

# KINH NGHIỆM QUỐC TẾ VỀ XÂY DỰNG THỂ CHẾ ỔN ĐỊNH KINH TẾ VĨ MÔ VÀ BÀI HỌC CHO VIỆT NAM

## THE INTERNATIONAL EXPERIENCES ON INSTITUTIONAL CONSTRUCTION TO STABLE MACROECONOMIC AND THE LESSONS FOR VIETNAM

Ngày nhận bài: 23/09/2019

Ngày chấp nhận đăng: 21/10/2019

*Nguyễn Dũng Anh*

### TÓM TẮT

Bài viết dựa trên lý thuyết và thực tiễn quốc tế về xây dựng thể chế ổn định kinh tế vĩ mô đang được áp dụng rộng rãi trên thế giới, bao gồm: xây dựng thể chế ổn định tài chính, thể chế tài khóa, thể chế tiền tệ, phối hợp chính sách tài khóa, tiền tệ và ổn định tài chính; từ đó rút ra một số bài học kinh nghiệm cho Việt Nam để xây dựng khung thể chế ổn định kinh tế vĩ mô.

**Từ khóa:** Xây dựng thể chế; Ổn định vĩ mô; kinh tế vĩ mô; Phối hợp chính sách.

### ABSTRACT

The article is based on international theory and practice on building macroeconomic stability institutions which are widely applied in the world, including: building financial stability institutions, fiscal institutions, monetary institutions, coordinating fiscal, monetary policies and financial stability; thereby drawing lessons for Vietnam to build an institutional framework for macroeconomic stability.

**Keywords:** Institutional building; Stable macro; Macroeconomic; Coordinate policies.

### 1. Đặt vấn đề

Trước cuộc khủng hoảng kinh tế tài chính năm 1997, các yêu cầu tuân thủ kỷ luật tài khóa và tiền tệ để đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô (KTVM) ít được đặt ra trong mô hình nhà nước kiến tạo phát triển ở các nước Đông Á. Chính phủ thường sử dụng các chính sách tài khóa (CSTK) và chính sách tiền tệ (CSTT) để hỗ trợ cho chính sách công nghiệp hóa hoặc định hướng xuất khẩu. Sau khi khủng hoảng nổ ra, các CSTK và CSTT cần trọng để ổn định KTVM đã trở thành một cấu phần không thể thiếu của mô hình nhà nước kiến tạo phát triển.

Cuộc khủng hoảng kinh tế tài chính toàn cầu năm 2008 – 2009, bắt nguồn từ việc kiểm soát lỏng lẻo các khoản nợ dưới chuẩn của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED), và cuộc khủng hoảng nợ công tại một số nước thuộc khối Liên minh châu Âu (EU) diễn ra năm 2010 một lần nữa đẩy lên hồi chuông cảnh báo về sự cần thiết của việc xây dựng

khung khổ chính sách KTVM toàn diện cho các nền kinh tế. Khung khổ này có tính ràng buộc đối với các cơ quan nhà nước, đòi hỏi các cơ quan này phải tuân thủ các quy tắc tài khóa, quy tắc tiền tệ, nâng cấp hệ thống giám sát tài chính, các quy tắc phối hợp chính sách giữa hai lĩnh vực tài khóa và tiền tệ, xây dựng các điều kiện thoát quy trong những trường hợp khẩn cấp. Việc xây dựng một khung khổ chính sách KTVM có tính ràng buộc như vậy được gọi là quá trình thể chế hóa các chính sách KTVM.

Theo nghĩa rộng nhất, thể chế kinh tế vĩ mô bao gồm những ràng buộc phi chính thức (điều được thừa nhận hay cấm đoán theo phong tục, tập quán, truyền thống, đạo lý), những quy tắc chính thức (Hiến pháp, luật) và hiệu lực thi hành chúng. Thể chế kinh tế vĩ mô bao hàm 3 khía cạnh quan trọng nhất:

---

Nguyễn Dũng Anh, Học viện Chính trị khu vực III

(i) Luật chơi: những quy tắc, bao gồm cả định tính và định lượng, chính thức và phi chính thức, các chuẩn mực, các quy định pháp quy,...; (ii) Người chơi: các chủ thể, bao gồm: Nhà nước, doanh nghiệp, người dân; (iii) Cách chơi: mức độ tuân thủ các quy định, mức độ phối hợp với nhau, mức độ hợp tác với nhau.

Nhìn chung có ba trụ cột chính sách mà Chính phủ các nước thường sử dụng để đảm bảo ổn định KTVM, bao gồm: (1) Ổn định tài chính – sử dụng các công cụ để giám sát và điều tiết nhằm đảm bảo sự an toàn và ổn định của hệ thống tài chính; (2) CSTK – hạn định các loại thuế, chi tiêu công và vay nợ; và (3) CSTT – lựa chọn chế độ tỷ giá, khung lãi suất, cung tiền. Ba trụ cột nêu trên, cùng với sự phối hợp chính sách, cung cấp một khung thể chế ổn định kinh tế vĩ mô.

## **2. Kinh nghiệm quốc tế về xây dựng thể chế ổn định kinh tế vĩ mô**

### **2.1. Về xây dựng khung thể chế ổn định tài chính**

Trên thực tế, các công cụ của chính sách ổn định tài chính được áp dụng từ rất sớm, trước khi các công cụ này được gọi chung với tên là ổn định tài chính. Ở Mỹ, kể từ năm 1913, đã có 245 trường hợp sử dụng các công cụ của ổn định tài chính nhằm đối phó với chu kỳ tín dụng (Elliott, Feldberg và Lehnert, 2013). Giai đoạn 1945 đến những năm 1970, các ngân hàng ở châu Âu đã sử dụng công cụ quản lý định lượng để định hướng tăng trưởng tín dụng và tác động tới tính thanh khoản của bảng cân đối ngân hàng, từ đó ổn định thị trường tài chính. Theo Clement (2010), đến những năm 1970, những ý tưởng đầu tiên về ổn định tài chính mới được ra đời. Như vậy, có thể thấy việc kết hợp sử dụng các công cụ ổn định tài chính bên cạnh các công cụ của CSTK và CSTT đã xuất hiện từ khá lâu, là manh nha của khung thể chế ổn định KTVM hiện nay.

Trước khủng hoảng kinh tế - tài chính toàn cầu năm 2008, khi bong bóng bất động sản của Mỹ vỡ, kéo theo sự khủng hoảng của thị trường tài chính. Việc chấp nhận cho vay thế chấp bất động sản dưới chuẩn khiến bảng cân đối tài chính của các ngân hàng trở nên rủi ro hơn. Khi giá nhà giảm khoảng 1/3 trong giai đoạn 2006-2011, tỷ lệ nợ quá hạn của các khoản cho vay thế chấp đã tăng lên trên mức 10%. Khi nền kinh tế có dấu hiệu đi xuống, các chính sách KTVM truyền thống đã được sử dụng, bao gồm CSTK và CSTT. Cụ thể, các gói kích thích kinh tế đã được đưa ra và FED đã cắt giảm mức lãi suất liên bang từ 2% xuống 0%. Đồng thời, các nhà hoạch định chính sách đã phải sử dụng đến các công cụ của chính sách ổn định tài chính để chống đỡ với rủi ro trên thị trường tài chính. Hội đồng Giám sát Ổn định Tài chính (Financial Stability Oversight Council) cũng được thành lập vào năm 2010, chịu trách nhiệm giám sát các rủi ro tiềm ẩn về tài chính, từ đó đưa ra các khuyến nghị cho FED. Nói cách khác, Hội đồng này đã đóng vai trò như cơ quan thực hiện chính sách ổn định tài chính trong giai đoạn khủng hoảng của Mỹ.

Ở khu vực sử dụng đồng euro (Eurozone), trước khủng hoảng, CSTT mở rộng với việc duy trì một môi trường lãi suất thấp khiến rủi ro của ngân hàng tăng lên; cùng với việc giảm các rào cản thị trường tài chính giữa các quốc gia và mức độ tập trung của các ngân hàng ở khu vực này khá lớn, rủi ro từ một ngân hàng có thể lan tỏa ra thị trường tài chính không chỉ của một quốc gia mà đe dọa hệ thống của cả khu vực. Do đó, rủi ro trên thị trường tài chính nói chung và thị trường ngân hàng nói riêng sẽ gây ảnh hưởng tiêu cực đến cả nền kinh tế khu vực. Việc xác định sự mất cân đối tài chính, từ đó cảnh báo các nguy cơ khủng hoảng tài chính đã được xây dựng trong chiến lược CSTT của Ngân hàng Trung ương (NHTU) châu Âu (ECB).

Khi khủng hoảng tài chính xảy ra, các công cụ truyền thống của CSTT như thay đổi lãi suất đã không thể đủ sức chống đỡ. Bắt đầu từ tháng 9 năm 2008, Eurozone phải đối mặt với bất ổn kinh tế và suy giảm cho vay đối với khu vực hộ gia đình và doanh nghiệp. Lãi suất giảm đáng kể khiến ECB phải tăng cường hỗ trợ tín dụng, cung cấp vốn cho ngân hàng để đảm bảo giá trị của tài sản thế chấp cũng như mở rộng danh sách tài sản thế chấp được chấp nhận. Vào tháng 5/2010, khi khủng hoảng nợ diễn ra, ECB tiếp tục cứu thị trường thứ cấp bằng cách bơm tiền mua lại nợ công của các nước thành viên thông qua chương trình Giao dịch tiền tệ thông thường (Outright Monetary Transaction). Việc áp dụng CSTT nói lỏng giúp Eurozone tạm thời chống đỡ về bất ổn kinh tế, nhưng đồng thời làm thổi phồng lên nguy cơ bong bóng của thị trường tài chính. Do đó, song song với CSTT, ECB cũng thực hiện chính sách ổn định tài chính. Năm 2010, cộng đồng châu Âu thành lập một cơ quan với tên gọi Hội đồng Kiểm soát Rủi ro Hệ thống châu Âu (European Systemic Risk Board – ESRB) với mục tiêu xác định các rủi ro trên thị trường tài chính, từ đó đưa ra các khuyến nghị về việc ban hành quy chế, pháp luật cho các Chính phủ ở các nước thành viên. Từ năm 2013, thông qua Cơ chế Giám sát Độc lập (Single Supervisory Mechanism – SSM), ECB đã đưa ra các hướng dẫn và quy định về vốn đối với các định chế tài chính nhằm tăng cường sự ổn định của thị trường tài chính châu Âu và cho từng nước thành viên.

Ở Hong Kong, các khoản vay thế chấp nhà ở luôn là một trong những mối đe dọa chính của thị trường tài chính khi thị trường nhà ở đóng vai trò rất quan trọng đối với GDP cũng như CPI của Hong Kong. Từ đầu năm 2009, giá nhà đất tăng lên khá nhanh, lãi suất cho vay thế chấp duy trì ở mức thấp trong khi cung về nhà ở giảm khiến Hong Kong phải đối mặt với nguy cơ bong bóng

giá nhà đất, kéo theo sự bất ổn của thị trường tài chính. Do vậy, ổn định tài chính trở thành một trong những mục tiêu quan trọng của Cơ quan tiền tệ Hong Kong, Cơ quan này đã phối hợp CSTK với chính sách ổn định tài chính nhằm đối phó với nguy cơ bong bóng giá. Năm 2010, quy định về thuế chuyên nhượng (special stamp duty) được đưa ra, theo đó các tài sản được mua và bán lại trong vòng hai năm chịu mức thuế 15% nhằm giảm hoạt động đầu cơ. Đến tháng 10/2012 thuế này được tăng lên mức 20% áp dụng đối với các tài sản mua đi và bán lại trong vòng ba năm. Các chính sách ổn định tài chính cũng được đưa ra, với hai công cụ là tỷ lệ giá trị khoản vay trên giá trị thế chấp (loan to value – LTV) cũng như nghĩa vụ trả nợ (debt service ratio – DSR); từ năm 2009, Cơ quan tiền tệ Hong Kong liên tục thắt chặt hai tỷ lệ này, đặc biệt là LTV, nhằm giúp các ngân hàng quản lý rủi ro tín dụng thận trọng hơn, cũng như đảm bảo quyền lợi khách hàng trước sự biến động bất thường của giá bất động sản. Các chính sách này giúp làm giảm biên độ của chu kỳ biến động giá bất động sản cũng như ngăn chặn các thiệt hại từ tài sản thế chấp.

Như vậy, với một số dẫn chứng thực tiễn ở trên, có thể thấy rõ sự kết hợp giữa CSTK, CSTT và chính sách ổn định tài chính vĩ mô, đặc biệt là hai chính sách cuối đã diễn ra ngày càng tăng trên thế giới. Theo IMF và WB (2011), chính sách ổn định vĩ mô có thể bổ sung cho CSTT trong việc theo đuổi mục tiêu tái ổn định nền kinh tế sau các cú sốc.

## 2.2. Về xây dựng thể chế tài khóa

Việc xây dựng và vận hành các quy tắc về tài khóa đã có những bước đổi mới rõ rệt trên thế giới, nhất là từ khi khủng hoảng kinh tế - tài chính toàn cầu năm 2008 nổ ra. Có nhiều nền tảng pháp lý khác nhau tùy loại quy tắc và tùy từng nước. Các quy tắc về chi tiêu, nợ và cán cân ngân sách thường được quy định

trong luật. Các quy tắc về thu ngân sách thường được thể hiện dưới dạng kết hợp cam kết chính trị, hiệp định hay luật. Phần lớn các nước ràng buộc các quy tắc tài khóa bằng luật (Argentina, Brazil, Bulgaria, Cộng hòa Séc, Ấn Độ, New Zealand) hoặc thông qua các Hiệp ước quốc tế (các thành viên EU). Ở các nước châu Âu, các thành viên cam kết nghĩa vụ theo hướng dẫn chung của Cộng đồng chung châu Âu. Ngoài ra, từng nước có thể quy định quy tắc của riêng mình trong khuôn khổ quy tắc chung. Ở các nước Bắc Âu như: Phần Lan, Thụy Điển, Đan Mạch quy tắc tài khóa chủ yếu được ràng buộc thông qua các cam kết chính trị như mục tiêu của Chính phủ. Ở một số nước, các quy tắc tài khóa còn được thể hiện trong Hiến pháp như: Đức, Ba Lan, Thụy Sĩ, Brazil. Sự khác nhau về cấp độ luật pháp của các quy tắc tài khóa phản ánh sự cần thiết của các điều kiện cụ thể riêng biệt ở mỗi quốc gia. Quy định ở cấp luật pháp cao sẽ giúp các quy tắc tồn tại ổn định lâu dài, nhưng đôi khi điều đó cũng tạo nên sự cứng nhắc, thiếu linh hoạt của CSTK.

Việc thiết kế hỗ trợ pháp lý phụ thuộc vào điều kiện của từng nước, do có sự khác nhau giữa các nước phát triển, mới nổi và nước thu nhập thấp. Ở các nước phát triển, sự hỗ trợ pháp lý cho các quy tắc tài khóa đa dạng hơn; các quy tắc có xu hướng gần như tích hợp vào khuôn khổ chi tiêu trung hạn, trong một số trường hợp là một phần của các hiệp định. Ở các nước mới nổi và thu nhập thấp, các quy tắc chi tiêu thường được thiết lập dưới dạng luật. Do hạn chế về năng lực lập kế hoạch trung hạn, các quy tắc ở các nước đang phát triển được phản ánh dưới dạng thức luật đơn giản hơn, ví dụ, tăng trưởng chi tiêu không được vượt quá tăng trưởng GDP.

Các quy tắc tài khóa được đảm bảo bởi các cơ sở pháp lý nhằm đảm bảo tính tuân thủ chặt chẽ, nhưng cũng được đi kèm với các điều khoản thoát khỏi quy tắc (thoát quy)

nhằm đảm bảo tính linh hoạt khi cần thiết. Mục đích của các điều khoản thoát quy là nhằm tạo thêm sự linh hoạt cho các quy tắc trong những trường hợp đặc biệt. Những điều khoản thoát quy có thể bao gồm: (1) giới hạn và xác định rõ những yếu tố, những trường hợp được phép thoát quy; (2) có chỉ dẫn rõ ràng về việc lý giải và xác định các trường hợp được phép thoát quy; (3) xác định lộ trình quay trở lại quy tắc và xử lý việc lệch khỏi quy định (Debrun và Kumar, 2007).

Cơ quan chịu trách nhiệm giám sát các quy định tài khóa không giống nhau ở các quốc gia khác nhau. Ở Vương quốc Anh các quy định tài chính công được giám sát bởi cơ quan kiểm toán quốc gia; cơ quan này có trách nhiệm báo cáo với Quốc hội và dân chúng, trong khi trách nhiệm xét xử vẫn thuộc Tòa án. Ở Peru chức năng giám sát được trao cho NHTU nhằm mục đích tăng cường tính độc lập và năng lực kỹ thuật trong quá trình giám sát. Các nước thuộc EU và Chile thành lập ra các cơ quan chuyên biệt có trách nhiệm giám sát việc thực thi các quy định tài khóa. Ở Mỹ giao trách nhiệm giám sát ngân sách cho một cơ quan chuyên trách thuộc quốc hội. Nhiều nền kinh tế mới nổi sử dụng các cơ quan độc lập (Ủy ban, Hội đồng tài khóa) để tăng cường hơn sự tin cậy của các quy tắc tài khóa. Hội đồng tài khóa độc lập với nhiệm vụ cụ thể là đánh giá và theo dõi việc thực hiện và tác động của CSTK, được thành lập kể cả ở một số nước không có quy định quy tắc tài khóa như Bỉ và Canada.

Trong thời kỳ khủng hoảng, nhiều nước đã tạm thời không áp dụng quy tắc tài khóa hoặc được điều chỉnh bằng cách nói lỏng theo hướng linh hoạt, ví như, ở Bulgaria, Luật Chi tiêu công (chi tiêu có thể chiếm 40% GDP) được dừng lại vào năm 2010 và 2011 sau khi bị vi phạm vào năm 2009, ngân sách chuyển từ tình trạng thặng dư giai đoạn 2006 – 2008 sang thâm hụt kể từ năm 2009; từ năm 2012, giới hạn thâm hụt là 2% GDP.

Nhiều quốc gia khác đã thành lập những quy tắc mới hoặc sửa đổi khung pháp lý hiện tại, động cơ của những quyết định này là trấn an thị trường về sự bền vững của CSTK và tài chính công, cam kết nỗ lực điều chỉnh, cũng như hướng đến sự kỳ vọng về ngân sách trung hạn. Nhiều nước EU đã cải cách các quy tắc tài khóa sau những ảnh hưởng nặng nề từ cuộc khủng hoảng năm 2010, một số nước sửa đổi luật về ngân sách, như Bồ Đào Nha (5/2011), Áo (2/2013),...

Tóm lại, việc luật hóa các quy tắc tài khóa và thành lập các Ủy ban, Hội đồng tài khóa độc lập ngày càng trở nên phổ biến. Trong và sau khủng hoảng ngân hàng, nợ công gần đây, nhiều quy tắc đã được cải cách, sửa đổi, thậm chí trong hiến pháp và luật liên quan đến ngân sách để hình thành nên “thể hệ kế tiếp” của quy tắc tài khóa.

### **2.3. Về xây dựng thể chế tiền tệ**

Từ năm 1990, có nhiều nước, bao gồm các nước phát triển (New Zealand, Canada, Anh, Thụy Điển, Israel, Australia, Thụy Sĩ), các nước mới nổi (Chile, Brazil, Hàn Quốc, Thái Lan, Nam Phi) và các nước chuyển đổi (Cộng hòa Séc, Ba Lan, Hungary) thực hiện khung khổ CSTT lấy lạm phát làm mục tiêu – Quy tắc mục tiêu lạm phát (inflation targeting – IT). Số lượng NHTU thực hiện quy tắc mục tiêu lạm phát (IT) đang ngày càng tăng và rất hài lòng với lựa chọn của họ. Theo Walsh (2009), chỉ ra rằng kết quả KTVM ở các nền kinh tế phát triển dù có thực hiện lạm phát mục tiêu hay không đều tương tự nhau, nhưng tại các nước đang phát triển có thực hiện lạm phát mục tiêu thì kết quả KTVM được cải thiện hơn so với các nước không thực hiện. Có thể thấy IT đang được áp dụng khá phổ biến và góp phần tích cực cho những nước áp dụng cơ chế này về mặt ổn định lạm phát, tăng trưởng, giúp hoàn thiện hiệu quả cách thức quản lý nhà nước về tiền tệ của NHTU. Chính vì vậy, các nước

tham gia IT chưa thấy nước nào từ bỏ cơ chế này hay phân nản về việc thực thi. Điều này là minh chứng cho thấy các NHTU đều nhận thức được thực hiện CSTT lấy lạm phát làm mục tiêu có nhiều lợi ích và nói chung, lạm phát mục tiêu là khả thi và hợp lý đối với nhiều quốc gia từ phát triển đến đang phát triển, các nước chuyển đổi hay mới nổi, nước giàu hay nghèo.

Quy tắc Taylor (ngoài việc theo đuổi mục tiêu lạm phát, NHTU còn có thể đồng thời theo đuổi mục tiêu đối với tỷ lệ thất nghiệp hoặc GDP thực) được sử dụng khá rộng rãi ở các nước phát triển lẫn đang phát triển, và đặc biệt trong thời gian dài ở Mỹ, Anh, Australia, Thụy Sĩ; trường hợp Malaysia, CSTT dựa trên quy tắc Taylor đã cải thiện kết quả tổng thể của nền kinh tế nước này thông qua việc làm giảm đáng kể mức độ biến động sản lượng. Sử dụng CSTT kiểu quy tắc Taylor đang có rất nhiều triển vọng tại các nước đang phát triển, kể cả các nước có những thể chế yếu kém cũng được khuyến nghị nên sử dụng trong điều hành CSTT vì công cụ này dễ thực hiện và nó làm tăng độ minh bạch và trách nhiệm giải trình trong công tác điều hành CSTT.

Quy tắc mục tiêu cung tiền (Monetary targeting) được áp dụng ở các nước Đức, Thụy Sĩ là phương pháp truyền tải chiến lược CSTT tập trung vào những vấn đề dài hạn và kiểm soát lạm phát. Mục tiêu cung tiền được thực hiện một cách khá linh hoạt bởi vì mối quan hệ giữa tổng phương tiện thanh toán và các biến mục tiêu như lạm phát và thu nhập danh nghĩa là không chặt chẽ và kém tin cậy ở Đức và Thụy Sĩ.

### **2.4. Về phối hợp chính sách tài khóa, tiền tệ và ổn định tài chính**

Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra rằng, nếu thiếu vắng cơ chế phối hợp thỏa đáng giữa CSTK và CSTT thì có thể dẫn tới những kết quả không mong muốn, mà điển hình nhất là

áp lực lạm phát do thâm hụt ngân sách cao. Theo Sehovic (2013), cơ chế phối hợp CSTK và CSTT phụ thuộc vào ba yếu tố, bao gồm: (1) mức độ phát triển của thị trường tài chính, (2) tính độc lập của NHTU, và (3) tính minh bạch của CSTT. Laurens và Piedra (1998) khuyến nghị thực hiện một số thỏa thuận thể chế nhằm củng cố hiệu lực phối hợp giữa CSTK và CSTT sau đây:

Một là, thỏa thuận về tính độc lập của NHTU. Độc lập ở đây không có nghĩa là độc lập một cách hoàn toàn, mà thường được xem xét ở khía cạnh mức độ độc lập của NHTU trong việc quản lý KTVM trước những tác động của quyền lực chính trị đến chức năng của NHTU. Tuy nhiên, sự độc lập của NHTU không đồng nghĩa với việc không cần đến sự phối hợp với CSTK, mà nhằm giúp cho CSTT trở nên “miễn dịch” với mọi áp lực có thể dẫn tới việc không đạt được mục tiêu chung cuối cùng của chính sách kinh tế.

Hai là, thỏa thuận về ngăn ngừa và giải quyết mâu thuẫn giữa CSTT và CSTK. Trong trường hợp NHTU không có quyền tự chủ với mục tiêu ổn định giá, rủi ro cao là CSTT sẽ chịu áp lực về mặt chính trị buộc phải lựa chọn một chính sách ngắn hạn thay vì dài hạn; khi đó, CSTT sẽ mâu thuẫn với CSTK, mâu thuẫn này có thể được giải quyết hoặc được hạn chế nếu có các thỏa thuận nhằm ngăn ngừa sự không tương thích giữa hai chính sách.

Ba là, thỏa thuận về việc hạn chế NHTU cấp tín dụng trực tiếp cho Chính phủ. Đây là thỏa thuận liên quan trực tiếp tới tính độc lập của NHTU, bởi khi thị trường tài chính, nhất là thị trường chứng khoán chưa phát triển, tín dụng của NHTU là nguồn tài trợ chính cho Chính phủ, cấp tín dụng cho Chính phủ quá lớn có thể tạo mầm mống cho bất ổn KTVM.

Bốn là, thỏa thuận về ngân sách cân bằng hoặc giới hạn thâm hụt ngân sách. Tính độc

lập NHTU có ý nghĩa quan trọng trong việc thiết kế và thực hiện thành công các mục tiêu của CSTT. Tuy nhiên, trong trường hợp NHTU thiếu sự độc lập cần thiết, CSTT có thể trở nên bị động và có thể phải lựa chọn một chính sách ngắn hạn có mục tiêu tăng trưởng hơn là kiểm soát giá cả. Vì vậy, CSTT cùng với thỏa thuận về cân bằng ngân sách và mức độ thâm hụt ngân sách là nhằm ngăn ngừa các biến động lớn có thể xảy ra đối với các biến KTVM.

Năm là, thỏa thuận về hội đồng tiền tệ (currency board arrangement). Các thỏa thuận này luôn có đặc điểm của chế độ tiền tệ với các cam kết về việc chuyển đổi đồng nội tệ sang một đồng ngoại tệ tại một tỷ giá cố định. Các thỏa thuận về hội đồng tiền tệ không cho phép cơ quan điều hành tiền tệ thực hiện các chính sách tùy nghi, nên thâm hụt ngân sách không thể được tiền tệ hóa tùy ý, mà phải tương thích với khả năng tài trợ sẵn có của thị trường.

### 3. Bài học kinh nghiệm rút ra cho Việt Nam

Từ thực tiễn thế giới có thể rút ra bài học kinh nghiệm về bốn nhóm thể chế ổn định KTVM mà Việt Nam cần xây dựng và hoàn thiện, bao gồm: (1) thể chế tài khóa; (2) thể chế tiền tệ, (3) thể chế giám sát tài chính, (4) thể chế phối hợp giữa các chính sách. Mỗi nhóm thể chế này có thể có những mục tiêu và công cụ riêng, nhưng nhìn chung chúng phải hướng tới mục tiêu cuối cùng là đảm bảo sự ổn định và tăng trưởng kinh tế trong dài hạn, đồng thời có khả năng ứng phó với những cú sốc trong ngắn hạn từ bên trong cũng như từ bên ngoài nền kinh tế.

**Thứ nhất, về thể chế tài khóa** là cần chuẩn hóa cách hạch toán và hợp nhất các quy tắc tài khóa theo thông lệ quốc tế. CSTK nên được thiết kế theo hướng nghịch thay vì thuận chu kỳ như hiện nay. Tức là, trong thời kỳ tăng trưởng tốt, ngân sách cần được thiết kế theo hướng có thặng dư, hoặc ít nhất là

phải giảm thâm hụt. Đặc biệt, các quy tắc này phải được đặt trong một khung thể chế có hiệu lực thực thi nghiêm ngặt; nếu xảy ra vi phạm cần đặt ra giới hạn thời gian cụ thể cho việc điều chỉnh về ngưỡng cho phép. Tuy nhiên, các thể chế này cũng cần phải có độ linh hoạt cần thiết để phản ứng trước những cú sốc kinh tế, tài chính từ bên trong và bên ngoài như trong trường hợp có khủng hoảng kinh tế, tài chính hay thiên tai trầm trọng. Bên cạnh đó, cũng cần tăng cường năng lực và hiệu quả giám sát từ bên ngoài (Quốc hội) và bên trong (Bộ Tài chính); các báo cáo về tình hình ngân sách và nợ công cần phải được thường xuyên cập nhật gửi tới các ủy ban chuyên trách của Quốc hội.

**Thứ hai, về thể chế tiền tệ,** CSTT phải lấy việc duy trì và ổn định lạm phát ở mức vừa phải là mục tiêu cuối cùng. Để làm được điều này, tính độc lập của Ngân hàng Nhà nước với Chính phủ phải có sự cải thiện; ngoài việc được toàn quyền chủ động trong việc lựa chọn công cụ và liều lượng can thiệp của CSTT, Ngân hàng Nhà nước cần phải có được sự độc lập với các hoạt động vay nợ và ngân sách của Chính phủ. Bên cạnh đó, lãi suất nên được làm công cụ chính sách để đạt được mục tiêu; tuy nhiên, quy tắc điều hành lãi suất hay quy trình ra chính sách phải minh bạch và có khả năng dự đoán. Ngoài ra, Việt Nam cần có những quy định cụ thể nâng cao tính minh bạch và trách nhiệm giải trình của Ngân hàng Nhà nước nhằm nâng cao hiệu quả chính sách, quản trị nhà nước ngành ngân hàng, phù hợp với thông lệ quốc tế. Minh bạch hóa CSTT không chỉ dừng ở công khai mục tiêu mà còn ở việc lựa chọn công cụ chính sách, cơ sở ra quyết định chính sách và cách thức ra quyết định chính sách.

**Thứ ba, về thoát quy,** các quy tắc của CSTK và các quy tắc CSTT phải được công bố đi kèm điều khoản thoát quy. Trong một số trường hợp cần thiết, lạm phát thực tế có thể được lệch ra khỏi giới hạn cho phép và

CSTT có thể lệch khỏi các quy tắc đã công bố. Bên cạnh đó, chế độ tỷ giá thả nổi có quản lý bắt đầu với việc điều chỉnh tỷ giá trung tâm theo tín hiệu thị trường, sau đó tiến dần tới việc bỏ công bố về tỷ giá trung tâm cần được triển khai sớm nhằm thích ứng tốt hơn trong quá trình hội nhập quốc tế và chống chọi tốt hơn với các cú sốc từ bên ngoài. Ngân hàng Nhà nước có thể dùng các biện pháp can thiệp như mua bán ngoại tệ trên thị trường liên ngân hàng và các biện pháp kiểm soát nguồn vốn ra vào Việt Nam để làm mềm dao động của tỷ giá.

**Thứ tư, về thể chế giám sát tài chính,** nhiệm vụ này có thể giao cho Ngân hàng Nhà nước hoặc Ủy ban giám sát tài chính tiền tệ quốc gia. Để ngăn ngừa rủi ro cho hệ thống tài chính, các công cụ giám sát có tính chất phản chu kỳ tài chính nên được sử dụng. Các quy định về tỷ lệ an toàn vốn, tỷ lệ thanh khoản, tỷ lệ ký quỹ,... cần được áp dụng theo hướng có thể ngăn chặn được các hiện tượng bong bóng giá tài sản hay hành vi chấp nhận rủi ro quá cao trên thị trường tài chính. Việt Nam cần xây dựng một hệ thống các chỉ tiêu đảm bảo an toàn ổn định tài chính; các chỉ tiêu này phải đủ chặt chẽ hướng tới đáp ứng tiêu chuẩn quốc tế được sử dụng phổ biến (CAMELS<sup>1</sup>, Basel) và đặc thù nước ta, mặt khác, các chỉ tiêu này cũng cần đủ linh hoạt để không bóp nghẹt tính năng động, sáng tạo của thị trường tài chính. Đặc biệt, các chỉ tiêu này phải được xây dựng theo hướng linh hoạt, tương ứng với các biến động chu kỳ của thị trường tài chính nhằm ngăn ngừa khủng hoảng xảy ra.

**Thứ năm, về phối hợp CSTK, CSTT và chính sách giám sát tài chính;** trong điều

<sup>1</sup> CAMELS dựa trên 6 tiêu chí cơ bản: (1) mức độ an toàn vốn (Capital Adequacy), (2) chất lượng tài sản có (Asset Quality), (3) quản lý (Management), (4) lợi nhuận (Earnings), (5) thanh khoản (Liquidity), (6) mức độ nhạy cảm với các rủi ro thị trường (Sensitivity to Market Risks)

kiện bình thường, CSTK và CSTT nên được thực hiện theo chiều hướng ngược nhau nhằm đảm bảo sự ổn định của tổng cầu. CSTT và CSTK nên tập trung vào việc điều tiết tổng cầu, để từ đó đạt được mục tiêu lạm phát và tăng trưởng, còn nhiệm vụ ổn định hệ thống tài chính nhằm tránh khủng hoảng xảy ra trong hệ thống nên được giao cho các chính sách giám sát tài chính. Việc kết hợp này sẽ giúp cho các chính sách đồng thời đạt được các mục tiêu riêng của mình và mục tiêu chung cuối cùng với chi phí nhỏ nhất. Đồng thời, cần có sự độc lập tương đối của Ngân hàng Nhà nước trong điều hành chính sách là rất quan trọng đối với hiệu quả của sự phối hợp chính sách để đạt mục tiêu cuối cùng.

**Tóm lại.** từ việc rút ra những bài học kinh nghiệm về xây dựng thể chế ổn định KTVM mà các nước đã và đang sử dụng. Trong

những năm gần đây, Việt Nam đã phần nào thành công trong việc ổn định KTVM. Nền kinh tế đã chuyển từ trạng thái tăng trưởng cao, lạm phát cao và bất ổn, hệ thống tài chính dễ tổn thương bởi nợ xấu cao, sang trạng thái tăng trưởng và lạm phát vừa phải và sự lành mạnh của hệ thống tài chính dần được cải thiện. Tuy nhiên, cùng với quá trình hội nhập ngày càng sâu rộng trong khi hệ thống thể chế quản lý và giám sát KTVM còn yếu kém, Việt Nam đang phải đối mặt với những rủi ro và thách thức gây bất ổn định KTVM. Điều này đòi hỏi Việt Nam cần xây dựng và hoàn thiện cho riêng mình một hệ thống thể chế quản lý và giám sát ổn định KTVM một cách đầy đủ, toàn diện, có khả năng phòng ngừa và chống chọi với các cú sốc bên trong cũng như bên ngoài một cách hiệu quả..

### TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Clement, P, 2010. “The Tern “Macroprudential”: Origins and Evolution”. *BIS Quarterly Review*, March, pp.59-67.
- Đình Tuấn Minh và Phạm Thế Anh (chủ biên), Từ Nhà nước điều hành sang Nhà nước kiến tạo phát triển, Nxb. Tri thức, Hà Nội. 2017.
- Elliott, D. J., G. Feldberg, và A. Lehnert. “The history of cyclical macroprudential policy in the United States”, *Finance and Economics Discussion Series*, No 2013-29, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2013.
- Kopits, G và S. Symansky, 1998. “Fiscal Policy Rules”, *IMF Occasional Paper* No. 162, Washington, International Monetary Fund.
- Laurens, P. và E.G. Piedra, 1998. “Coordination of Monetary and Fiscal Policies”, *IMF Working Paper*, WP98/25, 1998.
- Mankiw, N. G, 2012. *Macroeconomics*, 8<sup>th</sup> edition. Worth Publishers.
- Sehovic, D, 2013. “General Aspects of Monetary and Fiscal Policy Coordination”. *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 2013, 3, pp.5-27.
- Walsh, C.E, 2009. “Inflation Targeting: What Have We Learned?”. *International Finance*, 12(2), pp.195-233.