

# Ảnh hưởng của thâm hụt ngân sách tới hiệu quả điều hành chính sách tiền tệ tại Việt Nam

Nguyễn Thanh Nhân  
Nguyễn Thị Minh Nguyệt

Ngày nhận: 03/05/2018

Ngày nhận bản sửa: 16/05/2018

Ngày duyệt đăng: 18/06/2018

*Hiệu lực tác động của chính sách tiền tệ (CSTT) chịu ảnh hưởng bởi rất nhiều nhân tố, trong đó, nhân tố thâm hụt ngân sách nhà nước (NSNN) và sự lấn át của chính sách tài khóa (CSTK) đóng vai trò quan trọng, đặc biệt đối với các quốc gia đang phát triển, cần sự động viên lớn về ngân sách cho các mục tiêu phát triển như Việt Nam. Bài viết phân tích những ảnh hưởng của thâm hụt ngân sách và sự lấn át của CSTK tới hiệu quả điều hành CSTT tại Việt Nam giai đoạn 2007-2017, từ đó đưa ra một số khuyến nghị chính sách nhằm hạn chế ảnh hưởng tiêu cực từ các nhân tố này.*

*Từ khóa: hiệu lực chính sách tiền tệ, thâm hụt ngân sách, lấn át tài khóa*

## 1. Đặt vấn đề

Các nghiên cứu nổi bật về sự ảnh hưởng của tình trạng lấn át tài khóa, thâm hụt ngân sách đến hiệu lực điều hành CSTT có thể kể đến là các nghiên cứu của Sargent và Wallace (1981), Michele và Franco (1998), Bernard và Enrique (2005), Andrew và cộng sự (2012). Các nghiên cứu này đều chỉ ra ảnh hưởng tiêu cực của sự lấn át tài khóa,

thâm hụt ngân sách đến hiệu lực điều hành CSTT của Ngân hàng trung ương (NHTW). Theo Sargent và Wallace (1981), “CSTK lấn át CSTT” xảy ra khi cơ quan tài chính của Chính phủ độc lập thiết lập ngân sách của mình, thông báo tất cả các khoản thâm hụt hay thặng dư trong hiện tại và tương lai, tức xác định mức phải thu từ bán trái phiếu. Theo khuôn khổ này, cơ quan quản lý tiền tệ phải đối mặt với việc sẽ phải tài trợ cho Chính phủ thông qua in tiền

để bù đắp bất cứ sự chênh lệch nào giữa khối lượng phải thu theo yêu cầu của các cơ quan tài chính và khối lượng trái phiếu có thể bán được ra công chúng. Như vậy, cơ quan tiền tệ buộc phải tăng cung ứng tiền, do đó làm giảm khả năng kiểm soát lạm phát của chính họ. Loại bỏ sự lấn át của CSTK sẽ làm tăng hiệu quả điều hành CSTT và củng cố tính độc lập của NHTW (IMF, 2010). Các khoản cho vay trực tiếp từ NHTW cho chính phủ không những làm suy yếu

bảng cân đối của các NHTW mà còn làm hạn chế khả năng đưa ra các chỉ báo rõ ràng về những thay đổi trong điều hành CSTT (như việc tăng lãi suất và thực hiện nghiệp vụ thị trường mở- OMO) (Laurens, 2005). CSTT sẽ trở nên hiệu lực nếu công chúng hiểu rõ mục tiêu cũng như công cụ vận hành chính sách và tin tưởng vào các cam kết của NHTW đối với các mục tiêu đó.

Thực trạng thâm hụt NSNN ở mức cao và sự lấn át của CSTK có ảnh hưởng tiêu cực tới hiệu quả điều hành CSTT của NHTW, thể hiện:

*Thứ nhất, thâm hụt NSNN ở mức cao và sự lấn át của CSTK trước hết ảnh hưởng tới việc điều tiết cung ứng tiền của NHTW.* Chính phủ các nước thường đóng một vai trò quan trọng trong các thị trường tiền tệ và vốn, vì vậy nhu cầu về tài chính của chính phủ thường ảnh hưởng đến điều kiện trong các thị trường này. Mối quan hệ giữa mức thâm hụt ngân sách, nợ công và CSTT được mô tả một cách đơn giản nhất qua phương trình rào cản ngân sách sau:

$$D_t = [B_t - B_{t-1}] + [TB_t - TB_{t-1}] + [M_t - M_{t-1}]$$

Trong đó:

$D_t$ : thâm hụt ngân sách tại thời điểm t

$B_t, B_{t-1}$ : trái phiếu chính phủ tại thời điểm t, t-1

$TB_t, TB_{t-1}$ : tín phiếu kho bạc tại thời điểm t, t-1

$M_t, M_{t-1}$ : tiền cơ sở tại thời điểm t, t-1

Phương trình trên chỉ ra rằng các nguồn tài trợ thâm hụt

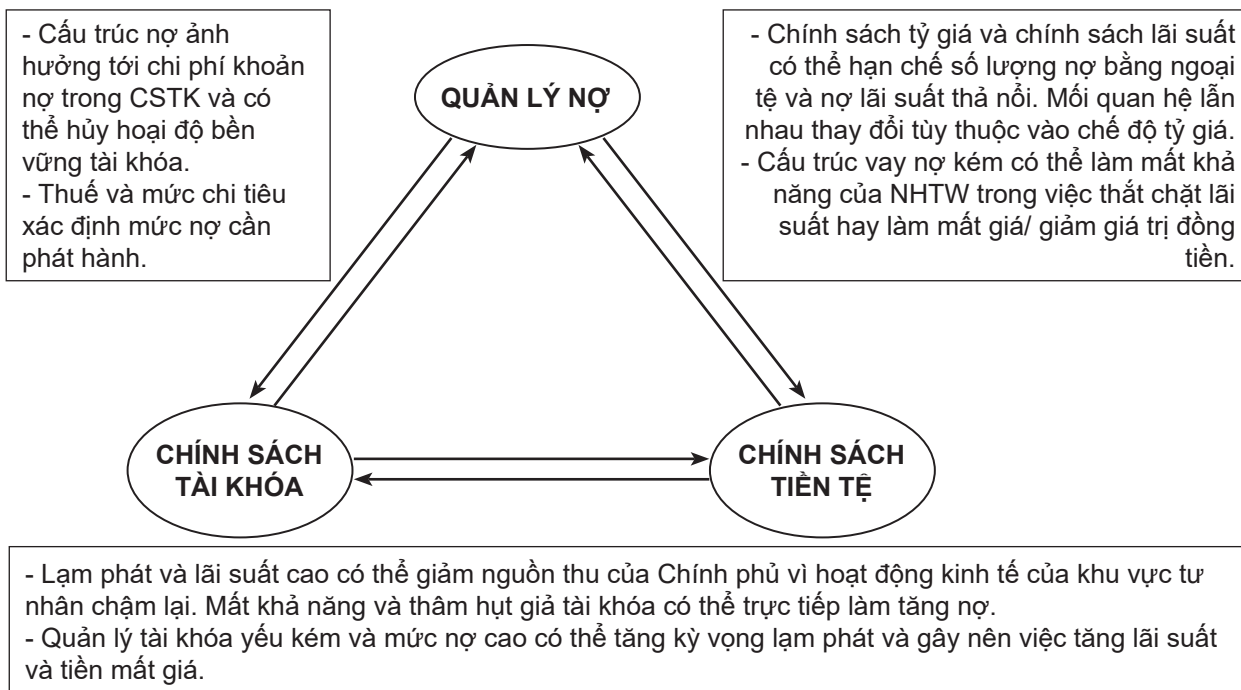
ngân sách tại một thời điểm nhất định bao gồm nguồn vay nợ và nguồn phát hành từ NHTW dẫn tới những thay đổi trong lượng tiền cơ sở (MB). Theo mô hình này, tình trạng của CSTK có ảnh hưởng trực tiếp tới tình trạng của CSTT khi NHTW được yêu cầu phát hành tiền cho chi tiêu ngân sách. CSTK yếu, kéo theo gánh nặng nợ công sẽ dẫn tới tình trạng CSTK chiếm ưu thế so với CSTT (fiscal dominance). Trong đó, CSTT được trông đợi để điều chỉnh mục tiêu nhằm bù đắp thâm hụt ngân sách một cách trực tiếp (thay đổi khối MB) hoặc gián tiếp (tài trợ các mục tiêu của chính phủ thông qua hệ thống NHTM- thay đổi M2).

*Thứ hai, việc lựa chọn cấu trúc kỳ hạn cho danh mục nợ tài trợ cho thâm hụt NSNN sẽ ảnh hưởng tới đường cong lãi suất chuẩn cũng như hình dạng của nó.* Điều này sẽ tác động tới mức độ can thiệp trực tiếp của NHTW đối với lãi suất ngắn hạn cũng như điều chỉnh xu hướng của đường cong lãi suất chuẩn (Andrew Filardo, 2012). Trước hết, các giao dịch trên thị trường liên ngân hàng sẽ quyết định mức lãi suất rất ngắn hạn- đoạn đầu tiên của đường cong lãi suất chuẩn. Về bản chất mức lãi suất này phải biến động xoay quanh lãi suất mục tiêu của CSTT và chuyển tải ảnh hưởng của nó tới các mức lãi suất trung, dài hạn khác trên đường cong lãi suất. Việc tham gia của các trái phiếu chính phủ (TPCP) trên thị trường này sẽ ảnh

hưởng tới khả năng duy trì mức lãi suất mục tiêu trong trường hợp NHTW cố gắng duy trì một mức lãi suất mục tiêu thấp cho tăng trưởng. Mức lãi suất thấp sẽ thu hút nhu cầu vay ngắn hạn của chính phủ. Kết quả là lãi suất ngắn hạn thị trường bị đẩy cao hơn ngưỡng mục tiêu và có thể triệt tiêu những cố gắng của NHTW. Thêm vào đó, trong các điều kiện kinh tế vĩ mô và CSTT nhất định, tương quan cung, cầu TPCP trung và dài hạn có thể làm thay đổi hình dạng của đường cong lãi suất, gây nên những biến động thường xuyên ở các phân khúc khác nhau trên đường cong lãi suất và làm sai lệch các dấu hiệu tiền tệ. Những biến động của đường cong lãi suất do ảnh hưởng bởi cấu trúc kỳ hạn TPCP thuộc các thị trường mới nổi mạnh hơn tại các nước phát triển do mức độ rủi ro thị trường và tính thiếu thanh khoản (Andrew Filardo, 2012). Các nhà đầu tư có xu hướng ưa thích các trái phiếu ngắn hạn để hạn chế mức rủi ro thị trường và do đó đường cong lãi suất trong trường hợp này trở nên rất dốc. Nó cũng có thể đảo chiều nếu người đầu tư là các quỹ hưu trí với sự ưa thích các trái phiếu dài hạn. Kết quả là biến động của đường cong lãi suất có thể vượt khỏi những ảnh hưởng của mức lãi suất mục tiêu, giảm hiệu lực kênh chuyển tải CSTT qua lãi suất.

*Thứ ba, quy mô của thâm hụt ngân sách cũng gây áp lực đối với lãi suất trên thị trường vốn.* Mặt bằng lãi suất sẽ bị

**Hình 1. Mối quan hệ giữa chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ và quản lý nợ**



Nguồn: Togo (2007)

đẩy lên do nhu cầu vốn của chính phủ có thể làm sai lệch mục tiêu tác động của CSTT cũng như khả năng đạt được mục tiêu vĩ mô, dẫn tới những điều chỉnh không mong muốn trong vận hành các công cụ CSTT. Tuy nhiên ảnh hưởng của hiện tượng thoái lui đầu tư nhân do mặt bằng lãi suất bị đẩy lên còn phụ thuộc vào hiệu quả phân bổ và sử dụng vốn của khu vực chính phủ. Trong trường hợp cấu trúc đầu tư chính phủ không hợp lý, chi phí vận hành trở nên đắt và thiếu hiệu quả thì hiện tượng giảm đầu tư tư nhân sẽ kéo theo một CSTT mở rộng quá mức (thay vì được kiểm soát) nhằm thúc đẩy tăng trưởng. Mọi sự mở rộng tiền tệ nhằm hạ lãi suất trong bối cảnh này sẽ gây nên lạm phát và bất ổn trong dài hạn.

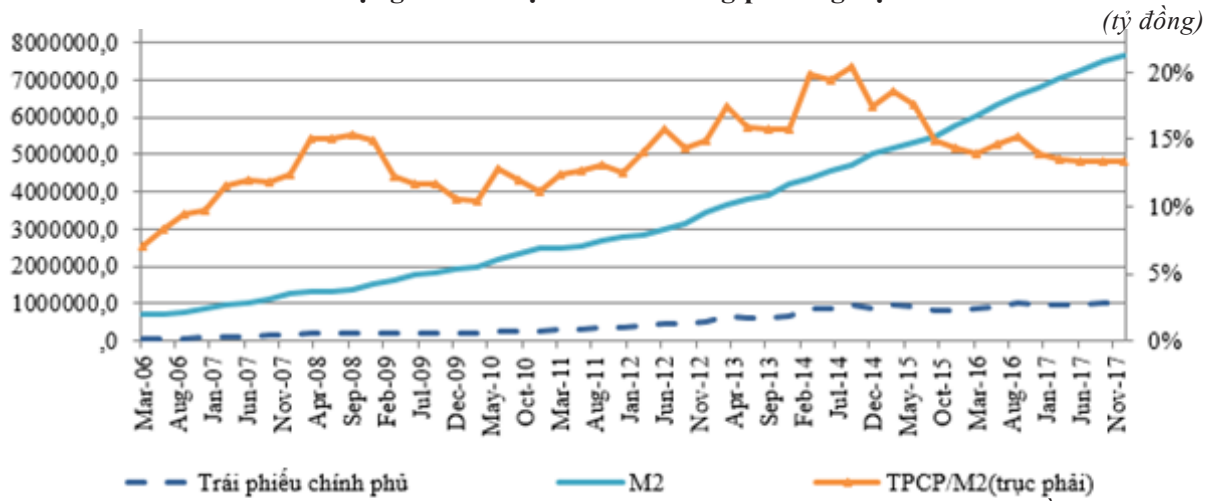
**2. Tác động của thâm hụt ngân sách và sự lấn át của chính sách tài khóa đến hiệu lực điều hành chính sách tiền tệ tại Việt Nam**

*Thứ nhất, tình trạng thâm hụt ngân sách triền miên với quy mô tăng làm giảm khả năng kiểm soát mức cung tiền của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN)*

Ở Việt Nam, từ năm 1992, Quốc hội thông qua quyết định chấm dứt sử dụng việc in tiền để đáp ứng nhu cầu chi tiêu của chính phủ. Tuy nhiên, thực tế tình trạng phát hành tiền để bù đắp bội chi ngân sách vẫn diễn ra một cách trực tiếp hoặc gián tiếp. Tiền tệ hóa trực tiếp các khoản nợ chính phủ được thực hiện qua hoạt động cho vay chỉ định qua kênh tái cấp vốn: NHNN

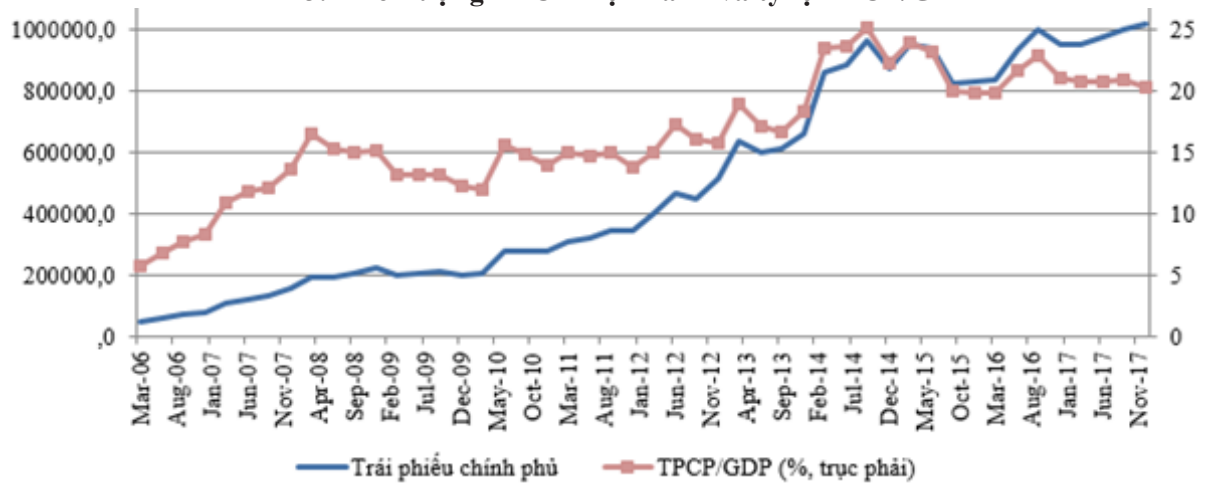
cấp vốn thay cho NSNN thông qua kênh tín dụng để hỗ trợ vốn cho các đối tượng theo quy định của NHNN, điển hình là các gói kích cầu, hỗ trợ lãi suất... Đây là khoản tín dụng trực tiếp làm tăng mức cung MB của NHTW. Việc tiền tệ hóa các khoản nợ chính phủ còn được thực hiện một cách gián tiếp. Bội chi ngân sách được tài trợ phần lớn bởi phát hành TPCP. Trong giai đoạn 2006-2017, khối lượng TPCP đã phát hành đạt trên 1.000 nghìn tỷ đồng, chiếm gần 50% tổng huy động vốn vay của chính phủ giai đoạn này, bình quân khoảng hơn 100 nghìn tỷ đồng/năm. TPCP và TPCB bảo lãnh chủ yếu được bán cho các NHTM lớn. Lượng trái phiếu này sau đó được các NHTM bán lại cho NHNN để lấy tiền mặt

Hình 2. Khối lượng TPCP hiện hành và tổng phương tiện thanh toán (tỷ đồng)



Nguồn: Asianbond

Hình 3. Khối lượng TPCP hiện hành và tỷ lệ TPCP/GDP



Nguồn: Asianbond

thông qua OMO hoặc cầm cố vay vốn tại NHNN qua việc tái cấp vốn do chênh lệch giữa lãi suất TPCP và lãi suất OMO, lãi suất tái chiết khấu lớn (3-4%). Như vậy, bội chi ngân sách tài trợ qua phát hành trái phiếu cũng đã gián tiếp dẫn đến sự gia tăng mạnh của cung ứng tiền. Bên cạnh việc tiền tệ hóa các khoản nợ của chính phủ thì việc dự báo M2 của NHNN cũng gặp những khó khăn nhất định. NHNN dự báo cho

vay chính phủ ròng được thực hiện trên cơ sở số liệu dự toán ngân sách về kế hoạch thu, chi ngân sách hàng năm. Để có thể dự báo chính xác sự biến động của khoản mục này, NHNN cần được cung cấp đầy đủ, kịp thời các thông tin về các diễn biến thực tế về thu, chi ngân sách cũng như kế hoạch thu, chi ngân sách, kế hoạch giải ngân tối thiểu theo định kỳ hàng tháng. Tuy nhiên phần lớn các số liệu thu chi ngân sách hàng tháng đều

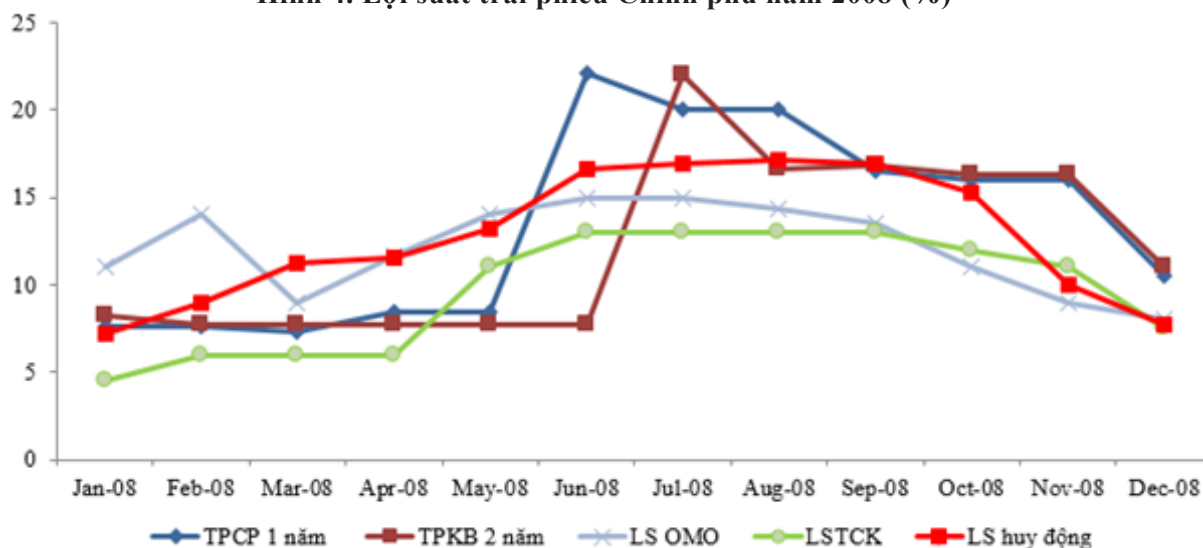
là số liệu ước tính, dự báo, không kịp thời về thời gian. Thêm vào đó, chênh lệch giữa kế hoạch ngân sách và thực tế ở Việt Nam là khá lớn, đặc biệt là chênh lệch về kế hoạch đầu tư xây dựng cơ bản với giải ngân, dẫn tới kết quả dự báo khoản mục này có nhiều sai lệch. Như vậy, tình trạng bội chi NSNN triền miên và ở mức cao đã dẫn tới việc tiền tệ hóa các khoản nợ của chính phủ một cách trực tiếp hoặc gián

tiếp khiến NHNN không độc lập trong việc chi phối các kênh cung ứng MB. Sự biến động và chênh lệch trong số liệu kế hoạch ngân sách và thực tế làm giảm khả năng dự báo chính xác mức cung tiền M2 của NHNN. Kết quả là có sự khác biệt lớn giữa M2, tăng trưởng tín dụng theo kế hoạch với M2, tăng trưởng tín dụng

thực hiện.  
*Thứ hai, cấu trúc kỳ hạn và quy mô nợ chính phủ làm giảm tính độc lập, thậm chí làm chệch hướng trong điều hành lãi suất của NHNN*  
 Về mặt lý thuyết, việc lựa chọn cấu trúc kỳ hạn cho danh mục nợ chính phủ sẽ ảnh hưởng các phân khúc khác nhau của đường cong lãi suất

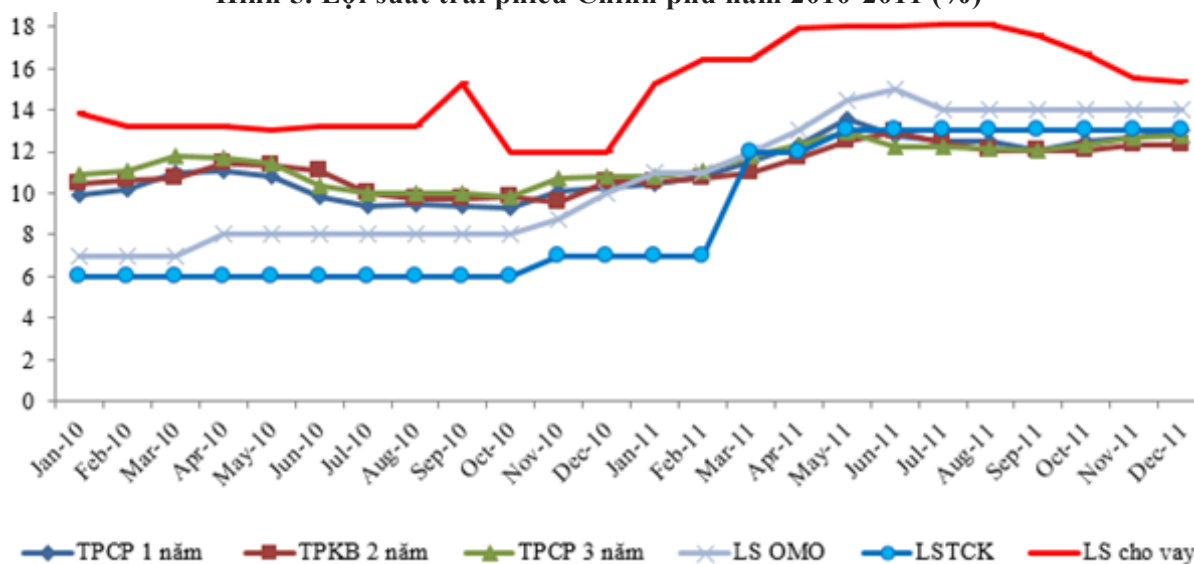
chuẩn cũng như hình dạng của nó. Việc tham gia của các TPCP trên thị trường tiền tệ sẽ ảnh hưởng làm lãi suất ngắn hạn thị trường này bị đẩy cao hơn ngưỡng mục tiêu và có thể triệt tiêu những cố gắng duy trì mức lãi suất thấp của NHTW. Quy mô nợ chính phủ cũng gây áp lực đối với lãi suất trên thị trường vốn.

**Hình 4. Lãi suất trái phiếu Chính phủ năm 2008 (%)**



Nguồn: Cơ sở dữ liệu của IMF

**Hình 5. Lãi suất trái phiếu Chính phủ năm 2010-2011 (%)**



Nguồn: Cơ sở dữ liệu của IMF

Mặt bằng lãi suất sẽ bị đẩy lên kéo theo hiện tượng giảm nhu cầu đầu tư tư nhân, và do đó có thể làm sai lệch mục tiêu tác động của CSTT cũng như khả năng đạt được mục tiêu vĩ mô dẫn tới những điều chỉnh không mong muốn trong vận hành các công cụ CSTT.

Thực tế tại Việt Nam có một nghịch lý, nhưng là hậu quả tất yếu của tình trạng CSTK lẫn ạt dạng mạnh, khi nghiên cứu mức độ tương quan giữa các mức lãi suất TPCP và lãi suất ngân hàng. Năm 2008 chứng kiến sự cạnh tranh mạnh mẽ nguồn vốn từ thị trường vốn giữa lãi suất trái phiếu kho bạc với lãi tiền gửi ngân hàng cùng kỳ hạn. Giữa năm 2008 khi lãi suất huy động không kỳ hạn của các NHTM lên tới 8%/năm, lãi suất có kỳ hạn tới 18-19%/năm, TPCP trên thị trường thứ cấp được bán với giá rẻ đem lại mức lợi suất lên tới 25%, thậm chí 30% đối với loại có thời hạn hạn dưới 2 năm và từ

14-16% đối với loại có thời hạn 5 năm trở lên mặc dù lãi suất coupon chỉ có 9% vào thời điểm phát hành. Mức lãi suất này cao hơn cả lãi suất cho vay của ngân hàng biến động khoảng 24-25% cùng giai đoạn. Điều này dẫn đến áp lực tăng lãi suất tiền gửi để huy động vốn đầu tư vào TPCP. Diễn biến này làm tăng lãi suất của trái phiếu mới phát hành trên thị trường sơ cấp và gây áp lực đối với mặt bằng lãi suất ngân hàng, tác động ngược lại lãi suất chỉ đạo của NHNN trong những giai đoạn nhất định

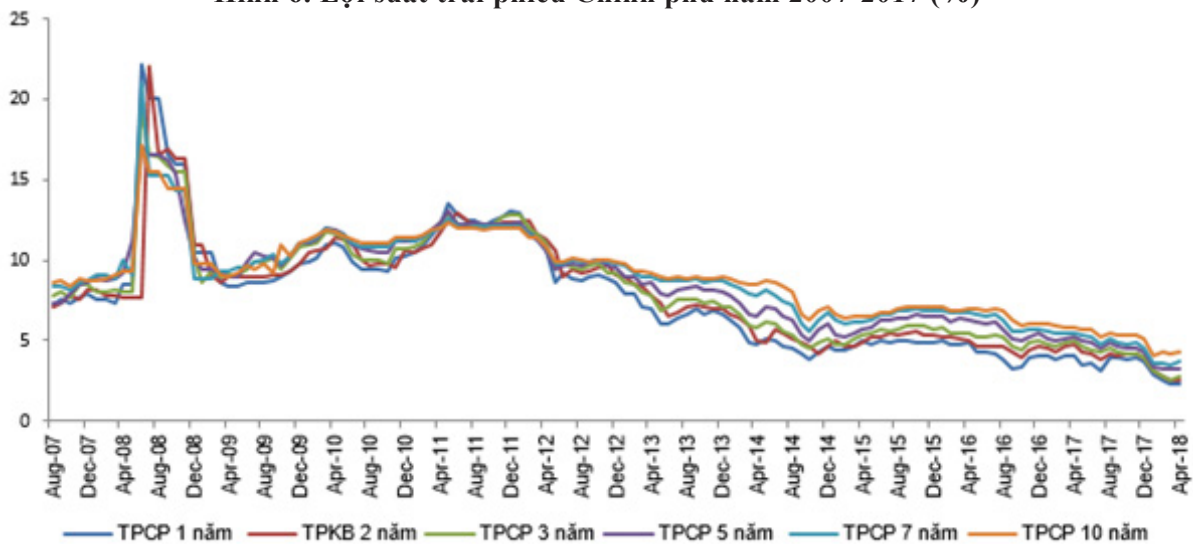
Nếu nhìn ở góc độ thị trường sơ cấp TPCP thì trong những năm 2010-2011, với mức trần lãi suất TPCP dao động trong khoảng từ 10-12%/năm, trong khi lãi suất cho vay trên thị trường lên tới hơn 20%/năm, thông thường sẽ không có NHTM nào sẵn lòng đầu thầu TPCP. Tuy nhiên, đây lại là hai năm thành công nhất đối với việc phát hành TPCP.

Bản chất ẩn sau hiện tượng này là do “vị thế tiền rẻ”: Các NHTM nắm giữ TPCP có thể bán (trên OMO) hay chiết khấu, cầm cố TPCP để vay NHNN tại mức lãi suất thấp (chênh lệch khoảng 3-4%), sau đó cho các ngân hàng thiếu hụt thanh khoản vay với lãi suất cao nhằm hưởng lợi. Hành động này đã khiến cho có thời kì vốn chỉ chạy loanh quanh từ thị trường TPCP sang thị trường liên ngân hàng, và ngược lại, mà không đến được khu vực tư nhân. Như vậy vô hình chung NHNN đã gián tiếp tài trợ cho thâm hụt ngân sách và NSNN trở thành nguồn cung ứng lợi nhuận cho các NHTM lớn.

Trong khi đó các ngân hàng nhỏ không có nhiều TPCP để giao dịch trên OMO hoặc tái chiết khấu từ NHNN, phải tăng lãi suất để huy động vốn và do đó lãi suất cho vay bị đẩy lên cao, gây khó khăn cho NHNN trong điều hành lãi suất.

Trong giai đoạn tài khóa

Hình 6. Lợi suất trái phiếu Chính phủ năm 2007-2017 (%)



Nguồn: Bloomberg

2014-2017, khi khối lượng TPCP và trái phiếu chính quyền địa phương phát hành tăng thêm khoảng hơn 1.000 tỷ, tình trạng chi phối ngược của lãi suất TPCP gây tác động trái chiều tới mục tiêu CSTT là hoàn toàn có thể lý giải.

*Thứ ba, quy mô nợ chính phủ còn ảnh hưởng tới mức độ tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng và do đó ảnh hưởng đến hiệu lực kênh lãi suất*

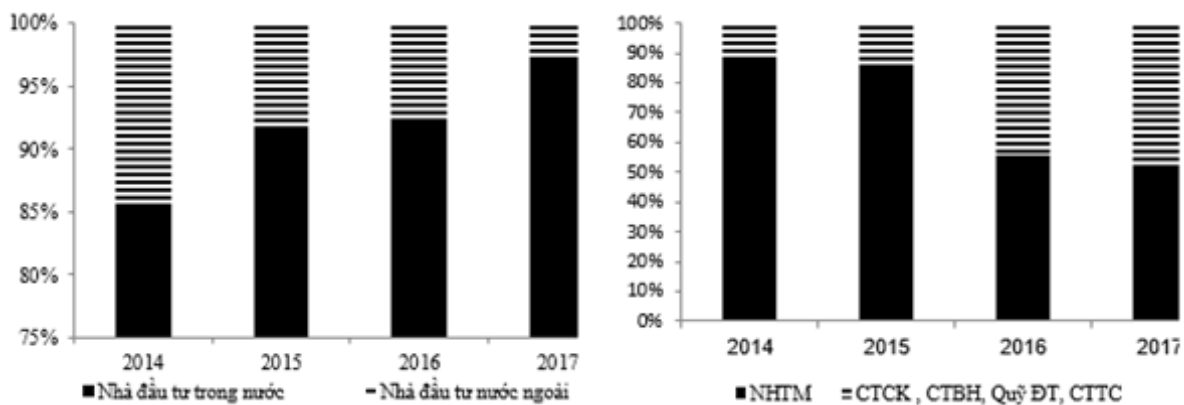
Trong điều kiện thị trường không hoàn hảo, quy mô nợ chính phủ do thâm hụt ngân sách cao có thể ảnh hưởng tới hành vi cho vay của ngân hàng. Theo Charles Evans & Kenneth Kuttner, (1998), các ngân hàng có thể tham gia đầu tư vào thị trường TPCP bởi lợi thế về thanh khoản và an toàn tới một tỷ trọng không phù hợp có thể dẫn tới rủi ro. Điều này ban đầu có thể làm tăng quy mô tín dụng của ngân hàng nhưng về dài hạn, nó làm giảm tỷ trọng cho vay đối với khu vực tư nhân. Đến lượt nó, cấu trúc này chứa đựng rủi ro khi các đối tượng sử dụng

nợ chính phủ không hiệu quả. Giai đoạn 2008 đến nay, tại một số thời điểm, các NHTM gặp khó khăn tìm kiếm đối tượng vay để giải ngân trong bối cảnh kinh tế suy giảm sau khủng hoảng, doanh nghiệp trong tình trạng phá sản hàng loạt, nợ xấu gia tăng, NHNN yêu cầu thắt chặt tiêu chuẩn đảm bảo tiền vay thì việc đầu tư vào TPCP trở thành lựa chọn tất yếu. Nhu cầu mua TPCP luôn ở mức cao và phần lớn khối lượng dự thầu luôn cao hơn khối lượng gọi thầu (từ 1,12 đến 5,11 lần), tỷ lệ trúng thầu trong từng phiên đạt tới 90%- 100%. Trong một chừng mực nhất định, TPCP là lựa chọn tốt cho các NHTM Việt Nam để dự trữ thanh khoản thứ cấp bởi nó có thể bán được ngay, với khối lượng lớn khi cần phải bù đắp thanh khoản. Đây cũng là công cụ hỗ trợ thanh khoản cho các NHTM trong trường hợp cần thế chấp vay vốn lẫn nhau hoặc tái chiết khấu tại NHNN. Tuy nhiên khi phần lớn TPCP được nắm giữ bởi hệ thống ngân hàng cũng đồng nghĩa với việc một lượng vốn khổng

lồ từ khối NHTM đã chảy mạnh vào thị trường TPCP, thay vì đẩy vốn ra phục vụ các doanh nghiệp ngoài khu vực nhà nước.

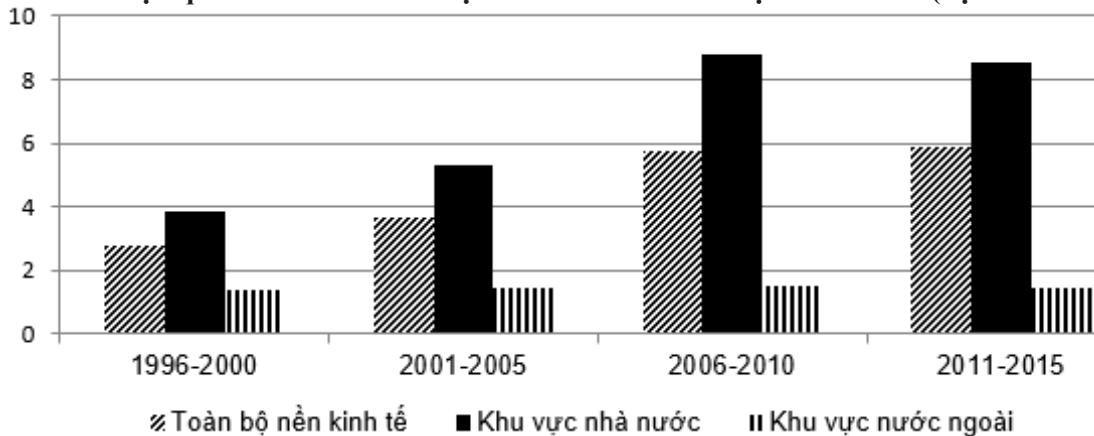
Trong hai năm 2016, 2017, cơ cấu các nhà đầu tư đã được cải thiện theo hướng tích cực, giảm tỷ lệ nắm giữ của các NHTM, tăng tỷ lệ của các nhà đầu tư dài hạn, tuy nhiên các NHTM vẫn nắm giữ trên 50% lượng TPCP trên thị trường. Các ngân hàng đổ vốn vào TPCP sẽ giúp tăng vốn cho đầu tư công. Nếu hoạt động của khu vực này có hiệu quả thì việc đầu tư vào TPCP của hệ thống NH sẽ có tác động thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, trong khi huy động TPCP tiếp tục diễn biến thuận lợi thì việc giải ngân vốn TPCP lại tiếp tục chậm chạp, gây lãng phí nguồn lực công. Theo số liệu được Bộ Tài chính công bố, vốn TPCP đến cuối tháng 9/2017 huy động đạt hơn 148.000 tỷ nhưng mới chỉ giải ngân được 3.500 tỷ đồng, điều này đã và đang gây nên sự lãng phí lớn trong sử dụng nguồn vốn TPCP, vốn TPCP không đóng góp tích

**Hình 7. Tỷ lệ sở hữu trái phiếu chính phủ theo các loại hình nhà đầu tư**



Nguồn: Bộ Tài chính, 2017

Hình 8. Hiệu quả đầu tư của khu vực nhà nước và toàn bộ nền kinh tế (hệ số ICOR)



Nguồn: TS. Đặng Đức Anh, 2017

cực vào tăng trưởng GDP. Thêm vào đó, sự hoạt động kém hiệu quả của khu vực này, đặc biệt là các DNNN trong thời gian qua đã làm giảm hiệu quả kênh truyền tải CSTT ở Việt Nam.

DNNN với định hướng giữ vai trò chủ đạo trong nền kinh tế đã nhận được sự ưu đãi của Chính phủ. Xét về nguồn tài trợ, trung bình trong 10 năm qua, DNNN nhận được khoảng 51,7% vốn tài trợ từ ngân sách nhà nước mỗi năm, phần còn lại là vốn vay và vốn của DNNN chiếm lần lượt khoảng 23,1% và 25,2%. Báo cáo của Chính phủ về tình hình tài chính và kết quả hoạt động sản xuất, kinh doanh của DNNN cho thấy các DNNN đang hoạt động chủ yếu bằng vốn vay. Cụ thể, tổng số nợ phải trả 583 DNNN năm 2016 là gần 2 triệu tỷ đồng, tăng 3% so với năm 2015. Trong đó, hệ số nợ phải trả/vốn chủ sở hữu của nhóm doanh nghiệp do Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ là 1,22 lần. Tỷ lệ này tại 18 tập đoàn, tổng công ty là 3 lần.

Do được hưởng những ưu đãi về tín dụng, các DNNN có xu hướng sử dụng đòn bẩy tài chính cao hơn nhiều so với các doanh nghiệp khu vực khác. Tuy nhiên, hiệu quả của đầu tư lại thấp và có xu hướng giảm và khu vực này luôn nhận được ngân sách “mềm” từ Chính phủ. Khi các DNNN lâm vào khó khăn, các khoản nợ trong nước của các doanh nghiệp này thường được Chính phủ hỗ trợ dưới các hình thức bổ sung vốn, khoan nợ, giãn nợ, chuyển nợ, xóa nợ. Tất cả các hình thức ngân sách mềm này cuối cùng đều sẽ khiến chi tiêu ngân sách tăng. Để bù đắp phần chi tiêu ngân sách cho khu vực DNNN, Nhà nước sẽ buộc phải phát hành trái phiếu. Theo thống kê về kết quả thu ngân sách của Tổng cục Thuế, trong năm 2017, mức hụt thu ngân sách do DNNN làm ăn thua lỗ có thể lên tới khoảng 12.000- 14.000 tỷ đồng. Chính vì thế, rủi ro tài khóa và nợ công của Việt Nam càng trở nên trầm trọng. Việc sử dụng không hợp lý

nguồn vốn công, mang tính dàn trải, chậm tiến độ, thất thoát và lãng phí lớn đi kèm với sự quản lý lỏng lẻo, việc cấp tín dụng cho các DNNN tiềm ẩn rất nhiều rủi ro đối với hệ thống ngân hàng, làm méo mó và giảm hiệu lực kênh truyền dẫn tác động CSTT, ảnh hưởng tiêu cực đến việc đạt được các mục tiêu chính sách.

*Thứ tư, tình trạng lán át của CSTK kết hợp với thâm hụt ngân sách triền miên, nợ công cao làm ảnh hưởng đến việc thực hiện mục tiêu cuối cùng trong điều hành CSTT của NHNN*

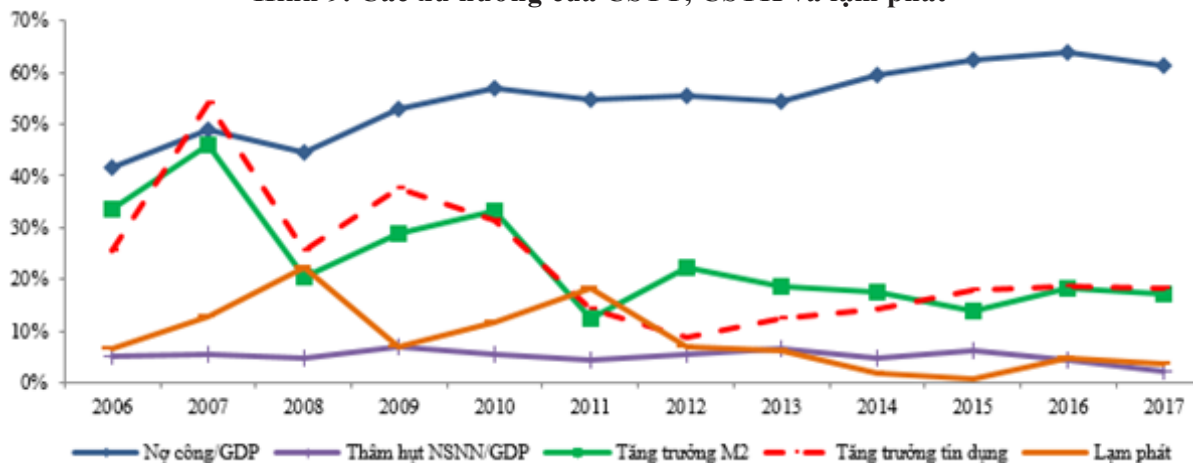
Mục tiêu quan trọng nhất của CSTT là ổn định giá cả trong trung và dài hạn. Tuy nhiên mục tiêu này trong thời gian qua tại Việt Nam luôn bị sai lệch do NHNN phải tập trung theo đuổi các mục tiêu tăng trưởng trong ngắn hạn thông qua tài trợ vốn cho các chương trình của chính phủ hoặc chính phủ chỉ đạo. Gánh nặng chi tiêu này một phần làm gia tăng nợ công, một phần chuyển sang kênh tín

dụng ngân hàng, đưa hệ thống NH vào tình trạng rủi ro, đồng nghĩa với việc ngăn cản CSTT theo đuổi mục tiêu ổn định giá cả. Trong điều kiện này, hệ thống NH sử dụng kênh tín dụng ngân hàng một cách trực tiếp và gián tiếp đầu tư thay cho ngân sách thông qua các chương trình hỗ trợ lãi suất, cho vay với điều kiện ưu đãi, kế hoạch tái chiết khấu trái phiếu đặc biệt của VAMC hoặc tình trạng đầu tư của hệ thống NHTM vào thị trường TPCP. Các điều kiện tiền tệ, trong một số giai đoạn, bị chi phối bởi mục tiêu của CSTK hơn là mục tiêu của CSTT. Cụ thể: Trong những thời điểm lạm phát cao với yêu cầu đòi hỏi thắt chặt CSTT như giai đoạn năm 2008, 2011, NHNN đã sử dụng tất cả các công cụ theo hướng giảm mạnh cung tiền nhằm kiềm chế lạm phát. Cụ thể: (i) tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc và mở rộng diện tiền gửi phải dự trữ bắt buộc ở tất cả các kỳ hạn; (ii) Phát hành bắt buộc 20.300 tỷ đồng tín phiếu NHNN và quy định các

tín phiếu NHNN không được sử dụng để vay tái cấp vốn tại NHNN; (iii) Lãi suất cơ bản, lãi suất tái cấp vốn, tái chiết khấu đều được điều chỉnh tăng mạnh; (iv) Không chế hạn mức tín dụng và yêu cầu kiểm soát chặt những lĩnh vực cho vay có rủi ro cao, đặc biệt cho vay đầu tư kinh doanh chứng khoán và bất động sản, tuân thủ nghiêm ngặt giới hạn tín dụng trong toàn hệ thống NH với các chế tài xử phạt nghiêm khắc của nội bộ từng ngân hàng; (v) Thực hiện nghiệp vụ hút tiền ròng trên OMO trong phần lớn thời gian của năm 2011; (vi) Triển khai đồng bộ các giải pháp đối với thị trường ngoại tệ, thị trường vàng nhằm mục tiêu giảm sự di chuyển vốn lòng vòng giữa tài sản được coi như tiền (money likes)... Kết quả là tốc độ tăng M2 cả năm 2008 là 19,5%; dư nợ tín dụng tăng 25,4% thấp hơn nhiều so với năm 2007. Mức tăng M2 và tín dụng của cả năm 2011 đạt dưới 10% và 12%, chỉ bằng 1/3 so với mức tăng

trung bình của các năm trước. Với động thái thắt chặt CSTT, CSTK cũng được chủ trương điều chỉnh theo hướng giảm chi tiêu NSNN. Tuy nhiên các biện pháp đề ra chưa thực sự quyết liệt khiến tổng chi tiêu Chính phủ thực hiện trong năm 2008, 2011 vẫn tăng và vượt so với dự toán cũng như cùng kỳ năm trước, bội chi ngân sách cao, lần lượt ở mức 5% GDP và 4,9% GDP. Như vậy có thể thấy CSTK với việc cắt giảm chi tiêu NSNN chưa có tác động mạnh tới tổng cầu và hỗ trợ CSTT. Có những thời điểm CSTT đã bắt đầu thắt chặt (quý 4/2010) thì CSTK lại chưa thắt chặt tương ứng. Nhìn cả quá trình theo đuổi hai mục tiêu tăng trưởng và ổn định có thể thấy hai xu hướng trái ngược nhau: Trong khi CSTT ngay lập tức phản ứng theo yêu cầu của Chính phủ nhằm đạt mục tiêu vĩ mô từng thời kỳ bằng cách thắt chặt hoặc nới rộng các điều kiện tiền tệ, sử dụng mọi biện pháp và khả năng có thể thì CSTK, luôn

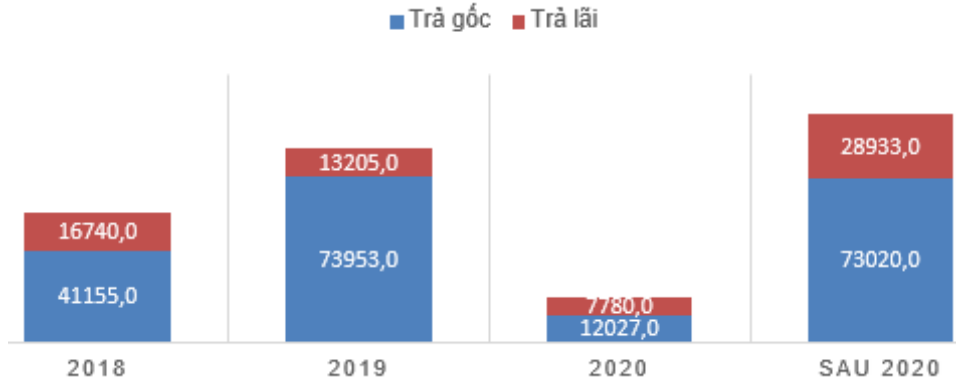
**Hình 9. Các xu hướng của CSTT, CSTK và lạm phát**



Nguồn: NHNN và tính toán của nhóm tác giả

Hình 10. Dự báo trả lãi và gốc nợ chính phủ giai đoạn 2015-2020

(tỷ đồng)



Nguồn: Cơ sở dữ liệu của WB

nhất quán với việc mở rộng chi tiêu ngân sách và vay nợ, kéo theo sự gia tăng tỷ lệ nợ công/GDP. Kết quả là dù tăng trưởng cung tiền và tín dụng giảm mạnh nhưng lạm phát vẫn ở mức hai con số. CSTT luôn phải gồng mình, sử dụng hầu hết các công cụ CSTT cả trực tiếp (khống chế lãi suất kinh doanh của hệ thống ngân hàng, áp dụng hạn mức tín dụng) và gián tiếp để giảm cung tiền trong khả năng có thể (có những thời điểm CSTT quá thắt chặt phần nào đã gây ảnh hưởng đến khả năng thanh khoản của hệ thống ngân hàng, lãi suất liên ngân hàng có thời điểm lên đến 43% năm 2008). Tình trạng lấn át quá mức của CSTK với thâm hụt ngân sách triền miên đã làm giảm lòng tin đối với thị trường và ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu lực điều hành CSTT của NHNN..

Trong thời gian tới, áp lực đối với điều hành CSTT của NHNN sẽ mạnh hơn khi thực trạng hoạt động ẻo uột của khối doanh nghiệp chưa được cải thiện mà thâm hụt ngân sách cũng như quy mô nợ

công được dự báo gia tăng không ngừng. Theo dự báo của World Bank (WB, 2015) dựa trên kịch bản cơ sở GDP tăng trưởng trung bình 6,7%/năm giai đoạn 2016-2020, và lạm phát sẽ tăng dần lên mức 7% trong giai đoạn 2018-2020, nhu cầu vay nợ trực tiếp của chính phủ sẽ gia tăng đều trong giai đoạn 2016-2020. Theo chiến lược quản lý nợ công đến năm 2020, dư nợ trực tiếp của chính phủ sẽ không vượt quá 55% GDP và nếu chính phủ gia tăng dư nợ đều hàng năm cho tới ngưỡng 55% GDP vào năm 2020, nếu không tính nợ chính phủ bảo lãnh và nợ chính quyền địa phương thì tổng dư nợ trực tiếp của Chính phủ đã ở mức 4,3 triệu tỷ VNĐ vào năm 2020, gấp hai lần tổng dư nợ vào cuối năm 2015. Trong cơ cấu tổng dư nợ của Chính phủ, TPCP sẽ tăng từ 32,5% năm 2015 lên 40% năm 2020, tương đương 22% GDP; vay viện trợ phát triển chính thức (ODA) sẽ giảm từ 40,7% năm 2015 xuống 32,7% năm 2020; TPCP phát hành quốc tế sẽ tăng từ 9,3% năm 2015

lên 12,7% năm 2020; và các khoản vay khác trong nước (ví dụ, tín phiếu kho bạc) sẽ giảm từ 17,5% năm 2015 xuống 14,5% năm 2020.

### 3. Các khuyến nghị chính sách

*Giảm dần và đi đến chấm dứt tình trạng sử dụng nguồn vốn ngân hàng cho các nhu cầu thuộc về chính phủ.* Điều này sẽ được thực hiện song song với tiến trình giảm dần quy mô ngân sách, tăng tỷ lệ đầu tư trong chi tiêu ngân sách; duy trì và giảm dần tỷ lệ đầu tư công trong tổng đầu tư xã hội. Giải pháp đồng bộ cho vấn đề này đòi hỏi phải thực hiện một cuộc tái cấu trúc lại thị trường tài chính, dần tạo lập lại các phân khúc thị trường với các chức năng riêng biệt: chức năng tạo vốn cho chính phủ thuộc về thị trường TPCP; chức năng giao dịch các khoản vốn trung và dài hạn thuộc về thị trường chứng khoán và chức năng bổ sung nhu cầu vốn ngắn hạn cũng như cung ứng dịch vụ tài chính cho xã hội thuộc về hệ thống các NHTM. Sự chông

chéo các chức năng của các phân khúc thị trường khác nhau hiện nay xuất phát từ sự phát triển thiếu đồng bộ của thị trường tài chính tổng thể khiến cho hệ thống NHTM đang phải làm một phần chức năng của thị trường TPCP (điển hình là các gói kích cầu, hỗ trợ lãi suất, các khoản tín dụng với lãi suất ưu đãi, các khoản tín dụng cho khu vực nhà nước dưới hình thức đầu tư vào TPCP, nhu cầu chiết khấu trái phiếu đặc biệt của VAMC... ). Với điều kiện này, kênh tín dụng ngân hàng, kênh lãi suất đang quá tải và khó có thể phản ứng tích cực với những dấu hiệu điều tiết của NHNN. Giải pháp cho vấn đề này rõ ràng không thuộc thẩm quyền quyết định của NHNN hoặc riêng bộ ngành nào mà nó thuộc về quan điểm lựa chọn mô hình tăng trưởng, tư duy của Chính phủ trong việc thúc đẩy một nền kinh tế thị trường.

Về phía NHNN, nỗ lực giảm dần việc sử dụng tín dụng ngân hàng một cách trực tiếp hoặc gián tiếp cho các mục tiêu ưu tiên, ưu đãi của Chính phủ là việc cần làm ngay. Trước mắt NHNN cần hạch toán riêng nhu cầu vốn này, xác định tỷ trọng tổng dư nợ dành cho nhu cầu chính phủ so với M2 và MB để đo lường mức độ lấn áp của CSTK cũng như sự biến động của nó. Khối dư nợ này cần được quản trị rủi ro theo yêu cầu riêng với tỷ lệ tài sản quy đổi rủi ro riêng và không thể xem đó là một khoản mục như tín dụng thương mại vì nó mang

tính chất hỗ trợ và chính sách nhiều hơn. Cần cân đối nguồn cho khối dư nợ này thông qua tài khoản ghi nợ cho ngân sách và nên được dự trù trong cân đối ngân sách kỳ sau. Về lâu dài, các nhu cầu này cần được giảm dần và chấm dứt nhằm tạo sự chủ động thực sự cho CSTT để vận hành các công cụ chính sách cho mục tiêu ổn định.

*Giảm thiểu sự chi phối của các mục tiêu của chính phủ đến mục tiêu dài hạn của CSTT.* Theo tinh thần của Luật NHNN 2010, mục tiêu duy nhất của CSTT là ổn định giá trị đồng tiền biểu hiện bằng chỉ tiêu lạm phát. Tuy nhiên trên thực tế, NHNN đang theo đuổi CSTT đa mục tiêu, được thể hiện rõ trong những nghị quyết của chính phủ và chỉ thị của NHNN ban hành hàng năm. NHNN vừa thực hiện các mục tiêu của CSTT, đồng thời vừa thực hiện các nhiệm vụ khác do chính phủ đề ra, bao gồm một loạt các biến số: tỷ lệ lạm phát, mức độ tăng trưởng kinh tế, sự ổn định của hệ thống ngân hàng, tỷ giá, giá vàng và cả các nhiệm vụ xã hội khác. Do đó các giải pháp và công cụ điều hành CSTT nhiều khi phải ưu tiên giải quyết các mục tiêu trước mắt nhằm hỗ trợ tăng trưởng để ổn định kinh tế vĩ mô. Việc theo đuổi cùng lúc nhiều mục tiêu khác nhau làm cho NHNN đôi khi rơi vào tình trạng tự mâu thuẫn khi các mục tiêu mà NHNN theo đuổi lại có tác động trái chiều, làm triệt tiêu chính sách hoặc chi phối tới các mục tiêu của

CSTT.

Như vậy để đảm bảo hiệu lực kênh lãi suất trong điều hành CSTT, cần giảm thiểu sự chi phối các mục tiêu của chính phủ đến mục tiêu dài hạn của CSTT. Điều hành CSTT trong ngắn hạn cần tính đến những đánh đổi giữa tăng trưởng kinh tế và ổn định kinh tế vĩ mô (cụ thể là lạm phát). Tuy nhiên, trong dài hạn cần khẳng định ổn định giá cả là mục tiêu duy nhất của CSTT và chỉ số lạm phát là chỉ tiêu phản ánh mức độ thành công của CSTT. Đặc biệt CSTT cần kiên trì theo đuổi mục tiêu lạm phát không chỉ khi lạm phát ở mức cao mà ngay cả lạm phát ở mức thấp để tạo lập niềm tin của thị trường. Về mặt lý thuyết, khi đường tổng cung khá dốc, sản lượng thực tế đã gần tiếp cận đường sản lượng tiềm năng thì các chính sách kích cầu không còn nhiều tác động. Điều này là động lực cho việc thực hiện chủ trương cắt giảm chi tiêu công và đầu tư công một cách quyết liệt và thực chất hơn, trên cơ sở xác định rõ lĩnh vực phải cắt giảm. Và như vậy, CSTK cần duy trì ở trạng thái “tĩnh” hoặc “cứng”, thể hiện bằng tỷ lệ bội chi ngân sách giảm dần tới mức 3,5% GDP theo lộ trình tới 2020, CSTT ở trạng thái linh hoạt điều chỉnh cung tiền và lãi suất cho mục tiêu lạm phát và hỗ trợ ngắn hạn cho nhu cầu chi tiêu của Chính phủ thông qua OMO và thị trường tín phiếu kho bạc. Sự chuyên định này sẽ làm giảm áp lực của nhu cầu vay nợ chính phủ lên mặt bằng lãi

suất, tạo cơ hội cho NH giảm lãi suất kích thích tăng trưởng.

*Phát triển thị trường trái phiếu:* Muốn phát triển thị trường trái phiếu đòi hỏi phải có một chiến lược nhất quán, phát triển thị trường sơ cấp cũng như thứ cấp, đồng thời hoàn thiện hệ thống khuôn khổ pháp lý và các dịch vụ trung gian tài chính nhằm đưa thị trường hướng tới chuẩn mực quốc tế. Những giải pháp cơ bản bao gồm:

- Hoàn thiện cấu trúc thị trường TPCP, tiếp tục tăng tỷ trọng trái phiếu trung và dài hạn trong cơ cấu thị trường. Để thực hiện được điều này, cần có sự ổn định về kinh tế vĩ mô, giúp các nhà đầu tư có niềm tin vào trái phiếu có kỳ hạn dài. Giải pháp ban đầu có thể là phát hành thí điểm trái phiếu có kỳ hạn dài lên tới 30 năm, hướng tới các nhà đầu tư là công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí để thị trường làm quen với loại trái phiếu này.

- Phát triển thị trường mua bán lại với TPCP làm tài sản thế chấp. Đây cũng là giải pháp góp phần tăng khối lượng trái phiếu phát hành, thúc đẩy sự phát triển của thị trường trái phiếu sơ cấp. Bên cạnh đó có thể áp dụng phương thức giao dịch trái phiếu trước khi đấu thầu (When- issued) giống như tại một số thị trường phát triển như Nhật, Mỹ, Singapore nhằm giúp nhà đầu tư xác định được một mức giá hợp lý trước khi tham gia vào thị trường sơ cấp.

- Phát triển mạnh mẽ hệ thống các nhà tạo lập thị trường,

cơ cấu lại cơ sở hạ tầng cho thị trường trái phiếu với việc triển khai hệ thống thanh toán điện tử theo thời gian thực (Rentas), nhằm tăng tính hiệu quả của việc thanh toán và giảm rủi ro khi thanh toán.

- Nghiên cứu và xây dựng hệ thống chỉ số đánh giá, giám sát sự thay đổi của thị trường vốn và thị trường trái phiếu để tạo điều kiện cho các thành viên tham gia có điều kiện theo dõi và dự đoán diễn biến thị trường, kịp thời điều chỉnh danh mục đầu tư. Đồng thời bổ sung thêm các tổ chức xếp hạng định mức tín nhiệm liên kết với nước ngoài hoạt động trên thị trường tài chính một cách chuyên nghiệp, minh bạch và hiệu quả.

*Xây dựng lộ trình và có biện pháp quyết liệt thực hiện các giải pháp nâng cao hiệu quả đầu tư công, giảm chi tiêu thường xuyên xây dựng ngân sách bền vững.* Theo đó, cần:

- Cắt giảm chi tiêu công, cả chi tiêu thường xuyên và chi đầu tư trong bối cảnh kinh tế hiện nay là giải pháp cấp thiết và cần làm ngay. Song song với chính sách tiết kiệm chi tiêu, để đảm bảo các khoản chi quản lý hành chính, kinh tế và sự nghiệp, chi lương gắn với hiệu quả của nguồn nhân lực, hiệu quả quản lý cũng như chất lượng dịch vụ công. Việc dự toán chi tiêu cần tiên hành cùng với với quá trình cải cách cơ chế tuyển dụng, sử dụng nguồn nhân lực, thu hẹp đối tượng hưởng lương từ NSNN; giảm bộ máy quản lý công kênh kém hiệu quả; trao quyền tự chủ về sử dụng quỹ

lương cho các đơn vị hành chính để có thể có cơ chế trả lương theo chất lượng, giữ người tài và thải loại những người không đáp ứng nhu cầu; có chế tài đồng bộ với nạn tham nhũng, quan liêu trong việc cung ứng dịch vụ công. Cần đẩy mạnh việc áp dụng công nghệ cùng với cải cách hành chính nhà nước...

- Cắt giảm và tái cấu trúc đầu tư công là một trong 3 khâu của quá trình tái cấu trúc nền kinh tế được coi là chìa khóa giảm quy mô chi tiêu của ngân sách, giảm sự lấn át đối với đầu tư tư nhân cũng như tình trạng lấn át của CSTK đối với CSTT. Cải cách đầu tư công nhằm phân bổ vốn đầu tư hợp lý và sử dụng vốn đầu tư ngân sách hiệu quả. Các dự án đầu tư công, hầu hết thời gian thực hiện kéo dài, không hiệu quả và 100% vượt dự toán. Giải pháp cho vấn đề này là cần kiên quyết xác định đối tượng, phạm vi và dự án trọng điểm cần tập trung hoàn thành, không cấp phép tràn lan, nhỏ giọt dẫn tới không đủ năng lực tài chính để hoàn thành, là nguồn gốc của lãng phí, thất thoát. Giới hạn phạm vi đầu tư công vào các lĩnh vực, các ngành, dự án chiến lược và đảm bảo an ninh quốc gia mà khu vực tư nhân không có đủ năng lực đầu tư. Giảm tỷ trọng khu vực DNNN, song song với các giải pháp đang triển khai hiện nay như cải cách hệ thống quản trị doanh nghiệp, chấm dứt đầu tư ngoài ngành... Tập trung cải cách, đảm bảo tính dài hạn, kế thừa và nhất quán trong công tác

quy hoạch, kế hoạch, quy trình quyết định đầu tư, kiểm tra giám sát và chế tài xử phạt hiện tượng vi phạm. Thiếu các cải cách mang tính thể chế này, sẽ rất khó tái cấu trúc đầu tư công. Bên cạnh đó, chỉ tiêu công phải gắn liền với công khai, minh bạch; cần áp dụng cơ chế thưởng phạt cũng như xử lý nghiêm các hành vi vi phạm trong quản lý chỉ tiêu công. Đồng thời, xây dựng cơ chế giám sát chặt chẽ đối với khoản chi tiêu công tránh tình trạng tham nhũng, lãng phí nguồn vốn ngân sách.

- Hoàn thiện và đảm bảo tuân thủ kỷ luật tài khóa, kỷ luật đầu tư công: *Thứ nhất*, trước hết cần thiết lập lại trật tự ngân sách và tuân thủ nghiêm ngặt các chỉ tiêu giới hạn về chi tiêu ngân sách. Từ chỉ tiêu quan trọng nhất là trần bội chi ngân sách hàng năm và ngưỡng nợ công (trên cơ sở tính đúng, đủ theo thông lệ quốc tế hoặc có thể tính toán nhiều chỉ tiêu để tham khảo) đã được quốc hội phê duyệt đến các quy định về chi tiêu từng khoản trong ngân sách như quy định về chi chuyển nguồn, mức tạm ứng ngân sách, định mức chi tiêu thường xuyên... hầu như không được tôn trọng ở mọi cấp quyết định và thực hiện. Cần rà soát lại các quy định pháp lý về vấn đề này (đảm bảo sự chính xác của các chỉ tiêu, cần có quy định cụ thể trong trường hợp nào, lý do nào thì được phép vượt ngưỡng, mức vượt tối đa cho phép) và siết chặt kỷ cương trong chi tiêu NS. Thẩm

quyền quyết định cao nhất thuộc về quốc hội khi thông qua dự toán ngân sách hàng năm, quyết định thay đổi trần bội chi hay ngưỡng nợ công, chấp thuận cơ cấu thu, chi ngân sách... Cần phát huy vai trò độc lập, trách nhiệm với cộng đồng để thực hiện vai trò giám sát ngân sách, phát hiện tình trạng vi phạm và ngăn chặn bằng các quyết định đúng đắn. Vai trò chức năng của quốc hội trong việc thực hiện thẩm quyền quyết định cuối cùng cũng cần phải tuân theo luật định.

*Thứ hai*, xác định rõ thẩm quyền và trình tự thủ tục phê duyệt các chương trình đầu tư công, trách nhiệm quản lý và sử dụng vốn đầu tư công gắn với trách nhiệm cá nhân và người đứng đầu. Chế tài này nhằm giải quyết tình trạng thiếu trách nhiệm trong việc phê duyệt các dự án đầu tư, dẫn tới các quyết định sai, gây thiệt hại hoặc phê duyệt tràn lan không cân đối với nguồn đầu tư như thời gian qua mà không thể xử lý trách nhiệm cá nhân. Yêu cầu gắn trách nhiệm cá nhân trong việc quản lý và sử dụng vốn đầu tư công cũng góp phần hạn chế tình trạng lãng phí, không đúng mục đích dẫn tới vượt dự toán một cách phổ biến. Cần có căn cứ pháp lý cho việc xác định trách nhiệm cá nhân khi quy định rõ trong trường hợp nào được phép điều chỉnh định mức chi tiêu hoặc dự toán đầu tư và mức tối đa điều chỉnh dự toán. Cũng cần quy định rõ trách nhiệm của người đứng đầu, người có trách nhiệm liên

quan đến các sai phạm.

*Thứ ba*, quy định cụ thể về cơ chế giám sát quá trình thực thi của các tổ chức có thẩm quyền độc lập như vai trò của quốc hội và các tổ chức dân cư, hoặc ủy ban giám sát tài chính quốc gia, phối hợp với các cơ quan kiểm toán. Quá trình giám sát phải được thực hiện từ khâu phê duyệt cho đến khi triển khai dự án sử dụng vốn ngân sách nhằm đảm bảo đúng mục đích, tiến độ và dự toán được duyệt. Phối hợp giám sát còn cần thiết trong việc đảm bảo sự phân bổ thực sự hiệu quả tránh trùng lặp trong đầu tư dự án của các địa phương khác nhau. Và là cơ sở cho việc phân định trách nhiệm cá nhân cũng như đưa ra chế tài cần thiết. Nó cũng là căn cứ để minh bạch hóa hoạt động đầu tư công và vì thế mà hạn chế tình trạng tham nhũng lãng phí vượt dự toán.

*Thứ tư*, kiểm soát chặt chẽ tình trạng nợ đọng thuế. Chính sách thuế không rõ ràng, minh bạch sẽ tạo điều kiện cho việc trốn thuế, lậu thuế và bóp méo hệ thống thuế, đồng thời, làm mất định hướng của nhà đầu tư, cũng như sự lựa chọn của người sản xuất. Chính vì vậy, tăng cường truy thu, thu đúng, thu đủ, minh bạch hóa số thu thực tế, đẩy mạnh thực hiện cải cách thủ tục hành chính, hải quan, mở rộng cơ chế tự khai tự nộp, tạo môi trường bình đẳng, thuận lợi cho mọi doanh nghiệp trong mọi thành phần kinh tế. Bên cạnh đó, cơ quan thuế phải là nơi tiên phong trong việc cải cách hoạt động thuế, kiên quyết bài trừ

nạn tham nhũng, tiếp tay cho các doanh nghiệp trốn thuế, làm thất thu ngân sách. Tăng cường công tác kỷ luật thuế thông qua đẩy mạnh kiểm tra, thanh tra, phát hiện và xử lý

kịp thời những trường hợp khai kê không đúng, không đủ số thuế phải nộp. Một ngân sách bền vững, chi tiêu công hiệu quả, sẽ hạn chế mức độ sử dụng kênh tín

dụng ngân hàng cho các mục tiêu chi tiêu của Chính phủ, tạo điều kiện cho CSTT có thể theo đuổi mục tiêu ổn định và là nền tảng để phối hợp chính sách. ■

### Tài liệu tham khảo

1. Andrew F., Madhusudan M. and Ramon M. (2012), "Central bank and government debt management: issues for monetary policy". *BIS Papers No 67*.
2. Bernard L. and Enrique G. D. P. (2005), "Coordination of Monetary and Fiscal Policies", *IMF Working Paper 05/25*
3. International Monetary Fund (2010), *Regional Economic Outlook, October 2010: Monetary Policy Effectiveness in Sub-Saharan Africa*
4. Laurens, B. (2005), *Monetary Policy Implementation at Different Stages of Market Development, IMF Occasional Paper No. 244*
5. Michele F. and Franco S. (1998), "Fiscal dominance and money growth in Italy: the long record, AEA Meetings in New York
6. Sargent T. and Wallace N. (1981), "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic" *Quarterly Review vol. 5, no.3*
7. Togo E. (2007), "Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies: An Analytical Framework", *Policy Research Working Paper, WPS4369*.
8. TS. Đặng Đức Anh và cộng sự (2017), "Đánh giá tác động của tái cơ cấu đầu tư công đến nền kinh tế giai đoạn 2011 – 2015", [http://www.mof.gov.vn/webcenter/portal/vclvcstc/r/m/ncvtd/ncvtd\\_chitiet.jsessionid=NIWThNJKLc1p4GhSIH401QGCVt4FrymQmnrVOKTvzn1ZtpRNhJL!-1053872361!903654150?dDocName=MOFUCM099398&dID=103076&\\_afLoop=20894848356211199#!%40%640%3FdID%3D103076%26\\_afLoop%3D20894848356211199%26dDocName%3DMOFUCM099398%26\\_adf.ctrl-state%3Dm7ohwppwj\\_4](http://www.mof.gov.vn/webcenter/portal/vclvcstc/r/m/ncvtd/ncvtd_chitiet.jsessionid=NIWThNJKLc1p4GhSIH401QGCVt4FrymQmnrVOKTvzn1ZtpRNhJL!-1053872361!903654150?dDocName=MOFUCM099398&dID=103076&_afLoop=20894848356211199#!%40%640%3FdID%3D103076%26_afLoop%3D20894848356211199%26dDocName%3DMOFUCM099398%26_adf.ctrl-state%3Dm7ohwppwj_4)

### Thông tin tác giả

**Nguyễn Thanh Nhàn**, Tiến sĩ  
Học viện Ngân hàng  
Email: nhannt@hvn.edu.vn

**Nguyễn Thị Minh Nguyệt**, Thạc sĩ  
Học viện Ngân hàng  
Email: nguyetnm@hvn.edu.vn

### Summary

#### Impact of government budget deficit on the effectiveness of monetary policy in Vietnam

The effectiveness of monetary policy is influenced by many factors, in which the budget deficit and the fiscal dominance play an important role, especially for developing countries which require substantial budgetary support for development goals like Vietnam. The article highlights the effects of budget deficits and the fiscal dominance on the effectiveness of monetary policy in Vietnam in the period 2007-2017, then proposing some policy recommendations to eliminate the negative impacts from those factors.

Keywords: effectiveness of monetary policy, budget deficit, fiscal dominance.

**Nhan Thanh Nguyen**, PhD.

**Nguyet Thi Minh Nguyen**, MEd.  
Organization of all: Banking Academy

### tiếp theo trang 31

yếu là người nghèo, người có thu nhập thấp. Các tổ chức TCVM cần tăng cường quảng bá sản phẩm của mình tới các hộ kinh doanh bởi đây cũng là khu vực khách hàng tiềm năng

cho tổ chức TCVM. Ngoài ra, để phát triển khu vực hộ kinh doanh hiệu quả, tạo tiền đề để những hộ kinh doanh này lớn mạnh thành doanh nghiệp, cần có những biện pháp tháo gỡ khó khăn trong tiếp cận vốn vay của khu vực này. Nhà

nước cần có cơ chế và chính sách khuyến khích, hỗ trợ cụ thể về vay vốn với hộ kinh doanh bởi những chính sách hiện này mới tập trung vào các loại hình doanh nghiệp, chưa sát sườn với khu vực hộ kinh doanh. ■