ có xu hướng duy trì ở mức thấp trong một thời gian dài sau khủng hoảng ngân hàng (Honohan và Klingebiel 2003; Reinhart và Rogoff 2009)

Có ba giai đoạn trong mối quan hệ giữa đồng Euro và cuộc khủng hoảng nợ công châu Âu. Thứ nhất, ý định mang tính thể chế ban đầu của đồng Euro đã làm tăng một cách đáng kể những rủi ro tài chính trong thời kỳ trước khủng hoảng. Thứ hai, một khi khủng hoảng nổ ra, những lỗ hổng của ý định này đã khuếch đại ảnh hưởng về tài khóa của sự vận động của cuộc khủng hoảng theo nhiều kênh khác nhau. Thứ ba, những hạn chế do liên minh tiền tệ áp đặt cũng định hình thời hạn và tiến độ của giai đoạn phục hồi dự tính sau khủng hoảng, đi cùng với phản ứng chính trị đầy hỗn loạn từ phía các nhà cầm quyền cũng như sự thất bại của châu Âu trong việc không có sẵn các thể chế thích hợp để quản trị khủng hoảng. Chúng ta sẽ nói rõ hơn về ba giai đoạn này trong ba phần chính tiếp theo của bài nghiên cứu, và sau đó sẽ chuyển sang các cải cách để có thể làm tăng khả năng phục hồi của khu vực đồng Euro đối với những cú sốc tài chính trong tương lai.

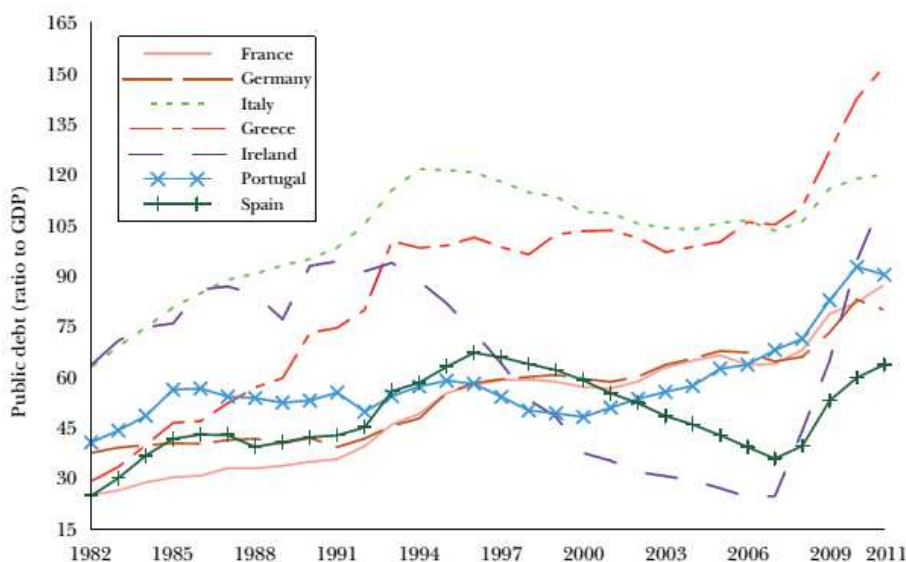
Như được giải thích rõ trong phân tích dưới đây, khủng hoảng nợ công có mối liên hệ gốc rễ với cuộc khủng hoảng ngân hàng và sự mất cân bằng vĩ mô, vốn đã ảnh hưởng lên khu vực đồng tiền chung. Shambaugh (2012) đã đưa ra một cái nhìn tổng quan về cuộc khủng hoảng kinh tế nói chung của châu Âu. Kể cả khi cuộc khủng hoảng này vốn không mang bản chất tài khóa, nhưng hiện tại nó đã trở thành một khủng hoảng nợ quốc gia nghiêm trọng và trọng tâm của chúng ta ở đây là hiểu các khía cạnh tài khóa của cuộc khủng hoảng đồng Euro này.

## Những yếu tố rủi ro tiền khủng hoảng

Vào giữa những năm 2000, tổng nợ công tính trên toàn khối các nước sử dụng đồng Euro chưa bao giờ được coi là vấn đề đáng lo ngại, ít nhất là nếu nhìn qua. Trong thập kỷ trước, sự biến động của nợ ở khu vực đồng tiền chung châu Âu và Mỹ khá tương đồng. Ví dụ, tỉ số tổng nợ công trên GDP năm 1995 của Mỹ là khoảng 60%, còn ở các nước sử dụng đồng Euro là 70%, dựa vào kết quả tính toán của tôi trên cơ sở số liệu Nợ công của Quỹ tiền tệ Quốc tế IMF. Ở cả Mỹ và khối các nước trên, chỉ số nợ/GDP giảm ở cuối những năm 1990, nhưng đã tăng trở lại mức giữa những năm 1990 vào năm 2007. Tỉ lệ nợ trên GDP sau đó đã leo thang trong suốt thời kì khủng hoảng, mà tỷ lệ đó tại Mỹ tăng nhanh hơn rất nhiều so với khu vực đồng tiền chung châu Âu.<sup>2</sup>

Tuy nhiên, số liệu về nợ công tính cho toàn khối đã che đậy sự biến thiên đáng kể của số liệu nợ tính theo từng quốc gia. Đồ thị 1 cho thấy sự biến động của tỉ lệ nợ công ở 7 thành viên chủ chốt trong khu vực đồng tiền chung châu Âu, giai đoạn 1982-2011. Sở dĩ những nước này được chọn bởi Đức, Pháp, Ý và Tây Ban Nha là bốn nền kinh tế lớn nhất trong khối, trong khi cho tới thời điểm này, khủng hoảng tài chính nổ ra nghiêm trọng nhất là ở Hy Lạp, Ai-len và Bồ Đào Nha (lẽ đương nhiên, Ý và Tây Ban Nha cũng bị đặc biệt coi là những nước có tài chính dễ tổn thương trong cuộc khủng hoảng). Có thể thấy rõ ràng, lịch sử nợ của những nước trên khá là khác nhau.

### Đồ thị 1: Xu hướng phát triển của Nợ công giai đoạn 1982-2011



Nguồn: Cơ sở dữ liệu về Nợ công của Quỹ Tiền tệ Quốc tế IMF

<sup>2</sup> Về chi tiết số liệu từng quốc gia về xu hướng phát triển nợ công của 7 quốc gia khối Euro từ năm 1992 tới năm 2011, xem phần phụ lục trực tuyến đi kèm với bài viết này tại <http://e-jep.org>.

Ở nhóm của Ý và Hy Lạp, cả 2 nước đều có chỉ số Nợ/GDP vượt quá 90% từ đầu những năm 1990; và chưa bao giờ đạt được hạn mức 60% của tỉ lệ Nợ/GDP đã được chỉ rõ trong các quy định tài chính châu Âu. Ai-len, Bồ Đào Nha, và Tây Ban Nha, mỗi nước có được mức giảm tỉ lệ nợ đáng kể vào nửa đầu thập niên 1990, xuống thấp hơn nhiều mức trần 60%. Trong khi tỉ lệ nợ của Bồ Đào Nha bắt đầu leo thang từ năm 2000 trở đi, thì tăng trưởng nóng ở Ai-len và Tây Ban Nha lại góp phần làm giảm độ lớn của chỉ số Nợ trên Tổng sản phẩm mỗi cho tới năm 2007. Cuối cùng, Pháp và Đức có tỉ lệ nợ công tính trên GDP khá ổn định, vào khoảng 60% trong suốt thập kỉ trước khi cuộc khủng hoảng kinh tế diễn ra; và tỉ lệ này thực sự cao hơn rất nhiều so với con số tương ứng ở Ai-len và Tây Ban Nha giai đoạn 2002-2007. Như vậy, vào thời điểm xung quanh năm 2007, mức nợ công bị đẩy lên cao ở Hy Lạp và Ý, và xu hướng đó ở Bồ Đào Nha cũng rất đáng lo ngại, còn tình hình tài chính của Ai-len và Tây Ban Nha lại có vẻ tương đối an toàn. Ngoài ra, mức chênh lệch thấp của nợ quốc gia cũng cho thấy các thị trường không kỳ vọng có rủi ro vỡ nợ đáng kể và đương nhiên càng không phải một cuộc khủng hoảng tài khóa mà quy mô của nó có thể nhấn chìm cả hệ thống đồng tiền chung châu Âu.

Tuy nhiên, nếu bây giờ nhìn lại, giai đoạn 1999-2007 có vẻ như là thời kỳ mà trong đó thành tích tăng trưởng tốt và môi trường tài chính ổn định đã che khuất đi sự tích tụ một loạt những điểm yếu dễ bị tổn thương về vĩ mô, tài chính, và ngân sách nhà nước (Wyplosz 2006; Caruana and Avdjiev 2012).

### **Bảng 1: Sự biến động của Tín dụng tư nhân**

*Các khoản vay cho khu vực tư nhân của các ngân hàng nội địa và các tổ chức tín dụng khác (phần trăm của GDP)*

	1998	2002	2007
Hy Lạp	31.8	56.5	84.4
Ai-len	81.2	104.4	184.3
Bồ Đào Nha	92.1	136.5	159.8
Tây Ban Nha	80.8	100.1	168.5
Ý	55.7	77.3	96.5
Đức	112.2	116.7	105.1
Pháp	81.0	85.6	99.3

Nguồn: Cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Thế giới.

### ***Mất cân bằng tài chính và cán cân tài khoản vãng lai***

Chỉ dấu dự báo quan trọng nhất của khủng hoảng ngân hàng chính là sự bùng nổ tín dụng trong nước trước đó (Gourinchas và Obstfeld 2012). Bảng 1 cho thấy xu hướng phát triển của tỉ lệ Tín dụng/ GDP của 7 nước trong khu vực đồng Euro. Các nước ngoại vi châu Âu đã trải qua những cuộc bùng nổ tín dụng mạnh mẽ, phần nào bởi việc gia nhập khối đồng tiền chung cũng đồng nghĩa với việc ngân hàng các nước này có thể huy động vốn trên thị trường vốn quốc tế bằng chính đồng nội tệ - tức đồng Euro - thay vì bằng ngoại tệ như trước đây (ví dụ Đô-la Mỹ, Mác Đức hay Bảng Anh), rồi lại thấp thỏm hy vọng tỉ giá hối đoái sẽ không biến động theo chiều hướng bất lợi cho họ. Cùng với đó, lãi suất thấp và sự sẵn có dễ dàng của tín dụng cũng đã khuyến khích các khoản vay cho mục đích tiêu dùng và đầu tư bất động sản (Fagan và Gaspar 2007).

Một hiện tượng khác liên quan là sự phân tán và tính dai dẳng gia tăng của tình trạng mất cân bằng cán cân vãng lai trên toàn khu vực đồng tiền chung. Bảng 2 cho thấy sự mất cân bằng này là khá nhỏ ở những năm 1993-1997, trước khi có đồng Euro. Nhưng vào trước giai đoạn 2003-2007, Bồ Đào Nha (-9.2 % GDP), Hy Lạp (-9.1% GDP), và Tây Ban Nha (-7.0% GDP) đều bị thâm hụt cán cân vãng lai rất lớn. Ngược lại, cán cân vãng lai của Đức lại thặng dư một lượng đáng kể, trung bình 5.1% GDP, trong khi con số đó trên toàn khu vực đồng tiền chung xấp xỉ bằng 0.

Nếu sự mất cân bằng cán cân vãng lai đã đẩy nhanh tốc độ xích lại gần nhau về thu nhập, bằng cách phân phối lại nguồn lực từ những nước thu nhập cao và thừa vốn cho những nước thu nhập thấp và thiếu vốn, thì đây có thể được coi là lợi ích do liên minh tiền tệ mang lại (Blanchard và Giavazzi 2002). Tương tự, thâm hụt cán cân vãng lai cũng tạo điều kiện để điều hòa tiêu dùng ở các nước nghèo hơn tới mức mà thu nhập hiện tại được cho là sẽ thấp hơn mức thu nhập trong tương lai. Tuy nhiên, nếu dòng tiền vào được dùng để tăng vốn đầu tư vào những lĩnh vực chỉ ảnh hưởng rất nhỏ đến tăng trưởng năng suất tương lai (như bất động sản) và trì hoãn sự điều chỉnh khi đối mặt với các cú sốc về cơ cấu (ví như sự cạnh tranh ngày càng gay gắt của khu vực Trung và Đông Âu và thị trường châu Á mới nổi ở phân khúc hàng giá rẻ) thì quy mô ngày càng lớn của mất cân bằng cán cân vãng lai sẽ gây ra những rủi ro vĩ mô đáng kể (Blanchard 2007; Giavazzi và Spaventa 2011; Chen, Milesi-Ferretti, và Tressel sắp xuất bản).

**Bảng 2: Cân bằng cán cân vãng lai (phần trăm của GDP)**

	1993–1997	1998–2002	2003–2007	2008–2011
Hy Lạp	-2.0	-5.9	-9.1	-11.1
Ái-len	3.4	-0.2	-2.6	-1.6
Ý	2.1	0.2	-1.8	-2.9
Bồ Đào Nha	-2.4	-9.0	-9.2	-10.5
Tây Ban Nha	-0.6	-3.1	-7.0	-5.8
Pháp	1.1	2.0	-0.2	-1.9
Đức	-0.9	-0.3	5.1	5.7

Nguồn: Cơ sở dữ liệu Tổng quan Kinh tế thế giới của Quỹ Tiền tệ Quốc tế

Đối với những nước đang chịu thâm hụt cán cân vãng lai lớn và kéo dài, Blanchard (2007) chỉ ra một số yếu tố rủi ro. Về tăng trưởng trung hạn, thâm hụt cán cân vãng lai có thể gây tác hại trong trường hợp chi phí cho hàng hóa phi mậu dịch quá lớn dẫn đến sự thu hẹp chi tiêu cho hàng hóa mậu dịch, thể hiện ở chỗ chi phí lương bị đẩy lên cao và vì thế giảm đi nguồn vốn dành cho tăng trưởng năng lực sản xuất. Điều này đặc biệt nguy hiểm đối với một liên minh tiền tệ, bởi vì chính sách tiền lương danh nghĩa cứng nhắc có nghĩa là khi giai đoạn thâm hụt kết thúc, việc điều chỉnh giảm tiền công chỉ có thể dần dần đạt được thông qua việc gia tăng thất nghiệp kéo dài.

Thêm vào đó, thâm hụt nghiêm trọng cán cân vãng lai cũng tạo ra những rủi ro ngắn hạn nếu như hoạt động của các thị trường vốn bị dừng đột ngột nhằm nhanh chóng giảm các khoản thâm hụt. Sự đảo chiều đột ngột với quy mô lớn của dòng vốn sẽ gây ra những hệ quả tiêu cực liên quan đến việc giảm sút tổng sản phẩm, gia tăng thất nghiệp, và giảm giá trị tài sản (Freund và Warnock 2007). Sự đảo chiều trong dòng chảy vốn còn làm tăng nguy cơ của khủng hoảng ngân hàng, nhất là khi các dòng vốn được phân phối qua hệ thống ngân hàng nội địa.

### ***Giai đoạn bùng nổ 2003-2007***

Giai đoạn căng thẳng nhất của sự phân tán trong tăng trưởng tín dụng và mất cân bằng cán cân vãng lai không xảy ra vào những ngày đầu của đồng Euro năm 1999, mà thay vào đó là các lần tăng rời rạc từ năm 2003 đến 2007 (Lane và Pels 2012; Lane và McQuade 2012). Vẫn còn thiếu một lời giải thích thỏa đáng tại sao giai đoạn 2003-2007 lại là cao điểm của bùng nổ tín dụng và thâm hụt tài khoản vãng lai, nhưng việc chúng diễn ra đồng thời với bùng nổ chứng khoán hóa trên các thị trường tài chính quốc tế, giai đoạn (bùng nổ) vay dưới chuẩn ở Mỹ và sự giảm sút

của các chỉ số rủi ro tài chính đã cho thấy rằng câu trả lời có thể được tìm thấy ở xu hướng vận động cơ bản của hệ thống tài chính toàn cầu và chính sách lãi suất dài hạn thấp bất thường trong suốt giai đoạn này.

Sự bùng nổ tín dụng trong thời kỳ này từ đầu không bắt nguồn từ hoạt động vay mượn của chính phủ. Như ở Ai-len và Tây Ban Nha, suốt những năm 2003-2007, chính phủ không phải là người vay ròng. Thay vào đó, đối tượng vay nhiều nhất tại Ai-len là hộ gia đình, còn ở Tây Ban Nha là các tập đoàn, và vì thế bùng nổ đầu tư bất động sản như “đổ thêm dầu vào lửa” vào nợ tích lũy ở cả hai quốc gia. Tại Bồ Đào Nha và Hy Lạp, chính phủ cũng như các tập đoàn đều là những con nợ lớn, tuy nhiên những dòng vốn âm (tức vào nhiều hơn ra) trên được phần nào bù đắp lại bởi sự tích lũy ròng lượng tài sản tài chính đáng kể của khu vực hộ gia đình tại những quốc gia trên.

### ***Thất bại trong nỗ lực thắt chặt chính sách tài khóa***

Nhìn lại, thất bại của chính phủ các nước trong nỗ lực thắt chặt đáng kể chính sách tài khóa giai đoạn 2003-2007 là một cơ hội bị bỏ lỡ, nhất là trong thời kỳ mà khu vực kinh tế tư nhân chấp nhận thêm nhiều rủi ro. Ở một số nước (Ai-len và Tây Ban Nha), bùng nổ tín dụng và giá nhà đã trực tiếp tạo ra nhiều tiền thuế hơn nộp vào ngân sách nhà nước, bởi sự tăng lên về giá cả tài sản, hoạt động xây dựng và các dòng vốn vào đã làm tăng thu ngân sách từ thuế lãi đầu tư, thuế chuyển nhượng tài sản hay thuế tiêu dùng. Những thành viên nào có tốc độ tăng trưởng nhanh hơn thì cũng có tỉ lệ lạm phát cao hơn mức trung bình của toàn khối, điều này cũng đẩy nhanh thu ngân sách từ thuế do nhiều hạng mục thuế không được điều chỉnh giảm xuống để bù đắp cho lạm phát (non-indexation of many tax categories). Cuối cùng, lãi suất thấp khiến cho chi phí lãi vay hiện tại giảm đi so với trung bình quá khứ. Tuy nhiên, số tiền thuế khổng lồ thu được một cách ngẫu nhiên ấy chỉ phần nào được dùng để cải thiện tình hình ngân sách chính phủ đang bị thâm hụt do chi tiêu công ngoài định mức và việc cắt giảm thuế. Nhìn chung, tính ngược chu kỳ của chính sách tài khóa đã bị giảm đi kể từ khi đồng Euro được đưa vào sử dụng, vì thế làm vô ích những cải thiện trong hiệu suất chu kỳ được chứng minh là có vào những năm 1990 (Benetrix và Lane 2012).

Một nhân tố góp phần vào thất bại trong việc thắt chặt chính sách tài khóa là yếu kém trong các khung phân tích được sử dụng để đánh giá sự bền vững của vị thế tài chính quốc gia. Khi đánh giá việc thực hiện theo chu kỳ của chính sách tài khóa từ 2002 đến 2007, các nhà lãnh đạo quốc gia và các tổ chức quốc tế như IMF, OECD, và Ủy ban châu Âu tập trung chủ yếu vào những ước lượng điểm của

khoảng cách về tổng sản phẩm để ước lượng “sự điều chỉnh theo chu kỳ” của cân bằng ngân sách nhà nước, mà không tính đến sự phân phối các rủi ro về vĩ mô, tài chính, và tài khóa kết hợp với sự tăng lên của thâm hụt cán cân thanh toán vãng lai, tăng trưởng tín dụng, tổng nợ theo khu vực kinh tế và giá nhà đất. Một phương pháp tiếp cận quản lý rủi ro cẩn trọng và nhìn xa trông rộng hơn có lẽ đã có thể mang đến nhiều động thái phòng ngừa tích cực hơn vốn có thể có ích trong trường hợp giai đoạn bùng nổ kết thúc một cách đột ngột và rối loạn (Lane 2010).

Đối với các nước ngoại vi khu vực đồng Euro, khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 đã làm các nhà đầu tư phải đánh giá lại sự bền vững của tăng trưởng tín dụng nóng và thâm hụt tài khoản vãng lai lớn. Việc này xuất hiện dưới hình thức là các dòng vốn chảy ra một cách đáng kể khỏi khu vực kinh tế tư nhân, sự thắt chặt các điều kiện tín dụng, và sự tạm dừng đột ngột của hoạt động xây dựng, cộng với việc các hệ thống ngân hàng quốc gia phải đương đầu với vấn đề kép là con số ước lượng mất vốn do nợ xấu tăng lên và thanh khoản bị siết chặt trong thị trường huy động vốn. Đến lượt nó, tổng hợp hệ lụy của suy thoái kinh tế trong nước, khó khăn của ngành ngân hàng, và sự giảm sút mức độ chấp nhận rủi ro của các nhà đầu tư nước ngoài sẽ lại làm nhen nhóm nguy cơ một cuộc khủng hoảng nợ chính phủ.

### **Khủng hoảng tài chính và khủng hoảng nợ công**

Tháng 8 năm 2007 đã đánh dấu giai đoạn đầu tiên của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, cùng với sự bắt đầu của các hoạt động duy trì thanh khoản của Ngân hàng Trung ương châu Âu. Khả năng thua lỗ trầm trọng của các ngân hàng lớn của châu Âu đối với các khoản đầu tư vào chứng khoán có tài sản đảm bảo trên thị trường Mỹ đã được nhiều nghiên cứu tìm hiểu, tương tự như sự phụ thuộc của những ngân hàng này đối với thị trường chứng khoán Mỹ khi coi đây là một nguồn cung ứng vốn bằng đồng Đô-la (McGuire và von Peter 2009; Acharya và Schnabl 2010; Shin 2012). Vào tháng 9 năm 2008, cuộc khủng hoảng toàn cầu bước vào giai đoạn dữ dội hơn với sự sụp đổ của Lehman Brothers. Cuộc khủng hoảng tài chính thế giới nghiêm trọng cuối năm 2008 và đầu năm 2009 đã làm chấn động cả châu Âu lẫn Hoa Kỳ.



### ***Từ cú sốc tài chính tới khủng hoảng nợ công***

Từ năm 2008 tới năm 2009, vấn đề nợ công châu Âu chỉ nhận được sự quan tâm khá khiêm tốn. Thay vào đó, sự chú ý được dồn vào những hành động của Ngân hàng Trung ương châu Âu nhằm giải quyết cú sốc tài chính toàn cầu. Song song với các ngân hàng trung ương chủ chốt khác, Ngân hàng Trung ương châu Âu cắt giảm mạnh lãi suất ngắn hạn, cung cấp thanh khoản đồng Euro và thực hiện những giao dịch trao đổi tiền tệ để giúp các ngân hàng châu Âu mở rộng quy mô tiếp cận nguồn vốn bằng đồng Đô-la.

Nhưng khủng hoảng tài chính toàn cầu lần này lại tạo ra những tác động bất đối xứng lên toàn khu vực đồng Euro. Dòng vốn qua lại biên giới các nước đã cạn khô vào cuối năm 2008, với việc các nhà đầu tư mang tiền trở về thị trường cổ quốc và đánh giá lại mức độ chịu tác động từ thị trường quốc tế của mình (Milesi-Ferretti và Tille 2011). Quá trình này đã ảnh hưởng rất lớn đến những quốc gia phụ thuộc phần lớn vào dòng vốn từ nước ngoài, nhất là vốn được huy động trên các thị trường nợ ngắn hạn quốc tế. Bên trong khối Euro, Ai-len là ví dụ điển hình nhất: Sự phụ thuộc quá lớn của hệ thống ngân hàng Ai-len vào việc huy động vốn quốc tế ngắn hạn đã khiến chính phủ nước này phải đưa ra gói bảo đảm nợ kéo dài 2 năm cho những ngân hàng đang nợ nần vào cuối tháng 9 năm 2008 (Honohan 2010; Lane 2011).

Nhìn chung, khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 đã dẫn đến việc đánh giá lại giá cả tài sản và những kỳ vọng tăng trưởng, đặc biệt đối với những nước có biểu hiện mất cân bằng vĩ mô. Ví dụ, Lane và Milesi-Ferretti (2011) chỉ ra rằng thâm hụt cán cân vãng lai và tỉ lệ tăng trưởng của tín dụng trong nước trước khủng hoảng có tương quan đáng kể tới quy mô suy giảm tổng sản phẩm và chi tiêu từ năm 2007 đến năm 2009, trong khi Lane và Milesi-Ferretti (sắp xuất bản) cũng cho thấy những thâm hụt cán cân vãng lai “trên mức bình thường” suốt những năm 2005 đến 2008 có mối liên quan đối với sự đảo chiều (reversal) mạnh mẽ của cán cân vãng lai và tiết kiệm chi tiêu những năm 2008-2010. Sự chấm dứt cuộc bùng nổ tín dụng cũng rất phiến toái đối với Ai-len và Tây Ban Nha, bởi ngành xây dựng của những nước này đã tăng trưởng một cách quá nhanh. Sự suy giảm đột ngột của ngành xây dựng là một cú sốc rất lớn đối với hoạt động kinh tế trong nước, trong khi đó, những dự án bị bỏ dở và giá bất động sản giảm mạnh có thể dẫn đến những khoản thua lỗ lớn cho những ngân hàng thực hiện số lượng lớn các khoản vay thế chấp bằng bất động sản.

Tuy thế, thị trường nợ công khối Euro vẫn tương đối bình lặng trong năm 2008 và gần như cả năm 2009. Suốt giai đoạn này, vấn đề quan tâm bậc nhất là

tính ổn định của hệ thống ngân hàng toàn bộ khu vực đồng tiền chung, trong khi những rủi ro tài khóa của từng nước cụ thể không được chú trọng bằng. Hơn nữa, tỉ lệ nợ công trước khủng hoảng tương đối thấp của Ai-len và Tây Ban Nha đã phần nào đưa ra sự trấn an rằng những nước này có thể chịu đựng được những chi phí tài khóa tiềm tàng nếu xảy ra khủng hoảng ngân hàng ở quy mô trung bình. Nhu cầu đối với nợ công của các nước khối Euro cũng bị đẩy lên cao bởi các ngân hàng vốn đánh giá trái phiếu chính phủ như là vật thế chấp tín nhiệm cao cho những khoản vay ngắn hạn từ Ngân hàng Trung ương châu Âu (Buiter và Sibert 2006).

Cuối năm 2009, khủng hoảng nợ công châu Âu bước vào một giai đoạn mới. Cũng thời điểm này, một số nước châu Âu đã báo cáo mức tăng tỉ lệ thâm hụt trên GDP cao hơn dự kiến. Ví dụ, thu ngân sách của Ai-len và Tây Ban Nha đã giảm nhanh hơn rất nhiều so với GDP, bởi tính nhạy cảm cao của ngân sách thu từ thuế đối với sự giảm sút của hoạt động xây dựng và giá cả tài sản. Thêm vào đó, quy mô của cuộc suy thoái và sự tăng lên của các ước tính thua lỗ ngành ngân hàng vì nợ xấu ở một số nước cũng đã có những ảnh hưởng gián tiếp tiêu cực đến giá trị của trái phiếu chính phủ, vì các nhà đầu tư cho rằng một ngành ngân hàng sa sút sẽ tạo ra những rủi ro tài chính (Mody và Sandri 2012).

Tuy nhiên, tin tức gây chấn động nhất lại bắt nguồn từ Hy Lạp. Sau cuộc tổng tuyển cử vào tháng 10 năm 2009, chính phủ mới tuyên bố con số dự báo thâm hụt ngân sách đã được điều chỉnh là 12.7% của GDP – nhiều hơn gấp đôi so với ước tính trước đây là 6.0%.<sup>2</sup> Thêm vào đó, ngân sách các năm trước của Hy Lạp cũng được điều chỉnh lại và cho thấy những khoản thâm hụt đáng kể. Tiết lộ về sự vi phạm nghiêm trọng các quy định tài chính của khối Euro trong trường hợp của Hy Lạp đã hình thành nên dòng quan điểm về yếu tố chính trị nhiều ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng này, đổ lỗi nguyên nhân chủ yếu của khủng hoảng chính là sự vô trách nhiệm trong sử dụng ngân sách chính phủ của những quốc gia khu vực ngoại vi, mặc dù sự mất cân bằng về nền tảng tài chính và vĩ mô là những yếu tố quan trọng hơn.

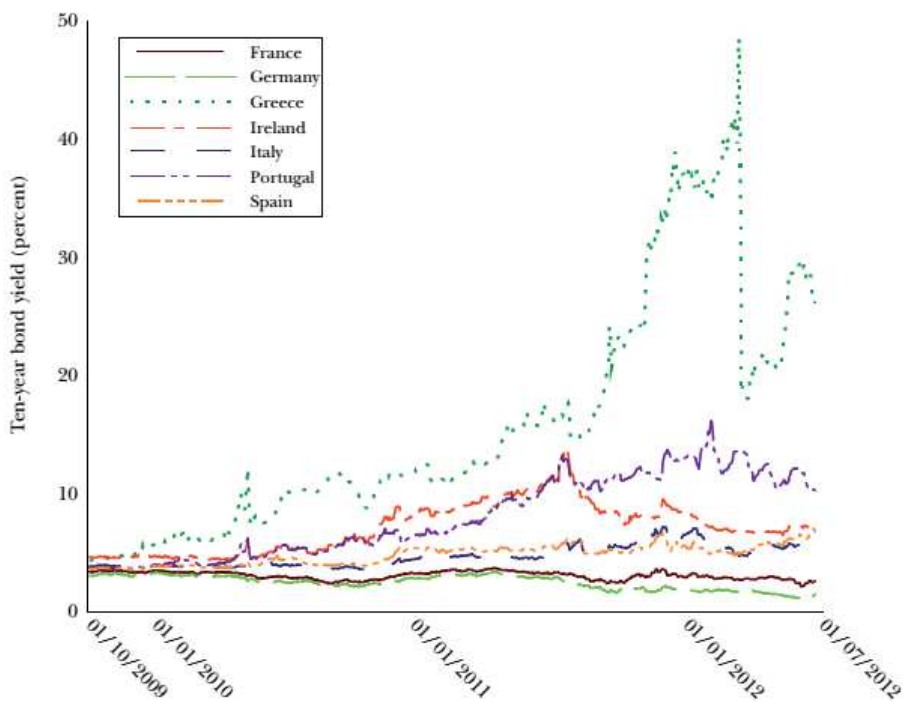
Diễn tiến bất lợi này còn được thể hiện ở sự gia tăng chênh lệch của trái phiếu chính phủ. Ví dụ, chênh lệch thường niên của lợi tức trái phiếu chính phủ thời hạn 10 năm giữa Đức và các nước như Hy Lạp, Ai-len, Bồ Đào Nha, Tây Ban Nha và Ý trước khủng hoảng là gần như không có. Xin nhớ rằng nợ công của những quốc gia này đều tính bằng đồng tiền chung, đồng Euro, nên sự chênh lệch về lợi tức kỳ

<sup>2</sup> Xem thêm Gibson, Hall, và Tavlas (2012). Những tác giả này cũng chỉ ra rằng tuyên bố của Hy Lạp được tình cờ nối tiếp ngay bởi yêu cầu bất ngờ từ Dubai World về việc hoãn trả nợ, khiến bầu không khí của thị trường nợ quốc tế xấu đi một cách rõ rệt vào tháng 10 và 11 năm 2009.

vọng chủ yếu phản ánh rủi ro tín dụng và các khác biệt về tính bất ổn mà các nhà đầu tư cảm nhận.

Đồ thị 2 cho thấy sự vận động của lợi tức trái phiếu thời hạn 10 năm ở mức độ quốc gia của 7 nước thành viên khối Euro từ tháng 10 năm 2009 đến tháng 6 năm 2012. Có 3 giai đoạn có vấn đề hiện lên rõ ràng. Giai đoạn thứ nhất, lợi tức trái phiếu của Hy Lạp bắt đầu tách nhóm vào đầu năm 2010, khi nước này yêu cầu trợ giúp chính thức vào tháng 5 cùng năm. Giai đoạn thứ hai có sự dịch chuyển tương đồng của lợi tức trái phiếu Ai-len và Bồ Đào Nha trong năm 2010 kéo dài đến nửa đầu 2011 (Ai-len là nước tiếp theo yêu cầu cứu trợ vào tháng 11 năm 2010, và không lâu sau đó là Bồ Đào Nha vào tháng 5 năm 2011). Giai đoạn cuối cùng, lợi tức của Ý và Tây Ban Nha di chuyển cùng nhau, với mức chênh lệch giá ở tầm trung bình giữa nhóm nước cần cứu trợ và hai nước vùng lõi là Đức và Pháp. Trong trường hợp của Ý và Tây Ban Nha, chênh lệch lợi tức so với Đức đã tăng trên 300 điểm cơ bản vào tháng 7 năm 2011 và từ đó luôn đứng ở mức cao. Năm 2011, chênh lệch rõ ràng cũng xuất hiện giữa lợi tức trái phiếu của Pháp và Đức, mặc dù sự bất ổn định tương đối lớn hơn của Pháp không phải là đối tượng xem xét trong nghiên cứu này.

**Đồ thị 2: Lợi tức của trái phiếu chính phủ thời hạn 10 năm, tháng 10 năm 2009 đến tháng 6 năm 2012 (phần trăm)**



Nguồn: Tác giả tự tính toán dựa trên số liệu từ Datastream.

## ***Vội tìm giải pháp cho khủng hoảng nợ công***

Tháng 5 năm 2010, Hy Lạp là nước đầu tiên bị loại khỏi thị trường trái phiếu, tiếp đó là Ai-len vào tháng 11 cùng năm, và Bồ Đào Nha vào tháng 4 năm 2011. (Tháng 6 năm 2012, Tây Ban Nha và đảo Síp cũng tìm kiếm cứu trợ chính thức. Tại thời điểm viết bài này, vẫn chưa rõ Tây Ban Nha sẽ chỉ yêu cầu một hình thức cứu trợ chính thức hạn chế để giúp nước này tái cấp vốn cho hệ thống ngân hàng hay cần một gói cứu trợ quy mô lớn).

Ở mỗi trong 3 trường hợp cứu trợ, những chương trình hợp tác Liên minh châu Âu/ IMF được lập ra mà theo đó khoản tài trợ vốn 3 năm sẽ được cấp với điều kiện nước nhận cứu trợ phải thực thi các gói tài khóa thắt lưng buộc bụng và thay đổi cơ cấu để thúc đẩy tăng trưởng (đặc biệt quan trọng đối với Hy Lạp và Bồ Đào Nha), đồng thời tái cấp vốn và giải nợ cho hệ thống ngân hàng đã vượt xa quá mức (nhất là ở Ai-len). Quy mô của gói cứu trợ vượt xa mức độ cho vay bình thường của IMF, nên Liên minh châu Âu là người cấp vốn chủ yếu. Khi đó, Quỹ bình ổn tài chính châu Âu (European Financial Stability Facility) cũng được thành lập tạm thời làm nơi phát hành trái phiếu dựa trên sự đảm bảo của các thành viên để cung cấp cứu trợ chính thức khi xảy ra bất kỳ cuộc khủng hoảng nào trong tương lai. Ngoài ra, Cơ chế Ổn định châu Âu (European Stability Mechanism) tồn tại từ trước, vốn trước đây chỉ dùng để hỗ trợ ngoại tệ nhằm cân bằng cán cân thanh toán cho những nước ngoài khối euro, nay cũng được điều chỉnh để có thể bơm vốn cho các nước thành viên của khối.

Về mặt nguyên tắc, một giai đoạn tạm thời tài trợ vốn chính thức có thể mang lại lợi ích cho tất cả các bên tham gia. Đối với nước đi vay, nó có thể tạo cơ hội cho chính phủ sở tại áp dụng các biện pháp tuy không được lòng dân nhưng cần thiết để đưa tình trạng tài chính công đi theo hướng mang lại sự ổn định trong trung hạn, cùng lúc thực thi tái cơ cấu kinh tế để thúc đẩy mức tổng sản phẩm tiềm năng. Còn với nước cho vay, tránh được nguy cơ vỡ nợ có thể làm lợi cho những tổ chức tín dụng cho vay của họ (đặc biệt là các ngân hàng), trong khi vẫn phòng vệ chống lại khả năng lan tỏa tiêu cực trên phạm vi quốc tế của rủi ro vỡ nợ.

Những chi tiết của kế hoạch tài trợ vốn cho Hy Lạp, Ai-len, và Bồ Đào Nha phần lớn sao chép từ các nghiệp vụ tiêu chuẩn của IMF, nhưng chúng cũng đối mặt với một số những vấn đề tiềm tàng. Dưới đây là 6 vấn đề như vậy, không sắp xếp theo một trật tự nhất định nào.

Thứ nhất, do quy mô của sự mất cân bằng vĩ mô, tài chính và tài khóa hiện tại, cho nên quỹ thời gian hợp lý cho điều chỉnh vĩ mô là dài hơn so với tiêu chuẩn 3 năm của những thỏa thuận cứu trợ. Cụ thể, chính sách tài khóa thắt lưng buộc

bụng của từng quốc gia thành viên không thể được bù đắp bởi việc giảm giá đồng tiền hoặc nới lỏng các điều kiện tiền tệ, đây là một giải pháp đặc biệt khó khăn nếu quốc gia liên quan muốn chấm dứt đồng thời cả thâm hụt tài khóa và tài khoản vãng lai. Tới thời điểm tháng 6 năm 2011, Hy Lạp rõ ràng cần đến gói cứu trợ thứ hai, trong khi Ai-len và Bồ Đào Nha rất có khả năng vẫn không thể nhận được tài trợ vốn đầy đủ từ thị trường sau khi thỏa thuận hiện thời hết hạn. Tốc độ điều chỉnh chậm chạp cũng được nhận thấy vào khoảng hè năm 2011 với việc nới rộng thời hạn trả nợ của các khoản nợ chính thức từ 7,5 năm lên 15 tới 30 năm.

Thứ hai, liên quan đến vấn đề trên, việc thu hẹp tài khóa quá nhanh có thể làm trầm trọng thêm những điểm yếu của hệ thống ngân hàng. Gánh nặng về việc giảm sản lượng đầu ra và tăng thuế đã làm thu nhập khả dụng của hộ gia đình và lợi nhuận doanh nghiệp xuống, vì vậy mà tăng rủi ro vỡ nợ của khu vực tư nhân. Đây được coi là một rủi ro trọng yếu trong trường hợp của Ai-len khi nhìn vào quy mô nợ của khu vực tư nhân nước này.

Thứ ba, những mục tiêu tài khóa không được xây dựng dựa trên thực trạng của nền kinh tế châu Âu nói chung. Vì kỳ vọng tăng trưởng của kinh tế châu Âu nói chung đã giảm sút năm 2011, những mục tiêu cho từng quốc gia cụ thể trở nên bất khả thi vì những lý do bên ngoài.

Thứ tư, các khoản cứu trợ ban đầu bao gồm khoản phạt khá lớn là 300 điểm cơ bản được cộng thêm vào lãi suất, vốn là một cách làm tiêu chuẩn của IMF. Mức phạt đó sẽ ngăn các quốc gia mắc phải mỗi “nguy hại đạo đức” (moral hazard - tức đi xin cứu trợ trong khi không thực sự cần đến nó) và đền bù cho những nước cho vay khi phải đối mặt rủi ro vỡ nợ đáng kể của nước đi vay. Tuy nhiên, nó cũng làm cho việc trả nợ trở nên khó khăn hơn và mang lại cảm giác rằng các nước chủ nợ của EU có vẻ như đang trục lợi trên khó khăn của những nước được cứu trợ. Khoản phạt áp dụng cho phần tài trợ của châu Âu trong các khoản cho vay chính thức này được bãi bỏ vào tháng 7 năm 2011, mặc dù lãi suất tính trên phần tài trợ từ nguồn IMF tiếp tục bao gồm mức phạt trong đó.

Thứ năm, quỹ cứu trợ đã được sử dụng để tái cấp vốn cho hệ thống ngân hàng, và cũng để chi cho những khoản thâm hụt tài khóa “thường xuyên”. Cho đến giờ, yếu tố này được coi là điểm quan trọng nhất trong khoản cứu trợ cho Ai-len, nhưng nó cũng là điểm nổi bật trong chương trình dành cho Hy Lạp và Bồ Đào Nha; đồng thời là yếu tố hàng đầu trong khoản cứu trợ chính thức được yêu cầu bởi Tây Ban Nha vào tháng 6 năm 2012. Trong khi việc tái cấp vốn lấy từ nguồn vốn công cho những ngân hàng gặp rắc rối có thể cải thiện tình hình khủng hoảng ngân hàng, thì chiến lược này cũng gặp rắc rối vì nó làm tăng nợ công và rủi ro vỡ

nợ quốc gia lên quá mức (Acharya, Drechsler, và Schnabl 2010). Hơn nữa, một mức nợ công quá mức có thể khuếch đại một cuộc khủng hoảng ngân hàng bởi một số nguyên nhân như: các ngân hàng nội địa thường nắm giữ trái phiếu chính phủ của nước mình; khủng hoảng nợ công thường báo trước các khoản thua lỗ phát sinh thêm đối với ngân hàng từ việc mất các khoản vay dành cho khu vực tư nhân; và một chính phủ nợ nần nhiều có khả năng cao sẽ dựa dẫm vào các ngân hàng để tìm kiếm nguồn vốn bổ sung (Reinhart và Sbrancia 2011). Thêm vào đó, tình trạng sức khỏe yếu nói chung của những ngân hàng lớn ở châu Âu và bản chất xuyên quốc gia của ổn định tài chính bên trong liên minh tiền tệ đồng nghĩa với việc các chính phủ bị chịu sức ép quốc tế buộc phải giải cứu các ngân hàng sắp đổ vỡ để tránh rủi ro lây lan qua biên giới do việc áp đặt lỗ lên những chủ nợ của ngân hàng.<sup>3</sup> Bất chấp những yếu tố ngoại sinh quốc tế này, ít nhất cho tới giữa năm 2012, loại hình tài trợ vốn duy nhất của châu Âu để giải cứu các ngân hàng chỉ là các khoản vay chính thức đơn giản cho chính phủ các nước, với những điều khoản trả nợ cố định. Dưới cách tiếp cận này, vận mệnh của chính phủ các nước và hệ thống ngân hàng quốc gia đã liên quan chặt chẽ với nhau.

Vấn đề thứ sáu liên quan tới một nguyên tắc tiêu chuẩn IMF, theo đó cấp vốn chỉ được thực hiện nếu mức độ nợ quốc gia được cho là bền vững. Nếu nó chưa đến mức độ đó, cách làm truyền thống của IMF sẽ là yêu cầu các chủ nợ khu vực tư nhân đồng ý giảm giá trị của các khoản nợ mà các nước đang mắc nợ họ. Trong khuôn khổ những chương trình liên kết EU-IMF, vấn đề "sự tham gia của khu vực tư nhân" như vậy ban đầu đã không được cho là quan trọng trong cả ba lần giải cứu trong năm 2010 và 2011.

Lập luận phản đối việc yêu cầu sự tham gia của khu vực tư nhân là việc này có thể làm kinh động thị trường nợ công vốn đã đầy bất an. Ví dụ, khi khả năng yêu cầu sự tham gia của khu vực tư nhân được đưa vào thảo luận vào tháng 10 năm 2011 (trong Tuyên bố Deauville của Pháp và Đức), chênh lệch lãi suất đã tăng tức thì, nhất là ở Hy Lạp, Ai-len, Bồ Đào Nha. Nỗ lực của Ai-len để tránh không phải cứu trợ đã nhanh chóng tan biến ngay sau đó vào đầu tháng 11 năm 2010. Các ngân hàng châu Âu cũng khó khăn hơn trong việc huy động vốn, đặc biệt là các ngân hàng nội địa ở những nước ngoại vi đang vật lộn với khủng hoảng, đi cùng với xu hướng gia tăng rủi ro được cảm nhận đối với chính phủ nước họ.

<sup>3</sup> Thiết kế yếu kém của các chế độ giải cứu ngân hàng châu Âu cũng làm tăng chi phí tài chính khi giải cứu ngân hàng, bởi vì nó làm cho việc đóng cửa những ngân hàng thua lỗ trở nên khó khăn và áp đặt khoản thua lỗ đó lên những người nắm giữ trái phiếu ưu tiên được phát hành bởi những ngân hàng này.

Thỏa thuận tháng 3 năm 2012 cung cấp cho Hy Lạp gói cứu trợ thứ hai đã yêu cầu các chủ nợ khu vực tư nhân chấp nhận một tỉ lệ giảm nợ, tỉ lệ này cuối cùng bằng khoảng 50% giá trị của các khoản nợ gốc và tương đương 47% GDP của Hy Lạp.<sup>4</sup> Nhưng vì yêu cầu này được thảo luận trong năm 2011, nó đã góp phần làm gia tăng một cách mạnh mẽ sự chênh lệch giữa mức độ nợ của Tây Ban Nha và Ý.

Liệt kê một số khó khăn theo cách này làm cho phản ứng của châu Âu trước vấn đề nợ công có vẻ mạch lạc hơn trên thực tế. Thay vào đó, có thể là công bằng khi miêu tả những nỗ lực của châu Âu trong giải quyết vấn đề nợ công là tạm bợ và hỗn loạn, ít nhất là vào những tháng giữa năm 2012.

### ***Những rủi ro đa cân bằng (multi equilibria) khi nợ công ở mức độ lớn***

Một yếu tố đáng kể trong thời gian khủng hoảng là độ bất ổn đã tăng lên của thị trường nợ công khu vực đồng Euro. Một nước với mức nợ công cao sẽ dễ bị tổn thương trước sự tăng lên của lãi suất mà nước đó phải trả cho món nợ của mình (Calvo 1988; Corsetti và Dedola 2011). Rủi ro này có thể làm xuất hiện các cuộc tấn công đầu cơ tự trở thành hiện thực: nhận thức về rủi ro vỡ nợ tăng lên dẫn đến việc các nhà đầu tư đòi hỏi mức lợi tức cao hơn, và việc này càng làm tăng khả năng vỡ nợ. Ngược lại, nếu rủi ro vỡ nợ được tin rằng đang ở mức thấp, lãi suất cũng sẽ giữ ở mức thấp, và việc vỡ nợ sẽ không xảy ra. Vấn đề đa cân bằng này có thể còn có ảnh hưởng lớn hơn trong bối cảnh của một liên minh tiền tệ đa quốc gia, bởi một sự dịch chuyển bất lợi nhỏ trong các chỉ số vĩ mô cơ bản của một nước cũng có thể châm ngòi cho một sự sụt giảm lớn nhu cầu đối với nợ công của nước đó vì các nhà đầu tư “chạy tìm lối thoát” và chuyển sang đầu tư trái phiếu chính phủ của các nước cùng khối khác an toàn hơn.

Những chính sách nào có thể khuyến khích một cân bằng “tốt”? Một phương án là tạo một bức tường lửa thông qua sự sẵn có của một mạng lưới an toàn chính thức. Hình thức này có thể giảm rủi ro của cân bằng “xấu” phát sinh vì các nhà đầu tư không cần phải lo sợ một quốc gia sẽ bị đẩy vào tình cảnh vỡ nợ không tự nguyện vì mất khả năng gia hạn nợ. Tại thời điểm giữa năm 2012, nguồn vốn khả dụng của Quỹ Bình ổn Tài chính châu Âu, và cơ chế kế nhiệm của nó, Cơ chế Ổn định châu Âu, chỉ đủ để thực hiện các gói giải cứu Hy Lạp, Ai-len và Bồ Đào Nha –

---

<sup>4</sup> Mặc dù tính ưu việt của kế hoạch này đã bị tranh cãi bởi rất nhiều nhà bình luận, gói cứu trợ thứ hai được chính thức hứa hẹn để mang lại con số 120% cho tỉ lệ Nợ/GDP của Hy Lạp trước năm 2020, tỉ lệ này vẫn lớn hơn so với con số của các quốc gia thành viên khối Euro khác cũng đang gặp rắc rối. Xem thêm Ardagna và Caselli (2012) về sự đánh giá cuộc khủng hoảng ở Hy Lạp.

và vì vậy gần như không đủ để đưa ra những hỗ trợ đủ lớn cho Tây Ban Nha, và/hoặc Ý. Những đề án nhằm tạo ra quỹ tương lửa lớn thực chất lại không nhận được ủng hộ về mặt chính trị ở các nước cho vay vì rất nhiều lý do, trong đó bao gồm nỗi lo sợ bị mất vốn, và các lo ngại rằng một quỹ như vậy sẽ khiến các chính trị gia ở những nước rủi ro cao muốn hoãn hoặc né tránh những quyết định khó khăn về cải tổ cơ cấu kinh tế và tài khóa.

Chương trình mua trái phiếu chính phủ của Ngân hàng Trung ương châu Âu cũng có thể được coi là một cách để giảm bớt rủi ro của cân bằng "xấu". Thời điểm giữa tháng 5 năm 2010 và tháng 10 năm 2010, khoảng 65 tỉ euro trái phiếu đã được mua bởi ECB; một khoản 125 tỉ Euro nữa cũng được cam kết giữa lúc thị trường hỗn loạn những ngày giữa tháng 8 và tháng 11 năm 2011, nên số trái phiếu cộng dồn đó đã tăng lên đến 200 tỉ Euro (khoảng 2% GDP của khu vực đồng Euro). Ngân hàng Trung ương châu Âu đã phải đi một chặng đường dài để nhấn mạnh rằng việc mua trái phiếu này không phải là nhằm tiền tệ hóa các khoản nợ bởi thanh khoản được tạo ra sẽ bị làm mất đi thông qua các nghiệp vụ vô hiệu hóa (hay thanh khoản đối ứng) đi kèm. Thay vào đó, chương trình này tìm cách cung cấp thanh khoản và độ sâu thị trường (depth) khi những thị trường nợ công hiện hữu đang lâm vào khủng hoảng. Một sự so sánh hữu dụng ở đây là với lập luận hiện đại về sự can thiệp vào thị trường tiền tệ. Những can thiệp này không cố gắng để cố định giá trị tài sản; thay vào đó, sự can thiệp một cách hạn chế bởi một ngân hàng trung ương có thể làm ổn định tạm thời bằng cách phá vỡ đà vận động của khủng hoảng.

Cũng có những lời kêu gọi Ngân hàng Trung ương châu Âu tiến hành những bước tiếp theo để bình ổn thị trường nợ công (ví dụ De Grauwe 2012). Ở một mức độ nào đó, nó có thể làm tăng sức mạnh của Cơ chế Ổn định châu Âu bằng cách cho phép quỹ này đi vay từ ECB. Xa hơn nữa, ECB có thể công bố một mức trần lãi suất mà ngân hàng này chấp nhận được với khoản nợ công của những nước có thể đáp ứng được những tiêu chuẩn tài khóa nhất định (như là thực hiện những bước đi đáng tin cậy để đảm bảo giảm nợ công xuống mức an toàn trong trung hạn), và đảm bảo sẽ mua lại nợ với mức giá đó trong trường hợp cần thiết.

Còn gây tranh cãi hơn, việc tiền tệ hóa ngay các khoản nợ có thể được nhìn nhận ở một vài góc độ là biện pháp tốt hơn so với sự vỡ nợ ngay của những nước thành viên lớn nếu có những bằng chứng rõ ràng rằng mỗi quan ngại về khả năng thanh toán lớn đến mức thị trường không thể cấp vốn được trong thời gian dài. Trong khi tiền tệ hóa các khoản nợ vượt quá thẩm quyền hiện tại của Ngân hàng Trung ương châu Âu, tranh cãi về những đề xuất này có thể lại sôi sục nếu cuộc



khủng hoảng bước vào một giai đoạn nghiêm trọng và nguy hiểm hơn. Ít nhất hiện tại, khó có thể đánh giá rằng sự thay đổi đó sẽ được ủng hộ bởi các quốc gia thành viên của khối Euro. Tuy nhiên, cũng cần phải hiểu rằng năng lực dự phòng trong việc tiền tệ hóa các khoản nợ thường được chỉ ra như là một nguyên do tại sao những chính phủ có tỉ lệ nợ cao như Nhật Bản, Anh, và Mỹ vẫn có thể đi vay với lãi suất thấp.

## **Tương lai của việc giảm nợ công sau khủng hoảng**

Cái mà khủng hoảng nợ công khu vực đồng tiền chung để lại là tỉ lệ nợ công của một số nước sẽ bị đẩy lên một cách nguy hiểm, trong khi các nước khác sẽ có tổng nợ thấp hơn tương đối nhưng vẫn cao so với giá trị dài hạn bình thường. Kể cả nếu những chương trình thắt lưng buộc bụng hiện thời đủ hiệu quả để ổn định tỉ lệ nợ, thì vẫn còn bài toán điều chỉnh sau khủng hoảng để giảm từ từ nợ chính phủ về mức an toàn hơn. Thử thách trung hạn này được nhìn nhận không khả quan trong các giới ở châu Âu. Hãy xem xét bốn lý do giải thích tại sao nền tảng cơ bản để giảm tỉ lệ nợ trên GDP là không hứa hẹn.

Thứ nhất, tăng trưởng tính theo GDP danh nghĩa đang ở mức thấp. Tỉ lệ Nợ/GDP ở những nước có thu nhập cao ít biến động hơn so với một số nền kinh tế mới nổi vì ở những nước thu nhập cao, khả năng tăng trưởng nóng ít xảy ra hơn. Chưa có nghiên cứu nào chỉ ra tỉ lệ tăng trưởng thực tế của những nền kinh tế phát triển sẽ vượt quá con số khoảng 2% - tỉ lệ trung bình hằng năm dài hạn. Thực tế, tỉ lệ tăng trưởng thực 2% còn là lạc quan do một vài yếu tố sau: sự xói mòn của nguồn nhân lực do thất nghiệp kéo dài những năm vừa qua (DeLong và Summers 2012); khả năng tăng thuế và giảm đầu tư công; và bài học lịch sử rằng mục tiêu tăng trưởng có thể không đạt được trong một thập kỷ sau một khủng hoảng ngân hàng (Reinhart và Rogoff 2010). Đối với những nước nợ nhiều nhất, GDP danh nghĩa không có khả năng tăng nhanh hơn nhiều so với GDP thực tế. Ngân hàng Trung ương châu Âu đưa ra mục tiêu tổng lạm phát danh nghĩa (xấp xỉ) 2%, và những nước thành viên có tỉ lệ nợ nhiều nhất khả năng sẽ có lạm phát trung bình thấp hơn nhiều so với mục tiêu đó, nếu xét đến mối tương quan giữa cầu nội địa và giá cả của các hàng hóa phi mậu dịch (Lane và Milesi-Ferretti 2004).

Thứ hai, môi trường kinh tế chính trị có nhiều thách thức. Những quốc gia còn ngập trong nợ nần sẽ cần được dẫn dắt bởi một chính phủ phải thực hiện cắt giảm chi tiêu và tăng thuế mà không có dấu hiệu nới lỏng tài khóa trong tương lai gần. Sự mệt mỏi đối với những điều chỉnh này có thể khiến việc duy trì chính sách tài khóa thắt lưng buộc bụng dài hạn trở nên khó khăn.

Thứ ba, khả năng bù đắp tài chính cho ít nhất một vài khoản nợ công thông qua “đàn áp tài chính” còn hạn chế. Cách tiếp cận này sử dụng những quy định khắc nghiệt áp đặt lên những tổ chức tài chính – bao gồm ngân hàng, quỹ hưu trí và các đối tượng khác – để ép các tổ chức này phải đưa một phần tài sản lớn hơn so với mong muốn của họ vào giúp trả nợ chính phủ (Reinhart và Sbrancia 2011). Tuy nhiên, nguyên tắc của thị trường vốn mở trên toàn Liên minh châu Âu có nghĩa là các nước thành viên chỉ được đàn áp tài chính với quy mô tương đối hạn chế, khi so sánh với những gì biện pháp này được phép làm trước đây.

Thứ tư, phí thường rủi ro có khả năng giữ ở mức cao hơn bình thường ở những nước thành viên có tỉ lệ nợ nhiều nhất. Những khoản thua lỗ lớn của những nhà đầu tư khu vực tư nhân vào trái phiếu của chính phủ Hy Lạp cho thấy trái phiếu công của các nước thành viên khối Euro có thể không còn được xếp vào loại đầu tư không rủi ro nữa. Thực ra, bằng chứng lịch sử cho thấy những bước đi tiếp theo của tái cơ cấu nợ sẽ tạo ra một phần của quá trình điều chỉnh này (xem thêm phần thảo luận của Reinhart, Reinhart, và Rogoff trong cùng số tạp chí này).

Theo đó, triển vọng trung hạn cho thấy nợ công có khả năng gây ra những thách thức chính sách rõ ràng đối với khu vực đồng tiền chung trong một vài năm tới. Phần tiếp theo sẽ liệt kê những khả năng chuyển đổi nhằm giúp cải thiện tình hình và tránh một thảm họa tương tự trong tương lai.

### **Cải cách để giải quyết các quan ngại về nợ công**

Mức độ nợ công cao bất thường và tầm quan trọng phải tránh những khủng hoảng tài chính tương lai của khu vực đồng tiền chung Euro đã dẫn đến yêu cầu phải có những cải cách đối với các quy định tài chính của khu vực này, với việc Hiệp ước Ổn định Tài khóa (Fiscal Compact Treaty) sẽ có hiệu lực vào đầu năm 2013 (nếu đến lúc đó nó được 12 thành viên của khối phê chuẩn). Hiệp ước này quy định những nguyên tắc tài khóa mới được thêm vào luật quốc gia của mỗi nước thành viên. Những cải cách quản trị tài khóa này dựa trên 2 nguyên tắc cơ bản sau: thứ nhất, mức nợ công cao đe dọa tới ổn định tài khóa; và thứ hai, cân bằng tài khóa “qua chu kỳ” nên ở mức gần bằng 0.

Hoạt động của những quy định tài chính trước khủng hoảng tập trung vào cân bằng ngân sách nói chung, với thâm hụt ngân sách thường niên tối đa được thiết lập ở mức 3% của GDP, trong khi không có chế tài mạnh mẽ đối với những nước có tỉ lệ nợ quá lớn (như Hy Lạp và Ý) để giảm mức nợ về dưới mức trần 60%. Ngay bản thân cách tiếp cận này cũng có 2 nhược điểm chủ yếu: nó không cho

phép một cách đầy đủ việc điều chỉnh theo chu kỳ của tình trạng ngân sách nhà nước, và nó không có nhiều kỷ luật cho những nước bên trong giới hạn cho phép.

Ngược lại, hệ thống mới sẽ tập trung vào cân bằng ngân sách mang tính cơ cấu vì vậy mà loại bỏ những ảnh hưởng chu kỳ và nhất thời. Một mục tiêu cân bằng ngân sách cơ cấu khuyến khích chính phủ tích trữ thu ngân sách chu kỳ trong thời kì tăng trưởng tốt để bù lại phần mất mát của cân bằng tổng ngân sách trong giai đoạn suy thoái. Dưới tác động của hệ thống mới này, sẽ có khung thời gian cụ thể cho việc giảm nợ công xuống dưới mức trần 60% của GDP, với phần vượt trần sẽ bị loại bỏ ở tốc độ trung bình là 1/20 mỗi năm.

Phương pháp tiếp cận mới cũng đối mặt với một số vấn đề trong quá trình thực thi. Ví dụ như một khuôn khổ tài chính dựa trên cân bằng ngân sách cơ cấu gặp nhiều khó khăn về đo lường bởi vì nó yêu cầu những dự báo vĩ mô để phân biệt giữa những biến động mang tính chu kỳ và biến động mang tính xu hướng của tổng sản phẩm gần như theo thời gian thực. Vì nguyên nhân này, Hiệp ước Ổn định Tài khóa đòi hỏi chính phủ các nước phải ban hành cơ chế trong đó yêu cầu sự điều chỉnh nếu các lỗi dự báo đối với cân bằng ngân sách cơ cấu cộng dồn trong nhiều năm tới một mức đáng kể. Ví dụ như trong luật tài khóa của Đức, lỗi cộng dồn mà vượt quá 1.5% GDP sẽ buộc phải có điều chỉnh từ từ bằng việc thi hành ngân sách cơ cấu thắt chặt hơn cho tới khi phần chênh lệch hơn đó bị loại bỏ (Bundesbank 2011).

Một vấn đề tiềm tàng khác là, trái với Hiệp ước Ổn định và Tăng trưởng ban đầu (sau đổi thành Hiệp ước Ổn định Tài khóa), nguồn quan trọng nhất của kỷ luật tài khóa lại thuộc trách nhiệm của mỗi quốc gia. Hiệp ước Ổn định Tài khóa yêu cầu các quy định tài khóa phải được đưa vào các đạo luật quốc gia và các hội đồng tài khóa độc lập của quốc gia phải được thành lập để giám sát việc tuân thủ các quy định tài khóa cụ thể. Người ta hy vọng là các quy định cấp nhà nước này sẽ hiệu quả hơn, bởi nó có tính hợp pháp chính trị cao hơn so với những sự giám sát từ bên ngoài. Tuy vậy, sự giám sát từ bên ngoài và sự đe dọa chế tài từ quốc tế vẫn tồn tại như “phòng tuyến thứ hai” chống lại hành vi vi phạm quy định về tài khóa.

Thừa nhận rằng ổn định tài chính có thể nhanh chóng bị lung lay bởi những cú sốc vĩ mô và tài chính, Hiệp ước Ổn định Tài khóa được đi kèm với những quy định mới của châu Âu vượt ra ngoài khuôn khổ quản trị tài khóa hạn hẹp nhằm giám sát những khoản “mất cân bằng thái quá”. Một loạt các chỉ số rủi ro sẽ được theo dõi, bao gồm tăng trưởng tín dụng, chỉ số giá nhà ở, và mất cân bằng cán cân vãng lai. Chủ ý ở đây là nước nào gặp phải mất cân bằng trầm trọng nên phản ứng thông qua can thiệp bằng chính sách để giảm bớt các rủi ro khủng hoảng và tăng

khả năng phục hồi. Tuy nhiên, vẫn còn chưa rõ ràng liệu chính phủ các nước có đủ năng lực để xác định sự mất cân bằng quá mức một cách chính xác hay triển khai các công cụ chính sách để có thể quản trị các yếu tố rủi ro đó một cách hiệu quả hay không.

Do bản chất hạn chế của những sáng kiến này, những cải cách sâu rộng hơn cũng đang được thảo luận. Một danh sách chưa đầy đủ của những cải cách trên bao gồm những phương án sau. Trước hết và quan trọng nhất là sự thiết lập một liên minh ngân hàng, vì mối quan hệ tuần hoàn tiêu cực giữa hệ thống ngân hàng quốc gia và nợ công là yếu tố trung tâm của khủng hoảng tài khóa. Những thành phần của liên minh ngân hàng được biết đến rộng rãi, bao gồm trách nhiệm điều tiết ở cấp độ châu lục (châu Âu), bảo hiểm tiền gửi, chính sách bình ổn ngân hàng, và một quỹ giải cứu tài khóa chung trong trường hợp các nguồn lực này được xét thấy là cần thiết để ổn định hệ thống ngân hàng (Allen, Beck, Carletti, Lane, Schoenmaker, và Wagner 2011; Brunnermeier et. al. 2011; Marzinotto, Sapir, và Wolff 2011). Một động thái theo hướng đi này đã được công bố tại phiên họp của Hội đồng châu Âu diễn ra vào tháng 6 năm 2012, tại đây cũng mở ra khả năng Cơ chế Ổn định châu Âu sẽ bơm tiền trực tiếp vào những ngân hàng đang gặp rắc rối. Tuy nhiên, chi tiết của những kế hoạch mới này vẫn còn chưa đạt được thống nhất.

Bước thứ hai là việc giới thiệu trái phiếu chung khối Euro - "eurobond" - trên toàn khu vực, với mục đích là tránh tác động gây rối của những cuộc tấn công đầu cơ gây bất ổn ở những thị trường nợ chính phủ bên trong khu vực sử dụng đồng tiền chung (Favero và Missale 2012). Những nước thành viên có năng lực tài chính mạnh hơn có thể ủng hộ trái phiếu euro nếu nó rẻ hơn những hình thức thay thế khác để giảm rủi ro vỡ nợ, ví dụ như việc dùng một quỹ giải cứu lớn hơn. Để ngăn việc các thành viên có năng lực tài khóa yếu kém hơn sử dụng trái phiếu euro để thực hiện vay mượn quá mức, hành vi này có thể sẽ bị giới hạn bằng nhiều cách khác nhau. Trong đó, một phương án là quy định trái phiếu euro chỉ có thời hạn đáo hạn ngắn, nên những nước kỷ luật lỏng lẻo có thể nhanh chóng bị từ chối tiếp cận nguồn vốn này (Philippon và Hellwig 2011); một phương án khác là giới hạn việc huy động vốn bằng trái phiếu euro chỉ dành cho những nước thỏa mãn tỉ lệ nợ công lớn nhất là 60% của GDP, với phần vượt quá vẫn yêu cầu huy động qua việc phát hành trái phiếu chính phủ (Delpha và Von Weizsacker 2011); hoặc eurobonds chỉ được dùng cho những nước thỏa mãn các tiêu chuẩn nhất định về nền tảng vĩ mô và tài chính ổn định (Muellbauer 2011).<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Một loại Eurobond tạm thời được đưa ra bởi Hội đồng các chuyên gia kinh tế của Đức (Bofinger, Feld, Franz, Schmidt, và Weder di Mauro 2011). Trong bản kế hoạch này, một Quỹ mua lại nợ (Debt

Trong một lựa chọn khác, Brunnermeier et al. (2011) chỉ ra rằng nhiều lợi ích của eurobonds vẫn có thể đạt được ngay cả khi nợ công vẫn thuộc về trách nhiệm quốc gia. Cụ thể, Cơ quan Nợ châu Âu (European Debt Agency) có thể được thành lập để mua số lượng lớn trái phiếu chính phủ (lên tới giới hạn là 60% GDP cho mỗi trường hợp). Cơ quan này sẽ được cấp vốn bởi việc phát hành hai dòng trái phiếu là Trái phiếu An toàn châu Âu (European Safety Bonds) và Trái phiếu thứ cấp châu Âu (European Junior Bonds) – với loại sau chịu rủi ro lớn trong trường hợp vỡ nợ trên danh mục đầu tư trái phiếu chính phủ quốc gia liên quan. Theo đó, Trái phiếu An toàn châu Âu có quyền ưu tiên chi trả trước nên được coi là những tài sản an toàn, nhờ đó nó có thể là tài sản thế chấp ưa dùng cho hoạt động thanh khoản của ngân hàng trung ương. Vì đề nghị này không yêu cầu quỹ phòng hộ chung cho những vấn đề nợ công nên nó có thể tránh được các vấn đề nguy hại đạo đức vốn phổ biến đối với các đề xuất liên quan đến Eurobonds.

Thứ ba, châu Âu có thể tìm kiếm *một liên minh tài khóa ở mức độ sâu hơn*, đồng ý chia sẻ một số dòng thuế nhất định hoặc các chương trình chi tiêu theo một cách mà sẽ tách biệt với các biến động trong tổng sản phẩm ở cấp độ quốc gia. Liên quan tới vấn đề trên, *nâng cao điều phối các chính sách tài khóa quốc gia* có thể sẽ hữu ích, qua đó cho phép tình trạng tài khóa chung của khu vực Euro được điều chỉnh thích hợp với các điều kiện vĩ mô hiện hành.

Rất nhiều đề xuất chính sách như thế này sẽ đòi hỏi những thay đổi trong các hiệp ước chi phối Liên minh châu Âu và đồng nghĩa với một sự tăng lên mạnh mẽ về mức độ hội nhập chính trị. Nghịch lý là khủng hoảng châu Âu đã tạo ra những căng thẳng chính trị nghiêm trọng giữa các thành viên của khối, trong khi cùng lúc cũng làm gia tăng các cuộc thảo luận về việc cần phải có các dạng thức liên minh chính trị sâu rộng hơn. Trong cuộc tranh cãi này, những tương đồng với sự phát triển trước đây của chủ nghĩa liên bang về tài khóa ở Hoa Kỳ nhận được nhiều chú ý (Henning và Kessler 2012; Sargent 2012).

Tóm lại, nguồn gốc và sự lan rộng của khủng hoảng nợ công châu Âu có thể phát sinh từ thiết kế ban đầu còn nhiều lỗ hổng của đồng Euro. Cụ thể, người ta đã hiểu biết không đầy đủ về sự mong manh của một liên minh tiền tệ dưới điều kiện khủng hoảng, đặc biệt là khi vắng mặt một liên minh ngân hàng và những cơ chế vùng đệm cấp châu lục. Hơn nữa, sự hỗn loạn vốn có trong việc đề xuất và thực thi những phản ứng quản lý khủng hoảng đa quốc gia chậm chạp không có chuẩn bị trước đã trở thành một yếu tố gây bất ổn quan trọng trong suốt cuộc khủng hoảng.

---

Redemption Fund) chung sẽ tái cấp vốn cho phần nợ vượt quá 60% GDP, vì vậy có thể giảm bớt áp lực trả nợ cho những nước đang bị nợ quá nhiều. Khi tổng nợ giảm trở về mức trần 60%, Quỹ mua lại nợ sẽ được giải tán.

Mặt ít tiêu cực nhất của khủng hoảng nợ công châu Âu là nó tạo ra một cơ hội để tiến hành những cải cách cần thiết nhằm đạt được một liên minh tiền tệ ổn định mà có lẽ sẽ không khả thi về mặt chính trị nếu thiếu một cuộc khủng hoảng như vậy. Một hy vọng khiêm tốn hơn là quy trình cải cách đang được mở ra sẽ mang đến một liên minh tiền tệ có thể sống sót, kể cả khi nó vẫn dễ bị tổn thương trước các cuộc khủng hoảng lặp đi lặp lại. Tuy nhiên, một kịch bản thay thế mà trong đó đồng tiền chung châu Âu bị sụp đổ sẽ không còn là không tưởng, ngay cả nếu nó có khơi mào một “cuộc khủng hoảng khởi nguồn của mọi cuộc khủng hoảng tài chính” (Eichengreen 2010). Khoản lợi ích đặt cược là rất lớn.

## Tài liệu tham khảo

- Acharya, Viral V., and Philipp Schnabl. 2010. “Do Global Banks Spread Global Imbalances? The Case of Asset-Backed Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007–09.” *IMF Economic Review* 58(1): 37–73.
- Acharya, Viral V., Itamar Drechsler, and Philipp Schnabl. 2010. “A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk.” *CEPR Discussion Paper 8679*.
- Allen, Franklin, Thorsten Beck, Elena Carletti, Philip R. Lane, Dirk Schoenmaker, and Wolf Wagner. 2011. *Cross-Border Banking in Europe: Implications for Financial Stability and Macroeconomic Policies*. CEPR Report. Center for Economic Policy Research.
- Ardagna, Silvia, and Francesco Caselli. 2012. “The Political Economy of the Greek Debt Crisis: A Tale of Two Bailouts.” Centre for Economic Performance Special Paper No. 25, London School of Economics.
- Beetsma, Roel, and Harald Uhlig. 1999. “An Analysis of the Stability and Growth Pact.” *Economic Journal* 109(458): 546–71.
- Benetrix, Agustin, and Philip R. Lane. 2012. “Fiscal Cyclicity and EMU.” Unpublished paper, Trinity College Dublin.
- Blanchard, Olivier. 2007. “Current Account Deficits in Rich Countries.” *IMF Staff Papers* 54(2): 191–219.
- Blanchard, Olivier, and Francesco Giavazzi. 2002. “Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein–Horioka Puzzle?” *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 2, pp. 147–86.
- Bofinger, Peter, Lars P. Feld, Wolfgang Franz, Christoph M. Schmidt, and Beatrice Weder di Mauro. 2011. “A European Redemption Pact.” *VoxEU*, November 9.
- Brunnermeier, Markus, Luis Garicano, Philip R. Lane, Marco Pagano, Ricardo Reis, Tano Santos, David Thesmar, Stijn Van Nieuwerburgh, and Dimitri Vayanos. 2011.

"European Safe Bonds (ESBies)." <http://euro-nomics.com/wp-content/uploads/2011/09/ESBiesWEBsept262011.pdf>.

- Buiter, Willem, Giancarlo Corsetti, and Nouriel Roubini. 1993. "Excessive Deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht." *Economic Policy* 8(16): 57–100.
- Buiter, Willem, and Anne Sibert. 2006. "How the Eurosystem's Treatment of Collateral in its Open Market Operations Weakens Fiscal Discipline in the Eurozone (and What to Do about It)." In *Fiscal Policy and the Road to the Euro*, 29–60. National Bank of Poland.
- Bundesbank. 2011. "The Debt Brake in Germany: Key Aspects and Implementation." *Monthly Bulletin*, October, pp. 15–39.
- Caruana, Jaime, and Stefan Adjiev. 2012. "Sovereign Creditworthiness and Financial Stability: An International Perspective." *Banque de France Financial Stability Review*, no. 16, April, pp. 71–85.
- Calvo, Guillermo. 1988. "Servicing the Public Debt: The Role of Expectations." *American Economic Review* 78(4): 647–61.
- Chen, Ruo, Gian Maria Milesi-Ferretti, and Thierry Tresselt. Forthcoming. "Euro Area Debtor Countries: External Imbalances in the Euro Area." *Economic Policy*.
- Corsetti, Giancarlo, and Luca Dedola. 2011. "Fiscal Crises, Confidence and Default: A Bare-Bones Model with Lessons for the Euro Area." <https://sites.google.com/site/giancarlocorsetti/main/calvo-code.pdf?attredirects=0>.
- De Grauwe, Paul. 2012. "Fragile Eurozone in Search of a Better Governance." *Economic and Social Review* 43(1): 1–30.
- DeLong, J. Bradford, and Lawrence H. Summers. 2012. "Fiscal Policy in a Depressed Economy." *Brookings Papers on Economic Activity*, forthcoming.
- Delpla, Jacques, and Jakob Von Weizsäcker. "Eurobonds: The Blue Bond Concept and Its Implications." Bruegel Policy Contribution 2011/02.
- Eichengreen, Barry. 2010. "The Breakup of the Euro Area." In *Europe and the Euro*, edited by Alberto Alesina and Francesco Giavazzi, 11–56. University of Chicago Press.
- Fagan, Gabriel, and Vitor Gaspar. 2007. "Adjusting to the Euro." *ECB Working Paper* 716.
- Favero, Carlo, and Alessandro Missale. 2012. "Sovereign Spreads in the Euro Area: Which Prospects for a Eurobond?" *Economic Policy* 27(70): 231–73.
- Feldstein, Martin. 1997. "The Political Economy of an European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability." *Journal of Economic Perspectives* 11(4): 23–42.

- Freund, Caroline, and Frank Warnock. 2007. "Current Account Deficits in Industrial Countries: The Bigger They Are, The Harder They Fall?" In *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, edited by Richard Clarida, 133–68. University of Chicago Press.
- Gali, Jordi. 2010. "Notes on the Euro Debt Crisis." <http://www.crei.cat/people/gali/debt%20crisis%2003%2006.pdf>.
- Gali, Jordi, and Tommaso Monacelli. 2008. "Optimal Monetary and Fiscal Policy in a Currency Union." *Journal of International Economics* 76(1): 116–32.
- Giavazzi, Francesco, and Luigi Spaventa. 2011. "Why the Current Account Matters in a Monetary Union." In *The Euro Area and The Financial Crisis*, edited by Miroslav Beblavy, David Cobham, and L'udovit Odor, 59–80. Cambridge University Press.
- Gibson, Heather D., Stephen G. Hall, and George S. Tavlas. 2012. "The Greek Financial Crisis: Growing Imbalances and Sovereign Spreads." *Journal of International Money and Finance* 31(3): 498–516.
- Gourinchas, Pierre-Olivier, and Maurice Obstfeld. 2012. "Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First." *American Economic Journal: Macroeconomics* 4(1): 226–65.
- Henning, C. Randall, and Martin Kessler. 2012. "Fiscal Federalism: US History for Architects of Europe's Fiscal Union." *Bruegel Essays and Lectures Series*, Brussels: Bruegel.
- Honohan, Patrick. 2010. "The Irish Banking Crisis: Regulatory and Financial Stability Policy 2003–2008." Report for the Commission of Investigation into the Banking Sector in Ireland. Available at: [http://www.bankinginquiry.gov.ie/Preliminary\\_Reports.aspx](http://www.bankinginquiry.gov.ie/Preliminary_Reports.aspx).
- Honohan, Patrick, and Daniela Klingebiel. 2003. "The Fiscal Cost Implications of an Accommodating Approach to Banking Crises." *Journal of Banking and Finance* 27(8): 1539–60.
- Lane, Philip R. 2006. "The Real Effects of European Monetary Union." *Journal of Economic Perspectives* 20(4): 47–66.
- Lane, Philip R. 2010. "Some Lessons for Fiscal Policy from the Financial Crisis." *Nordic Economic Policy Review* 1(1): 13–34.
- Lane, Philip R. 2011. "The Irish Crisis." In *The Euro Area and The Financial Crisis*, edited by Miroslav Beblavy, David Cobham, and L'udovit Odor, 59–80. Cambridge University Press.
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti. 2004. "The Transfer Problem Revisited: Real Exchange Rates and Net Foreign Assets." *Review of Economics and Statistics* 86(4): 841–57.
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti. 2007. "Europe and Global Imbalances." *Economic Policy* 22(51): 519–73.



- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti. 2011. "The Cross-Country Incidence of the Global Crisis." *IMF Economic Review* 39(1): 77–110.
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti. Forthcoming. "External Adjustment and the Global Crisis." *Journal of International Economics*.
- Lane, Philip R., and Barbara Pels. 2012. "Current Account Imbalances in Europe." *Moneda y Credito*, forthcoming.
- Lane, Philip R., and Peter McQuade. 2012. "Domestic Credit Growth and International Capital Flows." Unpublished paper, Trinity College Dublin.
- Marzinotto, Benedicta, Andre Sapir, and Guntram B. Wolff. 2011. "What Kind of Fiscal Union?" *Bruegel Policy Brief No. 2011/06*.
- McGuire, Patrick, and Goetz von Peter. 2009. "The US Dollar Shortage in Global Banking and the International Policy Response." *BIS Working Paper No. 291*.
- Milesi-Ferretti, Gian Maria, and Cedric Tille. 2011. "The Great Retrenchment: International Capital Flows during the Global Financial Crisis." *Economic Policy* 26(66): 285–342.
- Mody, Ashoka, and Damiano Sandri. 2012. "The Eurozone Crisis: How Banks and Sovereigns Came to be Joined at the Hip." *Economic Policy* 27(70): 199–230.
- Muellbauer, John. 2011. "Resolving the Eurozone Crisis: Time for Conditional Eurobonds." *CEPR Policy Insight No. 59*.
- Philippon, Thomas, and Christian Hellwig. 2011. "Eurobills, Not Eurobonds." VoxEU, December 2. <http://www.voxeu.org/article/eurobills-not-euro-bonds>.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2009. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2010. "Growth in a Time of Debt." *American Economic Review* 100(2): 573–78.
- Reinhart, Carmen M., and M. Belen Sbrancia. 2011. "The Liquidation of Government Debt." *NBER Working Paper 16893*.
- Sargent, Thomas J. 2012. "United States Then, Europe Now." *Journal of Political Economy* 120(1): 1–40.
- Shambaugh, Jay. 2012. "The Euro's Three Crises." *Brookings Papers on Economic Activity*, forthcoming.
- Shin, Hyun Song. 2012. "Global Banking Glut and Loan Risk Premium." *IMF Economic Review*, forthcoming.
- Wyplosz, Charles. 1997. "EMU: Why and How It Might Happen." *Journal of Economic Perspectives* 11(4): 3–22.

Wyplosz, Charles. 2006. "European Monetary Union: The Dark Sides of a Major Success."  
*Economic Policy* 21(46): 207–261.

----

## GIỚI THIỆU DỰ ÁN *NGHIENCUUQUOCTE.NET*

### Mục đích

*Nghiencuuquocte.net* là một dự án phi chính trị, phi lợi nhuận nhằm mục đích phát triển nguồn học liệu chuyên ngành nghiên cứu quốc tế bằng tiếng Việt và thúc đẩy việc học tập, nghiên cứu các vấn đề quốc tế tại Việt Nam.

### Lý do ra đời

Trong khi số người học tập và nghiên cứu về các vấn đề quốc tế ở Việt Nam ngày càng gia tăng thì việc tiếp cận các tài liệu mang tính học thuật của thế giới về lĩnh vực này còn rất hạn chế vì hai lý do: Thứ nhất, các tài liệu này thường phải trả phí mới tiếp cận được, trong khi các trường đại học và viện nghiên cứu của Việt Nam hầu như không có chi phí trang trải. Thứ hai, các tài liệu này chủ yếu được xuất bản bằng tiếng Anh, khiến nhiều sinh viên, nhà nghiên cứu, và đặc biệt là quảng đại độc giả quan tâm đến các vấn đề quốc tế nói chung, gặp khó khăn trong việc tiếp thu, lĩnh hội. *Nghiencuuquocte.net* ra đời với hi vọng sẽ góp phần khắc phục được các vấn đề trên.

### Hoạt động chính

Hoạt động chính của *Nghiencuuquocte.net* là biên dịch sang tiếng Việt và xuất bản trên website của mình các nguồn tài liệu mang tính học thuật bằng tiếng Anh về lĩnh vực quan hệ quốc tế, bao gồm chính trị quốc tế, kinh tế quốc tế, và luật pháp quốc tế.

Các tài liệu này chủ yếu là các bài báo trên các tạp san quốc tế, các chương sách, hoặc các tài liệu tương ứng, đã được xuất bản bởi các nhà xuất bản, các trường đại học và viện nghiên cứu có uy tín trên thế giới.

Dự án ưu tiên biên dịch và xuất bản:

- Các bài viết mang tính nền tảng đối với lĩnh vực nghiên cứu quốc tế;
- Các bài viết có nhiều ảnh hưởng trong lĩnh vực này;
- Các bài viết liên quan trực tiếp hoặc có ảnh hưởng, hàm ý gián tiếp đến Việt Nam;
- Các bài viết được đồng ý của độc giả quan tâm.

Sau khi dự án hoạt động ổn định, số lượng các bài dịch có chất lượng tăng lên, *Nghiencuuquocte.net* có thể tính tới việc hợp tác với các đối tác để biên soạn các tuyển tập bài dịch theo từng chủ đề nhất định và phát hành dưới dạng sách in hoặc ebook.

### Quy trình biên dịch và xuất bản

Ban biên tập chịu trách nhiệm tuyển lựa (và xin phép các nhà xuất bản nếu cần) các bài viết để giao cho các cộng tác viên dịch. Các cộng tác viên cũng có thể chủ động đề xuất lên Ban Biên tập các bài viết mà mình muốn dịch. Sau khi có sự đồng ý của Ban Biên tập, cộng tác viên sẽ tiến hành biên dịch.

Các cộng tác viên hoặc các cá nhân khác nếu đã dịch sẵn một bài viết/ chương sách nào đó cũng có thể gửi đến Ban Biên tập (kèm bản gốc tiếng Anh) để xem xét. Nếu đề tài phù hợp và chất lượng đạt yêu cầu, bài viết có thể được hiệu đính và xuất bản.

Sau khi nhận được bản dịch, Ban Biên tập sẽ kiểm tra bước đầu chất lượng bài dịch. Nếu chất lượng không đạt (ví dụ sai quá nhiều, khó có thể hiệu đính, biên tập được một cách hiệu quả) thì bài dịch sẽ bị từ chối và trả lại người dịch. Trong trường hợp chất lượng thỏa đáng, bài dịch sẽ được chuyển tới các cộng tác viên phù hợp để kiểm định và hiệu đính. Sau khi hiệu đính, Tổng Biên tập sẽ kiểm tra lại lần cuối. Nếu đạt yêu cầu, bài dịch sẽ được xuất bản trên website dự án.

Tổng Biên tập là người quyết định cuối cùng về việc lựa chọn bài dịch, người dịch, người hiệu đính, cũng như việc chuyển hiệu đính và xuất bản các bài viết.

### Xuất bản các bài dịch đã được công bố

Ban biên tập hoan nghênh các cộng tác viên đóng góp các bài dịch đã được hiệu đính và xuất bản ở các nơi khác. Trong trường hợp đó, các cộng tác viên đảm bảo việc công bố các bài dịch đó trên *Nghiencuuquocte.net* đã được cho phép bởi các bên liên quan.

### Yêu cầu đối với bản dịch

Để được xem xét xuất bản, bản dịch phải đáp ứng các yêu cầu sau:

- Dịch sát và đầy đủ bài viết nguyên gốc. Trong trường hợp vì lý do đặc biệt mà cộng tác viên muốn bỏ một phần nào đó của bài viết gốc thì phải thông báo và được sự đồng ý của Ban Biên tập.
- Ngôn ngữ tiếng Việt trong sáng, dễ hiểu. Hạn chế tối đa lỗi chính tả.
- Trong trường hợp có các thuật ngữ, đoạn văn người dịch cảm thấy khó hiểu hoặc dịch chưa chuẩn, người dịch cần đánh dấu (highlight) các thuật ngữ, đoạn văn đó để tiện cho việc hiệu đính biên tập.
- Giữ toàn bộ nguồn tài liệu tham khảo như trong bản gốc (footnote, endnote, bibliography). Các footnote, endnote có chứa thông tin bổ sung cần được dịch. Tuy nhiên, để tiện cho việc truy nguồn tài liệu tham khảo của người đọc, người dịch giữ nguyên tiếng Anh (không dịch sang tiếng Việt) các nguồn tài liệu tham khảo của bài viết gốc.
- Bài dịch phải được đánh máy bằng font chữ Unicode, cỡ 12 pt, cách dòng 1,5, file MSWord 2003, 2007, 2010 (không gửi bản pdf).
- Bài dịch phải sử dụng Bìa bài dịch theo mẫu thống nhất. Download template bìa bài dịch tại đây: [Template Bìa bài dịch](#)
- Tên file: Tên người dịch + Tên bài viết gốc bằng tiếng Anh.
- Bài dịch sau khi hoàn thành gửi về địa chỉ: [nghiencuuquocte@gmail.com](mailto:nghiencuuquocte@gmail.com).

### Thời hạn hoàn thành bản dịch

Vì đây là một dự án dựa trên sự đóng góp tự nguyện, Ban Biên tập không yêu cầu thời hạn cụ thể đối với việc hoàn thành các bản dịch. Tuy nhiên, Ban Biên tập hi vọng sẽ nhận được bản dịch trong thời hạn 45 ngày kể từ ngày bản gốc được gửi cho người dịch. Thông thường các bản bài gốc tiếng Anh sẽ có độ dài từ 20-35 trang (bao gồm endnote, footnote, bibliography).

### Cộng tác với *Nghiencuuquocte.net*

Do đây là một dự án phi lợi nhuận mới ở giai đoạn đầu và chưa có tài trợ nên chúng tôi kêu gọi sự tham gia tình nguyện của các cộng tác viên ở cả hai công đoạn biên dịch và hiệu đính. Nếu bạn quan tâm và muốn trở thành cộng tác viên của dự án, vui lòng điền vào mẫu đơn đăng ký tại: <http://nghiencuuquocte.net/dang-ky-cong-tac/>

Các cộng tác viên đăng ký, tùy vào quyết định của Ban Biên tập, có thể sẽ được đưa vào danh sách cộng tác viên luôn hoặc sẽ được gửi một đoạn trích từ một bài báo/chương sách (khoảng 1-2 trang) để dịch thử. Nếu đạt yêu cầu, chúng tôi sẽ đưa các bạn vào danh sách cộng tác viên và sẽ gửi bài cho các bạn biên dịch/ hiệu đính khi có bài phù hợp với chuyên môn của bạn hoặc theo đăng ký chủ động của bạn. Lưu ý: Việc bạn được gửi bài để dịch cũng như việc bạn nộp bài đã dịch không đảm bảo chắc chắn bài dịch của bạn sẽ được hiệu đính, biên tập và xuất bản.

Lợi ích của việc trở thành cộng tác viên của *Nghiencuuquocte.net*:

- Rèn luyện và nâng cao khả năng tiếng Anh, nhất là kỹ năng dịch thuật;
- Mở rộng hiểu biết về các lĩnh vực nghiên cứu quốc tế;
- Đóng góp vào sự phát triển của cộng đồng học tập và nghiên cứu quốc tế tại Việt Nam;
- Được cấp giấy chứng nhận cộng tác viên (có thể đưa vào hồ sơ xin học bổng, xin việc làm) nếu đóng góp từ 2 bài dịch trở lên.
- Được nhận thù lao trong trường hợp dự án xin được tài trợ hoạt động hoặc bài dịch được sử dụng trong các ấn phẩm phát hành có thu phí.

### Bản quyền bài dịch

Bản quyền đối với bản dịch được xuất bản cùng được chia sẻ bởi người dịch, người hiệu đính (nếu phải hiệu đính) và trang *Nghiencuuquocte.net*. Trong trường hợp bản dịch phát sinh doanh thu (ví dụ được đưa vào các giáo trình, tập bài đọc, hoặc các ấn phẩm khác được phát hành có thu phí như sách in hoặc ebook), thì sau khi trừ các chi phí biên soạn, in ấn, phát hành, lợi nhuận thu được sẽ được chia theo tỉ lệ: Người dịch: 40% (hoặc 75% nếu không phải hiệu đính); Người hiệu đính: 35%, trang *Nghiencuuquocte.net*: 25%.

Trang *Nghiencuuquocte.net* chịu mọi phí tổn trong trường hợp phải trả phí cho nhà xuất bản để bài viết được phép dịch sang tiếng Việt.

### Đăng tải, phát hành lại bài dịch từ *nghiencuuquocte.net*

Việc đăng tải lại trên cách trang mạng các bài dịch đã công bố trên website dự án phải ghi rõ nguồn và dẫn link tới bài viết gốc trên *nghiencuuquocte.net*.

Trong trường hợp in ấn hoặc sử dụng các bài viết cho mục đích thương mại, các bên liên quan phải nhận được sự cho phép bằng văn bản của Ban Biên tập *nghiencuuquocte.net*.

Dù nỗ lực tối đa trong nguồn lực cho phép để đảm bảo chất lượng của các bài dịch, *nghiencuuquocte.net* không chịu trách nhiệm về độ tin cậy, chính xác của các bài dịch cũng như những hậu quả có thể phát sinh từ việc trích dẫn, sử dụng lại nội dung của các bài dịch đó dưới bất kỳ hình thức nào.

**Miễn trừ trách nhiệm**

Trong khi trân trọng sự đóng góp của các cộng tác viên, *Nghiencuuquocte.net* và Ban Biên tập không thể chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với các tổn thất, thiệt hại về vật chất, tinh thần, thời gian, sức khỏe... có thể xảy ra đối với các cộng tác viên trong quá trình tiến hành cộng tác với dự án.

**Liên lạc**

Mọi trao đổi xin vui lòng gửi tới: Lê Hồng Hiệp Email: [nghiencuuquocte@gmail.com](mailto:nghiencuuquocte@gmail.com).