



Điều chỉnh chính sách tài khóa-tiền tệ thời kỳ hậu suy thoái

TS. DIỆP GIA LUẬT

1. Đặt vấn đề

Khủng hoảng kinh tế toàn cầu xuất hiện từ đầu năm 2008 và chính thức bùng nổ vào cuối quý 3 năm 2008. Ngày 11/12/2008, Chính phủ đã có Nghị định số 30 về các giải pháp cấp bách nhằm ngăn chặn suy giảm kinh tế, duy trì tăng trưởng kinh tế, đảm bảo an sinh xã hội. Về bản chất, gói kích thích kinh tế năm 2009 vẫn dựa trên việc nới lỏng chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ, bao gồm cả tăng tín dụng, giảm lãi suất, tăng chi tiêu ngân sách nhà nước và giảm thuế. Trên cơ sở đánh giá những thành tựu và bất cập khi điều hành chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ thực hiện gói kích thích kinh tế năm 2009, và năm 2010 chủ trương của Chính phủ là tiếp tục thực hiện gói kích thích kinh tế thứ 2 để đưa nền kinh tế nước ta ra khỏi tình trạng suy thoái và tạo đà cho sự phát triển giai đoạn tới. Tuy nhiên từ tháng 12/2009 đến

nay, tình hình tài chính tiền tệ có những biểu hiện phức tạp, lãi suất tín dụng thị trường tăng, nguồn cung vốn tín dụng từng các định chế ngân hàng giảm, lạm phát đã tăng cao trong năm 2010, trong khi bội chi NSNN theo dự toán ở mức 6,5%/GDP. Cho nên, để ổn định và đẩy mạnh phát triển kinh tế trong năm 2011 và những năm tiếp theo sau nữa, cần phải thực hiện một chính sách tài khóa thận trọng đặt trong mối quan hệ gắn kết hỗ trợ của chính sách tiền tệ để phát huy tối ưu hiệu quả gói kích thích kinh tế tiếp theo.

2. Nhận định về tình hình điều hành chính sách tài khóa - tiền tệ kích thích kinh tế

2.1 Chính sách kích cầu kinh tế nhìn từ góc độ lý thuyết

Việc sử dụng chi tiêu của Chính phủ để kích thích kinh tế bắt nguồn từ 2 giải thuyết quan trọng của học thuyết Keynes. *Thứ nhất*, cuộc suy thoái bắt nguồn từ nền kinh tế có năng lực sản xuất bị dư thừa, các

yếu tố sản xuất đầu vào không sử dụng hết công suất, và hàng hóa ế thừa. Hiện tượng này khiến giá cả hàng hóa có khuynh hướng giảm trên tất cả các thị trường, nền kinh tế mắc vào cái bẫy suy thoái không tự thoát ra được. *Thứ hai*, Chính phủ có khả năng chủ động chi tiêu, thậm chí còn nhiều hơn thu nhập của mình. Trong khi đó, khu vực tư (hộ gia đình và khu vực kinh tế tư nhân) thì chi tiêu ít hơn tổng thu nhập vì họ muốn để dành (khuynh hướng tiêu dùng cận biên lớn hơn không). Trong điều kiện bình thường, khoản tiết kiệm được chuyển sang khu vực doanh nghiệp để đầu tư, nhưng trong thời kỳ suy thoái doanh nghiệp không muốn đầu tư nữa vì không có lợi. trong giả thuyết thứ nhất, Keynes cho rằng nền kinh tế suy thoái vì tạm thời không đủ cầu cho cung đang dư thừa. Do đó, bài toán sẽ được giải quyết nếu xuất hiện một lượng cầu đủ lớn. Trong giả thuyết thứ hai, rằng chỉ có Chính phủ mới có khả năng mạnh tay chi tiêu – dựa



trên ý chí của mình – ngay cả khi nền kinh tế suy thoái. Trên cơ sở đó, một phương án mà về cơ bản theo nguyên lý sau: dịch chuyển sức mua từ khu vực dân cư và tư nhân vào tay Chính phủ để tăng cầu hiệu lực, để đưa nền kinh tế ra khỏi cái bẫy đình đốn vì thiếu sức mua.

Trên thực tế, việc tăng chi tiêu dưới danh nghĩa cứu nguy kinh tế mang lại nhiều thuận tiện cho Chính phủ: mở rộng chính sách tài khóa mà không phải cải cách thể chế, pháp luật gây thương hại cho bản thân Chính phủ; được lòng dân vì được giá nguồn lực ở mức cao; tính hiệu quả của các khoản chi tiêu không còn được ưu tiên số một vì nó đã được biện minh nhờ tác động chủ yếu là sức cầu của gói chi tiêu sẽ lan tỏa qua hiệu ứng số nhân. Tuy nhiên, kinh nghiệm rút ra từ các trường phái kinh tế hiệu quả của thị trường trong gói giải cứu kinh tế của cuộc Đại suy thoái cho rằng: Việc thắt chặt tiền tệ quá lâu khiến lãi suất được giữ ở mức cao sẽ có ảnh hưởng đến đầu tư, đồng thời, các chương trình cứu trợ xã hội to lớn của Chính phủ khiến tiền lương được giữ ở mức cao tương đối, khiến các doanh nghiệp khó tiếp cận nguồn lao động để phục hồi sản xuất. Với kinh nghiệm này, các chính phủ đương đại đều sử dụng chính sách tiền tệ mới lỏng và cắt giảm lãi suất trong các gói kích thích kinh tế chống suy thoái, và có sự đánh đổi về thời gian phục hồi kinh tế sẽ dài hơn khi giá các nguồn lực lao động vẫn duy trì ở mức cao.

Để thực hiện gói kích thích kinh tế, Chính phủ vận dụng chính sách tài khóa kết hợp với chính sách tiền tệ. Tuy nhiên, chúng ta cần đánh giá tác động của các chính sách

này một cách xác thực để trong tiến trình điều hành phát huy tối đa hiệu quả và hạn chế những tác động tiêu cực của nó gây thương hại cho nền kinh tế.

- *Chi tiêu chính phủ, thâm hụt ngân sách và tăng trưởng kinh tế:* Việc theo đuổi chính sách tài khóa mở rộng bằng các khoản chi lớn thực hiện các chương trình tài trợ là gia tăng các dịch vụ hàng hóa công cộng như cơ sở hạ tầng và giáo dục... tác động của những khoản chi này có thể đẩy nhanh tăng trưởng kinh tế thông qua việc làm tăng sức mua của người dân như lý thuyết của trường phái Keynes. Tuy nhiên, khi Chính phủ mở rộng chi tiêu quá lớn cũng sẽ có tác động ngược chiều làm giảm tăng trưởng kinh tế, bởi vì nó sẽ dịch chuyển nguồn lực từ khu vực sản xuất hiệu quả trong nền kinh tế sang khu vực Chính phủ kém hiệu quả. Việc mở rộng chi tiêu công sẽ làm phức tạp thêm những nỗ lực thực hiện các chính sách thúc đẩy tăng trưởng như chính sách thuế và an sinh xã hội, được Chính phủ tài trợ bằng

nguồn ngân sách sẽ làm mức bội chi ngân sách tăng lên quá lớn.

- *Chính sách tiền tệ mở rộng, tăng trưởng tín dụng, lãi suất và lạm phát:* Khi NHTW thực hiện chính sách tiền tệ mở rộng sẽ làm tăng tổng phương tiện thanh toán. Một mặt, làm cho khả năng cung ứng tín dụng của hệ thống các NHTM tăng lên, các doanh nghiệp có thể tiếp cận được nguồn vốn tín dụng dễ dàng tài trợ có các dự án đầu tư. Sự thay đổi tỷ giá khi đồng tiền trong nước bị đánh giá thấp hơn ngoại tệ cũng góp phần hỗ trợ cho hoạt động xuất khẩu hàng hóa. Tuy nhiên, chính sách tiền tệ mở rộng cũng có những tác động tiêu cực đối với sự phát triển của nền kinh tế như: việc tăng trưởng tín dụng nhanh, có sự dễ giải khi xét duyệt tín dụng, cũng như các doanh nghiệp có tư tưởng ỷ lại vì được sự hỗ trợ lãi suất nên thường chấp nhận những dự án đầu tư mạo hiểm hoặc hiệu quả thấp, sẽ làm tăng rủi ro cho hệ thống ngân hàng. Với áp lực tăng cầu quá mức, do tác động của các gói kích thích kinh tế của

Bảng 1. Gói kích thích kinh tế năm 2009

TT	Danh mục	Giá trị (tỷ đồng)
1	Hỗ trợ lãi suất 4%	17.000
2	Tạm hoãn thu hồi vốn ứng trước năm 2009	3.400
3	Các khoản vốn ứng trước	37.200
	(1) Ứng trước ngân sách một số dự án cấp bách	26.700
	(2) Ứng trước chương trình 61 huyện nghèo	1.525
	(3) Ứng trước khác	9.000
4	Chuyển vốn đầu tư 2008 sang năm 2009	30.200
	(1) Vốn đầu tư thuộc NSNN	22.500
	(2) Vốn trái phiếu chính phủ	7.700
5	Phát hành bổ sung trái phiếu chính phủ năm 2009	20.000
6	Thực hiện chính sách miễn, giảm thuế	28.000
7	Các khoản kích cầu khác	7.200
8	Bảo lãnh tín dụng cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa	17.000
		160.000 tương đương (9 tỷ USD)

Chính phủ với độ trễ nhất định kết hợp với chính sách tiền tệ mở rộng có thể đẩy chỉ số giá lên cao quá tầm kiểm soát của Chính phủ gây thương hại cho nền kinh tế.

2.2 Chính sách tài khóa và tiền tệ cho gói kích thích kinh tế 2009

Tên cơ sở đặc điểm tình hình đất nước, gói kích thích kinh tế của chúng ta trong năm 2009 nhằm giải quyết các vấn đề: *thứ nhất*, đầu tư điều chỉnh lại cơ cấu kinh tế khắc phục những hậu quả lệch lạc tích tụ từ một thời gian dài trước đây; *thứ hai*, khắc phục những hậu quả do ảnh hưởng suy thoái kinh tế toàn cầu đến xuất khẩu và biến động thị trường thế giới; *thứ ba*, kích thích đầu tư từ khu vực sản xuất kinh doanh. Quy mô và cấu trúc gói kích thích kinh tế từ chính sách tài khóa năm 2009 như sau:

- *Chính sách tài khóa*: các nguồn vốn hỗ trợ từ kênh chính sách tài khóa có tác dụng bù đắp sự giảm sút nguồn thu do suy thoái kinh tế của các chủ thể trong nền kinh tế, hạn chế tốc độ sụt giảm nhu cầu tiêu dùng của cả tư nhân và doanh nghiệp, bằng cách đó cho phép các chủ thể này tồn tại qua giai đoạn khó khăn và khôi phục năng lực tiêu dùng khi nền kinh tế qua khỏi giai đoạn

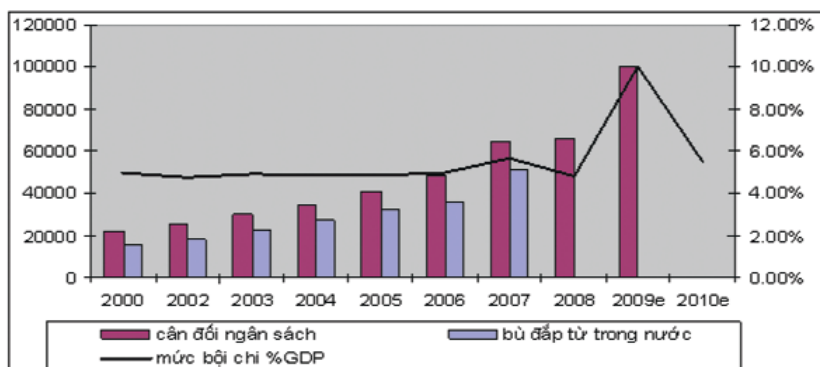
suy giảm. Các hình thức hỗ trợ trực tiếp lên tới 78.000 tỷ đồng trong khi các hình thức kích cầu gián tiếp (thông qua hỗ trợ lãi suất, miễn giảm thuế, bảo lãnh tín dụng cho doanh nghiệp vừa và nhỏ...) khoảng hơn 60.000 tỷ đồng. Sự hỗ trợ kịp thời của gói kích cầu đã có những tác động tích cực cho sự hồi phục của nền kinh tế trong giai đoạn suy thoái toàn cầu.

Tuy vậy, nếu nhìn vào cơ cấu các hình thức và mục tiêu của gói kích cầu, có thể thấy phần lớn dòng vốn kích cầu là gián tiếp thông qua giãn thuế, giảm thuế và hỗ trợ lãi suất cho hệ thống doanh nghiệp, hoãn thu hồi vốn đầu tư xây dựng cơ bản (XDCB) ứng trước 2009, phát hành trái phiếu chính phủ bổ sung... Hình thức hỗ trợ qua việc giảm thuế, giãn thuế tính đến cuối tháng 8/2009 đã có trên 125.000 doanh nghiệp và 937.000 đối tượng được hưởng ưu đãi thuế. Tổng thu NSNN được miễn giảm ước tính cả năm khoảng 20.000 tỷ đồng, trong đó thuế TNDN khoảng 9.900 tỷ đồng; giảm thuế GTGT khoảng 4.470 tỷ đồng; miễn thuế TNCN khoảng 4.507 tỷ đồng; giảm thu lệ phí trước bạ khoảng 1.140 tỷ đồng. Mức độ hiệu quả của nó, theo đánh

giá thì hình thức hỗ trợ này không tạo nên tác động kích cầu lớn bởi thực chất nguồn thu từ thuế trong điều kiện kinh tế suy thoái là không đáng kể. Đối với miễn thuế TNCN, 6 tháng đầu năm 2009 để kích thích tiêu dùng như hiệu quả không cao vì số đối tượng nộp thuế được thụ hưởng ưu đãi này không lớn trong điều kiện kinh tế nước ta, đồng thời việc xác định thời gian và thu nhập miễn thuế còn chận trệ không rõ ràng làm cho người dân còn e dè trong chi tiêu. Thuế GTGT và thuế TNDN mức tác động cũng được đánh giá hiệu quả không như mong muốn do việc hỗ trợ được thực hiện theo danh mục hàng hóa, cũng như quy mô doanh nghiệp nước còn quá nhỏ, lợi nhuận đạt được trong thời kỳ kinh tế biến động không lớn. Điều này cộng với tình trạng chấp hành luật thuế không nghiêm một cách phổ biến làm cho hình thức hỗ trợ qua thuế hầu như hiệu quả không cao.

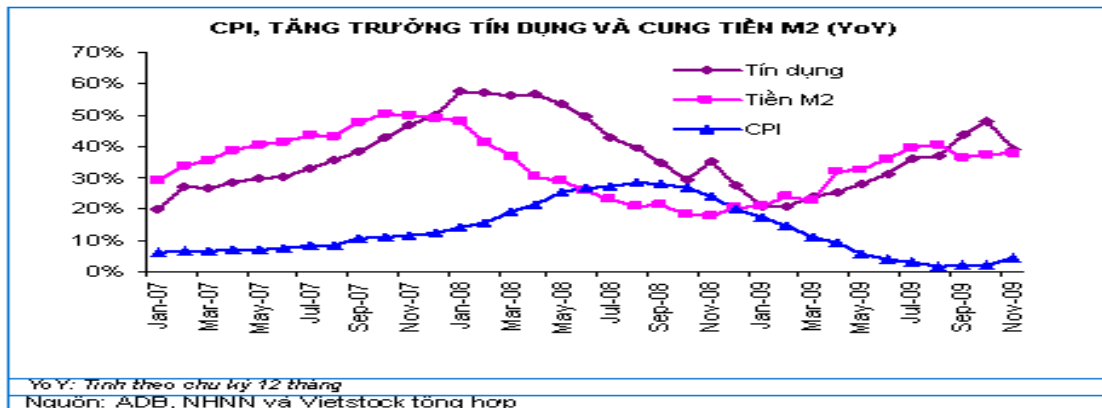
Bên cạnh đó, các gói kích cầu qua hình thức hỗ trợ lãi suất 4% với quy mô 37.000 tỷ đồng, làm cho tổng dư nợ tín dụng ước tính lên tới 850.000 tỷ đồng là quá lớn so với năng lực hấp thụ vốn của hệ thống doanh nghiệp. Nếu xét toàn bộ thị trường vốn, phần dư nợ tín dụng tăng thêm là do phân phối lại thanh khoản sẵn có của nền kinh tế thông qua hình thức huy động vốn của hệ thống NHTM (NHTM). Trường hợp không bị giới hạn trần lãi suất, khi mặt bằng lãi suất tăng lên thì phần còn lại sau khi trừ 4% lãi suất cũng sẽ tăng lên và doanh nghiệp phải chịu đựng mức lãi suất tăng thêm trong khi tỷ lệ sinh lời chưa được cải thiện. Trong trường hợp trần lãi suất bị khống chế bởi mức lãi suất cơ bản không đổi, chênh lệch lãi suất của các NHTM sẽ bị

Hình 1: Bội chi ngân sách và nguồn bù đắp bội chi từ 2000-2009

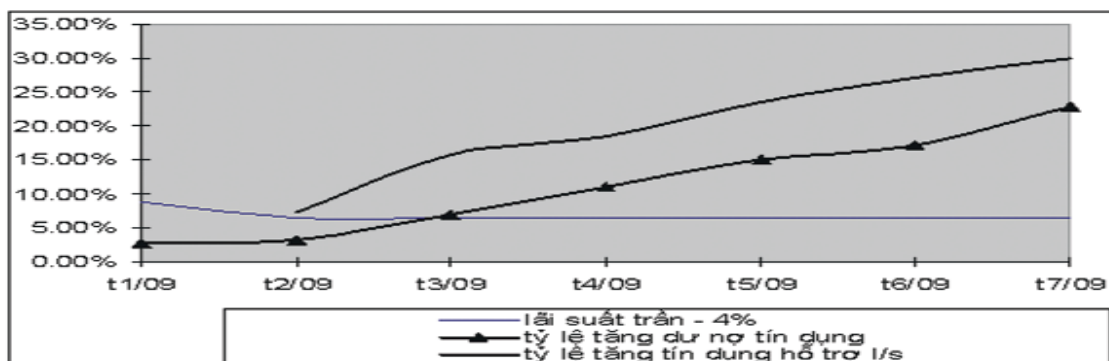


Nguồn: www.mof.gov.vn

Hình 2: Các chỉ số CPI; tăng trưởng tín dụng và khối M2 trong năm 2009



Hình 3: Lãi suất và dư nợ tín dụng đến tháng 7/2009



Nguồn: NHNN

thu hẹp lại khi lãi suất tiền gửi tăng lên, và kết quả là tốc độ giải ngân của khoản hỗ trợ lãi suất sẽ chậm lại. Từ tháng 10/2009 đến tháng 1/2010, với sức ép tín dụng hầu hết các NHTM đều tăng lãi suất huy động và lãi suất cho vay quá biên độ giới hạn của NHNN, làm cho việc tiếp cận tín dụng của các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn.

- Chính sách tiền tệ và sự phối hợp với chính sách tài khóa

Trong trường hợp kích cầu, chính sách tiền tệ tác động thông qua việc mở rộng lượng tiền cơ sở và bằng cách đó, duy trì mặt bằng lãi suất thấp nhằm giảm chi phí cơ hội của tiêu dùng và giá vốn đầu tư. Ngân hàng Nhà nước (NHNN) thực hiện các giải pháp nhằm hướng các khoản vốn vay đúng đối tượng, triển khai các giải pháp

hạn chế tình trạng thông tin không cân xứng, giảm rủi ro do lựa chọn đối nghịch, tăng tính sẵn sàng cho vay của các ngân hàng. Ngoài việc giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc, giảm lãi suất dự trữ bắt buộc, giảm hệ thống lãi suất chỉ đạo, thực hiện bảo lãnh cho doanh nghiệp vừa và nhỏ cũng như triển khai cho vay hỗ trợ lãi suất, trong những tình huống khẩn cấp, NHNN đã sử dụng các biện pháp hành chính khống chế trần lãi suất cho vay, kiểm soát chặt việc cho vay hỗ trợ lãi suất, cung ứng thanh khoản cho các ngân hàng có khó khăn thanh khoản, kiểm soát tỷ giá, giảm tình trạng căng thẳng ngoại tệ và ảnh hưởng lan truyền của nó tới mặt bằng lãi suất nội tệ. Những vấn đề đặt ra khi sử dụng chính sách tiền tệ nói chung là ở chỗ: NHNN không hoàn toàn có quyền lực để áp đặt mức vay nợ

cho doanh nghiệp. Điều này, phụ thuộc vào quyết định của NHTM căn cứ kết quả của quy trình thẩm định khách hàng và sau đó còn phụ thuộc vào nguồn vốn cũng như giá vốn huy động của ngân hàng. Trong điều kiện lãi suất thực âm những năm gần đây, không có nhiều cơ hội cho chính sách tiền tệ thực hiện kích cầu. Tình trạng này phản ánh một thực tế là ngân hàng đang tài trợ một khoản lãi suất cho doanh nghiệp khi cho vay (Hình 3 & 4), cho nên không khuyến khích các ngân hàng cho vay.

Một thực tế khác là hệ thống doanh nghiệp đang gặp khó khăn trong tiêu thụ sản phẩm, điều này hạn chế nhu cầu vay đầu tư vào sản xuất. Việc đưa ra chỉ tiêu triển khai gói hỗ trợ lãi suất nếu không được kiểm soát tốt có thể khiến ngân hàng đáp ứng nhu cầu vay ảo hoặc

sai mục tiêu, đối tượng hỗ trợ. Chỉ tính riêng số dư nợ hỗ trợ lãi suất đã giải ngân đến 31/7/09, tỷ lệ tăng so với cuối 2008 là 31,2% (tổng dư nợ tín dụng cả nội và ngoại tệ năm 2008 là 1.281,86 nghìn tỷ đồng) nhưng dư nợ tín dụng toàn hệ thống chỉ tăng 17% theo công bố của NHNN (chỉ tiêu không chế của NHNN năm 2009 là 30% tăng trưởng). Phần chênh lệch 14,2%, tương đương với khoảng 182.000 tỷ đồng có thể được sử dụng để tái cơ cấu lại nợ, đầu tư tài chính, vàng, ngoại tệ ngắn hạn chỉ có tác dụng với doanh số mà không làm thay đổi dư nợ. Nếu giảm mặt bằng lãi suất thông qua hướng tiếp cận của chính sách tiền tệ truyền thống bắt nguồn từ giảm hệ thống lãi suất chủ đạo xuống mức thấp, sử dụng nguồn tái cấp vốn từ Ngân hàng Nhà nước không hạn chế nhằm cung ứng thanh khoản cho các NHTM và bằng cách đó, đáp ứng nhu cầu vốn cho các doanh nghiệp sẽ là giải pháp tốt hơn để kiểm soát nhu cầu về vốn thực sự và trong một chừng mực nhất định, đảm bảo các khoản vay đến được khu vực có khả năng hấp thụ nó. Tuy vậy, NHNN khó có thể sử dụng kênh hỗ trợ này thay cho kênh ngân sách bởi nếu tiếp cận theo hướng

sử dụng công cụ chính sách tiền tệ, mặt bằng lãi suất sẽ giảm xuống, trước hết là lãi suất tiền gửi, sau đó là lãi suất cho vay. Trong điều kiện tỷ giá USD/VND tăng lên, hiện tượng di chuyển từ tiền gửi VND sang tài sản ngoại tệ sẽ xảy ra và gây cản trở cho hoạt động của các NHTM và hệ thống doanh nghiệp bởi tình trạng mất cân đối bảng cân đối tài sản của hệ thống NHTM.

- Một số hệ lụy của chính sách tài khoá và chính sách tiền tệ mở rộng năm 2009

Việc phân tích thực trạng sử dụng chính sách tài khoá và chính sách tiền tệ thời gian qua cho thấy, mặc dù các chính sách tài khoá và tiền tệ đã được tận dụng tối đa với những tác động riêng biệt cũng như phối hợp, nhưng những giới hạn chính sách đang làm hạn chế những tác động tích cực và làm nảy sinh những hệ lụy cho thời gian tới. Nhìn trên tổng thể có thể rút ra các nhận định như sau:

- Thứ nhất, áp lực của bội chi ngân sách và nguy cơ hiệu ứng thoái lui đầu tư tư nhân.

Trong trường hợp chi tiêu chính phủ mở rộng, lãi suất sẽ bị đẩy lên và triệt tiêu những cố gắng nới lỏng các điều kiện tiền tệ cho đầu tư của các doanh nghiệp. Với mức bội chi

thực tế ước lên tới 8% GDP (khi sử dụng tối đa các gói kích cầu) và 80-90% nguồn vốn bù đắp ngân sách chủ yếu từ thị trường vốn trong nước (Hình 1), mặt bằng lãi suất sẽ chịu áp lực của nhu cầu vốn, mà đầu tiên là lãi suất tiền gửi ngân hàng. Điều này cho thấy đến tháng 11/2009, các đợt phát hành trái phiếu chính phủ vẫn chưa thành công do sự chênh lệch giữa lãi suất thị trường yêu cầu với lãi suất chào thầu của trái phiếu chính phủ, và làm giảm tác động tích cực của thị trường trái phiếu chính phủ đối với thị trường vốn. Tuy vậy, việc các ngân hàng cố gắng huy động vốn cho yêu cầu giải ngân gói hỗ trợ lãi suất cũng như mở rộng cho vay tiêu dùng đang gây sức ép đối với chính mặt bằng lãi suất tiền gửi, đặc biệt trong 3 tháng trở lại đây. Khi mặt bằng lãi suất tiền gửi tăng, giá các khoản vay nợ của Chính phủ sẽ trở nên đắt hơn. Tình trạng này tạo nên vòng xoáy tăng lãi suất, dẫn tới suy giảm đầu tư tư nhân. Áp lực tăng lãi suất tiền gửi là rất cao khi khối lượng nợ công dự tính trong năm 2009 để bù đắp thiếu hụt ngân sách gần 64.000 tỷ đồng. Trong đó, kế hoạch phát hành trái phiếu chính phủ năm 2009 là 26.000 tỷ đồng, phần bổ sung cho mục tiêu kích cầu

Bảng 2: Kết quả phát hành trái phiếu chính phủ năm 2009 Đơn vị: tỷ đồng

Đợt phát hành	Khối lượng dự kiến	Khối lượng trúng thầu	Lãi suất đăng ký	Lãi suất trúng thầu	Chênh lệch
1/2009	1.500	1.500	8%-12%	8%-8,15%	0
2/2009	5.000	1.000	>8%	6,7%	4.500
5/2009	2.000	469,7	7,8%-8,5%	7,5%	1.530,3
6/2009	4.000	200	>8,7% và >9%	8,7%	3.800
7/2009	6.000	200	>9% và >10%	9%-9,29%	5.800
11/2009	4.000	255	9,8%-10,5%	9% và 9,9%	3.745
12/2009	3.900	20,5	11%	11%	3.879,5
Tổng	26.000	2.745,2			23.254,8
Tỷ lệ trúng thầu					10,56%

Nguồn: Bộ Tài chính



tăng thêm là 20.000 tỷ đồng, phần chuyển nguồn trái phiếu chính phủ từ năm 2008 sang 2009 là 7.700 tỷ đồng. Bên cạnh đó, Chính phủ VN cũng đang triển khai kế hoạch phát hành trái phiếu USD với giá trị 1 tỷ USD ở thị trường trong nước. Việc không thực hiện được kế hoạch phát hành trái phiếu chính phủ năm 2009 (tỷ lệ trúng thầu là 2745,2 tỷ đồng/26.000 tỷ đồng chỉ đạt 10,56%) một phần phản ánh sự thiếu hấp dẫn của trái phiếu chính phủ do lãi suất trúng thầu thấp so với lãi suất đăng ký nhưng mặt khác, phản ánh phần nào tình trạng căng thẳng thanh khoản trên thị trường vốn hiện nay và cảnh báo sự thiếu hụt nguồn để cân bằng ngân sách. Chính sách mở rộng chi tiêu chính phủ sẽ bị giới hạn ngay từ khâu tìm kiếm nguồn bù đắp (Bảng 2).

Với mục tiêu theo đuổi chính sách kích cầu kinh tế, các nước vẫn tiến hành song song cả hai: duy trì dấu hiệu chính sách tiền tệ nới lỏng và mở rộng chi tiêu chính phủ, chấp nhận mức bội chi ngân sách ở mức cao, tuy nhiên tỷ lệ chi so với thu nhập quốc dân là khác nhau. Theo số liệu thống kê của IMF, ở các nước phát triển thuộc G20, mức kích thích này chỉ chiếm 2% GDP nhưng đem lại mức bội chi dự tính tới 10,2% năm 2009 (mức thâm hụt lớn nhất trong vòng hơn 50 năm qua). Trong đó, mức thâm hụt lớn nhất là Mỹ với 13,5% GDP, sau đó là Anh với 11,6% và Nhật 10,3% GDP. Song song với chính sách mở rộng chi tiêu chính phủ, mặt bằng lãi suất được duy trì ở mức thấp (lãi suất qua đêm của Nhật là 0,1%, FED tuyên bố duy trì lãi suất liên bang ở mức 0,25%) nhằm tạo nên môi trường

đầu tư thuận lợi và thể hiện một cam kết dài hạn của NHTW về chính sách tiền tệ nới lỏng.

Tuy vậy, điểm khác biệt căn bản giữa nền kinh tế VN và các nền kinh tế khác là ở chỗ, áp lực đối với ngân sách chính phủ tồn tại thường xuyên và luôn có xu hướng tăng lên trước khi nền kinh tế rơi vào suy thoái với mức bội chi hàng năm trên dưới 5%/GDP. Theo dự toán năm 2010, mức bội chi NSNN là 6,5%/GDP. Trong bối cảnh thâm hụt, cơ cấu chi, hiệu quả chi và khả năng kiểm soát chi thể hiện các dấu hiệu thiếu bền vững của ngân sách chính phủ bởi các khoản chi tiêu của Chính phủ không tạo nên nguồn thu trong tương lai và gây sức ép cho chuỗi bội chi mới.

• *Thứ hai, áp lực của lạm phát và hiệu quả sử dụng vốn của nền kinh tế.*

Sau 3 tháng cuối năm 2008, chỉ số CPI so với các tháng trước giảm, tỷ lệ này bắt đầu tăng lên và tốc độ tăng ngày càng cao những tháng gần đây, bắt đầu tăng từ tháng 4/2009 và đến tháng 12/2009 tăng 1,38% so với tháng 11/2009 và 6,25% so với tháng 12/2008. Lạm phát bình quân 12 tháng năm 2009 so với cùng kỳ năm 2008 cao hơn 6,88%. Để đạt được mức tăng trưởng kinh tế năm 2009 và trong điều kiện đường tổng cung của VN rất dốc, lượng tiền kích cầu sẽ làm cho giá cả tăng lên cao hơn mức tăng thu nhập. Việc chấp nhận mức lạm phát nhất định cho mục tiêu kích thích kinh tế là lựa chọn tất yếu. Vấn đề là mức lạm phát phải được duy trì ở mức hợp lý căn cứ vào mức độ chịu đựng của nền kinh tế mà không phá hủy thành quả kích cầu đã đạt được. Điều này phụ thuộc vào mục tiêu của

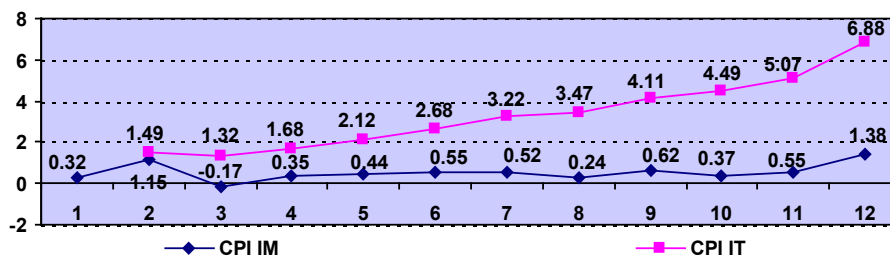
việc sử dụng các khoản vốn kích cầu và mức độ hấp thụ vốn của các đối tượng sử dụng không chỉ trong ngắn hạn mà cả trung và dài hạn.

Nếu nhìn tổng thể, tác dụng của lượng vốn kích cầu thời gian qua là giúp cho hệ thống doanh nghiệp (không phân biệt mức độ rủi ro, năng lực quản trị) không rơi vào đồ vỡ hàng loạt và tránh cho nền kinh tế rơi sâu vào chu kỳ suy thoái. Xu hướng mở rộng chi tiêu chính phủ kèm theo các dấu hiệu nới lỏng kiểm soát tiền tệ kéo dài sẽ gặp phải cản trở lớn là hiệu quả đầu tư của khu vực sản xuất vật chất. Với chỉ số ICOR biến động từ 4-5 (tùy phương pháp xác định), hiệu quả phân bổ và sử dụng vốn của nền kinh tế là rất hạn chế so với các nước trên thế giới và trong khu vực cùng điều kiện. Như vậy, giới hạn chính sách nằm ở chỗ: (i) Nguy cơ tái lạm phát là rõ ràng khi tiếp tục thực hiện mục tiêu kích cầu trong điều kiện hiện tại mà không có giải pháp dài hạn hơn để đảm bảo chắc chắn nguồn vốn tới được nguồn sinh lời hiệu quả và có khả năng tái tạo nguồn thu trong tương lai; (ii) Làm mất cơ hội sàng lọc và cơ cấu lại hệ thống doanh nghiệp khi việc cung ứng vốn trong bối cảnh ứng cứu không cho phép sử dụng đầy đủ quy trình thẩm định và lựa chọn người vay; và (iii) Rủi ro thu hồi vốn vay và sự giảm sút khả năng đáp ứng các nghĩa vụ nợ khác của doanh nghiệp khi nguồn vốn tự điều chỉnh dòng chảy sang các lĩnh vực đầu tư rủi ro. (Hình 4)

2. Điều chỉnh chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ khi thực hiện gói kích thích kinh tế trong thời gian tới

Gói kích thích kinh tế của năm 2009 đã góp phần giải quyết được một số vấn đề của năm 2010 về

Hình 4: Lạm phát các tháng năm 2009



Nguồn: Tổng cục Thống kê

tăng trưởng và ổn định kinh tế, nhưng những hệ quả tiêu cực mà nó để lại tương đối dài cả đối với khả năng tăng trưởng kinh tế bền vững cũng như khả năng ổn định kinh tế vĩ mô. Vì vậy, khi quyết định triển khai các biện pháp kích thích kinh tế các năm tiếp theo cần phải cân trọng và có những điều chỉnh cơ bản sau:

- Thứ nhất, về quy mô kích cầu và hướng sử dụng chính sách.

Với quy mô kích cầu được tính toán có thể lên tới 10% GDP, gánh nặng nợ công đối với ngân sách chính phủ đang tiến dần tới ngưỡng nguy hiểm khi xem xét đến các nguồn tài trợ thâm hụt truyền thống. Những thất bại liên tiếp của các đợt phát hành trái phiếu chính phủ năm 2009 là dấu hiệu phản ánh mức độ bội chi ngân sách cần được giới hạn lại. Năm 2010, để đáp ứng nguồn tài trợ thâm hụt, Kho bạc buộc phải đẩy lãi suất đấu thầu lên, gây áp lực mạnh lên mặt bằng lãi suất. Để giải quyết

bài toán nguồn tài trợ ngân sách, có thể sử dụng phối hợp nguồn tài trợ ngân sách từ thị trường trong nước và thị trường nước ngoài. Sử dụng chính sách vay nợ nước ngoài nhằm tạo nguồn cho các khoản chi tiêu của Chính phủ sẽ giải quyết được các bài toán đặt ra: bù đắp thâm hụt ngân sách; hạ thấp mặt bằng lãi suất, cân bằng thị trường ngoại hối... Các chỉ tiêu giám sát nợ nước ngoài của Chính phủ VN cho thấy VN vẫn còn khả năng vay nợ nước ngoài trong phạm vi an toàn (Bảng 3). Tuy nhiên, cũng cần tính tới những ảnh hưởng tiêu cực của chính sách vay nợ nước ngoài liên quan đến việc giảm tỷ giá, hạn chế hoạt động xuất khẩu, làm trầm trọng thêm tình trạng thâm hụt cán cân thương mại mặc dù trước mắt đây là nguồn bù đắp thâm hụt cán cân vãng lai. (bảng 4)

- Thứ hai, áp dụng ngay các giải pháp nhằm hạn chế rủi ro tín dụng đối với gói hỗ trợ lãi suất. Hoàn thiện cơ chế quản trị rủi ro và nâng cao hiệu quả, quyền lực của thanh

tra, giám sát ngân hàng.

Cần tăng cường kiểm soát chất lượng tín dụng đối với các khoản tín dụng hỗ trợ lãi suất ngắn hạn sẽ đến hạn. Kết thúc năm 2009, tổng mức tín dụng tăng lên 37,73%, tổng các phương tiện thanh toán tăng 28,67%, lạm phát ở mức 6,88%. Vì vậy, NHNN đưa ra chủ trương kiểm soát tín dụng cho các mục tiêu kinh doanh chứng khoán và bất động sản đồng thời khống chế dư nợ tín dụng trong phạm vi 25-30% năm 2010. Giải pháp này là rất cần thiết để chấn chỉnh lại kỷ cương và quy trình cấp tín dụng, hạn chế rủi ro tín dụng cho những khoản tín dụng đã được cấp đồng thời tạo sức ép buộc các ngân hàng phải tuân thủ các yêu cầu thẩm định vay vốn, khống chế và kiểm soát rủi ro theo yêu cầu của Basel II. Tuy nhiên, việc thắt chặt tín dụng có thể có phản ứng phụ làm cho các doanh nghiệp rơi vào tình trạng thiếu hụt thanh khoản, nợ nần dây dưa. Kết quả là tỷ lệ nợ quá hạn tiếp tục tăng lên. Mặt khác, yêu cầu

Bảng 3: Các chỉ tiêu giám sát nợ nước ngoài của Chính phủ VN

STT	Chỉ tiêu %	2004	2005	2006	2007	2008
1	Tổng dư nợ nước ngoài so với GDP	37.2	32.2	31.4	32.5	29.8
2	Nợ nước ngoài khu vực công/GDP	29.9	27.8	26.7	28.2	25.1
3	Nghĩa vụ trả nợ /XK hàng hóa	5.5	4.8	4	3.8	3.3
4	Nghĩa vụ trả nợ/nguồn thu NSNN	4.9	4.1	3.7	3.6	3.5
5	Dự trữ ngoại tệ/dư nợ ngắn hạn	1.943	4.075	6.380	10.177	2.808
6	Nghĩa vụ trả nợ dự phòng/thu NSNN	5.3	5.2	4.5	4.6	4.7

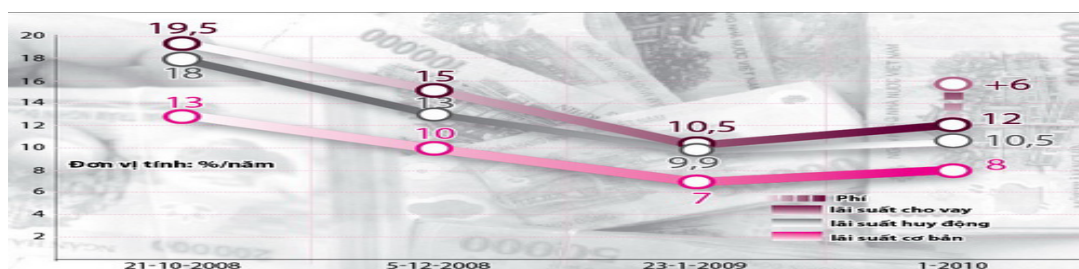
Nguồn: www.mof.gov.vn

Bảng 4: Dư nợ, rút vốn và nước ngoài của Chính phủ và được Chính phủ bảo lãnh 2004-T6/2009

(Đơn vị tính: triệu USD)

	2006	2007	2008	30-6-2009
Dư nợ	15.641,33	19.252,55	21.816,50	23.622,72
- Nợ Chính phủ	14.610,15	17.270,60	18.916,05	19.945,38
- Nợ CP bảo lãnh	1.031,18	1.981,95	2.900,46	3.677,34
Rút vốn trong kỳ	1.477,11	2.814,60	3.104,08	1.725,54
- Nợ Chính phủ	1.251,97	1.905,57	1.995,51	1.002,33
- Nợ CP bảo lãnh	225,14	919,09	1.108,58	723,20
Tổng trả nợ trong kỳ	764,50	885,90	1.103,88	600,94
- Nợ Chính phủ	601,53	701,40	820,78	422,98
- Nợ CP bảo lãnh	162,97	184,50	283,10	177,96

nhưng đồng thời nói rộng thêm trần lãi suất huy động và cho vay để đưa cung cầu tín dụng trên thị trường về mức cân bằng hơn. Biện pháp này sẽ giải quyết vấn đề căng thẳng thanh khoản. Cơ chế thị trường sẽ đưa dòng tiền về những nơi tạo ra giá trị nhất mà không gây ra lạm phát cao. Ngoài ra, trong thời kỳ kinh tế gặp khó khăn, tăng tín dụng thường thấp hơn khá nhiều so với tăng trưởng cung tiền M2 nên vẫn chưa thể gây nên lạm phát ngay. Về lâu dài chỉ có giải quyết vấn đề



Nguồn: Báo Tuổi trẻ ngày 30/01/2010

thắt chặt tín dụng cũng có nghĩa là đình hoãn hạn chế giải ngân gói hỗ trợ lãi suất trung và dài hạn.

Trong điều kiện này, cần có quan điểm linh hoạt khi thực hiện chủ trương thắt chặt tín dụng. Trước hết, giới hạn tín dụng không nên áp dụng đồng loạt đối với tất cả các ngân hàng mà tùy thuộc vào quy mô ngân hàng và chất lượng tín dụng cụ thể của từng ngân hàng. Mức dư nợ không chế 27% là áp dụng cho cả hệ thống NHTM. Thứ hai, không nên quá coi trọng tỷ lệ và chỉ nhằm mục tiêu đạt được tỷ lệ tăng trưởng dư nợ tín dụng mà cần tập trung vào khâu kiểm soát sao cho vốn tín dụng được sử dụng hiệu quả nhất. Thứ ba, đối tượng sử dụng tín dụng cần được kiểm soát chặt chẽ, tránh tình trạng rủi ro đạo đức nảy sinh trong trường hợp nguồn tín dụng trở nên khan hiếm.

Thời gian qua, xuất hiện tình trạng căng thẳng thanh khoản trong

hệ thống ngân hàng. Lãi suất trên thị trường liên ngân hàng đã lên tới trên 12%/năm. Trong khi đó, nhu cầu tín dụng vào cuối năm thường tăng cao. NHNN đang đứng trước những lựa chọn khó khăn, một mặt kiềm chế tăng trưởng tín dụng để phòng ngừa nguy cơ lạm phát, mặt khác phải tăng cung tiền để đảm bảo thanh khoản trong hệ thống ngân hàng, cung cấp tín dụng để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Vì vậy, trong năm 2010 với mục tiêu tăng trưởng tín dụng mới, NHNN nên xem xét chính sách điều hành lãi suất theo hướng tự do hơn, với mức lãi suất cơ bản và mở rộng khung lãi suất sát với tình hình cung cầu vốn tín dụng thị trường, như vậy, các doanh nghiệp và ngân hàng lại được tiếp cận tín dụng một cách dễ dàng và hiệu quả hơn.

Ngoài ra, để giải quyết tình trạng hiện nay giải pháp hợp lý của NHNN là tăng thêm cung tiền

mất cân đối trong nền kinh tế, tăng hiệu quả sử dụng vốn mới có thể duy trì được sự phát triển ổn định lâu dài cho nền kinh tế.

- Thứ ba, xây dựng một ngân sách bền vững và cải thiện hiệu quả sử dụng vốn.

Khi kinh tế thế giới phục hồi, xu hướng tăng giá sẽ diễn ra. Bội chi ngân sách năm 2009 ở mức 6,9% GDP. Nếu cứ duy trì mức bội chi cao sẽ không an toàn cho nền kinh tế, tiềm ẩn mất cân đối vĩ mô. Hiện nay, tăng trưởng của nền kinh tế vẫn phụ thuộc chính vào tăng đầu tư. Tổng mức đầu tư toàn xã hội chiếm hơn 42% GDP, trong khi GDP chỉ đạt trên 5%, dẫn tới hệ số ICOR cao, năm 2009 trên 8 (năm 2008 chỉ ở mức 6,6).

• Xây dựng một ngân sách bền vững trên cơ sở cấu trúc nguồn thu, kiểm soát bội chi hợp lý.

Xác lập cấu trúc nguồn thu hợp lý và bền vững: trên cơ sở củng cố

các nguồn thu từ thuế, phí và lệ phí và mở rộng các nguồn thu từ vay nợ trong và ngoài nước. Tiến trình cải cách thuế trong giai đoạn tới sẽ hướng vào chiều sâu hơn, với việc rà soát và hoàn thiện nội dung của các loại thuế, nhằm tạo ra sự đồng bộ trong toàn hệ thống, từ đó tăng cường cơ chế kiểm tra giám sát mở rộng nguồn thu và hạn chế thất thu. Đặc biệt trong thời gian tới, các cơ quan chuyên môn của nhà nước sẽ tập trung vào 2 loại thuế là thuế TNDN và thuế TNCN có tiềm năng thu lớn. Đối với nguồn vốn tài trợ, nguồn vốn vay trong nước phải điều chỉnh trong giới hạn không gây chèn lấn thị trường huy động vốn của lĩnh vực kinh tế tư, và lãi suất thị trường, đồng thời cần chú trọng nguồn vốn huy động từ bên ngoài vì nó có một vai trò rất quan trọng trong đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng. Tuy nhiên, theo số liệu thống kê, từ năm 2010 trở đi nước ta đã ra khỏi nhóm các nước nghèo, gia nhập nhóm các quốc gia có thu nhập trung bình, các nguồn vốn vay ưu đãi sẽ giảm dần cho nên VN phải gia tăng tiếp cận các nguồn vay mang tính thương mại. Để đảm bảo hiệu quả bền vững khi mở rộng nguồn tài trợ nước ngoài cần thiết phải gia tăng tính minh bạch, trách nhiệm giải trình, tăng cường cơ chế giám sát bên ngoài và sự tham gia của người dân vào quá trình quyết định chính sách dự án đầu tư sử dụng vốn.

Cải cách phân cấp ngân sách theo hướng phi tập trung hóa, chuyển đổi phương thức quản lý chi tiêu công và kiểm soát bội chi ngân sách: Việc đẩy mạnh phân cấp theo hướng phi tập trung hóa là rất cần thiết, nhằm tăng cường sự chủ động cho các cấp chính quyền và các cơ quan nhà nước trong việc khai thác các nguồn lực tài chính và chịu trách nhiệm về chất lượng các dịch vụ hàng hóa công cung cấp cho xã hội. Hơn nữa, với sức ép của tiến trình phát triển kinh tế cạnh tranh và hội nhập, với đòi hỏi ngày càng cao về chất lượng hàng hóa công, việc chuyển đổi phương thức quản lý chi tiêu công theo kết quả đầu ra là cần thiết. Trong thời gian tới, với tác động có độ trễ của chính sách tài khóa mở rộng kích cầu chống suy thoái kinh tế năm 2009, chúng ta cần phải thực hiện chính sách bội chi ngân sách thận trọng để ngăn chặn các cú sốc. Mức bội chi NSNN cần thiết phải giảm thấp hơn mức giới hạn phổ biến 5% GDP, để bù lại phần bội chi quá mức các năm trước đã xảy ra.

- Hiệu quả sử dụng và hấp thu vốn đầu tư của nền kinh tế cũng là tác nhân làm giảm hiệu lực tác động của các chính sách kích cầu.

Trong thực tế, để tăng được 1 đồng GDP, vốn đầu tư khu vực DNNN phải tăng lên 8 đồng và vốn đầu tư khu vực ngoài nhà nước tăng lên 4,5-5 đồng. Điều này đến

lượt nó lại gây áp lực đối với lạm phát trong nước. Vì vậy, trong thời gian trước mắt, cần tập trung vào tái cơ cấu doanh nghiệp VN, đặc biệt là các DNNN, nâng cao hiệu quả sử dụng vốn đầu tư, đặc biệt nguồn đầu tư từ ngân sách. Rà soát lại hệ thống DNNN, kiên quyết cắt bỏ các DNNN làm ăn thua lỗ. Song song với việc nói lỏng các công cụ chính sách cần triển khai quyết liệt các giải pháp nâng cao hiệu quả sử dụng vốn đầu tư. Và điều này lại phụ thuộc vào các yếu tố: trình độ trang bị kỹ thuật; nguồn nhân lực, cơ sở hạ tầng●

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Economics seventh edition – David Begg
- Học thuyết Keynes và suy thoái kinh tế
- John Maynard Keynes, The General Theory of Employment, interest and money, Macmillan Cambridge University Press, for Royal Economic Society in 1936.
- J. Stiglitz, Bài học từ cuộc khủng hoảng toàn cầu.
- Chính sách tiền tệ đối với ổn định và phát triển kinh tế - xã hội trong bối cảnh khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế thế giới – TS. Nguyễn Văn Giàu
- Thông tin wed của Bộ tài chính (www.mof.gov.vn), NHNN (www.sbv.gov.vn), <http://vneconomy.com.vn>; <http://saga.com.vn>

