

TÓM TẮT BÁO CÁO ỔN ĐỊNH TÀI CHÍNH TOÀN CẦU

Hệ thống tài chính toàn cầu vẫn đang chìm trong căng thẳng trầm trọng vì cuộc khủng hoảng đang lan rộng đến cả các hộ gia đình, các tập đoàn, và khu vực ngân hàng ở các nước phát triển và những nền kinh tế mới nổi. Hoạt động kinh tế thu hẹp đã đặt áp lực lên các bảng cân đối tài sản của các ngân hàng vì giá trị của tài sản vẫn tiếp tục bị đánh giá giảm, đe dọa đến mức vốn an toàn của các ngân hàng và hạn chế sự phát triển của những khoản vay lành mạnh. Do đó, tăng trưởng tín dụng đang chậm dần, và thậm chí ở mức âm, càng tạo thêm sức ép suy giảm lên các hoạt động kinh tế. Sự thay đổi đáng kể ở khu vực tư nhân và những gói hỗ trợ từ chính phủ đang được thực hiện và mang lại một vài dấu hiệu ban đầu về sự ổn định. Ngay cả khi đó, những động thái chính sách kiên quyết và hiệu quả hơn nữa cùng với sự hợp tác quốc tế vẫn cần thiết để duy trì các tiến triển này và khôi phục lại niềm tin của công chúng vào các tổ chức tài chính, bình thường hóa các điều kiện thị trường. Thách thức chính hiện nay là phải phá vỡ được vòng xoáy tác động giảm giữa hệ thống tài chính và kinh tế toàn cầu. Những nỗ lực đầy hứa hẹn đã được tiến hành cho công cuộc tái thiết lại hệ thống tài chính toàn cầu nhằm tạo ra một nền tảng ổn định và vững chắc hơn cho sự tăng trưởng kinh tế bền vững.

Để khôi phục lại khu vực tài chính, các chính sách cần tháo gỡ được những căng thẳng trên thị trường nguồn vốn cho các ngân hàng và tập đoàn, chỉnh đốn lại các cân đối tài sản của ngân hàng, khôi phục lại các dòng vốn liên quốc gia (đặc biệt là dòng vốn đến các nước thị trường mới nổi); và hạn chế được những tác động phụ ngoài dự liệu của những chính sách đang được thực thi để chống lại khủng hoảng. Tất cả những mục tiêu này đòi hỏi cam kết

chính trị vững chắc trong những tình huống khó khăn và việc thúc đẩy hơn nữa sự hợp tác quốc tế. Những cam kết và quyết tâm quốc tế này nhằm đối phó với những thách thức của khủng hoảng đang ngày một lớn mạnh, thể hiện ở kết quả của cuộc họp thượng đỉnh các nước G-20 hồi đầu tháng Tư.

Những rủi ro từ các vấn đề của ngân hàng sẽ tiếp tục tạo sức ép suy giảm đến hoạt động kinh tế nếu không kết hợp được việc làm sạch triệt để các khoản tài sản xấu khỏi bảng cân đối tài sản của ngân hàng với việc tái cơ cấu, hoặc nếu cần thiết, tái cấp vốn cho các ngân hàng. Mặc dù vẫn phụ thuộc vào một số giả định, song ước tính lạc quan nhất của chúng tôi về phần giảm giá của các tài sản có nguồn gốc từ Mỹ mà các chủ sở hữu phải gánh chịu từ ngày bắt đầu cuộc khủng hoảng đến năm 2010 đã tăng từ 2,2 ngàn tỷ USD theo *Báo Cáo Cập Nhật Ổn Định Tài Chính Toàn Cầu* số Tháng 1/2009 lên 2,7 ngàn tỷ USD, với nguyên nhân chính là do kịch bản cơ bản về tăng trưởng kinh tế đã xấu đi. Trong Báo cáo Ổn Định Tài Chính Toàn Cầu này, những ước tính về phần giảm giá tài sản đã mở rộng sang bao gồm cả những tài sản có nguồn gốc từ những thị trường phát triển khác, và một khi thông tin làm cơ sở cho những kịch bản này càng không chắc chắn thì những ước tính này khuyến nghị tổng mức giảm giá của tài sản có thể lên đến gần 4 ngàn tỷ USD, và khoảng hai phần ba trong số đó rơi vào hệ thống ngân hàng.

Trong một vài tháng qua, đã có một số cải thiện trên thị trường liên ngân hàng, nhưng những căng thẳng về nguồn vốn vẫn tồn tại và khả năng tiếp cận các nguồn vốn dài hạn khi các khoản nợ đáo hạn vẫn rất mong manh. Trong khi về pháp lý, các ngân hàng hiện nay đều có thể phát hành các giấy nhận nợ dài hạn được chính phủ bảo lãnh, nhưng sự thiếu hụt nguồn vốn ở các ngân hàng vẫn rất lớn. Do vậy, nhiều tập đoàn không thể có được các khoản vốn

lưu động từ phía các ngân hàng và một số tập đoàn lại gặp khó khăn trong việc huy động nguồn vốn dài hạn hơn, trừ khi họ phải chấp nhận mức lãi suất cao.

Hàng loạt các tổ chức tài chính phi ngân hàng đã rơi vào tình trạng căng thẳng trong khủng hoảng do giá tài sản giảm. Các quỹ hưu trí đã bị tấn công mạnh – trong khi giá trị tài sản có của quỹ giảm mạnh thì mức lợi suất trái phiếu chính phủ dùng làm tỷ lệ chiết khấu để xác định giá trị tài sản nợ của quỹ ngày một giảm đã đồng thời đẩy mức thiếu hụt vốn của các quỹ lên cao. Các công ty bảo hiểm nhân thọ chịu thua lỗ từ việc nắm giữ các cổ phiếu và trái phiếu của các tập đoàn, trong một vài trường hợp, sự thua lỗ này đã làm suy kiệt mức thặng dư vốn điều lệ của công ty bảo hiểm. Trong khi có lẽ phần lớn các tổ chức đều quản lý rủi ro một cách thận trọng, một vài đơn vị vẫn chấp nhận mức rủi ro cao hơn mà không đánh giá được hết những tình huống căng thẳng có thể đang rình rập phía trước.

Tốc độ thu hẹp các thị trường ngoại hối hiện nay đã vượt xa tiến trình giảm tín dụng nói chung, cùng với sự sụt giảm nghiêm trọng của các dòng vốn giữa các nước đã khiến cuộc khủng hoảng ở một vài nước thị trường mới nổi thêm căng thẳng. Thực vậy, việc rút vốn của các ngân hàng và các nhà đầu tư nước ngoài cùng với sự sụp đổ trên các thị trường xuất khẩu đã tạo nên sức ép về nguồn vốn ở các nền kinh tế thị trường mới nổi, đòi hỏi sự quan tâm cấp bách. Các nhu cầu tái tài trợ ở các thị trường mới nổi hiện rất lớn, ước tính khoảng 1,8 ngàn tỷ USD trong năm 2009, với phần lớn nhu cầu phát sinh từ các tập đoàn, bao gồm cả các tổ chức tài chính. Mặc dù việc dự báo là vô cùng khó khăn, các ước tính gần đây cho thấy lượng vốn tư nhân ròng chảy vào các thị trường mới nổi sẽ ở mức âm trong năm 2009, và trong tương lai các dòng vốn vào khó có khả năng quay lại các mức hồi trước khủng hoảng. Các nền kinh tế thị trường mới nổi vẫn phụ thuộc vào các dòng vốn này thực sự đã suy yếu đi. Điều này khiến cho sự hỗ trợ bù đắp chính thức ngày càng trở nên quan trọng.

Mặc dù đã có những đề xuất chính thức ngoài tiền lệ nhằm ngăn chặn vòng xoáy suy giảm ở các nền kinh tế phát triển, bao gồm những khoản hỗ trợ khổng lồ từ ngân sách và hàng loạt những biện pháp tăng thanh khoản - các hành động chính sách kiên quyết hơn vẫn cần thiết nhằm khôi phục lại lòng tin và làm dịu đi những bất ổn trên thị trường tài chính đang làm xói mòn triển vọng của một cuộc hồi phục kinh tế. Tuy nhiên, việc lan truyền những rủi ro từ khu vực tư nhân sang khu vực công đang là những thách thức lớn. Những tác động méo mó ngoài dự liệu và khả năng những chi phí kích cầu ngắn hạn, bao gồm những gói hỗ trợ ngân hàng không giới hạn, kết hợp với những áp lực dài hạn của dân số già lên gánh nặng nợ chính phủ ở một vài nước phát triển sẽ vẫn tiếp tục là mối quan ngại lớn. Xu hướng hoạt động nội địa đã hình thành khi các quan chức luôn khuyến khích các ngân hàng cho vay trong nước và người tiêu dùng chuyển hướng sang tiêu dùng nội địa.

Những rủi ro này, như đã được bàn đến trong Chương 1, thể hiện một vài vấn đề khó khăn nhất mà khu vực công đã phải đối mặt trong nửa thế kỷ qua. Dưới đây là tóm tắt những nhân tố chủ yếu mà chúng tôi cho rằng có thể sẽ phá vỡ được vòng xoáy tác động suy giảm giữa khu vực tài chính và cả nền kinh tế.

Những Khuyến Nghị Chính Sách Tức Thời

Ngay cả khi các hành động chính sách được tiến hành một cách nhanh chóng đúng như dự liệu, tiến trình giảm nợ vay sẽ còn chậm và khó khăn, với việc hồi phục kinh tế có thể sẽ còn kéo dài. Dự báo việc giảm nợ vay cùng với suy giảm kinh tế sẽ thu hẹp tốc độ tăng trưởng tín dụng ở Mỹ, Anh và khu vực đồng Euro và thậm chí xuống mức âm trong ngắn hạn và chỉ phục hồi sau một vài năm.

Triển vọng khó khăn này đòi hỏi việc thực thi một cách kiên quyết các chính sách đã được thiết lập và những hành động quyết đoán hơn nữa trên mặt trận chính sách ở những nơi cần thiết. Tuy nhiên, hỗ trợ về chính trị cho những hành động này đang giảm dần do công chúng đang ngày càng thất vọng với một số trường hợp lạm dụng tiền nộp thuế của dân. Một rủi ro đang hiện hữu đó là các chính phủ sẽ phải miễn cưỡng trong việc phân bổ đủ nguồn lực để giải quyết các vấn đề của nền kinh tế. Hơn nữa, bất ổn trong những động thái chính trị có thể làm xói mòn khả năng đóng góp tích cực của khu vực tư nhân vào việc tìm kiếm những giải pháp đúng đắn cho căng thẳng tài chính. Do vậy, nhân tố quan trọng để khôi phục lòng tin chính là sự minh bạch, nhất quán, và đáng tin cậy của các động thái chính sách. Thực tế từ những đợt khủng hoảng trước đây cho thấy việc khôi phục hệ thống ngân hàng trở lại hoạt động bình thường phải mất đến vài năm, và những suy thoái gắn liền với khủng hoảng tài chính có chiều hướng sâu hơn và kéo dài hơn (tham khảo Chương 3 Báo cáo *Triển Vọng Kinh Tế Thế Giới* số tháng Tư năm 2009). Những kinh nghiệm này cũng chỉ ra rằng khi các chính sách thiếu minh bạch và không được thực thi một cách quyết liệt và kịp thời, hoặc không nhằm vào những vấn đề mấu chốt, quá trình phục hồi sẽ bị trì hoãn hơn và ngay cả chi phí trên góc độ tiền thuế của dân và hoạt động kinh tế đều sẽ tốn kém hơn.

Trong tình trạng cuộc khủng hoảng này lan rộng trên toàn cầu, hiệu quả chính sách của mỗi quốc gia có thể được nâng cao nếu được phối hợp thực hiện với các nước cũng chịu tác động của khủng hoảng. Sự phối hợp và hợp tác cần được thiết lập dựa trên những tiến triển tích cực từ hội nghị thượng đỉnh các nước G-20 gần đây, và sự hợp tác này đặc biệt quan trọng đối với các chính sách tài chính nhằm tránh được tác động lan truyền tiêu cực trên tầm thế giới từ những động thái của một quốc gia. Cụ thể, sự phối hợp giữa các quốc gia nhằm tiến tới một cách tiếp cận thống nhất đối với việc giải quyết các vấn đề của hệ thống ngân

hàng, bao gồm xử lý các khoản tài sản xấu, có thể xây dựng lại niềm tin và tránh hiện tượng méo mó do cạnh tranh và lợi dụng những chênh lệch giữa quy định và thực tế.

Trong ngắn hạn, ba vấn đề ưu tiên hàng đầu được xác định trong các Báo cáo Ổn Định Tài Chính Toàn Cầu trước đây và đã được công nhận rõ ràng trong Đối Thoại G-7 hồi Tháng 2/2009 vẫn còn thích hợp: (i) Đảm bảo cho hệ thống ngân hàng tiếp cận nguồn thanh khoản; (ii) Xác định và xử lý các khoản nợ xấu, và (iii) tái cấp vốn cho các tổ chức yếu kém nhưng có khả năng phục hồi và khẩn trương xử lý các ngân hàng không có khả năng phục hồi. Nhìn chung, nhiệm vụ thứ nhất thuộc về các ngân hàng trung ương, trong khi hai vấn đề còn lại thuộc trách nhiệm của các nhà quản lý và các chính phủ. Vấn đề thứ nhất đã đạt được những bước tiến nhất định, nhưng các đề xuất chính sách cho hai nội dung còn lại vẫn có vẻ rời rạc và mang tính chất đối phó với từng trường hợp cụ thể. Những tuyên bố gần đây của các cấp có thẩm quyền ở nhiều nước đã nhận thức được sự cần thiết của việc xử lý các vấn đề về tài sản và việc đánh giá về khả năng chống đỡ của các ngân hàng trước sự suy thoái hơn nữa của nền kinh tế toàn cầu nhằm xác định nhu cầu tái cấp vốn. Đó là những bước tiến được hoan nghênh, và khi những động thái chi tiết được cụ thể, nó sẽ có thể giúp làm giảm tính bất ổn và sự nghi ngờ của công chúng. Những bài học từ các cuộc khủng hoảng trước đây đề xuất ra những nhu cầu về các biện pháp mạnh mẽ và có hiệu quả hơn từ các cấp có thẩm quyền để giải quyết và xử lý những yếu kém trong khu vực tài chính.

Khẩn trương tiến hành việc đánh giá khả năng tồn tại của ngân hàng và việc tái cấp vốn cho ngân hàng.

Khả năng tồn tại lâu dài của các tổ chức cần phải được đánh giá lại để xác định nhu cầu về vốn của các tổ chức đó, có tính đến việc đánh giá mức thua lỗ thực tế đến nay, và khả

năng tiếp tục bị giảm giá tài sản trong tương lai. Để biết được thứ tự về quy mô tổng lượng vốn cần thiết cho hệ thống ngân hàng của các nước phương Tây, chúng tôi đã tiến hành hai tính toán minh họa có xét đến mức giảm giá tiếp theo trong tương lai và doanh thu của các ngân hàng này có thể đạt được trong giai đoạn 2009–10. Việc tính toán dựa trên một số giả định, một vài trong số đó rất không chắc chắn, và do vậy chỉ nên xem xét lượng vốn mà các ngân hàng cần đến như là một chỉ số thể hiện tính gay cấn của vấn đề. Tính toán thứ nhất giả định rằng hệ số đòn bẩy tài chính, được tính bằng tỷ số giữa vốn phổ thông hữu hình (TCE) trên tổng tài sản có hữu hình (TA), đạt được mức từng thấy trước khi có khủng hoảng (TCE/TA bằng 4%). Ngay cả chỉ để đạt được mức này, lượng vốn cần bơm thêm vào đã là khoảng 275 tỷ USD cho các ngân hàng Mỹ, khoảng 375 tỷ USD cho các ngân hàng thuộc khu vực đồng Euro, khoảng 125 tỷ USD cho các ngân hàng Anh, và khoảng 100 tỷ USD cho các ngân hàng tại các nước phát triển khác ở Châu Âu. Minh họa tính toán thứ hai giả định tỷ lệ đòn bẩy tài chính sẽ đạt mức hồi giữa thập kỷ 1990 (TCE/TA bằng 6%). Mức đòi hỏi cao hơn này đẩy lượng vốn cần bơm thêm lên 500 tỷ USD cho hệ thống ngân hàng Mỹ, 725 tỷ USD cho các ngân hàng thuộc khu vực đồng Euro, 250 tỷ USD cho các ngân hàng Anh, và 225 tỷ USD cho các ngân hàng tại các nước phát triển còn lại ở Châu Âu. Dựa trên các kịch bản của chúng tôi, những ước tính sơ bộ này khuyến nghị rằng ngoài việc bù đắp các khoản lỗ, nhu cầu bổ xung vốn xuất phát từ việc các thị trường đang đòi hỏi mức đòn bẩy tài chính nghiêm ngặt hơn và những tỷ lệ vốn cao hơn do những bất ổn quanh việc định giá tài sản và chất lượng vốn. Chưa cần xét đến tính hợp lý của việc sử dụng tỷ số TCE/TA, một kết luận quan trọng cần chú ý là lượng vốn cần bổ xung sẽ giảm theo mức độ mà cổ phần ưu đãi được chuyển đổi thành cổ phần phổ thông (tạo thêm loại vốn có thể hấp thụ các khoản lỗ) và theo mức bảo lãnh của chính phủ cho các ngân hàng đối với những khoản lỗ trong tương lai của

một vài loại tài sản xấu trong bảng cân đối tài sản ngân hàng. Ví dụ, ở Mỹ, lượng cổ phiếu ưu đãi được phát hành trong những năm gần đây tương đối lớn và có thể giúp tăng tỷ lệ TCE/TA nếu nếu cổ phiếu này được chuyển đổi sang cổ phiếu phổ thông. Ở một vài nước, các chính phủ đã đồng ý gánh phần lớn các khoản lỗ trong tương lai của những nhóm tài sản được lựa chọn ở một số ngân hàng.

Do vậy, để ổn định hệ thống ngân hàng và giảm tính bất ổn này, cần quan tâm đến ba yếu tố sau:

- Vai trò chủ động hơn nữa của những người giám sát trong việc xác định khả năng tồn tại của các tổ chức và những hành động điều chỉnh thích hợp, bao gồm xác định lượng vốn cần thiết dựa trên những dự báo về lượng vốn bị đánh giá giảm trong hai năm tới.
- Công bố đầy đủ và minh bạch sự yếu kém của các bảng cân đối tài sản của các ngân hàng sau khi đã được kiểm tra chặt chẽ bởi những người giám sát dựa trên một hệ thống chi tiêu thống nhất.
- Các nhà giám sát phải làm rõ loại vốn cần thiết—ở dạng vốn phổ thông hữu hình hoặc vốn cấp I—và thời gian cần thiết để đạt được những tỷ lệ vốn mới theo yêu cầu này.

Cần có quy định nghiêm ngặt cho việc cấp vốn chính phủ. Ngoài việc xem xét lượng tài sản bị giảm giá và phần vốn còn lại của ngân hàng, các nhà giám sát ngân hàng, người chịu trách nhiệm đánh giá khả năng tồn tại của các ngân hàng cũng cần đảm bảo độ vững chắc của cơ cấu nguồn vốn ngân hàng, quy trình quản lý rủi ro và kế hoạch kinh doanh ngân hàng, tính thích hợp của các chính sách đền bù, và sức mạnh của quản lý. Các ngân hàng có khả năng tồn tại nhưng không có đủ vốn cần được chính phủ bơm thêm vốn đủ để khuyến khích vốn tư

nhân vào và nâng các tỷ lệ vốn lên mức đủ để lấy lại lòng tin của thị trường đối với ngân hàng, và ngân hàng này phải tuân thủ quá trình tái cơ cấu một cách thận trọng. Khi những tổ chức này được nhận vốn chính phủ, hoạt động của chúng cần được kiểm soát một cách thận trọng và hạn chế việc chia cổ tức. Các khoản bồi thường và khả năng thay thế lãnh đạo cấp cao cần được cân nhắc thận trọng. Những tổ chức không có khả năng tồn tại cần được xử lý một cách nhanh chóng. Hướng xử lý có thể bao gồm sát nhập hoặc có thể đóng cửa một cách có trật tự với điều kiện biện pháp này không gây nguy hiểm cho sự ổn định tài chính của toàn hệ thống.

Tái cơ cấu có thể yêu cầu việc chuyển sở hữu tạm thời sang chính phủ. Tình trạng không thể huy động được vốn tư nhân hiện nay cho thấy cuộc khủng hoảng đã chìm sâu đến mức các chính phủ cần phải tiến hành những bước quyết liệt hơn và không thể chùn bước trước yêu cầu bơm vốn vào dưới dạng cổ phiếu phổ thông, thậm chí đến mức chính phủ sẽ nắm giữ đa số hay toàn bộ lượng vốn và kiểm soát cả tổ chức đó. Do vậy, sở hữu chính phủ tạm thời là cần thiết, nhưng chỉ với mục đích tái cơ cấu lại tổ chức rồi chuyển về cho khu vực tư nhân ngay khi có thể. Quan trọng hơn cả, cần phải có đủ cổ phần phổ thông hữu hình để cho phép ngân hàng hoạt động trở lại— vì đó là loại vốn mà thị trường cần để chống đỡ lại khả năng giảm giá tài sản. Phần lớn lượng vốn do các chính phủ cung cấp đến nay vẫn là cổ phần ưu đãi với chi phí cao có thể ảnh hưởng xấu đến khả năng thu hút các dạng vốn tư nhân khác. Cần cân nhắc để chuyển đổi những cổ phiếu ưu đãi này sang cổ phiếu phổ thông nhằm giảm bớt những gánh nặng chi phí này. Sự mù mờ trong các chính sách can thiệp tiếp theo cũng là một cản trở đối với các dòng vốn tư nhân, và do vậy cần có những thông điệp rõ ràng nhằm hạn chế những bất ổn trong chính sách. Trong một cuộc khủng hoảng ngân hàng mang tính hệ thống, một sự đối xử ưu đãi với các nhà nắm giữ trái phiếu mới và kém ưu đãi đối với các chủ sở hữu trái phiếu cũ có thể tạo ra sự bất ổn lớn, vì rất nhiều chủ sở hữu trái phiếu là

các tổ chức tài chính đang gặp khó khăn. Các cơ quan chức năng cần nhận thức rõ các điều kiện pháp lý mà theo đó hành động can thiệp của họ có thể bị coi là “sự kiện tín dụng”, dẫn đến việc thực hiện các giao dịch phái sinh tín dụng nhằm tránh những tác động hệ thống đến tổ chức hoặc các thị trường khác.

Tính thống nhất và sự hợp tác giữa các quốc gia là rất quan trọng. Sự phối hợp giữa các quốc gia về những nguyên tắc cơ bản của các quyết định cấp vốn từ khu vực công và các điều kiện cấp vốn là thực sự thiết yếu nhằm tránh việc lợi dụng các chênh lệch giữa quy định và thực tế cũng như những méo mó do cạnh tranh. Mặc dù việc phối hợp chính sách trong điều kiện chính trị hiện nay là rất khó, nhưng các cơ quan có thẩm quyền có thể hướng tới việc so sánh các đề xuất của họ với các đề xuất ở các nước khác để tạo sự minh bạch hơn trong chính sách.

Xử lý “các tài sản xấu” một cách có hệ thống — Công ty quản lý tài sản hay bảo lãnh.

Trước thực tế về sự khác biệt giữa các vấn đề vướng mắc trong hệ thống ngân hàng cũng như mức độ nắm giữ tài sản xấu ở các ngân hàng, nhiều cách tiếp cận vấn đề đã được cân nhắc đến. Ưu tiên quan trọng nhất đó là việc lựa chọn một cách tiếp cận thích hợp, đảm bảo rằng nó được tài trợ đầy đủ và thực thi một cách minh bạch. Tuy nhiên, việc sử dụng các kỹ thuật khác nhau ở các nước càng nâng cao tầm quan trọng của việc phối hợp thống nhất các nguyên tắc cơ bản cần áp dụng khi đánh giá tài sản và xác định phần thua lỗ mà chính phủ sẽ gánh chịu. Trong các biện pháp được sử dụng đến nay, Anh đã lựa chọn việc duy trì các tài sản ở ngân hàng nhưng đồng thời cấp bảo lãnh hạn chế tác động của các thua lỗ trong tương lai. Một cách lựa chọn khác mà Thụy Sĩ áp dụng đối với ngân hàng UBS là chuyển các tài sản xấu sang một công ty quản lý tài sản riêng biệt (AMC) (gọi là “ngân hàng xấu”). Ai-

Len hiện cũng đang áp dụng phương pháp này. Ưu điểm của cách tiếp cận này là tương đối minh bạch nếu toàn bộ tài sản xấu của ngân hàng được chuyển sang AMC, tạo ra một “ngân hàng tốt” với một bảng cân đối tài sản sạch sẽ. Mỹ lại cấp bảo lãnh cho một khối tài sản có vấn đề hoặc có khả năng bị thua lỗ lớn trong trường hợp của Citibank và Bank of America, đồng thời đề xuất việc thiết lập một quan hệ đồng sở hữu công và tư để mua lại những tài sản xấu của các ngân hàng. Đề xuất hiện nay có những nhân tố khuyến khích sự tham gia của khu vực tư nhân, nhưng việc liệu các ngân hàng có đủ động cơ để thực sự bán lại các tài sản xấu của họ hay không còn chưa được rõ ràng. Nhìn chung, các cách tiếp cận khác nhau có thể phát huy ở hoàn cảnh cụ thể của mỗi nước.

Hơn nữa, vì vấn đề đánh giá tài sản vẫn là một nguồn quan trọng gây ra sự bất ổn, các chính phủ cần xây dựng những phương pháp xác định giá trị thực tế của các công cụ tín dụng được chứng khoán hóa có mức thanh khoản thấp mà chính phủ định hỗ trợ. Khi các tài sản không được mua bán một cách thông thường và giá thị trường của chúng bị chiết giảm quá lớn, việc định giá tài sản cần dựa trên các kỳ vọng về điều kiện kinh tế để xác định giá trị hiện tại ròng của các dòng thu nhập trong tương lai. Do đã xác định tính phức tạp của một số tài sản này, tốt nhất là giữa các nước phải đạt được sự đồng thuận và thống nhất áp dụng chung để tránh việc định giá quá cao, lợi dụng chênh lệch giữa quy định và thực tế, hay bóp méo cạnh tranh. Ban Ổn Định Tài Chính, với sự phối hợp làm việc của những người sáng lập có thẩm quyền, sẽ là ban thích hợp nhất cho việc thúc đẩy một cách tiếp cận mang tính phối hợp.

Cung cấp đủ thanh khoản cho quá trình tái cơ cấu ngân hàng.

Thị trường vốn cho ngân hàng vẫn rất căng thẳng và chỉ hồi phục khi rủi ro đối tác giảm và các ngân hàng cũng như các nhà cung cấp thanh khoản trên thị trường sơ cấp nắm

chắc được vốn của họ được sử dụng như thế nào. Nhiều chính phủ đã giới thiệu các biện pháp nhằm bảo vệ người gửi tiền và bảo lãnh cho nhiều dạng vay ngân hàng, nhưng nguồn vốn dài hạn hơn vẫn còn hạn chế nếu không có sự hỗ trợ của chính phủ. Ngay cả vậy, khoảng trống tài trợ bán buôn vẫn còn lớn và cơ cấu các chương trình quốc gia cần thống nhất với nhau để cải thiện tính minh bạch và giảm thiểu mâu thuẫn. Kết quả là trong thời gian trước mắt, các ngân hàng trung ương sẽ cần phải tiếp tục cung cấp đủ thanh khoản ngắn hạn cho các ngân hàng, và các chính phủ sẽ cần phải tiếp tục cung cấp bảo lãnh cho các nghĩa vụ nợ. Tuy nhiên, không phải là quá sớm để cân nhắc đến các chính sách “thoát hiểm”, và các chính sách này cần được thực hiện từng bước trong bất kỳ trường hợp nào. Những chính sách này cần nhằm vào việc từng bước định giá lại các thể thức hỗ trợ và giới hạn các điều khoản sử dụng để chúng thực sự là động lực giúp các ngân hàng quay lại với các thị trường tư nhân.

* * *

Ngoài ba ưu tiên liên quan đến khu vực ngân hàng của các nước phát triển, các biện pháp chính sách trực tiếp phải kiểm soát được sự lan rộng của cuộc khủng hoảng đến các nước có nền kinh tế thị trường mới nổi và nguy cơ của chủ nghĩa bảo hộ tài chính.

Bảo đảm rằng các nước có nền kinh tế thị trường mới nổi được bảo vệ đầy đủ đối với việc các nhà đầu tư của các nền kinh tế phát triển giảm bớt sử dụng vốn vay và ngại rủi ro.

Các vấn đề của khu vực ngân hàng của các nước phát triển và sự suy thoái kinh tế toàn cầu đang có những ảnh hưởng nghiêm trọng đến các nước có nền kinh tế thị trường mới nổi. Chúng tôi dự báo các luồng vốn ra dưới hình thức đầu tư gián tiếp chỉ khoảng 1% GDP trong vài năm tới. Theo một số kịch bản hợp lý, vốn đầu tư của khu vực tư nhân vào các thị trường

mới nổi sẽ còn tiếp tục là luồng ra ròng, với cơ hội phục hồi mong manh vào năm 2010 và 2011.

Cũng như ở các nền kinh tế phát triển, các ngân hàng trung ương tại các nước kinh tế thị trường mới nổi sẽ cần phải bảo đảm thanh khoản đầy đủ cho hệ thống ngân hàng. Tuy nhiên, trong nhiều trường hợp thị trường liên ngân hàng nội địa không phải là nguồn huy động vốn chính, do phần lớn nguồn vốn cho khu vực ngân hàng được huy động từ nước ngoài trong những năm gần đây. Do vậy, các ngân hàng trung ương cũng cần cung cấp ngoại tệ thông qua các giao dịch hoán đổi hoặc bán đứt. Các ngân hàng trung ương có dự trữ ngoại hối lớn có thể sử dụng bộ đệm này, nhưng các công cụ khác như hạn mức giao dịch hoán đổi với ngân hàng trung ương các nước phát triển hoặc sử dụng các thể thức hỗ trợ của IMF cũng có thể được coi là hàng rào bảo vệ cuối cùng. Sau hội nghị thượng đỉnh G-20, với các nguồn lực lớn hơn dành cho mình, IMF có thể hỗ trợ các nước hấp thụ ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính đối với hoạt động kinh tế thực và hạn chế ảnh hưởng đối với người nghèo, đặc biệt ở các nước đang phát triển. Hơn nữa, các chương trình của IMF có thể đóng vai trò hữu ích làm chất xúc tác cho hỗ trợ từ các nước khác trong một số trường hợp.

Đa số rủi ro về quay vòng nợ nước ngoài của các nền kinh tế thị trường mới nổi tập trung ở khu vực doanh nghiệp. Hỗ trợ trực tiếp của chính phủ đối với hoạt động vay của khu vực doanh nghiệp có thể được bảo đảm. Một số nước đã mở rộng phạm vi bảo lãnh nợ vay ngân hàng cho các doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp có liên quan đến thị trường xuất khẩu. Một số nước cung cấp hỗ trợ cho tài trợ thương mại thông qua nhiều thể thức để thương mại tiếp tục vận hành và giới hạn thiệt hại cho nền sản xuất kinh tế. Ngay cả khi đó, các kế hoạch dự phòng cũng cần được lập ra để chuẩn bị cho các hoạt động cơ cấu lại trên phạm vi lớn phòng khi các điều kiện xấu đi.

Trong nội bộ Châu Âu, sự phụ thuộc chặt chẽ giữa các quốc gia đòi hỏi các cơ quan chức năng ở các nước phát triển và mới nổi hợp tác cùng làm việc để tìm ra những giải pháp đôi bên cùng có lợi. Báo cáo gần đây của Nhóm Larosière tạo ra một điểm khởi đầu tốt cho việc đàm phán phối hợp và hợp tác trong nội bộ Cộng Đồng Châu Âu. Những lo ngại từ việc đảo nợ đến hạn và tiếp tục tìm nguồn tài trợ bên ngoài cho thâm hụt cán cân vãng lai ở các nước Châu Âu mới nổi đang đòi hỏi phải có những hành động nhất định. Phối hợp hành động là việc cần thiết để xử lý các vấn đề của hệ thống ngân hàng— bao gồm sự phối hợp trong việc kiểm tra độ căng thẳng liên quan giữa công ty mẹ và các chi nhánh phụ thuộc, sự hợp tác chặt chẽ hơn giữa các nước đầu tư và nhận đầu tư, và sự chia sẻ dữ liệu — cũng như là chuẩn bị cho việc giải quyết các căng thẳng phát sinh từ nghĩa vụ nợ của các hộ gia đình và tập đoàn. Trong những trường hợp mà các ngân hàng Tây Âu có rất nhiều chi nhánh phụ thuộc tại các nước mới nổi ở Châu Âu, việc thảo luận chung giữa các nhà giám sát có liên quan về hướng xử lý tình trạng khó khăn chung có thể mang lại những kết quả tốt hơn cho các bên.

Phối hợp chính sách giữa các nước để tránh tình trạng ăn-mày-hàng-xóm.

Áp lực hỗ trợ cho hoạt động cho vay trong nước có thể dẫn đến tình trạng bảo hộ tài chính. Khi các nước đơn phương hành động để hỗ trợ hệ thống tài chính của chính nước đó, những hệ quả tiêu cực lại có thể xảy ra với những nước khác. Ở một số nước, các nhà chức trách đã tuyên bố rằng các ngân hàng đã nhận được sự hỗ trợ cần duy trì (hay chính xác hơn là mở rộng) hoạt động cho vay trong nước. Điều này có thể làm giảm mức cho vay nước ngoài vì các ngân hàng phải đối mặt với các áp lực liên tiếp về việc phải giảm nợ vay trên bảng cân đối tài sản của mình, bán các hoạt động ở nước ngoài, và tìm cách loại bỏ các tài sản rủi ro hơn. Động thái này sẽ gây hậu quả thiệt hại cho các nền kinh tế mới nổi và do vậy xét rộng

hơn là cho cả nền kinh tế toàn cầu. Tuy nhiên, những thỏa thuận gần đây giữa các ngân hàng mẹ ở một vài nước về việc tiếp tục cấp tín dụng cho các chi nhánh phụ thuộc ở nước ngoài là rất đáng khích lệ.

Tính Nhất Quán và Tăng Cường Hiệu Lực Của Chính Sách Kinh Tế Vĩ Mô

Để tạo cơ sở cho quá trình phục hồi kinh tế bền vững, quan trọng nhất là phải ổn định hệ thống tài chính toàn cầu. Như đã ghi nhận tại Báo cáo *Triển Vọng Kinh Tế Toàn Cầu* Tháng Tư năm 2009, các chính sách hướng tới khu vực tài chính cũng sẽ có hiệu quả hơn nếu chúng được hỗ trợ bởi những chính sách tài khóa và tiền tệ thích hợp.

Triển khai chính sách tài khóa và tài chính để hỗ trợ lẫn nhau.

Khôi phục lại tăng trưởng tín dụng là cần thiết để vực dậy hoạt động kinh tế. Chính sách tài khóa kích cầu để hỗ trợ hoạt động kinh tế và hạn chế sự giảm giá của tài sản sẽ cải thiện mức tín nhiệm của người đi vay và tài sản cầm cố cho các khoản vay. Chính sách tài khóa này kết hợp với các chính sách tài chính để hỗ trợ các bảng cân đối tài sản của ngân hàng sẽ cho phép việc mở rộng tín dụng một cách vững chắc. Ngoài ra, các nguồn vốn ban đầu cho việc hình thành một cơ quan sở hữu chung công-tư cho các dự án cơ sở hạ tầng có thể đẩy mạnh nhu cầu đi vay.

Với những nước có điều kiện về ngân sách, chính sách tài khóa kích cầu sẽ được thị trường nhìn nhận một cách tích cực, có thể giúp khôi phục lòng tin nói chung của thị trường. Tuy nhiên, với những chính phủ đang trong tình trạng thâm hụt ngân sách nặng nề hoặc có những cơ quan hoạch định chính sách kém hiệu quả, chính sách sẽ ít được thị trường hoan

nghe hơn. Nỗi quan ngại của thị trường về chi phí ngân sách cho các hoạt động hỗ trợ của chính phủ dành cho hệ thống ngân hàng là hoàn toàn có cơ sở ở những nước đã ngầm hoặc chính thức thực hiện việc hỗ trợ, đặc biệt với những nước có hệ thống tài chính lớn so với quy mô kinh tế. Mặc dù đã có một số bước cải thiện gần đây, nhưng tỷ suất lợi nhuận của trái phiếu chính phủ cao hơn, phí giao dịch hoán đổi rủi ro tín dụng tăng cao, hay đồng tiền bị suy yếu đều là những biểu hiện của nỗi quan ngại này. Các nhà chức trách cần hạ thấp những rủi ro tái tài trợ của họ qua việc kéo dài cơ cấu đến hạn của những khoản nợ chính phủ đến mức cho phép theo nhu cầu của các nhà đầu tư.

Rõ ràng là các chính sách kích cầu hiện nay rất cần thiết, nhưng cần phải có sự cân nhắc thận trọng đến mức ổn định tài khóa và những đề xuất về nhu cầu vốn của chính phủ trong bất kỳ một gói kích cầu nào, đặc biệt xét đến những rủi ro ngoài dự liệu trên bảng cân đối tài sản của chính phủ.¹ Trường hợp không đạt được các mục tiêu tài khóa do những gói kích cầu, các gói kích cầu đó cần phải được kết hợp với những khuôn khổ tài chính trung hạn đáng tin cậy nhằm làm giảm thâm hụt ngân sách và giảm mức vay nợ.² Nếu không có những chính sách này, các chính phủ có thể sẽ gặp rủi ro với việc mất lòng tin vào khả năng thanh toán của Chính phủ.

Sử dụng các chính sách ngoài thông lệ để tái thiết thị trường vốn và tín dụng khi cần thiết.

Một số nước đã nhanh chóng hạ mức lãi suất danh nghĩa của mình vì mục đích ưu tiên hàng đầu của họ là chống lại suy thoái, và lãi suất ở một vài nước đã gần (hay đã đạt đến)

¹Xem mục có tựa đề “Chi Phí Cho Hỗ Trợ Chính Thức, Khả Năng Tác Động Lan Truyền, và Những Rủi Ro Chính Sách” trong Chương 1; và Hộp 3.5 trong Chương 3.

²Xem nghiên cứu của IMF “Tình Trạng Tài Chính Công: Triển Vọng và Các Chính Sách Trung Hạn Sau Khủng Hoảng năm 2008” 6 Tháng 3 năm 2009. Trên internet: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/030609.pdf>.

mức 0 phần trăm trong khi chênh lệch giữa mức lãi suất cho vay tiêu dùng và kinh doanh vẫn tiếp tục cao. Trong một vài trường hợp, các chính sách ngoài thông lệ của ngân hàng trung ương nhằm tái thiết lại thị trường vốn và tín dụng đã được sử dụng, và các chính sách còn cần được cân nhắc. Đến nay, rất khó để có thể đánh giá hiệu quả của các công cụ bổ sung này, nhưng rõ ràng những động thái mở rộng và thay đổi thành phần trên bảng cân đối tài sản của ngân hàng trung ương ngày càng trở nên phổ biến. Ngay khi các ngân hàng trung ương còn tiếp tục sử dụng nhiều những công cụ này, cần phải tính ngay đến chiến lược rút lui phù hợp một khi các điều kiện thị trường đã được cải thiện. Các chính phủ có thể sẽ phải tái bảo đảm về tính trung thực trong bảng cân đối tài sản của ngân hàng trung ương cũng như sự độc lập nói chung của ngân hàng trung ương.

Ở một số nước thị trường mới nổi, chính sách lãi suất trong điều kiện hiện nay còn tương đối phức tạp bởi phải cân nhắc những ảnh hưởng đến tỷ giá. Một vài nước không còn cơ hội để giảm lãi suất thấp hơn nữa, và thậm chí có thể còn phải tăng lãi suất, nếu việc cắt giảm lãi suất sẽ khuyến khích dòng vốn ra. Cũng như với chính sách tài khóa, hoàn cảnh cụ thể của từng nước sẽ yêu cầu mức vận dụng của chính sách tiền tệ. Một vài nước có thể làm giảm áp lực lên tỷ giá với việc cung cấp thêm thanh khoản bằng ngoại tệ.

Xác Định Một Giai Đoạn Vững Chắc Hơn Của Hệ Thống Tài Chính Toàn Cầu

Ưu tiên hàng đầu của các nhà hoạch định chính sách là giải quyết cuộc khủng hoảng hiện nay. Đồng thời, các nỗ lực vẫn đang tiếp tục nhằm xây dựng một hệ thống tài chính vững mạnh hơn trong dài hạn. Ngoài việc cung cấp một hệ thống tài chính hiệu quả và linh hoạt hơn sau khi cuộc khủng hoảng đi qua, một định hướng rõ ràng về các chính sách tài chính dài

hạn hơn cũng sẽ góp phần xóa bỏ những bất ổn và cải thiện niềm tin của thị trường trong ngắn hạn. Mặc dù rất nhiều trong số những đề xuất dưới đây có vẻ mang tính lý thuyết, nhưng sự ứng dụng của nó là rất thực tế. Việc thực thi những đề xuất này một cách hợp lý đòi hỏi những thay đổi quan trọng trong cơ cấu và nguồn lực, đồng thời sự đồng thuận quốc tế cũng rất quan trọng.³

Không có gì phải nghi ngờ về việc cuộc khủng hoảng này sẽ đòi hỏi những sự thay đổi lớn về hình thức và chức năng của thị trường tài chính, và đặc tính của hệ thống tài chính sẽ được mô tả với mức đòn bẩy tài chính thấp hơn, bất tương xứng về nguồn vốn giảm, ít rủi ro đối tác hơn, và các công cụ tài chính đơn giản và minh bạch hơn so với giao đoạn trước khủng hoảng. Khu vực tư nhân có trách nhiệm chính trong việc góp phần xây dựng môi trường mới thông qua việc hoàn thiện công tác quản lý rủi ro, cụ thể là chú ý đến các chính sách quản trị và đãi ngộ.

Do cả kỷ luật thị trường và giám sát của chính phủ đều không đủ để đánh giá đúng mức và hạn chế sự hình thành của các rủi ro hệ thống, việc hoàn thiện các quy định và giám sát tài chính là những yếu tố chủ yếu ngăn chặn những cuộc khủng hoảng trong tương lai. Cần nhấn mạnh việc làm thế nào để phát hiện và làm dịu những rủi ro hệ thống thông qua các quy định hoàn thiện hơn.

Trong khi những nỗ lực để loại trừ những rủi ro hệ thống không những không có hiệu quả mà còn làm chậm tốc độ tăng trưởng kinh tế và hạn chế tính đổi mới và sáng tạo, cuộc khủng hoảng hiện nay cho thấy cần phải chú trọng hơn nữa đối với các quy định và giám sát

³Để biết thêm các khuyến nghị liên quan đến phần này, xem nghiên cứu của IMF “Các Bài Học về Cuộc Khủng Hoảng Tài Chính dành cho Các Quy Định Trong Tương Lai về Các Thị Trường và Tổ Chức Tia Chính và cho Việc Quản Lý Thanh Khoản” 4/02/2009. Có trên Internet: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020409.pdf>.

tập trung mang tính hệ thống. Đồng thời, một khuôn khổ giám sát cẩn trọng vĩ mô hoàn chỉnh hơn cho chính sách tiền tệ cũng sẽ giúp làm dịu các rủi ro hệ thống. Trong khi chúng ta luôn phấn đấu tới những quy định tạo động lực cho các tổ chức tư nhân tiến hành những hành động nhằm củng cố ổn định tài chính, chúng ta cần nhận thức rằng sự ổn định trên toàn hệ thống là một hàng hóa công cộng luôn bị đánh giá thấp bởi các tổ chức tư nhân và các quy định cần yêu cầu các công ty quan trọng đối với hệ thống thay đổi nhận thức về cái giá phải trả trong cộng đồng nói chung cho sự bất ổn định. Để đạt được điều này, nhiệm vụ được giao cho các ngân hàng trung ương, các nhà giám sát phải bao gồm ổn định tài chính. Cần có một khung chính sách minh bạch với chỉ định rõ ràng ai là người lãnh đạo việc giám sát hệ thống để đánh giá và đối phó với những rủi ro hệ thống.

Để có thể làm dịu các rủi ro hệ thống, những rủi ro này cần được xác định và đo lường một cách tốt hơn. Chương 2 và 3 đều đã làm rõ một số thước đo giúp xác định những tổ chức quan trọng đối với hệ thống bằng cách quan sát các mối liên kết trực tiếp và gián tiếp. Trong một vài trường hợp, những thông số này có thể được coi như một điểm xuất phát ban đầu cho việc xem xét mức vốn bổ xung dùng để ngăn chặn hiện tượng “khó-cho-phá-sản-vì-quá-liên-kết” ở các công ty. Ngay cả khi không được sử dụng một cách chính thức, các biện pháp được đề xuất có thể định hướng cho các nhà hoạch định chính sách trong việc hạn chế quy mô của nhiều rủi ro tiềm tàng giữa các tổ chức. Rõ ràng, những biện pháp này đòi hỏi việc cân nhắc và áp dụng thận trọng nhằm hạn chế những khả năng các tổ chức lợi dụng để tìm các cách khác để kiếm lời. Cần thảo luận và nghiên cứu thêm trước khi các quy định dựa trên nghiên cứu này được đưa vào áp dụng.

Liên quan đến các cải cách thể chế, chúng tôi xác định 5 lĩnh vực ưu tiên: Mở rộng phạm vi quy định nhằm bao quát hết các tổ chức và hoạt động quan trọng đối với hệ thống,

ngăn chặn tình trạng đi vay quá mức và giảm tác động cộng hưởng chu kỳ, xử lý kỷ luật thị trường và sự thiếu thông tin, hoàn thiện các quy định đa chức năng và liên quốc gia, và đẩy mạnh công tác quản lý thanh khoản hệ thống. Các bài học chính có thể được tóm tắt dưới đây:

Xác định những tổ chức mang tính quan trọng hệ thống và phạm vi của quy định đảm bảo an toàn.

Như đã được thừa nhận tại Hội Nghị Thượng Đỉnh G-20 gần đây, cuộc khủng hoảng này cho thấy các nhu cầu về quy định bao quát được mọi tổ chức quan trọng mang tính hệ thống. Theo cách truyền thống, chỉ có một nhóm chủ yếu gồm các ngân hàng lớn mới được xem là có liên quan theo hệ thống, nhưng cuộc khủng hoảng lần này đã cho thấy rằng các trung gian tài chính khác có thể đều quan trọng trong hệ thống và sự sụp đổ của các tổ chức này đều có thể gây ra tác động bất ổn. Tính quan trọng trong hệ thống của một tổ chức không chỉ chịu tác động bởi quy mô của tổ chức đó mà còn bị ảnh hưởng bởi sự liên kết và tính dễ bị tổn thương của mô hình kinh doanh vượt quá mức đòn bẩy tài chính thể hiện một cơ cấu nguồn vốn rủi ro.

Để nắm bắt tốt hơn các rủi ro hệ thống, cần mở rộng hơn phạm vi của các tổ chức và thị trường cần quản lý. Tất nhiên không phải mọi tổ chức tài chính đều cần được kiểm soát, nhưng sự giám sát đảm bảo an toàn sẽ cần phải bao quát một số tổ chức mà trước đây đã không được xem là tổ chức chủ yếu (ví dụ như các ngân hàng đầu tư). Hơn nữa, một số giao dịch nhất định (như phái sinh tín dụng và bảo hiểm) sẽ phải được giám sát bởi các nhà quản lý mà không quan tâm đến cơ cấu pháp lý của tổ chức thực hiện những giao dịch đó.

Cách tiếp cận hai cấp có thể phù hợp nhất. Một cấp rộng hơn sẽ được dùng để cung cấp các thông tin mà từ đó các nhà giám sát sẽ quyết định tổ chức nào là quan trọng đối với hệ thống. Cấp còn lại sẽ là một phạm vi hẹp hơn – mặc dù sẽ rộng hơn hiện nay – về các quy

định tăng cường đảm bảo an toàn và sự giám sát toàn bộ những tổ chức quan trọng đối với hệ thống. Trong khi những tổ chức này sẽ được giám sát chặt chẽ hơn do tầm quan trọng của chúng đối với hệ thống, các tổ chức khác cũng sẽ tiếp tục được giám sát với tư cách là người tham gia trên hệ thống thanh toán hay hệ thống ngân hàng hoặc vì mục đích bảo vệ người tiêu dùng. Chương 2 và 3 cung cấp các phương pháp có thể được sử dụng để xác định mối liên kết chặt chẽ giữa các tổ chức cũng như phạm vi của một mối liên kết ngầm. Những phương pháp này sẽ được IMF tiếp tục khai thác trong quá trình làm việc để tìm ra một định nghĩa thiết thực về một tổ chức quan trọng đối với hệ thống theo đề nghị của Nhóm G-20.

Ngăn chặn việc lạm dụng đòn bẩy tài chính và giảm tác động cộng hưởng.

Cần phải có các cách tiếp cận quản lý mới để tránh sự hình thành rủi ro hệ thống và tiếp diễn tiến trình giảm nợ vay đầy khó khăn. Việc tìm ra các giải pháp để hạn chế việc tăng cường sử dụng đòn bẩy tín dụng và giảm xu hướng cộng hưởng tác động vốn có trong thực tế kinh doanh và các quy định hiện hành vẫn là một thách thức. Trong khi việc ngăn chặn xu hướng chấp nhận rủi ro trong nền kinh tế toàn cầu không phát huy hiệu quả, thì các quy định cần cố gắng củng cố lại quá trình ra quyết định vững chắc dựa trên phân tích rủi ro của các tổ chức tài chính. Các quy định cần tạo ra động lực giúp ổn định hệ thống, đồng thời hạn chế việc lợi dụng chênh lệch giữa quy định và thực tế và không khuyến khích cách nhìn ngắn hạn, nhưng các tiêu chuẩn cao hơn cần được thực hiện từng bước để tránh việc làm trầm trọng hơn tình hình hiện tại.

Quy định về vốn và các tiêu chuẩn kế toán cần bao hàm các động lực và hướng dẫn cho phép việc tích lũy các mức vốn đệm bổ xung trong những giai đoạn tăng đột biến khi các rủi ro có xu hướng tích lũy và thường bị đánh giá thấp. Quy định này sẽ phản ánh tốt hơn

những rủi ro thông qua chu kỳ và từ đó bổ xung cho các khoản dự phòng và nguồn vốn để có thể hấp thụ được những khoản lỗ khi thị trường trong chu kỳ đi xuống. Tốt nhất là những yêu cầu về vốn để chống lại chu kỳ kinh tế sẽ không phải là tùy ý, mà sẽ đóng vai trò như những công cụ tự ổn định và được quy định trong các văn bản. Điều này sẽ không hạn chế khả năng sử dụng các biện pháp bổ xung của người giám sát khi cần thiết. Một mức giới hạn trên của hệ số đòn bẩy tài chính dựa trên một tính toán đơn giản có thể là một công cụ hạn chế bổ xung hữu dụng cho những tính toán thiết thực hơn về vốn tính theo rủi ro.

Cần phải củng cố hơn các nguyên tắc kế toán và thông lệ định giá để có được các thông tin trên diện rộng hơn về sự phát triển của các rủi ro trong chu kỳ. Người thiết lập các chuẩn mực kế toán và các cơ quan đảm bảo an toàn cần phối hợp để đạt được các mục tiêu này, đặc biệt nhấn mạnh việc lập dự phòng thua lỗ tín dụng ở mức cao trong giai đoạn mở rộng tín dụng nhanh, đánh giá cách tiếp cận để định giá mức dự phòng hay các điều chỉnh khi việc định giá tài sản trên sổ sách có những bất ổn lớn, và xem xét những cách khác để hạn chế những biến động bất lợi có thể xảy ra liên quan đến việc hạch toán theo giá trị sổ sách.

Ngoài ra, cần làm giảm sự cộng hưởng tác động của rủi ro thanh khoản bằng cách thực hiện những biện pháp cải thiện mức đệm thanh khoản và quản lý rủi ro nguồn vốn. Trong giai đoạn thị trường đi lên, cần chú ý nhiều hơn đến cơ cấu đáo hạn và độ tin cậy của nguồn vốn mà có thể chịu thiệt hại trong giai đoạn suy thoái.

Xử lý kỹ luật thị trường và sự thiếu thông tin.

Việc xử lý sự thiếu hụt thông tin được bộc lộ trong khủng hoảng là rất quan trọng. Trong nhiều trường hợp, các thông tin cần thiết để phát hiện các rủi ro hệ thống lại không được thu thập hay phân tích với chú ý về rủi ro hệ thống, đặc biệt là những số liệu cần cho

việc kiểm tra các liên kết hệ thống, vì việc này đòi hỏi những thông tin về rủi ro tiềm tàng của tổ chức này ảnh hưởng đến những tổ chức khác. Tuy nhiên, ngoài những khó khăn về kỹ thuật trong việc thu thập số liệu và đo lường chính thức các rủi ro tiềm tàng, cũng còn những hạn chế về pháp lý trong việc thu thập số liệu của rất nhiều loại tổ chức trong và ngoài nước. Tính thống nhất trong báo cáo và các khái niệm và sự chia sẻ thông tin rộng hơn giữa các hệ thống pháp luật là rất cần thiết để bắt đầu sự tiến triển trong lĩnh vực này.

Cần có thông tin tốt hơn về các rủi ro ngoài bảng cân đối tài sản, những sản phẩm cấu trúc phức tạp, giao dịch phái sinh, đòn bẩy tài chính, và các rủi ro đối tác và rủi ro liên quốc gia, bổ sung vào nhóm các chỉ tiêu hiện tại được sử dụng trong khuôn khổ cảnh báo sớm. Các thông lệ về công bố thông tin cần được củng cố ở các tổ chức tài chính quan trọng đối với hệ thống, bao gồm các phương pháp định giá và thông lệ quản lý rủi ro, một nhóm các chỉ số về độ vững chắc tài chính đã được chỉnh sửa, và những đánh giá có hiệu quả hơn của các nhà hoạch định chính sách về rủi ro hệ thống. Những nhân tố này được khẳng định tại các phân tích trong Chương 2 và 3. Cũng như vậy, sự phổ biến hơn về các thông tin chung đáng tin cậy từ sẽ giúp các nhà đầu tư thực hiện việc thẩm định kỹ càng với trách nhiệm cao, một việc họ chưa làm được tốt và từng là nguyên nhân chính góp phần dẫn đến cuộc khủng hoảng hiện nay.

Củng cố các giám sát đa chức năng và liên quốc gia.

Việc củng cố các giám sát đa chức năng và liên quốc gia sẽ đòi hỏi sự cải thiện các thể chế tổ chức và luật pháp. Cần có tiến trình nhằm làm giảm bớt sự khác biệt không cần thiết, xử lý những trở ngại trong việc giám sát những công ty quan trọng tầm khu vực và toàn cầu, bằng những động thái điều chỉnh sớm và hài hòa hơn nữa, những khuôn khổ luật pháp để giải

quyết vấn đề ngân hàng, và những thông lệ giám sát áp dụng đối với những công ty liên quốc gia. Việc chỉ định một người giám sát chính, về nguyên tắc là ở nước của công ty mẹ, cùng với một nhóm những người quản lý để chuyên giám sát một công ty là rất thiết yếu nhằm đảm bảo việc giám sát được đầy đủ. Các quốc gia của công ty mẹ cần tạo điều kiện cho việc đẩy mạnh hợp tác với các quốc gia của công ty con để đảm bảo việc trao đổi thông tin được thông thoáng mỗi khi cần phải có sự phản hồi nhanh – kế hoạch dự phòng cũng phải tính đến mọi bên có liên quan.

Hoàn thiện công tác quản lý thanh khoản hệ thống.

Liên quan đến lĩnh vực quản lý thanh khoản hệ thống, các ngân hàng trung ương có thể rút ra từ cuộc khủng hoảng những bài học về sự linh hoạt trong khuôn khổ hoạt động của ngân hàng trung ương, cơ sở hạ tầng quan trọng trên các thị trường tiền tệ chủ yếu, và nhu cầu cho những cơ chế tạo thanh khoản giữa các quốc gia.

Một cách khác để hạn chế các liên kết hệ thống và những rủi ro về căng thẳng liên quan đến tổ chức đó là việc đưa ra những hình thức thanh toán bù trừ để làm dịu bớt rủi ro đối tác thông qua các giao dịch ròng và thực hiện thanh toán bù trừ đối với một đối tác trong mọi giao dịch. Những nỗ lực gần đây nhằm cung cấp một vài trong số những dịch vụ của thị trường hoán đổi rủi ro tín dụng đang được hoan nghênh. Tuy nhiên, việc cho phép một lượng lớn những tổ chức tham gia sẽ dẫn đến rủi ro trong việc làm lu mờ nhu cầu hạn chế rủi ro đối tác bằng cách chia nhỏ giá trị hợp đồng và giảm cơ hội thanh toán bù trừ. Một môi trường cạnh tranh có thể dẫn đến những biện pháp cắt giảm chi phí gây hại cho hệ thống quản lý rủi ro. Do vậy, nếu các hình thức thanh toán bù trừ đa biên được phép thực hiện, thì chúng sẽ phải chịu sự kiểm soát chặt chẽ với các chuẩn mực được chấp thuận trên toàn cầu, đảm bảo

khả năng thanh toán và bù trừ giữa các nước và bù trừ đa tiền tệ. Hộp 2.4 đưa ra những nguyên tắc trong việc xây dựng những hình thức thanh toán đó.

* * *

Rất nhiều trong số những khuyến nghị đã được thảo luận trên các diễn đàn quốc tế và đang hình thành cơ sở cho các quy định hay các hướng dẫn giám sát mới. Ban Ổn Định Tài Chính, thông qua nhóm làm việc chính của mình, đã thiết lập một nhóm các tiểu ban để cung cấp các hướng dẫn chính sách trong một số lĩnh vực, bao gồm cả một số lĩnh vực đã được nhấn mạnh ở đây. Ủy Ban Basel đang xem xét chỉnh sửa kết cấu Basel II và khuôn khổ quản lý rủi ro thanh khoản. Ban Chuẩn Kế Toán Quốc Tế và Ban Chuẩn Kế Toán Tài Chính đã đều ban hành hướng dẫn về việc đánh giá những tài sản thiếu thanh khoản và chỉnh sửa hướng dẫn và chuẩn mực hạch toán khác theo cuộc khủng hoảng và những nguyên nhân của nó. Các tổ chức quốc tế khác đang xem xét lại các hướng dẫn và thông lệ chuẩn mực của họ. Về phía mình, IMF cũng đang chỉnh sửa lại Chương Trình Đánh Giá Khu Vực Tài Chính của mình đồng thời cải thiện việc giám sát song phương và đa phương. Công tác phối hợp Cảnh Báo Sớm, do IMF cùng với Ban Ổn Định Tài Chính phối hợp thực hiện, sẽ nâng cao sự phối hợp toàn cầu trong việc đánh giá rủi ro nhằm đưa ra những khuyến nghị chính sách quyết liệt hơn để ngăn chặn sự hình thành của các rủi ro hệ thống.

Tóm Tắt Chương 2: Đánh Giá Tác Động Hệ Thống Của Các Liên Kết Tài Chính
Báo Cáo Ôn Định Tài Chính Toàn Cầu (GFSR), Tháng Tư năm 2009

Những nội dung chính

- Cuộc khủng hoảng đang diễn ra hiện nay cho thấy rằng các nhà quản lý tài chính cũng như chính các tổ chức vẫn chưa hoàn toàn nhận thức được cơ chế mà những phát kiến về tài chính đã tạo điều kiện cho việc lan truyền rủi ro. Điều này làm cho việc đánh giá tình trạng “khó-cho-phá-sản-vì-có-quan-hệ-quá-chặt” càng trở nên phức tạp. Do vậy, việc nâng cao hiểu biết và kiểm soát của chúng ta đối với các mối liên kết hệ thống trực tiếp và gián tiếp là vô cùng quan trọng.
- Rủi ro tiềm tàng của tính liên kết trong hệ thống tài chính không chỉ giới hạn trong hoạt động liên ngân hàng mà nó còn thể hiện rõ ở tính chất lan truyền trên toàn hệ thống tài chính khi các tổ chức tài chính gặp khó khăn trong việc đảo nợ đối với các tài sản nợ của họ.
- Chương này minh họa một vài hướng tiếp cận bổ xung với những biện pháp cụ thể cho vấn đề khó-cho-phá-sản-vì-liên-kết-quá-chặt, qua đó đóng góp một vài luận điểm về làm thế nào để tiếp cận vấn đề quy định và giám sát tập trung theo hệ thống.
- Thông tin về các mối liên kết hệ thống có thể giúp giải quyết các câu hỏi như những tổ chức nào là quan trọng đối với hệ thống – một vấn đề mà Hội nghị thượng đỉnh G-20 đã yêu cầu Ban Ôn Định Tài Chính của IMF nghiên cứu trong một vài tháng tới – hay khi nào thì cần phải hạn chế rủi ro của một tổ chức, và mức vốn cần bổ xung xét trên toàn hệ thống liên kết là bao nhiêu.
- Chương này cũng báo cáo những thay đổi trong các nỗ lực thanh toán bù trừ nhằm hạn chế tác động của các mối liên kết giữa các tổ chức. Cụ thể, đó là những nỗ lực nhằm hạn chế rủi ro đối tác tín dụng trên thị trường trao tay thông qua các đề xuất gần đây về thanh toán bù trừ trung tâm giữa các bên tham gia hợp đồng hoán đổi rủi ro tín dụng.

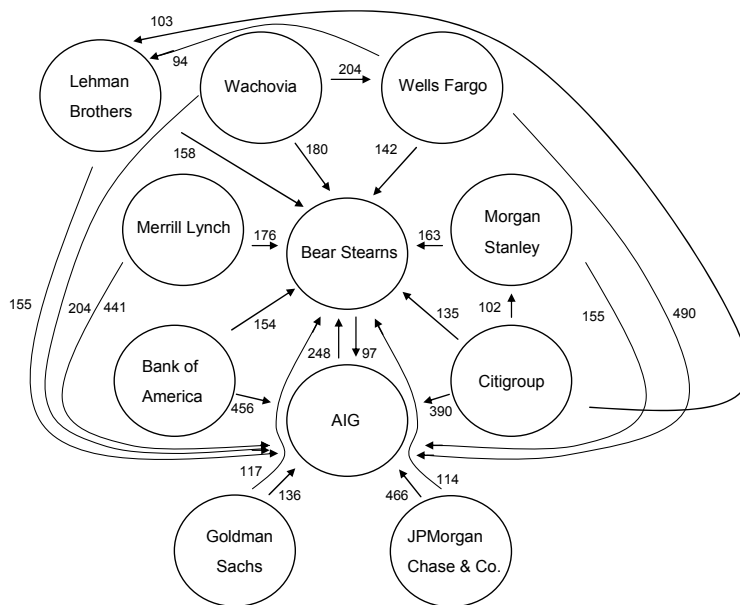
Trong khi quá trình toàn cầu hóa và sự phức tạp ngày một tăng lên của các dịch vụ tài chính đã góp phần vào sự tăng trưởng kinh tế mạnh hơn, nhưng nó cũng làm tăng khả năng lan nhanh rộng của sự đổ vỡ đến các thị trường và sang các nước. Cuộc khủng hoảng đã cho thấy mức độ khó khăn trong việc đánh giá rủi ro đối tác và phát hiện những mối liên kết mang tính hệ thống giữa các tổ chức tài chính có thể dẫn đến vấn đề “khó-cho-phá-sản-vì-liên-kết-quá-chặt”.

Chương này trình bày một cách tiếp cận chủ yếu dựa trên số liệu của các tổ chức để đánh giá “tác động mạng lưới” – cơ chế mà các mối liên kết có thể gây ra các vấn đề ngoài dự liệu. Bằng việc lần theo các xung động của một sự kiện tín dụng hoặc sự thắt chặt thanh khoản

trên toàn hệ thống tài chính, phân tích trong chương này đã giới thiệu các biện pháp quan trọng để các tổ chức tài chính chống lại hiệu ứng domino dây chuyền gây ra bởi căng thẳng tín dụng và thanh khoản.

Do những khó khăn trong việc thu thập thông tin chi tiết tại từng tổ chức, các phương pháp nắm bắt các mối liên kết hệ thống trực tiếp và gián tiếp được mô tả trong chương này cũng được tính toán từ số liệu của thị trường. Hình 1 thể hiện phần trăm tăng lên trong rủi ro tín dụng có điều kiện — được tính bằng mức tăng lên của phí hoán đổi trong hợp đồng hoán đổi rủi ro tín dụng (CDS) của một tổ chức “nhận” khi phí hoán đổi của hợp đồng CDS của các tổ chức “nguồn” (ở điểm xuất phát của mũi tên) nằm trong khoảng 95% trên biểu đồ phân bố xác suất của nó. Điều này thể hiện nhận thức của thị trường về sự tăng lên của “rủi ro ngoài phân bố chuẩn” do một tổ chức này gây ra cho nhiều tổ chức khác, tính đến tháng 3/2008, trước khi Bear Stearns phải sáp nhập với JPMorgan.

Hình 1: Biểu đồ mô tả tác động của rủi ro tín dụng có điều kiện



Nguồn: Bloomberg, L.P; Số liệu của Primark và ước tính của cán bộ Quỹ

Ghi chú: Biểu đồ này thể hiện ước tính về rủi ro tín dụng có điều kiện giữa từng cặp các tổ chức tài chính được lựa chọn, chỉ thể hiện mức rủi ro ước tính bằng hoặc lớn hơn 90%

Cuối cùng, chương này trình bày một phương pháp có khả năng dự báo cao sử dụng số liệu lịch sử ở Mỹ về rủi ro phá sản để đánh giá các mối liên kết hệ thống trực tiếp và gián tiếp trên toàn hệ thống ngân hàng.

Mỗi cách tiếp cận cũng có những hạn chế riêng, nhưng tựu chung lại chúng đã mang lại một nhóm các công cụ giám sát quan trọng cho các nhà quản lý và giám sát. Ngoài ra, các công cụ có thể hình thành cơ sở cho chính sách để xử lý vấn đề khó-cho-phá-sản-vi-liên-kết-quá-chật, một trong những kênh lớn nhất mà các rủi ro hệ thống có thể lan truyền nhanh. Cụ thể hơn, chương này giúp truyền tải đến các nhà hoạch định chính sách 3 nội dung sau:

- Đánh giá các tác động lan truyền trực tiếp và gián tiếp trong trường hợp rủi ro rơi vào hai cực của đồ thị phân bố rủi ro;
- Nhận biết các kẽ hở thông tin để cải thiện độ chính xác của phân tích này;
- Và đưa ra những thước đo cụ thể nhằm hỗ trợ việc kiểm tra lại phạm vi của quy định và điều gì tạo nên một tổ chức hay một khu vực quan trọng mang tính hệ thống.

Các nhà hoạch định chính sách cần cân nhắc kỹ hơn về các kịch bản phân bố rủi ro hai cực theo giả định được phân tích tại phương pháp này, để tránh khả năng họ sẽ đánh giá thấp xác suất của việc rủi ro sẽ rơi vào hai cực của sơ đồ phân bố rủi ro, một hiện tượng có tên gọi là “thảm họa của sự thiên cận”. Tương tự như vậy, sự lan rộng trên toàn cầu của cuộc khủng hoảng gần đây đã nhấn mạnh nhu cầu của việc đánh giá những rủi ro tiềm tàng trên góc độ liên quốc gia, và đòi hỏi sự hợp tác và chia sẻ số liệu hơn nữa giữa các nhà quản lý của các nước. Ví dụ, BIS sẽ là cơ quan thích hợp cho việc mở rộng thu thập số liệu của mình để hỗ trợ cho công tác chia sẻ số liệu. Quỹ Tiền Tệ Quốc Tế IMF, với vai trò giám sát song phương và đa phương, cũng đã đóng phần trong việc phân tích những số liệu này.

Tóm tắt Chương 3: Phát Hiện Rủi Ro Tài Chính
Báo Cáo Ổn Định Tài Chính Toàn Cầu (GFSR), Tháng Tư năm 2009

Những Nội Dung Chính

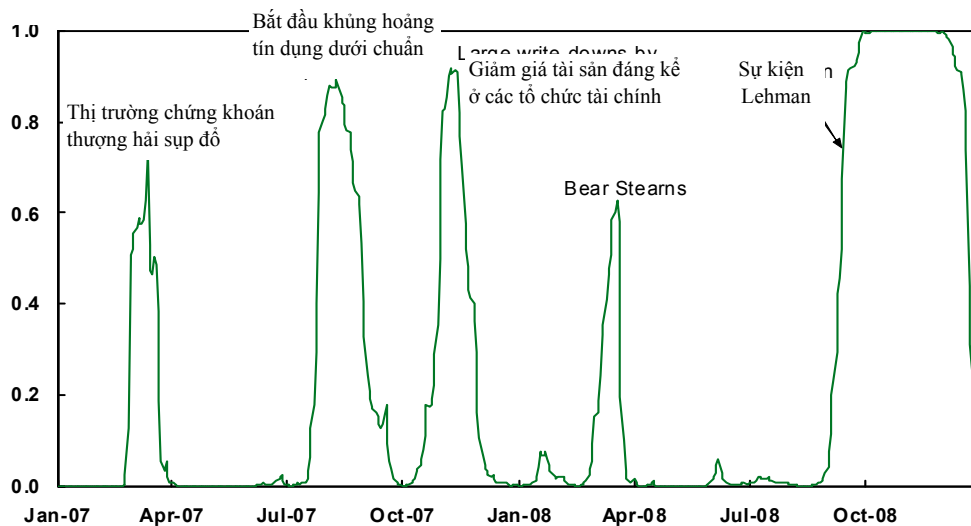
- Như đã nhấn mạnh tại Hội Nghị Thượng Đỉnh G-20 gần đây nhất, cần phải có bước tiến tiếp theo để xác định và xử lý các rủi ro hệ thống – những rủi ro vượt xa và lớn hơn so với tổng cộng mọi rủi ro phát sinh ở từng tổ chức tài chính hay thị trường. Chương này đề cập đến việc xác định và đo lường những sự kiện mang tính hệ thống, tập trung vào cuộc khủng hoảng gần đây nhưng cũng mở rộng việc phân tích đến các giai đoạn căng thẳng tài chính trước đó.
- Việc sớm nhận biết được những sự kiện mang tính hệ thống giúp các nhà hoạch định chính sách tăng khả năng tiến hành các bước ngoại lệ cần thiết để kiểm chế khủng hoảng. Ngoài ra, việc phát hiện được các áp lực vào thời điểm mà chúng có thể giảm được sẽ giúp xác định được khi nào cần bắt đầu những chiến lược thoát khỏi khủng hoảng.
- Do các rủi ro hệ thống có rất nhiều nguyên nhân và các khía cạnh cần phân tích, chương này trình bày một nhóm các biện pháp có thể được sử dụng để phát hiện khi nào thì các sự kiện trở nên có tính hệ thống và do vậy giúp các nhà hoạch định chính sách trong việc phát hiện các rủi ro hệ thống.
- Giám sát cẩn trọng vĩ mô cần hướng tới việc yêu cầu các tổ chức tăng cường kiểm tra mức độ căng thẳng của mình và duy trì lượng vốn bổ xung để tính đến khả năng hình thành rủi ro hệ thống và mức độ đóng góp của tổ chức này vào rủi ro đó. Phân tích được trình bày trong chương có thể là điểm khởi đầu để xác định mức đóng góp của một tổ chức tài chính đến rủi ro hệ thống, và có lẽ sẽ làm cơ sở cho việc tính lượng vốn điều lệ cần tăng thêm để khuyến khích những động thái có thể làm dịu bớt những rủi ro hệ thống.

Trước hết, chương này xem xét lại các thông tin cơ bản đặc biệt được sử dụng để nhận biết tính dễ bị tổn thương của một tổ chức tài chính. Những “chỉ số về độ vững mạnh tài chính” chuẩn được kiểm tra để xem liệu chúng có thể nhận biết được những tổ chức tài chính nào dễ bị tổn thương trong cuộc khủng hoảng gần đây. Tại những tổ chức tài chính trên toàn cầu được xét đến, hệ số đòn bẩy tài chính và doanh thu trên tổng tài sản có được kiểm nghiệm là đáng tin cậy nhất, trong khi đó những chỉ số về vốn trên tài sản có và số liệu về nợ khó đòi lại ít có khả năng dự báo.

Một vài kỹ thuật phân tích số liệu thị trường trong tương lai của một nhóm các tổ chức tài chính nhằm phát hiện sự tồn tại và thời điểm xuất hiện của rủi ro hệ thống. Các chỉ số mang tính thị trường mà có thể nắm bắt được những rủi ro đuôi (ba lệch chuẩn khỏi điểm trung bình) xảy ra đồng thời – rủi ro mà nhiều tổ chức tài chính cùng đồng thời rơi vào tình trạng căng thẳng—có thể là những chỉ số được ưu tiên hàng đầu về sự tồn tại của căng thẳng tài chính trên toàn hệ thống tài chính.

Những chỉ tiêu đại diện cho “điều kiện thị trường”, như các biến số đo lường thái độ của các nhà đầu tư với rủi ro có thể tác động đến (và phản ánh) những rủi ro mà các tổ chức tín dụng đang phải đối mặt, sẽ được kiểm tra để nắm bắt được bức tranh toàn diện hơn về căng thẳng trên toàn hệ thống. Khả năng báo hiệu của những chỉ số này được kiểm tra bằng cách quan sát cách thức và thời điểm chúng dịch chuyển từ giai đoạn có mức biến động từ thấp đến trung bình, và đến mức cao, và giai đoạn chỉ số này ở mức biến động cao có trùng với thời điểm của cuộc khủng hoảng hay không. Một vài chỉ số cho thấy việc đổ Lehman Brothers sụp đổ ngày 15 tháng Chín năm 2008 làm trầm trọng thêm biểu hiện của một cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đã được chứng thực trên mô hình. Ví dụ, Hình 1 tóm tắt những giai đoạn biến động được tính toán dựa trên chỉ số thể hiện biến động của các hợp đồng quyền chọn S&P 500 (VIX).

Hình 1: Mô hình Markov-Switching ARCH về các hợp đồng quyền chọn S&P500 (VIX)
(Xác suất để rơi vào giai đoạn biến động lớn)



Source: Bloomberg và tính toán của cán bộ Quỹ

Những kỹ thuật được dùng trong chương này đều xác định rõ ràng những sự kiện căng thẳng chính, như những sự kiện liên quan đến vụ sáp nhập của Bear Stearns và JPMorgan, cũng như là sự đổ vỡ của Lehman Brothers, đều mang tính hệ thống. Một vài chỉ số vào hồi tháng 2/2007 cũng đã báo hiệu những áp lực đang tăng cao trên toàn hệ thống. Tuy nhiên, cảnh báo sớm về căng thẳng mang tính hệ thống có sử dụng số liệu của thị trường vẫn còn tương đối sơ sài.

Tóm lại, những vận dụng chính sách từ việc phân tích này bao gồm:

- Mặc dù những sự kiện mang tính hệ thống rất khó để dự báo, và có thể chỉ xảy ra đồng thời trong một vài trường hợp, các nhà hoạch định chính sách cần kiểm soát một loạt các chỉ số thị trường cùng nhịp với rủi ro hệ thống và kết hợp những chỉ số này với những thông tin toàn diện hơn từ các tổ chức tài chính.
- Cần công khai nhiều thông tin về các chỉ số cơ bản, đặc biệt là chỉ số về các rủi ro tiềm tàng của giao dịch phái sinh ngoài bảng cân đối tài sản và các chỉ số về mức thanh khoản của thị trường.

- Do những khó khăn trong việc dự báo các sự kiện mang tính hệ thống, các nhà hoạch định chính sách cần xây dựng những kế hoạch đối phó với khủng hoảng một cách toàn diện để có thể áp dụng ngay khi cần thiết. Việc có được những kế hoạch này trước khi khủng hoảng xảy ra có thể giúp làm hạn chế những bất ổn thường được xem là nhân tố chủ yếu trong quá trình chuyển đổi từ một cuộc khủng hoảng trong “giới hạn” thành khủng hoảng mang tính hệ thống.