

DIỄN ĐÀN NGHIÊN CỨU VỀ TÀI CHÍNH TIỀN TỆ

Ảnh hưởng của chính sách kinh tế vĩ mô đối với doanh nghiệp trong giai đoạn hiện nay

TS. TRƯƠNG QUỐC CƯỜNG

CHÍNH SÁCH TÀI KHOÁ (CSTK) VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ (CSTT) LÀ HAI CHÍNH SÁCH KINH TẾ VĨ MÔ QUAN TRỌNG ĐƯỢC NHIỀU CHÍNH PHỦ SỬ DỤNG TRONG QUẢN LÝ, ĐIỀU HÀNH KINH TẾ. VAI TRÒ CỦA CSTK VÀ CSTT Càng TRỞ NÊN ĐÁNG QUAN TÂM HƠN TRONG BỐI CẢNH HIỆN NAY, KHI NỀN KINH TẾ TOÀN CẦU VỪA TRÁI QUA GIAI ĐOẠN KHỦNG HOẢNG. THỰC TIỄN ĐANG ĐẶT RA YÊU CẦU ĐIỀU HÀNH CSTK VÀ CSTT NHẪM GIÚP CÁC DOANH NGHIỆP- TẾ BÀO CỦA NỀN KINH TẾ VƯỢT QUA GIAI ĐOẠN ĐẦY KHÓ KHĂN, THÁCH THỨC.



1. Vài nét về chính sách tài khoá và chính sách tiền tệ

CSTK là hệ thống các công cụ của chính sách kinh tế vĩ mô được Chính phủ sử dụng để huy động, phân phối và sử dụng có hiệu quả các nguồn lực tài chính nhằm thực hiện các mục tiêu kinh tế xã hội của quốc gia. Công cụ của CSTK thường được sử dụng bao gồm chi tiêu chính phủ (chi tiêu ngân sách), vay nợ chính phủ và thuế khóa. Nội dung cơ bản của CSTK là kiểm soát thu- chi ngân sách do những khoản thu, chi này có tác động trực tiếp đến tăng trưởng, lạm phát và nhiều chỉ số kinh tế vĩ mô khác. Vì vậy, CSTK tác động trực tiếp lên tổng cầu của nền kinh tế.

CSTT là một trong những chính sách kinh tế vĩ mô trong đó, ngân hàng trung ương (NHTƯ) thông qua các công cụ của mình để kiểm soát và điều tiết lượng tiền cung ứng hoặc lãi suất nhằm đạt được các mục tiêu kinh tế vĩ mô về giá cả, sản lượng và công ăn việc làm. Ổn định tiền tệ- kiểm soát lạm phát ở mức độ vừa phải là mục tiêu cơ bản, dài hạn và thậm chí là mục tiêu duy nhất của CSTT. Để thực hiện mục tiêu

của mình, NHTƯ thường sử dụng các công cụ như lãi suất, M2, dự trữ bắt buộc, nghiệp vụ thị trường mở... Bằng cách tác động đến lượng tiền cung ứng, NHTƯ có thể tác động đến lãi suất, từ đó ảnh hưởng đến chi tiêu của các chủ thể trong nền kinh tế và cuối cùng, tác động đến GDP và lạm phát.

Như vậy, CSTT và CSTK sử dụng hệ thống các công cụ khác nhau, cơ chế truyền tải cũng khác nhau nhưng cùng hướng tới một mục tiêu chung là ổn định kinh tế vĩ mô và tăng trưởng bền vững. Đây là 2 chính sách vĩ mô quan trọng của chính phủ, có mối quan hệ chặt chẽ với nhau, đòi hỏi trong điều hành nền kinh tế, chính phủ phải có sự phối hợp nhịp nhàng giữa 2 chính sách này cũng như phối hợp với các chính sách vĩ mô khác thì mới đảm bảo đạt được các mục tiêu chung của nền kinh tế.

Thực tế cho thấy, ở Việt Nam từ cuối những năm 1990, Nhà nước đã bắt đầu sử dụng khá nhiều các gói kích cầu tiêu dùng, kích cầu đầu tư hay hỗ trợ doanh nghiệp... và nguyên lý/cơ sở khoa học của chính sách này là tác động vào tổng cầu của nền kinh tế (đường AD). Điều đó chứng tỏ rằng,

từ trước đến nay, chủ thuyết chính sách thịnh hành ở Việt Nam là chính sách trọng cầu (demand side policy approach). Từ mô hình lý thuyết và thực tế cho thấy, các giải pháp chính sách trọng cầu có tác dụng ngay trong ngắn hạn khi mà điều kiện kinh tế cho phép và nhất là đường tổng cung (AS) của nền kinh tế có độ thoải hơn là thẳng đứng (phản ánh một nền kinh tế đang phát triển và còn nhiều tiềm năng). CSTT- chính sách do NHTƯ trực tiếp thực thi (với các công cụ CSTT) và CSTK, là các chính sách mà chính phủ sử dụng, thông qua các công cụ của chính sách này như chi tiêu chính phủ (G) cho chi tiêu thường xuyên và đầu tư, thu của chính phủ, chủ yếu là thuế (T)... Các chủ thuyết theo trường phái trọng cầu cho rằng, CSTT mở rộng (hay thắt chặt) tác động theo sự truyền dẫn qua kênh lãi suất và đưa đến giảm (hoặc tăng) lãi suất trên thị trường và qua đó tăng (hoặc giảm) đầu tư- một cấu phần trong tổng cầu... dẫn đến tăng trưởng kinh tế (cho dù vẫn còn nhiều tranh cãi trong việc chính sách này có đóng góp vào tăng trưởng kinh tế thực hay không).

CSTK mở rộng (hay ngược lại là thắt chặt) thông qua tăng (cắt giảm) chi tiêu chính phủ hay thông qua giảm thuế (hoặc ngược lại là tăng thuế) sẽ tác động tăng (giảm) tổng cầu AD do đầu tư chính phủ và đầu tư tư nhân đều tăng. Đối với CSTK mở rộng, sản lượng của nền kinh tế tăng đáng

kể (bằng số nhân chi tiêu nhân với mức tăng chi tiêu...). Theo mô hình AD-AS cho thấy, đường tổng cầu AD dịch sang phải làm giá cả (lạm phát) gia tăng mạnh, cho dù sản lượng tăng đáng kể. Chính sách thắt chặt (về tiền tệ và tài khóa)

trong điều kiện đường AS và AD như vậy chắc chắn là gây sốc mạnh lên nền kinh tế và khu vực doanh nghiệp. Một mô hình doanh nghiệp dựa vào vốn vay là chính (thể hiện qua hệ số đòn bẩy tài chính cao) thì khả năng điều chỉnh của doanh nghiệp sẽ là rất khó khăn và ngay lập tức bị sốc chính sách nặng nề. Sự phối hợp các chính sách tiền tệ và tài khóa thông thường được đặt ra trên nguyên tắc là một "gói chính sách" thống nhất và đảm bảo sự hài hòa giữa các chính sách không có sự triệt tiêu lẫn nhau; tiếp theo là đảm bảo để nền kinh tế không bị sốc hay có khả năng điều chỉnh kịp.

2. Tác động của chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ đối với nền kinh tế

Với Việt Nam, diễn biến kinh tế từ năm 2007 đến 2010, Chính phủ đã liên tục sử dụng CSTK tác động vào tổng cầu, mà chủ yếu là CSTK mở rộng nhằm làm tăng tổng cầu... Kết quả là trong thời gian đó, tăng

trưởng kinh tế khá, nhưng lạm phát luôn rình rập, có thời kỳ lạm phát (CPI) đã lên trên 20%. Tuy nhiên, từ 2011, Chính phủ đã thực hiện chủ trương thắt chặt tiền tệ và tài khóa, thể hiện qua Nghị quyết 11/NQ-CP ngày 24/02/2011.

Chủ trương này

tiếp tục được khẳng định bởi Nghị quyết số 01/NQ-CP ngày 03/01/2012. Xét trên góc độ trung và dài hạn, chính sách này là một lựa chọn đúng nhằm đưa Việt Nam chuyển qua thời kỳ mới và chuẩn bị hướng tới mô hình tăng trưởng mới- dựa vào năng suất, chất lượng và hiệu quả... Tuy nhiên, thách thức của chính sách này là khả năng điều chỉnh kinh doanh của khu vực doanh nghiệp Việt Nam trước các thay đổi chính sách hay thay đổi môi trường kinh doanh.

Nhằm ổn định kinh tế vĩ mô, đảm bảo an sinh xã hội, mục tiêu quan trọng và cụ thể nhất của Chính phủ thời gian gần đây là kiểm chế lạm phát. Thực hiện mục tiêu này,

chủ trương thực hiện CSTT chặt chẽ và CSTK thắt chặt được đặt ra ngay từ đầu năm 2012; mục tiêu tăng trưởng cũng được đặt ra ở mức khoảng 6%.

Thực tế cho thấy, ngay từ đầu năm 2012, với việc thực hiện CSTT chặt chẽ và CSTK thắt chặt, quý I/2012 mức tăng trưởng thực tế của GDP chỉ đạt vào khoảng 4% (mức thấp nhất trong nhiều năm qua), đi cùng với nó là tiêu dùng giảm mạnh (tổng mức bán lẻ dịch vụ hàng hóa tăng khoảng 5% sau khi loại trừ yếu tố giá cả) và tổng mức đầu tư toàn xã hội tăng rất chậm (chỉ tăng vào khoảng trên 12% và đi kèm với nó là đầu tư nước ngoài FDI giảm mạnh (chỉ vào khoảng 60% so với cùng kỳ 2011) và vay nợ nước ngoài ODA cũng giảm mạnh. Tuy nhiên, bù lại sự tăng trưởng chậm, trong quý I/2012, chúng ta đã đạt được mục tiêu kiểm chế lạm phát. Theo tính toán, CPI của cả quý I/2012 có mức tăng chỉ vào khoảng 0,16%- là mức thấp kỷ lục trong vòng nhiều năm gần đây. Bên cạnh việc thành công trong kiểm chế lạm phát, việc thực thi CSTT chặt chẽ đã mang lại việc hạ mặt bằng lãi suất cả tiền gửi và cho vay, ổn định tỷ giá hối đoái (lẽ dĩ nhiên tỷ giá thực của VND nhích lên đôi chút so với USD) và nhập siêu giảm đáng kể (quý I/2012 chỉ vào khoảng 250 triệu USD, chiếm khoảng 0,5% kim ngạch xuất khẩu). Nhiều nhà kinh tế và các tổ chức quốc tế nhìn vào bức tranh nền kinh tế quý I/2012 của Việt Nam đã đánh giá rất cao và cho rằng đây là bước thắng lợi trong điều hành CSTT thực hiện chủ trương kiểm chế lạm phát.

Với mô hình kinh doanh của doanh nghiệp Việt Nam hiện nay là mô hình nhỏ, kinh doanh ngắn hạn, khả năng tài chính thấp, tỷ lệ đòn bẩy cao (vốn chủ sở hữu thấp, vay nợ nhiều, đặc biệt là doanh nghiệp quá phụ thuộc vào vốn của ngân hàng để đầu tư, kinh doanh) thì năng lực điều chỉnh kinh doanh (ứng phó với các thay đổi) của doanh nghiệp Việt Nam là rất thấp. Với tình trạng đó, dễ thấy rằng, một khi có sự thay đổi mạnh mẽ hơn của CSTT theo hướng chặt chẽ cùng với CSTK thắt chặt hơn để kiểm chế lạm phát, ngay từ cuối 2011 và đặc biệt trong những tháng đầu năm 2012, nhiều doanh nghiệp Việt Nam đã rơi vào tình trạng hết sức khó khăn, đặc biệt là các doanh nghiệp nhỏ. Thông tin cho thấy, hầu hết các doanh nghiệp hoạt động cầm chừng, tạm ngừng đầu tư, nhiều



Bên cạnh việc thành công trong kiểm chế lạm phát, việc thực thi CSTT chặt chẽ đã mang lại việc hạ mặt bằng lãi suất cả tiền gửi và cho vay, ổn định tỷ giá hối đoái

doanh nghiệp đã thu hẹp sản xuất kinh doanh một cách thụ động (mà không kiểm soát được tình hình).

Theo báo cáo của Bộ Kế hoạch và Đầu tư, trong quý I/2012 có tới trên 2.000 doanh nghiệp giải thể, trên 9.000 doanh nghiệp ngừng hoạt động có thời hạn. Trước tình trạng khó khăn về tài chính, lãi suất cho vay cao, môi trường đầu tư nhiều rủi ro và cạnh tranh gay gắt nên nhiều doanh nghiệp đứng trước bờ vực của sự phá sản, đặc biệt là các doanh nghiệp thuộc ngành xây dựng và kinh doanh bất động sản. Thêm vào đó, đã xuất hiện nhiều vụ đổ bể tín dụng đen tại nhiều địa phương trên cả nước, cho vay nặng lãi với số lượng rất lớn và không thể không liên quan đến ngân hàng và doanh nghiệp.

Theo nhiều đánh giá, tình hình kinh tế hiện nay là hậu quả của việc Việt Nam tại nhiều thời điểm điều hành nền kinh tế chưa phù hợp với quy luật của kinh tế vĩ mô thông thường, đó là: (1) Nền kinh tế phát triển nóng đi đôi với lạm phát; (2) nền kinh tế trì trệ đi đôi với thiếu phát. Nét đặc biệt của nền kinh tế Việt Nam hiện nay là nền kinh tế có sự suy giảm trong khi lạm phát vẫn tồn tại (mặc dù có kiểm chế được phần nào) đồng thời nguy cơ của lạm phát còn rất lớn vì các yếu tố gây lạm phát luôn có nguy cơ phát tác.

Trước tình hình biến động phức tạp của nền kinh tế - xã hội, từ 2011 đến nay, Chính phủ đã liên tục có các Nghị quyết nhằm ổn định tình hình kinh tế vĩ mô bằng nhiều giải pháp khác nhau, như: Kiên trì, tiếp tục thực hiện CSTT chặt chẽ và linh hoạt; tái cơ cấu nền kinh tế (trong đó trọng tâm là tái cơ cấu đầu tư; tái cơ cấu hệ thống tài chính ngân hàng; tái cơ cấu doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp Nhà nước). Trước những biến động phức tạp và đặc biệt của nền kinh tế và trên cơ sở những kinh nghiệm (mặt tích cực và hạn chế) của việc thực hiện giải pháp kích cầu năm 2009, ngày 10/5/2012, Chính phủ đã có Nghị quyết số 13/NQ-CP về một số giải pháp tháo gỡ khó khăn cho sản xuất kinh doanh, hỗ trợ thị trường. Có thể thấy rằng, đây là một giải pháp thể hiện sự linh hoạt của Chính phủ trước sự suy giảm kinh tế và thực tế khó khăn của doanh nghiệp. Giải pháp tháo gỡ khó khăn cho sản xuất kinh doanh, hỗ trợ thị trường ở Nghị quyết 13 có thể bị nhìn nhận là các giải pháp có tính kích cầu; tuy

nhưng sự nới lỏng này có thể lại được coi là cần thiết và kịp thời với nền kinh tế hiện nay trước biểu hiện nền kinh tế có sự suy giảm đồng thời vẫn còn nguy cơ thường trực về lạm phát (khác so với điều kiện năm 2009). Các giải pháp lần này tập trung và có kiểm soát chặt chẽ hơn, đảm bảo hơn nhằm hướng dòng vốn vào các khu vực nông nghiệp nông thôn, doanh nghiệp vừa và nhỏ và CSTT trong tầm chủ động hơn; khu vực ngân hàng giảm lãi suất nhưng duy trì kiểm soát tín dụng tốt hơn và không giảm điều kiện tín dụng (về mức thấp hơn, hay cho vay dưới chuẩn); và lần đầu tiên, thủ trưởng hai cơ quan quan trọng về điều hành chính sách đưa ra thông điệp rõ ràng về phối hợp chặt chẽ trong điều hành chính sách tiền tệ và tài khóa.

Năm nhóm giải pháp chính tại Nghị Quyết 13 của Chính phủ bao gồm: (i)

Gia hạn 6 tháng thời hạn nộp thuế giá trị gia tăng; (ii) gia hạn 9 tháng nộp thuế thu nhập doanh nghiệp; (iii) giảm 50% tiền thuế đất phải nộp năm 2012 với một số tổ chức kinh tế; (iv) miễn thuế môn bài năm 2012 đối với hộ đánh bắt hải sản và hộ sản xuất muối; (v) gia hạn 12 tháng thời hạn nộp tiền sử dụng đất đối với chủ đầu tư dự án khó khăn về tài chính. Các giải pháp có liên quan trực tiếp đến điều hành vĩ mô, chi tiêu công, thuế - phí, điều hành giá- trợ cấp và cải cách thủ tục hành chính thuế, cụ thể là các giải pháp như giãn thời gian nộp thuế VAT, giảm tiền thuê đất, tái cơ cấu nợ... cho doanh nghiệp (riêng việc giảm thuế thu nhập doanh nghiệp sẽ chờ xin ý kiến Quốc hội). Để triển khai gói hỗ trợ, ngân sách dự kiến giảm thu khoảng 9.000 tỷ đồng, nhưng tổng giá trị thực tế doanh nghiệp được hưởng lên tới 29.000 tỷ đồng. Các giải pháp tháo gỡ khó khăn không chỉ đến với các doanh nghiệp, mà còn đến với cả làng nghề, hộ cá thể; không chỉ đối với sản xuất kinh doanh, mà đối với cả người tiêu dùng thông qua việc hỗ trợ thị trường. Việc tháo gỡ khó khăn cũng không chỉ ở đầu vào của

sản xuất kinh doanh mà còn ở đầu ra- tiêu thụ và bán sản phẩm... Đồng thời, với mỗi giải pháp cũng đã xác định hỗ trợ tập trung vào một số đối tượng hết sức cụ thể, thiết thực mà không tràn lan.

Điều đặc biệt được thể hiện rõ ở Nghị Quyết 13 trong việc thực hiện 5 giải pháp chính, đó là sự kết hợp chặt chẽ giữa CSTT và CSTK qua việc Chính phủ đã giao những nhiệm vụ cụ thể và quan trọng cho các Bộ, ngành có liên quan và đặc biệt trong đó có Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) và Bộ Tài chính thực hiện thông qua các công cụ của CSTT và CSTK. Đây

là những điểm mới khẳng định vai trò của Chính phủ- tổ chức có trách nhiệm cao nhất trong điều hành nền kinh tế vĩ mô trên cơ sở phối hợp giữa các chính sách kinh tế vĩ mô.

Việc kết hợp chặt chẽ giữa CSTT và CSTK hay sự phối hợp giữa NHNN và Bộ Tài chính có thể thấy là những vấn đề

...Các giải pháp tháo gỡ khó khăn không chỉ đến với các doanh nghiệp, mà còn đến với cả làng nghề, hộ cá thể; không chỉ đối với sản xuất kinh doanh, mà đối với cả người tiêu dùng thông qua việc hỗ trợ thị trường...

nổi bật trong thời gian gần đây thông qua việc thiết lập cơ chế trao đổi thông tin và hợp tác chặt chẽ trong việc ban hành chính sách giữa NHNN và Bộ Tài chính. Điều này phát huy và nâng cao hiệu quả trong điều hành chính sách kinh tế vĩ mô, rút ngắn độ trễ của chính sách, qua đó nâng cao và khẳng định vai trò của Chính phủ, của NHNN và Bộ Tài chính, đồng thời phát huy tác dụng của mô hình NHTW trực thuộc Chính phủ. Đây cũng là tiền đề, điều kiện quan trọng để thực hiện tốt 5 giải pháp tháo gỡ khó khăn cho sản xuất kinh doanh, hỗ trợ thị trường theo Nghị quyết 13 của Chính phủ.

Tuy nhiên, để thực hiện đúng các mục tiêu của Nghị quyết 13 của Chính phủ, qua đó giải quyết đúng và giải quyết tốt những khó khăn, trước hết là đối với các doanh nghiệp, thúc đẩy sự phát triển của thị trường, góp phần thực hiện mục tiêu tăng trưởng GDP và kiểm chế lạm phát mà Quốc hội và Chính phủ đã đề ra, chúng tôi cho rằng NHNN và Bộ Tài chính tùy vào chức năng nhiệm vụ của mình và căn cứ vào nhiệm vụ được Chính phủ giao tại Nghị

quyết 13, cần nhanh chóng ban hành những quy định rất cụ thể, bao gồm cả các đối tượng được hỗ trợ, thủ tục thực hiện, quy trình thực hiện, quản lý giám sát quá trình thực hiện dựa trên cơ sở kết quả rà soát cụ thể, rõ ràng và chính xác về tình trạng các doanh nghiệp (đặc biệt là khả năng tài chính), đánh giá mức độ khó khăn của các doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp sản xuất kinh doanh ở các lĩnh vực nhạy cảm và lĩnh vực đang có xu hướng suy giảm. Đồng thời, có chính sách thứ tự ưu tiên thực hiện hỗ trợ đối với các doanh nghiệp khó khăn; hỗ trợ đối với các doanh nghiệp giải quyết các hàng tồn kho ứ đọng do sự suy giảm của thị trường; ưu tiên các doanh nghiệp sản xuất và cung ứng các dịch vụ có ý nghĩa quan trọng đối với nền kinh tế như sản xuất kinh doanh điện, than, xăng dầu, sắt thép, xi măng... vì đây là những sản phẩm đầu vào của sản xuất; hoặc một số doanh nghiệp có vai trò quan trọng trên các thị trường bất động sản và chứng khoán. Việc xây dựng và ban hành các quy định, chính sách cần có sự phối hợp, thống nhất cao giữa NHNN và Bộ Tài chính để thuận lợi trong quá trình thực hiện, đồng thời đạt được mục tiêu của chính sách. Hy vọng rằng, với một chủ trương và giải pháp đúng đắn tại Nghị quyết 13 của Chính phủ, với sự phối hợp chặt chẽ giữa CSTT và CSTK, giữa NHNN, Bộ Tài chính và các Bộ ngành, Nghị quyết 13 của Chính phủ sẽ sớm đi vào cuộc sống, phát huy vai trò và tác dụng quan trọng trong việc hỗ trợ thị trường, hỗ trợ doanh nghiệp trong giai đoạn rất khó khăn hiện nay.

Lý thuyết đã chỉ ra rằng, khi chính phủ vay quá nhiều trên thị trường trong nước, sẽ dẫn đến hiệu ứng lãi suất đầu tư, lãi suất thị trường tiền tệ gia tăng. Biểu hiện của hiệu ứng này là tín dụng cho khu vực tư nhân không tăng, nhưng tín dụng cho khu vực chính phủ lại gia tăng (huy động trái phiếu chính phủ gia tăng, do ngân hàng không đầu tư cho khu vực tư nhân mà mua trái phiếu chính phủ- tức cho vay chính phủ).

Thực tế tại Việt Nam cho thấy, hiệu ứng này đang phát tác khá mạnh thời gian qua. Khi nỗ lực của khu vực ngân hàng (CSTT) nhằm giảm lãi suất, tăng cung ứng vốn hỗ trợ doanh nghiệp thì huy động trái phiếu chính phủ lại gia tăng (CSTK, do sức ép chi tiêu) và do đó sẽ triệt tiêu nỗ lực giảm lãi suất của CSTT, hạn chế nỗ lực đẩy vốn cho

vay nền kinh tế do lãi suất trái phiếu chính phủ khá hấp dẫn các nhà đầu tư. Theo số liệu của NHNN, 6 tháng đầu năm 2012, tín dụng cho nền kinh tế tăng rất chậm, chỉ tăng 0,76% so với đầu năm (hay 1,4% nếu tính cả số dư đầu tư trái phiếu doanh nghiệp và uỷ thác đầu tư); có nhiều tháng tăng trưởng âm (tháng 1 tăng âm 2,04%, tháng 2 tăng âm 0,18%, đến tháng 3 tăng 0,95%; tháng 4 tăng 0,69%; tháng 5 tăng 0,56% và tháng 6 là 0,89%), nhưng dư nợ chính phủ gia tăng (cả ở khu vực ngân hàng, khi ngân hàng đầu tư trái phiếu chính phủ) và chính phủ huy động từ công chúng tăng mạnh. Phân tích của nhiều chuyên gia chỉ ra rằng, có 4 nguyên nhân dẫn đến tín dụng sụt giảm, hay bị thu hẹp trong thời gian qua là: (i) Cầu tín dụng ở mức thấp do doanh nghiệp gặp khó khăn trong mở rộng đầu tư, hàng tồn kho lớn, khả năng hấp thụ vốn thấp nên rủi ro hoạt động ngân hàng gia tăng dẫn đến nhiều tổ chức tín dụng dè dặt can kỹ thuật để hạn chế tiếp cận vốn; (ii) Mặc dù kỳ vọng lạm phát xuống thấp nhưng một số đơn vị vẫn niềm yết lãi suất kỳ hạn trên 12 tháng ở mức cao hơn 12%/năm; (iii) Lãi suất cho vay bằng VNĐ đã giảm nhưng vẫn ở mức cao, nhất là tỷ trọng dư nợ tín dụng có mức lãi suất cao vẫn khá lớn; (iv) Phần lớn các tổ chức tín dụng đảm bảo các chỉ số an toàn vốn nhưng cân đối nguồn vẫn chưa tốt mà rõ nhất là sự cân đối kỳ hạn giữa đầu vào và đầu ra. Bên cạnh đó, nợ xấu tăng nhanh, tình hình tồn kho của doanh nghiệp lớn, khả năng tiêu thụ giảm cũng khiến cho ngân

hàng dè dặt trong cho vay.

Trên phương diện phân tích chính sách, cần thiết phải nhìn nhận thêm xem có sự tác động lẫn lộn từ CSTK. Các con số thống kê cho thấy, trong khi tín dụng tăng trưởng khá thấp thì thị trường trái phiếu Chính phủ lại khá sôi động từ diễn biến lãi suất và khối lượng giao dịch cũng như tính thanh khoản: Từ đầu năm đến tháng 2/2012, mặt bằng lãi suất trái phiếu Chính phủ duy trì mức cao từ 12,25- 12,75%/năm, doanh số giao dịch ở mức 5.000 tỷ đồng. Tuy nhiên, từ đầu tháng 2 đến giữa tháng 5/2012, hoạt động thị trường trở nên rất sôi động. Doanh số giao dịch trong tháng 5/2012 đạt tới 20 nghìn tỷ đồng, lãi suất giảm mạnh từ mức 12,25- 12,75%/năm xuống còn 9,5%/năm. Số lượng thành viên tham gia thị trường cũng tăng mạnh, tỷ lệ trúng thầu so với gọi thầu tới 70%; tổng giá trị trái phiếu chính phủ phát hành tới 55 nghìn tỷ đồng, con số quá ấn tượng so với cùng kỳ 2010, 2011 và vượt quá khối lượng trái phiếu Chính phủ đảo hạn cả năm 2012 (35-37 nghìn tỷ đồng). Nếu nói về diễn biến thị trường trái phiếu chính phủ trong mối quan hệ với thanh khoản của hệ thống ngân hàng thì có thể đưa ra những nhận xét theo hướng lạc quan, như lãi suất giảm chứng tỏ rằng các yếu tố lạm phát giảm rõ rệt, thanh khoản ngân hàng được củng cố... đã tác động tích cực đến thị trường trái phiếu chính phủ. Ngoài ra, trong nửa đầu năm 2012, Ngân hàng Phát triển Việt Nam (VDB) còn phát hành thành công gần 20 nghìn tỷ đồng trái phiếu, đủ bù đắp số lượng tiền tương đương



Lãi suất huy động trái phiếu chính phủ cần phải có sự phối hợp chặt chẽ với chính sách lãi suất của NHNN, nhất là các lãi suất điều hành của NHNN

phải đáo hạn khoảng thời gian này.

Đối với thị trường trái phiếu Chính phủ, trong 6 tháng đầu năm tổng giá trị giao dịch đạt gần 70 nghìn tỷ đồng, khá cao so với cùng kỳ 2 năm liền kề.

Theo kế hoạch, lượng phát hành trái phiếu Chính phủ từ nay đến hết năm 2012 cũng sẽ rất lớn: Kho bạc Nhà nước dự kiến phát hành 45 nghìn tỷ đồng trái phiếu Chính phủ chào bán trên thị trường sơ cấp; VDB dự kiến phát hành thêm 13 nghìn tỷ đồng. Liệu những con số này có "làm khó" CSTT với chủ trương đẩy mạnh tín dụng trong những tháng cuối năm nhằm hỗ trợ các doanh nghiệp vượt qua giai đoạn kinh tế khó khăn? Nhìn về quá khứ, vào thời điểm 2008, khi NHNN chủ trương mở rộng tín dụng, tăng thanh khoản cho nền kinh tế, CSTT đã duy trì lãi suất tái cấp vốn và chiết khấu ở mức 5-7%/năm trong khi lãi suất trái phiếu chính phủ là trên 12%. Với mức chênh lệch lãi suất như vậy, dòng tiền đã không chảy ra nền kinh tế- nơi mà các doanh nghiệp đang cần vốn, mà chảy ngược trở lại khu vực NSNN.

3. Những khuyến nghị

Những diễn biến vừa qua cho thấy, CSTT và CSTK thời gian qua ở Việt Nam có sự tác động qua lại đáng kể trong những thời kỳ nhất định. Sự tác động của CSTK lên tiền tệ là khá rõ, làm giảm lượng cung vốn tín dụng và qua đó dẫn đến tác động tăng lãi suất trên thị trường tiền tệ. Khu vực tư nhân thoái lui đầu tư dưới hình thức không chấp nhận được lãi suất cao, tín dụng cho nền kinh tế năm 2012 suy giảm, lãi suất trên thị trường khó giảm thấp hơn... trong khi dư nợ trái phiếu chính phủ tăng mạnh, chứng tỏ sự tác động lẫn át của CSTK. Tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp theo Nghị quyết 13, thiết nghĩ cần có sự phối hợp nhịp nhàng hơn giữa CSTK và CSTT, cụ thể là:

- Khắc phục tình trạng "trống đánh xuôi, kèn thổi ngược" giữa hai chính sách, không để xảy ra tình trạng chính sách này hạn chế, triệt tiêu chính sách kia.

- Lãi suất huy động trái phiếu chính phủ cần phải có sự phối hợp chặt chẽ với chính sách lãi suất của NHNN, nhất là các lãi suất điều hành của NHNN (lãi suất tái cấp vốn, lãi suất chiết khấu...). Theo đó, lãi suất trái phiếu chính phủ cần được quan tâm đặc biệt và coi là lãi suất chuẩn của nền kinh tế. Việc hạ lãi suất ở khu vực ngân hàng để

cứu doanh nghiệp/hỗ trợ doanh nghiệp một cách quá nhanh hay không phù hợp nếu không đảm bảo sự phối hợp với lãi suất trái phiếu chính phủ thì sự nỗ lực của chính sách tiền tệ có thể không có kết quả như mong muốn.

- Việc tăng cường huy động trái phiếu chính phủ, duy trì lãi suất trái phiếu chính phủ cần xác định hợp lý hơn nữa trong điều kiện chính sách tiền tệ đang nỗ lực tháo gỡ khó khăn về vốn và lãi suất cho khu vực doanh nghiệp. Lý thuyết và quan sát thực tế 6 tháng đầu năm 2012 cho thấy, rõ ràng huy động trái phiếu chính phủ tăng mạnh có tác động lẫn át đến tăng trưởng tín dụng cho nền kinh tế hay khu vực kinh tế tư nhân. Do đó, điều hành CSTK kết hợp với mục tiêu của CSTT (trong ngắn hạn) 6 tháng cuối năm 2012 và trong những năm tới là rất cần thiết.

- Tiếp tục giảm thâm hụt ngân sách hơn nữa cùng với giảm đầu tư công quá mức nhằm hỗ trợ cho chủ trương giảm lãi suất. Lý thuyết (mô hình Loanable Fund Model) chỉ ra rằng, khi thâm hụt ngân sách gia tăng (và khi đầu tư công tăng quá mức) có thể làm lãi suất gia tăng. Thời gian qua, thâm hụt được công bố là thấp và vẫn trong tầm kiểm soát, nhưng thực tế nếu tính thâm hụt cả phần ngoài ngân sách, con số này có thể ở mức khá cao. Đầu tư công của Việt Nam cũng thường xuyên khá cao và do đó, việc giảm thâm hụt ngân sách về mức thực sự 4,8% GDP và cắt giảm đầu tư công theo tinh thần nghị quyết 11/NQ-CP ngày 24/02/2011 cần tiếp tục quán triệt. Đó mới là giải pháp đảm bảo vốn cho khu vực doanh nghiệp dân doanh (không phải cho khu vực Nhà nước), và là giải pháp hỗ trợ doanh nghiệp dài hạn.

- Việc thực hiện các khoản chi từ ngân sách cho việc xử lý một số khoản nợ khó

đòi của doanh nghiệp tại các NHTM (nhất là nợ của các DNNN) cần có sự phối hợp chặt chẽ từ CSTK. Thực tế cho thấy, nợ xấu đang là vấn đề của nền kinh tế Việt Nam và đó là vấn đề dẫn đến chỉ số tín nhiệm của các doanh nghiệp khó có thể được cải thiện, và do đó không khơi thông được vốn tín dụng. Khi chỉ số tín nhiệm của khu vực doanh nghiệp không được cải thiện thì tín

dụng khó có thể gia tăng, ngoại trừ ngân hàng hạ chuẩn tín dụng (hạ điều kiện) chấp nhận cho vay dưới chuẩn và sẵn sàng đối mặt với rủi ro như thực tế đã diễn ra ở Mỹ (năm 2007-2008). Do đó, Chính phủ, với tư cách là chủ thể tài chính công quan trọng, cần có các giải pháp hỗ trợ từ tài khóa (CSTK) để giải quyết nợ xấu nền kinh tế một cách phù hợp và tối ưu nhất;

đảm bảo sự hỗ trợ xử lý nợ xấu ở khu vực ngân hàng không gây áp lực tăng lạm phát, tăng gánh nặng nợ công và cũng không gây áp lực tăng lãi suất (trái phiếu chính phủ) và hơn thế nữa, đảm bảo không phá vỡ kỷ cương của thị trường- ngân hàng kém phải bị loại ra khỏi thị trường, các cổ đông và người quản trị ngân hàng phải chịu trách nhiệm phần nào. CSTT và CSTK sẽ đảm bảo để quá trình đào thải ngân hàng yếu kém một cách có trật tự và không gây các hiệu ứng tiêu cực lên nền kinh tế nói chung và doanh nghiệp nói riêng■

Tài liệu tham khảo

- Paul A. Samuelson- William D. Nordhaus, "Kinh tế học", NXB Chính trị Quốc gia 1997
- Kỳ yếu hội thảo quốc tế "Chính sách tiền tệ phối hợp với các chính sách kinh tế vĩ mô khác trong điều kiện kinh tế thế giới biến động", NXB Giao thông vận tải
- www.chinhphu.vn
- www.gos.gov.vn
- www.sbv.gov.vn
- www.cafef.vn/20120720103448155CA34/thong-dac-khong-the-cuu-doanh-nghiep-bang-moi-gia-chn
- www.vneconomy.vn/20120720091129559P0C6/no-cong-tiep-tuc-chen-lan-no-tu.htm
- www.vneconomy.vn/2012071801393465P0C6/mot-so-to-chuc-tin-dung-da-loi-dung-lai-suat-tai-cap-von.htm