

# Rủi ro nợ và quản trị rủi ro nợ công: khảo sát từ lý luận đến thực tiễn

PHẠM QUÝ LONG  
NGUYỄN THỊ PHI NGÀ

**T**hực tế nhìn lại ngay từ khởi điểm của khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2007-2008, hầu hết các nước phát triển đã có tỉ lệ nợ cao đáng kể, cao hơn ngưỡng chấp nhận thông thường là 60%. Điều gì đã ảnh hưởng đến viễn cảnh ban đầu và tại sao nhiều mô hình khác nhau được sử dụng một cách tích cực lại không phát hiện ra rủi ro nợ công cho đến lúc hậu quả tồi tệ đã bùng phát sau khi nó được khuếch đại và dẫn đến sự tan vỡ trong các thị trường nợ công toàn cầu? Đến nay, nhiều câu hỏi vẫn tiếp tục đặt ra rằng liệu các nhà chính sách đã có bộ công cụ đúng đắn để phòng ngừa và sửa chữa hệ thống trước khi những lo ngại liên quan đến rủi ro tín dụng nợ công xảy ra trong nền kinh tế thực hay chưa? Thực tiễn đã chứng minh không một thần dược duy nhất nào trong quản lý rủi ro nợ công là tỏ ra ưu thế tuyệt đối. Bài viết này thảo luận về khái niệm và cách thức quản trị toàn diện về rủi ro tín dụng công từ góc độ phân tích kết hợp với các khía cạnh tài chính vĩ mô mà IMF đã khuyến cáo.

## 1. Một số vấn đề lý luận chung

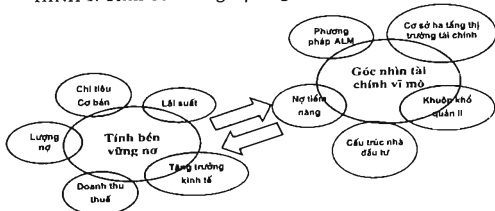
Đến nay, trong nghiên cứu về nợ công và quản trị nợ công, nhiều câu hỏi vẫn tiếp tục đặt ra rằng liệu các nhà chính sách đã có bộ công cụ đúng đắn để phòng ngừa và sửa chữa hệ thống trước khi những lo ngại liên quan đến rủi ro tín dụng nợ công xảy ra trong nền kinh tế thực hay chưa? Vì thế, đối với một hệ thống phức tạp của sự liên kết trực tiếp và gián tiếp giữa các bảng cân đối kế toán công với công ty, người dân, các tổ chức ngân hàng và phi ngân hàng cần có một cách tiếp cận rộng hơn trong vấn đề xác định và ước tính

rủi ro nợ công.

### 1.1. Khảo sát cách tiếp cận nghiên cứu mới của IMF:

Rủi ro và quản trị rủi ro nợ công cần được hiểu và xem xét từ góc nhìn tài chính vĩ mô. Có thể nói bài học quan trọng nhất từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu (GFC) 2007-2008 là rủi ro nợ công không chỉ đơn thuần là rủi ro về tài khóa. Sự phân tích rủi ro nợ công cần phải vượt lên khỏi phương pháp dựa trên tính bền vững nợ truyền thống để bao quát hết mạng lưới phức tạp của các tương tác tài chính vĩ mô (hình 1).

HÌNH 1: Tính bền vững nợ và góc nhìn tài chính vĩ mô



Nguồn: IMF, 2012.

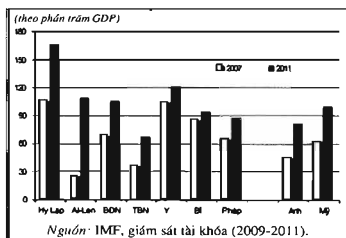
Phạm Quý Long. PGS.TS., Viện Nghiên cứu Đông Bắc Á; Nguyễn Thị Phi Nga. TS., Đại học Quốc gia Hà Nội.

Trong nghiên cứu cảnh báo về rủi ro và quản trị rủi ro nợ công, thực tiễn trước GFC được IMF coi là tiền đề nghiên cứu gồm:

*Thứ nhất*, bối cảnh nợ trước khủng hoảng và các nghiên cứu dự báo vĩ mô trung hạn.

Các nghiên cứu hiện nay cho thấy rằng, sự nhận thức tập trung duy nhất vào hoạt động quản trị rủi ro khả năng thanh toán nợ công ở thời kỳ đầu thập niên 2000 ở hầu hết các quốc gia trên thế giới đã bỏ qua tầm quan trọng của sự ràng buộc trực tiếp và ngẫu nhiên của các bảng cân đối kế toán liên ngành với (bảng

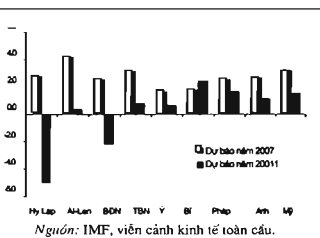
**HÌNH 2: Tỷ lệ nợ công trên GDP**



Năm 2007, các thị trường tài chính đã ổn định và dự báo viễn cảnh kinh tế vĩ mô trung hạn của các nền kinh tế có tỷ lệ nợ cao này không đưa ra nhận xét nào khác ngoài sự tăng trưởng ổn định và bền vững. Ví dụ, đối với khu vực đồng Euro, các dự báo viễn cảnh tăng trưởng kinh tế toàn cầu (WEO) thực hiện năm 2007 cho giai đoạn 2007-2011 trung bình là 4,2%, và chỉ ra một đường đồ thị nợ hợp nhất trơn tru. Thị trường nhà đất đi xuống ở Mỹ và tác động kéo theo của GFC lại dẫn đến những điều chỉnh giảm nghiêm trọng trong dự báo xu hướng nợ hợp nhất và viễn cảnh kinh tế vĩ mô (hình 3). Năm 2011, khối lượng nợ công của Khu vực đồng Euro đã tăng 40% so với mức năm 2007, và tỷ lệ tăng trưởng GDP danh nghĩa giảm xuống còn 1,5% trong lòng tin và các kỳ vọng về các sự kiện tương lai, không đơn thuần là các chỉ số tài chính vĩ mô, đã đóng vai trò quan trọng trong việc xác định lộ trình tương lai của quỹ

cân đối kế toán) nợ công. Chính khía cạnh này đã đóng vai trò quyết định trong nhiều trường hợp, các nước phải hứng chịu ảnh hưởng trực tiếp của GFC. Tại khởi điểm của cuộc khủng hoảng, tính bền vững nợ ở các quốc gia phát triển không phải là vấn đề, mặc dù mức nợ công của họ đã vượt mức 60% GDP trong một số trường hợp (hình 2). Tính trung bình, nợ công Khu vực đồng Euro đã dao động trong khoảng 69% GDP những năm 2000-2007. Năm 2007, mức nợ công của Italia, Hy Lạp, Bỉ đã tăng vọt lên lần lượt 105, 85, 79% GDP.

**HÌNH 3: Dự báo tăng trưởng GDP 2011**



đạo nợ công. Những điều chỉnh liên tục của các nước phát triển về tỷ lệ nợ công và dự báo tăng trưởng đã chứng minh nhận thức của thị trường rằng nợ công của các nền kinh tế phát triển không còn an toàn như trước nữa. Sự liên kết mạnh mẽ giữa các bảng cân đối kế toán của nợ công và ngân hàng, kết hợp với sự suy giảm triển vọng của ngành tài chính và bất động sản, góp phần làm trầm trọng hơn nữa nhận thức về rủi ro tín dụng nợ công trong các nền kinh tế phát triển.

*Thứ hai*, từ tính bền vững nợ đến cái nhìn rộng hơn về tài chính vĩ mô.

Hầu hết cách tiếp cận nghiên cứu rủi ro nợ công trước GFC 2007-2008, đôi chỗ, coi rủi ro nợ công được xem như rủi ro về tính bền vững nợ của một quốc gia, nói cách khác, là khả năng tỷ lệ nợ vượt khỏi một ngưỡng nhất định. Dưới cách tiếp cận thuần về tài khóa vĩ mô, rủi ro nợ công được định nghĩa như rủi ro thanh toán về chi tiêu cơ bản, khối lượng nợ

đánh nghĩa và doanh thu thuế. Trong phương pháp phân tích tính bền vững nợ, tính tổng giá trị hiện tại của các dòng nợ, các nhân tố thị trường và nhà đầu tư tham gia vào phép tính chỉ thông qua biến số chiết khấu. Mặt chất lượng của tổ hợp khối lượng nợ mà thông qua đó phản ánh sự điều chỉnh các kỳ vọng của thị trường, hầu hết đã bị bỏ qua. Sự phụ thuộc vào phương pháp tài khóa tính rủi ro nợ công đã trở nên quá hạn hẹp để xác định các thử thách tài chính vĩ mô mà nợ công đối mặt. Hiện nay, điều đang được công nhận rộng rãi là với sự biến chuyển sâu rộng của các thị trường vốn toàn cầu và nội địa, sự gắn kết giữa các bảng cân đối kế toán của nợ công các khu vực tài chính ở các nước phát triển, khái niệm rủi ro nợ công chắc chắn phải mở rộng để bao trùm một tập hợp lớn hơn các yếu tố rủi ro.

Cottareli (2011a) đã định nghĩa rủi ro tài cấp vốn hay rủi ro ổn định tài chính là khả năng dịch chuyển của các chỉ số tài khóa nhất định đến vùng nguy hiểm, hay các dạng khác của sốc, sẽ khơi mào một phản ứng thị trường tiêu cực. Khái niệm này dựa trên 3 khía cạnh: (1) các biến tài khóa cơ bản thường xuyên được nắm bắt bằng các phân tích khả năng thanh toán tài khóa cơ bản; (2) tổ hợp của tài sản và nợ công và sự quản lý nó (ví dụ nhu cầu tái cấp vốn, cấu trúc kỳ hạn, và rủi ro thị trường toàn cầu), (3) các yếu tố ảnh hưởng xu hướng tài khóa dài hạn.

Baldacci và cộng sự, (2011) cũng đã xây dựng các chỉ số áp lực tài khóa bằng cách sử dụng các khái niệm của các sự kiện khủng hoảng thuộc về 4 tiêu chí: (i) vỡ nợ công hoặc tái cấu trúc; (ii) chương trình của IMF với hơn 100% năng lực tiếp cận hạn ngạch; (iii) lạm phát cực cao; (iv) lợi suất trái phiếu chính phủ cực cao. Một số dẫn chứng, các phân tích rủi ro nợ công cần phải nắm bắt những rủi ro đến từ cấu trúc và tổ hợp của nợ, cơ sở hạ tầng hiện tại của thị trường vốn, khuôn khổ pháp lý, tổ hợp các nhà đầu tư nền tảng của đất nước (ngoài tỷ trọng của chủ nợ nước ngoài với trong nước), các điều

kiện cấp vốn của các tập đoàn quan trọng trong hệ thống và các công ty tài chính, v.v.

Rõ ràng các chính sách phản ứng không đầy đủ trong việc ngăn chặn và quản lý khủng hoảng tín dụng công một cách kịp thời có thể được giải thích bằng nhận thức sai lầm về bản chất của rủi ro nợ công. Sự tập trung quá mức vào các chỉ số tài khóa vĩ mô truyền thống và hiểu biết kém về ổn định tài chính và các tác động của thị trường vốn đối với bảng cân đối kế toán nợ công có thể góp phần vào việc định giá sai các tài sản công trước khủng hoảng. Yếu kém về "thận trọng vĩ mô", khuôn khổ pháp lý và công tác quản lý nợ công cũng đặt nền tảng cho sự hoảng loạn của thị trường diễn ra nhanh, rộng và bị khuếch đại hơn.

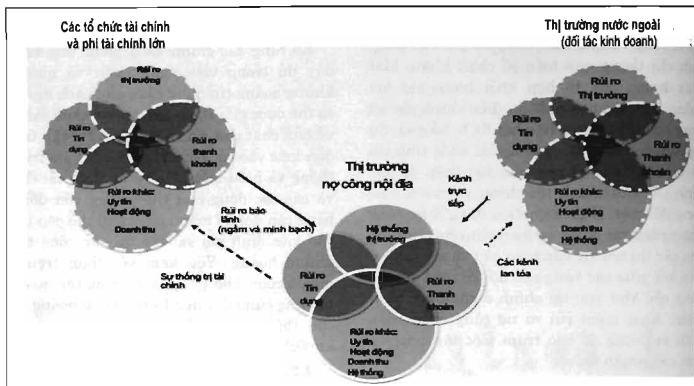
## ***1.2. Rủi ro nợ công mang bản chất gì?***

### ***1.2.1. Định nghĩa phổ quát***

Trước đây nghiên cứu về rủi ro nợ công thường căn cứ theo cách hiểu định nghĩa cổ điển với 3 thành tố căn bản (thanh toán, thanh khoản và thị trường) và đặt trong mối tương quan khép kín, tách biệt với biến động thị trường tài chính toàn cầu. Tuy nhiên, sau GFC 2007-2008, IMF đã đưa ra cách tiếp cận mới. Mặc dù đã được sử dụng phổ biến từ năm 2009, song vẫn còn tồn tại một vài điểm chưa thật sự đồng thuận về cách định nghĩa rủi ro nợ công tốt nhất.

Udaibir S. Das, Maria A. Oliva và Takahiro Tsuda (IMF, 2012) đề xuất mở rộng các khái niệm cao cấp trong tài liệu nghiên cứu "Tài chính vĩ mô" và "Thận trọng vĩ mô" để kết hợp các rủi ro tài chính vĩ mô mà rủi ro nợ công đối mặt. Theo các tác giả này, rủi ro nợ công là một tổ hợp phức tạp của các rủi ro tác động qua một số kênh đến bảng cân đối kế toán nợ công một cách tổng hợp (hình 4). Ví dụ, rủi ro tín dụng từ các định chế tài chính hệ thống sẽ ảnh hưởng đến thành phần nợ tiềm ẩn trong bảng cân đối nợ công, trong khi rủi ro thị trường có thể tác động tới tổng thu tài khóa và dự trữ ngoại hối.

HÌNH 4: Định nghĩa rủi ro nợ công



Nguồn: IMF, 2012.

Tuy nhiên, nếu sử dụng phương pháp cân đối kế toán, rủi ro nợ công có thể được định nghĩa là khả năng suy thoái nghiêm trọng của bảng cân đối kế toán chính phủ, thông qua sự bất ổn gia tăng ở thị trường trong nước (lĩnh vực tài chính, thị trường tín dụng công, lĩnh vực bất động sản, khu vực ngoại) và/hoặc sự bất ổn ở các thị trường ngoài nước lan tỏa vào. Về mặt biểu diễn toán học ta có:

Rủi ro nợ công Khả năng xảy ra  $\geq$  Ngưỡng

$$\equiv \text{Xác suất } (A < A_{\text{ngưỡng}} \cup L > L_{\text{ngưỡng}} \cup K < K_{\text{ngưỡng}}) \cup \text{Ngưỡng} \quad (1)$$

Trong đó: A: tài sản, L: nợ, K: tổng nợ hoặc tổng giá trị của 1 nước.

Như vậy, sự thu hẹp bảng cân đối kế toán có thể được giải thích bằng sự giảm giá trị tài sản hoặc tăng nợ của một quốc gia. Nó có thể bị chi phối bởi các yếu tố làm tăng giá trị của các khoản nợ công hoặc giảm giá trị tài sản công, do đó dẫn đến bảng cân đối kế toán trở nên tồi tệ hơn. Động lực của phía tài sản có thể khác nhau khá lớn giữa các nước và tùy theo từng hoàn cảnh cụ thể. Ví dụ, đối với tài

sản cố định, giá trị và tính thanh khoản của bất động sản công có thể xấu đi nghiêm trọng trong những giai đoạn căng thẳng. Các tài sản từ những nước giàu dầu mỏ cũng sẽ bị ảnh hưởng nghiêm trọng bởi biến động trong các thị trường về dầu mỏ và hàng hóa liên quan. Hơn nữa, định nghĩa “nghiêm trọng” có thể khác nhau tùy quốc gia. Ví dụ, các nền kinh tế từng có lịch sử vỡ nợ có thể chịu thiệt thòi vì ác cảm rủi ro cao (Eichenreen và Hausmann, 1999) và ngưỡng “nghiêm trọng” của họ có thể thấp hơn các nước chưa từng vỡ nợ. Một sự khái niệm hóa về tính “nghiêm trọng” cần có sự kiểm tra mạng lưới phức tạp của các chỉ số rủi ro (ví dụ chỉ số tính thanh khoản và khả năng thanh toán) so với các giá trị ngưỡng định trước.

#### 1.2.2. Sự mở rộng khái niệm và phân loại rủi ro nợ công:

Khái niệm: rủi ro nợ công là tổ hợp các rủi ro.

Từ định nghĩa tổng quát nêu trên, rủi ro nợ công có thể mở rộng là một hỗn hợp phức tạp của các nhân tố rủi ro tác động vào bảng

cân đối kế toán nhà nước một cách tổng hợp thông qua các kênh đa dạng. Rủi ro nợ công bao gồm: (i) rủi ro nợ công nội địa xuất phát từ bảng cân đối kế toán nhà nước; (ii) rủi ro phản ứng tiêu cực trong nước bắt nguồn từ tác động của các định chế hệ thống trên bảng cân đối kế toán nhà nước; (iii) rủi ro xuyên quốc gia tràn qua từ các nền kinh tế nước ngoài ảnh hưởng đến bảng cân đối kế toán nhà nước. Phương trình (1) có thể được viết lại như một sự kết hợp của các rủi ro đến từ sự mở rộng liên kết giữa các ngành và các nước như hình 1 đã nêu ở trên.

$$\text{Rủi ro nợ công} \equiv F(\text{rủi ro}^{i, d, \text{sov}}, \text{rủi ro}^{i, d, \text{SI}}, \text{rủi ro}^{i, \text{nước ngoài}}) \quad (2)$$

Với tác động của sự kiện  $i$  (khả năng thanh toán, tính thanh khoản, thị trường, hoạt động) thúc đẩy thông qua bảng cân đối kế toán nhà nước (sov) của thị trường nội địa (d). Tổ hợp rủi ro có thể được phân ra như sau:

(i) Rủi ro  $i, d, \text{sov}$  thể hiện rủi ro nợ công nội địa, hay những rủi ro nội địa xuất phát trực tiếp từ bảng cân đối kế toán nhà nước. Trong bối cảnh này, các thành phần rủi ro kinh tế địa phương để cập đến các rủi ro thị trường tài chính do yếu tố trong nước duy nhất. Điều kiện thị trường tài chính toàn cầu chủ yếu được xem xét trong bối cảnh lan tỏa xuyên quốc gia và các rủi ro đến từ ngoài nước:

$$\text{rủi ro}^{i, d, \text{sov}} = \text{rủi ro}^{\text{khả năng thanh toán, d, sov}} \text{rủi ro}^{\text{thanh khoản, d, sov}} \text{rủi ro}^{\text{kinh tế địa phương, d, sov}} \text{rủi ro}^{\text{khác, d, sov}} \quad (2a)$$

(ii) Rủi ro  $i, d, \text{SI}$  đại diện cho phản ứng tiêu cực trong nước, hay các rủi ro nội địa xuất phát từ các định chế hệ thống (SI) trong tài chính nội địa và khu vực doanh nghiệp tác động vào bảng cân đối kế toán nhà nước thông qua các cam kết minh bạch và ngầm, và sự nắm giữ nợ công. Đây là khả năng cao nhất trong bối cảnh liên kết giữa nợ công và khối ngân hàng.

$$\text{Rủi ro}^{i, d, \text{SI}} = \text{rủi ro}^{\text{khả năng thanh toán, d, SI}} \text{rủi ro}^{\text{thanh khoản, d, SI}} \text{rủi ro}^{\text{kinh tế địa phương, d, SI}} \text{rủi ro}^{\text{khác, d, SI}} \quad (2b)$$

(iii) Rủi ro  $i, f$  đại diện cho các tác động từ ngoài nước, hay rủi ro xuất phát từ các thị trường nước ngoài ( $f$ ) ảnh hưởng đến bảng cân đối kế toán nhà nước thông qua lĩnh vực bất động sản hoặc tài chính (như giao dịch hối đoái, nợ không thu hồi được từ các công dân nước ngoài), hoặc thay đổi trong kỳ vọng thị trường. Những rủi ro này cũng là tổ hợp của rủi ro nợ công trong nước, các phản hồi xấu trong nước từ các tổ chức hệ thống, và rủi ro nợ công nước ngoài.

$$\text{Rủi ro}^{i, f} = \emptyset (\text{rủi ro}^{f, f, \text{sov}}, \text{rủi ro}^{f, f, \text{SI}}, \text{rủi ro}^{f, \text{foreign}}) \quad (2c)$$

Khi rủi ro  $ro^f$  (rủi ro từ nợ công nước ngoài) cũng là phương trình của:

(i') (rủi ro nợ công trong nước của nước ngoài)

$$\text{Rủi ro}^{f, f, \text{sov}} = \text{rủi ro}^{\text{khả năng thanh toán, d, sov}} \text{rủi ro}^{\text{thanh khoản, d, sov}} \text{rủi ro}^{\text{kinh tế địa phương, d, sov}} \text{rủi ro}^{\text{khác, d, sov}}$$

(ii) rủi ro đến từ các tổ chức hệ thống của chính nó

$$\text{rủi ro}^{\text{khả năng thanh toán, d, SI}} \text{rủi ro}^{\text{thanh khoản, d, SI}} \text{rủi ro}^{\text{kinh tế địa phương, d, SI}} \text{rủi ro}^{\text{khác, d, SI}}$$

và (iii') rủi ro đến từ nước thứ 3

$$\text{Rủi ro}^{f, \text{nước ngoài}} = \text{rủi ro}^{\text{khả năng thanh toán, nước ngoài}} \text{rủi ro}^{\text{thanh khoản, nước ngoài}} \text{rủi ro}^{\text{kinh tế địa phương, nước ngoài}} \text{rủi ro}^{\text{khác, nước ngoài}}$$

Như vậy, dựa trên khuôn khổ tiếp cận lý thuyết như IMF đã khuyến cáo, bài viết tiếp tục thảo luận dưới các kênh đa dạng thông qua đó 3 thành phần rủi ro trong tổ hợp rủi ro đó đã được khuếch đại và hiện thực hóa trong suốt GFC 2007-2008 mang nội dung như thế nào?

## 2. Sự khuếch đại và biểu hiện của rủi ro nợ công và sự ổn định tài chính vĩ mô trong thực tiễn GFC vừa qua

Có thể thấy khái niệm mở rộng của rủi ro nợ công trình bày ở trên đã nổi lên dưới nhiều dạng trong cuộc khủng hoảng 2007-2008. Nó là bằng chứng rõ nhất trong bối cảnh ổn định tài chính, với sự thất bại của bảng cân đối kế toán nhà nước và ngân

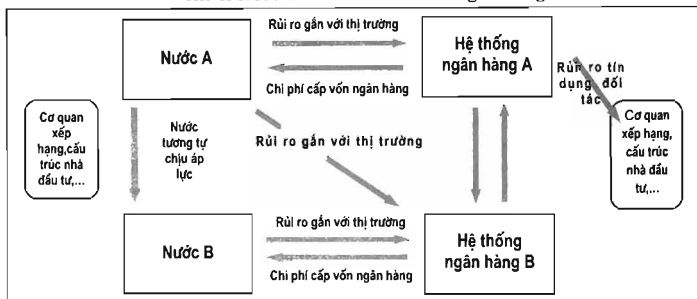
hàng; những sự tiếp xúc lớn hơn với các cú sốc bên ngoài thông qua các kênh tài chính. Sự năng động của đầu tư toàn cầu, thông qua các thay đổi trong cấu trúc các nhà đầu tư và tổ hợp của các dòng vốn thể hiện sự chuyển giao rủi ro nợ công từ một nước sang nước khác và vai trò toàn cầu của nó.

### 2.1. Mối liên kết nhà nước – ngân hàng: bối cảnh và các kênh

Rủi ro tín dụng nhà nước có thể phát triển thông qua cả 2 bên của bảng cân đối kế toán ngân hàng (ví dụ thông qua danh mục vay và huy động vốn), dẫn đến các phản hồi tiêu cực (hình 5). Nó được luân chuyển qua các kênh đa dạng (Merler và Pisani-Ferry, 2012) bao gồm: (i) các khoản lỗ gắn với thị trường trong việc nắm giữ trái phiếu chính

phủ; (ii) sự tăng chi phí cấp vốn ngân hàng bởi sự định giá lại rủi ro, bao gồm giảm xếp hạng tín dụng và giảm giá trị nhiều hơn trong hỗ trợ thanh khoản từ ngân hàng trung ương. Hơn nữa, áp lực cấp vốn cho ngân hàng có thể dẫn đến các khoản bảo lãnh chứng khoán ngân hàng, do đó làm tăng gánh nặng nợ công. Trong GFC, sự hỗ trợ trực tiếp từ Nhà nước đến lĩnh vực tài chính trong một số nước phát triển trung bình khoảng 6,8% GDP, nhưng phạm vi chênh lệch rất rộng. Trong trường hợp của Ai Len, chính quyền đã hỗ trợ lĩnh vực ngân hàng nội địa đến 41% GDP (IMF, 2011b). Sự tăng cường mối liên hệ giữa bảng cân đối kế toán giữa nhà nước và ngân hàng nội địa làm tăng kênh lưu chuyển các cú sốc 2 chiều.

HÌNH 5: Mối liên kết nhà nước – ngân hàng



Do vậy, ảnh hưởng của lan truyền 2 chiều có thể củng cố cho nhau, có xu hướng đạt đến một điểm mà các bảo lãnh ngầm của nhà nước cho ngân hàng dẫn đến thiệt hại giá trị. Sự thất chặt của mối liên kết giữa bảng cân đối kế toán nhà nước và ngân hàng dẫn khởi sự cần thiết của việc đánh giá chung các yếu điểm của nhà nước và ngân hàng. Trong những năm qua, các hợp đồng hoán đổi nợ xấu, hay hoán đổi rủi ro vỡ nợ tín dụng (Credit Default Swap – CDS) của Nhà nước và ngân hàng ở khu vực đồng Euro cho thấy sự liên quan mật

thiết, phản ánh quan điểm thị trường trong mối liên hệ phản hồi tiêu cực.

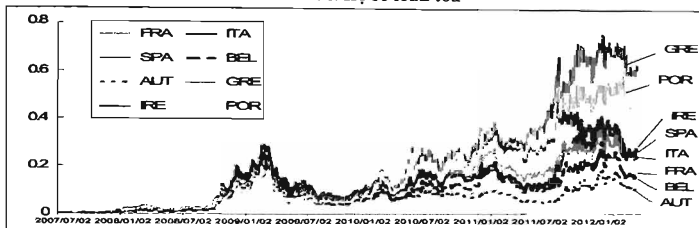
Mối quan hệ chặt chẽ giữa nhà nước và các tổ chức tài chính trong nước có thể dẫn tới sự tập trung các rủi ro tài chính trong trung và dài hạn. Trong ngắn hạn, cả nhà nước và ngân hàng chia sẻ chung những lợi ích: sự nắm giữ số lượng lớn trái phiếu chính phủ của ngân hàng đảm bảo ổn định tài chính cho nhà nước, trong khi các ngân hàng cải thiện tỷ lệ thanh khoản bằng việc tích góp các trái phiếu có rủi ro trung bình thấp của Chính phủ. Tuy nhiên, sự gắn kết quá

lớn giữa 2 bảng cân đối kế toán có thể làm trầm trọng hơn tác động lan tỏa trong tương lai và làm tăng sự dễ tổn thương của hệ thống.

Trên kênh quốc tế, sự mất niềm tin ở một thị trường nợ công có thể dẫn đến các hiệu ứng tiếng gõ (knock-on) đến các nước suy thoái khác (Claesens và Forbes, 2001). Những hiệu ứng lây lan phổ biến này lan qua các nước có tỷ lệ nợ cao đã được chứng minh một lần nữa trong GFC. Ở Châu Âu,

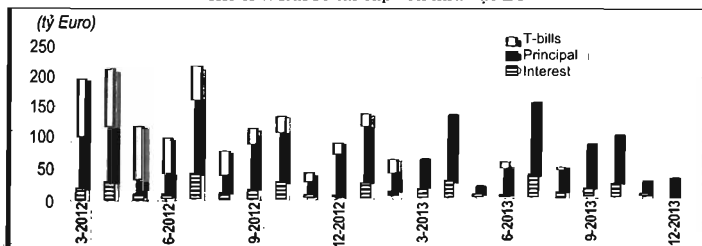
rủi ro lan truyền nợ công (được tính bằng hệ số lan truyền, tổng các xác suất để tình hình nợ công xấu ở một nước làm tình hình nợ công ở một nước khác xấu đi, hình 6) không chỉ tăng trong thời kỳ khủng hoảng đối với các nền kinh tế yếu kém mà đã cho thấy dấu hiệu gom cụm, phản ánh hệ thống tài chính tương tác cao trong khu vực. Sự liên kết mạnh mẽ này có thể giải thích tại sao cần các nỗ lực chính sách mạnh hơn.

HÌNH 6: Hệ số lan tỏa



Nguồn: Bloomberg và tính toán của nhân viên IMF.

HÌNH 7: Rủi ro tái cấp vốn khu vực EU



Nguồn: Bloomberg.

Hơn nữa, nhu cầu trả nợ cao của cả Nhà nước và các ngân hàng có thể làm tăng rủi ro tái cấp vốn, đặc biệt trong giai đoạn niềm tin của thị trường đang ở mức thấp. Trong các thời kỳ khủng hoảng, sự quan tâm của các nhà đầu tư toàn cầu đến các phiên đấu giá nhà nước bị suy giảm, làm tăng khả năng

đấu giá thất bại. Đến nay, khá ít phiên đấu giá thất bại trong thời kỳ GFC mặc dù nhu cầu tái cấp vốn của các nhà nước và ngân hàng rất cao. Tuy nhiên bảng cân đối kế toán yếu của nhà nước và ngân hàng có thể thiệt hại từ rủi ro tái cấp vốn cao thông qua sự dư thừa trong khả năng hấp thụ (hình 8).

**2.2. Quan điểm về các nhà đầu tư: cấu trúc nhà đầu tư và các dòng vốn**

Sự tổ hợp của cấu trúc nhà đầu tư là biến số chìa khóa trong phân tích rủi ro nợ công và sự ổn định tài chính. Sự thay đổi trong cấu trúc nhà đầu tư là yếu tố cực kỳ quan trọng trong việc xác định lợi nhuận (Andritzky, 2012). Hơn nữa, Arslanalp và Tsuda (2012) cho rằng tổ hợp của cấu trúc nhà đầu tư công có thể có ý nghĩa chính sách quan trọng trong rủi ro tái cấp vốn của Nhà nước (qua sự tham gia cao của các nhà đầu tư nước ngoài) và sự ổn định tài chính trong nước (qua việc tăng vai trò quan trọng của các ngân hàng trong nước). Tổ hợp cấu trúc nhà đầu tư cũng có thể được xác định bằng sự đa dạng của các nhà đầu tư. Một cấu trúc nhà đầu tư đa dạng có thể hỗ trợ tính thanh khoản của thị trường thứ cấp, trong khi cấu trúc nhà đầu tư phân tán có thể làm phức tạp thêm các mối quan hệ giữa các nhà đầu tư, và trong trường hợp xấu nhất, nó đặt ra thử thách trong đàm phán tái cấu trúc nợ xấu (ví dụ đàm phán PSI Hy Lạp). Có thể xem thêm Das và cộng sự (2012) để nghiên cứu quá trình tái cấu trúc nợ. Như vậy, trong GFC vừa qua, phía cầu của nợ công đang dần chiếm trung tâm sân khấu cấu trúc nhà đầu tư và các dòng vốn. Thực tế, cấu trúc nhà đầu tư của một nước phản ánh phía cầu của động lực nợ công, và đóng vai trò chủ đạo trong việc mất khả năng tiếp cận thị trường. Gelos và cộng sự (2004) cũng đã nhấn mạnh các khía cạnh định chế là những yếu tố quyết định cho việc tiếp cận các thị trường quốc tế của các nước đang phát triển.

Cụ thể hơn, bằng cân đối kế toán của các nhà đầu tư phản ánh mức độ ổn định của cầu trong thị trường, vì những nhà đầu tư có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao có xu hướng rút ra khỏi thị trường nhanh hơn những nhà đầu tư có đòn bẩy tài chính thấp. IMF (2011a) đã thảo luận chứng cứ về sự nhạy cảm của các nhà đầu tư trong thị trường trái phiếu chính phủ khu vực đồng euro, sự mất khả năng tiếp cận thị trường ở một số nước cũng như các phiên

đầu giá nợ ở Italia và Tây Ban Nha nửa cuối năm 2011.

Trên cả khu vực đồng Euro, Arslanalp và Tsuda (2012) đã khảo sát xu hướng toàn cầu trong cấu trúc nhà đầu tư của đa số các nước phát triển và xác định sự tăng lên của tỷ lệ nhà đầu tư nước ngoài trong cấu trúc nhà đầu tư là rủi ro trong tương lai. Các nhà đầu tư đã trở nên có chọn lọc hơn trong việc đánh giá rủi ro tín dụng nợ công. Trước GFC, hầu hết các nhà đầu tư có xu hướng cho rằng nợ công các nước phát triển hoàn toàn không rủi ro. Khủng hoảng nợ một lần nữa đã sắp xếp lại thứ hạng các rủi ro tín dụng nợ công giữa các nước khác nhau. Điểm mới trong thời gian này là các thị trường tài chính đã phát triển và liên kết hơn nhiều. Tập hợp của các rủi ro và sự thể hiện rõ ràng của nó buộc các nhà đầu tư phải trở nên nhạy cảm hơn với rủi ro. Các ngân hàng quốc tế đang chuyển tài sản của họ từ những nước đã từng được cho là không có rủi ro sang các nơi khác có đồng tiền dự trữ.

Sự suy giảm liên tục của các điều kiện nợ công ở các nước phát triển đã dẫn đến sự sụt giảm các tài sản an toàn. Sự khan hiếm tài sản thế chấp đủ điều kiện từ các nợ công phi rủi ro góp phần tạo ra hoạt động thiếu hiệu quả của thị trường tiền tệ liên ngân hàng cũng như cơ chế truyền tải của chính sách tiền tệ. Singh (2011) chứng tỏ, khi tài sản thế chấp có thể được tái sử dụng, hiệu ứng tổng thể trong sự suy giảm nguồn tài sản thế chấp cho các nhà kinh doanh (ví dụ giảm “nguồn” tài sản thế chấp nhân tốc độ quay vòng tài sản thế chấp) có thể làm giảm khoảng 4-5 nghìn tỷ USD trong tài sản thế chấp.

Nhìn về tương lai, các nền kinh tế phát triển có thể đối mặt với sự giảm mức xếp hạng tín dụng do gián đoạn của các hoạt động xếp hạng tín dụng và sự lan tỏa CDS mạnh trong khu vực đồng Euro so với các thị trường mới nổi với cùng mức xếp hạng tín dụng Xem Cotarelli (2011b) để có thể hiểu sâu hơn trong thảo luận về sự lan tỏa CDS và các yếu tố quyết định trong cuộc khủng hoảng.



Tóm lại, bản chất của rủi ro nợ công đã thay đổi bằng nhiều hướng khác nhau kể từ khi bắt đầu GFC 6-7 năm trước. Dưới cái nhìn thông thường, tỷ lệ nợ cao và sự dễ tổn thương của tài khóa đóng vai trò chìa khóa trong các nhận định thị trường về rủi ro nợ công. Tuy nhiên, các sự kiện gần đây đã phơi bày sự liên quan của nợ tiềm ẩn và mối liên kết giữa nhà nước với ngân hàng. Hơn nữa, GFC đã minh chứng sự thiếu các công cụ thích hợp để đo lường và quản lý nợ công. Sự phức tạp và chống chéo giữa bảng cân đối kế toán nhà nước, các tổ chức và người dân kêu gọi cần có một phương pháp tiếp cận toàn diện hơn về phân tích rủi ro và việc thử nghiệm áp lực đặt trọng tâm nhiều hơn về sự liên kết và các vòng lặp phản hồi gắn với rủi ro nợ công của các nền kinh tế trên thế giới./

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Aizenman, J., Hutchison, M.M., and Jinjarak, Y. (2011), "What is the risk of European sovereign debt defaults? Fiscal space, CDS spreads and market pricing of risk," NBER Working Paper 17407.
2. Arslanalp, S. and Tsuda, T. (2012), "Demand for Government Debt of Advanced Economies: A New Database," IMF Working Paper (forthcoming).
3. Baldacci, E., Perrova, I., Belhocine, N., Dobrescu, G., and Nazraani, S. (2011), "Assessing Fiscal Stress," IMF Working Paper/11/100.
4. Bank of England (2007), "A Guide to the Roles of the DMO and Primary Dealers in the UK Government Bond Market," available via internet at [http://www.dmo.gov.uk/objectview.aspx?type=searchResults&Terms=risk%20management&Realm=DMO\\_REALM&Match=1&page=Gilts/Operational\\_Rules](http://www.dmo.gov.uk/objectview.aspx?type=searchResults&Terms=risk%20management&Realm=DMO_REALM&Match=1&page=Gilts/Operational_Rules).
5. Claessens, S. and Forbes, K. (2001), "International Financial Contagion: An Overview" In Claessens, S. and Forbes, K. (eds). International Financial Contagion. Kluwer Academic Publishers, pgs. 3-17
6. Cottarelli, C. (2011a), "The Risk Octagon: A Comprehensive Framework for Assessing Sovereign Risks," available via internet at [www.imf.org/external/np/fad/news/2011/docs/Cottarelli1.pdf](http://www.imf.org/external/np/fad/news/2011/docs/Cottarelli1.pdf).
7. Cottarelli, C. (2011b), "Challenges of Budgetary and Financial Crisis in Europe?" Presentation at the London School of Economics and Political Science, November 18.
8. Das, U.S., Papaioannou, M., and Trebesch, C. (2010), "Sovereign Default Risk and Private Sector Access to Capital in Emerging Markets," IMF Working Paper, WP/10/10.
9. Das, U.S., Papaioannou, M.G., Pedras, G., Ahmed, F., and Surri, J. (2010), "Managing Public Debt and Its Financial Stability Implications," IMF Working Paper, WP 10/280
10. Das, U.S., Papaioannou, M.G., and Trebesch, C. (2012), "Sovereign Debt Restructurings 1950—2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts," IMF Working Paper (forthcoming).
11. Das, U.S. and Lindner, P. (2012), "The Sovereign Chief Risk Officer: A Multi-Dimensional View of the Sovereign Balance Sheet," mimeo.
12. De Broeck, M. and Guscina, A. (2011), "Government Debt Issuance in the Euro Area: The Impact of the Financial Crisis," IMF Working Paper 11/21.
13. Garcia, M. and Rigobon, R. (2004), "A Risk Management Approach to Emerging Market's Sovereign Debt Sustainability with an Application to Brazilian Data," NBER Working paper 10336.
14. Gelos, G., Sahay, R., and Sandleris, G. (2011), "Sovereign Borrowing by Developing Countries: What Determines Market Access?" Journal of International Economics, 83(2): 243-254.
15. Gray, D.F., and Malone, S. (2008), "Macrofinancial Risk Analysis," Wiley Finance.
16. Singh, M. (2011), "Velocity of Pledged Collateral: Analysis and Implications," IMF Working Paper 11/256.