**ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ ỔN ĐỊNH THỊ TRƯỜNG   
TÀI CHÍNH TRƯỚC NHỮNG THÁCH THỨC MỚI**

**Tóm tắt**

Thế giới đang trải qua một giai đoạn biến động với nhiều bất trắc, khó dự đoán hơn bao giờ hết. Xét tổng thể, các yếu tố nền tảng cho thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong hơn ba thập kỉ vừa qua đang bị lay chuyển bởi sự gia tăng cạnh tranh địa chính trị, phân mảnh công nghệ và kinh tế, gia tăng nợ nần, già hóa dân số, ô nhiễm môi trường và biến đổi khí hậu… Đối với thị trường tài chính, đã xuất hiện những thách thức chưa có tiền lệ đối với nhiệm vụ điều hành chính sách tiền tệ và ổn định hệ thống tài chính. Các mục tiêu ổn định giá cả, ổn định hệ thống tài chính, bảo đảm công ăn việc làm và thúc đẩy tăng trưởng đã chuyển từ trạng thái hỗ trợ lẫn nhau kéo dài từ cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 sang trạng thái đối nghịch nhau trong hai năm 2022 và 2023. Bên cạnh đó, rủi ro của hệ thống ngân hàng ngày càng gắn chặt hơn với rủi ro của các tổ chức tài chính phi ngân hàng, thị trường bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp, khiến cho công tác quản lý thị trường tài chính trở nên phức tạp hơn. Là một quốc gia có độ mở kinh tế cao, Việt Nam đang phải đối mặt với những tác động không thuận lợi từ bên ngoài, ảnh hưởng tới các mục tiêu phát triển kinh tế xã hội đến năm 2030 và 2045. Hơn lúc nào hết, điều hành chính sách tiền tệ và quản lý thị trường tài chính cần ổn định được giá trị đồng tiền, thị trường tài chính và kinh tế vĩ mô, làm căn cứ để lựa chọn và phối hợp hài hòa các công cụ quản lý nhà nước. Cần sử dụng hiệu quả công cụ tái cấp vốn để làm giảm chi phí vốn đầu vào cho các ngân hàng thương mại, làm cơ sở để giảm thêm lãi suất cho vay. Song song với đó, quá trình cải cách thị trường tài chính và đặc biệt là đổi mới phương thức quản lý nhà nước cần hướng tới tuân thủ nhiều hơn các quy luật của kinh tế thị trường, áp dụng các nguyên tắc, chuẩn mực quốc tế hiện đại và đề cao năng lực can thiệp của Nhà nước trước những rủi ro có tính hệ thống.

**I. Kinh tế thế giới trước những biến động khó lường**

Nền kinh tế toàn cầu đang dần phục hồi sau những tác động của Covid-19 và ảnh hưởng khuếch đại của cuộc xung đột quân sự Nga - Ukraine. Vào tháng Năm 2023, Tổ chức Y tế thế giới đã tuyên bố Covid-19 không còn là tình trạng khẩn cấp về y tế toàn cầu. Các chuỗi cung ứng dần được phục hồi, giá vận chuyển, lương thực và năng lượng đã giảm dần về mức trước khi đại dịch Covid-19 xảy ra. Sự “rung lắc” trên thị trường tài chính vào quý IV năm 2022 tại Anh và Hàn Quốc và quý I năm 2023 tại Hoa Kỳ và Thụy Sĩ đã được kiểm soát nhờ sự can thiệp kịp thời của các chính phủ. Sau khi tăng trưởng -3,1% vào năm 2020, kinh tế thế giới đã phục hồi và tăng trưởng 6,0% năm 2021, 3,1% năm 2022 và dự kiến sẽ tăng trưởng 2,1% năm 2023 (Ngân hàng thế giới, 2023). Tuy nhiên, triển vọng phục hồi không hoàn toàn sáng sủa và nền kinh tế toàn cầu đang và sẽ phải đối mặt với nhiều thách thức lớn. Tăng trưởng kinh tế toàn cầu được dự báo sẽ chậm lại trong cả ngắn hạn và trong cả dài hạn.

Hình 1: Tăng trưởng kinh tế giai đoạn 2000 - 2022 và dự báo 2023 - 2028

*Nguồn: Quỹ tiền tệ quốc tế*

Trong ngắn hạn, một số yếu tố ảnh hưởng tới tăng trưởng kinh tế bao gồm lạm phát cao dai dẳng và thị trường lao động thiếu hiệu quả, chính sách tiền tệ thắt chặt kéo dài của các nền kinh tế hàng đầu và sự tăng trưởng chậm lại của kinh tế Trung Quốc.

*Thứ nhất,* mặc dù lạm phát toàn cầu đã giảm đáng kể nhờ sự giảm xuống của giá lương thực, thực phẩm và chính sách tiền tệ thắt chặt của ngân hàng trung ương, *lạm phát cơ bản vẫn ở mức cao và có tính dai dẳng hơn ở các nền kinh tế hàng đầu* như Hoa Kỳ, Anh và Châu Âu. Tình trạng lạm phát dai dẳng xuất hiện trong bối cảnh tỷ lệ thấp nghiệp liên tục thấp hơn so với giai đoạn trước Covid-19. Tiền lương tuy tăng nhưng mức tăng chậm hơn so với tốc độ tăng của chỉ số giá tiêu dùng, làm tiền lương và chi phí lao động thực tế của các doanh nghiệp giảm xuống. Điều này thúc đẩy các doanh nghiệp đẩy mạnh tuyển dụng, khiến thị trường lao động rơi vào tình trạng khan hiếm. Điều này tiểm ẩn nguy cơ rất lớn với nền kinh tế vì nếu suy thoái xảy ra, các doanh nghiệp có thể nhanh chóng điều chỉnh lại chính sách tuyển dụng, làm tỷ lệ thất nghiệp gia tăng đột ngột. Gánh nặng sẽ lại đặt lên hệ thống an sinh xã hội của các nền kinh tế hàng đầu nhưng lần này sẽ khó khăn hơn khi mức nợ công đã tăng đáng kể sau đại dịch Covid-19. Ngoài ra, sự phục hồi tốt ở tỷ lệ lao động có việc làm nhưng lại đi kèm với tốc độ tăng trưởng kinh tế thấp là một chỉ báo cho thấy *sự suy giảm của năng suất lao động hoặc tính thiếu hiệu quả trong phân bổ các nguồn lực sản xuất trong nền kinh tế sau đại dịch Covid-19*. Nếu tình trạng này tiếp tục kéo dài, triển vọng kinh tế trong trung hạn trở đi sẽ xấu đi đáng kể.

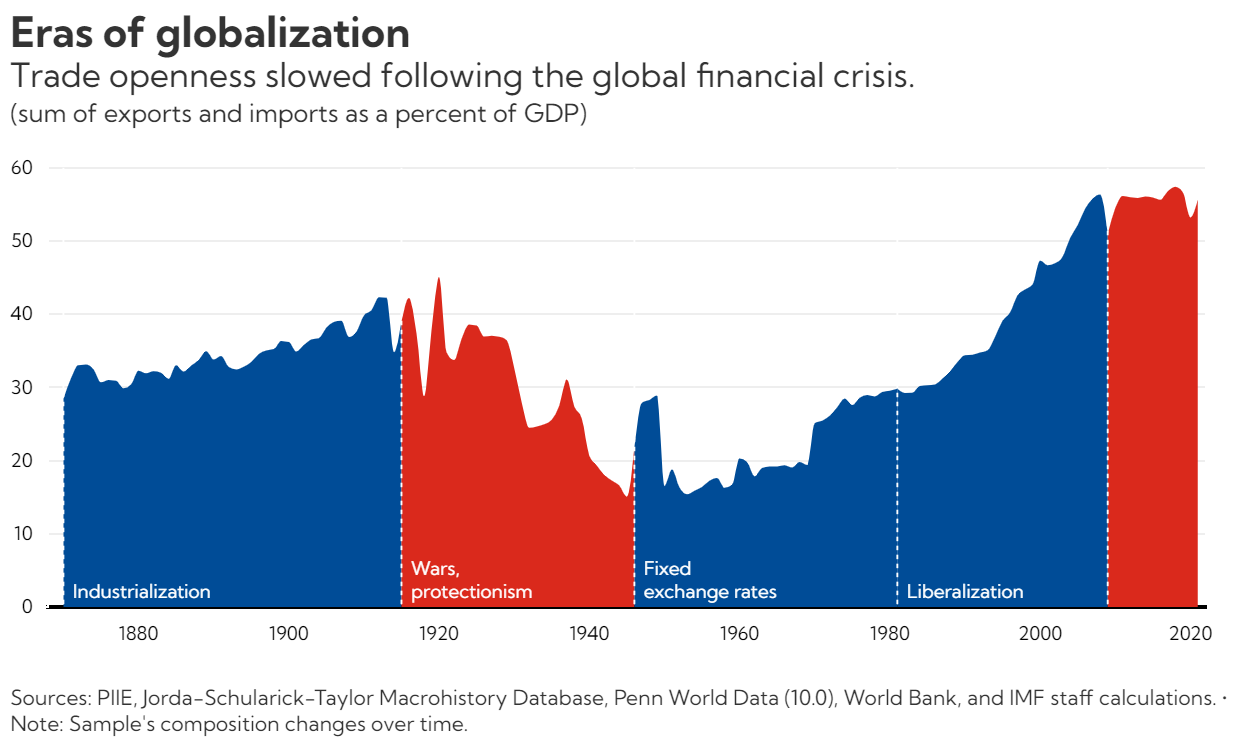
*Thứ hai,* kiên định thắt chặt chính sách tiền tệ để đưa tỷ lệ lạm phát về mức mục tiêu đã làm tăng trưởng tín dụng cho khu vực tư nhân chậm dần, *gánh nặng chi phí lãi vay của doanh nghiệp và hộ gia đình tăng lên, khả năng tiếp cận các cho vay mới để trả nợ cũ trở nên khó khăn hơn*. Năng lực tài chính của nhiều tổ chức tài chính, đặc biệt là các ngân hàng quy mô nhỏ đã có dấu hiệu giảm sút sau giai đoạn thắt chặt chính sách tiền tệ kéo dài, tiềm ẩn rủi ro với hệ thống tài chính nếu không được kiểm soát tốt. Trong khi đó, tác dụng của các khoản trợ cấp từ Chính phủ cho các hộ gia đình và doanh nghiệp trong giai đoạn Covid-19 đã hết dần tác dụng, khiến cho thu nhập và hoạt động chi tiêu của các chủ thể kinh tế trở nên khó khăn hơn nhiều. Những tác động lan truyền của lãi suất cao, giá năng lượng và lương thực cao tới khu vực sản xuất và bất động sản đã trở nên trầm trọng hơn từ nửa cuối năm 2022 cho tới nay. Nó không chỉ nằm ở các nền kinh tế hàng đầu như Hoa Kỳ và Châu Âu mà lan sang các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển thông qua hoạt động xuất nhập khẩu và dịch chuyển dòng vốn. Các động lực cho tăng trưởng cao đang mất dần quán tính tăng trưởng có được nhờ quá trình toàn cầu hóa kinh tế.

*Thứ ba,* *những kỳ vọng vào sự mở cửa trở lại và phục hồi nhanh chóng của nền kinh tế Trung Quốc đã không diễn ra như kỳ vọng*. Nền kinh tế lớn thứ hai thế giới tăng trưởng 4,5% trong quý I 2023 và 6,3% trong quý II 2023 so với cùng kỳ nhưng lại thấp hơn nhiều so với dự báo. Nhiều chỉ báo kinh tế khác cũng cho thấy sự phục hồi ngắn sau đại dịch Covid-19 của Trung Quốc đang dần mất đà. Giá trị xuất khẩu của Trung Quốc đã giảm 5% trong nửa đầu năm 2023, chỉ số giá tiêu dùng lần đầu giảm 0,3% trong tháng 7 năm 2023, còn tỷ lệ thất nghiệp ở lao động trẻ liên tục tăng cao và duy trì ở mức trên 20%. Một số rủi ro khác như sự sụt giảm giao dịch trên thị trường bất động sản (đóng góp khoảng 30% GDP của quốc gia này) và tình trạng chậm thanh toán trái phiếu của các doanh nghiệp bất động sản bất chấp những chính sách hỗ trợ của chính phủ làm gia tăng thêm quan ngại về triển vọng kinh tế của Trung Quốc.

Từ trung hạn tới dài hạn, cạnh tranh địa chính trị của các nước lớn dẫn tới nguy cơ phân tách về công nghệ, thị trường và tài chính, sẽ làm giảm các hoạt động đầu tư, thương mại, vốn là động lực của tăng trưởng kinh tế thế giới trong vài thập kỉ qua. Mức nợ cao của chính phủ và doanh nghiệp kết hợp với sự phụ thuộc ngày càng tăng của thị trường bất động sản vào thị trường tài chính khiến cho các nền kinh tế trở nên nhạy cảm hơn với các cú sốc tài chính và giảm đi khả năng can thiệp của chính phủ. Các ảnh hưởng của ô nhiễm môi trường và biến đổi khí hậu ngày một gia tăng về tần suất và cường độ.

*Thứ nhất,* việc dịch chuyển sản xuất về nội địa và các nước thân thiện trong khi ngăn cản các doanh nghiệp đầu tư, xuất khẩu nguyên vật liệu và chia sẻ công nghệ nguồn ở nhiều lĩnh vực chiến lược (như sản xuất chip và các thiết bị viễn thông) đã xuất hiện ngày một nhiều hơn tại các cường quốc hàng đầu thế giới. Bên cạnh những xung đột về chính trị thì những tranh cãi về chính sách thương mại và sự sụt giảm trong thương mại vừa là công cụ và mục tiêu được các cường quốc thực hiện với mục tiêu tối thượng là bảo đảm an ninh quốc gia. Sau khi phục hồi với tốc độ tăng trưởng 11% vào 2021 (sau khi giảm 7,8% năm 2020), thương mại toàn cầu chỉ còn tăng trưởng 6,0% vào năm 2022 và dự kiến chỉ ở mức 1,7% năm 2023, 2,8% năm 2024 và 3,0% năm 2025. Theo dự báo của Quỹ tiền tệ quốc tế, tăng trưởng thương mại toàn cầu sẽ chỉ tăng trưởng với tốc độ bình quân 3,5% trong giai đoạn 2024-2028, thấp hơn nhiều so với thập niên 2000s và nửa đầu thập niên 2010s.

Hình 2: Tỷ lệ kim ngạch xuất nhập khẩu/tổng sản lượng giai đoạn 1880 -2020



*Nguồn: Quỹ tiền tệ quốc tế*

*Thứ hai,* trong giai đoạn đại dịch Covid-19, chính sách tài khóa nới lỏng đã khiến nợ công toàn cầu tăng từ mức 84,3% GDP năm 2019 lên 99,7% năm 2020. Mặc dù đã giảm về mức 95,5% năm 2021 và 92,1% năm 2022 nhưng tỷ lệ nợ trên GDP sẽ tăng trở lại từ năm 2023 với tốc độ tăng lớn hơn ở các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển. Nợ công sẽ tiếp tục tăng lên do chính phủ các quốc gia sẽ tăng chi tiêu cho quốc phòng, chi đầu tư để nâng cao năng lực tự chủ kinh tế của quốc gia, đối phó với biến đổi khí hậu và chi cho các khoản an sinh xã hội để ổn định đời sống của người dân khi nền kinh tế tăng trưởng chậm lại. Trong khi đó, nợ của các doanh nghiệp cũng đã tăng lên đáng kể khi các doanh nghiệp vay mượn nhiều hơn để củng cố tình hình tài chính trước tác động tiêu cực của đại dịch Covid-19, tận dụng mức lãi suất thấp và các chính sách cơ cấu lại khoản nợ chính phủ.

*Thứ ba,* những tác động của ô nhiễm môi trường, ấm lên toàn cầu và biến đổi khí hậu sẽ dẫn tới những hệ quả không chỉ đối với mục tiêu tăng trưởng kinh tế mà còn cả mục tiêu về sức khỏe, giảm nghèo, bình đẳng… Các quốc gia sẽ cần dành nhiều nguồn lực hơn như chuyển đổi năng lượng, thay đổi phương thức sản xuất và xử lý rác thải, xây dựng cơ sở hạ tầng ứng phó với biến đổi khí hậu… để khắc phục những hậu quả của chính các hoạt động mà con người đã và đang gây ra với thiên nhiên. Quá trình hình thành và áp dụng những tiêu chuẩn mới liên quan tới môi trường và người lao động ở nhiều quốc gia phát triển sẽ ảnh hưởng tới hoạt động sản xuất tại nhiều quốc gia dựa vào xuất khẩu, ngày càng tạo ra cách biệt lớn về thu nhập và chất lượng cuộc sống giữa các quốc gia.

**II. Những thách thức mới đối với điều hành chính sách tiền tệ và ổn định thị trường tài chính**

Bối cảnh kinh tế vĩ mô và những thách thức chưa có tiền lệ kể trên đã đặt ra bốn vấn đề cần được nhận thức kịp thời, đầy đủ và đúng đắn đối với công tác điều hành chính sách tiền tệ của ngân hàng trung ương nói riêng và công tác quản lý kinh tế vĩ mô của chính phủ nói chung.

*Thứ nhất,* phương thức điều hành chính sách tiền tệ, ổn định tài chính và giám sát an toàn vĩ mô giai đoạn Covid-19 và xung đột quân sự Nga - Ukraine hoàn toàn khác so với giai đoạn cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế thế giới năm 2008.

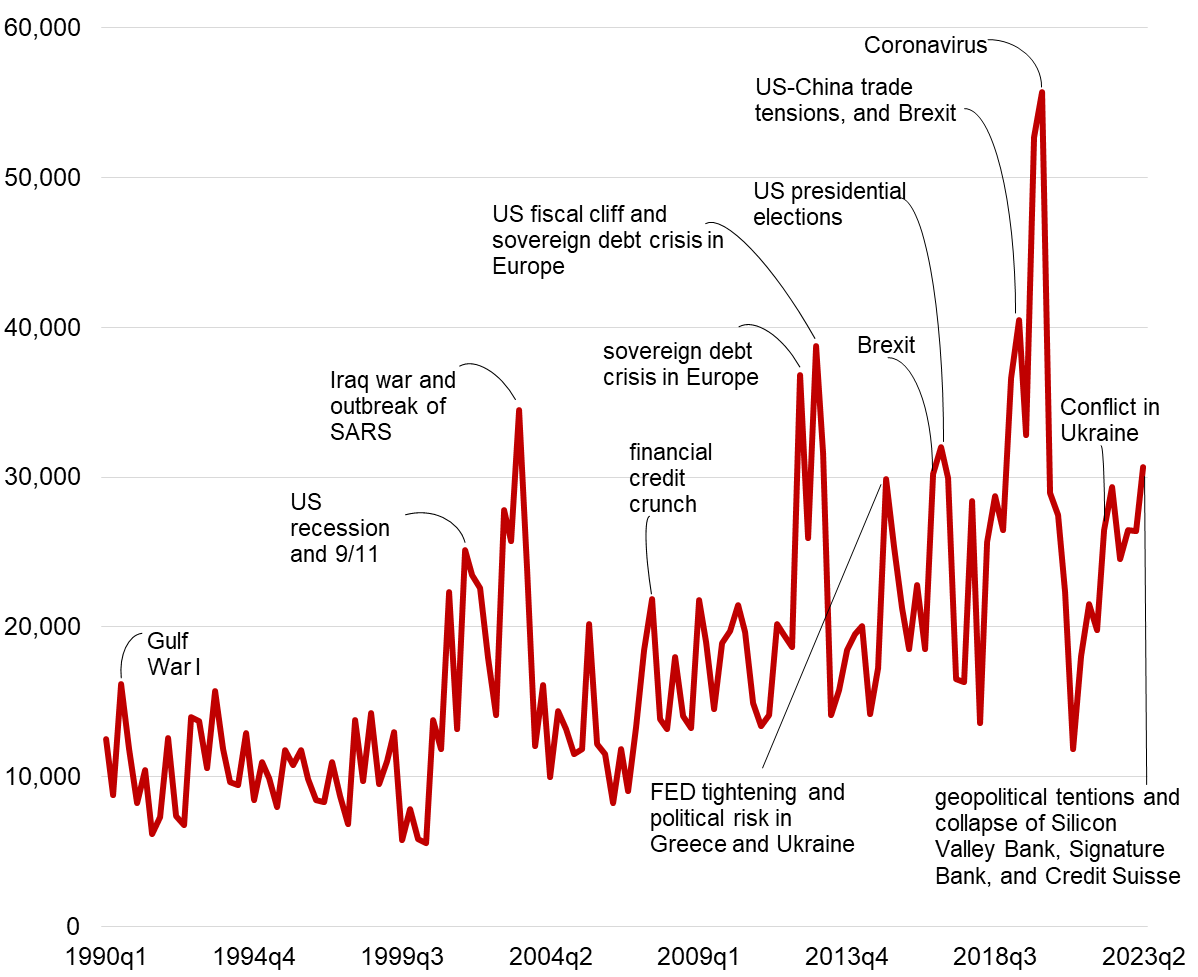
Trong cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế thế giới năm 2008, hầu hết các ngân hàng đều thiếu vốn so với mức độ rủi ro tín dụng và kỳ hạn mà chúng phải đối mặt. Các ngân hàng nắm giữ nhiều tài sản có tính rủi ro cao và liên kết phức tạp giữa các tổ chức tài chính và các thị trường vay nợ trong khi lại nắm giữ quá ít tài sản có tính thanh khoản. Kể từ đó, công tác giám sát hệ thống ngân hàng đã được cải thiện đáng kể với các chuẩn mực an toàn được tăng cường, các ngân hàng buộc phải tăng vốn và nắm giữ nhiều tài sản thanh khoản hơn để gia tăng khả năng chống chịu trước các cú sốc. Tuy nhiên, những bất ổn đối với hệ thống ngân hàng sau đại dịch Covid-19 và cuộc xung đột quân sự Nga - Ukraine lại khác. *Hệ thống ngân hàng lần này phải đối mặt với lãi suất tăng nhanh và cao kỷ lục trong hơn một năm vừa qua để kiểm soát lạm phát cao và dai dẳng*. Dù đối mặt với ít rủi ro tín dụng hơn, nắm giữ những tài sản tài chính có độ an toàn cao hơn nhưng ngân hàng lại gặp phải rủi ro lãi suất nghiêm trọng và thua lỗ, dẫn tới tình trạng phá sản như trường hợp của hai ngân hàng Silicon Valley, Signature tại Hoa Kỳ hoặc bị mua lại như trường hợp của Credit Suisse tại Thụy Sĩ. Những rủi ro đối với hệ thống ngân hàng không chỉ thách thức sự ổn định mang tính nền tảng của ngân hàng mà còn chỉ ra những bất cập trong công tác giám sát của cơ quan quản lý nhà nước luôn chậm hơn so với diễn biến thực tế.

Ngoài ra, rủi ro lần không xuất phát từ các ngân hàng lớn rồi lan sang toàn hệ thống như tại giai đoạn 2008 mà *rủi ro lại hình thành ở các ngân hàng quy mô nhỏ hơn, hoạt động ở phạm vi khu vực và lĩnh vực hẹp hơn*. Mới đây, mười ngân hàng khu vực ở Hoa Kỳ đã bị Moody hạ mức xếp hạng tín nhiệm khi ghi nhận những khoản lỗ đáng kể, làm dấy lên quan ngại về rủi ro của các ngân hàng này lẫn hệ thống ngân hàng trước những đợt tăng lãi suất của Cục dự trữ Liên bang Hoa Kỳ. Ngoài ra, tuy có sự khác biệt nhất định giữa hai thời kỳ nhưng không thể phủ nhận về vai trò của niềm tin đối với sự ổn định thị trường tài chính. Thực tiễn đã chỉ ra dù cho cơ quan quản lý nhà nước có áp dụng các quy định về an toàn và bảo vệ người gửi tiền và nhà đầu tư đến đâu thì *niềm tin vẫn là yếu tố quyết định tới khả năng kiểm soát rủi ro hệ thống và ổn định thị trường tài chính trong những thời điểm quyết định*. Các quy định về minh bạch thông tin, trách nhiệm giải trình kết hợp với sự phát triển của thông tin đại chúng trở thành những yếu tố khiến cho thị trường tài chính trở nên dễ biến động hơn nhiều so với trước đây.

*Thứ hai,* cạnh tranh địa chính trị giữa các cường quốc sẽ kéo theo sự phân mảnh về chính trị, công nghệ và kinh tế ngày càng rõ rệt hơn, từ đó tạo ra các hệ thống kinh tế và thị trường tài chính có tính tách biệt nhau.

Phân tách chính trị, công nghệ và kéo theo là kinh tế sẽ ngày rõ rệt hơn khi sự đối đầu giữa các cường quốc lớn được thúc đẩy từ những năm cuối của thập kỉ trước sẽ diễn ra nhanh hơn và mạnh mẽ hơn trong thập niên này. Cuộc xung đột quân sự trực tiếp giữa Nga - Ukraine và rộng hơn đằng sau là sự đối đầu giữa Nga và NATO, những mâu thuẫn âm ỉ về chính trị và quân sự giữa Trung Quốc và Hoa Kỳ tại các vùng biển và đảo có tính chiến lược tại Thái Bình Dương mới chỉ là biểu hiện bên ngoài của sự gia tăng rủi ro địa chính trị trên toàn cầu. Các biện pháp ngăn cản các doanh nghiệp công nghệ đầu tư và chia sẻ bản quyền với các quốc gia thiếu thân thiện cho tới việc tự phát triển các công nghệ riêng cho mình có thể dẫn tới sự hình thành các tiêu chuẩn công nghệ mới, có tính khác biệt giữa hai cường quốc. Tương tự, các hoạt động sản xuất và trao đổi hàng hóa, dịch vụ trước đây trên cơ sở tự do thương mại cũng sẽ được sắp xếp lại theo hướng tăng tính tự chủ và bảo đảm an ninh kinh tế cho mỗi quốc gia. *Sự phân mảnh về chính trị, công nghệ và kinh tế sẽ gây ra những thay đổi trên thị trường tài chính toàn cầu, như thay đổi về hệ thống thanh toán quốc tế, cơ cấu dự trữ ngoại hối, dịch chuyển các dòng vốn đầu tư xuyên biên giới và các cơ chế phối hợp phòng ngừa, chia sẻ rủi ro tài chính*. Về cơ bản, những sự thay đổi kể trên sẽ làm tăng chi phí vốn, hạn chế khả năng đa dạng hóa, giảm lợi nhuận của các tổ chức tài chính và nguồn vốn cung ứng cho các hoạt động kinh tế.

Hình 3 : Chỉ số không chắc chắn toàn cầu giai đoạn 1990 - 2023



*Nguồn: Ahir, H, N Bloom, and D Furceri (2022), “World Uncertainty Index”, NBER Working Paper*

Các tổ chức tài chính và cơ quan quản lý về thị trường tài chính tại mỗi quốc gia sẽ cần phải quan tâm tới rủi ro mới do *những thay đổi địa chính trị kể trên tới sự an toàn của hệ thống tài chính và cả công tác điều hành chính sách tiền tệ của ngân hàng trung ương*. Rủi ro địa chính trị có thể đe dọa tới sự ổn định của hệ thống tài chính thông qua việc các giao dịch tài chính bị hạn chế hoặc cấm, các khoản đầu tư xuyên biên giới bị tạm dừng hoặc cấm, các tài sản tài chính bị ngăn chặn giao dịch… khi các quốc gia đối đầu nhau. Các tổ chức tài chính, đặc biệt là các tổ chức tài chính huy động nguồn vốn từ bên ngoài hoặc có hoạt động tại nước ngoài, sẽ gặp phải rủi ro khi phải huy động nguồn vốn bổ sung với chi phí cao hơn, không thu hồi được các khoản tín dụng hoặc hạn chế trong việc chuyển lợi nhuận về nước. Rủi ro địa chính trị cũng có thể ảnh hưởng tới sự ổn định của hệ thống tài chính thông qua các hoạt động kinh tế khi các chuỗi cung ứng bị đứt gãy, hoạt động kinh doanh của khách hàng vay vốn gặp khó khăn, kinh tế tăng trưởng chậm lại khiến rủi ro tín dụng, thanh khoản gia tăng còn lợi nhuận sụt giảm. Hai kênh tác động này không tồn tại độc lập mà sẽ tác động qua lại, làm cho ảnh hưởng của rủi ro địa chính trị tới hệ thống tài chính và nền kinh tế có thể được khuếch đại lên nhiều lần

*Thứ ba,* rủi ro của hệ thống ngân hàng ngày càng gắn kết chặt chẽ với rủi ro của các tổ chức tài chính phi ngân hàng, thị trường chứng khoán và bất động sản.

Sau sự nổi lên và sau đó là đổ vỡ của các tổ chức tài chính phi ngân hàng giai đoạn 2008, các quỹ hưu trí, công ty bảo hiểm và quỹ đầu tư đã dần phục hồi và ngày càng đóng vai trò quan trọng trong hệ thống tài chính. Trong một môi trường kinh tế có lãi suất thấp và các ngân hàng thương mại truyền thống bị giám sát chặt chẽ, các tổ chức tài chính phi ngân hàng đã tận dụng cơ hội để phát triển nhanh chóng. Tài sản của các tổ chức tài chính phi ngân hàng đã chiếm tới gần 50% tổng giá trị tài sản của hệ thống tài chính và dĩ nhiên, mức độ rủi ro của các tổ chức tài chính phi ngân hàng nói riêng và đặt trong hệ thống tài chính cũng tăng lên đáng kể. *Đòn bẩy tài chính cao, chênh lệch kỳ hạn tài sản và nguồn vốn kết hợp với những quan hệ với hệ thống ngân hàng là những yếu tố khiến các tổ chức tài chính phi ngân hàng đối mặt với nhiều rủi ro khi ngân hàng trung ương thắt chặt chính sách tiền tệ.* Tình trạng các quỹ hưu trí ở Anh gặp phải rủi ro khi Ngân hàng Trung ương Anh tăng lãi suất vào cuối năm 2022 là ví dụ rõ rệt cho lập luận rủi ro có thể xảy ra với bất kỳ chủ thể nào, ngay cả với các quỹ hưu trí vốn có vẻ như là một kênh đầu tư an toàn. Cuộc khủng hoảng không chỉ dừng lại ở các quỹ hưu trí mà tiếp tục lan san thị trường trái phiếu chính phủ và thị trường ngoại hối khi trái phiếu chính phủ và đồng bảng Anh bị bán tháo, khiến cho giá trị danh mục đầu tư của các quỹ hưu trí tiếp tục giảm mạnh, buộc Chính phủ Anh phải có sự can thiệp mạnh mẽ để bình ổn thị trường.

Cũng kể từ cuộc khủng hoảng tài chính và đổ vỡ thị trường bất động sản năm 2008, cơ quan quản lý nhà nước đã triển khai nhiều biện pháp để kiểm soát công cụ chứng khoán hóa, hạn chế hoạt động đầu tư của các ngân hàng vào thị trường bất động sản. Tuy nhiên, trong một môi trường lãi suất thấp do chính sách tiền tệ nới lỏng và các nhà đầu tư tìm cách để đạt được mức sinh lời cao hơn, các tổ chức tài chính phi ngân hàng đã hình thành các phương thức huy động vốn và đầu tư vào thị trường bất động sản. Sự xuất hiện của các quỹ tín thác và quỹ tương hỗ đầu tư bất động sản (mortgage real estate investments trusts và real estate mutual funds) và sự quay trở lại của các chứng khoán được bảo đảm bởi bất động sản trong thời gian gần đây khiến cho *sự phụ thuộc lẫn nhau của các tổ chức tài chính phi ngân hàng, thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản ngày một gia tăng*. Những thay đổi trong thị trường tài chính sẽ nhanh chóng tác động tới thị trường bất động sản, nhất là khi lãi suất tăng lên và các điều kiện tín dụng bị thắt chặt. Ngược lại, thị trường tài chính sẽ phải đối mặt với nhiều rủi ro hơn khi bong bóng thị trường bất động sản xuất hiện.

*Thứ tư,* với tình hình kinh tế khó khăn và mức nợ của khu vực tư và công tăng cao thì sự chèn lấn của chính sách ổn định tài chính và chính sách tài khóa đối với chính sách tiền tệ sẽ ngày một lớn hơn.

Mặt bằng lãi suất thấp, nợ tư nhân và nợ công chưa phải ở mức quá cao sau cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế năm 2008 cho phép các ngân hàng trung ương không phải quá lo ngại về ảnh hưởng của nợ tới điều hành chính sách tiền tệ. Tình thế đã thay đổi đáng kể trong giai đoạn đại dịch Covid-19 xảy ra khi hầu hết các chính phủ đã thực hiện các chương trình hỗ trợ doanh nghiệp và hộ gia đình thông qua các công cụ trợ cấp, giảm thuế hay tăng chi tiêu vào y tế… Lãi suất thấp cũng tạo điều kiện để các chính phủ thực hiện chính sách tài khóa nới lỏng và cơ cấu lại danh mục các trái phiếu với thời hạn dài hơn. Chính sách tài khóa mở rộng với quy mô lớn trong đại dịch Covid-19 để thúc đẩy tổng cầu là một trong những nguyên nhân khiến cho lạm phát gia tăng trên phạm vi toàn cầu. Nợ công gia tăng buộc chính phủ các quốc gia phải phát hành trái phiếu chính phủ để bù đắp thâm hụt ngân sách nhưng với mặt bằng lãi suất cao hơn trước rất nhiều. Các doanh nghiệp cũng tận dụng điều kiện lãi suất thấp để phát hành trái phiếu để cơ cấu lại nguồn vốn với chi phí thấp hơn. Do trái phiếu chính phủ và doanh nghiệp là một tài sản tài chính được nắm giữ bởi rất nhiều chủ thể kinh tế, trong đó có cả các ngân hàng và tổ chức tài chính phi ngân hàng, *việc thắt chặt chính sách tiền tệ không chỉ khiến giá trái phiếu giảm và rủi ro của hệ thống tài chính gia tăng mà còn khiến công tác điều hành chính sách tiền tệ trở nên khó khăn hơn phải xem xét tới mối liên hệ giữa rủi ro của hệ thống tài chính và thị trường trái phiếu*. Ngay cả khi ngân hàng trung ương dự báo nguy cơ lạm phát gia tăng thì trong bối cảnh nền kinh tế đang mới chỉ phục hồi yếu ớt sau đại dịch Covid-19 và tỷ lệ thấp nghiệp ở mức cao, việc thắt chặt chính sách tiền tệ là một quyết định không hề dễ dàng. Quyết định tăng lãi suất để kiểm soát lạm phát chưa tăng cao ở thời điểm đó trong khi tăng trưởng kinh tế vẫn ở mức thấp thường không phải là một quyết định có tính thuyết phục cao đối với các chủ thể trên thị trường tài chính.

**III. Một vài gợi ý đối với điều hành chính sách tiền tệ và ổn định thị trường tài chính Việt Nam**

Với Nghị quyết của Chính phủ về quy định tạm thời thích ứng an toàn, linh hoạt, kiểm soáthiệu quả dịch Covid-19 từ tháng 10 năm 2021, các hoạt động kinh tế của Việt Nam đã dẫn phục hồi mạnh mẽ từ cuối năm 2021 và tăng trưởng mạnh mẽ trong nửa đầu năm 2022. Tuy nhiên, khi nền kinh tế đang trên đà phục hồi thì những cú sốc từ bên ngoài như giá năng lượng và nguyên vật liệu cho sản xuất tăng cao, đồng USD và nhiều ngoại tệ tăng giá mạnh và sự sụt giảm các đơn hàng xuất khẩu từ quý III 2022 đã khiến đà tăng trưởng của kinh tế Việt Nam chững lại. Nhiều vấn đề kinh tế xã hội như thiếu hụt cung ứng năng lượng, thiết bị y tế cho tới sự biến động trên thị trường trái phiếu, cổ phiếu, tiền tệ cũng cùng lúc xuất hiện khiến cho tăng trưởng kinh tế chỉ đạt 3,7% trong nửa đầu năm 2023. So với mục tiêu tăng trưởng GDP bình quân giai đoạn 2021-2025 là 6,5 - 7% thì kết quả của gần ba năm đầu tiên cho thấy đây là một mục tiêu rất thách thức. Trong thời gian tới, đất nước tiếp tục phải đối mặt với nhiều rủi ro gia tăng bên ngoài và bên trong. Tốc độ tăng trưởng kinh tế toàn cầu giảm xuống, đặc biệt là tại các thị trường xuất khẩu lớn sẽ tạo áp lực lên khu vực xuất khẩu và việc làm cho người lao động. Trong khi đó, sự bất ổn của chính trị, kinh tế và tài chính toàn cầu kết hợp với các chính sách dịch chuyển đầu tư về nội địa sẽ khiến cho các dòng vốn đầu tư nước ngoài không còn dồi dào như trước. Áp lực tỷ giá tuy đã giảm trong nửa đầu năm 2023 nhưng luôn tiềm ẩn nguy cơ bùng phát khi chênh lệch lãi suất trong và ngoài nước thay đổi. Bên cạnh đó là ảnh hưởng ngày một gia tăng về cả số lượng và mức độ của biến đổi khí hậu và thiên tai đối với đời sống xã hội và các hoạt động kinh tế của người dân và doanh nghiệp. Năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp Việt Nam trên thị trường nội địa và nước ngoài, khả năng hấp thụ vốn sụt giảm, tỷ lệ nợ quá hạn và nợ xấu tại hệ thống ngân hàng gia tăng cùng với thị trường trái phiếu ảm đạm cho thấy thị trường tài chính cần nhiều thời gian và nguồn lực để phục hồi chức năng cung ứng vốn của mình.

Đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ XIII của Đảng đã đặt ra nhiệm vụ đẩy mạnh công nghiệp hóa, hiện đại hóa, cơ cấu lại nền kinh tế gắn với đổi mới mô hình tăng trưởng, bảo đảm thực chất, hiệu quả; thúc đẩy tăng trưởng nhanh, bền vững trên cơ sở ổn định kinh tế vĩ mô. Đối với thị trường tài chính, nhiệm vụ đặt ra là cần tiếp tục rà soát, cơ cấu lại, nâng cao hiệu quả hoạt động các thị trường tài chính, chứng khoán, cổ phiếu, trái phiếu; quản lý chặt chẽ các tổ chức tham gia thị trường; bảo đảm tính thanh khoản và an toàn hệ thống; áp dụng chuẩn mực quốc tế cho các hoạt động kế toán, kiểm toán và ngân hàng thương mại. Nâng cao quy mô và hiệu quả hoạt động của thị trường chứng khoán để thực sự trở thành một kênh huy động vốn chủ yếu của nền kinh tế.

Để công tác điều hành chính sách tiền tệ và quản lý thị trường tài chính mang lại hiệu quả, góp phần vào thực hiện thành công các mục tiêu kinh tế xã hội đã đặt ra, cần chú trọng triển khai một số khuyến nghị sau:

*Thứ nhất,* *bảo đảm sự phối hợp hài hòa giữa chính sách tiền tệ và ổn định thị trường tài chính*. Mục tiêu ổn định giá cả trong trung và dài hạn là mục tiêu cuối cùng và cũng là mục tiêu tối thượng của chính sách tiền tệ. Lạm phát thấp và ổn định là nền tảng để các chủ thể kinh tế lên kế hoạch tiết kiệm, đầu tư và tiêu dùng, giúp cho nền kinh tế vận hành trơn tru và hiệu quả. Tuy nhiên, ngay trong môi trường lạm phát thấp và ổn định, rủi ro tài chính luôn tiềm ẩn và có thể tích lũy và có nguy cơ bùng phát nếu có các điều kiện cần thiết hội tụ đủ. Trong khi đó, *với tầm quan trọng ngày một lớn của mình, ổn định hệ thống tài chính cũng là một mục tiêu quan trọng mà cơ quan quản lý nhà nước, trong đó có ngân hàng trung ương, cần hướng tới*. Trong một số trường hợp, việc sử dụng các công cụ chính sách tiền tệ với liều lượng mạnh để đạt được mục tiêu ổn định giá cả có thể gây ra rủi ro với hệ thống tài chính và để lại những hậu quả khôn lường cho nền kinh tế. Khi ngân hàng trung ương thu hẹp bảng cân đối tài sản của mình, các ngân hàng thương mại không thể ngay lập tức đáp ứng được quá trình thu hẹp tương ứng do quy mô tài sản và nguồn vốn lớn hơn nhiều và nền kinh tế đã có một giai đoạn dài phụ thuộc vào thanh khoản dồi dào từ hệ thống ngân hàng. Hậu quả có thể là sự thiếu ổn định không cần thiết trên thị trường tiền tệ và rộng hơn là thị trường tài chính. Do đó, điều hành chính sách tiền tệ cần có sự phối hợp hài hòa và hiệu quả với chính sách ổn định tài chính. Xem xét mối quan hệ giữa lạm phát, lãi suất cho vay và tăng trưởng kinh tế của Việt Nam và một số nước trong khu vực có thể nhận thấy việc duy trì được mặt bằng lãi suất ở mức hợp lý và ổn định sẽ giúp nền kinh tế duy trì được tốc độ tăng trưởng tốt hơn.

Rõ ràng, việc tăng lãi suất điều hành hay áp dụng hạn mức tăng trưởng tín dụng sẽ có tác động tới cung ứng vốn của hệ thống tài chính, khả năng vay vốn của doanh nghiệp và hộ gia đình nhanh và mạnh hơn, đồng thời phát tín hiệu hành động mạnh mẽ của ngân hàng trung ương để kiểm soát lạm phát. Tuy nhiên, khác với chính sách tiền tệ có mục tiêu là tỷ lệ lạm phát khá rõ ràng, ổn định tài chính là một khái niệm không có một chỉ tiêu đo lường có tính đại diện nên sẽ rất khó để nhà đầu tư, doanh nghiệp, người dân và bản thân các tổ chức tài chính đánh giá được mục tiêu lẫn cam kết của cơ quan quản lý nhà nước. Ngoài ra, ổn định tài chính có mối quan hệ rất chặt chẽ với các thị trường có tính đầu cơ cao và tác động tới tâm lý của các chủ thể kinh tế như ngoại hối, chứng khoán và bất động sản. Công tác phối hợp giữa chính sách tiền tệ và ổn định tài chính có thể được chia vào ba trường hợp sau:

Trong trường hợp mức độ rủi ro của hệ thống tài chính ở mức thấp: *Ngân hàng Nhà nước có thể chủ động và tập trung vào thắt chặt chính sách tiền tệ để kiểm soát lạm phát.* Trong khi đó, các công cụ ổn định tài chính sẽ được thực thi để giảm thiểu rủi ro trên thị trường như cho vay tái cấp vốn, các chương trình cho vay khẩn cấp… Do đó, đôi khi cần cân nhắc giữa việc sử dụng các công cụ mềm dẻo hơn để điều tiết hành vi cung ứng vốn của hệ thống tài chính như loan to value và debt to income kết hợp với mức điều chỉnh lãi suất ở mức vừa phải sẽ giúp đạt được các mục tiêu của cả chính sách tiền tệ và ổn định tài chính, hạn chế được những cú sốc mà chính sách tiền tệ trực tiếp tạo ra với hệ thống tài chính và gián tiếp tới nền kinh tế. Việc áp dụng các công cụ ổn định tài chính không chỉ giúp các tổ chức tài chính ứng phó với các rủi ro phát sinh mà còn giảm thiểu khả năng rủi ro hệ thống gia tăng, tạo ra niềm tin đối với các chủ thể trên thị trường tài chính. Nếu phát huy tác dụng, chính sách ổn định tài chính sẽ giúp Ngân hàng Nhà nước tập trung vào mục tiêu của chính sách tiền tệ.

Trong trường hợp mức độ rủi ro của hệ thống tài chính ở mức độ trung bình: *Ngân hàng Nhà nước sẽ cần phối hợp chặt chẽ với các cơ quan quản lý nhà nước về ổn định tài chính nói riêng và cơ quan quản lý nhà nước đối với các thị trường có tính đầu cơ cao*. Thực tế là mặc dù Ngân hàng Nhà nước có thể cung ứng thanh khoản cho các ngân hàng thương mại, ngân hàng trung ương có rất ít khả năng để can thiệp một cách hiệu quả sang thị trường chứng khoán và tới các chủ thể kinh tế trên các thị trường khác để ngăn ngừa một cuộc đổ vỡ có tính dây chuyền nếu nó thực sự xảy ra. Lúc này, các doanh nghiệp lớn trên thị trường chứng khoán và bất động sản cần được sự hỗ trợ từ chính các cơ quan quản lý nhà nước chịu trách nhiệm quản lý các thị trường này. Nguồn lực trực tiếp từ ngân sách nhà nước hoặc gián tiếp thông qua các quỹ đầu tư, doanh nghiệp nhà nước sẽ giúp giảm thiểu rủi ro ngày một lớn dần trên thị trường tài chính và các thị trường có tính đầu cơ cao. Trong trường hợp nguồn lực từ ngân sách nhà nước là hạn chế (ví dụ, nợ công ở mức cao) và thiếu hụt các định chế tài chính nhà nước có thể can thiệp hiệu quả vào thị trường, cách thức điều hành chính sách tiền tệ sẽ cần phải được thực hiện thận trọng hơn. Ví dụ, nền kinh tế có thể sẽ cần chấp nhận một mức lạm phát cao trong giai đoạn phù hợp để tránh gây ra thêm rủi ro cho hệ thống tài chính và thậm chí là sự suy kiệt của nền kinh tế.

Hình 4: Mối quan hệ giữa lạm phát, lãi suất và tăng trưởng kinh tế

|  |  |
| --- | --- |
| a. Mối quan hệ giữa lạm phát (INF) và lãi suất cho vay (LEND) | b. Mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế (GDP) và lãi suất cho vay (LEND) |
|  |  |

*Nguồn: Ngân hàng thế giới*

Trong trường hợp mức độ rủi ro của hệ thống tài chính ở mức độ cao: *Ngân hàng Nhà nước nên phối hợp với các cơ quan quản lý nhà nước để tập trung vào các giải pháp xử lý khủng hoảng, tạo sự ổn định cho hệ thống tài chính rồi mới sử dụng các công cụ để kiểm soát lạm phát*. Chỉ khi hệ thống ngân hàng nói riêng và hệ thống tài chính nói chung hoạt động ổn định thì chính sách tiền tệ mới có thể truyền tải được một cách hiệu quả tới nền kinh tế. Thực tiễn trên thế giới cho thấy, ngân hàng trung ương có lịch sử kiểm soát lạm phát tốt sẽ thực hiện các giải pháp dễ dàng hơn so với các ngân hàng trung ương từng để lạm phát cao và dai dẳng diễn ra do các nguy cơ như mất giá đồng nội tệ, nhập khẩu lạm phát, dự trữ ngoại hối giảm mạnh thường xảy ra cùng lúc. Trong trường hợp thứ hai, vai trò của chính sách tiền tệ bị giới hạn khá nhiều và cần có những công cụ can thiệp rất mạnh mẽ và kịp thời của các cơ quan quản lý nhà nước để ổn định tâm lý nhà đầu tư trên thị trường tài chính. Sự can thiệp càng sớm và cành mạnh mẽ thì mức độ hiệu quả càng cao và cho phép Ngân hàng Nhà nước sớm tập trung vào mục tiêu kiểm soát lạm phát.

*Thứ hai,* *cần nhận thức đúng đắn về tình hình lạm phát để xử lý tốt mối quan hệ giữa lạm phát, lãi suất và tỷ giá đặt trong bối cảnh tổng thể kinh tế vĩ mô*. Tình hình lạm phát tại Việt Nam và tại các nền kinh tế lớn trên thế giới có nhiều điểm khác nhau. Lạm phát tại các nền kinh tế lớn trên thế giới bắt nguồn từ chính sách tiền tệ và tài khóa nới lỏng với liều lượng lớn từ đại dịch Covid-19 để hỗ trợ người dân và doanh nghiệp. Tới nay, lạm phát tại các nước này đã đi qua giai đoạn đỉnh nhờ ngân hàng trung ương chuyển sang thắt chặt chính sách tiền tệ với liều lượng mạnh và tần suất lớn từ giữa năm 2022. Diễn biến lạm phát tại Việt Nam có sự khác biệt do quy mô của các gói hỗ trợ là không quá lớn và chủ yếu là các biện pháp giảm, giãn thuế. Ngoài ra, còn có các biện pháp can thiệp của nhà nước để ổn định giá của nhiều loại mặt hàng nên lạm phát không cao như nhiều nền kinh tế lớn. Xuất phát từ thực tiễn này, *cơ quan quản lý nhà nước không cần quá lo ngại về nguy cơ lạm phát mà đổi lại, cần có cách tiếp cận hài hòa hơn giữa mục tiêu lạm phát và tăng trưởng kinh tế.* Trong bối cảnh kinh tế toàn cầu suy giảm, ảnh hưởng sâu sắc tới hoạt động sản xuất trong nước thông qua xuất khẩu và nhu cầu tiêu dùng trong nước còn yếu, chính sách tiền tệ nên được điều hành theo hướng hỗ trợ hoạt động sản xuất kinh doanh và tiêu dùng, góp phần giúp nền kinh tế phục hồi.

Trong điều kiện hiện nay, việc chỉ sử dụng các công cụ chính sách tiền tệ như giảm lãi suất điều hành và nghiệp vụ thị trường mở sẽ chỉ mang lại một phần hiệu quả trong nhiệm vụ giảm mặt bằng lãi suất huy động và cho vay. *Muốn đạt được mục giảm tiếp lãi suất, cơ quan quản lý nhà nước cần sử dụng các công cụ mạnh mẽ hơn như dự trữ bắt buộc và tái cấp vốn để cung ứng một lượng vốn với lãi suất thấp và có tính ổn định hơn vào hệ thống ngân hàng thương mại.* Các giấy tờ có giá, hồ sơ tín dụng đáp ứng các tiêu chuẩn theo quy định sẽ được các ngân hàng thương mại sử dụng để tiếp cận với một lượng vốn với chi phí thấp hơn đáng kể so với huy động từ thị trường, từ đó làm giảm chi phí huy động vốn bình quân và kéo giảm lãi suất cho vay.

Hình 5: Tăng trưởng kinh tế và tỷ lệ lạm phát của Việt Nam   
giai đoạn 2000-2022 và dự báo 2023-2028

*Nguồn: Quỹ tiền tệ quốc tế*

Về tỷ giá hối đoái, phần lớn các yếu tố tác động tới tỷ giá đều đang theo hướng có lợi cho đồng tiền Việt Nam. *So sánh tương quan giữa lạm phát tại Việt Nam và nhiều nền kinh tế lớn thì tỷ lệ lạm phát của Việt Nam không hề cao hơn đồng thời mặt bằng lãi suất của nền kinh tế Việt Nam cũng vẫn đang ở mức cao hơn. Cả hai yếu tố này là cơ sở cơ bản cho mục tiêu ổn định tỷ giá trong năm 2023. Điểm quan trọng là cơ quan quản lý nhà nước cần phải định hướng được thị trường về mục tiêu và khả năng thực hiện mục tiêu này, được thể hiện thông qua các cam kết và thực tiễn điều hành chính sách.* Ngoài hai yếu tố kể trên, tỷ giá USD/VND còn được hỗ trợ vững chắc của cán cân thanh toán quốc tế của Việt Nam. *Bên cạnh thặng dư xuất khẩu hàng hóa, nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đang phục hồi và lượng lớn kiều hối chuyển về hàng năm là các yếu tố tích cực giúp tỷ giá chỉ biến động trong phạm vi không quá lớn.* Hơn nữa, lạm phát tại nhiều nền kinh tế lớn đã hạ nhiệt đáng kể so với giai đoạn cao điểm năm 2022 nên nhiều khả năng chính sách tiền tệ của ngân hàng trung ương các nước này sẽ không thắt chặt mạnh như trước mà thậm chí phải tính tới khả năng điều chỉnh để phòng ngừa nguy cơ suy thoái kinh tế. Năng lực dự báo các yếu tố bên trong và bên ngoài, cách thức chuẩn bị và thực thi các phương án ứng phó với các biến động từ bên ngoài đóng vai trò quyết định đối với khả năng quản lý tỷ giá của ngân hàng trung ương. Ở trong nước, duy trì được ổn định hệ thống tài chính và giữ vững ổn định kinh tế vĩ mô nhờ vào điều hành linh hoạt và hiệu quả các chính sách tiền tệ tài khóa cũng sẽ tạo điều kiện để đồng nội tệ không bị giảm giá quá nhiều.

Hình 6: Thay đổi của chỉ số USD index và tỷ giá USD/VND

*Nguồn: Investing.com*

*Thứ ba,* *tăng cường theo dõi, phân tích và có kịch bản ứng phó với tác động của rủi ro địa chính trị tới ổn định hệ thống tài chính*. *Cơ quan quản lý nhà nước cần bổ sung rủi ro từ quá trình phân tách kinh tế và tài chính vào nội dung theo dõi, phân tích và chuẩn bị các biện pháp phòng ngừa rủi ro để có thể giảm thiểu được tác động tới hệ thống tài chính.* Cần đánh giá được mối liên hệ giữa rủi ro địa chính trị với các rủi ro hiện hữu của hệ thống tài chính như tín dụng, tỷ giá, thị trường và hoạt động, đặc biệt là các tổ chức tài chính có hoạt động đầu tư ở nước ngoài. Ngân hàng Nhà nước cần đánh giá và cập nhật rủi ro địa chính trị trong công tác quản lý dự trữ ngoại hối trước xu thế thay đổi trong cơ cấu đồng tiền dự trữ. Tỷ trọng của đồng USD đã giảm từ mức 71% đầu thế kỉ xuống khoảng 60% trong thời gian gần đây, phản ánh xu hướng đa dạng hóa danh mục các đồng tiền của các ngân hàng trung ương. Các công cụ trừng phạt chính trị thông qua tài chính từ khi diễn ra cuộc xung đột quân sự Nga - Ukraine đã thúc đẩy nhiều ngân hàng trung ương tăng tỷ trọng nắm giữa vàng. Ở góc độ rộng hơn, do trong dài hạn, tác động của phân tách kinh tế và tài chính có thể được truyền dẫn qua các hoạt động kinh tế nên cần sự phối hợp đồng bộ giữa các cơ quan quản lý nhà nước như Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Bộ Ngoại giao, Bộ Tài chính và Ngân hàng Nhà nước… để có hình thành một khung chính sách ứng phó với rủi ro mới này.

*Thứ tư,* *cải cách thị trường tài chính theo hướng tuân thủ nhiều hơn các quy luật của kinh tế thị trường*. Trong một nền kinh tế thị trường, *việc cho phép các chủ thể kinh tế được chủ động xây dựng và triển khai các hoạt động kinh doanh trong khuôn khổ quy định pháp luật là nguyên tắc căn bản.* Các hoạt động trên thị trường tài chính ngoài đặc tính diễn ra liên tục và sôi động thì cũng có tính biến đổi và sáng tạo cao. Việc để cho các tổ chức tài chính được tự chủ trong hoạt động kinh doanh sẽ giúp nhiều hơn các sản phẩm và dịch vụ tài chính được hình thành, phát triển, sửa đổi và hoàn thiện, góp phần vào thực hiện tốt các chức năng của một thị trường tài chính. Do vậy, *Nhà nước sẽ ban hành các quy định pháp lý cho các tổ chức tài chính thực hiện theo hướng tiệm cận dần với các nguyên tắc, chuẩn mực quốc tế hiện đại,* đặc biệt là công tác quản trị doanh nghiệp và quản trị rủi ro. *Các tổ chức tài chính và chủ thể kinh tế khác tham gia vào thị trường tài chính sẽ căn cứ vào hàng lang pháp lý đó để đưa ra các quyết định kinh doanh và tự chịu trách nhiệm với các quyết định của mình*.

Vừa qua, trước những ý góp ý của cộng đồng doanh nghiệp về một số nội dung của Thông tư số 06/2023/TT-NHNN, Ngân hàng Nhà nước đã ban hành Thông tư số 10/2023/TT-NHNN ngưng hiệu lực thi hành khoản 8, khoản 9 và khoản 10 Điều 8 của Thông tư số 39/2016/TT-NHNN (đã được bổ sung theo khoản 2 Điều 1 Thông tư số 06/2023/TT-NHNN). *Sự việc này cho thấy cơ quan quản lý nhà nước trong lĩnh vực ngân hàng tài chính chỉ nên gián tiếp điều chỉnh hành vi kinh doanh của các ngân hàng thương mại thông qua áp dụng các quy định về bảo đảm an toàn hoạt động ngân hàng thay vì đưa ra các quy định có tính hành chính, can thiệp trực tiếp vào hoạt động kinh doanh ngân hàng*. *Việc ban hành các tiêu chuẩn BASEL với các*[*hệ số rủi ro*](https://www.vietnamplus.vn/tags/h%e1%bb%87-s%e1%bb%91-r%e1%bb%a7i-ro.vnp)*khác nhau đối với các phân khúc khách hàng, sản phẩm và loại tài sản đảm bảo khác nhau sẽ giúp cơ quan quản lý điều tiết được hoạt động kinh doanh ngân hàng theo hướng trao quyền tự chủ kinh doanh, tự chịu trách nhiệm về kết quả đặt trong một khuôn khổ đề cao tính thận trọng.* Thực vậy, để tối ưu hóa giữa lợi ích và rủi ro, giữa quy mô tài sản, rủi ro với vốn chủ sở hữu, các tổ chức tín dụng sẽ tự xác định cần ưu tiên cấp tín dụng hay hạn chế tín dụng đối với lĩnh vực nào, nhóm doanh nghiệp nào, với tài sản đảm bảo nào trong khả năng đảm bảo tuân thủ hệ số an toàn vốn và các hệ số an toàn hoạt động khác. Song song với đó, cần thực hiện hai sự đổi mới bao gồm phát triển các công cụ phòng ngừa rủi ro thị trường và nâng cao tính minh bạch thông tin, trách nhiệm giải trình trên thị trường. Các công cụ và phương thức giao dịch trên thị trường tài chính cũng cần được đa dạng hóa theo hướng tăng cường các công cụ phòng ngừa rủi ro thị trường. Việc sử dụng các công cụ phái sinh trên thị trường giúp các chủ thể kinh tế phân tán và phòng ngừa rủi ro trên thị trường theo nhu cầu. Ngoài ra, các tổ chức tài chính phải công bố công khai, minh bạch và chính xác thông tin về chiến lược kinh doanh, tình hình tài chính, cơ cấu quản lý, công tác quản trị doanh nghiệp và quản trị rủi ro với cơ quan quản lý nhà nước và các chủ thể có liên quan. Việc nâng cao trách nhiệm giải trình đi kèm với trao quyền cho các chủ thể có quyền lợi trên thị trường sẽ giúp hình thành một cơ chế giám sát hiệu quả hoạt động song song và bổ sung hết sức hiệu quả cho cơ chế thanh tra, giám sát của các cơ quan quản lý nhà nước.

*Thứ năm, tăng cường năng lực can thiệp của cơ quan quản lý nhà nước đối với thị trường tài chính*. Khi cho phép các tổ chức tài chính được hoạt động tự chủ hơn trong hành lang pháp lý hiện đại, tiếp cận chuẩn mực, thông lệ quốc tế không có nghĩa là vai trò của cơ quan quản lý nhà nước bị giảm nhẹ. Thậm chí, so với một nền kinh tế kế hoạch, vai trò của cơ quan quản lý nhà nước đối với sự phát triển của hệ thống tài chính trong một nền kinh tế thị trường lại càng quan trọng hơn. *Không chỉ là một chủ thể có trách nhiệm giám sát, điều tiết thị trường vận hành thông suốt, an toàn và hiệu quả, cơ quan quản lý nhà nước còn có vai trò can thiệp để bảo đảm sự ổn định của thị trường khi các rủi ro mang tính hệ thống xảy ra*. Chúng ta đã thấy vai trò can thiệp rất chủ động và kịp thời của các cơ quản quản lý nhà nước về tài chính tiền tệ của Hoa Kỳ khi ngân hàng Lehman Brothers sụp đổ năm 2008 và trường hợp của ngân hàng Silicon Valley và Signature vào đầu năm 2023. Phối hợp hành động của các cơ quan quản lý nhà nước như Cục Dự trữ liên bang, Cơ quan Bảo hiểm tiền gửi liên bang và Bộ Tài chính Hoa Kỳ được đưa ra chỉ trong vòng chưa đầy 24h từ khi rủi ro hệ thống bắt đầu xuất hiện để vừa đảm bảo quyền lợi của người gửi tiền, duy trì thanh khoản cho hệ thống ngân hàng, trấn an toàn thị trường vừa thể hiện cam kết tăng cường giám sát và xử lý sai phạm. Tương tự, Chính phủ Hàn Quốc đã khẩn trương triển khai các biện pháp để bình ổn thị trường trái phiếu và tiền tệ khi Công ty liên doanh Gangwon Jungdo Development Corp, là chủ đầu tư của dự án công viên giải trí LegoLand, không thể trả được nợ các trái phiếu đến hạn với tổng giá trị lên tới 142,3 triệu USD và bị đưa vào diện phá sản. Việc công bố kế hoạch mở rộng các chương trình hỗ trợ thanh khoản và sử dụng các quỹ nhà nước để can thiệp đã giúp trấn an sự lo ngại của thị trường và hạn chế tình trạng căng thẳng thanh khoản trên thị trường. Chỉ có như vậy mới phần nào giảm nhẹ những tác động lan truyền từ sự việc của một ngân hàng đơn lẻ lan rộng ra cả hệ thống ngân hàng và thị trường chứng khoán. Đây là một minh chứng rõ ràng cho thấy trong thị trường tài chính, niềm tin không chỉ đặt vào hành động của các đơn vị huy động vốn hay vay mượn mà *niềm tin của thị trường còn được đặt vào những cam kết và hành động rất cụ thể của cơ quan quản lý nhà nước*.

*Các cơ quản quản lý nhà nước cũng cần được tăng cường năng lực thanh tra và giám sát đặt trong tổng thể một hệ thống giám sát dựa trên rủi ro, cảnh báo sớm rủi ro, cơ chế xử lý khủng hoảng hệ thống và xử lý các định chế tài chính tiềm ẩn rủi ro cao nhằm bảo vệ sự an toàn của hệ thống tài chính.* Công tác giám sát cần được nâng cao hiệu quả trên các khía cạnh như giám sát rủi ro hệ thống, tăng cường phối hợp giữa cơ quan hoạch định chính sách và cơ quan giám sát; phối hợp, đồng bộ hóa giám sát vĩ mô và vi mô. Ngoài ra, chất lượng công tác thanh tra cần được nâng cao theo hướng bảo đảm kỷ luật thị trường và có cơ chế cưỡng chế thực thi các quy định pháp lý.

Thời gian gần đây, mô hình quản lý thị trường tài chính của một số quốc gia có được điều chỉnh theo hướng phân công lại chức năng, vai trò giữa các cơ quan quản lý nhà nước, giữa trung ương và địa phương để phù hợp với thực tiễn thị trường. Đối với Việt Nam, chúng ta cần nghiên cứu các mô hình mới này và vận dụng phù hợp vào thực tiễn đất nước. Với sự phát triển nhanh chóng của thị trường chứng khoán bên cạnh thị trường tiền tệ thì việc duy trì khuôn khổ ổn định tài chính và giám sát an toàn vĩ mô mang tính phân tán như hiện nay sẽ không phát huy được nhiều hiệu lực và hiệu quả. Ưu tiên hàng đầu hiện nay là *nghiên cứu ban hành Luật về ổn định tài chính để luật hóa tầm quan trọng của vấn đề này cũng như trách nhiệm của Nhà nước và các chủ thể đối với vấn đề ổn định tài chính và an toàn vĩ mô*. Về cơ bản, một cơ quan quản lý nhà nước trực thuộc Chính phủ để điều phối mọi vấn đề liên quan đến ổn định tài chính với các đối tượng điều chỉnh bao gồm các tổ chức tín dụng, công ty chứng khoán, tài chính, bảo hiểm và cả các chủ thể kinh doanh trong các lĩnh vực khác nhưng tiềm ẩn rủi ro tới sự ổn định của hệ thống tài chính trên phạm vi toàn quốc. Hình thành một quỹ của Nhà nước để can thiệp bảo đảm ổn định tài chính cũng là một công cụ hữu hiệu để giúp xử lý các rủi ro mang tính hệ thống một cách kịp thời, giúp nhanh chóng hạn chế rủi ro lan truyền và ổn định niềm tin của nhà đầu tư. Bên cạnh cơ quan mới này, vai trò của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và Bảo hiểm tiền gửi trong quá trình giám sát và đặc biệt là can thiệp xử lý khủng hoảng cũng cần được nâng cao hơn nữa.

Tác giả: TS. Trương Văn Phước

Nguyên quyền Chủ tịch Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia