

## TÓM TẮT

*Khi các thị trường tài chính trên khắp thế giới đang đối mặt với những bất ổn gia tăng, cần có các biện pháp chính sách quyết liệt và phối hợp chặt chẽ tầm quốc tế để khôi phục lòng tin vào hệ thống tài chính toàn cầu. Nếu không làm được như vậy, trong giai đoạn tới, tiến trình làm giảm chỉ số đòn bẩy tài chính sẽ ngày càng rối loạn và tổn nhiều chi phí cho nền kinh tế. Dù thế nào thì tiến trình khôi phục một hệ thống có trật tự sẽ có nhiều thách thức, do việc làm giảm đáng kể chỉ số đòn bẩy tài chính là cần thiết và tất yếu. Trên một nền tảng khó khăn như vậy và với các thách thức còn tiếp tục tăng lên, Báo cáo Ổn định Tài chính Toàn cầu (GFSR) điểm lại những sự kiện gần đây nhằm khuyến nghị những biện pháp khả dĩ có thể hữu ích trong hoàn cảnh hiện tại.*

Lòng tin vào các tổ chức và thị trường tài chính toàn cầu đã bị lung lay nghiêm trọng. Những mối đe dọa đối với sự ổn định tài chính lộ rõ trong tháng Chín với sự sụp đổ hoặc gần như sụp đổ của một số những tổ chức chủ chốt. Ấn phẩm *Triển vọng Kinh tế Thế giới* tháng Mười, 2008 lưu ý rằng những bất ổn nghiêm trọng của hệ thống tài chính toàn cầu có thể khiến tăng trưởng toàn cầu suy giảm sâu hơn và cản trở sự phục hồi. Hơn nữa, rủi ro về vòng quan hệ phản hồi bất lợi trầm trọng hơn giữa hệ thống tài chính và nền kinh tế tổng thể đã thể hiện một mối đe dọa nghiêm trọng. Sự kết hợp giữa những tổn thất tăng lên, giá tài sản sụt giảm và kinh tế suy thoái sâu hơn đã làm dấy lên mối nghi ngờ lớn về khả năng tồn tại của một bộ phận đang mở rộng trong hệ thống tài chính. Tiến trình làm giảm chỉ số đòn bẩy tài chính đang diễn ra như được đề cập trong báo cáo GFSR tháng Tư, 2008 đã được thúc đẩy nhanh hơn và trở nên rối loạn, thể hiện qua việc giá cổ phiếu của các tổ chức tài chính giảm nhanh chóng, chi phí cấp vốn và phòng vệ rủi ro tín dụng tăng cao hơn và giá tài sản giảm. Một trong những hậu quả đó là sự sụp đổ đột ngột của các tổ chức tài chính vào lúc các thị trường không muốn

(hay không thể) cung cấp vốn và nguồn tài trợ hoặc mua các tài sản. Các giải pháp can thiệp nhỏ lẻ nhằm giải quyết sự căng thẳng về thanh khoản đi kèm và xử lý các tổ chức gặp khó khăn đã thất bại trong việc khôi phục lòng tin thị trường vì chúng không giải quyết được bản chất sâu rộng của các vấn đề nền tảng căn bản. Sự lo lắng ngày càng tăng về rủi ro đối tác đã khiến các thị trường tài chính toàn cầu gần như đóng cửa. Chương 1 trình bày cơ sở cho cách tiếp cận chính sách toàn diện hơn như đang được cân nhắc tại một số quốc gia. Chương này đánh giá bước tiến hiện tại của quá trình giảm làm chỉ số đòn bẩy tài chính cũng như những công việc phải làm trong tương lai. Chương này cũng gợi ý về một gói các biện pháp toàn diện có thể khiến tiến trình đổ vỡ hiện tại dừng lại.

Một cam kết tập thể được tuyên bố công khai của chính phủ các quốc gia bị ảnh hưởng về việc giải quyết vấn đề này một cách nhất quán và chặt chẽ bây giờ sẽ có thể giúp khôi phục sự ổn định tài chính. Mặc dù là các biện pháp cụ thể của từng quốc gia sẽ khác nhau, kinh nghiệm từ những cuộc khủng hoảng trước đây chỉ ra rằng có năm nguyên tắc có thể giúp hướng dẫn về quy mô và thiết kế các biện pháp mà có thể tạo cơ sở để khôi phục lại lòng tin trong những trường hợp ngoại lệ này. Đó là:

(1) Sử dụng các biện pháp toàn diện, kịp thời và được truyền đạt rõ ràng tới công chúng. Các biện pháp này cần tính tới các thách thức chính bắt nguồn từ những vấn đề căng thẳng của quá trình làm giảm chỉ số đòn bẩy tài chính: cụ thể là, *cải thiện khả năng cấp vốn*, kể cả chi phí và kỳ hạn huy động để giúp ổn định các bảng cân đối tài sản; *bơm vốn* để hỗ trợ các tổ chức có khả năng tồn tại với nền tảng căn bản lành mạnh mà hiện tại chúng không thể cấp đủ tín dụng; và *hỗ trợ cho các tài sản có đang có vấn đề* bằng cách sử dụng bảng cân đối tài sản của khu vực công để thúc đẩy quá trình giảm chỉ số đòn bẩy tài chính một cách có trật tự. Khi áp dụng các quy định hiện tại hoặc quy định mới, các nhà chức trách cần tránh những tác động thuận theo chu kỳ bị khuếch đại lên. Những biện pháp này cần có mục tiêu rõ ràng và thủ tục thực hiện minh bạch.

(2) Hướng tới một gói chính sách nhất quán và chặt chẽ nhằm ổn định hệ thống tài chính toàn cầu trên khắp các quốc gia nhằm tối đa tác động của gói chính sách trong khi tránh các ảnh hưởng tiêu cực đối với các quốc gia khác.

(3) Đảm bảo sự đối phó kịp thời trên cơ sở phát hiện sớm những căng thẳng tài chính. Điều này đòi hỏi sự phối hợp cao ở trong mỗi quốc gia và trong nhiều trường hợp giữa các quốc gia, và một khuôn khổ cho phép các nhóm quốc gia có sự khác biệt về chính sách thực hiện hành động kiên quyết.

(4) Chắc chắn rằng các biện pháp can thiệp khẩn cấp của chính phủ chỉ là tạm thời và quyền lợi của những người nộp thuế được bảo vệ. Trách nhiệm giải trình của Chính phủ rất quan trọng đối với tất cả các bên, và các điều kiện để hỗ trợ nên gồm cả việc tư nhân phải chịu những rủi ro của suy giảm kinh tế và người nộp thuế thì được hưởng lợi do tăng trưởng kinh tế. Các cơ chế can thiệp cần giảm thiểu rủi ro đạo đức, trong khi phải thừa nhận tình hình cấp bách và sự ủng hộ của công chúng rõ ràng là cần thiết.

(5) Theo đuổi mục tiêu trung hạn về một hệ thống tài chính lành mạnh, cạnh tranh và hiệu quả hơn. Để đạt được mục tiêu này cần xử lý một cách có trật tự các tổ chức tài chính không có khả năng tồn tại, đồng thời tăng cường khuôn khổ ổn định tài chính vĩ mô quốc tế nhằm củng cố công tác giám sát và quản lý điều tiết ở cấp quốc gia và toàn cầu, cũng như các cơ chế tăng cường hiệu lực kỷ luật thị trường. Cần củng cố thị trường cấp vốn và thị trường các công cụ được chứng khoán hóa để định giá tín dụng và làm trung gian tín dụng bằng cách giảm những rủi ro đối tác thông qua các tổ chức thanh toán bù trừ tập trung.

Trong khi tuân theo những nguyên tắc hướng dẫn trên, cần có các hành động cụ thể để giải quyết ba vấn đề có quan hệ chặt chẽ với nhau trong quá trình làm giảm chỉ số đòn bẩy tài chính: không đủ vốn, giá trị định giá tài sản sụt giảm và hay biến động, các thị trường cấp vốn có hoạt động khác

thường. Cần phải ngăn chặn sự tương tác xoắn ốc giữa ba yếu tố này nếu có thể có một tiến trình giảm chỉ số đòn bẩy tài chính có trật tự hơn.

*Vốn.* Để có tín dụng khu vực tư nhân tăng lên, thậm chí chỉ tăng một cách khiêm tốn, trong khi củng cố các tỷ lệ vốn ngân hàng, báo cáo GFSR ước tính trong vài năm tới các ngân hàng toàn cầu lớn có thể cần khoảng 675 tỷ USD vốn. Một số biện pháp có thể xem xét gồm:

- Khi ngày càng nhiều tổ chức tài chính thấy khó có thể huy động vốn tư nhân hơn vào thời điểm hiện tại, các nhà chức trách có thể cần bơm vốn vào các tổ chức có khả năng tồn tại. Tuy có nhiều cách để thực hiện việc này, cách được ưa chuộng hơn là kế hoạch tạo ra một số lợi ích cho người đóng thuế đi kèm với những khuyến khích cho các cổ đông hiện tại cũng như các cổ đông tư nhân mới để họ cấp thêm vốn.
- Mặc dù là có khó khăn về mặt chính trị, việc xử lý có trật tự các ngân hàng không có khả năng tồn tại sẽ thể hiện một cam kết đối với một hệ thống ngân hàng cạnh tranh và có đủ vốn .

*Tài sản có.* Vì khu vực tư nhân chuyển các tài sản có ra khỏi bảng cân đối tài sản của mình để giảm chỉ số đòn bẩy tài chính, việc sử dụng bảng cân đối tài sản của khu vực công có thể giúp ngăn chặn sự thanh lý “bán rẻ” đe dọa giảm vốn ngân hàng.

- Các quốc gia có các ngân hàng với tài sản có gặp vấn đề hoặc được chứng khoán hóa cần xem xét các cơ chế để chính phủ mua hoặc tài trợ vốn dài hạn cho các tài sản có này. Điều này sẽ làm tăng sự ổn định chắc chắn về sự vững mạnh của cân đối tài sản của ngân hàng. Việc thành lập một công ty quản lý tài sản sẽ đưa ra một khuôn khổ pháp lý rõ ràng và trách nhiệm giải trình cho tiến trình này.
- Cho phép một mức độ đánh giá cao hơn khi áp dụng các quy tắc định giá theo giá trị thị trường có thể tránh các nhu cầu vốn gia tăng bằng cách giảm sức ép định giá chứng

khoản tại các mức giá thấp “bán rất rẻ”. Việc đánh giá như vậy có thể sẽ đòi hỏi sự giám sát chặt chẽ và nên được đi kèm với việc công khai thông tin thích hợp nhằm tránh làm xói mòn niềm tin vào bảng cân đối tài sản của các tổ chức hiện tại.

*Cấp vốn.* Các tổ chức tài chính dựa vào vốn bán buôn, đặc biệt tại các thị trường xuyên biên giới đang đối mặt với những rủi ro tái cấp vốn. Vì vậy, các ngân hàng trung ương nên tìm hiểu nhiều phương thức để gia hạn tái cấp vốn nhằm đáp ứng nhu cầu vốn của các tổ chức tài chính. Những biện pháp tăng vốn và tăng cường việc định giá tài sản có được mô tả ở trên, cũng như các biện pháp đã được thực hiện để cung cấp thanh khoản, có thể sẽ đưa ra sự hỗ trợ thiết yếu cho các thị trường vận hành đúng cách và thiết lập lại lòng tin. Tiến độ tiếp tục trong việc giảm rủi ro đối tác, bao gồm các thể chế thanh toán và bù trừ tập trung cũng sẽ có ích. Nhưng kinh nghiệm từ các cuộc khủng hoảng trước đây cho thấy trong một vài trường hợp có thể sẽ cần thêm các biện pháp khác. Trong các tình huống cực đoan thì:

- Cần tăng bảo hiểm tiền gửi cho mỗi tài khoản của cá nhân lên hơn các mức thông thường. Tuy nhiên, chỉ nên nâng giới hạn bảo hiểm tiền gửi nếu tình hình xấu đi hơn nữa, hoặc sử dụng sự bảo lãnh phổ biến như một biện pháp tạm thời khẩn cấp và tốt nhất là nên tiến hành phối hợp giữa các quốc gia.
- Các bảo lãnh nên có thể cấp cho các tài sản nợ lâu năm và thứ cấp trong một giai đoạn ngắn. Lý tưởng là những loại bảo lãnh như vậy cần kèm với một số chi phí cho tổ chức được bảo lãnh, chẳng hạn như phí sử dụng, kiểm định tính phù hợp, hoặc các tiêu chí khác.

Trong khi các biện pháp này thể hiện một cách tiếp cận trên diện rộng, nhiều chính phủ đã tiến hành một số biện pháp cụ thể và người ta thấy những dấu hiệu khích lệ khi có nhiều biện pháp hơn đang được xem xét. Các diễn biến tích cực khác là sự quyết tâm có hành động kiên quyết của các nhà chức trách, các bảng cân đối tài sản đang được điều chỉnh đáng kể và có sự cởi mở trong việc xem xét lại khuôn khổ điều tiết giám sát toàn cầu. Điều này mở ra một cơ hội nhằm đưa các quy định điều tiết và các khuyến khích vào một số thể chế pháp lý trong trung hạn. Tuy nhiên, hiện nay thì vẫn sẽ cần có sự tập trung chủ yếu vào việc kiểm chế các lực lượng gây đổ vỡ hiện tại.

## **Chương 1**

Trên cơ sở như vậy, Chương 1 của GFRS đánh giá mức độ tổn thất hơn nữa của các tổ chức toàn cầu. Chương này đo lường mức giảm chỉ số đòn bẩy tài chính cần thiết cho hệ thống tài chính, ước tính lượng tài sản có cần chuyển ra khỏi bảng cân đối tài sản và tính toán lượng vốn cần huy động. Phân tích này kết luận rằng sẽ cần các nguồn lực của công chúng nhằm bảo đảm khôi phục lại sự ổn định tài chính và một tiến trình giảm chỉ số đòn bẩy tài chính có trật tự hơn, tránh sự đổ vỡ tín dụng nghiêm trọng. Rủi ro lớn nhất vẫn là vòng quan hệ phản hồi bất lợi giữa hệ thống tài chính và nền kinh tế có thể trở nên mạnh mẽ hơn.

Do Mỹ vẫn là tâm điểm của cuộc khủng hoảng tài chính, Chương 1 xem xét một số khía cạnh chi tiết về triển vọng của Mỹ. Thị trường nhà của Mỹ tiếp tục suy giảm, cùng với sự suy thoái kinh tế lan rộng hơn đang góp phần vào sự xấu đi của các khoản vay mới, việc không trả đúng kỳ hạn đang gia tăng lên đối với khoản vay thế chấp chuẩn và bất động sản thương mại cũng như các khoản vay doanh nghiệp và vay tiêu dùng. Với tỷ lệ không trả nợ được còn chưa lên tới đỉnh điểm và những căng

thẳng thị trường gần đây nghiêm trọng hơn, những tổn thất được công bố của các khoản vay và tài sản có được chứng khoán hóa của Mỹ có thể còn tăng lên nữa tới mức khoảng 1,4 nghìn tỷ đô la Mỹ, cao hơn nhiều so với con số ước tính đưa ra trong báo cáo GFRS hồi tháng Tư, 2008. Với sự giảm sút kinh tế đang lan rộng, các tổ chức tài chính cũng sẽ ngày càng phải đối mặt nhiều hơn với tổn thất về tài sản không phải ở Mỹ. Các thị trường nhà tại một số quốc gia châu Âu đang đang xấu đi càng làm trầm trọng thêm những khó khăn này.

Các tổ chức tài chính đã và đang huy động vốn để hỗ trợ bằng cân đối tài sản của họ và các nỗ lực này đã đạt được những thành công ban đầu, nhưng hiện nay triển vọng phát hành thêm nữa có hạn chế hơn và đắt giá hơn, biểu lộ sự suy giảm lòng tin nhiều hơn về khả năng tồn tại thực sự của các tổ chức. Vì vậy, Chương 1 cho rằng việc giảm chỉ số đòn bẩy tài chính trong khu vực ngân hàng sẽ diễn ra trên nhiều phương diện: đòi hỏi việc bán tài sản có, tăng trưởng tài sản có mới chậm hơn và những thay đổi quyết liệt đối với mô hình kinh doanh khi mà nhiều nguồn thu trước kia gần như đã biến mất. Một tiến trình giảm chỉ số đòn bẩy tài chính tương tự đang diễn ra trong nhiều tổ chức phi ngân hàng, chẳng hạn như các quỹ đầu tư mạo hiểm, nơi mà khả năng sử dụng các thị trường cho vay chứng khoán qua cầm cố chứng khoán và mua lại cá nhân để đạt được các vị thế đòn bẩy tài chính đã bị giảm đi nghiêm trọng. Căng thẳng trên các thị trường cấp vốn đã làm tăng các giao dịch mua lại tại các quỹ tương hỗ trên thị trường tiền tệ và tăng rủi ro đảo nợ cho các doanh nghiệp đi vay. Bản chất sâu rộng của các sự kiện đang diễn ra được minh họa bằng thực tế là trong vòng một tuần, đã có các ngân hàng đầu tư lớn đã biến mất khỏi bức tranh tài chính của nước Mỹ. Mặc dù những tác động dài hạn là chưa chắc chắn, các khu vực tài chính chắc có thể sẽ được củng cố, người ta cần tìm kiếm các mô hình kinh doanh mới và các công ty sẽ hoạt động với chỉ số đòn bẩy tài chính thấp hơn trong tương lai gần.

Sự bất ổn tiếp diễn quanh việc định giá những gì trước kia từng được coi là tài sản có rủi ro thấp đã dẫn tới những khó khăn trong việc đánh giá mức đủ vốn. Chương 1 cho thấy hầu hết những

thành viên tham gia thị trường, các tổ chức xếp hạng tín dụng và cơ quan quản lý đều đồng ý rằng các mức dự trữ vốn cần phải cao hơn mức trước kia người ta đã từng nghĩ. Hơn nữa, các mức này cần dựa trên phân tích rủi ro trong tương lai hơn là áp dụng máy móc các tỷ lệ theo quy định. Tới một mức độ là việc chuyển sang áp dụng những tỷ lệ vốn cao hơn một cách lâu dài sẽ là một nhiệm vụ, thì ta thực hiện theo giai đoạn để sao cho việc đạt được những tỷ lệ đó không làm trầm trọng hơn sự suy thoái chu kỳ hiện tại. Mặc dù việc đạt được các mức cao hơn sẽ khiến các điều kiện tín dụng thông thường khôi phục chậm hơn, tiến trình nên được thực hiện vào cuối năm 2009 nhằm giúp các tổ chức tài chính có một vị thế tốt hơn để có thể hỗ trợ sự phục hồi.

Trong khi các thị trường mới nổi nói chung ban đầu vẫn chống đỡ tương đối tốt với các bất ổn tài chính toàn cầu, gần đây các thị trường này phải chịu sức ép ngày càng tăng. Chi phí và sự sẵn có của các nguồn vốn tài trợ trở nên khó khăn hơn và các thị trường cổ phiếu đã điều chỉnh mạnh mẽ, cho dù từ các mức cao. Luồng vốn chảy ra tăng mạnh khiến cho tình hình thanh khoản quốc tế và trong một số trường hợp cả thanh khoản trong nước bị thắt chặt hơn. Những bên đi vay và các tổ chức tài chính tại các thị trường mới nổi sẽ phải đương đầu với một môi trường kinh tế vĩ mô gay go hơn. Các nhà hoạch định chính sách cũng đối mặt với các thách thức khi tăng trưởng toàn cầu chậm lại và các tác động có độ trễ của các sức ép lạm phát trong nước tiếp tục xảy ra, tất cả những điều này xảy ra trong bối cảnh lòng tin suy giảm hơn và sự đảo chiều của các luồng vốn trước đây chảy vào các thị trường này. Có một rủi ro lớn là sự kết hợp tất cả các tình cảnh này có thể đẩy nhanh suy thoái trong chu kỳ tín dụng trong nước tại một số nền kinh tế thị trường mới nổi.

Chương 1 cũng trình bày thêm một số tác động chính sách cụ thể, ngoài những tác động đã nêu ở trên, đối với các cơ quan công quyền, dựa trên phân tích của chương này và kết luận của các báo cáo GFRS trước đây. Mặc dù sự tập trung vào vấn đề mà khu vực công cần thực hiện, các tổ chức tài chính tư nhân cần tiếp tục đóng vai trò chủ chốt trong việc xác định và chỉnh sửa những khiếm khuyết nhằm

tạo nền tảng lành mạnh hơn cho trung gian tài chính. Những yếu tố chủ chốt sẽ phải được tăng cường nhờ sự hỗ trợ của các cơ quan quản lý điều tiết và giám sát bao gồm:

- *Duy trì một quy trình giám chỉ số đòn bẩy tài chính có trật tự.* Trước tiên, các tổ chức tài chính nên tập trung củng cố bảng cân đối tài sản của họ, tốt hơn là bằng cách thu hút vốn mới chứ không phải là bán tài sản có; và sau đó phải đảm bảo các nguồn cấp vốn đầy đủ phù hợp với mô hình kinh doanh của họ.
- *Tăng cường các hệ thống quản lý rủi ro.* Là một phần trong những nỗ lực cải thiện công tác quản lý rủi ro, các công ty nên cố gắng có các gói bồi hoàn lương thưởng trên cơ sở đã được điều chỉnh rủi ro sử dụng các thông lệ quản lý rủi ro nhiều hơn với sự tập trung mạnh hơn vào cấu phần dài hạn của chính sách bồi hoàn.
- *Cải tiến các kỹ thuật định giá và công tác báo cáo.* Việc thực hiện các hướng dẫn mới về công khai thông tin của Diễn đàn Ổn định Tài chính (FSF) và thường xuyên định giá tài sản cũng như công khai thông tin kịp thời sẽ giảm bớt tính bất ổn và là những bước đi quan trọng có thể giúp cung cấp thông tin về tình hình lành mạnh của các đối tác.
- *Xây dựng các cơ chế thanh toán và bù trừ tốt hơn cho những sản phẩm trên thị trường phi tập trung.* Những nỗ lực của khu vực tư nhân trong việc xây dựng các thể thức thanh toán và bù trừ để giảm bớt các rủi ro đối tác nên được cần tiếp tục tiến hành nhanh chóng, đặc biệt đối với thị trường hoán đổi rủi ro tín dụng, nơi các vấn đề thanh toán hiện nay cần được giải quyết cấp bách. Những khoản chi phí vốn cao hơn cho các trạng thái rủi ro đối tác đang được các cơ quan quản lý khác nhau xem xét.

## **Chương 2**

Sự kết hợp giữa các rủi ro thanh khoản và rủi ro khả năng thanh toán đã dẫn đến một giai đoạn có chênh lệch lãi suất ngắn hạn tăng cao và lượng giao dịch giảm đi đáng kể với các thị trường cấp vốn

vấn căng thẳng trong một giai đoạn chưa từng có. Chương 2 nghiên cứu sâu về việc thị trường cấp vốn ngân hàng tiếp tục không có khả năng thực hiện chức năng của mình trong việc phân phối vốn thanh khoản giữa các ngân hàng và các tổ chức gần giống như ngân hàng cũng như các hậu quả đối với kênh lãi suất của cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ.

Đầu tiên, chương này lưu ý về các thủ tục ấn định mức lãi suất ngắn hạn, bao gồm Lãi suất Liên ngân hàng London (LIBOR) và lãi suất Euribor sẽ không bị phá vỡ, nhưng tốt hơn là nên được cải tiến vì lãi suất LIBOR được ước tính là đang hỗ trợ cho các hợp đồng phái sinh tài chính trị giá khoảng 400 nghìn tỷ đô la Mỹ. Mặc dù hầu hết phân tích trong chương này đều được thực hiện trước thời điểm lãi suất LIBOR tăng mạnh liên tục gần đây, những khuyến nghị cơ bản vẫn không thay đổi. Khi xem xét nguyên nhân có sự chênh lệch lãi suất cao giữa LIBOR và thị trường hoán đổi chỉ số qua đêm (OIS), chương này khẳng định rằng những lo ngại về việc không thực hiện hợp đồng đã trở thành yếu tố quan trọng hơn cả của chênh lệch giữa lãi suất LIBOR-OIS đối với đồng đô la Mỹ kể từ đầu năm 2008, với chênh lệch hoán đổi tiền tệ giải thích cho chênh lệch giữa Euribor-OIS và LIBOR-OIS đối với đồng bảng Anh, cho thấy các sức ép thanh khoản đồng đô la Mỹ đã lan truyền tới những đồng tiền này.

Chương này cũng xem xét kênh lãi suất của sự truyền tải chính sách tiền tệ đã bị tác động bởi khủng hoảng như thế nào với ba xu thế dài hạn: tăng trưởng hoạt động của các tổ chức gần giống ngân hàng tăng lên, các thị trường cấp vốn bán buôn được sử dụng mạnh mẽ hơn, và sự dịch chuyển từ sử dụng cơ sở tiền gửi ổn định sang dựa trên một phần lớn hơn các nguồn vốn có được với kỳ hạn ngắn. Mặc dù những xu hướng này nói chung khiến cho sự truyền tải lãi suất ổn định hơn, trong năm vừa qua, mối quan hệ êm ả được thiết lập giữa lãi suất chính sách và các lãi suất cho vay đã thay đổi một cách mạnh mẽ, đặc biệt đối với Mỹ. Từ giữa năm 2007 tới tháng Sáu, 2008, độ tin cậy của các lãi suất cho vay dự báo đối với cả Mỹ và khu vực đồng Euro đã giảm đi, nhưng giảm nhiều hơn đối với Mỹ.

Chương này khuyến nghị:

- *Cải thiện cơ sở hạ tầng tại các thị trường vốn.* Cụ thể, để tính LIBOR, một mẫu lớn các ngân hàng và báo giá bao gồm cả các nguồn vốn có kỳ hạn không có đảm bảo của các tổ chức phi ngân hàng cũng như việc công bố các dữ liệu về khối lượng tổng sẽ có thể làm tăng lòng tin vào mức lãi suất chuẩn này.
- *Các nhà chức trách chú ý nhiều hơn tới cả rủi ro tín dụng và rủi ro thanh khoản.* Vì chênh lệch lãi suất liên ngân hàng lớn hơn chủ yếu xuất phát từ các rủi ro căng thẳng ngân hàng (bao gồm cả rủi ro tín dụng và rủi ro thanh khoản), người ta thấy là ít có khả năng việc tiếp cận nguồn thanh khoản của các ngân hàng trung ương chưa bao giờ dễ như bây giờ sẽ làm dịu đi sự căng thẳng tiếp diễn trên thị trường cấp vốn liên ngân hàng. Các cơ quan công quyền sẽ phải tiếp tục xử lý những rủi ro đối tác, vì các tổ chức tư nhân ngày càng không dễ làm được việc này.
- *Hạn chế sự hỗ trợ gián tiếp cho thị trường tiền tệ.* Cần thiết kế cẩn thận các thể thức cho vay của ngân hàng trung ương với mục đích khôi phục hoạt động của các thị trường liên ngân hàng để truyền tải chính sách tiền tệ. Các thể thức này nên đưa ra các động cơ khuyến khích để các thành viên thị trường bắt đầu giao dịch với nhau và như vậy cho phép ngân hàng trung ương rút lui có trật tự khỏi thị trường một khi những căng thẳng thanh khoản nghiêm trọng nhất đã dịu bớt. Việc Ngân hàng Trung ương Châu Âu sẽ bắt đầu sửa đổi chính sách tài sản thế chấp vào năm sau là một bước đi theo hướng này.
- *Khuyến khích sự hợp tác và trao đổi thông tin giữa các ngân hàng trung ương.* Những kinh nghiệm gần đây đã nhấn mạnh tầm quan trọng của sự hoạt động trôi chảy của các thị trường hoán đổi ngoại tệ bên cạnh các thị trường tiền tệ trong nước. Đặc biệt, đợt căng thẳng thanh khoản gần đây nhất đã được các ngân hàng trung ương lớn hợp tác

hành động đối phó nhằm giải quyết các nhu cầu cấp vốn ngoại tệ. Việc trao đổi thông tin thường xuyên giữa các ngân hàng trung ương chính về các hành động và nguyên nhân hành động có thể giảm thiểu sự bất ổn. Sự hội tụ tiếp diễn trong các thủ tục hoạt động cũng có thể giúp đạt được mục tiêu này.

### **Chương 3**

Kể từ khi khủng hoảng bắt đầu, vai trò của thông lệ kế toán giá trị hợp lý (FVA) đã được xem xét chặt chẽ. Chương 3 xem xét vai trò thuận theo chu kỳ tiềm năng mà các phương pháp FVA có thể thực hiện trong quá trình phát triển và kết quả của chu kỳ tín dụng hiện tại.

Sử dụng những dữ liệu kế toán thực tế của các đại diện từ 5 loại tổ chức tài chính, chương này mô phỏng các tác động tới bảng cân đối tài sản từ một số cú sốc xây dựng theo các sự kiện gần đây. Phân tích khẳng định rằng, phụ thuộc vào loại tài sản có và tài sản nợ trên bảng cân đối tài sản, những cú sốc này đã làm trầm trọng hơn những biến động theo chu kỳ của việc định giá. Những mô phỏng này cũng được sử dụng để xem xét các khả năng điều chỉnh xung quanh phương pháp FVA, cho thấy những điều chỉnh này đã có tác động làm êm dịu những biến động của chu kỳ đúng như dự kiến, nhưng nếu làm như vậy, những giá trị định giá được gán cho không thể hiện giá trị hợp lý. Tuy nhiên, người ta thấy đáng giá để nhận ra là trong một số trường hợp, chẳng hạn như tại các thị trường hầu như không có thanh khoản hoặc các hoàn cảnh quá tích cực hoặc quá nghiêm trọng, FVA có thể tạo ra những mức định giá không phản ánh các yếu tố nền tảng dài hạn hơn và những dòng tiền cũng như những rủi ro đang được xem xét.

Nói chung, chương này kết luận rằng việc áp dụng FVA vẫn còn trong tương lai, nhưng cần củng cố hơn nữa các phương pháp FVA để giảm thiểu những tác động cường điệu của một số kỹ thuật định giá. Một thách thức chủ yếu sẽ là làm phong phú hơn khuôn khổ FVA sao cho nó có thể góp phần tăng tính kỷ luật thị trường và sự ổn định tài chính. Các cách tiếp cận kế toán, an toàn và quản lý rủi ro

để định giá cần được đối chiếu điều hòa để chúng cùng hoạt động phối hợp nhằm thúc đẩy một hệ thống tài chính ổn định hơn. Điều quan trọng là cần có sự điều chỉnh ở cả ba lĩnh vực trên để đảm bảo sự nhất quán.

Các khuyến nghị chính sách bao gồm:

- *Lựa chọn bổ sung thông tin cho việc định giá.* Bản thân việc định giá kế toán cần được hỗ trợ bởi các thông tin bổ sung, chẳng hạn như độ dao động dự kiến của việc định giá giá trị hợp lý, các kỹ thuật lập mô hình và các giả định, sao cho người sử dụng có thể đánh giá đúng rủi ro của tổ chức.
- *Tăng mức dự trữ vốn và dự phòng.* Các mức dự trữ vốn cao hơn và sử dụng dự phòng hướng tới tương lai sẽ giúp bảo vệ một tổ chức khỏi sự đi xuống của chu kỳ. Nếu mong muốn bảo vệ tổ chức khỏi toàn bộ quy mô quá trình đi xuống của chu kỳ, thì các mô phỏng cho rằng việc xây dựng một mức vốn dự trữ cao hơn mức thông thường khoảng 30-40% vào thời điểm thích hợp có thể sẽ cần có để hấp thụ được những cú sốc nghiêm trọng nhất.
- *Công bố về rủi ro mục tiêu.* Các công ty cần cung cấp các báo cáo tập trung hơn nhằm thỏa mãn các yêu cầu khác nhau của người sử dụng. Những báo cáo ngắn hơn và với tần suất cao hơn có thể sẽ tốt hơn là các báo cáo dài và với tần suất thưa hơn, phụ thuộc vào đối tượng người đọc.

## Chapter 4

Các quốc gia thị trường mới nổi (EM) chưa đứng trong hàng đầu của cuộc khủng hoảng, nhưng không nên đánh giá thấp khả năng bị tổn thương của các quốc gia này trước những tác động thứ cấp. Chương 4 xem xét các thị trường cổ phiếu tại các nền kinh tế mới nổi (EM) để đánh giá mức độ các

yếu tố nền tảng cơ bản/trong nước và nước ngoài/toàn cầu chi phối sự định giá trên thị trường cổ phiếu. Kết quả là các yếu tố toàn cầu và các yếu tố nền tảng cơ bản trong nước có tầm quan trọng như nhau trong việc giải thích diễn biến giá cổ phiếu của các nền kinh tế mới nổi. Sử dụng các thước đo khác nhau về sự tương quan, Chương 4 cũng kết luận quy mô lan truyền tới các thị trường cổ phiếu mới nổi tăng lên, cho thấy một kênh truyền tải đang mạnh lên đối với các diễn biến giá cổ phiếu. Điều này có thể, lần lượt, tác động tới tiêu dùng và đầu tư tại các thị trường mới nổi, mặc dù những mối liên kết tài chính- vĩ mô như thế còn thấp và có xu hướng mất dần. Tuy nhiên, chương này cho thấy các nhà hoạch định chính sách cần duy trì sự tham gia lâu dài hơn vào việc xây dựng khả năng chống đỡ cho các thị trường tài chính trong nước của họ.

Cụ thể là, người ta biết đến các chính sách chuẩn mực điển hình có thể giúp thị trường có khả năng chống đỡ cao hơn về trung hạn bao gồm:

- *Tăng cường một cơ sở các nhà đầu tư rộng hơn và đa dạng hơn.* Khuyến khích sự đa dạng các nhà đầu tư, kể cả các nhà đầu tư tổ chức, chẳng hạn như các quỹ lương hưu và công ty bảo hiểm, là những nhà đầu tư có xu hướng đầu tư dài hạn.
- *Hỗ trợ việc định giá.* Loại bỏ những cản trở đối với việc định giá theo cung cầu thị trường bằng cách tránh những trì hoãn giả tạo trong việc tiết lộ giá hoặc hạn chế những thay đổi về giá.
- *Hỗ trợ phát triển cơ sở hạ tầng.* Thông qua các quy tắc pháp lý, các quy định điều tiết và an toàn nhất quán với thông lệ quốc tế tốt nhất.
- *Đảm bảo sự vận hành tốt của các sàn giao dịch chứng khoán.* Một môi trường giao dịch mạnh mẽ và cơ sở hạ tầng hỗ trợ cho việc mua bán cổ phiếu và các công cụ tài chính mới có thể giúp phát triển các thị trường vốn, cho dù cần có lịch trình phù hợp cho việc kiện toàn và đổi mới

\* \* \*

Một số bài học chính sách từ khủng hoảng hiện đang bắt đầu được thực hiện và cần xây dựng cũng như đánh giá nhiều chính sách hơn trước khi chúng được thực thi. IMF đã tranh luận rất tích cực về một số vấn đề, trong đó một vài vấn đề đã được đưa vào báo GFRS mới nhất này. Mặc dù không phải tất cả các khuyến nghị chính sách trong báo cáo GFRS tháng Tư, 2008 được nhắc lại ở đây, nhưng tất cả đều vẫn còn phù hợp. IMF sẽ tiếp tục hợp tác với FSF, giám sát tiến độ và hỗ trợ các quốc gia thành viên thông sự giám sát song phương, bao gồm cả Chương trình Đánh giá Khu vực Tài chính, và hỗ trợ kỹ thuật nhằm giúp các hệ thống tài chính của các quốc gia này lành mạnh hơn và chống đỡ tốt hơn trước các rủi ro khu vực tài chính toàn cầu.