

CHÚC MỪNG NĂM MỚI 2015

# Phối hợp chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa tại Việt Nam: thực trạng và một số khuyến nghị chính sách

*Chính sách tiền tệ (CSTT) và chính sách tài khóa (CSTK) là hai chính sách kinh tế vĩ mô quan trọng của quốc gia nhằm đảm bảo mục tiêu chung của nền kinh tế. Trong thời gian vừa qua, CSTT và CSTK dường như có sự phối hợp tốt hơn, nhịp nhàng hơn để ứng phó với những bất ổn kinh tế vĩ mô cũng như suy giảm trong tăng trưởng kinh tế tại Việt Nam. Bài viết này nhìn lại thực trạng phối hợp CSTT và CSTK tại Việt Nam trong thời gian qua, đánh giá những thành công cũng như những khó khăn, vướng mắc trong điều hành phối hợp hai chính sách này. Trên cơ sở đó, tác giả đưa ra một số khuyến nghị chính sách nhằm nâng cao hiệu quả phối hợp giữa CSTT và CSTK tại Việt Nam.*

NGND. PGS. TS. TÔ NGỌC HƯNG

Học viện Ngân hàng



# Chúc mừng năm mới

## 1. Thực trạng về phối hợp giữa chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ tại Việt Nam

### 1.1. Thực trạng điều hành chính sách tài khóa

Về thực trạng thu ngân sách nhà nước

Cùng với đà tăng trưởng kinh tế cả năm 2014 cao nhất kể từ năm 2011, hoạt động thu ngân sách nhà nước (NSNN) năm 2014 đã vượt con số dự toán. Mặc dù vậy, tốc độ tăng thu NSNN thấp hơn so với chi NSNN, dẫn đến tình hình bội chi vẫn ở mức 5,3%. Đây là một thách thức đối với thu NSNN trong bối cảnh mục tiêu tỷ lệ bội chi so với GDP giảm xuống là 5% vào năm 2015.

Không chỉ khó khăn về số lượng, chất lượng nguồn thu

NSNN và cơ cấu nguồn thu đang cho thấy thiếu tính bền vững. Cụ thể, tỷ lệ thu NSNN trên GDP hàng năm đang có xu hướng giảm và cơ cấu các khoản thu thiếu tính bền vững. Tỷ trọng các khoản thu từ thuế và phí cao hơn so với các quốc gia trong khu vực đã làm giảm khả năng tích lũy, nhu cầu tiêu dùng và đầu tư của nền kinh tế Việt Nam. Ngoài ra, các khoản thu từ thuế xuất nhập khẩu, tiêu thụ đặc biệt và thuế giá trị gia tăng đối với hàng nhập khẩu, khoản thu từ dầu thô, thu viện trợ chiếm tỷ trọng tới hơn 1/3 tổng thu. Trong khi đó giá dầu thế giới đang trên đà giảm mạnh. Mức giá dầu cuối năm 2014 đã giảm gần 50% kể từ tháng 6/2014 và gần 40% kể từ tháng 9/2014. Đặc biệt, theo dự báo của WB, mức giá thấp

như hiện tại sẽ kéo dài ít nhất trong năm 2015 và có thể chỉ tăng nhẹ trong năm 2016. Khi thu từ dầu thô vẫn chiếm hơn 10% trong tổng thu NSNN thì việc giá dầu giảm mạnh sẽ ảnh hưởng đáng kể tới thu ngân sách. Điều này cho thấy vấn đề bất cập trong cơ cấu thu NSNN và tính thiếu bền vững do cơ cấu thu NSNN chưa hợp lý.

Thêm vào đó, trong tương lai khi Việt Nam phải tiến hành lộ trình cắt giảm thuế xuất nhập khẩu theo cam kết WTO, nguồn thu từ dầu thô bị hạn chế và các khoản thu viện trợ không còn dồi dào như trước thì tổng nguồn thu ngân sách sẽ sụt giảm.

Về thực trạng chi ngân sách nhà nước

Trong khi nguồn thu gặp nhiều khó khăn thì nhu cầu chi

**Bảng 1. Thu chi ngân sách nhà nước giai đoạn 2012-2014 (nghìn tỷ đồng)**

STT	Nội dung	Dự toán	Thực hiện	Dự toán	Thực hiện	Dự toán	Thực hiện	Dự toán
		2012	2012	2013	2013	2014	2014	2015
<b>A</b>	<b>TỔNG THU NSNN</b>	<b>762.9</b>	<b>765.59</b>	<b>816</b>	<b>790.80</b>	<b>782.70</b>	<b>831.19</b>	<b>921.1</b>
I	Thu cân đối NSNN	740.5	743.19	816	785.80	782.70	831.19	911.1
1	Thu nội địa	494.6	467.43	545.5	530.00	539.00	565.95	638.6
2	Thu từ dầu thô	87	140.107	99	115.00	85.20	100.88	93
3	Thu từ xuất khẩu, nhập khẩu	153.9	127.828	166.5	140.80	154.00	160.93	175
4	Thu viện trợ không hoàn lại	5	7.825	5		4.50		4.5
II	Thu chuyển nguồn từ năm trước	22.4	22.4					10
<b>B</b>	<b>TỔNG CHI CÂN ĐỐI NSNN</b>	<b>903.1</b>	<b>905.79</b>	<b>978</b>	<b>986.20</b>	<b>1006.70</b>	<b>1070.4</b>	<b>1147.1</b>
1	Chi đầu tư phát triển	180	195.054	175	201.60	163.00	169.1	195
2	Chi trả nợ và viện trợ	100	100	105	105.00	120.00		150
3	Chi thường xuyên	542	655.331	658.9	679.60	704.40	717,5	767
4	Chi thực hiện cải cách tiền lương	59.3		15.6				10
5	Chi bổ sung quỹ dự trữ tài chính	0.1	0.1	0.1		0.10		0.1
6	Dự phòng	21.7		23.4		19.20		25
7	Chi chuyển nguồn							
<b>C</b>	<b>BỘI CHI NSNN</b>	<b>140.2</b>	<b>140.2</b>	<b>162</b>	<b>195.5</b>	<b>224.00</b>	<b>224</b>	
	Tỷ lệ bội chi so GDP	4,8%	4,8%	4,8%	5,3%	5,3%	5,30%	

Nguồn: Bộ Tài chính

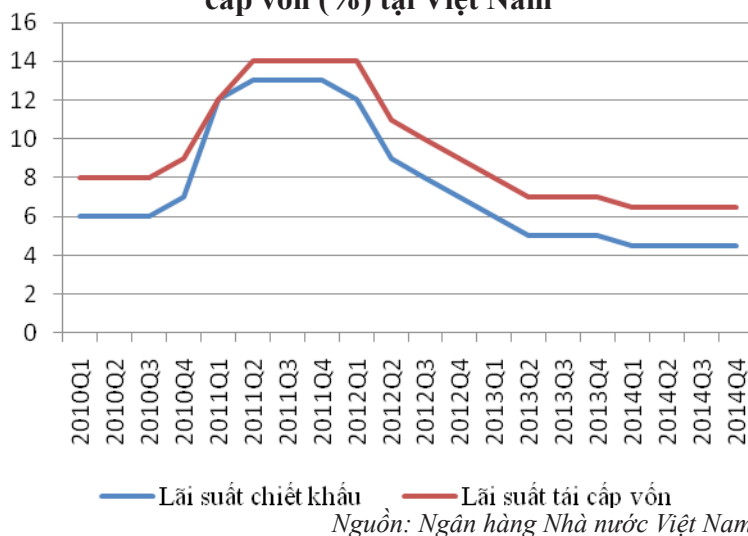


tiêu từ ngân sách vẫn rất lớn, đẩy ngân sách vào tình trạng bội chi hơn mức mục tiêu của Chính phủ (Bảng 1). Thực tế chi ngân sách trong giai đoạn vừa qua có một số đặc điểm sau:

*Thứ nhất, chi thường xuyên vẫn chiếm tỷ trọng lớn hơn nhiều so với chi đầu tư phát triển, và có xu hướng tăng dần từ mức 60% dự toán năm 2012 lên mức trên 67% dự toán trong năm 2013, và lên tới 70% trong dự toán của năm 2014. Trong khi đó, chi đầu tư phát triển trong năm 2013 giảm cả số tuyệt đối lẫn số tương đối so với năm 2012 (175 tỷ so với 180 tỷ; và 17,9% dự toán so với 20%).* Trong bối cảnh nhu cầu vốn đầu tư cho nền kinh tế đang thiếu hụt thì việc cắt giảm chi đầu tư phát triển có thể là một trong những nguyên nhân khiến kinh tế khó có khả năng tăng trưởng mạnh.

*Thứ hai, dự toán chi cũng như nhiều khoản chi vượt định mức, không tính toán cân đối với khoản thu thực tế.* Năm 2013 đã chứng kiến tổng thu NSNN đã không đạt kế hoạch sau nhiều năm vượt dự toán. Việc dự toán thu NSNN quá cao dựa vào kỳ vọng nền kinh tế đã “thoát đáy” đã khiến cho việc chi ngân sách gặp khó khăn, đưa bội chi NSNN lên cao và Chính phủ đã quyết định nói trảm bội chi so với GDP từ 4,8% lên 5,3%. Do đó, dự toán thu NSNN năm 2014 đã được Chính phủ điều chỉnh giảm nhằm phù hợp với tình hình hiện tại của khả năng thu của

**Hình 1. Diễn biến lãi suất tái chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn (%) tại Việt Nam**



NSNN.

## 1.2. Thực trạng điều hành chính sách tiền tệ

Từ năm 2011 cho đến nay, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) đã thường xuyên điều chỉnh định hướng điều hành CSTT phù hợp với mục tiêu của nền kinh tế với hai giai đoạn chính: (i) Giai đoạn 2011 đến đầu 2012, trước những bất ổn kinh tế vĩ mô do tác động tiêu cực của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu cũng như những vấn đề nội tại của nền kinh tế, NHNN đã thay đổi CSTT theo hướng thắt chặt nhằm ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát; (ii) giai đoạn cuối 2012 đến nay, do tăng trưởng kinh tế bị suy giảm, NHNN đã điều hành CSTT nới lỏng một cách thận trọng và linh hoạt. Các biện pháp mà NHNN thực hiện trong thời gian qua bao gồm:

*Thứ nhất, điều chỉnh linh hoạt lãi suất điều hành phù hợp với định hướng và mục tiêu của CSTT.* Công cụ tái cấp vốn được NHNN sử dụng nhằm

hỗ trợ thanh khoản cho các tổ chức tín dụng (TCTD) vào những thời điểm gặp khó khăn. Lãi suất tái chiết khấu được quy định thấp hơn lãi suất liên ngân hàng cùng kỳ hạn nhằm tạo nên một nguồn cung ứng vốn khả dụng thường xuyên trong phạm vi một hạn mức. Hai loại lãi suất này cùng với lãi suất nghiệp vụ thị trường mở giúp cho NHNN không chỉ định hướng CSTT mà còn giúp định hướng lãi suất thị trường. Với việc điều hành linh hoạt công cụ chính sách tái cấp vốn-tái chiết khấu trong những năm qua, NHNN đã không chỉ cung cấp vốn khả dụng kịp thời cho hệ thống ngân hàng, đặc biệt trong năm 2011, mà còn giúp cho CSTT phát huy hiệu quả trong việc điều tiết nền kinh tế.

*Thứ hai, tiếp tục áp dụng cơ chế lãi suất phù hợp góp phần giảm mặt bằng lãi suất thị trường, qua đó hỗ trợ tháo gỡ khó khăn cho hoạt động sản xuất kinh doanh, đảm bảo kiểm soát lạm phát.* Năm 2008, khi



# Chúc mừng năm mới

lạm phát tăng cao và các ngân hàng bước vào cuộc đua lãi suất, NHNN đã phải 4 lần điều chỉnh lãi suất cơ bản và quy định lãi suất huy động và cho vay tối đa không được vượt quá 150% lãi suất cơ bản. Giữa năm 2010, khi tình hình lạm phát đã ổn định thì NHNN bắt đầu cho phép các ngân hàng quay lại cơ chế lãi suất thỏa thuận ở một số khoản cho vay nhất định. Đến năm 2011, khi lạm phát và cuộc đua lãi suất huy động giữa các ngân hàng quay trở lại, NHNN một lần nữa phải áp dụng trần lãi suất huy động không được vượt quá 14% đối với tiền gửi ngắn hạn dưới 1 năm. Sang đến năm 2012, khi tình hình lạm phát đi vào ổn định, nền kinh tế tăng trưởng chậm lại cũng như tăng trưởng tín dụng ở mức rất thấp, NHNN đã điều chỉnh giảm mạnh các lãi suất điều hành nhằm định hướng và tạo điều kiện giảm lãi suất huy động, cho vay của các TCTD đối với khách hàng. Đồng thời, NHNN không chỉ hạ trần lãi suất huy động nhiều lần mà còn áp trần lãi suất cho vay ở mức 15% đối với một số lĩnh vực sản xuất kinh doanh. Từ đó cho đến nay, NHNN đã nhiều lần điều chỉnh hạ các mức lãi suất điều hành, trần lãi suất tiền gửi cũng như trần lãi suất cho vay. Tại thời điểm hiện nay, trần lãi suất tiền gửi đối với kì hạn dưới 6 tháng là 5,5%, trần lãi suất cho vay đối với một số lĩnh vực kinh tế xuống 7%. Điều này góp phần hỗ trợ nền kinh tế đang phải đối mặt với nhiều khó khăn do sức

cầu suy yếu.

*Thứ ba, phân bổ chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng phù hợp cho từng nhóm NHTM và có sự điều chỉnh linh hoạt với thực tế.* Từ đầu năm 2012, NHNN đã tiến hành phân loại TCTD thành 4 nhóm và giao chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng cho từng nhóm thay vì để cho các NHTM tự quyết (Nhóm 1 tăng trưởng tối đa 17%, nhóm 2 tăng trưởng tối đa 15%, nhóm 3 tăng trưởng tối đa 8% và nhóm 4 là không được tăng trưởng). Việc phân nhóm các NHTM nhằm các mục tiêu sau:

(i) Đây chính là quá trình “sàng lọc” toàn bộ hệ thống ngân hàng để giúp cho NHNN thực hiện quá trình tái cấu trúc một cách hiệu quả. Theo đó, nếu ngân hàng rơi vào nhóm 4-nhóm yếu kém, để có thể tiếp tục tồn tại và hoạt động thì các ngân hàng này không còn cách nào khác ngoài tự nguyện sáp nhập với ngân hàng khác, nhờ đó hệ thống NHTM Việt Nam có thể an toàn, lành mạnh và hiệu quả hơn.

(ii) Với việc phân nhóm các ngân hàng, thay vì phân bổ chỉ tiêu cào bằng, hành chính, NHNN đã thực hiện cơ chế điều hành tăng trưởng tín dụng theo năng lực hoạt động, năng lực kinh doanh của ngân hàng-thể hiện hướng điều hành theo thị trường. Đây được coi là bước tiến đáng kể trong hoạt động quản lý, kiểm soát tăng trưởng tín dụng tại hệ thống ngân hàng.

(iii) Nếu ngân hàng bị rơi vào nhóm yếu kém thì ngân

hàng đó sẽ chịu nhiều tác động tiêu cực như khó huy động tiền gửi, tăng trưởng tín dụng thấp, lợi nhuận khó đạt được theo kế hoạch... Chính vì vậy, việc phân nhóm ngân hàng sẽ khiến cho các NHTM luôn phải nỗ lực cố gắng trong hoạt động kinh doanh, trong quản trị điều hành để không bị xếp vào nhóm yếu kém. Từng ngân hàng mạnh hơn, an toàn hơn sẽ giúp cho cả hệ thống ngân hàng mạnh hơn, an toàn hơn.

Tiếp đó, trong năm 2013, NHNN đã giao chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng đối với các TCTD phù hợp với quy mô, chất lượng tín dụng, khả năng quản lý thanh khoản, khả năng quản trị điều hành của tổ chức đó.

Như vậy, có thể thấy rằng về cơ bản, NHNN đã thực hiện một cách khá linh hoạt, thận trọng các công cụ của CSTT nhằm đạt được các mục tiêu kinh tế đặt ra trong từng giai đoạn.

### **1.3. Thực trạng về phối hợp chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa tại Việt Nam**

Với tầm quan trọng của việc phối hợp CSTT và CSTK trong điều hành nền kinh tế nhằm đạt được mục tiêu kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, trong thời gian qua, NHNN và Bộ Tài chính đã có sự phối hợp tương đối đồng bộ, thể hiện thông qua một số sự kiện như: Tháng 2/2012, NHNN và Bộ Tài chính đã ký “*Quy chế phối hợp công tác và trao đổi thông tin*” với các nội dung cụ thể liên quan đến phối hợp xây



dựng và điều hành CSTT và CSTK bao gồm: (i) Xây dựng và điều hành CSTK, CSTT; (ii) Quản lý ngân quỹ của Chính phủ và phát triển hệ thống thanh toán; (iii) Quản lý nợ quốc gia và quản lý vốn ODA; (iv) Phối hợp trong việc phát triển các thị trường tài chính (tín dụng, tiền tệ, chứng khoán, trái phiếu) và công tác thanh tra, giám sát hoạt động của các thị trường này nhằm đảm bảo tính liên thông và phát triển an toàn, bền vững.

Cũng trong năm 2012, trên cơ sở của Quy chế trên, Bộ Tài chính và NHNN đã có sự phối hợp đồng bộ, nhịp nhàng hơn trong điều hành chính sách, đặc biệt trong phát triển thị trường trái phiếu chính phủ. Việc phát hành trái phiếu chính phủ chủ yếu qua kênh các NHTM (chiếm khoảng 86% tổng nguồn huy động). Đồng thời, việc Sở Giao dịch NHNN, Kho bạc Nhà nước, Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội và Trung tâm Lưu ký Chứng khoán phối hợp đưa tín phiếu kho bạc lên giao dịch thành công trên thị trường thứ cấp đã góp phần tăng quy mô thị trường nợ, tăng tính đồng bộ giữa CSTT và CSTK.

Thêm vào đó, Hội đồng Tư vấn chính sách tài chính, tiền tệ quốc gia cũng đã được thành lập theo Quyết định 58/2011/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ với các nhiệm vụ: nghiên cứu, tư vấn một số vấn đề liên quan đến việc thực hiện chính sách và kế hoạch tài chính, tiền tệ, quản lý và phát triển thị

trường tài chính và một số vấn đề mới phát sinh trong lĩnh vực tài chính, tiền tệ. Hoạt động của Hội đồng Tư vấn chính sách tài chính, tiền tệ quốc gia góp phần vào việc đảm bảo CSTT và CSTK được điều hành nhất quán, hỗ trợ nhau trong việc đạt được các mục tiêu kinh tế vĩ mô.

Kể từ khi Chính phủ ban hành Nghị quyết số 11/NQ-CP/2011, CSTT và CSTK đều được yêu cầu sử dụng triệt để các công cụ chính sách nhằm ưu tiên kiềm chế lạm phát, đảm bảo an sinh xã hội, mục tiêu tăng trưởng tạm thời gác lại. Cùng với CSTT thắt chặt trong năm 2011- 2012, Chính phủ cũng thực thi CSTK thắt chặt, trong đó hạn chế chi tiêu công nhằm giảm thâm hụt NSNN như không kéo dài thời gian giải ngân, không ứng trước kế hoạch năm 2012 vốn ngân sách và trái phiếu chính phủ, giảm 32% vốn trái phiếu chính phủ, giảm 10% tín dụng đầu tư của nhà nước...

Sau đó khi nền kinh tế rơi vào giai đoạn suy giảm kinh tế, CSTT và CSTK đều có những bước thay đổi khá linh hoạt nhằm phù hợp với tình hình. CSTT có bước nói lỏng thận trọng khi điều chỉnh giảm các mức lãi suất điều hành cũng như lãi suất thị trường nhằm thúc đẩy tăng trưởng tín dụng, giúp phục hồi tăng trưởng kinh tế. Cùng với đó, CSTK đã thực hiện điều hành chặt chẽ, linh hoạt. Chính sách thu tiếp tục được điều chỉnh theo hướng tăng cường tiềm lực tài chính

cho doanh nghiệp thông qua việc giảm bớt nghĩa vụ thuế cho doanh nghiệp và người dân, tạo thêm nguồn lực cho doanh nghiệp tái đầu tư mở rộng sản xuất- kinh doanh. Đồng thời, trong 3 năm liên tục Chính phủ đã thực hiện các biện pháp miễn, giảm, giãn thuế để giảm thảo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp. Cụ thể, đối với thuế thu nhập doanh nghiệp đã giảm mức thuế suất phổ thông từ mức 25% xuống 22% từ ngày 01/01/2014 và theo mức 20% từ ngày 01/01/2016, áp dụng mức thuế suất 20% từ ngày 01/7/2013 đối với doanh nghiệp có quy mô vừa và nhỏ; đối với thuế thu nhập cá nhân đã nâng mức khởi điểm chịu thuế cho bản thân từ 4 triệu đồng/tháng lên 9 triệu đồng/tháng, nâng mức chiết trừ gia cảnh cho người phụ thuộc từ mức 1,6 triệu đồng/tháng lên 3,6 triệu đồng/tháng; thực hiện miễn giảm thuế sử dụng đất nông nghiệp, miễn thu thủy lợi phí,... Về chi ngân sách, đã điều hành chặt chẽ, giảm tỷ trọng chi NSNN trong GDP từ mức khoảng 33% GDP giai đoạn 2009- 2010 về mức 27-28% GDP giai đoạn 2011- 2013; tập trung tăng chi đảm bảo an sinh xã hội, đầu tư phát triển nông nghiệp, nông thôn, nông dân, thực hiện cải cách tiền lương.

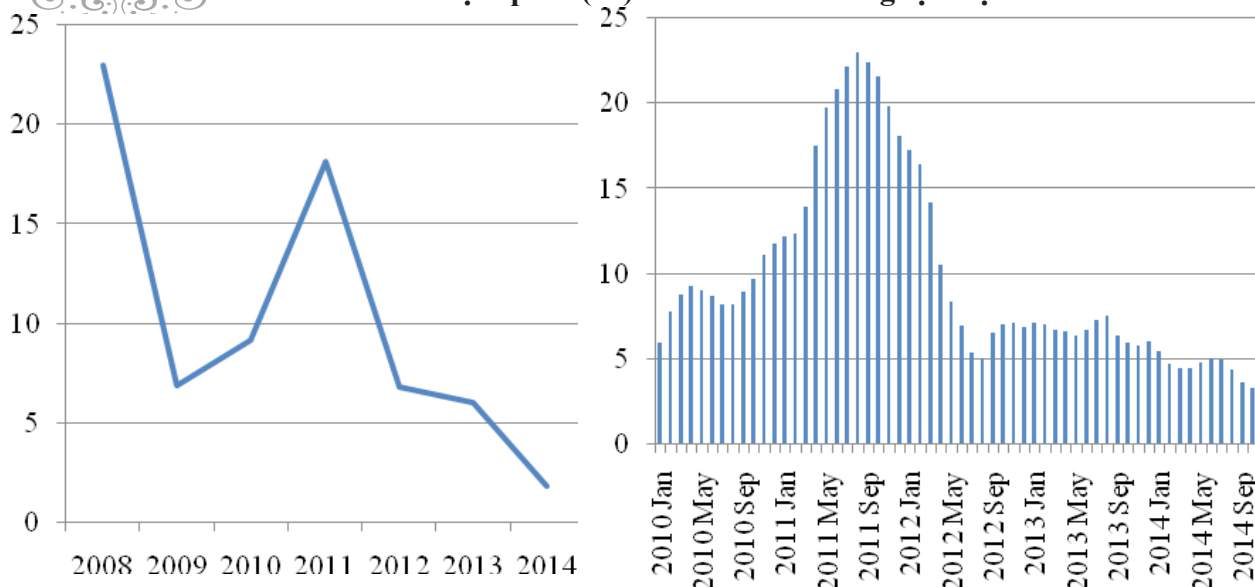
## **2. Đánh giá chung về phối hợp giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa tại Việt Nam**

### **2.1. Một số thành công trong phối hợp chính sách tiền tệ và**



# Chúc mừng năm mới

**Hình 2. Diễn biến lạm phát (%) theo năm và tháng tại Việt Nam**



Nguồn: Tổng cục Thống kê

## chính sách tài khóa

*Thứ nhất*, với mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát, Việt Nam đã thực thi CSTT một cách chặt chẽ, thận trọng, linh hoạt, trong khi đó, CSTK cũng được thắt chặt hiệu quả. Chính nhờ sự phối hợp tốt giữa CSTT và CSTK với sự đồng thuận về chủ trương và định hướng đã giúp Việt Nam kiểm soát tốt lạm phát. Theo đó, sau một thời gian lạm phát luôn ở mức 2 con số, thì từ năm 2012 đến nay lạm phát được duy trì ở mức thấp và khá ổn định (Hình 2).

*Thứ hai*, các công cụ điều hành của CSTT và CSTK được phối hợp tương đối nhịp nhàng, linh hoạt, thận trọng phù hợp với mục tiêu kinh tế của từng giai đoạn.

*Thứ ba*, NHNN và Bộ Tài chính bước đầu đã có sự phối hợp về công bố các thông tin trong dự báo vấn đề kinh tế vĩ mô để đảm bảo phân nào sự đồng bộ, nhất quán trong định

hướng điều hành CSTT và CSTK.

## 2.2. Một số tồn tại trong phối hợp giữa CSTT và CSTK

Mặc dù đã có nhiều cải thiện trong sự phối hợp giữa CSTT và CSTK tại Việt Nam, nhưng chúng tôi cho rằng, sự phối hợp giữa hai chính sách vĩ mô quan trọng này có một số tồn tại cần đặc biệt quan tâm. Đó là:

*Thứ nhất, sự lấn át của CSTK đối với CSTT trong việc thực thi nhằm đạt được các mục tiêu cuối cùng của nền kinh tế (fiscal dominance).* Trong thời gian gần đây, CSTK được điều hành theo hướng tăng mức bội chi (đặc biệt từ cuối năm 2013, bội chi NSNN được điều chỉnh tăng từ 4,8% lên 5,3%) đã khiến cho CSTT phải gồng mình gánh vai trò đối với kiểm soát lạm phát, duy trì tăng trưởng kinh tế, ổn định kinh tế vĩ mô. Gánh nặng quá lớn đối với CSTT đã khiến cho nhiều thời điểm dư địa điều chỉnh CSTT bị hạn hẹp quá mức, thậm chí

ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu lực điều hành của CSTT.

Thêm vào đó, trong bối cảnh vốn đầu tư của nền kinh tế đang thiếu hụt thì chi ngân sách cho đầu tư phát triển chậm chạp cũng trở thành một nhân tố khiến cho kinh tế phục hồi chậm chạp. Điều này cũng cho thấy sự phối hợp thiếu hiệu quả giữa CSTK với CSTT, khi mà CSTT phải gồng mình để thúc đẩy tăng trưởng tín dụng nhằm tăng đầu tư toàn xã hội thì tốc độ giải ngân đầu tư của ngân sách vẫn diễn ra chậm chạp. Không chỉ thế, theo Tô Kim Ngọc và cộng sự (2013), mục tiêu quan trọng nhất của CSTT là ổn định giá cả trong trung và dài hạn luôn bị sai lệch do NHNN vừa phải kiềm chế lạm phát nhưng lại vừa phải theo đuổi mục tiêu tăng trưởng trong ngắn hạn thông qua tài trợ vốn cho các chương trình của Chính phủ hoặc mang tính chất Chính phủ.

*Thứ hai, CSTT và CSTK*



đôi khi chưa đồng bộ về định hướng, mức độ điều chỉnh cũng như thời điểm điều chỉnh. Ví dụ từ năm 2013 đến nay, NHNN đang thực thi CSTT nói lỏng thận trọng, linh hoạt bằng việc giảm lãi suất thúc đẩy tăng trưởng tín dụng hỗ trợ cho nền kinh tế thoát khỏi suy giảm. Tuy nhiên, từ cuối năm 2013, Chính phủ quyết định nâng

phát thì CSTK dường như hơi lạc điệu. Theo đó, giá điện đã tăng tới 6 lần trong giai đoạn này. Giá xăng dầu điều chỉnh tăng mạnh trong khi giảm nhỏ giọt đã đẩy giá xăng dầu liên tục tăng trong giai đoạn này<sup>1</sup>.

*Thứ tư, sự chưa ăn khớp giữa vận hành CSTK và CSTT còn được thể hiện trong hoạt động phát hành trái phiếu Chính*

Điều này đồng nghĩa với việc các ngân hàng chuyên trách nhiệm trả lãi tiền gửi sang cho Chính phủ. Thêm vào đó, việc tăng cường nắm giữ trái phiếu Chính phủ có thể phát sinh khó khăn nếu các ngân hàng không chủ động cân đối vốn theo kỳ hạn hợp lý, đặc biệt từ năm 2015, trái phiếu Chính phủ chỉ được phát hành đối với kỳ hạn

**T**rong bối cảnh thừa vốn, và hạn chế đầu ra nên việc các NHTM mua phần lớn trái phiếu Chính phủ để giảm áp lực lãi vay cho người gửi tiền. Điều này đồng nghĩa với việc các ngân hàng chuyên trách nhiệm trả lãi tiền gửi sang cho Chính phủ.

mức bội chi từ 4,8% lên 5,3% sẽ gây khó khăn trong điều hành CSTT của NHNN. Cụ thể, trần bội chi NSNN được nới rộng sẽ tạo điều kiện cho chính phủ phát hành trái phiếu. Tuy nhiên, nếu lượng trái phiếu phát hành nhiều sẽ làm giá trái phiếu chính phủ giảm, lãi suất trái phiếu sẽ tăng. Và một khi lãi suất trái phiếu tăng sẽ tác động đến mặt bằng lãi suất chung của nền kinh tế, và ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng thúc đẩy tăng trưởng tín dụng ra nền kinh tế. Nói cách khác, sự lệch pha trong định hướng điều hành CSTK đôi lúc đẩy CSTT vào thế khó, làm giảm phần nào hiệu lực điều hành CSTT của NHNN.

*Thứ ba, sự phối hợp giữa CSTK và CSTT đôi khi thiếu đồng bộ trong thực thi mục tiêu kiềm chế lạm phát.* Đơn cử như trong giai đoạn 2011-2013, NHNN điều hành CSTT thắt chặt nhằm kiềm chế lạm

phủ. Trong khi CSTT đang điều hành theo hướng giảm lãi suất thị trường để tạo điều kiện cho các doanh nghiệp vay vốn với chi phí thấp thì để huy động vốn cho gia tăng đầu tư công, Chính phủ phải tăng cường phát hành trái phiếu Chính phủ với lãi suất ở một số thời điểm lên tới 11- 12%/năm, cao hơn lãi suất huy động vốn của các TCTD. Sau một thời gian, mức lãi suất huy động trái phiếu đã giảm xuống nhưng vẫn cao hơn so với mức rủi ro của công cụ này. Trong bối cảnh thừa vốn, và hạn chế đầu ra nên việc các NHTM mua phần lớn trái phiếu Chính phủ để giảm áp lực lãi vay cho người gửi tiền.

<sup>1</sup> Kể từ năm 2011, giá điện bán lẻ trong nước đã tăng 2 lần mỗi năm. Năm 2011, giá điện bán lẻ bình quân đã tăng khoảng 20,3% so với năm 2010, trong đó có một lần tăng shock tới 15,28%. Năm 2012, giá điện tăng 2 lần đẩy giá đã lên tới hơn 10% so với năm trước. Năm 2013 tăng khoảng 10% và năm 2014 dự kiến tăng thêm 11%.

từ 5 năm trở lên.

### 3. Một số khuyến nghị chính sách

Trên cơ sở đánh giá thực trạng phối hợp CSTK và CSTT của Việt Nam trong thời gian qua, nhằm nâng cao hiệu quả phối hợp giữa hai chính sách vĩ mô quan trọng này, chúng tôi đề xuất một số khuyến nghị chính sách, bao gồm:

*Thứ nhất, CSTT và CSTK cần được thực hiện tốt chức năng của bản thân trên cơ sở hướng tới mục tiêu chung.* Để làm được điều này, NHNN và Bộ Tài chính cần có sự phối hợp trong nghiên cứu, xây dựng và xác định mục tiêu vĩ mô ưu tiên trong từng thời kỳ. Trên cơ sở đó, hai cơ quan này sẽ phải kiên định và phải tuân thủ điều phối chung nhằm đạt được mục tiêu đã đặt ra. Trong bối cảnh lạm phát đã được kiểm soát tương đối tốt trong thời gian vừa qua, NHNN cần tiếp tục thực hiện CSTT linh hoạt thận trọng để



## Chúc mừng năm mới

phục hồi tăng trưởng kinh tế nhưng không thể lơ là mục tiêu ổn định giá cả trong dài hạn. Trong các mục tiêu kinh tế vĩ mô, phải luôn xác định cụ thể chỉ tiêu lạm phát thay vì đặt ra chỉ tiêu lạm phát thấp hơn chỉ tiêu tăng trưởng kinh tế. Với mục tiêu cụ thể về lạm phát sẽ gia tăng niềm tin của người dân vào chính sách nhất quán của NHNN trong xây dựng một môi trường vĩ mô ổn định.

*Thứ hai, Bộ Tài chính cần chủ động cân đối ngân sách để giảm áp lực lên CSTT.* Tại Việt Nam, sự thiếu hiệu quả trong điều hành CSTK, thể hiện ở bội chi ngân sách triền miên và đầu tư công tràn lan và kém hiệu quả, đã gây ra khó khăn cho công tác điều hành CSTT. Về thu ngân sách, tỷ lệ thu NSNN trên GDP hàng năm có xu hướng giảm và cơ cấu các khoản thu thiếu tính bền vững. Về chi ngân sách, chi tiêu tràn lan trong nhiều lĩnh vực, tăng nhanh nhưng hiệu quả thấp đã khiến cho nguồn lực của xã hội không được phân bổ hiệu quả, là một trong những nguyên nhân dẫn tới lạm phát cao và bất ổn kinh tế vĩ mô.

Xuất phát từ thực trạng này, trong thời gian tới, Chính phủ (cụ thể là Bộ Tài chính) cần thực hiện một lộ trình giảm dần bội chi ngân sách, áp dụng trần bội chi ngân sách và trần nợ công theo hướng bảo đảm bền vững nợ công của Việt Nam. Mặc dù việc thắt chặt CSTK có ảnh hưởng thế nào tới tăng trưởng kinh tế trong ngắn hạn vẫn là một đề tài được tranh cãi

hiện nay nhưng về mặt dài hạn, đa phần các nghiên cứu trên thế giới cho thấy mức nợ công cao kiềm chế hơn là thúc đẩy tăng trưởng của nền kinh tế. Thực tế gia tăng chi tiêu ngân sách và nợ công tăng cao trong giai đoạn gần đây và diễn biến tăng trưởng kinh tế vĩ mô của Việt Nam là một bằng chứng đáng kể cho lập luận này.

*Thứ ba, phát triển thị trường trái phiếu Chính phủ chuyên biệt và bền vững.* Thị trường trái phiếu phát triển mang lại nhiều ích lợi về cả mặt vĩ mô lẫn vi mô đối với công tác điều hành CSTT. Về mặt vĩ mô, thị trường trái phiếu Chính phủ tạo ra một kênh huy động vốn tài trợ cho bội chi ngân sách thay vì tạo áp lực tài trợ lên CSTT- tín dụng như đã đề cập ở trên. Điều này góp phần tạo sự độc lập cho công tác điều hành CSTT của NHNN, hạn chế được thực trạng tài trợ gián tiếp cho các khoản bội chi ngân sách thông qua hoạt động chiết khấu, tái cấp vốn. Việc chủ động kiểm soát lượng cung ứng tiền tệ sẽ làm giảm thiểu nguy cơ lạm phát. Ngoài ra, thị trường trái phiếu Chính phủ còn có tác dụng cải thiện mức độ hiệu quả truyền dẫn CSTT và sử dụng các công cụ CSTT, đặc biệt là các công cụ gián tiếp. NHNN và các TCTD sẽ dễ dàng sử dụng trái phiếu Chính phủ cho các hợp đồng mua lại, và thực hiện các nghiệp vụ mua bán để can thiệp trên thị trường mở. Ngoài ra, thị trường trái phiếu Chính phủ phát triển về cả quy mô lẫn mức độ hiệu quả

thì chi phí lãi của trái phiếu sẽ giảm xuống, góp phần làm giảm mặt bằng lãi suất chung của nền kinh tế thay vì tạo áp lực lên mặt bằng lãi suất như trong thời gian qua.

Chính vì vậy, cần tạo điều kiện để củng cố sự phát triển của thị trường trái phiếu Chính phủ chuyên biệt, đặc biệt là thị trường thứ cấp của trái phiếu chính phủ. Mức độ tích cực của thị trường cho phép hình thành một đường cong lãi suất chuẩn. Trong đó, CSTT có thể tác động đến các mức lãi suất ngắn hạn- đoạn đầu của đường cong lãi suất thông qua các can thiệp trên thị trường tiền tệ liên ngân hàng, sử dụng các công cụ CSTT và nghiệp vụ đầu thầu tín phiếu kho bạc (Tô Kim Ngọc, 2013). Mặt khác, sự phát triển của thị trường trái phiếu Chính phủ tạo thanh khoản cho các công cụ nợ chính phủ và vì thế giúp cho việc giao dịch điều chỉnh cơ cấu nợ công cũng như thực hiện đảo nợ khi cần thiết một cách dễ dàng hơn với chi phí thấp hơn.

Tuy nhiên, thị trường trái phiếu Chính phủ hiện nay vẫn thiếu sự bền vững trên các khía cạnh: (i) Cơ sở nhà đầu tư của thị trường chủ yếu là các NHTM, sự tham gia của các nhà đầu tư quan trọng của thị trường trái phiếu như quỹ bảo hiểm, quỹ tương hỗ, công ty bảo hiểm nhân thọ... rất hạn chế; (ii) có sự phân cách giữa thị trường trái phiếu Chính phủ và tín phiếu kho bạc, giữa thị trường trái phiếu Chính phủ với thị trường tiền tệ, đặc biệt



là thị trường liên ngân hàng; (iii) thiếu vai trò nhà tạo lập thị trường.

Vì vậy, để thị trường trái phiếu Chính phủ thực sự là kênh huy động vốn hiệu quả cho NSNN và giảm áp lực lên các ngân hàng, cần đảm bảo sự tương thích giữa quy mô thị trường trái phiếu Chính phủ và cơ sở nhà đầu tư như: Giảm tỷ trọng tham gia của các NHTM vào thị trường trái phiếu Chính phủ; tập trung mở rộng cơ sở nhà đầu tư là các tổ chức bảo hiểm, các quỹ đầu tư và đặc biệt là nhà đầu tư nước ngoài; phát triển thị trường trái phiếu doanh nghiệp trên cơ sở hình thành và phát triển tổ chức định mức tín nhiệm doanh nghiệp. Đồng thời, xây dựng hệ thống các nhà tạo lập thị trường nhằm thúc đẩy thị trường thứ cấp.

*Thứ tư, phát triển thị trường tiền tệ liên ngân hàng.* Thị trường tiền tệ liên ngân hàng, đặc biệt là thị trường các khoản vay qua đêm, đóng vai trò quan

trọng trong điều hành CSTT của bất kỳ ngân hàng trung ương nào. Ngoài việc là điểm khởi đầu cho quá trình truyền tải CSTT thì các mức lãi suất liên ngân hàng, đặc biệt là lãi suất qua đêm, là chỉ báo quan trọng trong điều hành CSTT và đóng vai trò thông báo với thị trường định hướng điều hành CSTT. Đối với các TCTD, thị trường tiền tệ liên ngân hàng có vai trò phân bổ thanh khoản từ phía NHNN cũng như từ thị trường giữa các TCTD, duy trì sự ổn định thanh khoản cho hệ thống.

*Thứ năm, tiếp tục tăng cường việc phối hợp công tác và trao đổi thông tin giữa NHNN với Bộ Tài chính* với các nội dung cụ thể liên quan đến phối hợp xây dựng và điều hành CSTT và CSTK bao gồm: (i) Xây dựng và điều hành CSTK, CSTT; (ii) Quản lý ngân quỹ của Chính phủ và phát triển hệ thống thanh toán; (iii) Quản lý nợ quốc gia và quản lý vốn

ODA; (iv) Phối hợp trong việc phát triển các thị trường tài chính (tín dụng, tiền tệ, chứng khoán, trái phiếu) và công tác thanh tra, giám sát hoạt động của các thị trường này nhằm đảm bảo tính liên thông và phát triển an toàn, bền vững. Theo đó, NHNN và Bộ Tài chính cần liên kết triển khai và thực hiện liên tục các đợt công tác, tạo lập cơ chế cung cấp thông tin phù hợp giữa NHNN với Bộ Tài chính cũng như với các cơ quan khác để kiểm soát các biến số tài chính ngân hàng một cách chính xác và hiệu quả.

Hai cơ quan cần phối hợp trong việc thực hiện dự toán NSNN, xác định quy mô thâm hụt ngân sách, nhu cầu vay nợ trong nước và nước ngoài... Bộ Tài chính cần cung cấp các kế hoạch phát hành trái phiếu của Chính phủ hàng năm, sau đó phối hợp với NHNN để quyết định khối lượng phát hành, lãi suất và thời điểm phát hành,

*Xem tiếp trang 34*

## SUMMARY

### Fiscal-monetary policy coordination in Vietnam: Situation and policy recommendations

*Monetary and fiscal policies are two importance macro-economic policies of any nations to ensure the overall goal of the economy. In recent times, monetary and fiscal policies seems to be better coordinated, more harmoniously in response to the macro-economic instability and decline in economic growth in Vietnam. The article focuses on three main parts: review on situation of fiscal-monetary coordination in Vietnam in the past few years; assesment of the successes, difficulties and challenges in operating the two policy coordination; some policy recommendations to improve the effectiveness of coordination of monetary and fiscal policies in Vietnam.*

## THÔNG TIN TÁC GIẢ

**Tô Ngọc Hưng**, Nhà giáo nhân dân- Phó Giáo sư- Tiến sĩ

Giám đốc Học viện Ngân hàng

*Lĩnh vực nghiên cứu chính:* Kinh tế, Tài chính - Ngân hàng

*Tạp chí tiêu biểu đã có bài viết đăng tải:* Tạp chí Ngân hàng, Tạp chí Khoa học & Đào tạo NH, Tạp chí Công nghệ Ngân hàng, Tạp chí Thị trường Tài chính- Tiền tệ

*Email:* hungtn@hvn.edu.vn





# Chúc mừng năm mới

phê duyệt **Đề án xử lý nợ xấu của hệ thống các TCTD và Đề án thành lập Công ty Quản lý tài sản Việt Nam (VAMC).**

4. Quyết định số 780/QĐ-NHNN ngày 23/4/2012 của Thống đốc NHNN về việc phân loại nợ đối với nợ được điều chỉnh kỳ hạn trả nợ, gia hạn nợ.

5. Thông tư 02/2013/TT-NHNN ngày 21/01/2013 của Thống đốc NHNN qui định về phân loại tài sản có, mức trích, phương pháp trích lập dự phòng rủi ro và việc sử dụng dự phòng để xử lý rủi ro trong hoạt động của TCTD, chi nhánh NHNNg.

6. Thông tư 09/2014/TT-NHNN ngày 18/3/2014 của Thống đốc NHNN về sửa đổi một số điều của Thông tư 02/2013/TT-NHNN.

7. Thông tư số 36/2014/TT-NHNN ngày 20/11/2014 của Thống đốc NHNN quy định về các giới hạn, tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của TCTD, chi nhánh NHNNg.

8. websites: [sbv.gov.vn](http://sbv.gov.vn), [chinhphu.vn](http://chinhphu.vn), [vneconomy.vn](http://vneconomy.vn),...

## SUMMARY

### Banking Restructuring in 2014- acceleration turn for 2015

*As one of the three basic components of the comprehensive economic reform program namely investment reform with main focus on public investment, financial reform focused on commercial banks and corporate reform with main focus on state-owned enterprises and after three years of implementation of the Decision No. 254/QĐ-TTg dated March 1, 2012 of the Prime Minister approving the Bank Restructuring Plan for period of 2011-2015 (Plan 254), the banking restructuring has been*

*implementing boldly, uniquely and actively by the State Bank of Vietnam from “stress testing” to recognizing “actual scale” of each bank and developing legal corridor for necessary changes toward having a robust, transparent and healthy banking system.*

*The Article reviews the spotlights in the implementation of the banking restructuring in 2014 and highlights the challenges and difficulties that lie ahead.*

## THÔNG TIN TÁC GIẢ

**Nguyễn Thu Hiền**, Tiến sĩ

Đơn vị công tác: Học viện Ngân hàng

Lĩnh vực nghiên cứu chính: Tài chính - Ngân hàng

### Tiếp theo trang 9

tránh gây tác động tiêu cực đến hiệu lực điều hành CSTT.

Tóm lại, CSTT và CSTK có mối quan hệ rất chặt chẽ, đòi hỏi quá trình vận hành chính sách cần có sự phối hợp một cách linh hoạt và chủ động vì mục tiêu ổn định vĩ mô. Sự phối hợp tốt, nhịp nhàng hoạt động của hai chính sách này sẽ giúp Chính phủ điều hành đạt được hai mục tiêu quan trọng của kinh tế vĩ mô là tăng trưởng và kiểm soát lạm phát. Ngược lại, sự phối hợp không nhịp nhàng, không gắn kết sẽ làm giảm hiệu quả điều hành chính sách và thậm chí có thể gây hậu quả trầm trọng, làm cho kinh tế vĩ mô bất ổn. Điều này đòi hỏi có cơ chế phối hợp chặt chẽ giữa CSTT và CSTK.

Từ thực trạng điều hành CSTT và CSTK cũng như những hạn chế trong cơ chế

phối hợp hiện tại của hai chính sách này, Việt Nam cần phải quan tâm tới một số khuyến nghị nhằm tăng cường phối hợp chặt chẽ hơn nữa như: CSTT và CSTK cần phải được thực hiện tốt chức năng của bản thân trên cơ sở cùng hướng tới mục tiêu vĩ mô chung; Bộ Tài chính cần chủ động cân đối ngân sách để giảm áp lực lên CSTT; Phát triển thị trường liên ngân hàng, thị trường trái phiếu chính phủ nhằm đảm bảo tính thanh khoản cho hệ thống ngân hàng và tạo kênh huy động vốn chủ động cho ngân sách nhà nước; Đồng thời, NHNN và Bộ Tài chính cần tăng cường phối hợp cung cấp trao đổi thông tin, và trách nhiệm giải trình chính sách. ■

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Tô Ngọc Hưng (2012), *Bất ổn kinh tế vĩ mô- Góc nhìn từ sự phối hợp chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa*, Tạp chí Khoa học và Đào tạo Ngân hàng số Tháng 12/2012.

2. Tô Kim Ngọc và cộng sự (2013), *Khủng hoảng nợ công tại một số nước Liên minh châu Âu và bài học kinh nghiệm trong sự phối hợp giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa cho Việt Nam*, Đề tài NCKH cấp ngành năm 2012.

3. Trịnh Thị Phan Lan (2014), *Những điểm nhấn trong phối hợp chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ*, Tạp chí Tài chính số 4/2014.

4. websites: [www.sbv.gov.vn](http://www.sbv.gov.vn), [www.gso.gov.vn](http://www.gso.gov.vn)

