

## TÓM TẮT

*Những rủi ro hệ thống đã giảm đi rất nhiều sau khi có các hành động chính sách chưa từng có bao giờ và các dấu hiệu mới xuất hiện của sự cải thiện nền kinh tế sản xuất. Người ta đang có niềm tin nhiều hơn rằng nền kinh tế toàn cầu đã vượt qua giai đoạn khó khăn, và điều này cũng có thêm những cải thiện trong các thị trường tài chính. Tuy nhiên, rủi ro về sự mất ổn định trở lại của vòng phản ứng ngược luân chuyển giữa khu vực sản xuất và tài chính vẫn còn lớn khi mà các ngân hàng vẫn còn có các khó khăn căng thẳng và khu vực dân cư cũng như các thể chế tài chính cần phải giảm bớt tỷ lệ nợ trên vốn của mình. Cho dù các chỉ số về rủi ro quốc gia đã thấp hơn so với sáu tháng trước đây, việc chuyển các rủi ro tài chính đến cho các nhà chức trách ngân sách, kết hợp với gánh nặng tài chính của các gói kích thích tài khóa, đã làm tăng sự quan ngại về việc gạt bỏ khu vực tư nhân và về sự bền vững của tài chính công. Những tính dễ tổn thương này đã nhấn mạnh sự cần thiết phải tăng cường củng cố các trung gian tài chính, khôi phục lại sức khỏe của hệ thống tài chính, và cuối cùng là giảm bớt những rủi ro đang nảy sinh cho khu vực tư nhân do các bảng cân đối tài sản quốc gia. Sự thận trọng lớn trong việc ngừng các hỗ trợ của chính phủ sẽ là cần thiết để tránh hoặc là gây ra một cuộc khủng hoảng thứ sinh thông qua việc rút bỏ quá sớm hoặc gây nguy hiểm cho danh tiếng của chính sách tài khóa và tiền tệ thông qua một cách kết thúc muộn. Sự tự mãn hiện đang trở thành một rủi ro— các vấn đề khó khăn của hệ thống ngân hàng có thể không được xử lý và những cải cách về quy định điều tiết cần thiết có thể bị trì hoãn hoặc bị giảm thiểu. Các nhà hoạch định chính sách nên đưa ra nhanh chóng một kế hoạch về khuôn khổ quy định điều tiết trong tương lai mà có thể làm giảm thiểu việc tích lũy các rủi ro hệ thống, tạo dựng các kỳ vọng, và tăng cường lòng tin, bằng cách đó góp phần vào tăng trưởng kinh tế bền vững.*

### **Triển vọng cho con đường phía trước**

Triển vọng ngay trước mắt của hệ thống tài chính đã được cải thiện rõ rệt kể từ *Báo Cáo Ổn Định Tài Chính Toàn Cầu* (GFSR) xuất bản tháng Tư năm 2009 và những rủi ro kéo theo lớn nhất đã yếu đi nhiều. Các thị trường tài chính đã hồi phục, những rủi ro thị trường đang nổi đã dịu đi, các ngân hàng đã tăng vốn, và những thị trường tài trợ bán buôn đã được mở cửa trở lại. Cho dù thế thì các kênh tín dụng vẫn còn có yếu kém và sự phục hồi kinh tế xem ra vẫn còn chậm chạp. Chương 1 đầu tiên ghi chép con đường theo hướng tái thiết lập trung gian tín dụng vững mạnh và những rủi ro gần cận có thể làm gián đoạn sự tái thiết này, kể cả việc làm tăng gánh nặng tài trợ quốc gia. Sau đó chương này khảo sát các chính sách ngay trước mắt nên được điều hành như thế nào để có thể đưa ra một nền tảng an toàn cho sự phục hồi kinh tế và việc rút bỏ những hỗ trợ lớn của chính phủ cho hệ thống tài chính. Một số các lựa chọn chính sách trung hạn cũng được thảo luận nhằm tạo hình lại khung cảnh tài chính.

***Những rủi ro hệ thống cực độ đã giảm bớt, nhưng sự tự mãn về sự hồi phục của hệ thống ngân hàng vẫn là một quan ngại.***

Một câu hỏi chính được trả lời là liệu hệ thống tài chính có thể cung cấp đủ tín dụng để duy trì sự phục hồi kinh tế. Gần đây các bảng cân đối ngân hàng đã được hưởng lợi từ những nỗ

lực tăng vốn và lợi nhuận dương. Tuy nhiên, vẫn có các quan ngại nghiêm túc rằng sự xuống cấp của tín dụng sẽ tiếp tục đặt sức ép lên các bảng cân đối của các ngân hàng. Sự phân tích của chúng tôi cho thấy rằng các ngân hàng của Hoa Kỳ đã đi được hơn một nửa đường qua chu kỳ lổ đến năm 2010, trong khi đó sự công nhận các khoản lỗ của các ngân hàng của châu Âu thì không được nhanh như vậy. Điều này phản ánh những khác biệt trong chu kỳ kinh tế.

Trong khi lợi nhuận của các ngân hàng mạnh hơn được sự hỗ trợ của mức vốn, người ta không kỳ vọng chúng sẽ hoàn toàn bù được các khoản lỗ do xóa nợ trong vòng 18 tháng tới. Hơn thế nữa, lợi nhuận được công bố đều đặn xem ra sẽ thấp hơn trong môi trường sau khủng hoảng. Hành động mạnh mẽ hơn để xử lý các tài sản có chất lượng xấu sẽ giúp nâng đỡ khả năng lợi nhuận của ngân hàng và hỗ trợ việc cho vay. Người ta kỳ vọng là việc thắt chặt các quy định ngân hàng đang diễn ra sẽ làm giảm thu nhập ròng và đòi hỏi sự tự bảo hiểm với chi phí nhiều hơn qua các mức vốn và thanh khoản cao hơn.

### *Những rủi ro khủng hoảng tại các thị trường đang nổi đã được giảm bớt, nhưng vẫn còn có sự dễ bị tổn thương.*

Những rủi ro theo sau tại các thị trường mới nổi đã giảm bớt nhờ các biện pháp chính sách mạnh mẽ—gồm cả việc được tăng các nguồn lực từ IMF. Các căng thẳng về tài chính đã dịu đi nhanh chóng mẽ tại các thị trường mới nổi ở châu Âu, nhưng vẫn còn có sự dễ bị tổn thương. Các ngân hàng của Tây Âu xem ra có khả năng hấp thụ các điều kiện tín dụng xấu đi tại các thị trường đang nổi châu Âu, nhưng có thể thiếu khá nhiều vốn để hỗ trợ cho sự hồi phục kinh tế trong khu vực. Châu Á và Mỹ La tinh đã hưởng lợi hầu hết từ sự ổn định của các thị trường chủ chốt và sự hồi phục của các luồng vốn gián tiếp chảy vào. Mặc dù các luồng vốn quốc tế chảy vào nợ thị trường đang nổi đã hồi phục nhưng chúng đã thiên về những bên đi vay có chất lượng cao hơn và như thế để rất nhiều các doanh nghiệp đối mặt với những rủi ro đáo hạn lớn, đặc biệt là tại các nước châu Âu đang nổi. Các chính sách tài chính nên tiếp tục thúc đẩy sự điều chỉnh một cách có trật tự của cân đối tài sản ngân hàng, doanh nghiệp, và dân cư. Việc kéo dài các thỏa thuận để duy trì hoặc thậm chí tăng thêm các kênh huy động lâu bền của ngân hàng giữa các quốc gia cũng có thể giúp giải quyết tình trạng trên.

### *Các kênh tín dụng chất lượng xấu có thể đối mặt với khó khăn khi đáp ứng nhu cầu vốn thậm chí khi mà nhu cầu tư nhân ấm lên.*

Với các sức ép hiện có về giảm tỷ lệ nợ trên vốn của ngân hàng và sự trục trặc tại các thị trường chứng khoán hóa, những kịch bản của chúng tôi dự tính cung tín dụng ngân hàng sẽ giảm trong thời gian còn lại của năm 2009 và năm 2010 cả tại Hoa Kỳ và Châu Âu. Khi chúng tôi đặt dự tính so với nhu cầu dự báo về tín dụng của khu vực công và khu vực tư nhân, xem ra cung tín dụng trước đó có thể không đủ thậm chí với nhu cầu tư nhân rất yếu ớt. Do đó sức ép lên lãi suất huy động có thể tăng lên và luồng tín dụng để hỗ trợ sự phục hồi kinh tế có thể bị giảm bớt. Các kết quả này nêu bật những lĩnh vực chắc sẽ hứng chịu các điều kiện tín dụng chặt chẽ nhất và nơi mà cần có những can thiệp chính sách kéo dài để đảm bảo đủ luồng tín dụng, đặc biệt là với mục tiêu của các nhà chức trách là giữ cho tỷ lệ lãi suất thấp.

***Việc chuyển các rủi ro của khu vực tư nhân sang cân đối tài sản của quốc gia cần được giám sát cẩn thận.***

Việc chuyển rủi ro sang bảng cân đối tài sản của chính phủ do việc cứu hệ thống tài chính và các gói kích thích tài khóa đã làm tăng các quan ngại là việc phát hành giấy nợ quốc gia kỷ lục có thể đẩy lãi suất lên và tác động xấu đến sự hồi phục kinh tế mới nảy sinh. Trong bối cảnh này công năng tín dụng có thể phải rất nỗ lực để thỏa mãn thậm chí cả khi nhu cầu khu vực tư nhân hơi ảm lên, trong khi tài chính công đang xấu đi có thể làm tổn thương đến sự tín nhiệm về trả nợ quốc gia. Các quốc gia nên giảm thiểu rủi ro này bằng cách thiết lập và nêu rõ các kế hoạch củng cố hợp nhất tài khóa trung hạn mà có thể tính đến các chính sách ổn định khu vực tài chính cũng như các khoản nợ dự phòng của mình.

***Các thể chế tài chính cần phải tiếp tục tái cơ cấu để đảm bảo khả năng của mình trong việc cho vay và hỗ trợ sự hồi phục kinh tế.***

Sự hạn chế về năng lực tín dụng cho thấy chỉ có một dư địa rất nhỏ để tự thỏa mãn về việc làm sạch các bảng cân đối tài sản ngân hàng đối với các tài sản có với chất lượng xấu và không có khả năng chuyển thành tiền mặt và đối với việc làm người ta ưa chuộng trở lại chứng khoán hóa. Sẽ cần phải có cải cách tài chính sâu hơn và các giải pháp cho các ngân hàng yếu kém trước khi các nhà chức trách bằng nhiều quyền hạn pháp lý có thể hoàn toàn thoát khỏi dự phòng thanh khoản và huy động. Điều này kêu gọi các nỗ lực mới để tăng vốn ngân hàng và làm sạch những tài sản có vấn đề khỏi bảng cân đối tài sản ngân hàng. Những thử nghiệm độ chịu rủi ro chính thức là các công cụ quan trọng qua đó điều kiện nào của các ngân hàng có thể được chẩn đoán nhằm thiết lập các chiến lược phù hợp cho việc cấp vốn bổ sung cho các ngân hàng có khả năng tồn tại và cho các giải pháp can thiệp đối với các ngân hàng không có khả năng tồn tại. Tuy nhiên, sự công bố công khai kết quả của từng ngân hàng nên được cân nhắc chỉ khi đi kèm với phương án có các phương thuốc hiệu quả để xử lý bất kỳ sự thiếu hụt vốn nào. Việc không công bố không ngụ ý là thiếu các phương thuốc này, nếu cần thiết.

***Các khuyến khích là vô cùng quan trọng để khôi phục và bắt đầu chứng khoán hóa trở lại.***

Với tầm quan trọng của việc khôi phục lại trung gian tài chính, Chương 2 khảo sát vai trò của chứng khoán hóa tư nhân và đánh giá các đề nghị để bắt đầu lại thị trường này. Sẽ cần có một sự kết hợp của các quy định điều tiết mới và thông lệ khu vực tư nhân tốt hơn nhằm giúp đưa các khuyến khích của các thể chế này tham gia vào chứng khoán hóa và tránh cho nó góp phần vào sự mất ổn định hệ thống một lần nữa. Trong việc tái thiết lập lại các quy định điều tiết và các thông lệ thị trường, những lợi ích của việc chuyển các rủi ro tín dụng ra ngoài hệ thống ngân hàng và khả năng của những bên cho vay để đa dạng hóa các nguồn huy động cần phải được tiếp tục.

Chương này nêu ra rằng thị trường chứng khoán hóa tư nhân mạnh mẽ đòi hỏi có hành động chính sách trong một số các lĩnh vực, gồm cả sự giám sát của các công ty định giá tín nhiệm, các thông lệ kế toán, các loại phí sử dụng vốn, và các chính sách sở hữu. Hành động này cần được các cơ quan quản lý giám sát phối hợp trong phạm vi một nước và quốc tế. Chương

này minh họa những nguy hiểm tiềm tàng của phản ứng chính sách không được phối hợp với nhau thông qua việc khảo sát tác động của các chính sách sở hữu và các yêu cầu vốn áp đặt lên các bên phát hành lần đầu và chỉ ra rằng những chính sách này trong một số trường hợp có thể thất bại trong việc khuyến khích kiểm tra và giám sát hoặc trong các trường hợp khác, làm cho việc chứng khoán hóa trở nên đắt ghê gớm. Việc thực hiện nghiên cứu tác động cần trọng trước khi áp dụng các quy định điều tiết mới nên đảm bảo rằng sự tương tác của chúng và tiềm năng đối với các hậu quả gây nguy hiểm không có chủ ý sẽ được tính đến trước.

Chương này cũng khảo sát các lợi ích và chi phí trong việc phát hành các trái phiếu có bảo lãnh đầy đủ, ở đó lưu chuyên tiền mặt của khoản vay được góp chung lại nhưng được giữ trên bảng cân đối tài sản của thể chế phát hành. Phương thức này có ưu điểm là bên phát hành có một sự khuyến khích để kiểm tra và giám sát các khoản vay, nhưng vì chúng vẫn nằm trên bảng cân đối tài sản của bên phát hành, nên vẫn phải duy trì vốn đối ứng với các khoản vay này, điều này làm giảm các lợi ích của việc chứng khoán hóa. Tuy nhiên các ưu điểm của tài trợ theo kiểu thị trường vốn—bán trái phiếu cho các nhà đầu tư— cho phép phát sinh trung gian tài chính nhiều hơn. Nhìn khách quan, chương này kết luận rằng mô hình này cũng nên được khuyến khích với các quy định điều tiết và pháp chế thích hợp.

### **Những chính sách cần có để củng cố sự phục hồi và cải cách hệ thống tài chính**

Đối sách đối với sự trục trặc trong các thị trường tín dụng và nguồn tài trợ là chưa từng có tiền lệ và cho dù người ta khó ra các kết luận dứt khoát về các lợi ích dài hạn thì bằng chứng ban đầu nhìn chung là tích cực. Chương 3 có một cái nhìn đơn giản về tác động ngắn hạn và ảnh hưởng trung hạn hơn về các đối sách thông thường và trái với thông lệ, gồm cả việc liệu chúng đã ổn định các thị trường tài chính vào thời điểm công bố chưa?.

### ***Một số các chính sách không theo thông lệ đã đưa ra sự hỗ trợ tốt hơn các chính sách khác.***

Chương này xem xét tác động của các công bố can thiệp đã thực hiện tại 13 nền kinh tế tiên tiến. Các công bố này nhằm vào việc hỗ trợ thanh khoản đã có hiệu quả nhất trước sự kiện Lehman Brothers, nhưng đã kém hiệu quả khi có biểu hiện rằng khủng hoảng tài chính đã trở nên là một trong số nguyên nhân gây mất khả năng thanh toán thay vì rủi ro về thanh khoản tại một số quốc gia. Vì lẽ đó, các công bố về việc bơm thêm vốn đã có hiệu quả nhất trong việc làm giảm cái rủi ro mất khả năng chi trả của các ngân hàng trước thời kỳ Lehman, vì như sự công bố về khả năng có thể sử dụng công cụ mua tài sản có. Kết quả quan trọng khác là những sự can thiệp nhằm vào các thể chế hoặc thị trường trong nước có tầm quan trọng trong tác động lan truyền tới các nước khác, với những độ lớn đôi khi lớn hơn tại nước sở tại. Điều này nhấn mạnh tầm quan trọng lớn lao của các đối sách được phối hợp với nhau.

Mặc dù còn quá sớm để phán đoán với lòng tin các tác động lâu dài hơn của các đối sách này, thì bằng chứng ban đầu cho thấy rằng một số thể thức đã có hiệu quả trong việc hỗ trợ hoạt động huy động và phát hành. Các ví dụ gồm bảo lãnh tài sản nợ của ngân hàng được áp dụng tại một số nước, Thể thức Khoản vay Chứng khoán Bảo lãnh bằng Tài sản có Kỳ hạn của

Hoa Kỳ (TABSLF) với tác động của nó vào biên độ lãi suất của thị trường thứ cấp và việc phát hành các chứng khoán được bảo lãnh bằng tài sản có của người tiêu dùng, và rồi quyết định của ngân hàng trung ương Châu Âu mua hẳn các trái phiếu được bảo lãnh toàn bộ giúp cho các biên độ lãi suất thấp hơn và tiếp lại sinh lực cho việc phát hành.

*Còn quá sớm để rút bỏ các chính sách hỗ trợ chính thức, nhưng cần có một chiến lược để ngừng sự tham gia của các chính sách này.*

Trong khi chưa đến lúc chín muồi để ngừng những cam kết hoàn toàn từ tất cả các chính sách không theo thông lệ đã được thực hiện—trên thực tế, tại một số quốc gia có thể cần thêm các nguồn lực công bố sung—bây giờ là thời gian để cho các nhà hoạch định chính sách cân nhắc và nêu rõ các chính sách có thể kết thúc như thế nào và theo tuần tự gì. Thời điểm quyết định có lẽ phức tạp hơn vì thực tế là một số các chính sách có thể có hiệu quả thậm chí nếu việc sử dụng chúng bị hạn chế, vì chúng có thể là chỗ dựa cho niềm tin hoặc hoạt động như một chương trình bảo lãnh khoản vay cho một loại thể chế hoặc nhà đầu tư.

Chương 3 đưa ra một số sự cân nhắc đối với các mô hình và thời gian của việc ngừng các chính sách không theo thông lệ. Nhìn chung nếu một thể thức có thể bị xóa bỏ dần thông qua việc tăng chi phí hay dần dần giảm sự hiện diện sẵn có của nó, người ta có thể cố gắng làm cho khu vực tư nhân từ bỏ việc nhận hỗ trợ theo một phương thức từ từ. Các chính sách đắt đỏ hoặc các chính sách với chi phí không tương xứng với những lợi ích nên được cân nhắc đầu tiên để rút bỏ, vì các chính sách này có thể gây ra sự méo mó đáng kể cho những thị trường tài chính. Quan trọng là với bản chất toàn cầu của cuộc khủng hoảng và các loại chính sách không theo thông lệ, sự chú ý nên được đặt vào tác động qua lại giữa các quốc gia trong việc ngừng các chính sách này, và sự phối hợp có lẽ sẽ hữu ích, nhất là đối với sự rút bỏ các bảo lãnh cho các khoản nợ ngân hàng giữa các quốc gia nơi mà các cơ hội mua bán chứng khoán tiềm năng có thể nảy sinh. Sự rõ ràng trong việc truyền thông chiến lược rút bỏ các chính sách này là rất quan trọng. Trong bối cảnh này, việc sử dụng các biển hướng dẫn—mô tả trên cách thức các chỉ số của các điều kiện thị trường hơn là về những thời hạn cuối cùng chắc chắn—có thể có ích hơn đối với sự tác động đến các kỳ vọng thị trường. Với thực tế rằng đây là một lãnh địa chưa được thăm dò của các nhà hoạch định chính sách, một số sự thử nghiệm có thể thích hợp để kiểm tra thử các điều kiện thị trường. Nếu được chứng thực, người ta không nên nhìn nhận việc sắp xếp lại một số các thể thức như một sự thoái trào.

*Cần có một tầm nhìn rõ ràng về các quy định điều tiết thị trường tài chính trong tương lai để đưa ra cho công chúng sự minh bạch rõ ràng và tăng niềm tin.*

Bên cạnh một chiến lược được thiết lập tốt đối với việc rút bỏ các chính sách không theo thông lệ, niềm tin vào hệ thống tài chính sẽ được hỗ trợ bằng sự rõ ràng cần phải có các cải cách quy định điều tiết trong tương lai để xử lý các rủi ro hệ thống. Sự giảm bớt các rủi ro đi theo gần đây không nên hối thúc các nhà chức trách giảm dần các nỗ lực của họ để vạch ra một con đường đi đến một hệ thống tài chính mạnh hơn. Cần xây dựng một cách tiếp cận để hiểu và theo chính luận để khu vực tư nhân có thể đặt kế hoạch một cách phù hợp.

Ưu tiên ở đây là nên cải cách môi trường quản lý điều tiết để có thể giảm đáng kể xác suất khủng hoảng hệ thống tái diễn. Điều này gồm cả không chỉ việc định rõ quy mô các mức đệm về thanh khoản, vốn và dự phòng cần tăng lên, mà còn là về các kỷ luật thị trường được tái thiết lập như thế nào theo các hỗ trợ rộng lớn của khu vực công cho các thể chế hệ thống tại nhiều quốc gia. Hiện đã có các đề nghị rằng sẽ đi theo một vài cách theo hướng xóa bỏ tính đi theo chu kỳ kinh tế trong hệ thống tài chính và tăng các tấm đệm đối với lỗ và trực trặc thanh khoản. Nhưng công việc khó khăn còn ở phía trước trong việc đặt ra các loại phạt về vốn, các loại phí bảo hiểm, các cơ chế thanh tra giám sát và xử lý, và các chính sách cạnh tranh để đảm bảo rằng không thể chế nào luôn được tin tưởng là “quá lớn để sụp đổ”. Những hướng dẫn sớm có về việc định rõ tiêu chí để xác định các thị trường và thể chế quan trọng hệ thống—như những hướng dẫn do Ban Ôn Định Tài Chính của Quỹ Tiền tệ Quốc Tế và Ngân Hàng Thanh Toán Quốc tế soạn thảo cho nhóm G-20—nên trợ giúp cho yêu cầu này. Khi được xác định cụ thể, một số loại hình phí hoặc không khuyến khích đối với những sự đóng góp nhỏ vào rủi ro hệ thống sẽ cần được xây dựng và áp dụng.

*Cần có một cách tiếp cận thận trọng vĩ mô với quá trình hoạch định chính sách toàn cầu để khôi phục kỷ luật thị trường và đảm bảo rằng các lợi ích của sự hội nhập tài chính được bảo tồn.*

Thách thức tiếp theo là đặt các cải cách này trong bối cảnh của một khuôn khổ chính sách thận trọng vĩ mô hội nhập ở đó cả các thể chế trong nước và giữa các quốc gia có thể hoạt động an toàn. Hiện có sự công nhận rằng một sự kết hợp của các chính sách kinh tế vĩ mô và chính sách thận trọng vĩ mô đã hoạt động đi theo chu kỳ kinh tế và đã dẫn đến làm tăng tỷ lệ nợ trên vốn và rủi ro hệ thống. Các nhà hoạch định chính sách sẽ cần xử lý các cách thức mà ở đó các hành động của bản thân họ làm trầm trọng thêm các rủi ro hệ thống, không tính đến việc liệu họ có giám sát chính sách tiền tệ, tài khóa hay tài chính không.

Sự hợp tác và nhất quán trong lĩnh vực chính sách phải được mở rộng giữa các quốc gia. Mọi quan hệ giữa các thể chế và thị trường của các nước đã làm cho các nhà hoạch định chính sách không thể hành động đơn phương mà không gây hậu quả đối với các nước khác. Tuy nhiên, sau khủng hoảng có một sự nguy hiểm là một số nước sẽ muốn cô lập các thể chế của họ và rút khỏi các thị trường toàn cầu để bảo vệ các nền kinh tế trong nước của mình khỏi các cú sốc bên ngoài. Thay vào đó điều cần thiết là có một cách thức mà người ta có lợi nhờ sự tăng cường hội nhập tài chính, trong khi vẫn đảm bảo kiểm soát được những tác động lan truyền tiêu cực tiềm tàng và những sự tồn tại rõ ràng về vai trò của các nhà chức trách chủ nhà và trong nhà. Các nhà hoạch định chính sách đang tiến tới nhiệm vụ khó khăn này, IMF có thể đóng vai trò xúc tác thông qua các hoạt động giám sát và tiếp tục làm việc về những liên kết tài chính vĩ mô toàn cầu.