

Đặng Quỳnh Như, Phạm Phương Anh, Nguyễn Thế Hoàng (2024). Kinh nghiệm của Trung Quốc và Ấn Độ trong thực thi chính sách an toàn vĩ mô và bài học kinh nghiệm cho Việt Nam. *Tạp chí nghiên cứu Chính sách và Phát triển*, 02(2024),129-142

*Tạp chí Nghiên cứu  
Chính sách  
và Phát triển*

© Học viện  
Chính sách  
và Phát triển 2024  
© CSR, 2024

*Bài báo khoa học*

## **Kinh nghiệm của Trung Quốc và Ấn Độ trong thực thi chính sách an toàn vĩ mô và bài học kinh nghiệm cho Việt Nam**

**Đặng Quỳnh Như (ThS)**

*Viện Đào tạo quốc tế, Học viện Chính sách và Phát triển*

**Phạm Phương Anh (ThS)**

*Tạp chí Kinh tế - Luật và Ngân hàng, Học viện Ngân hàng*

**Nguyễn Thế Hoàng**

*Ngân hàng Đại Dương Oceanbank*

*Email: qdng21@gmail.com*

### **Tóm tắt:**

Sau khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008, nền kinh tế thế giới đã trải qua một số chu kỳ khủng hoảng ngắn do nhiều lí do tác động trong môi trường vĩ mô. Chính vì thế, vai trò của các chính sách an toàn vĩ mô ngày càng trở nên quan trọng với tất cả các nền kinh tế. Bài viết đánh giá thực tiễn xây dựng và áp dụng chính sách an toàn vĩ mô của một số nước, bao gồm Trung Quốc và Ấn Độ. Bằng phương pháp phân tích tổng hợp so sánh và thông tin được thu thập thứ cấp từ các nguồn đáng tin cậy, nghiên cứu rút ra bài học đề xuất với nhà quản lý để xây dựng chính sách an toàn vĩ mô hiệu quả và bền vững tại Việt Nam.

**Ngày nhận bài:**  
31/7/2024  
**Bản sửa lại lần 1:**  
05/9/2024  
**Ngày duyệt bài:**  
15/9/2024

Mã số: TC120224

**Từ khóa:** Chính sách an toàn vĩ mô, Việt Nam, hệ thống tài chính, rủi ro hệ thống, chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa

### **Abstract:**

After the 2008 global financial crisis, the world economy has experienced a number of short-term crisis cycles due to many reasons affecting the macro environment. Therefore, the role of macroprudential policies has become increasingly important for all economies. This article evaluates the practice of formulating and applying macroprudential policies of several countries, including China and India. Using the method of comparative analysis and the

secondary information collected from reliable sources, the study draws lessons and recommendations for managers to formulate effective and sustainable macroprudential policies in Vietnam.

**Keywords:** Macroprudential Policy, Vietnam, Financial System, Systemic Risk, Monetary Policy, Fiscal Policy

## 1. Giới thiệu

Trước những hậu quả của suy thoái kinh tế kéo dài sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009, các chính sách vĩ mô truyền thống (bao gồm chính sách tiền tệ, chính sách tài khoá...) đã bộc lộ những nhược điểm. Chẳng hạn khi Ngân hàng Trung ương cắt giảm lãi suất kích thích sự phát triển kinh tế và gia tăng việc làm cho người dân có thể gây ra tăng trưởng tín dụng quá mức, hình thành bong bóng giá tài sản. Trong nền kinh tế mở và nhỏ, Ngân hàng Trung ương tăng lãi suất nhằm tránh các cú sốc của lạm phát cũng đồng thời thu hút nhiều dòng vốn hơn tiềm ẩn bất ổn cho hệ thống tài chính. Khi đó, chính sách an toàn vĩ mô khắc phục các hệ quả có thể phát sinh cho thị trường tài chính đặc biệt là hệ thống ngân hàng như chấp nhận rủi ro quá mức hay phân bổ lệch lạc nguồn lực do tác động của các chính sách tiền tệ nói lỏng hay thắt chặt (Blanchard và cộng sự, 2013; Stein, 2013). Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu xảy ra cho thấy các khuôn khổ giám sát tài chính trước đây là chưa đủ an toàn để hệ thống tài chính ứng phó với các cú sốc. Do đó, chính sách an toàn vĩ mô ra đời được đánh giá là khuôn khổ giám sát

mới nhấn mạnh vào tầm quan trọng tổng thể của toàn bộ hệ thống tài chính thay vì nhấn mạnh vào sự an toàn của các định chế tài chính riêng lẻ.

Chính sách an toàn vĩ mô (này có thể được tiến hành qua nhiều công cụ, hướng đến các mục tiêu trung gian khác nhau như hạn chế lạm phát giá nhà hay kiểm soát tăng trưởng tín dụng (IMF, FSB, & BIS, 2011). Cũng vì đặc điểm này, việc đánh giá hiệu quả của các chính sách an toàn vĩ mô phức tạp hơn đo lường hiệu quả các chính sách tài chính và tiền tệ thông thường. Sau cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu năm 2008, các công cụ an toàn vĩ mô được xây dựng và triển khai, và hiệu quả của các chính sách này cũng trở thành chủ đề quan tâm của nhiều học giả trong nước và quốc tế. Tuy nhiên, hiện nay các nghiên cứu chưa thống nhất về phương pháp đo lường hiệu quả của các chính sách an toàn vĩ mô ở các quốc gia trên thế giới. Vì vậy, việc nghiên cứu kinh nghiệm của các quốc gia có những nét tương đồng về kinh tế chính trị với Việt Nam, từ đó rút ra các bài học và đánh giá hiệu quả của chính sách an toàn vĩ mô là rất cần thiết. Nghiên cứu này đóng góp các bài học về thực thi hiệu quả chính sách an toàn vĩ mô tại nhiều quốc gia là căn cứ để đưa ra một số gợi ý nhằm hướng tới mục tiêu phát triển thị trường tài chính bền vững cho Việt Nam.

## 2. Kết quả nghiên cứu

### 2.1 Cơ sở lý thuyết

Theo FSB, BIS và IMF (2011), chính

sách an toàn vĩ mô được định nghĩa là chính sách sử dụng các công cụ an toàn để hạn chế các rủi ro mang tính hệ thống và/hoặc các rủi ro đối với tổng thể hệ thống tài chính, nhằm giảm thiểu khả năng đổ vỡ của hệ thống tài chính thông qua việc ngăn ngừa các dịch vụ tài chính có thể gây hậu quả nghiêm trọng đối với nền kinh tế thực. Chính sách an toàn vĩ mô được đánh giá là một chính sách hiệu quả góp phần nâng cao năng lực ổn định của cả hệ thống tài chính.

Như vậy, mục đích của việc xây dựng và áp dụng chính sách an toàn vĩ mô là ngăn ngừa và kiểm soát các rủi ro tài chính hệ thống. Để thực hiện được mục tiêu này, FSB, BIS và IMF (2011), chỉ ra rằng các chính sách an toàn vĩ mô theo đuổi các mục tiêu trung gian có liên kết chặt chẽ với nhau bao gồm: (1) tăng cường khả năng phục hồi của hệ thống trước những cú sốc từ thị trường; (2) giảm thiểu tối đa những rủi ro hệ thống có thể tích lũy theo thời gian; (3) kiểm soát những biến động về cấu trúc của hệ thống tài chính.

Chính sách an toàn vĩ mô là bộ công cụ bao gồm bốn nhóm các công cụ liên quan đến tín dụng, vốn, thanh khoản và ngoại hối. Thứ nhất, các công cụ an toàn vĩ mô tín dụng bao gồm: giới hạn dư nợ tín dụng, tỷ lệ cho vay trên TSBĐ (LTV), tỷ lệ nợ trên thu nhập (DTI). Việc thắt chặt các công cụ liên quan đến tín dụng tác động đến cả người đi vay thông qua việc giảm đòn bẩy tài chính và các NHTM bằng cách giảm lượng cung tín dụng của các ngân hàng. Thứ hai, các công cụ an

toàn vốn yêu cầu các NHTM phải có vốn chất lượng cao, có khả năng hấp thụ tổn thất trước các rủi ro khác nhau (ESRB, 2013). Theo đó, khi các công cụ vốn áp dụng theo chiều hướng thắt chặt có nghĩa là yêu cầu về bộ đệm vốn tăng lên để bù đắp các khoản lỗ và sự gia tăng của các tài sản có rủi ro trong giai đoạn khủng hoảng tài chính. Tấm đệm vốn này giúp các ngân hàng tự bảo vệ mình và người gửi tiền trước các cú sốc về tài chính. Thứ ba, các công cụ liên quan đến thanh khoản thường được kích hoạt cùng các công cụ liên quan đến vốn để đảm bảo hai tiêu chí đồng thời nguồn vốn có chất lượng mà vẫn duy trì an toàn thanh khoản để các NHTM hoạt động an toàn và hiệu quả. Các công cụ liên quan đến thanh khoản bao gồm nhóm các công cụ về bộ đệm vốn phản chu kì, và các yêu cầu về tỷ lệ dự trữ bắt buộc, tỷ lệ dư nợ cho vay trên vốn huy động (LDR) và tỷ lệ kí quỹ và khấu trừ. Cuối cùng, các công cụ liên quan đến ngoại hối bao gồm việc áp trần lãi suất tiền gửi đối với ngoại tệ (cụ thể là USD), hạn chế đối tượng cho vay ngoại tệ, quy định trạng thái ngoại tệ (FSB, BIS và IMF, 2011).

Việc thực thi chính sách an toàn vĩ mô có hiệu quả hay không được đánh giá dựa trên các mục tiêu bao gồm mục tiêu trung gian và mục tiêu cuối cùng có đạt được hiệu quả hay không khi một hoặc một số công cụ an toàn vĩ mô được kích hoạt bởi cơ quan quản lý có thẩm quyền. Như vậy hiệu lực thực thi chính sách an toàn vĩ mô được xem xét dựa trên các tiêu chí sau: chi phí kinh tế khi áp dụng đối với hệ thống

tài chính và nền kinh tế, thời gian công cụ có hiệu lực kể từ khi kích hoạt các công cụ này, sự tương tác của các công cụ an toàn vĩ mô này đến các chính sách vĩ mô khác và các ngoại ứng tích cực và tiêu cực có thể phát sinh trong thực tế.

Nghiên cứu này xem xét quá trình xây dựng, triển khai các chính sách an toàn vĩ mô tại một số nền kinh tế lớn trên thế giới, bao gồm Trung Quốc và Ấn Độ. Đây là hai quốc gia được phân tích để làm căn cứ đúc rút kinh nghiệm cho hoạt động xây dựng và triển khai các chính sách an toàn vĩ mô tại Việt Nam vì một số lý do. Thứ nhất, hai quốc gia này tương đồng với Việt Nam khi có nền chính trị ổn định; đặc biệt, Trung Quốc cũng là quốc gia chỉ do một đảng duy nhất lãnh đạo, giống như Việt Nam. Thứ hai, nền kinh tế Trung Quốc, Ấn Độ và Việt Nam đều thuộc nhóm mới nổi, tuy tốc độ phát triển của Việt Nam chưa nhanh bằng Trung Quốc hay Ấn Độ. Nền kinh tế cả ba quốc gia đều mở cửa giao thương với nước ngoài và có thặng dư thương mại lớn. Thứ ba, tại thời điểm hiện tại Trung Quốc và Ấn Độ đều là hai quốc gia châu Á đông dân, với tỷ lệ dân số trong độ tuổi lao động chiếm tỷ trọng cao, trong khi đó dân số Việt Nam đang trong thời kỳ cơ cấu dân số vàng. Hơn nữa, các quốc gia này cũng phải đối phó với các vấn đề xã hội tương tự Việt Nam. Với độ mở về kinh tế ngày càng lớn, nền kinh tế Việt Nam cũng như Trung Quốc và Ấn Độ ngày càng trở nên nhạy cảm với các rủi ro biến động từ kinh tế thế giới. Chính những sự tương đồng này trong các yếu tố về môi

trường vĩ mô của nền kinh tế, nhóm tác giả đã lựa chọn Trung Quốc và Ấn Độ để phân tích kinh nghiệm cho Việt Nam trong việc xây dựng và triển khai các chính sách an toàn vĩ mô.

## **2.2 Kinh nghiệm thực thi chính sách an toàn vĩ mô tại một số nước trên thế giới**

### **2.2.1. Kinh nghiệm xây dựng và triển khai chính sách an toàn vĩ mô tại Trung Quốc**

Nền kinh tế Trung Quốc bị ảnh hưởng mạnh mẽ từ các biến động trên thị trường bất động sản nội địa (Allen và cộng sự, 2020), chính vì vậy mà các chính sách an toàn vĩ mô về nhà ở (HMP) đóng vai trò rất quan trọng trong việc ổn định nền kinh tế Trung Quốc trong hơn mười năm gần đây (He và cộng sự, 2016). Trong phạm vi nghiên cứu này, nhóm tác giả xem xét tính hiệu quả khi áp dụng một số công cụ an toàn vĩ mô tín dụng và thanh khoản đến khía cạnh kiểm soát thị trường bất động sản (BDS) tại Trung Quốc, bởi việc kiểm soát thị trường BDS được đánh giá là động lực quan trọng để ổn định nền kinh tế Trung Quốc những năm qua.

Thị trường bất động sản Trung Quốc trong những năm trước đây trải qua giai đoạn phát triển nóng và có nguy cơ đổ vỡ, giá nhà đất tại Trung Quốc tăng cao và tăng đều tại hầu hết các thành phố, nhất là tại các thành phố lớn. Thị trường bất động sản Trung Quốc lớn và sôi động, vì vậy, biến động trên thị trường bất động sản có ảnh hưởng lớn tới thị trường tài chính trong nước và trên thế giới (Chari và cộng

sự, 2022). Với quy mô to lớn, sự bất ổn định của thị trường bất động sản là một nguy cơ đối với sự ổn định của nền kinh tế Trung Quốc. Nhằm ổn định thị trường này, Chính phủ Trung Quốc đã ban hành nhiều quy định khác nhau và sử dụng kết hợp nhiều công cụ an toàn vĩ mô liên quan tới thị trường bất động sản, nhằm giảm thiểu những rủi ro hệ thống tài chính.

*Thứ nhất*, quy định giới hạn tỷ lệ nợ trên thu nhập DTI dưới 50% được đưa ra nhằm giảm thiểu những rủi ro khi tình trạng sử dụng đòn bẩy quá mức vào các hoạt động đầu cơ bất động sản. Các quy định này cũng sẽ đảm bảo khả năng phục hồi của hệ thống tài chính khi xảy ra rủi ro. Tỷ lệ nợ được áp dụng tùy vào số lượng bất động sản mà mỗi người đang nắm giữ. Theo đó, những người chưa sở hữu bất kỳ tài sản bất động sản nào sẽ có tỷ lệ cho vay trên giá trị tài sản cao hơn.

*Thứ hai*, xây dựng hệ thống quản lý tập trung cho vay đối với bất động sản nhằm kiểm soát sự gia tăng quá mức của thị trường. Cuối năm 2020, Trung Quốc đã triển khai hệ thống quản lý tập trung cho vay đối với bất động sản. Theo đó, các tổ chức tài chính phải thiết lập một tỷ lệ cho vay trong lĩnh vực bất động sản thấp hơn so với quy định, tùy thuộc vào quy mô của mình.

*Thứ ba*, Chính quyền Trung ương đã yêu cầu chính quyền địa phương có những chính sách riêng nhằm kìm hãm hoạt động mua bán bất động sản.

Những chính sách an toàn vĩ mô tại Trung Quốc đã có nhiều tác động tới thị trường bất động sản của quốc gia này. Các chính sách giới hạn tỷ lệ nợ và quản lý tập trung đã có vai trò góp phần kiểm soát và làm giảm giá nhà đất, làm giảm lợi nhuận của các hoạt động đầu cơ bất động sản (Qi và cộng sự, 2022), nhờ đó mà hạn chế tình trạng “bong bóng” xảy ra do tình trạng đầu cơ “nóng” trong lĩnh vực bất động sản (Akinci và Olmstead-Rumsey, 2018). Các chính sách điều tiết thị trường bất động sản cũng đã tạo áp lực lên hoạt động quản trị vốn trong doanh nghiệp, hạn chế doanh nghiệp đầu tư quá mức vào lĩnh vực bất động sản (Dicks và Fulghieri, 2021). Thay vào đó, doanh nghiệp sẽ có xu hướng đầu tư sử dụng tỷ lệ đòn bẩy thấp hơn, tăng cường các hoạt động nắm giữ tiền mặt (Chen và cộng sự, 2023). Tuy nhiên, các tác động điều tiết của chính sách an toàn vĩ mô lên thị trường nhà ở là không đồng đều. Cụ thể, tác động của các chính sách an toàn vĩ mô là tương đối hạn chế tại các thành phố có thị trường tài chính phát triển do các doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận với các nguồn vốn khác (Ding và cộng sự, 2022). Nhìn chung, chính sách an toàn vĩ mô về nhà ở thắt chặt góp phần phát triển các hoạt động cho vay theo hướng bền vững hơn (Gebauer và Mazelis, 2019).

Gần đây, thị trường bất động sản tại Trung Quốc đang trải qua giai đoạn đình trệ, thu hẹp với doanh số kinh doanh giảm, giá nhà giảm và đình trệ trong xây dựng các dự án mới. Nhiều nhà phát triển nhà đất vỡ nợ đã dẫn đến nhiều hệ lụy cho hệ

thống ngân hàng và nền kinh tế Trung Quốc nói chung. Vai trò của chính sách an toàn vĩ mô trong giai đoạn này đã chuyển từ kìm hãm phát triển giao dịch nóng của thị trường bất động sản sang khuyến khích tăng cầu trong thị trường. Ngân hàng Trung ương Trung Quốc quyết định hạ tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với các ngân hàng thương mại từ ngày 05/02/2024 nhằm tăng lượng tiền trong nền kinh tế, vực dậy tâm lý thị trường, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Về cơ bản, chưa có chính sách an toàn vĩ mô nào mới được xây dựng và áp dụng trong hoàn cảnh này.

Chính sách an toàn vĩ mô tại Trung Quốc có tác động ngay lập tức và liên tục đến chu kỳ tín dụng mà không ảnh hưởng đến sản lượng phân tích của các tác giả cho thấy phương pháp đa công cụ ( multi-instrument framework) cho phép ngân hàng trung ương đạt được mục tiêu nền kinh tế thực ổn định và bền vững. Với sự điều hành đồng bộ và linh hoạt các công cụ trên của Ngân hàng Trung Quốc (PBOC), thị trường BĐS hoạt động tương đối ổn định, lạm phát của nền kinh tế có xu hướng giảm xuống, thúc đẩy nền kinh tế phát triển.

### *2.2.2. Kinh nghiệm xây dựng và triển khai chính sách an toàn vĩ mô tại Ấn Độ*

Nhìn chung, so với các nền kinh tế phát triển, các chính sách an toàn vĩ mô được sử dụng thường xuyên hơn ở các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển (Orsmond và cộng sự, 2016). Là một quốc gia thuộc nhóm các quốc gia có nền kinh tế thị trường mới nổi, Ấn Độ đi đầu trong

việc áp dụng các chính sách an toàn vĩ mô trong giải quyết cả hai khía cạnh của rủi ro hệ thống, gồm rủi ro theo thời gian và sự phân bố rủi ro giữa các lĩnh vực trong hệ thống tài chính tại một thời điểm.

Hệ thống tài chính Ấn Độ phụ thuộc lớn vào lĩnh vực ngân hàng khi ngân hàng thương mại chiếm 66,1% tổng tài sản của hệ thống tài chính Ấn Độ (Sinha, 2011). Vì vậy, hầu hết các biện pháp ATVM được áp dụng đều nhằm tạo nên các ảnh hưởng tới các ngân hàng thương mại. Với mục tiêu kiểm soát tốc độ tăng trưởng tín dụng ở cấp độ vĩ mô, nhiều công cụ giám sát an toàn vĩ mô đã được áp dụng với đối tượng này, cụ thể:

Thứ nhất, hoạt động ngân hàng được giám sát chặt chẽ bởi Chính phủ Ấn Độ từ năm 2004. Tháng 12/ 2010, Hội đồng Phát triển và Ổn định Tài chính (FSDC) Ấn Độ đã được thành lập nhằm giải quyết các vấn đề liên quan đến ổn định tài chính, phát triển khu vực tài chính, phối hợp giữa các cơ quan quản lý, tài chính toàn diện và giám sát an toàn vĩ mô của nền kinh tế, bao gồm cả hoạt động của các tổ chức tài chính lớn.

Thứ hai, Cục Dự trữ Ngân hàng Ấn Độ đã ban hành khuôn khổ để xác định và quản lý các ngân hàng quan trọng trong hệ thống trong nước (DSIB) vào tháng 7/2014.

Thứ ba, Ngân hàng Trung ương Ấn Độ thiết lập mức giới hạn nợ liên ngân hàng. Để tránh ảnh hưởng xấu của nợ liên ngân hàng không được kiểm soát (IBL) và

rủi ro hiệu ứng domino đi kèm với đó, tháng 3/2017, Ngân hàng Trung ương (NHTW) Ấn Độ đã giới hạn IBL của một ngân hàng ở mức 200% giá trị ròng của ngân hàng đó tại ngày 31/3/2016. Các ngân hàng thương mại có thể thiết lập mức giới hạn IBL thấp hơn mức trần này. Quy định này không áp dụng cho khoản nợ liên ngân hàng với nước ngoài.

Thứ tư, áp dụng chính sách nhằm hạn chế tiếp cận thị trường tài trợ không thể chấp. Để đảm bảo hoạt động thị trường liên ngân hàng không bị gián đoạn, các ngân hàng và tổ chức tài chính sơ cấp bị hạn chế tiếp cận thị trường tài trợ không thể chấp cả trong các hoạt động vay và cho vay (Sinha, 2011).

Thứ năm, Ngân hàng Trung ương Ấn Độ thiết lập tỷ lệ sở hữu vốn chéo của các ngân hàng, tổ chức tài chính ở ngưỡng 10% (tính dựa trên tổng số vốn của ngân hàng đầu tư) đối với các khoản đầu tư của ngân hàng vào các công cụ tài chính do các ngân hàng khác phát hành và 5% (tính trên vốn chủ sở hữu) đối với việc mua cổ phần mới của một ngân hàng (02/2013).

Thứ sáu, áp trần tỷ lệ 10% cho các khoản đầu tư của ngân hàng vào các quỹ tương hỗ có thời hạn dưới 01 năm (tính trên giá trị ròng). Tại Ấn Độ, dòng vốn luân chuyển với dòng tiền lớn qua đêm giữa ngân hàng và quỹ tương hỗ có thể dẫn đến rủi ro hệ thống lúc cao điểm, và ngân hàng phải đối mặt với rủi ro thanh khoản lớn, vì vậy, tỷ lệ đối đa này là cần thiết.

Thứ bảy, ban hành hướng dẫn về

Khung rủi ro tín dụng lớn nhằm điều chỉnh các tiêu chuẩn rủi ro của các ngân hàng (12/2016) phù hợp với tiêu chuẩn của Ủy ban giám sát Ngân hàng Basel và làm tiêu chuẩn cơ sở cho vay. Theo Khung rủi ro tín dụng sửa đổi thì rủi ro của ngân hàng đối với một và một nhóm đối tác lần lượt không quá 20% và 25% vốn hiện có của các ngân hàng, thay vì lần lượt là 15% và 40% như trước kia.

Thứ tám, giới hạn mức trần rủi ro của ngân hàng khi cho vay với các tổ chức tài chính phi ngân hàng. Tỷ lệ trần này thay đổi tùy theo đối tượng và lĩnh vực cho vay. Trong đó, trong lĩnh vực cơ sở hạ tầng thì tỷ lệ này có thể tăng lên lần lượt là 15% và 20%.

Thứ chín, áp dụng tỉ số vay trên giá trị (LTV) theo giá trị của tài sản trên giá trị khoản vay. Tại Ấn Độ, tỷ lệ LTV là 90% đối với khoản vay mua nhà có giá trị nhỏ hơn 3 triệu Rupee, tỷ lệ LTV là 80% đối với các khoản vay lớn hơn 3 triệu Rupee và nhỏ hơn 7,5 triệu Rupee, và 70% đối với các khoản vay trên 7,5 triệu Rupee.

Cuối cùng, giới hạn tỷ lệ cho vay LTV đối với một số lĩnh vực nhạy cảm như bất động sản và buôn bán một số loại hàng hóa khác. Sinha (2011) đã đề xuất rằng các ngân hàng nên thiết lập mức rủi ro nội bộ của mình theo từng lĩnh vực nhằm đảm bảo rằng tỷ lệ rủi ro đã được phân tán.

Nhìn chung, trong số nhiều chính sách an toàn vĩ mô tại Ấn Độ, việc áp dụng các quy định mới về phân loại tài sản, phân loại đối tượng cho vay và trích lập dự

phòng rủi ro đã chứng minh hiệu quả trong hạn chế tăng trưởng tín dụng. Đánh giá thực tiễn triển khai tại Ấn Độ, có thể thấy chính sách an toàn vĩ mô có hiệu quả không đồng đều trong các chu kỳ tín dụng khác nhau. Các chính sách an toàn vĩ mô mà Ấn Độ áp dụng đã có hiệu quả tốt trong kiểm soát tăng trưởng trong thời kỳ tăng trưởng quá mức, nhưng cho thấy hiệu quả hạn chế trong việc thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trong chu kỳ suy thoái.

Trong lĩnh vực kinh tế, Ấn Độ có khá nhiều điểm tương đồng với Việt Nam như: đều là quốc gia đang đẩy nhanh thực hiện quá trình công nghiệp hóa từ một nước phải phụ thuộc phần lớn vào nông nghiệp; hệ thống tài chính đang trong giai đoạn hình thành và phát triển; dòng vốn đầu tư nước ngoài lớn, các mặt hàng xuất khẩu chủ yếu là các sản phẩm nông nghiệp; đang phát triển với tốc độ nhanh trong khu vực, nhưng chịu sức ép về vấn đề dân số, cơ sở hạ tầng, y tế, giáo dục... Một điểm chung giữa hai nước còn là các công cụ an toàn vĩ mô là những ưu tiên hàng đầu trong các chính sách tiền tệ do sự tác động nhanh tới thị trường.

### ***2.3 Một số lưu ý về thực tiễn xây dựng và áp dụng chính sách an toàn vĩ mô tại Việt Nam hiện nay***

Thực tế tại Việt Nam, các quy định giám sát an toàn vĩ mô dần được thắt chặt từ những năm 2014 tới nay. Trong đó, tỷ lệ nợ trên thu nhập (LTV) và tỷ lệ thu nhập (DSC) đã được đề cập tại Thông tư 41/2016/TT-NHNN ngày 31/12/2016 có hiệu lực ngày 01/01/2020 của Ngân hàng

Nhà nước (NHNN) quy định tỷ lệ an toàn vốn đối với ngân hàng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài. Theo khoản 10, Điều 9, Thông tư 41, công thức tính tỷ lệ LTV = tổng số dư khoản phải đòi/ giá trị tài sản bảo đảm. Trong đó, tổng số dư khoản phải đòi bao gồm: tổng số dư (đã giải ngân và số dư chưa giải ngân) của khoản phải đòi và số dư (đã giải ngân và chưa giải ngân) của các khoản phải đòi khác được bảo đảm bằng bất động sản đó tại ngân hàng, chi nhánh ngân hàng. Giá trị của tài sản đảm bảo là giá trị của bất động sản bảo đảm cho các khoản phải đòi đó được xác định tại thời điểm xét duyệt cho vay.

Theo khoản 11, Điều 9, Thông tư 41, tỷ lệ DSC = tổng số dư phải hoàn trả trong năm/ tổng thu nhập trong năm của khách hàng. Trong đó, tổng số dư phải hoàn trả trong năm bao gồm số dư nợ gốc và số dư nợ lãi. Tổng thu nhập trong năm của khách hàng là thu nhập trong năm tính DSC của khách hàng sau khi đã trừ thuế thu nhập theo quy định và không bao gồm thu thập từ việc cho thuê nhà hình thành từ khoản cho vay đó. Trường hợp, khách hàng cá nhân là đại diện uỷ quyền cho hộ gia đình tham gia quan hệ vay vốn thì tổng thu nhập trong năm của khách hàng được xác định theo tổng thu nhập của các thành viên đồng trả nợ của hộ gia đình. Khoản 10, Điều 2, Thông tư 41 cho rằng khoản cho vay bảo đảm bằng bất động sản là khoản cho vay đối với cá nhân, pháp nhân để mua bất động sản, thực hiện dự án bất động sản và được bảo đảm bằng chính bất động sản, dự án bất động sản hình thành



từ khoản cho vay theo các quy định pháp lý về giao dịch bảo đảm.

Sau đó, Thông tư 22/2019/TT-NHNN ban hành ngày 15/11/2019 đã thay thế Thông tư 41/2016/TT-NHNN quy định về cách tính hệ số CAR đối với các ngân hàng thương mại chưa thực hiện theo Thông tư 41/2016/TT-Ngân hàng Nhà nước, tỷ lệ tối đa nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn, tỷ lệ khả năng chi trả đối với các NHTM và tỷ lệ dư nợ cho vay trên tổng tiền gửi (LDR). Do ảnh hưởng tiêu cực nặng nề của Đại dịch Covid-19 lên nền kinh tế Việt Nam, đến giai đoạn quý 4 năm 2020, Nhà nước quyết định tạo điều kiện cho các tổ chức tín dụng hỗ trợ cho khách hàng vay vốn phục hồi sản xuất kinh doanh sau dịch. Do đó, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã tiến hành nới lỏng các quy định trên bằng việc ban hành Thông tư 08/2020/TT-NHNN sửa đổi Thông tư 22/2019/TT-NHNN lùi lộ trình giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung, dài hạn.

Vào cuối năm 2023, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã ban hành Thông tư số 22/2023/TT-NHNN Thông tư này sẽ có hiệu lực từ ngày 01/7/2024 sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 41/2016/TT-NHNN ngày 30/12/2016 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước Việt Nam quy định tỷ lệ an toàn vốn đối với ngân hàng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài. Thông tư 22/2023/TT-NHNN quy định hệ số rủi ro tín dụng 160% đối với tài sản là khoản cấp tín dụng chuyên biệt dưới hình thức cấp tín dụng tài trợ dự án kinh

doanh bất động sản khu công nghiệp (trước đó, theo Thông tư số 41/2016/TT-NHNN thì xác định hệ số rủi ro là 200% chung với khoản cấp tín dụng tài trợ dự án kinh doanh bất động sản). Hệ số rủi ro tín dụng là 50% đối với khoản phải đòi là khoản cho vay cá nhân phục vụ phát triển nông nghiệp, nông thôn theo quy định của Chính phủ về chính sách tín dụng phục vụ phát triển nông nghiệp, nông thôn, trước đó, theo Thông tư số 41/2016/TT-NHNN chưa có quy định riêng trong việc xác định hệ số rủi ro đối với khoản cho vay cá nhân phục vụ phát triển nông nghiệp, nông thôn. Ngoài ra, hệ số rủi ro tín dụng cho vay thế chấp mua nhà ở xã hội sẽ được điều chỉnh hệ số rủi ro xuống tối đa là 50%. Tỷ lệ đảm bảo (LTV) cũng được điều chỉnh từ 100% trở lên và tỷ lệ thu nhập (DSC) trên 35%. Hệ số rủi ro tối thiểu là 20%, tương ứng với tỷ lệ đảm bảo dưới 40% và tỷ lệ thu nhập dưới 35%. Ngoài ra, Thông tư bổ sung các tổ chức tài chính quốc tế làm bên thứ 3 bảo lãnh hợp pháp giảm thiểu rủi ro tín dụng. Theo nhận định của một số chuyên gia, nhóm ngân hàng quốc doanh sẽ được hưởng lợi nhờ chính sách của Chính phủ, thúc đẩy tiến độ xây nhà ở xã hội, xây nhà theo chương trình, dự án hỗ trợ. Thông tư 41/2016/TT-NHNN được xây dựng trên cơ sở tham khảo chuẩn mực vốn Basel II được ban hành bởi Ủy ban Basel. Thông tư 22/2023/TT-NHNN ra đời được đánh dấu là một động lực tăng trưởng tín dụng mới cho nhóm ngân hàng này trong bối cảnh mặt bằng lãi suất giảm thấp trong năm 2024.

Thời gian qua, các quy định giám sát an toàn vĩ mô ở Việt Nam đã được xây dựng và áp dụng theo lộ trình đảm bảo tiếp cận các quy định quốc tế như Basel II, Basel III, thể hiện qua số lượng các quy định được ban hành mới, và sự chi tiết của các quy định cũng như số lượng các chủ thể mà các quy định này ảnh hưởng. Việc xây dựng và ban hành các quy định giám sát an toàn vĩ mô ở Việt Nam theo một chiến lược nhất quán và có độ linh hoạt cao, thích ứng với tình hình biến động trong nền kinh tế quốc gia, đã được thể hiện qua các Thông tư ban hành trong và sau giai đoạn đại dịch Covid 19.

### **3. Bài học cho Việt Nam trong thực thi chính sách an toàn vĩ mô hiện nay**

Việt Nam là quốc gia đang phát triển, có độ mở kinh tế lớn, và trong hệ thống nền kinh tế, ngân hàng là trung gian tài chính quan trọng. Các ngân hàng tại Việt Nam cung cấp vốn chủ yếu cho nền kinh tế nên vai trò quản lý điều hành chính sách an toàn vĩ mô của Ngân hàng Nhà nước cần có sự quan tâm đặc biệt. Các quốc gia khác như Trung Quốc, Ấn Độ có một số đặc điểm khá tương đồng với nền kinh tế Việt Nam, theo đó Ngân hàng Nhà nước hay Ngân hàng Trung ương là cơ quan giám sát điều hành quản lý vĩ mô và ban hành chính sách an toàn vĩ mô. Bằng việc tìm hiểu về thực tiễn xây dựng, triển khai, quản lý chính sách an toàn vĩ mô tại một số quốc gia nước ngoài, một số bài học kinh nghiệm chung được rút ra như sau:

Thứ nhất, trong thực tiễn áp dụng các chính sách an toàn vĩ mô của Trung

Quốc và Ấn Độ, luôn cần cân nhắc khả năng tác động tiêu cực có thể diễn ra. Việc áp dụng chính sách an toàn vĩ mô cần xem xét các tác động trực tiếp và gián tiếp của công cụ này lên các khía cạnh của nền kinh tế do các tác động này sẽ khác nhau, phù thuộc điều kiện cụ thể của mỗi quốc gia.

Thứ hai, từ trường hợp của Trung Quốc, là một quốc gia rộng lớn đa sắc tộc, có thể kết luận rằng, nền kinh tế chung của một quốc gia có thể có một số đặc điểm chung nhất định, tuy nhiên giữa các thành phố, các tỉnh có thể có nhiều đặc điểm riêng biệt nổi bật. Những sự khác biệt này giữa các địa phương có thể làm giảm hoặc tăng hiệu quả của chính sách an toàn vĩ mô, dẫn đến tác động của chính sách an toàn vĩ mô lên từng khu vực kinh tế theo địa lý là không đồng đều. Hơn nữa, đánh giá trường hợp của Trung Quốc, có thể rút ra nhận xét rằng các chính sách an toàn vĩ mô cần theo dõi sự thay đổi của các thị trường chính, có tầm quan trọng lớn với nền kinh tế, dựa vào đó để làm căn cứ xây dựng và áp dụng kịp thời nhằm đạt được hiệu quả ổn định nền kinh tế.

Thứ ba, từ trường hợp của Ấn Độ, có thể thấy việc chính sách an toàn vĩ mô được thực hiện hiệu quả hay không phụ thuộc một phần vào đặc điểm cơ cấu ngành trong nền kinh tế, cũng như sự phối hợp nhịp nhàng của chính sách vĩ mô và các chính sách điều tiết kinh tế khác như chính sách tiền tệ. Tại Việt Nam và Ấn Độ, ngân hàng thương mại là trung gian

tài chính trụ cột của nền kinh tế, đóng vai trò rất quan trọng cung ứng vốn cho nền kinh tế. Chính vì vậy, hiệu quả thực hiện chính sách an toàn vĩ mô, phụ thuộc rất lớn vào sự quản lý và điều hành của Ngân hàng Nhà nước thật chặt hay nói lỏng tùy từng thời kì. Để đảm bảo chính sách an toàn vĩ mô được thực hiện một cách đồng bộ, hiệu quả nhất về tổng thể, Ngân hàng Nhà nước cần chủ động theo dõi diễn biến thị trường tài chính và hoạt động của các ngân hàng thương mại để điều hành chính sách an toàn vĩ mô đạt hiệu quả cao.

Cuối cùng, việc sử dụng kết hợp chính sách tiền tệ với và chính sách an toàn vĩ mô để đảm bảo mục tiêu ổn định tài chính là rất cần thiết và hữu ích. Trong đó, chính sách an toàn vĩ mô đóng vai trò phòng ngừa những tác động bất lợi từ chu kỳ thanh khoản toàn cầu và những biến động của dòng vốn từ bên ngoài. Điều này góp phần giảm áp lực về thời gian để điều chỉnh các chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ nhằm làm giảm tình trạng thâm hụt tài khoản vãng lai, giảm tình trạng đô la hóa, bất ổn dòng vốn,...

Nhìn chung, nền kinh tế Việt Nam đang từng bước vững chắc tham gia, hội nhập sâu rộng vào nền kinh tế thế giới. Do đó, để phát triển nhanh chóng, vững chắc thì hệ thống tài chính Việt Nam cần được đảm bảo ổn định, an toàn do sự điều hành chính sách nhịp nhàng của Chính phủ, đặc biệt là việc sử dụng linh hoạt, hiệu quả các chính sách đặc biệt là chính sách an toàn vĩ mô.

Kết quả nghiên cứu cho thấy chính

sách an toàn vĩ mô phụ thuộc rất lớn đến điều kiện phát triển hệ thống tài chính, đặc điểm tình hình kinh tế và thể chế chính trị riêng của mỗi quốc gia trên thế giới. Việc thiết lập cơ quan theo dõi giám sát độc lập khi kích hoạt thực hiện chính sách an toàn vĩ mô để đo lường hiệu quả thực thi và đánh giá tác động chính sách là cần thiết để đảm bảo các công cụ chính sách an toàn vĩ mô được quản trị một cách hiệu quả. Tuy nhiên, cho dù được theo dõi theo bất kì cơ chế nào thì những cơ quan, đơn vị đó đều có chung mục tiêu, nhiệm vụ chính là phải nhận diện và đánh giá được những rủi ro cũng như xây dựng bộ công cụ an toàn vĩ mô để xử lý chúng.

Hệ thống tài chính Việt Nam có những bước phát triển nhanh chóng và đóng góp vào mức tăng trưởng kinh tế ổn định thời gian qua. Mặc dù nền kinh tế Việt Nam có sự phụ thuộc lớn vào nguồn vốn tín dụng ngân hàng, thị trường cổ phiếu và trái phiếu cũng đã có những bước phát triển mạnh mẽ thời gian gần đây. Đồng thời, độ mở kinh tế cũng như thị trường tài chính ngày càng lớn giúp Việt Nam tận dụng được xu hướng hội nhập toàn cầu để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, độ mở lớn cũng khiến thị trường tài chính và nền kinh tế Việt Nam trở nên nhạy cảm hơn với những biến động của chu kỳ kinh tế và tài chính thế giới. Do đó, việc nhận biết chu kỳ tài chính có ý nghĩa quan trọng, giúp cơ quan quản lý xác định được trạng thái của chu kỳ tài chính, nhận diện và cảnh báo sớm rủi ro để từ đó có thể thiết kế các chính

sách an toàn vĩ mô phù hợp để giảm thiểu rủi ro hệ thống và đảm bảo ổn định tài chính. Vì vậy, trong thời gian tới, Ngân hàng Nhà nước cần: Thứ nhất, thiết lập và hoàn thiện thể chế điều hành chính sách giám sát an toàn vĩ mô. Theo đó, cần sớm xây dựng và hoàn thiện hành lang cơ sở pháp lý rõ ràng, quy định rõ chức năng, quyền hạn, nhiệm vụ của Ngân hàng Nhà nước trong các hoạt động ổn định tài chính, tiền tệ. Trong đó, việc sửa đổi, bổ sung Luật các tổ chức tín dụng của Ngân hàng Nhà nước là cần thiết và phù hợp với yêu cầu thực tiễn thực thi chính sách an toàn vĩ mô. Tăng cường phối hợp giữa Ngân hàng Nhà nước với các cơ quan, đơn vị có liên quan (Bộ Tài chính, Ủy ban giám sát tài chính...) trong hoạt động theo dõi, giám sát an toàn vĩ mô, đảm bảo các thông tin cần thiết được thông suốt, kịp thời, đồng bộ. Trong đó, cần nhấn mạnh vai trò, trách nhiệm quan trọng của Ngân hàng Nhà nước trong công tác xây dựng chính sách an toàn vĩ mô bằng những đề xuất hoạch định rõ ràng, quyết định phù hợp, kịp thời dựa trên nền tảng cơ sở dữ liệu tin cậy và khoa học. Thứ hai, hoàn thiện cơ chế, hoạt động phân tích đánh giá rủi ro hệ thống là vấn đề then chốt trong việc thực hiện hiệu quả các hoạt động của chính sách an toàn vĩ mô. Trong đó, việc thiết lập và cải tiến các công cụ an toàn vĩ mô cần được thiết lập và giám sát chặt chẽ. Việc xây dựng công cụ an toàn vĩ mô hoàn thiện, đầy đủ để hạn chế rủi ro hệ thống, tiến đến nhanh chóng áp dụng các tiêu chuẩn Basel III

vào hệ thống ngân hàng là cần thiết. Việt Nam có thể xây dựng bộ công cụ dựa trên những khuyến nghị của các tổ chức quốc tế uy tín như: Quỹ tiền tệ Quốc tế, Ngân hàng thế giới... kết hợp với những yếu tố đặc thù của hệ thống tài chính Việt Nam. Trong đó, có ba yếu tố chính cần quan tâm bao gồm: cảnh báo sớm, tính toán rủi ro phục vụ cho hoạt động giám sát; ngưỡng rủi ro cần được tính toán chính xác nhằm xác định cụ thể thời điểm cần can thiệp; hành vi của hệ thống cho phép mô phỏng các hành vi của khu vực kinh tế vĩ mô, khu vực tài chính, khu vực kinh tế thực.

#### **4. Kết luận**

Nghiên cứu này đã tổng hợp, phân loại, phân tích các thông tin thứ cấp về hoạt động xây dựng và triển khai chính sách an toàn vĩ mô tại hai quốc gia có nhiều điểm tương đồng với Việt Nam là Trung Quốc và Ấn Độ. Qua phân tích, đánh giá, có thể thấy chính sách an toàn vĩ mô có thể được thực hiện nhằm phục vụ các mục đích trung gian khác nhau, tùy thuộc vào đặc điểm đặc trưng của từng nền kinh tế tại mỗi thời điểm, giai đoạn. Nền kinh tế Trung Quốc bị ảnh hưởng nhiều bởi biến động trong thị trường bất động sản, trong khi đó, yếu tố cốt lõi mang tính điển hình của nền kinh tế vĩ mô Ấn Độ nằm ở sự lệ thuộc của nền kinh tế vào hệ thống ngân hàng. Chính vì vậy, hoạt động xây dựng và triển khai có nhiều điểm khác nhau. Nghiên cứu đã đưa ra một số đánh giá chung về thực tiễn xây dựng và triển khai

chính sách an toàn vĩ mô tại Việt Nam cho đến thời gian gần đây.

Do giới hạn về thời gian và nguồn lực, nghiên cứu chỉ xem xét hai quốc gia có nhiều nét tương đồng về khía cạnh kinh tế vĩ mô với Việt Nam, do đó, các kết luận đưa ra có thể không tối ưu nhất cho hoàn cảnh cụ thể tại Việt Nam hiện nay. Hơn nữa, tại các quốc gia được xem xét, nghiên cứu cũng chỉ tập trung phân tích hiệu quả của các chính sách an toàn

vĩ mô đã tạo ảnh hưởng lớn nhất tới nền kinh tế Trung Quốc và Ấn Độ mà không đánh giá chi tiết được tất cả các chính sách an toàn vĩ mô lên tất cả các thị trường. Ngoài ra, nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp từ các báo cáo, thông tin chính thức nên có thể chưa cập nhật và phản ánh đủ các vấn đề liên quan tới chính sách an toàn vĩ mô mới xuất hiện gần đây. Các nghiên cứu tiếp theo trong tương lai sẽ khắc phục các hạn chế này.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Akinci, O., & Olmstead-Rumsey, J. (2018). How effective are macroprudential policies? An empirical investigation. *Journal of Financial Intermediation*, 33, pp. 33-57, doi: 10.1016/j.jfi.2017.04.001
2. Allen, J., Grieder, T., Peterson, B., & Roberts, T. (2020). The impact of macroprudential housing finance tools in Canada. *Journal of Financial Intermediation*, 42, 100761, doi: 10.1016/j.jfi.2017.08.004
3. Blanchard, M. O. J., Dell'Ariccia, M. G., & Mauro, M. P. (2013). *Rethinking Macro Policy II: Getting Granular*. International Monetary Fund.
4. Chari, A., Dilts-Stedman, K., & Forbes, K. (2022). Spillovers at the extremes: The macroprudential stance and vulnerability to the global financial cycle. *Journal of International Economics*, 136, 103582.
5. Dicks, D., & Fulghieri, P. (2021). Uncertainty, investor sentiment, and innovation. *The Review of Financial Studies*, 34(3), trang 1236-1279, doi: 10.1093/rfs/hhaa065
6. Ding, N., Gu, L., & Peng, Y. (2022). Fintech, financial constraints and innovation: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 73, 102194. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2022.102194
7. Eidenberger, J., Neudorfer, B., Sigmund, M., & Stein, I. (2013). Quantifying financial stability in Austria—new tools for macroprudential supervision. *Oesterreichische Nationalbank Financial Stability Report*, 26.
8. European Systemic Risk Board ESRB (2013). Recommendation of the European Systemic Risk Board. *Official Journal of the European Union*, 2013/C 170/01. Retrieved from [https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&opi=89978449&url=https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2013/ESRB\\_2013\\_1.en.pdf&ved=2ahUKEwjGmozfIPeIAXU55TQHHbzhB1YQFnoECBkQAQ&usq=AOvVaw1uyXxW99WySnwKXCjs9BtT](https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&opi=89978449&url=https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2013/ESRB_2013_1.en.pdf&ved=2ahUKEwjGmozfIPeIAXU55TQHHbzhB1YQFnoECBkQAQ&usq=AOvVaw1uyXxW99WySnwKXCjs9BtT)
9. Gebauer, S., & Mazelis, F. (2023). Macroprudential regulation and leakage to the shadow banking sector. *European Economic Review*, 154, 104404.
10. He, D., Nier, E. W., & Kang, H. (2016). Macroprudential Measures for Addressing Housing Sector Risks. *BIS Paper*, (pp. 86).
11. IMF, FSB, & BIS (2011). *Macprudential Policy Tools and Frameworks*,

*Progress Report to G20. IMF working papers*  
WP/11/250.

12. Orsmond, D. & Price, F. (2016).  
"Macroprudential Policy Frameworks and Tools,"  
*RBA Bulletin (Print copy discontinued)*, Reserve  
Bank of Australia, pages 75-86, December.  
Retrieved from  
<https://ideas.repec.org/a/rba/rbabul/dec2016-08.html>.

13. Qi, Y., Qin, H., Liu, P., Liu, J., Raslanas,  
S., & Banaitienė, N. (2022). Macroprudential

policy, house price fluctuation and household  
consumption. *Technological and Economic*  
*Development of Economy*, 28(3), 804-830, doi:  
10.3846/tede.2022.16787

14. Sinha, A. (2011). *Macroprudential*  
*policies: Indian experience*. Address delivered at  
Eleventh Annual International Seminar on Policy  
Challenges for the Financial Sector on "Seeing  
both the Forest and the Trees-Supervising  
Systemic Risk" co-hosted by The Board of  
Governors of the Federal