

**NGHIÊN CỨU KINH NGHIỆM XÂY DỰNG CHỈ SỐ
ĐIỀU KIỆN TÀI CHÍNH Ở MỘT SỐ QUỐC GIA TRÊN
THẾ GIỚI VÀ BÀI HỌC CHO VIỆT NAM**

Nguyễn Thanh Phương

Học viện Ngân hàng, Hà Nội, Việt Nam

Trần Thị Xuân Anh¹

Học viện Ngân hàng, Hà Nội, Việt Nam

Ngô Thị Hằng

Học viện Ngân hàng, Hà Nội, Việt Nam

Ngày nhận: 05/01/2021; **Ngày hoàn thành biên tập:** 04/06/2021; **Ngày duyệt đăng:** 11/06/2021

Tóm tắt: Sự biến động của tình hình kinh tế - tài chính tại từng quốc gia sau các cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu đã cho thấy tầm quan trọng của Chỉ số Điều kiện tài chính (Financial Condition Index - FCI). Chỉ số này đóng vai trò là thước đo đáng tin cậy để đánh giá mức độ hiệu quả và khả năng truyền dẫn của chính sách tiền tệ (CSTT) tới nền kinh tế cũng như giám sát tính ổn định tài chính của toàn bộ hệ thống tài chính (HTTC) và là công cụ dự báo khả năng hồi phục nền kinh tế. Với mục tiêu cung cấp một thước đo tương tự cho Việt Nam, đặc biệt trong bối cảnh nền kinh tế và thị trường tài chính trong nước đang hội nhập sâu rộng với các thị trường khu vực và toàn cầu, thông qua ứng dụng phương pháp nghiên cứu tổng hợp, phân tích, so sánh kinh nghiệm xây dựng FCI ở một số khu vực và quốc gia trên thế giới, bài viết này đã nhấn mạnh tầm quan trọng của tính linh hoạt của FCI, sự phù hợp của các biến số cũng như tỷ trọng của các biến số trong việc xây dựng FCI Việt Nam trong tương lai.

Từ khóa: Điều kiện tài chính quốc gia, Chỉ số điều kiện tài chính quốc gia, Hội nhập quốc tế

**EXPERIENCE OF CONSTRUCTING FINANCIAL CONDITION
INDEXES FROM SOME COUNTRIES AND LESSONS FOR VIETNAM**

Abstract: Fluctuations in the financial-economic conditions of every single country after the global financial crisis have proved the importance of the Financial Condition Index (FCI). The FCI plays a role of a reliable measure in evaluating the efficiency and the propagation of the monetary policy to the

¹ Tác giả liên hệ, Email: anhttx@hvn.edu.vn

real economy, which is coupled with monitoring the financial stability of the national financial system as a whole, along with providing forecasting ability of the economy's recovery capacity. In an effort to offer a similar tool for Vietnam, specifically in the context of the deepening international integration of Vietnam's economy and financial market, this study provides experience of other countries in designing their FCIs. Findings emphasize the importance of the index flexibility, the fitness of expected parameters and their weights in constructing Vietnam's future FCI.

Keywords: National Financial Conditions, National Financial Condition Index, International Integration

1. Giới thiệu

Chỉ số FCI được xây dựng và phát triển trên nền tảng cơ sở chỉ số điều kiện tiền tệ (Monetary Condition Index - MCI). MCI được Ngân hàng Trung ương Canada xây dựng vào năm 1990, trong đó tập trung đo lường các điều kiện tài chính (ĐKTC) và phân tích tác động của CSTT đến nền kinh tế. Tuy nhiên, với sự phát triển của nền kinh tế và thị trường tài chính, giá cả của các tài sản ngày càng trở nên quan trọng và ảnh hưởng trực tiếp đến biến động chung của toàn bộ nền kinh tế cũng như HTTC, chẳng hạn như thông tin về tỷ giá hối đoái, lãi suất, giá cổ phiếu, giá nhà. Trong bối cảnh đó, một số nhà nghiên cứu đã phát triển FCI bằng cách đưa thêm các biến số về giá tài sản vào MCI để tạo ra chỉ số tổng hợp, phản ánh đầy đủ ĐKTC quốc gia (Federal Reserve Bank of New Zealand, 1996; Eika & cộng sự, 1996; Gerlach & Smets, 2000).

Về cơ bản, FCI phản ánh ĐKTC hiện tại thông qua các biến số tài chính có liên quan đến các hoạt động kinh tế thực. Cụ thể những thay đổi trong CSTT thường có tác động trực tiếp và trước tiên đến các điều kiện trên thị trường tài chính trước khi ảnh hưởng đến hoạt động của nền kinh tế (Debuque-Gonzales & Gochoco-Bautista, 2017). Ví dụ, ngân hàng trung ương (NHTW) bán trái phiếu chính phủ trên thị trường mở hoặc tăng lãi suất cho vay qua đêm dẫn đến lãi suất thị trường tăng và giá tài sản tài chính giảm. Tuy nhiên, do hiệu lực CSTT có độ trễ nhất định, vì vậy thường không chắc chắn được về mối liên kết giữa mục tiêu trung gian và mục tiêu cuối cùng của CSTT. Tác động của công cụ chính sách đến các ĐKTC cũng không ổn định theo thời gian. Do đó cần có một chỉ số tài chính như FCI để có thể giúp lượng hoá, phản ánh trực quan tác động của CSTT tới nền kinh tế thực, đồng thời được cập nhật liên tục khi điều kiện thị trường thay đổi.

Từ đó, FCI có thể cung cấp cơ sở trong việc hoạch định, đánh giá tác động của các kịch bản chính sách khác nhau tới nền kinh tế thực. Mayes & Viren (2001) đã xây dựng FCI của 17 quốc gia Châu Âu và cho rằng FCI đóng vai trò quan trọng trong việc xây dựng CSTT của các nước này. Do chính sách được truyền tải đến nền kinh tế thông qua các ĐKTC, FCI sẽ cho biết liệu một sự thay đổi trong chính

sách có làm thay đổi triển vọng kinh tế hay không (Hatzius & cộng sự, 2010). Bên cạnh đó, việc xây dựng và tính toán FCI trong thời gian dài, khi so sánh với các biến động kinh tế và các ĐKTC đã qua, có thể giúp kiểm tra khả năng dự báo của FCI về mức độ căng thẳng các ĐKTC quốc gia trong các giai đoạn khủng hoảng trước đây như khủng hoảng tài chính tiền tệ Châu Á 1997, khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2008, từ đó làm cơ sở cho việc dự báo các rủi ro tiềm ẩn trong thời gian gần (Zul-Fadzli & Iman, 2017) hay khả năng dự báo về lạm phát và GDP, đóng góp ý nghĩa quan trọng trong việc định hình chính sách vĩ mô, đặc biệt tại các quốc gia đang phát triển khi ĐKTC thường xuyên thay đổi và chịu tác động của các yếu tố từ thị trường quốc tế khi mức độ hội nhập tại các quốc gia, nền kinh tế này gia tăng (Nan & Liu, 2019; Borg & Micallef, 2018).

Đối với nhà đầu tư và doanh nghiệp (DN), thông qua việc đo lường các cú sốc tài chính hoặc những thay đổi ngoại sinh trong ĐKTC, FCI giúp nhận diện được các tín hiệu thất chặt hay nói lỏng của các ĐKTC và từ đó trở thành công cụ dự báo về triển vọng của nền kinh tế trong tương lai cũng như giúp các nhà đầu tư và DN đưa ra các quyết định tài trợ, đầu tư, tiêu dùng và tiết kiệm.

FCI có ý nghĩa quan trọng trong bối cảnh Việt Nam đang hội nhập kinh tế sâu rộng trong khu vực và quốc tế thông qua việc thực hiện các cam kết WTO, các hiệp định thương mại (FTA), các cam kết trong Cộng đồng kinh tế ASEAN (AEC). Việt Nam đang dần tiến tới tự do hoá các dòng luân chuyển về vốn, sản phẩm, hàng hoá, dịch vụ, công nghệ và nguồn nhân lực (Hoàng & Nguyễn, 2020), gia tăng tính liên kết với các thị trường trong khu vực và quốc tế. Theo đó, các ĐKTC của Việt Nam sẽ trở nên nhạy cảm hơn với các cú sốc kinh tế xảy ra trên phạm vi toàn khu vực, hoặc tại một hoặc một số quốc gia thành viên của khối liên kết như cú sốc về thay đổi CSTT, biến động giá các tài sản tài chính, tỷ giá, sự luân chuyển của các dòng vốn vào và ra giữa các nền kinh tế. Vì vậy, việc kiểm soát được các ĐKTC quốc gia, đánh giá được tầm quan trọng của các ĐKTC thành phần trong FCI, cũng như năng lực dự báo của FCI về triển vọng kinh tế tương lai khi ĐKTC thay đổi, giúp các nhà quản lý thị trường xem xét, đánh giá thời điểm cần định hướng và can thiệp chính sách điều hành phù hợp, hiệu quả từ đó giúp giảm thiểu tác động của các cú sốc tài chính.

Do đó, xây dựng FCI quốc gia là cần thiết và việc nghiên cứu kinh nghiệm xây dựng FCI của các quốc gia khác nhau đóng vai trò quan trọng trong việc nghiên cứu, xây dựng và ứng dụng FCI phù hợp tại Việt Nam.

2. Kinh nghiệm xây dựng chỉ số điều kiện tài chính ở một số quốc gia trên thế giới

Xây dựng FCI quốc gia được triển khai thực hiện ở nhiều quốc gia hay khu vực như Anh, Hoa Kỳ, Liên minh Châu Âu, Nhật Bản, Nam Phi, Châu Á hay các chỉ số của các tổ chức quốc tế như IMF và OECD xây dựng. Các nghiên cứu sử dụng

nhiều phương pháp khác nhau để xây dựng FCI, tuy nhiên 2 phương pháp được sử dụng chủ yếu gồm có:

(1) Phương pháp vector tự hồi quy (Vector Autoregressive Model - VAR) (Solikin & Bernard, 2019; Nan & Liu, 2019). Mặc dù VAR không đánh giá cụ thể về cơ chế truyền dẫn của sự thay đổi các ĐKTC tới nền kinh tế thực, thể hiện qua tăng trưởng và lạm phát, nhưng phương pháp này được sử dụng rộng rãi do bên cạnh khả năng ước tính được mối liên kết giữa thị trường tài chính và nền kinh tế thực, VAR cũng chỉ ra các cơ chế phản hồi giữa các biến tài chính trong FCI với nhau và cơ chế tác động của các cú sốc tài chính tới nền kinh tế thực.

(2) Phương pháp phân tích nhân tố chính (Principal Component Analysis - PCA) (Brave & Butters, 2011, 2012; Brave & Keller, 2017; Angelopoulou & cộng sự, 2014; Zul-Fadzli & Iman, 2017; Borg & Micallaf, 2018; Petronevich & Sahuc, 2019) cho phép xây dựng FCI với việc chủ động đặt các trọng số cho các ĐKTC khác nhau tùy theo mức độ quan trọng của các ĐKTC đó trong HTTC nói riêng và nền kinh tế nói chung, và do đó, phản ánh rõ nhất ĐKTC đặc thù của mỗi quốc gia.

Đối với cả VAR và PCA, 2 bước quan trọng nhất trước khi áp dụng các phương pháp để cấu trúc FCI đó là lựa chọn biến (thành phần/thành tố cấu trúc chỉ số) và tỷ trọng của biến (mức độ đóng góp của thành phần đó trong FCI). Các nhóm biến được cân nhắc nghiên cứu gồm có nhóm biến về cung tiền, tỷ giá hối đoái, lãi suất, nhóm biến đại diện thị trường vốn và thị trường bất động sản (Zheng & Yu, 2014). Tuy nhiên, đối với mỗi nghiên cứu tại mỗi quốc gia, nền kinh tế khác nhau sẽ có lựa chọn biến phù hợp để phản ánh rõ nét nhất ĐKTC tại quốc gia, nền kinh tế đó.

2.1 Nhóm các quốc gia phát triển

Tại các quốc gia phát triển, thị trường tài chính và các hoạt động trong nền kinh tế thực có mối quan hệ chặt chẽ với nhau, do đó việc xây dựng riêng biệt các FCI với các chỉ số kinh tế khác có ý nghĩa quan trọng trong việc đánh giá sức khỏe của không chỉ HTTC mà còn của toàn bộ nền kinh tế nói chung.

2.1.1 Hoa Kỳ

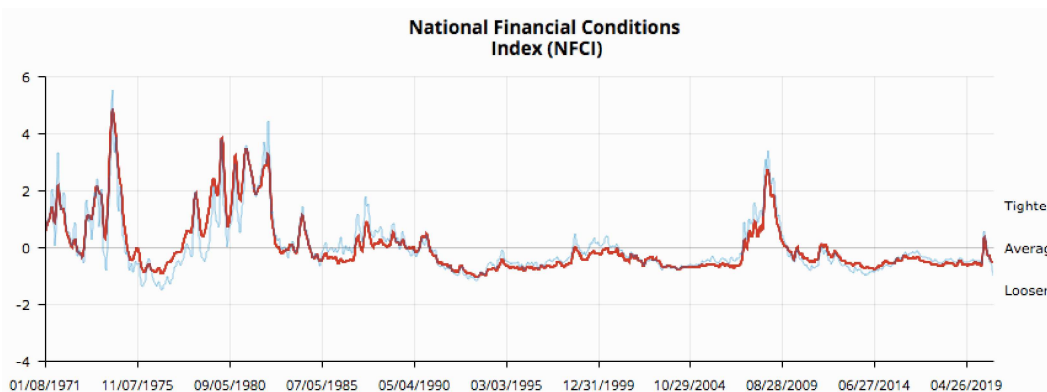
Nhu cầu về xây dựng FCI tại Hoa Kỳ xuất hiện từ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2008. Cuộc khủng hoảng đã cho thấy các kỹ thuật và phát minh tài chính ứng dụng trên thị trường giai đoạn trước đó đã làm cho việc đo lường các ĐKTC quốc gia dựa trên một số lượng ít các biến đại diện cho một số phân khúc thị trường tài chính trở nên khó khăn hơn, và thậm chí khó phản ánh được bức tranh toàn cảnh về thị trường tài chính (Brave & Butters, 2011). Theo đó, sau khủng hoảng, các nhà quản lý, thành viên thị trường tài chính Hoa Kỳ và các nhà nghiên cứu đã đồng thuận khẳng định tầm quan trọng cũng như mức độ nghiêm trọng của mối liên kết chặt chẽ giữa các thị trường tài chính truyền thống và các thị trường tài chính đang lên trong thời gian gần đây, cũng như sự kết nối giữa các mảng thị

trường tài chính với các ngành nghề kinh tế phi tài chính trong nền kinh tế, đặc biệt trong giai đoạn khủng hoảng. Điều này đòi hỏi rằng, để giám sát tính ổn định tài chính của thị trường tài chính cần phải hiểu rõ không chỉ các thị trường tài chính truyền thống mà còn cả các phân khúc thị trường tài chính phi truyền thống với các kỹ thuật tài chính, sản phẩm cấu trúc mới, phức tạp cũng như những kênh liên kết, ảnh hưởng của các thị trường này tới nền kinh tế.

Vì vậy, Brave & Butters (2011, 2012) đã thực hiện xây dựng FCI quốc gia (National Financial Conditions Index - NFCI) nhằm lượng hoá các mối quan hệ kể trên, giúp phản ánh chính xác tình hình tài chính Hoa Kỳ. NFCI được xây dựng thông qua việc lấy giá trị bình quân có trọng số của các hệ số tài chính (100 chỉ tiêu, thước đo năm 2011 và 105 chỉ tiêu từ năm 2012) để phản ánh sức khoẻ của HTTC quốc gia, được phân loại thành 03 nhóm chỉ tiêu, bao gồm: (i) Chỉ tiêu thị trường tiền tệ (28 chỉ tiêu); (ii) Chỉ tiêu thị trường nợ và thị trường vốn cổ phần (27 chỉ tiêu) và (iii) Chỉ tiêu phản ánh hệ thống ngân hàng (45 chỉ tiêu).

Phương pháp PCA được sử dụng để ước lượng tỷ trọng cho mỗi hệ số trong chỉ số. Theo đó, các chỉ số có mức độ tương quan cao với các chỉ số còn lại cho biết phân khúc thị trường tài chính này có mức độ liên kết chặt chẽ với các phân khúc thị trường còn lại sẽ được gán mức tỷ trọng cao hơn, từ đó phản ánh tầm quan trọng và mức độ ảnh hưởng của chỉ tiêu trong việc đánh giá ĐKTC quốc gia cũng như đưa ra các cảnh báo kịp thời về mức độ bất ổn của HTTC quốc gia.

Hiện nay, NFCI và NFCI có điều chỉnh (the adjusted NFCI - AFICI, công bố năm 2017) đều được xây dựng với giá trị trung bình bằng 0 và độ lệch chuẩn là 1 trong giai đoạn bắt đầu từ 1971 tới nay. Giá trị dương của NFCI và ANFCI cho biết nền kinh tế đang có những ĐKTC thắt chặt hơn với mức trung bình và ngược lại, giá trị âm của chỉ số NFCI và AFICI cho biết các ĐKTC quốc gia đang lỏng hơn (thấp hơn) so với mức trung bình (Biểu đồ 1).



Biểu đồ 1. Giá trị chỉ số NFCI trong giai đoạn 1971-2020

Nguồn: Federal Reserve Bank of Chicago (2020)

Bảng 1. Đặc điểm của các chỉ số điều kiện tài chính (FCI)

Đơn vị tính toán và cung cấp chỉ số	Tần suất dữ liệu	Mẫu quan sát bắt đầu từ	Phương pháp	Thành phần chỉ số
Bloomberg	Hàng ngày	1991	Tổng bình quân giản đơn (trọng số đều nhau) (Equally Weighted Sum)	10 biến từ các thị trường tiền tệ, trái phiếu và cổ phiếu
NFCI (NHTW Bang Chicago)	Hàng tuần	1971	Phân tích nhân tố chính (Principal Component Analysis) Mô hình nhân tố động (Dynamic Factor Model)	105 biến từ các thị trường tiền tệ, trái phiếu và cổ phiếu
IMF	Hàng tháng	1990	Mô hình nhân tố động (Dynamic Factor Model)	16 dữ liệu về lãi suất, biến động lãi suất, tăng trưởng tín dụng, tỷ suất sinh lời cổ phiếu, tỷ giá và chỉ số VIX
Hạt Kansas (Chỉ số căng thẳng tài chính)	Hàng tuần	1990	Phân tích nhân tố chính (Principal Component Analysis)	11 biến gồm lãi suất, biến động lãi suất, tỷ giá, và các biến liên quan với áp lực lạm phát
OECD	Hàng quý	1995	Trọng số theo mức tác động lên GDP (Weights based on GDP effects)	6 biến gồm lãi suất thực ngắn hạn, biến động HY, tiêu chuẩn tín dụng, tỷ giá thực, vốn hoá thị trường cổ phiếu
Goldman Sachs	Hàng ngày	2000 (Chỉ số chính) 1960 (Đang trong quá trình nghiên cứu)	Mô hình vĩ mô (dựa theo mức độ tác động GDP 1 năm) sử dụng để xác định trọng số	5 biến gồm lợi suất trái phiếu Chính phủ 10 năm, biến động BBB, S&P 500 và TWI

Nguồn: Hatzius & Stehn (2018)

Brave & Butters thuộc NHTW Bang Chicago (Federal Reserve Bank of Chicago) xây dựng FCI và đã chứng minh được tính hữu ích trong việc đo lường và đánh giá tính ổn định thị trường tài chính khi phân tích các sự kiện xảy ra trên thị trường đều được phản ánh tương đối chính xác thông qua lịch sử biến động của chỉ số. FCI này được đánh giá là chỉ số đáng tin cậy trong đánh giá mức độ căng thẳng tài chính và có tính dự báo cao với kỳ dự báo tối đa là 1 năm, các chỉ tiêu đo lường chỉ số đòn bẩy tài chính

đóng vai trò quan trọng trong việc phát hiện và cảnh báo sự xuất hiện của sự mất cân đối tài chính trong HTTC (Brave & Butters, 2011, 2012; Brave & Keller, 2017).

Một số FCI khác được xây dựng để đánh giá tính ổn định của thị trường tài chính Hoa Kỳ (Bảng 1) với các chỉ tiêu và cách tính khác nhau. Các chỉ số đều phản ánh tương đối chính xác diễn biến thị trường cũng như các ĐKTC của nền kinh tế qua thời gian, đặc biệt như khi thị trường trải qua các giai đoạn khủng hoảng (Hatzius & Stehn, 2018). NFCI được thiết kế chi tiết với nhiều hạng mục thành phần nhỏ, phản ánh tổng hợp ĐKTC của từng phân khúc thị trường khác nhau trong thị trường tài chính Hoa Kỳ, đặc biệt là các phân khúc thị trường vốn, nơi chứng kiến sự thay đổi lớn trong những thập niên gần đây dưới sự xuất hiện và phát triển của các kỹ thuật tài chính và các sản phẩm cấu trúc tài chính với đặc tính rủi ro đa dạng (được đại diện bởi các biến như Tổng giá trị tài sản của các tổ chức phát hành ABS trên GDP, Tổng giá trị tài sản quỹ tín thác bất động sản trên GDP, Quy mô thương phiếu, Chỉ số phái sinh tín dụng, Chênh lệch lợi suất giữa trái phiếu Chính phủ 10 năm và lợi suất chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp – MBS...), thay vì chỉ tập trung vào một số thông số vĩ mô như lãi suất, chỉ số phản ánh mức độ rủi ro, sợ hãi và căng thẳng chung của toàn thị trường (VIX) như trong một số FCI được các đơn vị khác xây dựng (Bảng 1).

2.1.2 Khu vực Liên minh Châu Âu

Đối với khu vực Liên minh Châu Âu (EU), các ĐKTC đóng vai trò quan trọng trong việc thực thi CSTT. Theo thời gian, số lượng các tham số tài chính có tác động đáng kể tới thị trường tài chính và hiệu lực CSTT ngày một gia tăng, đòi hỏi cần có một chỉ số tổng hợp phản ánh tổng quan nhất ĐKTC của quốc gia và khu vực. Nhu cầu về FCI tại EU, tương tự như Hoa Kỳ, cũng gia tăng sau khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2008, khi việc sử dụng tham số CSTT để đánh giá ĐKTC là lãi suất ngắn hạn không còn phản ánh chính xác và kịp thời các ĐKTC khu vực cũng như sức khoẻ tài chính của HTTC bởi CSTT truyền thống duy trì mức thấp, thậm chí vùng lãi suất 0% trong một giai đoạn dài và không thể hiện tính hiệu lực trong việc thực hiện các mục tiêu kinh tế vĩ mô.

Angelopoulou & cộng sự (2014) đã xây dựng các FCI cho toàn bộ khu vực EU cũng như các quốc gia thành viên trong giai đoạn 2003-2011. Chỉ số được xây dựng dựa trên 24 chỉ tiêu về giá và quy mô giao dịch trên các phân khúc thị trường tài chính khác nhau như thị trường tiền tệ, thị trường trái phiếu và thị trường cổ phiếu; trong đó có 4 chỉ tiêu được thu thập thông qua phương pháp khảo sát. Bên cạnh đó, việc chọn thời gian xây dựng chỉ số từ 2003-2011 giúp nghiên cứu sự thay đổi của các ĐKTC quốc gia và khu vực trong giai đoạn khủng hoảng, cụ thể, giúp lượng hoá tác động của các sự kiện quan trọng như sự sụp đổ của một số định chế tài chính lớn trong khu vực tới các ĐKTC và tính ổn định tài chính của khu vực.

Angelopoulou & cộng sự (2014) cũng cho biết, không giống với FCI khác ở điểm các chỉ số được đánh giá là tương đối khó giải thích giá trị chỉ số tính toán được, FCI khu vực EU có một số ưu điểm nhất định cụ thể như sau:

Thứ nhất, chỉ số mô tả diễn biến của các ĐKTC khu vực theo thời gian, giúp theo dõi các giai đoạn xuất hiện các ĐKTC bị thắt chặt hoặc nới lỏng, đồng thời trở thành thước đo dự báo các hoạt động kinh tế cũng như đánh giá tính hiệu lực của các chính sách thắt chặt ĐKTC lên đầu tư và tiêu dùng.

Thứ hai, chỉ số nghiên cứu tác động của CSTT lên các ĐKTC cũng như FCI. Kênh tín dụng, nguồn dẫn suất của những phản ứng quá mức từ những ngân hàng thương mại (NHTM) và DN gặp vấn đề thanh khoản trong giai đoạn khủng hoảng đã cho thấy vai trò của các ĐKTC trong việc truyền dẫn tính hiệu lực của CSTT tới nền kinh tế. CSTT thắt chặt giới hạn nguồn vốn nhân rồi phục vụ cho vay của các ngân hàng (kênh cho vay ngân hàng) và đồng thời làm gia tăng chi phí huy động vốn của DN, đặc biệt là các DN có quy mô vốn nhỏ (bảng cân đối kế toán) (Angelopoulou & cộng sự, 2014; Bernanke & Gertler, 1995). Do vậy, rõ ràng các ĐKTC và CSTT có mối quan hệ mật thiết với nhau và việc định lượng mối quan hệ trên đóng vai trò quan trọng trong việc tìm kiếm các giải pháp kiểm soát các ĐKTC nhằm gia tăng tính hiệu lực của việc thực thi CSTT hướng tới các mục tiêu kinh tế vĩ mô của quốc gia. Để nghiên cứu tác động của CSTT tới các ĐKTC của từng quốc gia và khu vực, Angelopoulou & cộng sự (2014) đã tiến hành tính toán 1 chỉ số có các tham số đại diện cho CSTT (thanh khoản ròng của HTTC EU) thông qua các hoạt động tái cấp vốn và 2 chỉ số không có sự xuất hiện của chỉ tiêu đại diện CSTT, phục vụ cho mục đích lượng hoá và đánh giá mức độ ảnh hưởng của CSTT.

Thứ ba, FCI được sử dụng để tính toán cho từng quốc gia riêng biệt trong khu vực, cho phép đánh giá rủi ro lan toả và rủi ro hệ thống của EU trước và sau khủng hoảng hoặc khi xuất hiện cú sốc ĐKTC tại một quốc gia bất kỳ.

Tương tự như FCI Hoa Kỳ, FCI khu vực EU do Angelopoulou & cộng sự (2014) phát triển cũng sử dụng phương pháp PCA để lựa chọn các chỉ tiêu và tỷ trọng của từng chỉ tiêu để tính toán chỉ số.

Bên cạnh FCI của Angelopoulou & cộng sự (2014), Petronevich & Sahuc (2019) đã giới thiệu một FCI mới cho EU với các chỉ tiêu tài chính được giám sát bởi NHTW Pháp và có trọng số được điều chỉnh theo thời gian.

Ưu điểm của FCI khu vực EU gồm có: (i) Chỉ số được xây dựng trên một chuỗi dữ liệu lớn và bao quát hơn; (ii) Chỉ số tương đối rõ ràng, được tính toán dựa trên phương pháp tính được trình bày rõ ràng, dễ mô phỏng theo; (iii) Chỉ số bám sát một số tham số (trong tổng số 18 chỉ tiêu) ảnh hưởng chính tới các ĐKTC (tính bất ổn định, lãi suất, tín dụng, tỷ giá, lạm phát). Ngoài ra, chỉ số cũng tương đối linh

hoạt trong việc điều chỉnh theo biến động liên tục trên thị trường tài chính thông qua việc điều chỉnh các trọng số cho các chỉ tiêu cấu trúc lên chỉ số.

2.2 Nhóm các quốc gia đang phát triển

Trước khi FCI được xây dựng, rất nhiều NHTW đã sử dụng bộ chỉ số đơn giản hơn là MCI để dự báo sự biến động của nền kinh tế. MCI được xây dựng dựa trên sự thay đổi bình quân của mức lãi suất ngắn hạn, tỷ giá hối đoái trong phần tính toán. Freedman (1994) cho rằng MCI rất quan trọng trong việc xem xét sự thay đổi của tỷ giá đối với quan điểm điều hành CSTT trong các quốc gia nhỏ có nền kinh tế mở. Đến giai đoạn đầu năm 2000, FCI bắt đầu phổ biến ở các quốc gia phát triển, nhiều nhà khoa học đã xây dựng và nghiên cứu về FCI cũng như sự liên quan của FCI đến nền kinh tế. Tuy nhiên, tại các quốc gia đang phát triển, việc xây dựng và sử dụng FCI còn mới và có nhiều hạn chế.

Tại Indonesia

Solikin & Bernard (2019) xây dựng FCI nhằm xem xét mối quan hệ giữa CSTT Indonesia và FCI. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ Quý I/1994 đến Quý IV/2018 và các thành phần trong chỉ số bao gồm lãi suất ngân hàng Indonesia, tỷ giá hối đoái danh nghĩa đa phương, tổng dư nợ ngân hàng trên dư nợ đối với các DN tư nhân, chỉ số Jakarta Composite và chỉ số MSCI Share Price, chỉ số niềm tin DN và chỉ số niềm tin tiêu dùng phản ánh kỳ vọng công chúng đối với nền kinh tế. Trong mô hình VAR, các biến được đưa vào là chỉ số sản xuất sản phẩm, tốc độ tăng trưởng CPI, FCI, chỉ số giá hàng hóa, tỷ giá hối đoái danh nghĩa đa phương, lãi suất chính sách, mức cung tiền. Kết quả cho thấy FCI phản hồi khá tốt với các ĐKTC của Indonesia, đặc biệt với các sự kiện tài chính lớn, như cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á năm 1997-1998, cuộc khủng hoảng ngành ngân hàng, khủng hoảng nợ công Indonesia năm 1997-1998, khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2007-2008. Ngoài ra, các CSTT có tác động rất chặt chẽ đến sự biến động của FCI tại Indonesia. Ví dụ, khi ngân hàng nhà nước (NHNN) thay đổi cơ chế điều hành CSTT theo hướng thắt chặt, các ĐKTC trở nên không được thuận lợi trong hai quý đầu tiên, sau đó dần biến động theo hướng thuận lợi hơn trong ba quý tiếp theo, hàm ý rằng, khi CSTT thắt chặt mới được ban hành, thị trường có thể phản ứng tiêu cực do chưa thích nghi kịp với các điều kiện CSTT mới khiến cho các FCI diễn biến bất lợi, sau đó khi thị trường dần thích nghi với chính sách điều hành, dòng vốn đầu tư nói riêng và các chủ thể nói chung trong nền kinh tế đã tự có cơ chế phản ứng phù hợp để đáp ứng nhu cầu mới trong nền kinh tế và do đó các ĐKTC cũng dần được cải thiện.

Tại Malta

Borg & Micallef (2018) cho rằng cơ chế truyền dẫn trong nền kinh tế phụ thuộc rất nhiều vào cấu trúc HTTC của quốc gia đó, vì thế nhóm nghiên cứu đã sử dụng các biến nghiên cứu riêng của Malta (với đặc thù là quốc gia có nền kinh tế mở

nhưng ở quy mô nhỏ) để xây dựng FCI. Để xem xét mức độ biến động của chỉ số FCI và các chỉ số của nền kinh tế Malta, Borg & Micallef (2018) thu thập số liệu dựa trên hai yếu tố: (1) Các biến nghiên cứu được sử dụng phải có ý nghĩa kinh tế; (2) Số liệu thu thập bắt đầu từ giữa những năm 1990 để bao gồm ảnh hưởng của các cuộc khủng hoảng kinh tế lớn (năm 1997 và 2008).

Các biến số được cho vào FCI của Malta có 9 biến trong nước, bao gồm tăng trưởng tín dụng thực, tiền gửi thực, giá cổ phiếu, giá trị phát hành chứng khoán và cổ phiếu, tỷ lệ nợ xấu, tỷ lệ lãi suất lĩnh vực bán lẻ so với tiền gửi, chênh lệch giữa lãi suất cho vay và chính sách lãi suất, mức chênh giữa lợi suất đáo hạn trái phiếu Chính phủ Malta kỳ hạn 10 năm và lợi suất trái phiếu của Chính phủ Đức cùng kỳ hạn, lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) của hệ thống ngân hàng. Bên cạnh đó, biến số nước ngoài được sử dụng vào tính toán chỉ số FCI là chỉ số tổng hợp của mức căng thẳng hệ thống (CISS) của HTTC EU và chỉ số Eurostoxx 50.

Sau đó, các trọng số được xác định bằng phương pháp PCA nhằm thu gọn một tập hợp lớn các biến thành một chỉ báo duy nhất. Các kết quả sẽ được kiểm tra chéo bằng việc sử dụng các mô phỏng từ STREAM, mô hình kinh tế lượng về các yếu tố vĩ mô của NHTW Malta. Kết quả nghiên cứu cho thấy FCI tại Malta có tính chu kỳ rõ ràng. Các ĐKTC trong giai đoạn giữa đến cuối những năm 1990 có sự điều tiết theo sự biến động của các chính sách kinh tế, chỉ số tăng trưởng rất mạnh khi quy mô tín dụng trong nước tăng trưởng mạnh. Trong khi đó, đầu những năm 2000, ĐKTC chuyển sang giai đoạn thắt chặt hơn, khi nền kinh tế bị tác động bởi cú sốc cung và cầu, dẫn đến sự sụt giảm của tăng trưởng tín dụng, sự gia tăng tỷ lệ nợ xấu. Chính phủ Malta đã đưa ra hàng loạt CSTT thắt chặt, tác động lớn đến thị trường tài chính trong nước. Khi so sánh sự biến động của chỉ số FCI với GDP của Malta, Borg & Micallef (2018) nhận thấy FCI có mức độ biến động cùng với GDP và vì vậy có thể sử dụng FCI để dự báo sự biến động của GDP quốc gia này.

Tại Malaysia

Zul-Fadzli & Iman (2017) nghiên cứu các cơ sở lý thuyết trước đó về việc xây dựng FCI trên thế giới, sau đó nghiên cứu, áp dụng vào xây dựng FCI cho riêng Malaysia. Đây là một bộ chỉ số tổng hợp các thông tin từ các biến tài chính và cho biết ĐKTC tổng thể đang được nới lỏng hay thắt chặt, dựa trên một giai đoạn cơ sở để so sánh. Bên cạnh đó, khi các biến tài chính này phản ánh các điều kiện hoạt động của nền kinh tế, thì FCI cung cấp thông tin về những rủi ro tiềm ẩn của nền kinh tế trong tương lai gần. Ngoài ra, nhóm tác giả cho rằng FCI cùng lúc cung cấp các thông tin bổ sung cần thiết, trong khi những biến vĩ mô khác không thể quan sát được như khoảng cách sản lượng đầu ra, lãi suất trung gian, hoặc các biến có liên quan đến độ trễ như tốc độ tăng trưởng GDP và tỷ lệ thất nghiệp.

Zul-Fadzli & Iman (2017) cũng sử dụng phương pháp PCA với các biến cho vào mô hình, bao gồm: (1) Đối với biến hệ thống ngân hàng, sử dụng mức chênh

lãi suất KLIBOR 3 tháng và lợi suất tín phiếu kho bạc Malaysia cùng kỳ hạn; mức chênh lãi suất bán lẻ dựa trên mức chênh của lãi suất cho vay bình quân và lãi suất trái phiếu Chính phủ Malaysia kỳ hạn 10 năm; và cung tiền M3; (2) Tỷ giá hối đoái, bao gồm các biến tỷ giá hối đoái thực tế (RER) giữa USD của Hoa Kỳ và MYR của Malaysia; biến động tỷ giá hối đoái được đo bằng độ lệch chuẩn của tỷ giá USD và MYR hàng tháng; dự trữ ngoại hối; (3) Đối với trái phiếu, bao gồm các biến lợi suất trái phiếu Chính phủ ngắn hạn (3 tháng); lợi suất trái phiếu Chính phủ dài hạn (10 năm); chênh lệch lợi suất của lợi suất trái phiếu Chính phủ Malaysia kỳ hạn 10 năm và lợi suất tín phiếu kho bạc cùng thời kỳ; và (4) Đối với biến chỉ số cổ phiếu, nhóm tác giả sử dụng chỉ số FTSE Bursa Malaysia (KLCI); biến động chỉ số KLCI được tính bằng độ lệch chuẩn chỉ số KLCI theo tháng; vốn hóa thị trường chứng khoán Malaysia. Kết quả nghiên cứu cho thấy FCI biến động rất sát với các biến động trên thị trường tài chính, đặc biệt là với các cú sốc trên thị trường. Ví dụ, trong suốt cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á 1997-1998, FCI của Malaysia đã giảm rất mạnh, những căng thẳng trong HTTC được xác định bởi các lý do nội tại trong nền kinh tế. Trong khi đó, đối với cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2008, các cú sốc xuất phát từ bên ngoài nền kinh tế thì có rất ít các dấu hiệu căng thẳng trong hệ thống Malaysia.

Tại Trung Quốc

Nan & Liu (2019) xây dựng FCI dựa trên ba quan điểm, đó là (1) Trung Quốc có quá trình cải cách kinh tế và chính trị liên tục, làm cho cơ cấu các yếu tố vĩ mô cũng thay đổi liên tục và vì thế các tác giả đã sử dụng tỷ trọng động thay vì tỷ trọng tĩnh của các biến số khi xây dựng FCI; (2) Việc sử dụng mô hình VAR để xây dựng FCI cần được sử dụng linh hoạt hoặc mở rộng để phù hợp với các giai đoạn phát triển kinh tế khác nhau của Trung Quốc; và (3) Cần lựa chọn các biến cho vào mô hình thật cẩn thận, cân nhắc do các điều kiện phát triển của quốc gia này.

Nan & Liu (2019) cho rằng khi lựa chọn biến xây dựng FCI, đặc biệt trong giai đoạn hậu khủng hoảng, cần xem xét biến mức độ tín dụng khả dụng (CA), đây là chỉ số đo lường sự sẵn có nguồn vốn của người cho vay đối với thị trường tín dụng. Bassett & cộng sự (2014) nhận định tiêu chuẩn tín dụng là một chỉ báo mới đối với nguồn cung tín dụng. Cụ thể, cú sốc của việc thắt chặt tiêu chuẩn tín dụng sẽ làm sụt giảm nghiêm trọng sản lượng đầu ra, và có tác động rất tiêu cực đến năng lực của các DN cũng như hộ gia đình, bởi họ khó có thể tiếp cận nguồn vốn vay từ ngân hàng so với trước đó; đồng thời điều này còn làm nới rộng mức chênh lãi suất tín dụng và làm suy yếu các CSTT. Mức tín dụng khả dụng có liên quan mật thiết đến nguồn cung tín dụng và mức độ độc lập của các yếu tố tác động đến lượng cầu tín dụng. Nan & Liu (2019) sử dụng chỉ số niềm tin ngân hàng đại diện cho mức tín dụng khả dụng khi xây dựng FCI của Trung Quốc. Cuối cùng, sau khi xem xét, lựa chọn các biến phù hợp, mô hình nghiên cứu của Nan & Liu (2019) bao gồm: (1) Chỉ số lạm phát được tính dựa trên CPI của từng tháng; (2) Lãi suất thực được tính dựa

trên lãi suất liên ngân hàng bình quân trong 7 ngày trừ đi tỷ lệ lạm phát; (3) Tỷ giá hối đoái - tỷ giá hiệu quả thực của đồng Nhân dân tệ (RMB); và (4) Giá cổ phiếu, giá nhà đất và cung tiền thực tế được dựa trên giá đóng cửa cuối tháng của Shanghai Composite Index, China Real Estate Climate Index và M2.

Sau đó, mô hình VAR được sử dụng để xây dựng FCI tại Trung Quốc, trong đó linh hoạt đưa vào và loại bỏ biến số tín dụng khả dụng (CA) trong các chỉ định mô hình cấu trúc FCI khác nhau.

Kết quả nghiên cứu cho thấy FCI của Trung Quốc do nhóm tác giả xây dựng đã có khả năng dự báo khá tốt sự thay đổi của lạm phát tại quốc gia này qua các thời kỳ, với hệ số tương quan (correlation coefficient) giữa FCI và lạm phát lên đến 0,698 và khả năng dự đoán sớm trên 11 tháng. Ngoài ra, kết quả từ kiểm định nhân quả Granger cho thấy FCI là nguyên nhân của lạm phát.

3. Kinh nghiệm cho Việt Nam

Việt Nam đang nỗ lực đẩy mạnh thực hiện lộ trình cũng như các chiến lược hội nhập khu vực ASEAN và toàn cầu. Điều này được thể hiện trong Chiến lược tổng thể hội nhập quốc tế đến năm 2020, tầm nhìn đến năm 2030 được ban hành trong Quyết định số 40/QĐ-TTg (Thủ tướng Chính phủ, 2016). Mục tiêu của Chiến lược nhằm góp phần tăng cường sức mạnh tổng hợp quốc gia, tranh thủ tối đa các điều kiện quốc tế thuận lợi để đưa đất nước trở thành nước công nghiệp theo hướng hiện đại, nâng cao đời sống nhân dân, giữ vững độc lập, chủ quyền, thống nhất, toàn vẹn lãnh thổ và bảo vệ vững chắc Tổ quốc Việt Nam xã hội chủ nghĩa, nâng cao vị thế, uy tín quốc tế của đất nước (Thủ tướng Chính phủ, 2016).

Chiến lược tổng thể hội nhập quốc tế chỉ ra khả năng xu thế khu vực hoá diễn ra ngày càng mạnh mẽ cùng xu hướng kết hợp các FTA đã có thành một hiệp định duy nhất nhằm tận dụng tối đa lợi ích thương mại, nhiều FTA thế hệ mới đi vào triển khai thực hiện như Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP), FTA Việt Nam – Liên minh Châu Âu (EVFTA) và Hiệp định Đối tác Kinh tế Toàn diện Khu vực (RCEP). Việc tự do luân chuyển vốn tài chính, vốn con người, hàng hoá sẽ trở thành hiện thực cuối thập kỷ này trong AEC. Quan điểm chỉ đạo chung về hội nhập quốc tế của Việt Nam đã nêu trong quá trình thực hiện chiến lược phát triển kinh tế - xã hội nói chung và phát triển các ngành, lĩnh vực nói riêng, trong đó có lĩnh vực tài chính thì định hướng chủ động, tích cực hội nhập quốc tế là định hướng chiến lược lớn. Trên cơ sở định hướng, chiến lược hội nhập kể trên, thị trường tài chính Việt Nam đã đạt được một số kết quả nhất định.

Về thị trường tiền tệ - ngân hàng

Trong khuôn khổ WTO, một số quy định liên quan tới thị trường tiền tệ - ngân hàng đã được điều chỉnh tuân theo cam kết như: (i) Quy định về mức độ sở hữu vốn của các nhà đầu tư nước ngoài trong các NHTM trong nước tối đa là 30%;

(ii) Các quy định về thành lập ngân hàng 100% vốn nước ngoài được thể hiện ở Nghị định 22/2006/NĐ-CP. Theo đó, tất cả các điều kiện về thành lập ngân hàng FDI trong cam kết WTO của Việt Nam đã được đưa vào nội dung Nghị định; (iii) Đến năm 2011, quy định hạn chế huy động tiền gửi VND tại các chi nhánh ngân hàng nước ngoài đã được bãi bỏ, các ngân hàng nước ngoài được thực hiện các hoạt động giống như ngân hàng trong nước và gần như tất cả các cam kết gia nhập WTO trong lĩnh vực ngân hàng đã được thực hiện đầy đủ.

Trong khuôn khổ hội nhập ASEAN, nhằm tự do hoá dịch vụ ngân hàng, thống đốc NHTW các nước ASEAN đã tán thành khuôn khổ hội nhập ngân hàng ASEAN (ABIF) vào năm 2014, trong đó có việc thiết lập tiêu chuẩn các ngân hàng đạt chất lượng, gọi là các Ngân hàng ASEAN đủ tiêu chuẩn (QABs) và cho phép các ngân hàng này tiếp cận sâu rộng thị trường các quốc gia thành viên khác. Để tăng cường hội nhập về dịch vụ ngân hàng, Việt Nam đã chủ động trong việc nâng cao chất lượng và quản trị rủi ro của các NHTM. Cụ thể, NHNN đã đẩy mạnh thực hiện tái cơ cấu hệ thống các tổ chức tín dụng theo Quyết định 254/QĐ-TTg với 3 vấn đề trọng tâm gồm ổn định thanh khoản cho hệ thống ngân hàng; lành mạnh hóa tình hình tài chính, xử lý nợ xấu và tái cơ cấu tổ chức, hoạt động, quản trị hệ thống ngân hàng. Đây là những đột phá mới để phát triển hệ thống ngân hàng trong bối cảnh tái cấu trúc nền kinh tế.

Về thị trường vốn

Theo cam kết trong WTO, các nhà cung cấp dịch vụ chứng khoán nước ngoài được phép thành lập văn phòng đại diện và liên doanh đến 49% vốn đầu tư nước ngoài từ thời điểm gia nhập, được phép thành lập công ty cung cấp dịch vụ chứng khoán 100% vốn đầu tư nước ngoài sau 5 năm kể từ khi gia nhập và được phép thành lập chi nhánh của công ty cung cấp dịch vụ chứng khoán nước ngoài sau 5 năm đối với một số loại hình như quản lý tài sản, thanh toán, tư vấn liên quan đến chứng khoán và cung cấp, trao đổi tài chính.

Nhằm thực hiện cam kết, Việt Nam đã thông qua các chính sách mới Luật Đầu tư 2020, Luật Doanh nghiệp 2020, Luật Kinh doanh Bất động sản 2014 cùng với việc nói lỏng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài đối với các công ty đại chúng trên thị trường chứng khoán. Tỷ lệ sở hữu nước ngoài trong các công ty chứng khoán được nói tối đa là 100% thay vì 49% như trước đó (Thủ tướng Chính phủ, 2012, 2015).

Theo cam kết trong khuôn khổ hội nhập ASEAN về dịch vụ chứng khoán, trong khi các quốc gia khác chỉ cho phép nhà đầu tư nước ngoài cung cấp dịch vụ chứng khoán được phép thành lập hiện diện thương mại dưới hình thức văn phòng đại diện hoặc liên doanh, Việt Nam cho phép nhà đầu tư nước ngoài được thành lập công ty chứng khoán 100% vốn nước ngoài tại Việt Nam, cho phép thành lập văn phòng đại diện và liên doanh với tỷ lệ góp vốn không quá 49%, giống như cam kết trong WTO. Tuy nhiên, Việt Nam chưa cam kết đối với giao dịch qua tài khoản (kể cả

tài khoản cá nhân và tài khoản khách hàng), chưa cam kết đối với quản lý tài sản, quản lý quỹ.

Việt Nam đang tham gia các sáng kiến trong khuôn khổ Nhóm Công tác về phát triển thị trường vốn ASEAN, đóng góp tích cực trong việc tăng cường hội nhập thị trường tài chính trong khu vực như chuẩn mực công bố thông tin ASEAN đối với chứng khoán nợ và cổ phiếu, khung rà soát đối với cổ phiếu niêm yết thứ cấp, kết nối giao dịch ASEAN, thẻ điểm Quản trị DN ASEAN, và biên bản Ghi nhớ thành lập Khung rà soát về Báo cáo minh bạch chung ASEAN, cung cấp thông tin về thị trường trái phiếu Việt Nam để minh bạch hoá và quảng bá thị trường tới các nhà đầu tư trái phiếu khu vực và quốc tế; chuẩn hoá các thông lệ giao dịch sao cho phù hợp với các chuẩn mực được quốc tế công nhận, rà soát quy trình thủ tục phát hành trái phiếu nhằm tiến tới tham gia vào việc thử nghiệm trong chương trình phát hành trái phiếu đa tiền tệ của ASEAN.

Như vậy, có thể thấy Việt Nam đã thực sự bước vào hội nhập tài chính toàn diện từ góc độ các chủ thể, công cụ, cũng như về hệ thống pháp luật. Song, hội nhập tài chính quốc gia cũng phải đi đôi với ổn định tài chính nhằm kiểm soát hiệu quả rủi ro về kinh tế vĩ mô và tài chính. Hội nhập tài chính cần thực hiện trong mối quan hệ tăng cường giám sát rủi ro HTTC. Trong quá trình hội nhập tài chính, việc thực hiện tự do hoá lĩnh vực tài chính – ngân hàng có độ nhạy cảm cũng như mức ảnh hưởng rất lớn đến sự ổn định của HTTC quốc gia và do vậy, ảnh hưởng lớn đến môi trường kinh doanh cho các DN hoạt động. Để hạn chế các ảnh hưởng tiêu cực từ việc hội nhập tài chính, một trong các điều kiện quan trọng là tăng cường giám sát rủi ro hệ thống, bởi vì, việc tham gia vào thị trường tài chính quốc tế không gây ra khủng hoảng tài chính nhưng việc thiếu vắng một cơ chế giám sát tài chính thích hợp và hiệu quả thì hội nhập tài chính có thể tạo ra nhiều vấn đề đáng lo ngại.

Ngoài ra, theo xu thế hội nhập khu vực hiện nay, thị trường tài chính Việt Nam sẽ dần trở thành một phần của thị trường tài chính khu vực và thế giới, trong đó biến động lãi suất, tỷ suất sinh lời của các tài sản tài chính sẽ theo quy luật một giá trong khu vực hội nhập. Hiện nay, ở Việt Nam, việc hoạch định và điều hành CSTT đều dựa vào các chỉ số như tăng trưởng GDP, tăng trưởng tín dụng, biến động lãi suất, tỷ giá hối đoái, thâm hụt ngân sách, nợ xấu... Và trong thực tiễn, các chỉ số này đều có sự tương tác và ràng buộc lẫn nhau nên việc nghiên cứu riêng rẽ các biến số này chưa phản ánh đầy đủ những đặc trưng của khu vực tài chính Việt Nam. Tính phức tạp của khu vực tài chính đòi hỏi cần rất nhiều biến tài chính để có thể phản ánh đầy đủ những chức năng đặc trưng của khu vực này. Mặc dù từng chỉ số tài chính riêng lẻ có thể hữu ích cho việc dự báo hoạt động kinh tế ở từng thời điểm, sự thích hợp trong vai trò của chúng có thể thay đổi qua thời gian. Việc sử dụng một tập hợp lớn các thông tin từ các biến tài chính như lãi suất chính sách, lãi suất cho vay ngân hàng, giá cổ phiếu, điều kiện tín dụng, tỷ giá có thể cho ra những tín hiệu dự báo và những phản ứng về chính sách kịp thời từ những cơ quan quản lý thị trường. Việc

kết hợp các biến số này trong một chỉ số thống kê tổng hợp đại diện cho môi trường tài chính như FCI là đặc biệt cần thiết cho nhu cầu phân tích CSTT của một quốc gia (Lê & Trần, 2015).

Từ kinh nghiệm của các nước trong kiểm soát ĐKTC đã chỉ rõ việc thực hiện tự do hóa tài chính khi chưa tạo lập đầy đủ các điều kiện và tiền đề cần thiết có thể gây ra những hậu quả không tốt cho nền kinh tế, thậm chí có thể dẫn tới khủng hoảng do những méo mó về ĐKTC. Do đó, để kiểm soát được ĐKTC quốc gia trong bối cảnh hội nhập, Việt Nam cần đánh giá một cách toàn diện thực trạng ĐKTC hiện tại, mức độ nhạy cảm đối với ĐKTC quốc tế và xây dựng lộ trình kiểm soát hiệu quả. Để làm được điều này, trước hết cần xây dựng được FCI quốc gia phù hợp với đặc thù của Việt Nam.

Trên cơ sở nghiên cứu kinh nghiệm xây dựng và phát triển các FCI tại hai nhóm quốc gia phát triển và nhóm quốc gia đang phát triển, bài viết đề xuất một số bài học cho Việt Nam như sau:

Thứ nhất, cần xây dựng và phát triển FCI quốc gia có tính chất động để có thể dễ dàng và linh hoạt điều chỉnh cấu phần (chỉ tiêu) cấu trúc lên chỉ số khi điều kiện thị trường bị tác động bởi sự thay đổi cấu trúc thị trường tài chính, khủng hoảng (Nan & Liu, 2019). Cụ thể, cách xác định tỷ trọng của các chỉ tiêu cấu trúc lên FCI, nên là các tỷ trọng động, thay vì tỷ trọng tĩnh. Đồng thời, một số biến (chỉ tiêu) cấu trúc chỉ số cũng nên được xếp vào loại chỉ tiêu động, có thể đưa thêm vào hoặc loại bỏ khỏi việc tính toán chỉ số trong một số ĐKTC nhất định.

Thứ hai, cần lựa chọn cẩn thận các chỉ tiêu đưa vào việc cấu trúc FCI. Theo Gauthier & cộng sự (2004), Brave & Butters (2011, 2012) và Zul-Fadzli & Iman (2017), để giá trị FCI phản ánh được đúng và kịp thời diễn biến ĐKTC quốc gia qua các thời kỳ khác nhau, thì các biến được sử dụng để tính toán chỉ số cần được lựa chọn chi tiết nhất có thể, bao quát các khía cạnh và phân khúc thị trường khác nhau của thị trường tài chính, từ thị trường tiền tệ, thị trường nợ và thị trường vốn cổ phần, tới các chỉ tiêu phản ánh tình hình tài chính của hệ thống ngân hàng.

Thứ ba, có thể cân nhắc xây dựng các chỉ số phụ để đánh giá riêng tác động của CSTT tới biến động ĐKTC quốc gia. Angelopoulou & cộng sự (2014) và Solikin & Bernard (2019) cho rằng CSTT có vai trò quan trọng trong việc tác động tới các hành vi của nhà đầu tư, định chế tài chính và các chủ thể liên quan trên thị trường tài chính, từ đó truyền dẫn CSTT và góp phần cải thiện ĐKTC quốc gia, đặc biệt trong giai đoạn khủng hoảng hoặc xuất hiện các cú sốc tài chính. Do đó, việc đánh giá và lượng hoá hiệu lực cũng như mức độ ảnh hưởng của CSTT tới ĐKTC quốc gia đóng vai trò hết sức quan trọng. Vì vậy, cần đánh giá riêng biệt tình hình ĐKTC trong điều kiện có và không có sự xuất hiện của CSTT, để đánh giá rõ vai trò của CSTT quốc gia và từ đó có những giải pháp tăng cường hoặc giảm thiểu tác động của CSTT tới việc đảm bảo ĐKTC lành mạnh của quốc gia.

Thứ tư, một số vấn đề mang tính chất kỹ thuật khác như:

(i) Việc xây dựng tỷ trọng cho các chỉ tiêu sử dụng để tính toán FCI cần lưu ý tới mức độ đóng góp và quan trọng của phân khúc thị trường mà chỉ tiêu đại diện trong thị trường tài chính. Cụ thể, các thị trường có thị phần lớn trong thị trường tài chính và có đóng góp quan trọng trong thị trường tài chính quốc gia thì chỉ tiêu tương ứng nên được phân bổ tỷ trọng cao hơn các chỉ tiêu khác khi tính toán FCI. Bên cạnh đó, khi đưa vào chỉ số, các chỉ tiêu nào giải thích được phần lớn biến động FCI cũng nên được gán tỷ trọng cao hơn các chỉ số khác (Brave & Butters, 2011, 2012). Ngoài ra, các chỉ tiêu có mức độ tương quan lẫn nhau cao cũng nên được áp dụng mức tỷ trọng cao hơn (Brave & Butters, 2011).

(ii) Cần lưu ý, xem xét các điểm gãy cấu trúc. Cụ thể, việc xây dựng FCI sẽ liên quan tới bộ dữ liệu lớn của nhiều chuỗi chỉ tiêu tài chính khác nhau và trong khoảng thời gian đó sẽ có xuất hiện các điểm gãy, phản ánh sự xuất hiện của một số sự kiện kinh tế, tài chính điển hình có thể tác động tới ĐKTC quốc gia. Vì vậy, cần nghiên cứu sự thay đổi ĐKTC trước và sau một số sự kiện cụ thể, đặc biệt là mức độ biến động của các chỉ tiêu trong FCI, để có giải pháp kịp thời nhằm giảm thiểu tác động của các sự kiện tài chính (Khủng hoảng tài chính tiền tệ Châu Á 1997, Khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2008 và Khủng hoảng nợ Hy Lạp 2011) tới ĐKTC quốc gia trong và sau khủng hoảng (Borg & Micallef, 2018, Zul-Fadzli & Iman, 2017).

Tài liệu tham khảo

- Angelopoulou, E., Balfoussia, H. & Gibson, H.D. (2014), "Building a Financial Conditions Index for the Euro area and selected Euro area countries: what does it tell us about the crisis?", *Economic Modelling*, No. 38, pp. 392 - 403.
- Bernanke, B.S. & Gertler, M. (1995), "Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9 No. 4, pp. 27 - 48.
- Borg, I. & Micallef, B. (2018), "Constructing a Financial Condition Index for a small-open economy: the case of Malta", *Research in Applied Economics, Macroeconomic Institute*, Vol. 10 No. 3, pp. 89 - 105.
- Brave, S.A. & Butters, A. (2011), "Monitoring financial stability: a financial conditions index approach", Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspective Reports, pp. 22 - 43.
- Brave, S.A. & Butters, A. (2012), "Diagnosing the financial system: financial conditions and financial stress", *International Journal of Central Bankings*, Vol. 8 No. 2, pp. 191 - 239.
- Brave, S.A. & Kelley, D. (2017), "Introducing the Chicago Fed's new adjusted National Financial Conditions Index", *Chicago Fed Letter*, No. 286, <https://www.chicagofed.org/~media/publications/chicago-fed-letter/2017/cfl386-pdf>, truy cập ngày 05/01/2021.
- Debuque-Gonzales, M. & Gochoco-Bautista, M.S. (2017), "Financial conditions indexes and monetary policy in Asia", *Asian Economic Papers*, Vol. 16, pp. 83 - 117.

- Eika, K.H., Ericsson, N.R. & Nymoer, R. (1996), “Hazards in implementing a monetary conditions index”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 58 No. 4, pp. 765 - 790.
- Federal Reserve Bank of Chicago. (2020), “National Financial Conditions Index (NFCI) background”, <https://www.chicagofed.org/research/data/nfci/background>, truy cập ngày 15/06/2020.
- Federal Reserve Bank of New Zealand. (1996), “Summary indicators of monetary conditions”, *Reserve Bank Bulletin*, Vol. 59 No. 3, pp. 223 - 228.
- Freedman, C. (1994), “The use of indicators of Monetary Conditions Index in Canada”, in Balino, T.J.T. & Cottarelli, C. (Eds.), *Frameworks for Monetary Stability – Policy Issues and Country Experiences*, Washington: IMF, pp. 458 - 476.
- Gauthier, C., Graham, C. & Liu, Y. (2004), “Financial Condition Indexes for Canada”, Working paper 2004 – 22, Bank of Canada.
- Gerlach, S. & Smets, F. (2000), “MCIs and monetary policy”, *European Economic Review*, No. 44, pp. 1677 - 1700.
- Hoàng, X.H. & Nguyễn, T.T.L. (2020), “Một số giải pháp thuận lợi cho dịch chuyển lao động có tay nghề của Việt Nam trong điều kiện hội nhập quốc tế”, *Tạp chí Kinh tế đối ngoại*, Số 112, tr. 35 - 53.
- Hatzius, J. & Stehn, S.J. (2018), “The case for a Financial Conditions Index”, Economics Research, Global Economics Paper, Goldman Sachs.
- Hatzius, J., Hooper, P., Mishkin, F.S., Schoenholtz, K.L. & Watson, M.W. (2010), “Financial Conditions Indexes: a fresh look after the financial crisis”, NBER Working Papers, <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/16150.html>, truy cập ngày 11/10/2020.
- Lê, Đ.C. & Trần, H.N. (2015), “Xây dựng chỉ số điều kiện tài chính cho Việt Nam”, *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, Quyển 31, Số 21, tr. 18 - 22.
- Mayes, D. & Viren, M. (2001), “Financial conditions indexes”, Research Discussion Papers 17/2001, Bank of Finland.
- Nan, L. & Liu, Y. (2019), “Construction of China’s Financial Conditions Index in the post-crisis era”, *China Political Economy*, Vol. 2 No. 2, pp. 258 - 276.
- Petronevich, A. & Sahuc, J.G. (2019), “A new banque de France Financial Conditions Index for the Euro area”, *Bulletin de la Banque de France*, Vol. 223 No. 1, pp. 1 - 7.
- Solikin, M.J. & Bernard, N.I. (2019), “Monetary policy and financial conditions in Indonesia”, *Bulletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan*, Vol. 21 No. 3, pp. 283 - 302.
- Thủ tướng Chính phủ. (2012), “Nghị định số 58/2012/NĐ-CP của Chính phủ: Quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật chứng khoán và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật chứng khoán”, http://vanban.chinhphu.vn/portal/page/portal/chinhphu/hethongvanban?class_id=1&_page=1&mode=detail&document_id=162432, truy cập ngày 05/01/2021.
- Thủ tướng Chính phủ. (2015), “Nghị định số 60/2015/NĐ-CP của Chính phủ: Sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 58/2012/NĐ-CP ngày 20 tháng 7 năm 2012 của Chính phủ quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Chứng khoán và Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán”, http://vanban.chinhphu.vn/portal/page/portal/chinhphu/hethongvanban?class_id=1&_page=1&mode=detail&document_id=180375, truy cập ngày 05/01/2021.

- Thủ tướng Chính phủ. (2016), “Quyết định số 40/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ: Về việc phê duyệt Chiến lược tổng thể hội nhập quốc tế đến năm 2020, tầm nhìn đến năm 2030”, http://vanban.chinhphu.vn/portal/page/portal/chinhphu/hethongvanban?class_id=2&_page=1&mode=detail&document_id=182997, truy cập ngày 05/01/2021.
- Zheng, G. & Yu, W. (2014), “Financial conditions index's construction and its application on financial monitoring and economic forecasting”, *Procedia Computer Science*, Vol. 31, pp. 32 - 39.
- Zul-Fadzli, A.B & Iman, B. (2017), *Financial Condition Index for Malaysia*, Staff Insights 2017/14, Bank Negara Malaysia, Central Bank of Malaysia.