



PHỐI HỢP CHÍNH SÁCH TÀI KHÓA VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TẠO MÔI TRƯỜNG PHÁT TRIỂN CHO DOANH NGHIỆP

TS. NGUYỄN ĐỨC TRUNG - Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Chính sách vĩ mô nói chung, trong đó chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ nói riêng là công cụ quan trọng trong điều hành, quản lý kinh tế vĩ mô của bất kỳ một quốc gia nào. Hai chính sách này tuy có những khuôn khổ thực thi riêng nhưng khi phối hợp hài hòa lại tạo ra hiệu quả rất lớn trong việc thực hiện các mục tiêu kinh tế quan trọng. Tại Việt Nam, sự phối hợp chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ đã có những bước tiến bộ đáng kể trong những năm gần đây và trở nên gắn kết chặt chẽ hơn sau Quyết định số 1317/QĐ-TTg về phê duyệt Đề án cải cách cơ chế phối hợp trong quản lý và điều hành kinh tế vĩ mô. Bài viết tập trung phân tích khung khổ lý thuyết liên quan đến sự phối hợp 2 chính sách này và đánh giá kết quả phối hợp trong thời gian qua.

• Từ khóa: Chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ, Ổn định kinh tế vĩ mô.

Khuôn khổ lý thuyết về phối hợp chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa

Chính sách tài khóa (CSTK) và chính sách tiền tệ (CSTT) là hai chính sách vĩ mô quan trọng nhất nhằm đạt được các mục tiêu kinh tế - xã hội của Chính phủ. Quá trình cụ thể hóa các mục tiêu được thực hiện thông qua các công cụ chính sách. CSTK chỉ có hai công cụ chính là chi tiêu chính phủ và thuế, còn CSTT lại có nhiều công cụ hơn bao gồm, lãi suất chiết khấu (cửa sổ chiết khấu), nghiệp vụ thị trường mở và dự trữ bắt buộc. Các công cụ này thông qua một cơ chế truyền dẫn nhất định tác động đến mục tiêu chính sách. Việc phối hợp CSTK và CSTT nhằm đạt được các mục tiêu chung là:

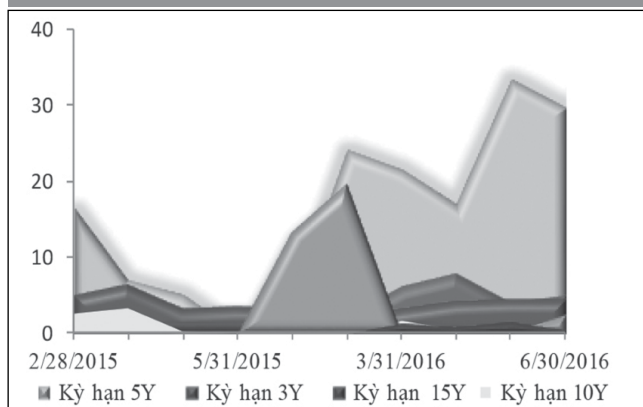
Một là, *tăng tính hiệu lực của chính sách*: CSTK hay CSTT đều được thực hiện dựa trên một số công cụ chính sách nhất định mà mỗi công cụ này có hiệu lực đối với một, hoặc một số mục tiêu nhất định. Chẳng hạn như công cụ thuế của CSTK có ảnh hưởng nhiều hơn đối với quyết định đầu tư vào máy móc, thiết bị của doanh nghiệp (DN), trong khi công cụ lãi suất của CSTT lại có ảnh hưởng nhiều hơn đối với đầu tư của hộ gia đình (nhất là đầu tư vào bất động sản). Theo quy tắc Tinbergen, để đạt được các mục tiêu chính sách thì số lượng các công cụ chính sách tối thiểu phải bằng số lượng các mục tiêu. Do đó, việc phối hợp hai CSTK và CSTT sẽ làm tăng số lượng các

công cụ chính sách sẵn có, giúp tăng tính hiệu lực chung của chính sách kinh tế vĩ mô.

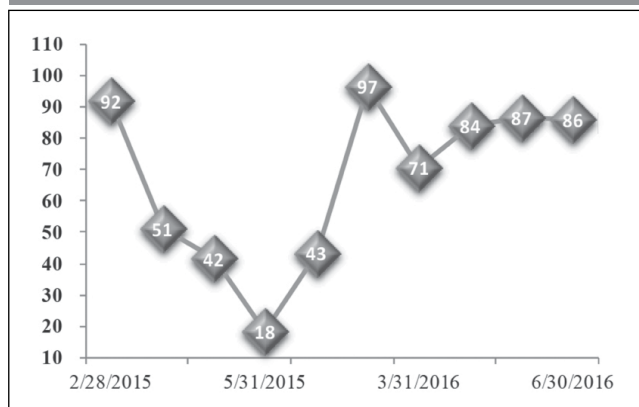
Hai là, *khắc phục độ trễ và tăng tính linh hoạt của chính sách*: Theo phân tích của James Daniel et al. (2006), công cụ lãi suất của CSTT là biến số và dễ điều chỉnh tăng giảm. CSTT cũng có thể điều chỉnh từng ngày một, đóng vai trò như công cụ tinh chỉnh của chính sách kinh tế vĩ mô (Laurens and G. de la Piedra, 1988). Trong khi đó, tính linh hoạt của CSTK lại kém hơn. Những quyết định của CSTK đòi hỏi thời gian dài không chỉ trong việc ra quyết định mà còn trong việc thực thi quyết định (được gọi là độ trễ trong). Chẳng hạn như, việc thay đổi mức thuế suất, thêm hay bớt một sắc thuế đòi hỏi quá trình chuẩn bị, soạn thảo và thông qua của Quốc hội; hay việc quyết định các dự án đầu tư hạ tầng cũng đòi hỏi phải có nghiên cứu khả thi, tính toán lợi ích - chi phí... Chưa kể, CSTK liên quan đến nguồn vốn ngân sách, do đó vẫn phải có tính toán nguồn vốn và phân bổ nguồn vốn giữa các mục tiêu. Vì vậy, CSTK không đáp ứng được yêu cầu xử lý các tình huống nhanh chóng. Đối lại, CSTK lại có khả năng tác động đến tổng cầu nhanh hơn so với CSTT (gọi là độ trễ ngoài), do CSTT chỉ có thể tác động gián tiếp đến tổng cầu thông qua hành vi của DN và hộ gia đình. Hơn nữa, ở những nước có hệ thống tài chính kém phát triển, thì mối quan hệ giữa lãi suất ngắn hạn và lãi suất dài hạn không



HÌNH 1: TRÁI PHIẾU PHÁT HÀNH THEO KỶ HẠN (Tỷ đồng)



HÌNH 2: TỶ LỆ TRÚNG THẦU TPCP DO KBNN PHÁT HÀNH (%)



Nguồn: Tổng hợp của tác giả

thực sự chặt chẽ và do đó, việc CSTT thay đổi lãi suất ngắn hạn có thể ảnh hưởng không nhiều đến thành phần đầu tư trong tổng cầu.

Ba là, giúp ổn định kỳ vọng của nền kinh tế: Trong trường hợp phải ổn định lạm phát kỳ vọng và kiểm chế lạm phát thì bản thân CSTT không hiệu quả, nếu như CSTK không có những động thái phối hợp để phát đi một tín hiệu chung về quyết tâm kiểm soát lạm phát của Chính phủ. Eijffinger & Haan (1996) cho rằng, nếu thâm hụt ngân sách kéo dài, dân chúng sẽ gia tăng kỳ vọng về lạm phát trước khi mức nợ công vượt quá giới hạn an toàn. Bởi kỳ vọng rằng, trước sau ngân hàng Trung ương cũng sẽ phải tăng cung tiền để tài trợ cho thâm hụt ngân sách. Khi đó, thiệt hại về tăng trưởng kinh tế do những biện pháp thắt chặt nhằm kiểm soát lạm phát bằng việc tăng lãi suất sẽ cao hơn nhiều so với trường hợp thâm hụt ngân sách thấp (Laurens and G. de la Piedra, 1988).

Phối hợp tạo môi trường kinh doanh hỗ trợ doanh nghiệp phát triển bền vững

Trong những năm gần đây, CSTK phối hợp chặt chẽ với CSTT hướng tới mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô, tạo điều kiện phát triển sản xuất kinh doanh, thúc đẩy tăng trưởng và hỗ trợ quá trình tái cấu trúc hệ thống ngân hàng. Cụ thể:

- Chính sách thu ngân sách nhà nước (NSNN) đã được điều chỉnh theo hướng tăng cường tiềm lực tài chính cho DN thông qua việc giảm bớt nghĩa vụ thuế cho DN và người dân, tạo thêm nguồn lực cho DN tái đầu tư mở rộng sản xuất - kinh doanh. Trong bối cảnh NSNN được dự báo khó khăn hơn trong giai đoạn trước, Chính phủ vẫn thực hiện giảm nghĩa vụ nộp thuế đối với DN và cá nhân sớm hơn lộ trình để hỗ trợ DN. Theo đúng lộ trình, đến năm 2020, thuế thu nhập DN mới đưa về mức thuế suất 20% từ mức 28% năm 2009.

Tuy nhiên, kể từ ngày 1/1/2016, thuế thu nhập DN đã được điều chỉnh xuống mức 20%, sớm hơn so với kế hoạch 4 năm. Việc triển khai vẫn được thực hiện theo đúng lộ trình ngay cả khi theo dự toán NSNN 2016, thu xuất nhập khẩu và thu từ dầu thô dự báo giảm (theo dự toán 2016 bằng xuất phát từ biến động giá thế giới và lộ trình cắt giảm thuế quan theo các cam kết hội nhập quốc tế đã cho thấy những nỗ lực của Chính phủ trong việc hỗ trợ sản xuất kinh doanh).

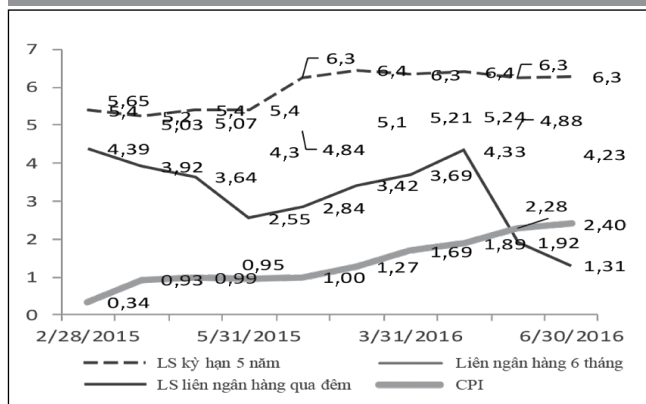
Theo đúng lộ trình, đến năm 2020, thuế thu nhập doanh nghiệp mới đưa về mức thuế suất 20% từ mức 28% năm 2009. Tuy nhiên, kể từ ngày 1/1/2016, thuế thu nhập doanh nghiệp đã được điều chỉnh xuống mức 20%, sớm hơn so với kế hoạch 4 năm.

- CSTK hỗ trợ việc tái cấu trúc hệ thống ngân hàng thương mại (NHTM). Nỗ lực cắt giảm thuế thu nhập DN, giảm số giờ nộp thuế, đẩy mạnh tuyên truyền, hỗ trợ tư vấn pháp luật về thuế giảm áp lực lên hệ thống DN, góp phần xử lý các khoản nợ xấu cũ và ngăn chặn các khoản nợ xấu mới phát sinh. Việc giảm thuế đối với bản thân hệ thống NHTM cũng giúp hệ thống có thêm nguồn lực để củng cố hoạt động. Việc thu cổ tức từ phần vốn góp tại các tập đoàn nhà nước và NHTM nhà nước cũng được thực hiện thận trọng, linh hoạt vừa đảm bảo nguồn thu cho NSNN nhưng không ảnh hưởng tới hoạt động kinh doanh của các đơn vị này.

- Chính sách chi ngân sách được điều hành chặt chẽ, thực hiện phân bổ có hiệu quả các nguồn lực hỗ trợ mục tiêu ổn định tiền tệ. Các khoản chi NSNN được kiểm soát chặt chẽ hơn, đảm bảo hiệu quả, tiết kiệm chi NSNN, từ đó góp phần ổn định kỳ vọng lạm phát của thị trường.



HÌNH 3: BIẾN ĐỘNG LÃI SUẤT VND LIÊN NGÂN HÀNG VÀ LÃI SUẤT TRÚNG THẦU TPCP (%)



- CSTT đã hỗ trợ tích cực cho phát hành trái phiếu chính phủ (TPCP) suốt thời gian qua. Xét trên góc độ lý thuyết cũng như thực tế, dòng tiền từ TPCP có đóng góp đặc biệt quan trọng của đầu tư từ khu vực ngân sách, từ đó tạo ra nền tảng cho các hoạt động đầu tư của khu vực tư nhân. Ý thức được vấn đề này, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã nỗ lực mở rộng thanh khoản của hệ thống tổ chức tín dụng (TCTD), bởi khách hàng chính mua TPCP trên thị trường sơ cấp là các TCTD. Cụ thể, trong 6 tháng đầu năm 2016, NHNN đã cung ứng lượng tiền lớn qua kênh mua ngoại tệ; đồng thời, chi hút về qua kênh tái cấp vốn với khối lượng nhỏ. Như vậy, NHNN đã “bơm” ròng cho nền kinh tế trong nửa đầu năm 2016. Nguồn thanh khoản được NHNN cung ứng thêm trên đã thúc đẩy các TCTD đầu tư mạnh mẽ hơn vào các thị trường tài chính, đặc biệt là thị trường TPCP. Khối lượng trúng thầu TPCP nhờ đó cũng đã tăng mạnh, trong khi lãi suất huy động lại giảm. Cụ thể:

(i) Trong 6 tháng đầu năm 2016, Kho bạc Nhà nước (KBNN) đã huy động thành công 201.871 tỷ đồng TPCP, đạt 82,85% kế hoạch phát hành của cả năm 2016, cao hơn nhiều so với mức độ hoàn thành kế hoạch của cùng kỳ năm trước (30%). Trong đó, trên 80% khối lượng đầu tư (tương đương khoảng 160 nghìn tỷ đồng) thuộc về hệ thống các NHTM. Tỷ lệ trúng thầu TPCP do KBNN phát hành cũng được cải thiện đáng kể so với cùng kỳ và duy trì ở mức rất cao (từ 70% -xấp xỉ 100%) trong suốt các tháng đầu năm 2016 (hình 2).

Kết quả trên, KBNN hoàn toàn có khả năng phát hành vượt kế hoạch trong năm 2016. Cho dù, KBNN chưa phát hành được trái phiếu ra thị trường quốc tế, trong khi thanh khoản của hệ thống ngân hàng trong nước lại tương đối dồi dào, quy định sử dụng nguồn vốn ngắn hạn để đầu tư, mua TPCP theo quy định của Thông

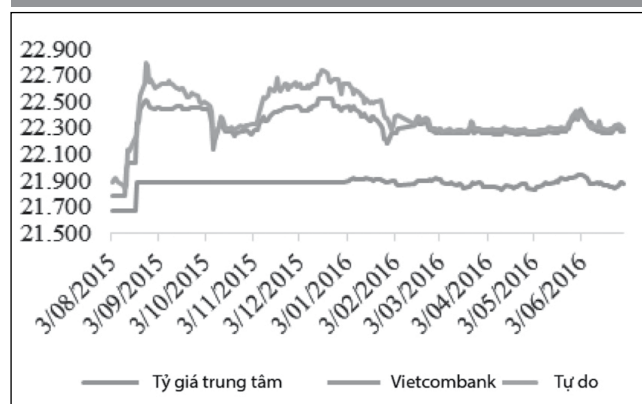
tư 36/2014/TT-NHNN sửa đổi cũng đã được nói rộng tỷ lệ và có hiệu lực kể từ ngày 1/7/2016. Nếu hoạt động này được triển khai, dự kiến thị trường TPCP sẽ còn sôi động hơn. Như vậy, NHNN đã giúp cho CSTK gia tăng giải ngân, từ đó kích thích tăng trưởng kinh tế và tạo môi trường kinh doanh thuận lợi hơn cho các DN.

(ii) Thanh khoản dồi dào ngoài tác dụng làm giảm lãi suất trên thị trường liên ngân hàng còn giúp hạ mặt bằng lãi suất huy động TPCP, từ đó tiết giảm hơn chi phí vay vốn của NSNN (hình 3). Lãi suất trúng thầu kỳ hạn 5 năm duy trì ở mức 6,4% trong suốt nửa cuối năm 2015 đã giảm dần xuống mức từ 6,1-6,3% trong 6 tháng đầu năm 2016. Mặc dù, lạm phát tổng thể đang gia tăng trong nửa đầu năm 2016 nhưng lãi suất TPCP lại giảm (Hình 3) cho thấy, NHNN đang rất nỗ lực thực hiện chỉ đạo giảm mặt bằng lãi suất trên thị trường theo chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ.

- Ổn định tỷ giá và thị trường ngoại hối đã hạn chế sự gia tăng của quy mô nợ quốc gia bằng đồng ngoại tệ. Đối với quốc gia đang phát triển như Việt Nam thì nhu cầu vốn cho đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng và an sinh xã hội là rất lớn. Trong điều kiện nguồn lực trong nước còn hạn chế thì việc vay nợ từ nước ngoài để bù đắp thâm hụt NSNN là tất yếu. Tuy nhiên, nếu tỷ giá biến động theo hướng giảm giá trị đồng nội tệ có thể khiến cho chi phí trả lãi tăng lên và đóng góp nhiều hơn vào quy mô nợ công.

Theo Bản tin nợ công số 4 của Bộ Tài chính, ngày 20/6/2016, với quy mô nợ Chính phủ và nợ Chính phủ bảo lãnh nước ngoài khoảng 48 tỷ USD (năm 2014), cứ 1% tăng tỷ giá VND/USD thì nợ công quy ra nội tệ sẽ tăng thêm khoảng 1.000 tỷ đồng. Như vậy, nỗ lực của NHNN trong việc vừa hạ mặt bằng lãi suất vừa ổn định tỷ giá (hình 3,4) đã hỗ trợ tích cực cho CSTK thực hiện các nhiệm

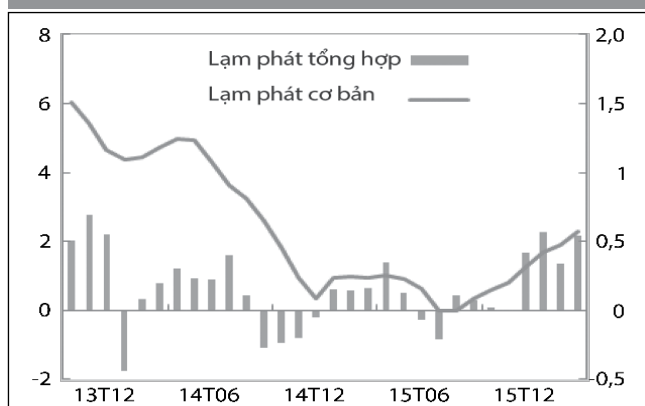
HÌNH 4: DIỄN BIẾN TỶ GIÁ (VND/USD)



Nguồn: Tổng hợp của tác giả



HÌNH 5: DIỄN BIẾN LẠM PHÁT 2014-2016. (%)



vụ NSNN và duy trì nợ công ở ngưỡng an toàn suốt thời gian qua. Bên cạnh đó, ổn định tỷ giá cũng giúp các DN chủ động hơn trong kế hoạch cũng như chiến lược kinh doanh.

Ngoài ra, NHNN còn điều hành linh hoạt CSTT, đảm bảo hỗ trợ thanh khoản hệ thống TCTD nhưng không gây ra áp lực lạm phát cho nền kinh tế. Điều này được phản ánh cụ thể qua diễn biến lạm phát cơ bản vẫn được duy trì ổn định trong suốt giai đoạn từ cuối 2015 và 6 tháng đầu năm 2016 (hình 6), trong bối cảnh lạm phát tổng thể liên tục tăng (hình 5).

Tính đến hết tháng 6/2016, lạm phát cơ bản ở mức 1,88%, thấp hơn nhiều mức 2,35% của lạm phát tổng thể. Diễn biến ổn định và ở mức thấp của lạm phát cơ bản cho thấy, không có áp lực của CSTT lên lạm phát. Điều này góp phần quan trọng vào khả năng hoàn thành mục tiêu lạm phát cả năm 2016 do Chính phủ đề ra (không vượt quá 5%). Kết quả trên tạo nhiều "dư địa" hơn cho việc phát hành TPCP với chi phí hợp lý để từ đó mở rộng CSTK. Đồng thời, trong nền kinh tế "neo" được lạm phát kỳ vọng, các DN sẽ an toàn hơn trong triển khai các dự án đầu tư trung dài hạn.

Một số vấn đề đặt ra

Việc tăng cường phối hợp trong điều hành chính sách vĩ mô trong thời gian qua mà cụ thể là việc phối hợp giữa CSTK và CSTT theo hướng tăng cường tính thống nhất, hiệu lực, hiệu quả quản lý kinh tế vĩ mô, ứng phó kịp thời hiệu quả với các biến động trong và ngoài nước, đã có những kết quả nhất định. Theo đó, kết quả rõ nét nhất là bảo đảm ổn định kinh tế vĩ mô, từ đó giúp các DN có cơ hội phát triển kinh doanh bền vững. Tuy nhiên, công tác phối hợp cũng còn một số những hạn chế sau:

Thứ nhất, việc phối hợp CSTK và CSTT mới

đang hướng đến việc giải quyết từng mục tiêu kinh tế vĩ mô ưu tiên trong từng thời điểm và đang bước đầu phối hợp để giải quyết đồng bộ tất cả các mục tiêu vĩ mô. Chẳng hạn, khi có nguy cơ lạm phát cao, việc tập trung vào các giải pháp chống lạm phát bằng CSTK - CSTT thắt chặt có thể khiến cho tốc độ tăng trưởng giảm. Tuy nhiên, khi lạm phát vừa có dấu hiệu bị đẩy lùi, chính sách kích thích tăng trưởng theo hướng nới lỏng tài khóa - tiền tệ, kích cầu đầu tư, kích cầu tiêu dùng đã được áp dụng triệt để, có thể khiến lạm phát bùng phát trở lại. Điều này có thể gây ra những ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động của các DN, đặc biệt là các DN quy mô lớn với nhiều dự án đầu tư trung dài hạn.

Thứ hai, chưa xây dựng được cơ sở khoa học trong việc quyết định lựa chọn CSTT hay CSTK là công cụ sẽ phát huy được tác động nhiều nhất đến tổng cầu, hoặc liều lượng tác động của từng công cụ đến tổng cầu bao nhiêu là hợp lý trong từng tình hình kinh tế cụ thể, nhất là trong bối cảnh suy thoái kinh tế hoặc lạm phát. Những vấn đề trên có thể trở thành thách thức cho sự phát triển của các DN.

Trong bối cảnh ngân sách nhà nước được dự báo khó khăn hơn trong giai đoạn trước, Chính phủ vẫn thực hiện giảm nghĩa vụ nộp thuế đối với doanh nghiệp và cá nhân sớm hơn lộ trình để hỗ trợ doanh nghiệp. Theo đúng lộ trình, đến năm 2020, thuế thu nhập doanh nghiệp mới đưa về mức thuế suất 20% từ mức 28% năm 2009.

Như vậy, để đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô và tạo môi trường kinh doanh cho DN phát triển bền vững trong bối cảnh kinh tế thế giới nhiều biến động trong giai đoạn hiện nay, đòi hỏi phải nhanh chóng tháo gỡ những bất cập còn tồn tại trong việc phối hợp giữa hai chính sách kinh tế vĩ mô quan trọng này; đồng thời, phải đặt trong mối quan hệ hài hòa với các chính sách kinh tế vĩ mô khác.

Tài liệu tham khảo:

1. Bộ Tài chính (2016), *Bản tin nợ công số 4, ngày 20/6/2016*, Hà Nội;
2. Eijffinger, S. C. W. & Haan, J. D (1996), *The political economy of central-bank independence, Special papers in international economics*;
3. James Daniel và các cộng sự (2006), *Fiscal Adjustment for Stability and Growth, Washington, D.C., International Monetary Fund*;
4. Laurens, B. & G. De La Piedra, E. (1988), *Coordination of Monetary and Fiscal Policies, Working Paper. IMF*;
5. Tổng cục Thống kê (2015), *Tình hình kinh tế - xã hội năm 2015*, Hà Nội.