

## Hệ thống tài chính đã ổn định, nhưng các thách thức tài khóa, cải cách và từ bỏ chính sách hỗ trợ vẫn còn ở phía trước

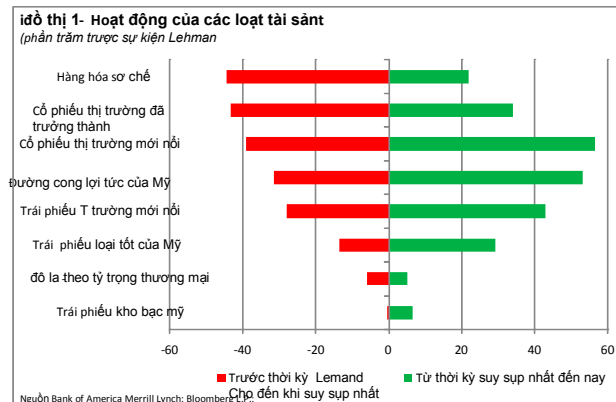
Những rủi ro hệ thống tiếp tục giảm đi nhờ các nền tảng kinh tế đã được cải thiện và hỗ trợ chính sách công lớn vẫn đang thực hiện. Cho dù có những cải thiện thì sự ổn định tài chính vẫn còn rất mong manh tại nhiều nước đã phát triển và một số các nước thị trường đang nổi chịu tác động mạnh của khủng hoảng. Sự ưu tiên hàng đầu là cải thiện sức khỏe của các hệ thống ngân hàng này để đảm bảo là kênh tin dụng hoạt động bình thường trở lại. Việc chuyển các rủi ro tài chính sang các bảng cân đối của chính phủ và các mức nợ công cao hơn cũng bổ sung thêm vào những rủi ro ổn định tài chính và làm phức tạp quá trình từ bỏ các hỗ trợ kinh tế. Các luồng vốn vào tại một số các nước thị trường đang nổi đang bắt đầu làm tăng các quan ngại về sức ép giá tài sản và sức ép tỷ giá hối đoái. Các nhà hoạch định chính sách tại các nước này có thể cần từ bỏ sớm hơn các chính sách hỗ trợ của họ để kiểm soát được các rủi ro đối với sự ổn định tài chính. Đối với tất cả các nước, mục tiêu là từ bỏ những sự can thiệp rất lớn của khu vực công để sang một hệ thống tài chính toàn cầu có sự an toàn hơn, nhưng vẫn giữ được sự năng động cần thiết để hỗ trợ sự tăng trưởng bền vững.

Các thị trường tài chính đã phục hồi mạnh mẽ từ các vùng đáy của chúng, nhờ ảnh hưởng của sự cải thiện các nền tảng kinh tế và sự hỗ trợ chính sách được duy trì (xem bài *Cập Nhật Triển Vọng Kinh tế Thế Giới* tháng Một năm 2010). Sự ham muốn chứa đầy rủi ro đã trở lại, các thị trường cổ phiếu đã phục hồi và các thị trường vốn đã mở cửa trở lại. Vì vậy, giá của một diện rộng các tài sản đã phục hồi nhanh chóng từ mức thấp lịch sử của chúng vì những nỗi sợ hãi tồi tệ nhất của các nhà đầu tư về một

sự sụp đổ của các hoạt động kinh tế đã không trở thành hiện thực (đồ thị 1).

Những diễn biến tích cực này đã dẫn đến việc giảm tổng thể các rủi ro hệ thống. Các rủi ro thị trường và tín dụng đã giảm thấp phản ánh một triển vọng kinh tế thuận lợi hơn và một sự lắng dịu các rủi ro kinh tế vĩ mô, cùng với sự hỗ trợ từ các điều kiện tài chính và tiền tệ nói lỏng. Những rủi ro thị trường mới nổi cũng đã giảm đi. Các điều kiện tài chính và tiền tệ dễ dàng hơn đang thịnh hành trong khi hữu ích cho nền kinh tế, thì cũng chỉ ra một số những thách thức trong tương lai cần được giám sát một cách cẩn thận.

Thậm chí với sự cải thiện tổng thể, sự hàn gắn hệ thống tài chính vẫn còn xa mới hoàn tất và sự ổn định tài chính vẫn còn mong manh. Vẫn còn có các thách thức đầy áp lực từ cuộc khủng hoảng. Đồng thời các rủi ro mới đang nảy sinh



do các hỗ trợ ngoại lệ nhờ các biện pháp chính sách đã được thực thi. Trên thực tế, sự hỗ trợ chính sách chưa từng có trong tiền lệ đã đến cùng với một chi phí của sự tăng lên đáng kể rủi ro đối với bảng cân đối của chính phủ và sự tăng thêm hậu quả trong các gánh nặng nợ quốc gia. Điều này đang làm tăng những rủi ro mới đối với sự ổn định tài chính trong tương lai. Đồng thời, một số nước thị trường đang nổi chính—các nền kinh tế đã phục hồi mạnh mẽ, làm tăng những quan ngại về các áp lực tăng lên trên cả giá tài sản và tỷ giá. Do đó, thời gian, trình tự bước đi, và sự thực hiện việc kết thúc các chính sách hỗ trợ để sang một hệ thống tài chính mới được cải tổ lại sẽ đòi hỏi sự điều hành khéo léo của các nhà hoạch định chính sách.

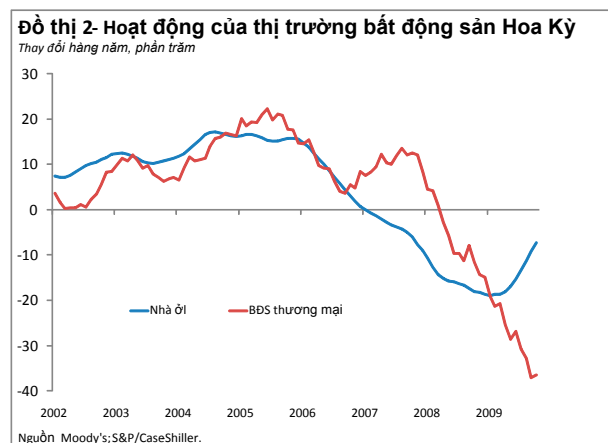
### Các Ngân Hàng và Tín dụng

Thách thức lớn đầu tiên là để khôi phục sức khỏe của hệ thống ngân hàng và dự phòng tín dụng nói chung. Đối với điều này, thì cần phải có quá trình giảm đòn bẩy nợ thực hiện trong hệ thống ngân hàng vẫn diễn ra có trật tự và không đòi hỏi có các điều chỉnh lớn mà có thể làm xói mòn sự phục hồi. Quá trình hấp thụ các khoản lỗ tín dụng vẫn tiếp tục và được hỗ trợ bằng quá trình tăng vốn đang diễn ra. Các ước tính của chúng tôi về các khoản xóa nợ sẽ được cập nhật trong cuốn GFSR phát hành vào tháng Tư năm 2010; sự phục hồi của giá chứng khoán trên các bảng cân đối của các ngân hàng cho thấy là sự ước tính có thể sẽ thấp đi một chút so với trước đây nếu được ước tính lại ở thời điểm này.

Nhìn về tương lai, thậm chí vốn của một số ngân hàng đã tăng, nhưng có thể cần có sự tăng vốn bổ sung lớn để hỗ trợ sự phục hồi của tín dụng và tăng trưởng kinh tế bền vững theo các chuẩn mực đủ vốn mới của Ủy Ban Basel. Những chuẩn mực này xem ra sẽ trở thành các quy chuẩn của thị trường mà đã là cơ sở của

những tính toán của GFSR tháng Mười năm 2009 về những nhu cầu vốn còn lại.

Các khoản lỗ tín dụng nảy sinh từ các rủi ro suy giảm bất động sản thương mại được dự đoán là sẽ tăng mạnh trong tương lai (đồ thị 2). Những khoản xóa nợ dự báo được tập trung tại



các nước đã trải qua sự tăng giá lớn nhất và các điều chỉnh sau đó và phù hợp với các ước tính trước đây của chúng tôi

Các ngân hàng không chỉ đối mặt với nhiệm vụ tăng vốn thêm nữa, mà còn cần phải giải quyết những sự thiếu hụt nguồn vốn tiềm tàng. Như chúng tôi đã nêu trong cuốn GFSR tháng 10 năm 2009, có một bức tường thành lơ mơ về kỳ hạn trước mắt cho đến năm 2011-13. Nhu cầu tài chính lớn này là di sản của các kỳ hạn bị cắt ngắn đi trong thời gian khủng hoảng. Sự giảm sút niềm tin vì vậy có thể làm yếu đi nghiêm trọng khả năng của các ngân hàng để đáo hạn khoản nợ này.

Một mối quan ngại gần cận hơn đó là sự rút bỏ các thể thức cấp thanh khoản đặc biệt của NHTW và sự bảo lãnh của chính phủ cho các khoản nợ ngân hàng. Trong khi việc sử dụng cả hai loại chương trình đã giảm đi do các thị trường tiền tệ và nguồn vốn đã ổn định, vẫn có một số các ngân hàng phụ thuộc nhiều hơn các ngân hàng khác vào sự hỗ trợ này. Trừ phi các

yếu kém tại các ngân hàng này được xử lý cùng với sự rút bỏ các biện pháp hỗ trợ nguồn vốn, thì có một rủi ro là sự nguy khốn của ngân hàng quay trở lại và sự mất mát niềm tin tổng thể sẽ có thể gây ra những tác động hệ thống.

Tăng trưởng tín dụng ngân hàng chưa phục hồi tại các thị trường đã thuận thực cho dù có sự cải thiện gần đây của triển vọng kinh tế (đồ thị 3). Các điều tra thông qua các cán bộ tín dụng của ngân hàng đã cho thấy là các điều kiện cho vay tiếp tục được thắt chặt tại khu vực Châu Âu và Hoa Kỳ, cho dù mức độ thắt chặt đã giảm đi đáng kể. Mặc dù các nhân tố cung tín dụng có đóng một vai trò nào đó thì hiện tại nhu cầu tín dụng thấp xem ra là nhân tố chính hạn chế hoạt động cho vay tổng thể.

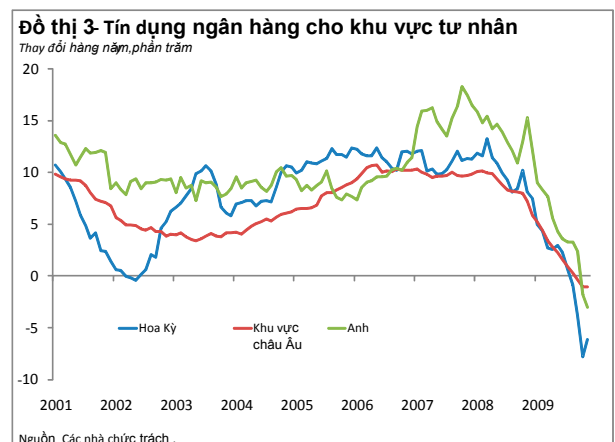
Tăng trưởng tín dụng ngân hàng đang tiếp tục giảm do các khuynh hướng chu kỳ tín dụng. Cho dù chu kỳ giảm thấp nhất đang đến, thì những triển vọng cho một sự phục hồi mạnh mẽ là rất không chắc chắn. Các nguồn tín dụng phi ngân hàng như phát hành trái phiếu doanh nghiệp đã hồi phục, nhưng trong nhiều trường hợp đã không đủ lớn để bù đắp cho phần giảm đi của tín dụng ngân hàng và đối với hầu hết các trường hợp đã được sử dụng để tái tài trợ cho các khoản dư nợ. Triển vọng kinh tế đang được cải thiện sẽ làm tăng cả nhu cầu tín dụng và mong muốn của ngân hàng cho vay ra, nhưng do các ngân hàng phải tiếp tục xử lý các thách thức về nguồn vốn và tăng vốn sở hữu, thì năng lực cho vay của chúng có thể bị hạn chế hơn. Sự không chắc chắn về khuôn khổ quy định điều tiết trong tương lai có thể cũng là một nhân tố khác tác động vào các quyết định cho vay của ngân hàng.

Sự kết hợp của việc tiếp tục xóa nợ của ngân hàng, các áp lực về nguồn vốn và vốn sở hữu, và tăng trưởng tín dụng yếu ớt đang được dự đoán sẽ hạn chế lợi nhuận tương lai của ngân

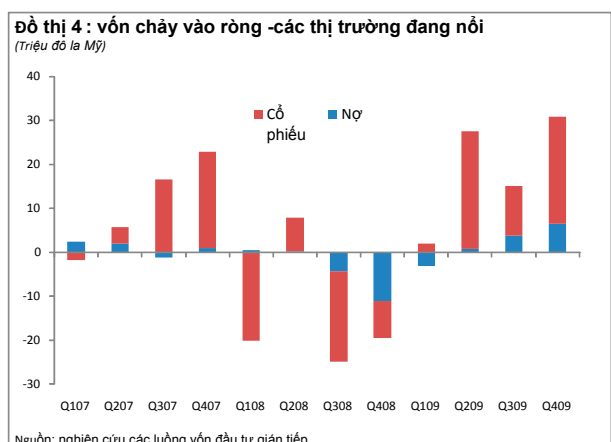
hàng. Điều này nhấn mạnh sự cần thiết phải có các bước đi kiên quyết hơn để thúc đẩy việc tái cơ cấu ngân hàng, nhằm đảm bảo là các ngân hàng có đủ mức lợi nhuận cận biên để vượt qua được các cú sốc và tăng thêm mức vốn tự có dự trữ

### Các luồng vốn vào các thị trường đang nổi

Trong khi các luồng vốn ngân hàng vào các thị trường mới nổi chưa hồi phục, thì sự phục hồi của các luồng vốn đầu tư gián tiếp đã hỗ trợ sự bình phục của các tài sản của thị trường mới



nổi, đặc biệt là cổ phiếu và bất động sản nhưng ở một chừng mực thấp hơn. Các quan ngại đã nảy sinh khi mà các luồng vốn vào này có thể dẫn đến các bong bóng tài sản và đặt ra các sức ép lên giá lên tỷ giá. Điều này có thể làm phức tạp sự thực thi các chính sách tiền tệ và tỷ giá ,

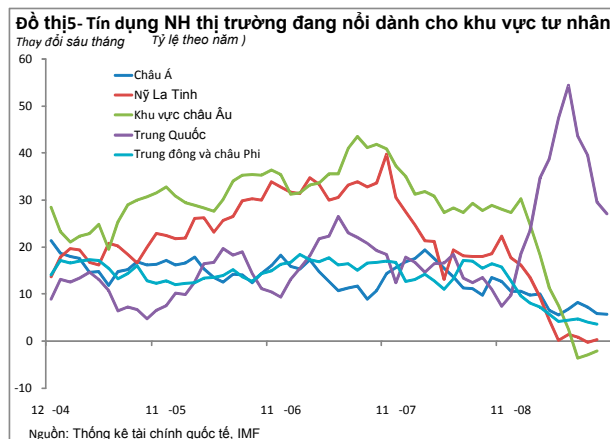


đặc biệt là tại các nước có các chế độ tỷ giá hối đoái kém linh hoạt.

Các luồng vốn này đang được định hướng nhờ một số các nhân tố. Lần tăng đầu tiên của các luồng vốn vào trong thời gian quý hai của năm ngoái xem ra là kết quả của các nhân tố đẩy, đó là các thay đổi trong mong muốn của các nhà đầu tư (đồ thị 4). Đã có một sự tái sinh rõ ràng của các ham muốn chứa đầy rủi ro được hưởng lợi từ tất cả các tài sản rủi ro. Các nhà đầu tư đã chuyển từ những nơi trú ẩn an toàn sang đi tìm kiếm lợi tức, trong bối cảnh lãi suất thấp tại các nước đã phát triển. Điều này có thể được nhìn nhận từ sự giảm giá của đồng đô la và giá trái phiếu kho bạc và các luồng vốn chảy ra ngoài từ các quỹ thị trường tiền tệ. Nhưng kể từ quý 2, các luồng vốn chảy vào đã được duy trì nhờ các nhân tố kéo, có thể gọi đó là các triển vọng tăng trưởng tốt hơn từ các thị trường đang nổi đặc biệt là tại Châu Á và Châu Mỹ La tinh. Các kỳ vọng về sự lên giá tỷ giá tại các khu vực này cũng đã kích thích các luồng vốn chảy vào.

Sự tăng giá các tài sản có thể chưa được coi là quá mức và rộng khắp, cho dù có một số nước và thị trường đang chịu áp lực gia tăng đáng kể. Lạm phát giá bất động sản vẫn còn trong phạm vi quy chuẩn lịch sử, với một vài sự ngoại lệ cục bộ.

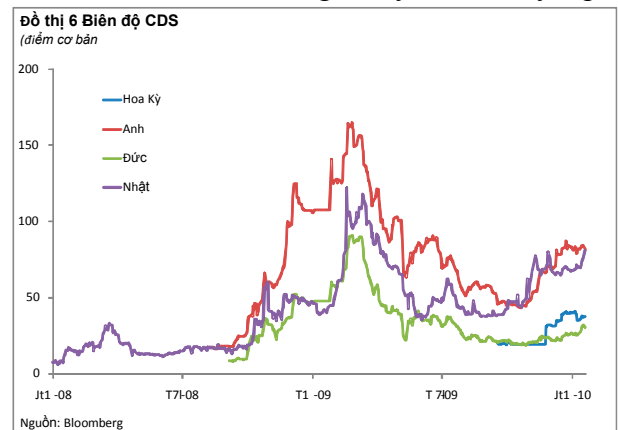
Hơn nữa, ngoài Trung quốc, tăng trưởng tín dụng tại các thị trường mới nổi chưa phục hồi một cách thỏa đáng (đồ thị 5). Điều này cho thấy rằng giảm đòn bẩy nợ chưa phải là một



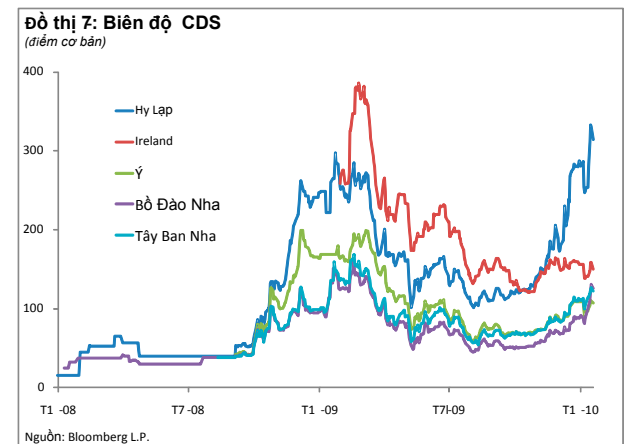
nhân tố thúc đẩy chính trong việc tăng giá các tài sản. Điều đó cho biết là các nhà hoạch định chính sách chưa thể có đủ điều kiện để tự mãn về các luồng vốn vào và lạm phát tài sản. Khi mà sự hồi phục diễn ra, thanh khoản phát sinh do các luồng vốn chảy vào có thể khơi mào cho một sự mở rộng tín dụng quá mức và tăng giá các tài sản không bền vững.

### Nợ quốc gia đang dưới sức ép

Các bên tham gia thị trường tài chính đang ngày một tập trung vào các vấn đề ổn định tài khóa giữa các nước đã phát triển. Những quan ngại về những bất ổn chính trị và tính bền vững đã nói rộng hơn biên độ Hoán đổi Nợ Xấu (CDS) cho Vương quốc Anh và Nhật Bản trong các tuần gần đây (đồ thị 6). Các nhà phát hành châu Âu khác, đáng chú ý nhất là Hy Lạp



đã phải chịu áp lực rõ ràng sau khi xếp hạng



của họ đã bị giảm thấp hoặc do sự không chắc chắn đã tồn tại dai dẳng đối với sự mất cân

bảng tài khóa và các kế hoạch củng cố ngân sách của họ (đồ thị 7).

Các dự báo của chúng tôi về nguồn cung ròng nợ khu vực công cho thấy một sự tăng đáng kể trong việc phát hành so với mức trung bình dài hạn trong 2-3 năm tới. Việc tăng thâm hụt ngân sách và nợ công đặt ra các thách thức quan trọng đối với các nhà hoạch định chính sách và các rủi ro cho sự ổn định tài chính.

Ở một mức tối thiểu, có một rủi ro là phát hành nợ công trong các năm tới có thể lấn lướt sự tăng trưởng tín dụng khu vực tư nhân, dần dần làm tăng lãi suất cho các bên vay tư nhân, và đặt ra một trở ngại cho sự hồi phục kinh tế. Điều này cũng có thể nảy sinh khi nhu cầu tín dụng tư nhân hồi phục và khi các ngân hàng vẫn còn có hạn chế về khả năng mở rộng tín dụng của họ, đặc biệt là khi các biện pháp hỗ trợ tài chính đang được xóa bỏ. Một rủi ro nghiêm trọng hơn đến từ sự tăng nhanh lãi suất của nợ công. Sự tăng nhanh lãi suất như vậy và đường cong lợi suất tăng dốc đứng hơn có thể có các tác động tiêu cực vào một diện rộng các tổ chức tài chính, và vào sự hồi phục kinh tế do nợ quốc gia bị định giá lại. Cuối cùng, có một rủi ro về sự mất mát lớn trong niềm tin của các nhà đầu tư tại một số các nhà phát hành quốc gia, với các ảnh hưởng tiêu cực đối với tăng trưởng kinh tế và hoạt động tín dụng tại các nước bị ảnh hưởng. Trong khi điều này có thể là một vấn đề cục bộ, có một rủi ro lan tỏa rộng hơn tới các nước và các thị trường khác và một cú sốc tiêu cực đến lòng tin.

### **Các ưu tiên chính sách**

Các nhà hoạch định chính sách hiện đang đối mặt với một hành động cân bằng khó khăn trong việc đánh giá về thời gian, bước đi và tuần tự của các chính sách ngừng các hỗ trợ, cả từ các chính sách tài chính và tiền tệ cũng như bắt đầu thực hiện một chiến lược trung hạn về

củng cố ngân sách và giảm nợ. Xóa bỏ các chính sách hỗ trợ sớm có thể đưa hệ thống tài chính vào vòng dễ tổn thương do các áp lực tăng mạnh trở lại (như áp lực tại các nước có sự hồi phục yếu ớt và vẫn còn có tính dễ tổn thương tài chính), trong khi việc xóa bỏ muộn hơn có thể gây kích thích tiềm năng nên áp lực lạm phát và gieo các mầm mống khủng hoảng trong tương lai (như tại các nước có các rủi ro tài chính quá mức và tăng trưởng quá nóng).

Trong tương lai gần, các chính sách nên tập trung vào việc đảm bảo an toàn cho sự ổn định tài chính mà hiện vẫn còn đang khá mong manh, để đảm bảo cho sự hồi phục được duy trì và không có sự tái xuất hiện của các phản hồi tiêu cực giữa nền kinh tế thực và khu vực tài chính. Trong các nền kinh tế nơi mà có các dễ tổn thương tài chính dai dẳng thì nên tiếp tục có các nỗ lực để làm sạch các bảng cân đối ngân hàng, đảm bảo rằng sự đáo hạn các nguồn vốn diễn ra suôn sẻ và tái cơ cấu các ngân hàng yếu kém.

Tại các nước thị trường mới nổi đang có một sự hồi phục nhanh chóng thì các ưu tiên chính sách nên vẫn là để xử lý vấn đề luồng vốn chảy vào thông qua các chính sách kinh tế vĩ mô, gồm cả thông qua linh hoạt tỷ giá và các biện pháp an toàn.

Trong trung hạn, các chính sách nên nhằm vào việc củng cố ổn định tài chính, điều này sẽ là nền tảng cho tăng trưởng toàn cầu cân bằng, bền vững và mạnh mẽ. Cần làm giảm rủi ro của khu vực công thông qua sự củng cố tài khóa đáng tin cậy, trong khi các rủi ro bất nguồn từ các hoạt động tài chính tư nhân nên được xử lý bằng việc áp dụng một khuôn khổ điều tiết quy định mới.

### **Hệ thống tài chính trong tương lai**

Về tổng thể, việc rời bỏ các biện pháp hỗ trợ chưa từng có tiền lệ được thực hiện trong thời gian khủng hoảng phải là để sang một hệ thống

tài chính an toàn hơn cũng như đủ năng động và sáng tạo nhằm hỗ trợ cho sự tăng trưởng bền vững. Đạt được sự cân bằng đúng này giữa tính an toàn và tính năng động sẽ không phải là chuyện dễ dàng.

Một số khía cạnh của việc thực hiện đòi hỏi phải có sự chú ý đặc biệt. Các nhà hoạch định chính sách nên lưu tâm đến các chi phí gắn với sự không chắc chắn về quy định điều tiết trong tương lai do điều này có thể gây trở ngại đến các kế hoạch của các tổ chức tài chính đối với hoạt động kinh doanh và dự phòng tín dụng. Nhưng họ cũng nên tránh các rủi ro gắn với việc triển khai quá nhanh quy định điều tiết mới mà không có các nghiên cứu thích đáng xem liệu ảnh hưởng chung của chúng thế nào. Có một điều tiếp tục còn quan trọng là các sự khác biệt nên được giảm thiểu trong việc thực hiện quốc tế khuôn khổ quy định điều tiết mới để tránh sân chơi không công bằng và sự buôn bán chứng khoán theo quy định có thể làm tổn thương đến sự ổn định tài chính.

Để cải cách quy định điều tiết thành công, các quy định an toàn vĩ mô và vi mô sẽ phải bổ sung cho nhau và giúp giảm thiểu có hiệu quả các rủi ro hệ thống. Chỉ khi đó hệ thống tài chính có thể thực hiện công việc thỏa đáng của nó—trung gian các luồng vốn giữa bên tiết kiệm và bên đi vay theo các cách giúp cải thiện sự tăng trưởng kinh tế bền vững và ổn định tài chính.