

Vượt qua đại dương bão tố Những thách thức đối với nền kinh tế Việt Nam 2022-2025

T.S. Đinh Trường Hình và T.S. Nguyễn Tiến Hưng

Tóm tắt. Các dự báo toàn cầu ảm đạm trong vài năm tới đặt Việt Nam vào một hoàn cảnh rất khó khăn, đòi hỏi chính phủ phải có cách quản lý và phối hợp tốt đẹp hơn về các chính sách kinh tế vĩ mô và vi mô. Về kinh tế vĩ mô, ưu tiên trước hết là giảm tác động của các cú sốc bên ngoài (do tăng trưởng quốc tế chậm lại, lạm phát và lãi suất cao hơn) đối với nền kinh tế trong nước. Điều này đòi hỏi phải giám sát chặt chẽ và điều chỉnh kịp thời và uyển chuyển các công cụ của chính sách vĩ mô. Tuy nhiên, ba mục tiêu quan trọng trong một nền kinh tế mở lại thường xung đột nhau: ổn định tỷ giá, để dòng vốn quốc tế (capital flows) ra vào tự do, và giữ được chính sách tiền tệ độc lập (tức là khả năng điều hành lãi suất trong nước). Kinh tế học gọi là “bộ ba chính sách bất khả thi.” Trong trường hợp Việt Nam, ba chính sách này lại bị bó buộc thêm do nợ cao. Việt Nam cần xây dựng và thực hiện khuôn khổ nợ trung hạn để đảm bảo tính bền vững của việc trả nợ trong nước và nợ nước ngoài. Để giảm tác động của các cú sốc bên ngoài đối với nền kinh tế trong nước, Việt Nam có thể dùng chính sách tỷ giá hối đoái một cách linh hoạt hơn, hoặc hạn chế dòng vốn quốc tế để giữ được chính sách tiền tệ độc lập. Ngoài ra, để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bền vững trong dài hạn, Việt Nam cần tiến hành cải cách cơ cấu và kinh tế vi mô nhằm mở rộng lãnh vực tư nhân và thu hẹp lãnh vực quốc doanh để tự do hóa nền kinh tế, bảo vệ lực lượng lao động trong thời kỳ khủng hoảng và nâng cao năng suất lao động.

Hai năm sau khi COVID-19 gây ra cuộc suy thoái toàn cầu nặng nhất kể từ Thế chiến II, nền kinh tế thế giới hiện đang gặp phải những khó khăn lớn lao. Lạm phát và lãi suất đang tăng cao, tỷ giá hối đoái của đồng đô la so với các đồng tiền chính đã đạt mức chưa từng thấy trong vài thập kỷ, và chiến tranh Ukraine tiếp tục đẩy giá lương thực và năng lượng lên thật cao trên thị trường thế giới. Những biến chuyển này lại đang diễn ra vào đúng thời điểm khi năng suất lao động sụt giảm trầm trọng.

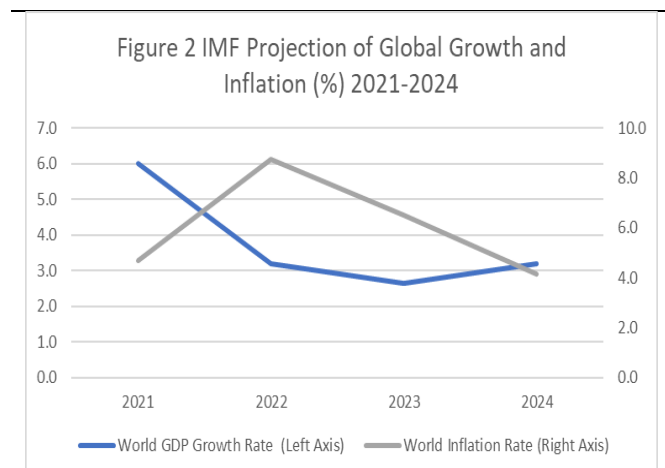
Bài này đề cập đến tác động của xu hướng toàn cầu bất lợi đối với nền kinh tế của các nước đang phát triển nói chung, và Việt Nam nói riêng trong ba năm tới, và thẩm định những chính sách tiền tệ/tài chính nào có thể lựa chọn.

Tình hình kinh tế toàn cầu

Về tăng trưởng, dự báo kinh tế toàn cầu trở nên tồi tệ hơn trong vài tháng qua. Vào tháng 6 năm 2022, Ngân hàng Thế giới đã cắt giảm gần một phần ba dự báo tăng trưởng GDP toàn cầu cho năm 2022 mà họ đã làm mấy tháng trước, từ 4,1% xuống 2,9% so với 5,7% của năm 2021. Tăng trưởng toàn cầu dự kiến sẽ đạt trung bình 3 phần trăm trong năm 2023-2024 (Hình 1). Vào tháng 10 năm 2022, Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) cũng hạ dự báo trước đó về tăng trưởng kinh tế toàn cầu, nêu rõ “... Hơn một phần ba nền kinh tế toàn cầu sẽ suy thoái trong năm nay hoặc năm sau, trong khi ba nền kinh tế lớn nhất – Hoa Kỳ, Liên minh Châu Âu và Trung Quốc – sẽ tiếp tục bị đình trệ. Nói tóm lại, thời gian tới đây sẽ còn tồi tệ hơn, và rất nhiều người sẽ cảm thấy năm 2023 là một năm suy thoái ” (IMF 2022b). IMF hiện tại dự báo tăng trưởng toàn cầu sẽ giảm xuống 3,2% vào năm 2022 và 2,7% vào năm 2023, một trong những mức tăng trưởng thấp nhất kể từ năm 2001.

Về lạm phát, dự báo sẽ tăng từ 4,7% vào năm 2021 lên 8,8% vào năm 2022, chỉ giảm xuống 4,1% vào năm 2024 (Hình 2).

Về lãi suất, trong 11 tháng đầu năm 2022, Cục Dự Trữ Liên Bang Mỹ đã tăng tiền lãi (Federal Funds Rate) từ 0,08% lên 3,75-4,0%.



Nguồn: Triển Vọng Kinh tế Toàn cầu, NHTG tháng 6, 2022. Nguồn: IMF WEO tháng 10, 2022.

Sự sụt giảm của dự báo toàn cầu là do việc tăng giá thực phẩm và năng lượng, cùng với những tắc nghẽn trong chuỗi cung ứng, hạn chế thương mại và việc điều chỉnh lãi suất ở các nền kinh tế phát triển, nhất là Hoa Kỳ.

Ngoài ra, các nền kinh tế đang phát triển cũng phải đối mặt với các vấn đề về khả năng và tính bền vững của việc thanh toán nợ nước ngoài và một loạt các vấn đề khác do các chính sách tài khóa đã được sử dụng để đối phó với COVID-19 trong hai năm 2020 và 2021 (Đinh 2022).

Ảnh hưởng đến các nước đang phát triển

Lạm phát. Trái ngược với dự báo lạc quan gần đây của Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ về lạm phát ở mức 2% vào năm 2023, nhiều nhà kinh tế không nghĩ rằng nền kinh tế Mỹ có thể hạ cánh nhẹ nhàng như vậy¹ và quan điểm này được phản ánh một phần trong dự báo lạm phát của IMF trên đây. Từ góc độ chính sách, lạm phát sẽ tiếp tục tăng hay giảm còn phụ thuộc vào “kỳ vọng lạm phát” (inflation expectations). Có khả năng lớn là lạm phát sẽ tiếp tục ở mức cao do những cú sốc về “đầu vào”, đó là trực tiếp về sản xuất làm cho giá cả tăng cao (đây là lạm phát do “phí đẩy”) cùng với việc các ngân hàng trung ương không đạt được mục tiêu kiểm soát tổng cầu (lạm phát do “cầu kéo”). Khi người dân mất niềm tin vào chính sách tiền tệ thì sẽ dẫn đến hiện tượng “vòng xoáy tiền lương - giá cả” (wage-price spiral): kỳ vọng lạm phát cao dẫn đến đòi hỏi phải tăng lương, tăng lương dẫn đến tăng chi phí lao động, chi phí lao động tăng thì giá cả phải tăng theo, giá cả tăng thì tiền lương lại tăng theo: đã nát càng thêm nát.

Lãi suất. Việc tăng lãi suất sẽ khiến các khoản thanh toán đối với nợ nước ngoài (trả lãi hằng năm và vốn khi đáo hạn - debt servicing) của các nước đang phát triển tăng lên. Trong mười năm qua, tỷ lệ nợ nước ngoài vay theo dạng lãi suất biến đổi (variable interest rates) của các nước đang phát triển (emerging markets and developing countries - EMDE) có xu hướng gia tăng. Tỷ lệ này hiện đạt khoảng 34% vào năm 2020 (Ngân hàng Thế giới 2022a). Ngoài ra, lại còn thêm vấn đề về tỷ giá tăng.

Tỷ giá hối đoái. Vì phần lớn các khoản nợ này được tính bằng đô la, việc tỷ giá hối đoái của đồng đô la so với các đồng tiền chính khác tăng lên mức kỷ lục sẽ càng làm giảm khả năng trả nợ của các nước đang phát triển. Không chỉ khu vực tư nhân phải trả nhiều hơn cho các khoản thanh toán lãi suất mà cả khu vực công, thông qua ngân sách của chính phủ, cũng phải chi nhiều hơn cho việc trả nợ. Số tiền này đáng lẽ phải được dùng để chi tiêu cho các dịch vụ xã hội như y tế, giáo dục và các nhu cầu thiết yếu khác. Lãi suất càng cao và tỷ giá hối đoái so với đô la càng giảm thì chi tiêu trả nợ này càng tăng.

¹ Theo lời của Lawrence H. Summers “Dự báo của Fed không hợp lý và không thể coi là dự báo”. Xem LH Summers “Kiềm chế lạm phát đã đến trước, nhưng chúng ta không thể dừng lại ở đó”. The Washington Post, ngày 31 tháng 10 năm 2022.

Vấn đề chủ nợ là tư nhân. Ngay cả trước khi phát sinh mới những cú sốc từ bên ngoài, các nước đang phát triển đã phải đối mặt với những khó khăn tích lũy nợ và trả nợ (Ngân hàng Thế giới 2021). Phần lớn khoản nợ này là của các chủ nợ tư nhân, do đó tiền lời cao và theo lãi suất biến đổi nên có thể làm các khoản thanh toán dịch vụ nợ tăng đột biến. Khác với trường hợp khi chủ nợ là chính phủ, chủ nợ tư nhân thường không dễ dàng giảm nợ. Như Ngân hàng Thế giới đã lưu ý, “... Khi các điều kiện tài chính toàn cầu thắt chặt và đồng tiền mất giá, tình trạng túng quẫn trả nợ (debt distress) - trước đây chỉ giới hạn ở các nền kinh tế thu nhập thấp – nay sẽ lan sang các nước có thu nhập trung bình.” (Ngân hàng Thế giới 2022a).

Khả năng vừa lạm phát cao vừa suy thoái kinh tế. Một rủi ro lớn cho thời gian sắp tới là lạm phát toàn cầu cao đi kèm với suy thoái kinh tế, gợi nhớ đến tình trạng “lạm phát đình trệ” (stagflation) của những năm 1970s. Lịch sử đã cho thấy rõ điều đó. Vào cuối thập niên 1970s và đầu những năm 1980s, việc thắt chặt chính sách tiền tệ ở Hoa Kỳ và các nước phát triển khác đã gây ra suy giảm tăng trưởng kinh tế đáng kể ở nhiều nước đang phát triển và sau đó là suy thoái toàn cầu vào năm 1982. Theo sau suy thoái toàn cầu là các cuộc khủng hoảng tài chính của các nước đang phát triển (đặc biệt là ở Châu Mỹ La tinh). Từ đó đến nay, các tiến bộ trong truyền thông và toàn cầu hóa đã làm cho thế giới hội nhập gần nhau hơn rất nhiều, do đó, mức độ và tốc độ lan truyền ảnh hưởng của các cú sốc toàn cầu ngày nay đã trở nên nhanh hơn, làm tăng nguy cơ căng thẳng tài chính ở các nước đang phát triển như ở Việt Nam.

Năng suất lao động giảm mạnh. Nguồn gốc của tăng trưởng kinh tế lâu dài ở tất cả các nền kinh tế là tăng trưởng năng suất. Thật không may, tăng trưởng năng suất toàn cầu đã suy giảm chung trong thập kỷ trước cả COVID-19 (Dieppe 2021). Cụ thể, tăng trưởng năng suất lao động toàn cầu chậm lại từ mức đỉnh điểm là 2,8% vào năm 2007, ngay trước cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009, xuống mức dưới đáy sau khủng hoảng 1,4% vào năm 2016 và duy trì ở mức dưới 2% một năm trong khoảng thời gian 2017–18.

Sự suy giảm này đã xảy ra cho khoảng 70% các thị trường mới nổi và các nền kinh tế đang phát triển (EMDE). Đối với EMDE, sự suy giảm năng suất này đi từ 6,6% năm 2007 xuống 3,1% năm 2015 – mức suy giảm mạnh nhất, lâu nhất và đồng bộ nhất trong những thập kỷ gần đây. Mức suy giảm này liên quan đến việc giảm tỷ lệ tái phân bổ lao động trong các lĩnh vực dịch vụ, là lĩnh vực mà năng suất có xu hướng thấp hơn so với lĩnh vực công nghiệp.

COVID-19 đã tạo ra sự bất thường trong tăng trưởng năng suất ở một số quốc gia: thay vì lao động đi từ các ngành có năng suất thấp lên ngành có năng suất

cao hơn, ví dụ lao động đi từ nông nghiệp sang sản xuất công nghiệp (như thường thấy trong quá trình phát triển kinh tế) thì điều ngược lại đã xảy ra: một số công nhân đã từ đô thị quay trở về các vùng nông thôn sau khi gặp phải tình trạng giãn cách vì COVID-19 tại đô thị. Một số công nhân này có thể sẽ không quay lại công việc cũ ở đô thị. Đây là hiện tượng xảy ra tại một số nước Á Châu, đặc biệt là Việt Nam, và sẽ có tác động tiêu cực đến tăng trưởng năng suất lao động.

Vì sự chuyển đổi cơ cấu ngược chiều này, có khả năng là năng suất có xu hướng sụt giảm lớn và kéo dài sau những gián đoạn kinh tế lớn (Dieppe 2021). Như vậy, thật không may là COVID-19 đã đến vào thời điểm tồi tệ nhất khi mà toàn thế giới đang trải qua một xu hướng bất lợi về năng suất.

Các vấn đề của Việt Nam và những chính sách đối phó

Trong ngắn hạn và trung hạn (2022-2025), Việt Nam đang phải đối mặt với những vấn đề sau đây:

-Thứ nhất, lượng cầu của xuất khẩu giảm. Tăng trưởng kinh tế ở các đối tác quan trọng nhất của Việt Nam như Mỹ, EU, Trung Quốc, Nhật Bản đang chậm và vì vậy nhập cảng cũng giảm đi. Điều này xảy ra vào thời điểm mà Việt Nam được dự báo có “chênh lệch GDP” (output gap) ở số âm (-). “Chênh lệch GDP âm có nghĩa là tổng sản xuất thực tại (actual GDP) ở dưới tổng sản xuất tiềm năng (potential output gap). Theo IMF (2022) thì ‘output gap’ của Việt Nam đã từ - 0.3 % GDP lên -2.4 % GDP vào năm 2021, và dự báo là -2.1 % GDP năm 2022. Đó là vì sự gia tăng tỷ lệ thất nghiệp và sự kìm hãm của các nguồn lực khác. Khi một nước có chênh lệch GDP ở số âm thì một cú sốc ở phía cầu sẽ dễ dàng dẫn đến suy thoái kinh tế.

-Thứ hai, lạm phát tăng cao. Giống như các nước khác, Việt Nam sẽ phải đối mặt với áp lực lạm phát đến từ giá nhập khẩu, đặc biệt là về năng lượng và thực phẩm.

-Thứ ba, vấn đề lãi suất. Việt Nam tiếp tục chịu hệ lụy của lãi suất quốc tế tăng cao trên thị trường tài chính toàn cầu do kết quả của chính sách thắt chặt tiền tệ ở các nước phát triển.

-Thứ tư, đồng tiền giảm giá. Việt Nam sẽ phải chịu áp lực do tỷ giá hối đoái của đồng đô la so với các đồng tiền chính đã ở mức cao nhất trong nhiều thập kỷ.

- Thứ năm, các chính sách quản lý vĩ mô bị hạn chế. Những vấn đề trên đây đang diễn ra trong bối cảnh khả năng điều động các chính sách kinh tế vĩ mô để đối phó bị hạn chế nghiêm trọng:

- Chính sách tài khóa: do nợ và các khoản thanh toán nợ đang tăng và thâm hụt ngân sách ngày càng lớn - thâm hụt ngân sách sơ cấp đã lên tới 3,5% GDP vào năm 2022 (IMF 2022b). Liên quan đến ngân sách là gánh nặng tài chính của các doanh nghiệp nhà nước (SOEs -DNNN) vì hằng năm ngân sách phải trang trải các khoản lỗ khổng lồ của các doanh nghiệp này.
- Chính sách tiền tệ: hệ thống ngân hàng đang chịu áp lực lớn do vấn đề nợ xấu (NPL) chồng chất của các ngân hàng thương mại. Cuộc khủng hoảng gần đây của SCB là một trường hợp điển hình. Ngoài ra, hoạt động kém hiệu quả cố hữu của các Ngân Hàng Thương Mại Nhà Nước (State-Owned Commercial Banks – SOCBs) - tính gộp lại thành một nhóm – tiếp tục gây áp lực nặng nề lên Ngân hàng nhà nước (NHNN).
- Khó khăn triền miên và nan giải của tình trạng “dualism” - có hai nền kinh tế, hai sân chơi cùng một lúc: đó là kinh tế nhà nước và kinh tế tư nhân. Hai sân chơi lại không bằng phẳng, không đồng đều. Một thí dụ: một số vốn ngân sách khổng lồ được gửi tại 4 ngân hàng thương mại quốc doanh (NHTMQĐ), phần lớn là tiền gửi không kỳ hạn. Bởi vậy, các ngân hàng này có dư thừa thanh khoản. NHTMQĐ lại quay vòng: dùng vốn của nhà nước để mua tín phiếu của nhà nước (trái phiếu kho bạc và tín phiếu NHNN) để ‘ăn lời.’ NHTMQĐ không phải “chạy theo lãi suất” để huy động vốn như các ngân hàng thương mại cổ phần. Việc này dẫn đến tình trạng NHNN phải ấn định trần lãi suất ngắn hạn để hạn chế cạnh tranh huy động vốn.

-**Thứ sáu**, bên cạnh những vấn đề trên đây, Việt Nam lại có nhu cầu tăng trưởng GDP cao và bền vững để có thể đạt được mục tiêu kinh tế đã đề ra, đó là tiến tới mức thu nhập trung bình cao (upper-middle income) trong thập kỷ tới.

Tất cả những vấn đề này sẽ đẩy năng lực quản lý kinh tế đến giới hạn tối đa.

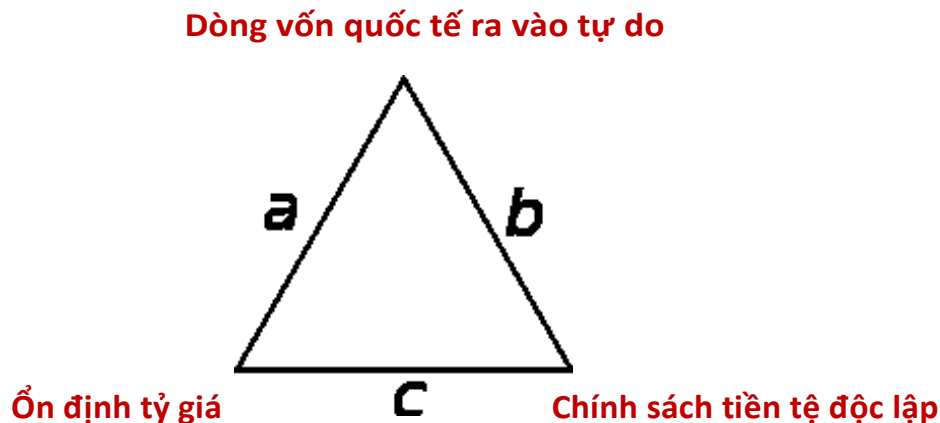
Xung đột trong các chính sách vĩ mô

Các chính sách ngăn chặn những cú sốc này đối với nền kinh tế trong nước sẽ dẫn đến sự lựa chọn khó khăn giữa ba mục tiêu quan trọng về tiền tệ trong một nền kinh tế mở như Việt Nam. Ba mục tiêu này là: **ổn định tỷ giá, lưu động dòng vốn quốc tế (capital flows)²** (hay là dòng vốn quốc tế ra vào tự do) và **chính sách tiền**

² Điều này có thể được giải thích một cách đơn giản nếu tập trung vào lựa chọn một trong hai cực đoan của mỗi chính sách: i) về hối đoái thì lựa chọn hoặc là tỷ giá hối đoái cố định hoặc hối đoái thả nổi hoàn toàn; ii) về tiền tệ thì lựa chọn hoặc là chính sách tiền tệ độc lập hoàn toàn hoặc mất độc lập này, và iii) hoặc là luân chuyển vốn quốc tế hoàn toàn hoặc cấm luân chuyển. Nếu một quốc gia có chế độ tỷ giá hối

tệ độc lập (khả năng kiểm soát lãi suất trong nước). Cả ba tạo thành mối quan hệ được gọi là **bộ ba chính sách khó xử về tiền tệ** (monetary trilemma) hay bộ ba bất khả thi (*impossible trinity*) trong kinh tế học. (Hình 3)

Hình 3 - Bộ ba chính sách tiền tệ bất khả thi



Một cách đơn giản, hình này cho thấy Việt Nam có thể chọn một trong ba ‘cặp’ chính sách:

a = Tỷ giá ổn định (hay quản lý tỷ giá) + Dòng vốn quốc tế ra vào tự do

b = Dòng vốn quốc tế ra vào tự do + Chính sách tiền tệ độc lập

c = Tỷ giá ổn định (hay quản lý tỷ giá) + Chính sách tiền tệ độc lập

Lựa chọn a: Nếu muốn quản lý tỷ giá và cho phép vốn quốc tế (như FDI) tự do ra vào, thì sẽ mất đi chính sách tiền tệ độc lập, có nghĩa là luôn phải thay đổi lãi suất theo áp lực từ bên ngoài. Ở Việt Nam, quản lý tỷ giá có nghĩa là chỉ cho phép tỷ giá lên hay xuống trong một biên độ (band). Khi tỷ giá đi qua giới hạn đã ấn định thì NHNN can thiệp bằng cách bán hay mua ngoại tệ.

đoái cố định và vốn lưu động tự do thì quốc gia đó phải từ bỏ chính sách tiền tệ độc lập. Vì khi quốc gia này phải đối mặt với một cú sốc từ bên ngoài, chẳng hạn như việc tăng lãi suất từ nước liên hệ (chẳng hạn Mỹ), thì chênh lệch lãi suất giữa trong nước và ngoài nước sẽ khiến người nắm giữ trái phiếu trong nước bán đi để mua trái phiếu nước ngoài. Điều này sẽ làm tăng cầu ngoại tệ trong nước và vì chế độ tỷ giá hối đoái cố định, sẽ đòi hỏi Ngân hàng Trung ương can thiệp và giảm nguồn cung tiền. Do đó nước này phải từ bỏ chính sách tiền tệ độc lập.

Lựa chọn b: nếu cho dòng vốn quốc tế (như FDI) được ra vào tự do và giữ chính sách tiền tệ độc lập (thí dụ như có thể tăng lãi suất để kiểm soát lạm phát hay giảm lãi suất để thúc đẩy tăng trưởng), thì sẽ cần phải bỏ mục tiêu tỷ giá cố định, hay “tỷ giá ổn định”, có nghĩa là phải cho phép tỷ giá biến động linh hoạt. Trong bối cảnh Việt Nam hiện nay, điều này có nghĩa là phải mở rộng biên độ can thiệp tỷ giá.

Lựa chọn c: nếu muốn giữ một tỷ giá cố định và chính sách tiền tệ độc lập, thì cần phải kiểm soát dòng vốn quốc tế ra hay vào. Ví dụ, nếu như muốn ‘ổn định tỷ giá’ và lại muốn cắt giảm lãi suất để thúc đẩy tăng trưởng thì sẽ có áp lực mất giá đối với đồng tiền Việt Nam (VNĐ). Các nhà đầu tư sẽ bán VNĐ để mua đô la, và rất có thể dẫn tới dòng vốn nóng chảy ra ngoài (capital flight). Hệ lụy này lại đòi hỏi những biện pháp để chặn dòng vốn quốc tế ra vào.

Bộ ba chính sách bất khả thi do GS Robert Mundell (Giải Nobel Kinh Tế 1999) đề ra trong thập niên 1960s (Mundell 1961, 1962, 1963; Fleming 1962). Ông đã cho thấy là một quốc gia có thể đồng thời chọn hai chứ không thể chọn cả ba mục tiêu tiền tệ như trên ở trong cùng một thời điểm. Từ đó đến nay, các nghiên cứu quốc tế đều công nhận điều này là đúng (Obstfeld and Taylor 2017, Aizenman 2019).

Không có sự lựa chọn nào là hoàn hảo. Cần phải lưu ý rằng ‘bộ ba chính sách bất khả thi’ không có nghĩa là chỉ có một lựa chọn là tốt nhất, cũng không phải là bất kỳ lựa chọn nào cũng có thể giải quyết tất cả các vấn đề, bởi vì mỗi lựa chọn cho ba chính sách đều có một loạt các ưu điểm và nhược điểm, mức độ của chúng có thể thay đổi tùy theo điều kiện cụ thể và theo thời gian, và sự lựa chọn này phải dựa trên hoàn cảnh đặc thù của mỗi nước. Obstfeld và Taylor (2017) lưu ý rằng bộ ba vấn đề nan giải tiền tệ này đã khiến hầu hết các quốc gia không thể duy trì giữ chính sách tỷ giá cố định vì cần phải thực hiện chính sách tiền tệ độc lập cho các mục tiêu kinh tế trong nước. Vì vậy mà hơn phân nửa các quốc gia trên thế giới đã nghiêng về lựa chọn “b” trong thập niên vừa qua.

Đo lường chỉ số Việt Nam của bộ ba chính sách

Aizenman, Chinn, và Ito (2008) đã đề xuất một bộ chỉ số cho bộ ba chính sách khó xử này để đo lường mức thành tựu của một quốc gia theo ba mục tiêu. Tính đến cuối tháng 8 năm 2021, họ đã cập nhật các chỉ số này cho hơn 172 quốc gia cho đến năm 2020³.

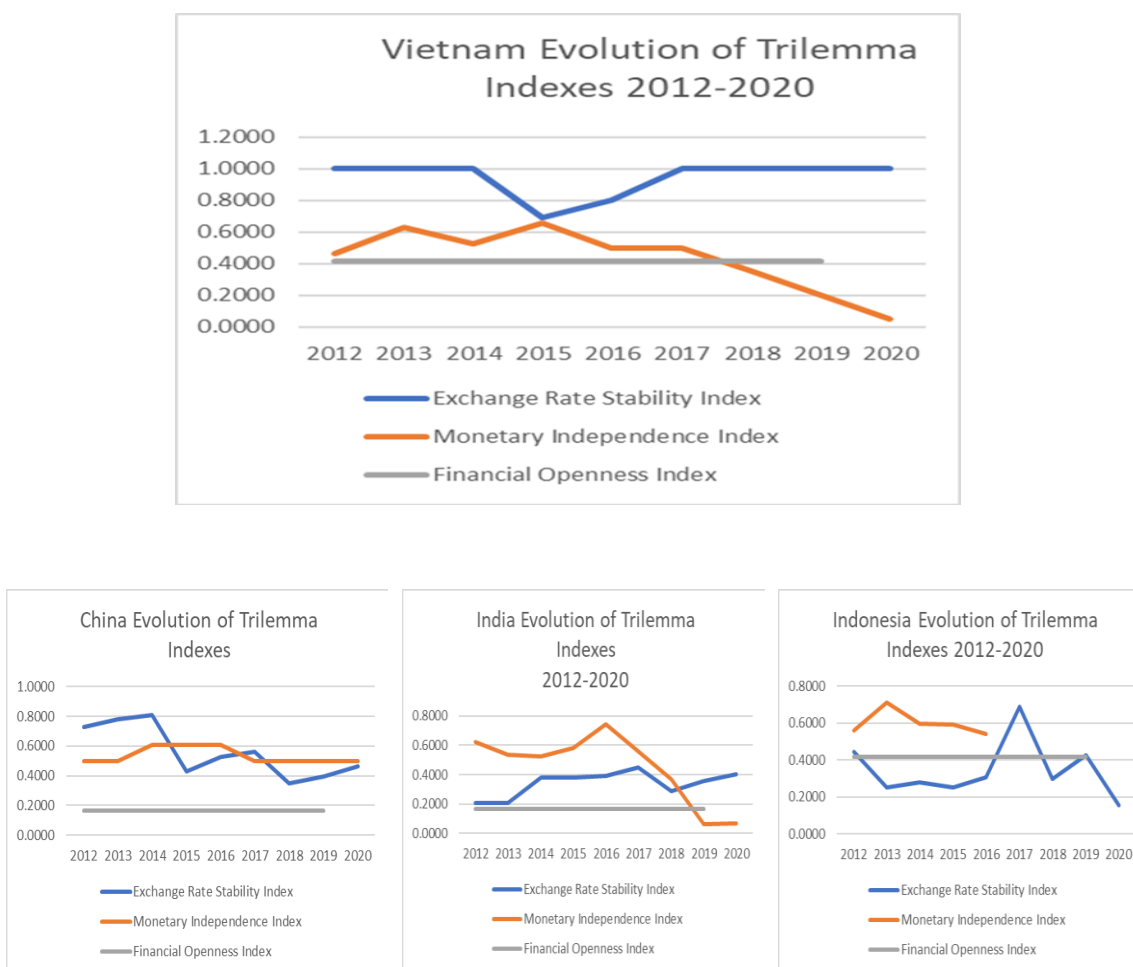
- **Về chỉ số ổn định tỷ giá hối đoái,** Việt Nam được đánh giá là ổn định hơn, nghiêng về chế độ tỷ giá cố định (hay quản lý tỷ giá với biên độ) hơn các

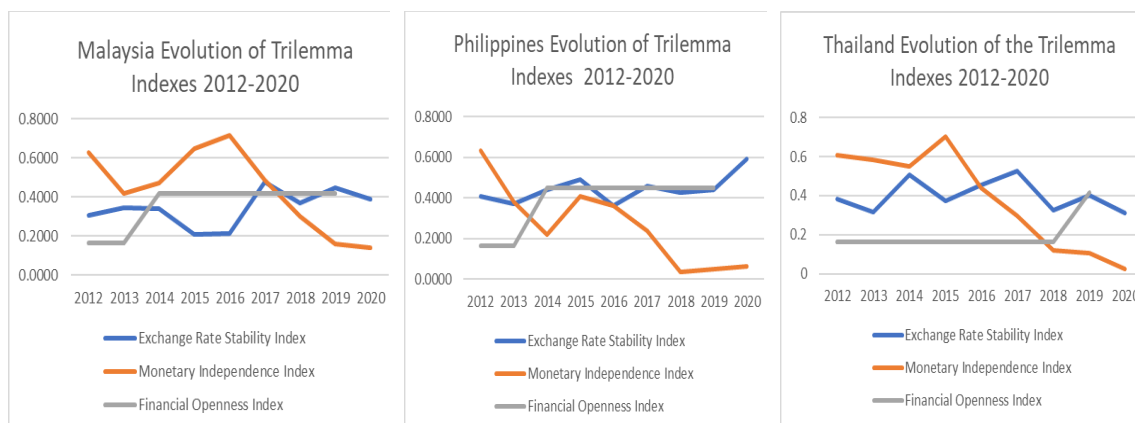
³ Để biết chi tiết, hãy xem https://web.pdx.edu/~ito/trilemma_indexes.htm

nước khác (Hình 4). Lưu ý là nhận xét này có thể đúng hướng cho tới năm 2020. Từ 2021 thì bối cảnh quốc tế đòi hỏi tỷ giá phải linh động, phải mở rộng biên độ can thiệp, như đề cập trên đây.

- **Về chỉ số độc lập tiền tệ**, Việt Nam có xu hướng tương tự như các nước Đông Nam Á khác, đó là có rất ít hoặc không có độc lập về tiền tệ. Từ 2015, chỉ số độc lập tiền tệ giảm liên tục. (Đây có nghĩa là NHNN khó có thể thay đổi lãi suất để phục vụ mục tiêu vĩ mô).
- **Về mức độ lưu động chuyển vốn quốc tế (financial openness)**, Việt Nam ở mức ngang bằng với các nước láng giềng và thậm chí cao hơn Trung Quốc và Ấn Độ.

Hình 4
Chỉ số Bộ ba chính sách cho Việt Nam và các nước Á Châu 2012-2020





Nguồn: Aizenman, Joshua, Menzie D. Chinn, và Hiro Ito (2010). "Kiến trúc tài chính toàn cầu mới nổi: Truy tìm và đánh giá các mô hình mới của cấu hình bộ ba", Tạp chí Tài chính và Tiền tệ Quốc tế, Quyển 29, số 4, tr. 615–641. Đã cập nhật dữ liệu đến năm 2020 tại https://web.pdx.edu/~ito/trilemma_indexes.htm truy cập ngày 6 tháng 11, năm 2022.

Hệ lụy của vấn đề nợ

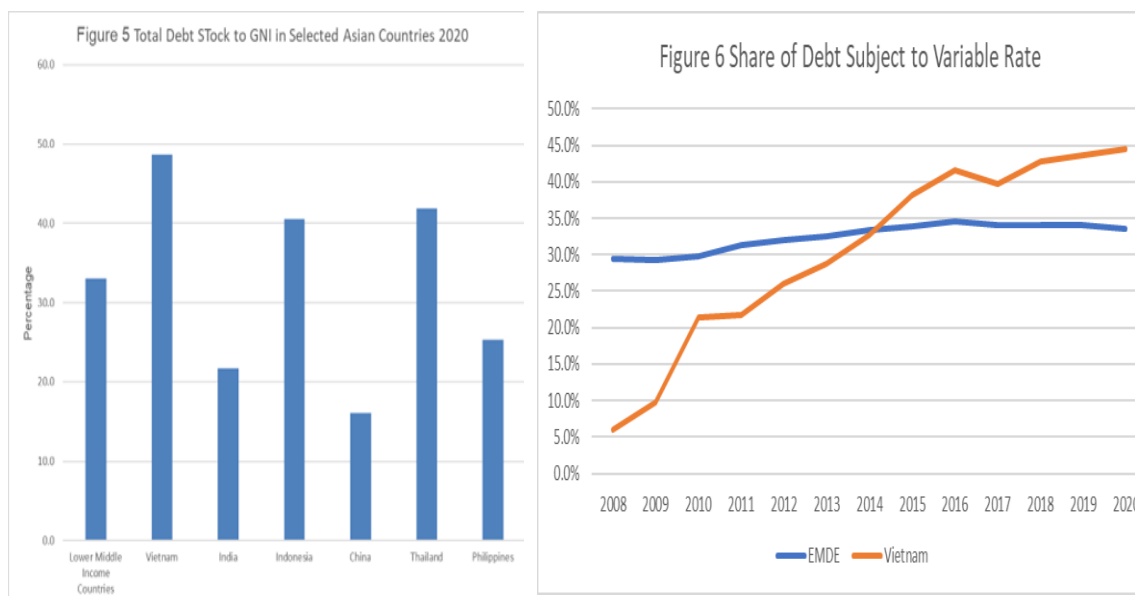
Bộ ba chính sách bất khả thi trở nên trầm trọng hơn trong một nước có nợ cao. So với các quốc gia châu Á khác, nợ nước ngoài của Việt Nam ở mức cao (Hình 5) mặc dù chưa đến mức báo động. Vấn đề nợ nước ngoài của Việt Nam nằm ở thành phần cấu tạo nhiều hơn là mức nợ cao do nhiều lý do:

Thứ nhất, nhìn từ hướng chủ nợ (creditor). Theo NHTG (2022a), vào năm 2020, khoản nợ của tư nhân VN vay lên tới 45,8 tỷ USD, phần lớn (44,7 tỷ USD) các chủ nợ này là các ngân hàng thương mại và chỉ 1,1 tỷ USD thuộc chủ nhân trái phiếu (bondholders). Khoản thanh toán phần vốn cho khoản nợ này là hơn 10 tỷ đô la. Sự kiện chủ nợ là ngân hàng tư nhân thay vì chính phủ (official creditors) như trong quá khứ hay là người giữ trái phiếu có một số điểm lợi và một số điểm hại. Nói chung, vì số ngân hàng chủ nợ ít hơn so với người giữ trái phiếu nên việc bàn cãi và thương lượng lại để thay đổi các điều khoản cho vay có thể xảy ra hơn. Mặt khác các ngân hàng cùng thường khó khăn hơn là chính phủ (vì mục đích lợi nhuận) trong việc thương lượng. Việc chủ nợ là ngân hàng tư nhân cũng giống như thập niên 1970s và những năm trước 1982 khi các nước Châu Mỹ La Tinh vay nợ từ các ngân hàng tư nhân ở Mỹ để tài trợ cho thâm hụt tài khoản vãng lai do OPEC hai lần tăng giá dầu trong những năm 1970. Sau đó, Mỹ Tây Cơ vỡ nợ vào tháng 8 năm 1982 và khủng hoảng kinh tế và tài chính của các nước Châu Mỹ La Tinh này kéo dài hơn 7 năm vì các ngân hàng này không chịu nhượng bộ trong các cuộc thương lượng. Mãi đến 1989, khi các ngân hàng này đồng ý với Bộ Trưởng Tài Chính Mỹ Brady cắt giảm đi 1/3 các khoảng nợ thì các cuộc khủng hoảng mới chấm dứt.

Thứ hai, một phần lớn khác trong tổng số nợ là nợ ngắn hạn (26,6 tỷ USD, hay 1/5 tổng số cho năm 2020), có nghĩa là phải được hoàn trả trong một năm hoặc ít hơn.

Thứ ba, một tỷ lệ rất cao (44,5%) của nợ nước ngoài phải chịu lãi suất di động. Có nghĩa là trong bối cảnh lãi suất đang tăng lên cao như hiện nay thì vấn đề “debt servicing” – trả tiền lãi và vốn - trở nên rất khó khăn; và

Thứ tư, một phần chủ yếu của cổ phiếu nợ (54%) được tính bằng đô la và đòi hỏi một khoản thanh toán nợ bổ sung khi tỷ giá đô la tăng. Cần lưu ý rằng tỷ lệ nợ chịu lãi suất di động cao là một hiện tượng mới nổi gần đây. Từ năm 2008 đến năm 2020, tỷ lệ nợ chịu lãi suất di động đã tăng nhanh chóng và hiện đã vượt quá các nước đang phát triển khác (Hình 6).



Nguồn: Thống kê Nợ Quốc tế của Ngân hàng Thế giới, tháng 6 năm 2022.

Như đã đề cập trong bài của Đinh (2022), khả năng thanh toán nợ và tính bền vững của nợ chính phủ trong trung hạn và dài hạn phụ thuộc vào tiến trình tốc độ tăng trưởng GDP và lãi suất quốc tế. Với những xu hướng bất lợi mới đang nổi lên đối với cả hai biến số này, chính phủ cần giám sát chặt chẽ các cam kết vay mới.

Thứ năm, một vấn đề nhức nhối khác về nợ là nhìn về phương diện con nợ (debtor). Phần lớn nợ nước ngoài của Việt Nam là nợ của khu vực tư nhân và không được chính phủ bảo đảm. Trên nguyên tắc, nợ của khu vực tư nhân này không phải là mối lo của chính phủ, nhưng trên thực tế, khó tưởng tượng một

chính phủ nào có thể thoát khỏi cuộc khủng hoảng do các vụ vỡ nợ nghiêm trọng hoặc vi phạm hợp đồng gây ra, đặc biệt là nếu chúng có liên hệ với các ngân hàng trong nước, hoặc là có thể ảnh hưởng đến danh tiếng của doanh nghiệp “quá lớn không được phép phá sản” và công ăn việc làm của người dân. Như vụ án Tập đoàn Vạn Thịnh Phát cho thấy, những vụ vỡ nợ của tư nhân hay ngân hàng có thể gây ra nhiều thiệt hại lớn cho công chúng. NHNN và các cơ quan chính phủ cần quan sát và giám sát chặt chẽ các khoản vay này và việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp của các tư nhân để đảm bảo khả năng thanh toán nợ và uy tín của khu vực tài chính.

Hiện nay, tình trạng khó khăn về nợ nần đang lan rộng nhanh chóng từ các quốc gia có thu nhập thấp đến các nước có thu nhập trung bình. Tuy nhiên, hiện vẫn chưa có một khuôn khổ xử lý nợ cho các quốc gia có thu nhập trung bình. Trong lúc này, Việt Nam cần xây dựng và thực hiện khuôn khổ nợ trung hạn để đảm bảo tính bền vững liên tục của cả nợ trong nước và nợ nước ngoài. Cần phải lập ra và thực thi các cơ chế nhằm đạt được sự cân bằng phù hợp giữa lợi ích và chi phí của các khoản nợ mới. Các cơ chế này gồm quản lý nợ cho tốt, minh bạch nợ cao, sử dụng hợp lý các nguồn vốn không ưu đãi và theo dõi kỹ lưỡng các khoản nợ tiềm ẩn. Chính phủ có thể khuyến khích thành lập một nhóm chuyên gia để giúp các con nợ tư nhân sắp xếp lịch thanh toán và đàm phán với những ngân hàng cho vay nước ngoài, như nhiều quốc gia Mỹ La tinh đã làm trong quá khứ. Thông thường những ngân hàng này có nhiều kinh nghiệm và thông thạo tài chính quốc tế hơn nhiều so với những con nợ trong nước, do đó kết quả đàm phán thường nghiêng về các ngân hàng này hơn.

Vấn đề nợ ở Việt Nam cũng nghiêm trọng ở góc độ phát triển kinh tế. Cho đến nay, chính phủ đã tài trợ cho các hoạt động của mình thông qua biện pháp **“áp chế tài chính”** (financial repression). Áp chế tài chính có nghĩa là chính phủ dùng các biện pháp tài chính để giữ cho mức lãi suất thấp hơn giá thị trường để bán trái phiếu kho bạc (hay trái phiếu chính phủ, hay công khố phiếu). Điều này bất lợi cho những người tiết kiệm, và cho thị trường trái phiếu của lãnh vực tư, cho nên gọi là áp chế. Vào cuối năm 2020, nợ nước ngoài của VN theo NHTG lên tới 125 tỷ đô la, hay 48,7% Tổng thu nhập quốc dân (GNI). Theo Bộ Tài chính và Ngân Hàng Phát triển Châu Á, nợ trong nước - tính bằng trái phiếu nội tệ do chính phủ phát hành - lên tới khoảng 84 tỷ đô la hay 32,6 % GNI. Khoản nợ công tương đương 84 tỷ đô la này bao gồm trái phiếu chính phủ (hay trái phiếu kho bạc) và nợ của các doanh nghiệp nhà nước (DNN) ⁴. Do đó, tổng số nợ nước ngoài và nợ trong nước do

⁴ <https://asianbondsonline.adb.org/data-portal>. Một năm sau, vào cuối năm 2021, Việt Nam có khoảng 156 tỷ USD trái phiếu trong nước đang lưu hành theo số liệu của Bộ Tài chính và Ngân hàng Phát triển

chính phủ sở hữu lên tới khoảng 81% GNI. Lãi suất đối với khoản nợ công ở mức rất thấp so với lãnh vực tư nhân.

Sự áp chế tài chính này là một trong những lý do khiến tăng trưởng kinh tế bị kìm hãm do tiến độ cải cách chậm chạp của lĩnh vực tài chính ngân hàng.

Các chính sách kinh tế vĩ mô và cơ cấu

Các chính sách kinh tế vĩ mô được thảo luận ở trên chỉ có thể được duy trì với các chính sách kinh tế vĩ mô và cơ cấu nhằm bảo vệ lực lượng lao động trong thời kỳ khủng hoảng toàn cầu và nâng cao năng suất lao động nhằm khôi phục mức tăng trưởng kinh tế có trước COVID và tạo khuôn khổ cho quá trình chuyển đổi đất nước sang trạng thái thu nhập trên trung bình.

Phục hồi chuỗi cung ứng. Ngay cả trước khi xảy ra dự báo toàn cầu hiện tại, sự phục hồi của thị trường lao động ở Việt Nam vẫn còn chậm trễ (IMF 2022b), với tình trạng sai và thiếu việc làm đáng kể và các doanh nghiệp vừa và nhỏ đang bị tổn thương. Một trong những ưu tiên hàng đầu là khôi phục chuỗi cung ứng toàn cầu đã tồn tại trước COVID-19 bằng cách: i) thu hút người lao động trở lại trong các doanh nghiệp bằng cách đưa ra các ưu đãi hấp dẫn như thưởng tái định cư, khuyến khích nhà ở, tạo điều kiện cho họ đến làm việc trở lại bằng cách loại bỏ bất kỳ hạn chế và/hoặc trở ngại hành chính nào như “Hộ Khẩu”; ii) hợp tác chặt chẽ với các doanh nghiệp tư nhân, nhất là doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài để tạo điều kiện đưa lao động đã ra tỉnh quay lại làm việc. Mặt khác, chính phủ cần: i) sửa đổi luật FDI để tập trung vào chất lượng hơn là số lượng FDI và vào các hoạt động có giá trị gia tăng cao hơn; ii) chuyển đổi chiến lược từ việc chú trọng tạo ra các DNVVN mới sang củng cố các DNVVN hiện tại lớn mạnh hơn thông qua các biện pháp giải quyết cơ cấu công nghiệp kép; iii) nâng cao kỹ năng của người lao động thông qua các chương trình đào tạo và hỗ trợ kỹ thuật; iv) tăng cường hoạt động kinh doanh theo hợp đồng phụ bằng cách cung cấp các ưu đãi cho các công ty trong nước để liên kết với các công ty nước ngoài.

Kích cầu. Trong ngắn hạn, chính phủ có thể kích thích nhu cầu trong nước đối với các ngành hàng phi thương mại nhằm giúp đỡ người lao động có kỹ năng thấp trong các khu vực thị trường, dịch vụ và thương mại phi chính thức thông qua việc giảm tất cả khoản phí xã hội mà người sử dụng lao động phải trả. Về trung hạn, Chính phủ cần thiết kế và thực hiện các chính sách nhằm tăng cường liên kết giữa doanh nghiệp trong nước và doanh nghiệp nước ngoài và khuyến khích tăng

Châu Á - khoảng 43% trong số đó được phát hành bởi các tập đoàn và 57% được phát hành bởi Chính phủ.

trưởng của khu vực chính thức (bằng cách giảm chi phí xã hội từ 34% xuống 25% tiền lương).

Thúc đẩy tăng trưởng dài hạn. Để khôi phục tiềm năng tăng trưởng dài hạn của nền kinh tế, Việt Nam cần: i) hoàn thiện đầu tư cơ sở hạ tầng đang thực hiện, đặc biệt là đường bộ, bến cảng, v.v...; ii) đẩy nhanh cải cách hệ thống giáo dục và đào tạo nhằm thay thế các phương pháp giảng dạy truyền thông với các nguồn lực trực tuyến; iii) thực hiện chuyển đổi kỹ thuật số của nền kinh tế để thúc đẩy đổi mới; iv) giảm/loại bỏ các yêu cầu hành chính và băng đỏ trong cơ chế ra quyết định kinh tế; và v) đặt ngân sách hàng năm trong khuôn khổ trung hạn để có thể thực hiện chi tiêu vượt mức bình thường trong bất kỳ thời kỳ nào mà không gây nguy hiểm cho sự ổn định kinh tế vĩ mô.

Thúc đẩy năng suất. Ngoài việc thu hút người lao động trở lại làm việc trong các doanh nghiệp, để thúc đẩy tăng trưởng năng suất ở cấp độ doanh nghiệp, Việt Nam cần phải thúc đẩy việc áp dụng và đổi mới công nghệ. Các chính sách tăng cường quyền sở hữu trí tuệ, giảm tỷ lệ sở hữu nhà nước, sửa đổi các quy định lao động cứng nhắc, cải thiện khả năng tiếp cận tài chính, đặc biệt là đối với các doanh nghiệp vừa và nhỏ, và tận dụng đòn bẩy công nghệ có thể giảm thiểu những rào cản cho việc tăng năng suất của doanh nghiệp. Các chính sách giáo dục và đào tạo nhằm giúp trang bị cho người lao động các kỹ năng cần thiết cho các kỹ thuật sản xuất mới cần phải được triển khai, cũng như những chính sách để tạo chỗ cho việc di dời lao động và chuyển sang các ngành dịch vụ có giá trị gia tăng cao.

KẾT LUẬN

Các dự báo toàn cầu ảm đạm trong vài năm tới đặt Việt Nam vào một hoàn cảnh rất khó khăn, đòi hỏi chính phủ phải có cách quản lý và phối hợp tốt đẹp hơn về các chính sách kinh tế vĩ mô và vi mô.

Về kinh tế vĩ mô, ưu tiên trước hết là giảm tác động của các cú sốc bên ngoài (do tăng trưởng quốc tế chậm lại, lạm phát và lãi suất cao hơn) đối với nền kinh tế trong nước. Điều này đòi hỏi giám sát chặt chẽ và điều chỉnh kịp thời và uyển chuyển công cụ các chính sách vĩ mô. Tuy nhiên, vận hành cả ba công cụ của chính sách tiền tệ cùng một thời điểm vốn không dễ, vì nó chối nhau: ổn định tỷ giá, giữ cho lãi suất thấp, và cho dòng vốn quốc tế ra vào tự do. Kinh tế học gọi là “bộ ba chính sách bất khả thi.”

Trong trường hợp Việt Nam, ba chính sách này lại bị bó buộc thêm do nợ cao và những giới hạn do thành phần nợ. Một phần lớn nợ nước ngoài của Việt Nam là nợ của tư nhân (không được chính phủ bảo lãnh) có thời gian trả vốn ngắn và phải chịu lãi suất di động cũng như phải trả nợ bằng đô la do đó sẽ bị ảnh hưởng lớn của những cú sốc nói trên. Việt Nam cần xây dựng và thực hiện khuôn khổ

nợ trung hạn để đảm bảo tính bền vững của việc trả nợ trong nước và nợ nước ngoài. Cần phải lập ra và thực thi các cơ chế nhằm đạt được sự cân bằng phù hợp giữa lợi ích và chi phí của các khoản nợ mới. Các cơ chế này gồm quản lý nợ cho tốt, minh bạch nợ cao, sử dụng hợp lý các nguồn vốn không ưu đãi và theo dõi kỹ lưỡng các khoản nợ tiềm ẩn.

Theo như phân tích trên đây, có thể là Việt Nam đã nghiêng về giải pháp “b” gồm cho dòng vốn quốc tế ra vào tự do và giữ chính sách tiền tệ độc lập, có nghĩa là có thể điều hành lãi suất với hiệu năng, mà điều hành lãi suất cho linh động là rất quan trọng đối với Việt Nam trong bối cảnh hiện nay. Tại sao? Đó là vì các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs) và thậm chí cả các doanh nghiệp lớn đang ở vào hoàn cảnh hết sức khó khăn. Họ đang cần có thêm vốn lưu động và đầu tư để vận hành và mở rộng sản xuất. Tăng lãi suất cao hơn sẽ đẩy các doanh nghiệp này vào tình trạng phá sản và ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế.

Tuy nhiên, NHNN khó có thể giảm lãi suất trong bối cảnh lãi suất quốc tế đang tăng mạnh. Tại sao? Vì lãi suất ảnh hưởng trực tiếp đến tỷ giá. Thí dụ như NHNN giảm lãi suất thì sẽ làm cho đồng VNĐ mất giá vì các nhà đầu tư sẽ “bán” VNĐ để “mua” USD và chuyển tới nước có lãi suất cao hơn, dẫn đến tỷ giá USD/VND giảm. Để giúp các doanh nghiệp, chính phủ có thể sử dụng những công cụ khác, thí dụ hỗ trợ tài chính, giảm thuế, giảm các thứ phí, phân bổ đầu tư công cho đồng đều hơn giữa các doanh nghiệp nhà nước và SMEs, giảm chi phí gây nên bởi luật lệ rườm rà.

Tiếng Pháp có câu “choisir c’est renoncer” - chọn là bỏ. Nếu như lựa chọn giải pháp “b” thì phải bỏ đi “a” và “c”, có nghĩa là phải chấp nhận điều hành tỷ giá linh hoạt hơn. Việc NHNN gần đây đã mở rộng biên độ can thiệp từ + 3% lên + 5% là một bước đi đúng hướng dù đó có nghĩa là phá giá VNĐ gần 8%.

Một số nghiên cứu kinh tế cho thấy rằng điều hành tỷ giá hối đoái linh hoạt có thể giúp tránh được dòng vốn ngoại quốc tháo chạy – giống như khủng hoảng Đông Nam Á 1997-1998. Nó còn có thể giúp cách ly nền kinh tế trong nước khỏi những cú sốc bên ngoài như việc Mỹ tăng lãi suất mạnh. Hiệu ứng cách ly cũng có tác dụng giúp cho tốc độ tăng trưởng GDP ít bị ảnh hưởng khi mà nước cơ sở (ví dụ Mỹ) thắt chặt chính sách tiền tệ (Di Giovanni và Shambaugh, 2008).

Bối cảnh của Việt Nam hiện nay cũng cần thêm các chính sách bổ sung quan trọng như chính sách tài khóa, nợ, dự trữ quốc tế và các chính sách tài chính. Mặt khác, bối cảnh toàn cầu hiện tại cũng đòi hỏi phải giám sát chặt chẽ các rủi ro phát sinh từ lĩnh vực tài chính như sụp đổ bất động sản, sự không tương xứng về

thời hạn tín dụng (lấy tiền gửi vắn hạn để cho vay trung hay dài hạn) và không tương xứng về đồng tiền (VND, USD, Euro, Yen) trong các nợ cho vay của ngân hàng và trái phiếu doanh nghiệp.

Ngoài ra, để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bền vững trong dài hạn, Việt Nam cần tiến hành cải cách cơ cấu và kinh tế vi mô **nhằm mở rộng lãnh vực tư nhân và thu hẹp lãnh vực quốc doanh để tự do hóa nền kinh tế**, bảo vệ lực lượng lao động trong thời kỳ khủng hoảng và nâng cao năng suất lao động.

Một ưu tiên chính sách khác là giảm bớt sự “không phù hợp về kỹ năng lao động” (skill-mismatches), có nghĩa là sự không phù hợp giữa kỹ năng của người lao động và công việc họ làm, như IMF (2022) đã đề cập. Đây là phản ảnh nền giáo dục và đào tạo không cung cấp các kỹ năng cần thiết cho thị trường lao động, hoặc nền kinh tế không tạo ra việc làm tương ứng với kỹ năng của các cá nhân. Thứ đến là thúc đẩy chuyển đổi kỹ thuật số và đảm bảo một sân chơi bình đẳng, đặc biệt cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs).

Sự phức tạp và cấp bách của các chính sách kinh tế này sẽ đẩy năng lực quản lý vĩ mô và vi mô cho nền kinh tế đến mức tối đa.

Tài Liệu Tham Khảo

Aizenman, J., Chinn, M.D. and Ito, H., 2008. *Assessing the emerging global financial architecture: Measuring the trilemma's configurations over time* (No. w14533). National bureau of economic research.

Aizenman, J., Chinn, M.D. and Ito, H. 2010. The emerging global financial architecture: tracing and evaluating the new patterns of the trilemma's configurations", *Journal of International Money and Finance*, 29 (4), pp. 615–641.

Aizenman, J., Chinn, M.D. and Ito, H., 2013. The “impossible trinity” hypothesis in an era of global imbalances: Measurement and testing. *Review of International Economics*, 21(3), pp.447-458.

Aizenman, J., 2019. International reserves, exchange rates, and monetary policy: From the trilemma to the quadrilemma. In *Oxford Research Encyclopedia of Economics and Finance*.
<https://doi.org/10.1093/acrefore/9780190625979.013.313>

Dieppe, A., Ed.2021. Global productivity: trends, drivers, and policies. Washington, D.C.: World Bank. doi:10.1596/978-1-4648-1608-6. License: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO
<https://www.worldbank.org/en/research/publication/global-productivity>

Di Giovanni, J. and Shambaugh, J.C., 2008. The impact of foreign interest rates on the economy: The role of the exchange rate regime. *Journal of International economics*, 74(2), pp.341-361.

Dinh, Hinh T. 2022. *COVID-19 and Developing Countries—The Road to Recovery*. Policy Center for the New South. Rabat: Morocco.
<https://www.amazon.com/COVID-19-Developing-Countries-Road-Recovery-ebook/dp>.

International Monetary Fund (IMF) 2022 a. Vietnam: 2022 Article IV consultation – press release; staff report; and statement by the Executive Director for Vietnam. IMF Country Report no. 22/209. Washington, DC. June: IMF.

International Monetary Fund (IMF). 2022b. World Economic Outlook: Countering the Cost-of-Living Crisis. Washington, DC. October: IMF.

Mundell, R.A., 1961. A theory of optimum currency areas. *The American Economic Review*, 51(4), pp.657-665.

Mundell, R.A., 1962. The appropriate use of monetary and fiscal policy for internal and external stability. *Staff Papers*, 9(1), pp.70-79.

Mundell, R.A., 1963. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29(4), pp.475-485.

Obstfeld, M. and Taylor, A.M., 2017. International monetary relations: Taking finance seriously. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), pp.3-28.

World Bank. June 2021. *International Debt Statistics 2021*. Washington, DC: World Bank. doi:10.1596/978-1-4648-1610-9. License: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO

World Bank. June 2022a. *Debt Report 2022 : Edition II*. Washington, DC. © World Bank. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/37559> License: CC BY 3.0 IGO.

World Bank. June 2022b. *Global economic prospects, June 2022*. Washington, DC: World Bank. doi: 10.1596/978-1-4648-1843-1. License: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO.