
ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ SỰ PHỐI HỢP VỚI CHÍNH SÁCH TÀI KHÓA Ở VIỆT NAM

Hoàng Xuân Quế

Trưởng Đại học Kinh tế Quốc dân

Hoàng Việt Hùng

Lê Huy Hoàng

Ngân hàng đầu tư và Phát triển Việt Nam và Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Mã bài: JED - 011222

Ngày nhận: 01/12/2022

Ngày nhận bản sửa: 10/01/2023

Ngày duyệt đăng: 20/01/2023

Tóm tắt

Ở Việt Nam, sự phối hợp giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa đã được duy trì và đảm bảo trong nhiều năm qua nhằm hướng tới một mục tiêu chung là ổn định kinh tế vĩ mô và đảm bảo các cân đối lớn của nền kinh tế. Trong bối cảnh biến động đột ngột và bất thường của nền kinh tế trong nước và thế giới các năm 2020 – 2022, chính phủ Việt Nam cũng đã đạt được những thành công về điều hành chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ. Tuy nhiên, hiệu quả phối hợp hai chính sách này vẫn chưa cao, chưa xây dựng được cơ chế phối hợp rõ ràng, khiến cho mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô và kiểm soát lạm phát vẫn là thách thức đối với nền kinh tế trong dài hạn. Diễn biến của thị trường quốc tế thời gian tới rất khó dự báo chính xác đòi hỏi cần nhịp nhàng và linh hoạt việc điều hành chính sách tiền tệ trong sự phối hợp với chính sách tài khóa.

Từ khóa: chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa, phối hợp chính sách, kinh tế vĩ mô

Mã JEL: E5, E52

Monetary policy and the combination with fiscal policy in Vietnam

Abstract

In Vietnam, the combination of monetary and fiscal policy has been preserved and ensured macroeconomic stability and the major balances of the economy. In the context of sudden and unusual changes of the domestic and world economy in the years of 2020 – 2022, Vietnamese Government has also achieved successes in conducting monetary and fiscal policy. However, the effectiveness of the mix of these two policies is not high, the mix mechanism has not been established clearly. Therefore, the goal of macroeconomic stability and inflation control is still a long-term challenge for the economy. In the coming time, the movements of the international market are difficult to predict accurately, requiring a smooth and flexible conduct of monetary policy in coordination with fiscal policy.

Keywords: monetary policy, fiscal policy, policy mix, macroeconomics

JEL Codes: E5, E52

1. Đặt vấn đề

Trong 3 năm gần đây (2020-2022), nền kinh tế Việt Nam bị tác động bởi nhiều diễn biến bất thường trên thế giới. Nổi bật nhất đó là: đại dịch Covid-19, xung đột quân sự Nga - Ucraina, lạm phát toàn cầu tăng cao, lãi suất của hơn 100 Ngân hàng trung ương các nước trên thế giới điều chỉnh tăng nhiều lần. Bên cạnh đó USD lên giá, Chính phủ Trung Quốc thực hiện chính sách Zero Covid, chuỗi cung ứng toàn cầu bị đứt gãy. Mặc dù bị tác động lớn như vậy nhưng nền kinh tế Việt Nam vẫn tiếp tục tăng trưởng cao trong khu vực, duy trì được các cân đối vĩ mô của nền kinh tế, lạm phát được kiểm chế. Sự phối hợp nhịp nhàng có hiệu

quả trong điều hành chính sách tiền tệ (CSTT) và chính sách tài khóa (CSTK), phát huy vai trò của hệ thống ngân hàng, hệ thống tài chính và thị trường tài chính thúc đẩy tăng trưởng kinh tế Việt Nam, cũng như việc triển khai kịp thời các chương trình hỗ trợ về tài khóa và tiền tệ đã đạt được kết quả bước đầu đáng ghi nhận. Thành công đó là nhờ vào sự đóng góp quan trọng của Chính phủ trong điều hành chính sách tiền tệ và sự kết hợp hài hòa giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa. Tuy nhiên, vẫn còn những bất cập và thách thức bởi diễn biến của kinh tế thế giới và trong nước thời gian tới là rất phức tạp và khó dự đoán. Chính vì vậy rất cần phải nghiên cứu để đánh giá những thành công, hạn chế và nguyên nhân của sự phối hợp giữa CSTT và CSTK. Bài viết tập trung làm rõ các nội dung đó và đưa ra khuyến nghị chính sách trong thời gian tới.

2. Chính sách tiền tệ nhằm ứng phó với những diễn biến bất thường

2.1. Điều hành lãi suất

Trong năm 2022, một loạt Ngân hàng trung ương các nền kinh tế lớn trên thế giới quyết tăng lãi suất, thực hiện mục tiêu lạm phát. Tính đến ngày 2/11/2022, Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED) mạnh tay thắt chặt chính sách tiền tệ với 6 lần tăng liên tiếp, tổng cộng tăng 300 điểm từ mức thấp kỷ lục 0-0,25% lên 3,75-4%/năm (Mạnh Hà, 2022).

Trong 2 năm 2020-2021, Chính phủ ban hành một số Nghị quyết chỉ đạo Ngân hàng nhà nước (NHNN) Việt Nam có biện pháp giảm lãi suất cho vay trong nền kinh tế. Tuy nhiên NHNN chưa sử dụng bất kỳ công cụ cụ thể nào của chính sách tiền tệ để điều hành giảm lãi suất, trong thực tế lãi suất cho vay cũng chưa giảm, mặc dù nền kinh tế có nhiều khó khăn. Song trong năm 2022, NHNN đã thực hiện 2 lần điều chỉnh tăng, tiếp tục giảm lãi suất cho vay, hỗ trợ nền kinh tế phục hồi.

Cụ thể, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam điều chỉnh tăng lãi suất liên tiếp trong 2 tháng: 9 và 10/2022, NHNN quyết định tăng lãi suất điều hành. Lần thứ nhất, có hiệu lực từ ngày 23/9/2022, lãi suất tái cấp vốn: 5,0%/năm; lãi suất tái chiết khấu: 3,5%/năm; lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và cho vay bù đắp thiếu hụt vốn trong thanh toán bù trừ của NHNN đối với tổ chức tín dụng (TCTD), chi nhánh ngân hàng nước ngoài: 6,0%/năm. Lần thứ hai, thực hiện từ ngày 24/10/2022. Theo đó, tăng lãi suất tái cấp vốn từ 5,0%/năm lên 6,0%/năm; lãi suất tái chiết khấu từ 3,5%/năm lên 4,5%/năm; lãi suất cho vay qua đêm từ 6,0%/năm lên 7,0%/năm. Lãi suất tối đa tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng từ mức 0,5%/năm lên 1,0%/năm; lãi suất tiền gửi có kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng từ 5,0%/năm lên 6,0%/năm, lãi suất tiền gửi tại quỹ tín dụng nhân dân, tổ chức tài chính vi mô từ 5,5%/năm lên 6,5%/năm (Huy Thắng, 2022b).

Lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa bằng VND của TCTD đối với khách hàng vay để đáp ứng nhu cầu vốn phục vụ một số lĩnh vực, ngành kinh tế tăng từ 4,5%/năm lên 5,5%/năm; lãi suất cho vay của quỹ tín dụng

Bảng 1: Các mức lãi suất điều hành của Ngân hàng nhà nước Việt Nam

Đơn vị tính: %/năm

Lãi suất nội tệ - Đồng Việt Nam	Trước 22/9/2022	Từ 22/9/2022	Từ 24/10/2022
Trần lãi suất huy động từ 1 tháng đến dưới 6 tháng	4	5	6
Trần lãi suất tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng	0,2	0,5	1
Lãi suất Tái cấp vốn	4	5	6
Lãi suất Tái chiết khấu	2,5	3,5	4,5
Lãi suất Cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và cho vay bù đắp thiếu hụt vốn trong thanh toán bù trừ của NHNN với các TCTD	5	6	7

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước (2022).

nhân dân và tổ chức tài chính vì mô tăng từ 5,5%/năm lên 6,5%/năm (Ngân hàng Nhà nước, 2022). Diễn biến các đợt điều chỉnh lãi suất được thể hiện ở bảng số 1:

Trước và sau các đợt điều chỉnh nói trên của NHNN, lãi suất huy động vốn của các ngân hàng thương mại (NHTM) đã tăng lên. Đến giữa tháng 11/2022 lãi suất tiền gửi cao nhất của NHTM đã lên tới 10,5-12%/năm. Lãi suất huy động vốn tăng làm cho lãi suất cho vay cũng tăng, phổ biến ở mức 12-13%/năm, nhiều khoản vay tăng lên 15-16%/năm. Lãi suất cho vay của Việt Nam đang ở mức cao nhất trong khu vực. Lãi suất tăng làm tăng chi phí sản xuất kinh doanh dịch vụ, tác động lên chỉ số giá tiêu dùng CPI (SSI, 2022).

2.2. Điều chỉnh tăng biên độ tỷ giá và can thiệp thị trường ngoại tệ

Trong các năm 2020 - 2022, NHNN chủ trương điều hành ổn định tỷ giá, với mục tiêu tỷ giá VND/USD biến động trong khoảng 1-2%, đồng thời NHNN cũng giữ ổn định biên độ tỷ giá, linh hoạt trong mua bán ngoại tệ với mục tiêu tăng trưởng quỹ dự trữ ngoại hối quốc gia. Theo hướng đó, trong các năm 2020-2021 tỷ giá biến động không quá 1% và dự trữ ngoại hối đến giữa năm 2022 đã tăng lên mức cao nhất là 110 tỷ USD (Bình Nam, 2022).

Năm 2022, để chủ động thích ứng trước diễn biến khó lường của thị trường quốc tế và định hướng tiếp tục thắt chặt chính sách tiền tệ, tăng lãi suất của FED và các NHTW trên thế giới, ngày 17/10/2022, NHNN quyết định tăng biên độ tỷ giá giao ngay giữa đồng Việt Nam với các ngoại tệ của các tổ chức tín dụng được cho phép. Theo đó, biên độ tỷ giá giao ngay giữa đồng Việt Nam và đô la Mỹ (USD) được điều chỉnh từ $\pm 3\%$ lên $\pm 5\%$. Mức $\pm 3\%$ ổn định từ năm 2008. Cũng trong ngày 17/10/2008, giá USD bán ra nhiều ngân hàng được nâng lên mức 24.500 đồng/USD, giá bán USD trên thị trường tự do vượt 24.500 đồng/USD. So với đầu năm, tỷ giá USD trên thị trường đã tăng 7%. Bên cạnh đó, trong tháng 10/2022, NHNN đã hai lần tăng giá bán USD/VND, với tổng mức tăng 945 đồng từ 23.925 đồng lên 24.870 đồng vào các ngày 17/10 và 24/10/2022 (Huyền Vi, 2022).

Việc điều chỉnh nói trên là do đồng USD đã tăng giá rất mạnh thời gian qua, một trong những nguyên nhân được cho là FED liên tục tăng lãi suất với cường độ cao. Hầu hết các đồng tiền trên thế giới đã mất giá mạnh so với USD: Yên Nhật mất giá khoảng 40%, Euro và bảng Anh mất giá khoảng 30%, Nhân dân tệ cũng mất giá khoảng 8%. Bên cạnh đó, nguyên nhân khác là do sức ép từ cán cân vãng lai. Mặc dù cán cân thương mại của Việt Nam vẫn thặng dư tương đối, nhưng cán cân dịch vụ thâm hụt lớn trong khi cán cân tài chính cũng đang trong trạng thái yếu (vốn đầu tư gián tiếp giảm).

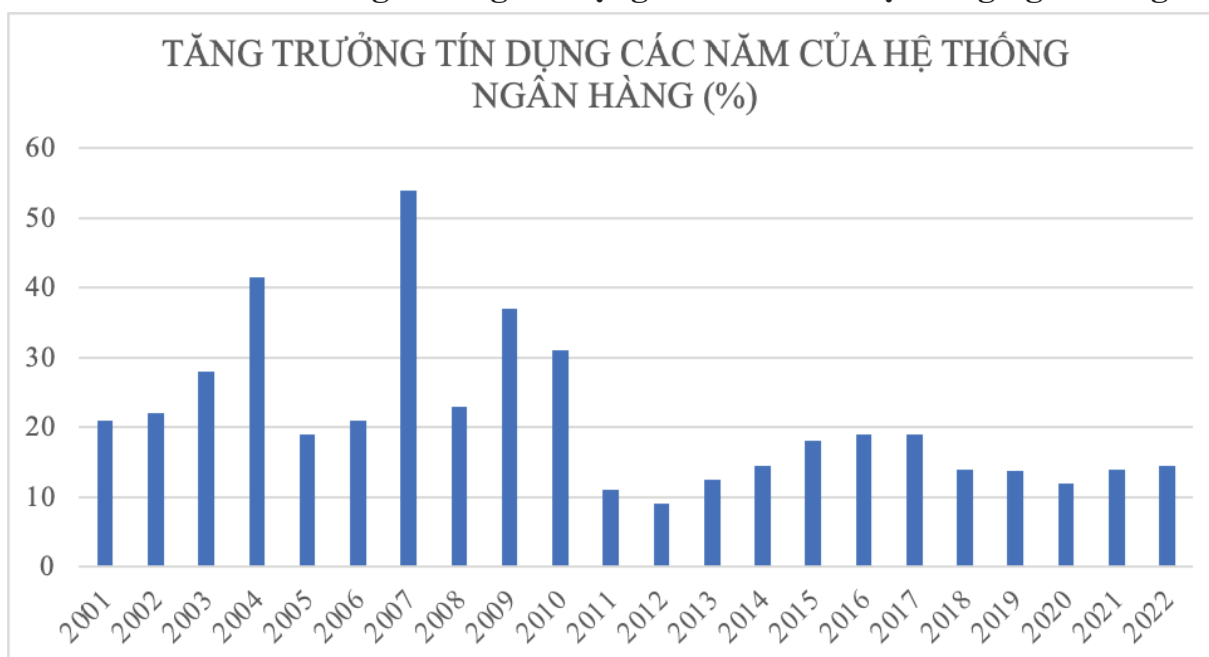
Thực tế những năm qua, có thời điểm thị trường ngoại hối biến động, NHNN đã phải can thiệp với số lượng lớn ngoại tệ nhưng sau đó đã quay trở lại mua ngoại tệ. Ước tính, từ đầu năm 2022 đến cuối tháng 11/2022, NHNN đã bán ra khoảng 22 tỷ USD từ quỹ dự trữ ngoại hối, tương đương 21% tổng dự trữ vào năm 2021. Đến cuối tháng 11/2022, dự trữ ngoại hối của Việt Nam ước tính 85.7 tỷ USD/ tương đương dưới mức 1/3 của Thái Lan, đã giảm tỷ lệ nhập khẩu xuống còn khoảng 12 tuần, Tuy nhiên, vẫn duy trì trong ngưỡng an toàn. Bên cạnh đó, ngày 10/11/2022, Bộ Tài chính Hoa Kỳ đã đưa Việt Nam ra khỏi Danh sách giám sát về thao túng tiền tệ. Mặc dù thị trường chịu áp lực và biến động mạnh nhưng đó là bối cảnh chung của tất cả các nước trên thế giới, không chỉ riêng Việt Nam. Điều quan trọng là nền tảng kinh tế của Việt Nam vẫn rất tốt. Vừa qua Fitch Ratings cũng đã tiếp tục xếp hạng tín nhiệm của Việt Nam ở mức BB với triển vọng tích cực (Huy Thắng, 2022a).

2.3. Điều hành chính sách tiền tệ đảm bảo tăng trưởng bền vững nền kinh tế

Năm 2022, NHNN đề ra định hướng tăng trưởng tín dụng là 14%, tương đương các năm gần đây. Tuy nhiên, ngay từ cuối tháng 6/2022, nhiều TCTD và doanh nghiệp, đông đảo dư luận đề nghị NHNN tăng hạn mức tín dụng, không nên cứng nhắc ở mức đó mà cần phải căn cứ vào nhu cầu vốn đầu tư của nền kinh tế tổng bối cảnh lạm phát của Việt Nam được kiểm soát, thấp hơn nhiều nước trong khu vực và trên thế giới. Song NHNN không điều chỉnh với lý do ổn định vĩ mô. Cho đến ngày 5/12/2022, NHNN mới quyết định nâng chỉ tiêu tín dụng định hướng năm 2022 thêm 1,5-2% cho toàn hệ thống TCTD, tương đương tăng thêm 240.000 tỷ đồng cho nền kinh tế trong thời gian còn lại của năm (SSI, 2022). Tốc độ tăng dư nợ cho vay và đầu tư của hệ thống TCTD tại Việt Nam trong những năm gần đây được thể hiện ở hình 1.

Đến ngày 5/12/2022, dư nợ cho vay và đầu tư của hệ thống TCTD đối với nền kinh tế đạt khoảng 12,2%. Như vậy, chỉ có hơn 20 ngày phải đảm bảo tăng trưởng tín dụng 3,3-3,8%, tương ứng cung ứng gần 400.000 tỷ đồng ra nền kinh tế. Điều hành như vậy tương đối cứng nhắc, chưa kịp thời và mang tính chất giật cục.

Hình 1: Tăng trưởng tín dụng các năm của hệ thống ngân hàng



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước

Cũng tính đến thời điểm nói trên, số dư huy động vốn của hệ thống TCTD chỉ tăng khoảng 5% so với đầu năm 2022, tức là chỉ bằng gần 1/3 so với tốc độ tăng trưởng dư nợ tín dụng, đặt ra thách thức đối với hệ số sử dụng vốn của hệ thống ngân hàng là rất cao, điều đó gây ra lo ngại về thanh khoản của hệ thống ngân hàng, gây mất cân đối giữa huy động vốn với cung cấp vốn cho nền kinh tế (Ngân hàng Nhà nước, 2022).

Tốc độ tăng huy động vốn chỉ bằng 1/3 mức tăng trưởng tín dụng. Đây là trường hợp hiếm khi xảy ra nhiều năm qua của hệ thống ngân hàng Việt Nam. Các NHTM đang tăng lãi suất thu hút tiền gửi. Lãi suất tiền gửi nội tệ của nhiều NHTM cổ phần lên tới mức cao nhất trong 5 năm gần đây, các NHTM đã tăng cường huy động vốn, gây sức ép rất lớn về tăng lãi suất cho vay, ảnh hưởng đến nền kinh tế là khó tránh khỏi. Kết thúc năm 2022, ước tính tổng số vốn huy động của các TCTD đạt 14 triệu tỷ đồng, tăng 5,6% so với cuối năm 2021; tổng dư nợ cho vay và đầu tư đạt 12,8 triệu tỷ đồng, tăng 13,8% so với cuối năm trước (SSI, 2022). Theo chủ trương của Chính phủ, dòng vốn tín dụng tiếp tục được hướng vào 5 lĩnh vực ưu tiên của nền kinh tế, như: nông nghiệp nông thôn, doanh nghiệp nhỏ và vừa, công nghiệp hỗ trợ, ứng dụng công nghệ cao trong sản xuất nông sản sạch... nên có mức tăng cao hơn cùng kỳ năm 2021.

3. Điều hành chính sách tiền tệ trong sự phối hợp với chính sách tài khóa

Trong 3 năm qua nói chung, đặc biệt là năm 2022, Đảng, Quốc hội, Chính phủ, các bộ ngành chức năng và các địa phương quyết liệt triển khai các chính sách, biện pháp phòng chống suy giảm nền kinh tế Việt Nam sau 2 năm diễn ra đại dịch và diễn biến bất thường của kinh tế thế giới năm 2022. Quốc hội và Chính phủ đã có nhiều chính sách hỗ trợ phục hồi, ổn định và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, thể hiện:

CSTT được điều hành theo hướng chủ động và linh hoạt, vừa đảm bảo mục tiêu kiểm soát lạm phát, vừa hỗ trợ phục hồi kinh tế. đó là: (i) Giảm lãi suất điều hành (năm 2020, NHNN đã 3 lần giảm các mức lãi suất điều hành từ 1,5%-2%, nên đã tạo điều kiện cho các tổ chức tín dụng giảm lãi suất cho vay; (ii) Cơ cấu lại tổ chức tín dụng gắn với xử lý nợ xấu được chú trọng, góp phần nâng cao năng lực tài chính, quản trị điều hành và sức chống chịu rủi ro của hệ thống ngân hàng; (iii) Tăng cường các giải pháp, gói hỗ trợ tiền tệ, phối hợp cùng với CSTK để hỗ trợ doanh nghiệp và nền kinh tế, như: cơ cấu lại thời hạn trả nợ nhưng vẫn giữ nguyên nhóm nợ; miễn, giảm lãi, phí dịch vụ...).

CSTK thể hiện xu hướng mở rộng rõ nét trong 3 năm 2020-2022. Với chủ trương điều hành ngân sách nhà nước chủ động, hiệu quả, chặt chẽ, tiết kiệm, CSTK đã thể hiện vai trò quan trọng trong đảm bảo an toàn tài chính - ngân sách quốc gia, để vừa phòng chống dịch vừa phát triển kinh tế. Tiêu biểu nhất có các Nghị quyết, chính sách và giải pháp sau: Nghị quyết 43/2022/QH15 ngày 11/1/2022 của Quốc hội, Nghị quyết 11/

NQ-CP ngày 30/1/2022 của Chính phủ về Chương trình phục hồi và phát triển kinh tế - xã hội 2022-2023; Nghị định số 31/2022/NĐ-CP ngày 20 tháng 5 năm 2022 của Chính phủ về hỗ trợ lãi suất từ ngân sách nhà nước đối với khoản vay của doanh nghiệp, hợp tác xã, hộ kinh doanh; Nghị quyết số 86/NQ-CP ngày 11/7/2022 về phát triển thị trường vốn an toàn, minh bạch, hiệu quả, bền vững; Chỉ thị số 13/CT-TTg ngày 29/8/2022 về một số giải pháp thúc đẩy thị trường bất động sản phát triển an toàn, lành mạnh, bền vững; Chỉ thị số 15/CT-TTg ngày 16/09/2022 về các nhiệm vụ, giải pháp trọng tâm giữ vững ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát, thúc đẩy tăng trưởng và bảo đảm các cân đối lớn của nền kinh tế trong tình hình mới; Nghị định 65/2022/NĐ-CP ngày 16/9/2022 sửa đổi, bổ sung một số điều Nghị định 153/2020/NĐ-CP quy định về chào bán, giao dịch trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ; dự thảo sửa một số Luật quan trọng như Luật Đất đai, Luật Nhà ở, Luật Kinh doanh BĐS, Luật giá, cho nền kinh tế. Công điện 1156/CD-TTg ngày 12/12/2022 của Thủ tướng Chính phủ về cung ứng vốn tín dụng cho nền kinh tế... (Chính phủ, 2022).

3.1. Một số kết quả đạt được

Thành công quan trọng điều hành CSTT trong sự phối hợp với CSTK đó là góp phần thực hiện được nhiều chỉ số kinh tế vĩ mô chủ yếu. Nổi bật nhất đó là lạm phát của Việt Nam được kiểm soát tốt. Chỉ số CPI dưới 4%, đảm bảo mục tiêu của Quốc hội và Chính phủ đề ra từ đầu năm và thấp hơn nhiều chỉ số lạm phát của các nền kinh tế lớn. Bên cạnh đó, tăng trưởng GDP đạt mức 7,5%, cao nhất trong khu vực. Tỷ giá ổn định, đồng Việt Nam được củng cố sức mua và vị thế trên thị trường.

Các tổ chức quốc tế đánh giá cao nỗ lực phục hồi, ổn định vĩ mô và tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ của Việt Nam. Theo đó, (i) Chỉ số phục hồi Covid-19 do Nikkei công bố (tháng 10/2022) đánh giá Việt Nam xếp thứ 8/121 quốc gia, tăng 82 bậc so với tháng 1/2022; (ii) Tổ chức xếp hạng tín nhiệm S&P (5/2022), nâng hạng tín nhiệm quốc gia dài hạn của Việt Nam lên mức BB+ (từ mức BB), với triển vọng “Ổn định”; Moody’s (9/2022) cũng đã nâng xếp hạng tín nhiệm quốc gia dài hạn của Việt Nam từ mức Ba3 lên mức Ba2, triển vọng ổn định do đánh giá cao sức mạnh nội tại và khả năng chống chịu tốt hơn của nền kinh tế; (iii) IMF (10/2022) và World Bank (9/2022) đều có những đánh giá lạc quan, nâng triển vọng tăng trưởng kinh tế của Việt Nam năm 2022 (+7-7,2%), cao hơn 1 điểm % so với dự báo của 3 tháng trước đó. Cùng với chính sách phòng chống dịch và mở cửa nền kinh tế phù hợp, đang mở ra nhiều cơ hội thu hút đầu tư FDI của Việt Nam (Thái Phương, 2022).

3.2. Những vấn đề đặt ra

Thứ nhất, CSTK tiếp tục nói lời ủng hộ nền kinh tế phục hồi sau đại dịch và biến động bất thường của kinh tế vĩ mô, tuy nhiên thắt chặt CSTT và điều hành có tính chất giật cục. Thực hiện các Nghị quyết nói trên của Quốc hội và của Chính phủ, Thủ tướng, các bộ ngành có liên quan và các địa phương tập trung nỗ lực giải ngân vốn đầu tư công, đẩy nhanh tiến độ hoàn thành các dự án trọng điểm, đặc biệt là các dự án đường cao tốc. Việc giải ngân vốn đầu tư công có vai trò đặc biệt quan trọng trong thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, tạo việc làm. Bên cạnh đó, các dự án sớm đi vào hoạt động cho phép giảm ách tắc giao thông, tăng tốc độ chu chuyển, lưu thông hàng hóa và hành khách. Bên cạnh đó, thúc đẩy vốn tín dụng ngân hàng và có nhu cầu vốn tín dụng ngân hàng khá lớn cho khai thác và mua sắm vật liệu xây dựng, mua sắm máy móc thiết bị thi công và các chi phí khác. Tuy nhiên vốn tín dụng bị thắt chặt bởi hạn mức và lãi suất vay, ảnh hưởng lớn đến các doanh nghiệp tham gia các dự án đầu tư công.

Trong 2 năm 2020 – 2021 tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư công chỉ đạt dưới 70% kế hoạch. Tổng kế hoạch đầu tư vốn ngân sách Nhà nước (NSNN) năm 2022 là trên 580.261 tỷ đồng; số vốn đã được Thủ tướng Chính phủ giao là 580.064 tỷ đồng. Tính đến ngày 30/11/2022, tổng số vốn NSNN các bộ, cơ quan Trung ương, địa phương đã phân bổ, giao kế hoạch chi tiết cho các dự án đủ thủ tục đầu tư, đủ điều kiện giải ngân là 550.400,63 tỷ đồng, đạt 94,9% kế hoạch được Thủ tướng Chính phủ giao, trong đó vốn trong nước đạt 94,6%, vốn nước ngoài đạt 99,7% kế hoạch. Số vốn NSNN còn lại chưa phân bổ là 29.646,204 tỷ đồng, bằng 5,1% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao, chủ yếu là vốn cân đối ngân sách địa phương (Kỳ Thành, 2022).

Giải ngân kế hoạch đầu tư vốn NSNN đến hết tháng 11/2022 là 338.319,81 tỷ đồng, đạt 58,33% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao, so với mức 63,86% cùng kỳ năm 2021. Có 6 bộ, cơ quan trung ương và 14 địa phương có tỉ lệ giải ngân đạt trên 80% kế hoạch Thủ tướng giao. Tuy nhiên, 34/51 bộ, cơ quan trung ương và 22/63 địa phương có tỉ lệ giải ngân đạt dưới mức trung bình của cả nước (58.33%), trong đó có 5 bộ, cơ quan trung ương có tỉ lệ giải ngân dưới 25% kế hoạch Thủ tướng giao (Trâm Anh, 2022).

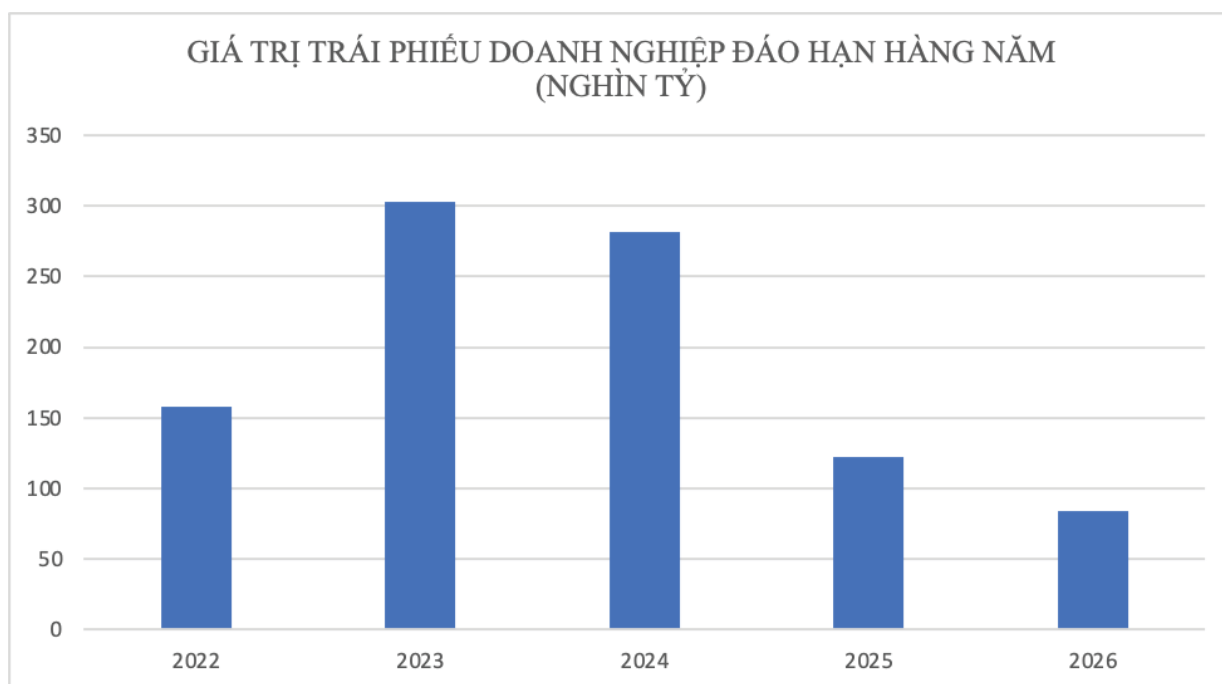
Thực hiện Nghị quyết của Quốc hội và của Chính phủ, ngành ngân hàng đăng ký và triển khai thực hiện gói tín dụng hỗ trợ 2% lãi suất từ ngân sách cho các khách hàng vay vốn vượt qua khó khăn bởi hậu quả của đại dịch. Tuy nhiên NHNN thực hiện 2 lần tăng lãi suất với mỗi lần tăng thêm 1% lãi suất điều hành, thực hiện dồn dập trong 2 tháng cuối quý 3 và đầu quý 4/2022. Lãi suất cho vay tổng nền kinh tế tăng lên, doanh nghiệp càng gánh chịu thêm khó khăn bởi chi phí vốn vay tăng cao, đi ngược lại nỗ lực giảm lãi suất và chi hỗ trợ lãi suất từ NSNN cho hỗ trợ khó khăn của khách hàng vay vốn.

CSTK đang thực hiện nói rộng thực hiện mục tiêu phục hồi nền kinh tế. Thực hiện Nghị quyết của Quốc hội và điều hành của Chính phủ về phục hồi nền kinh tế, hệ thống ngân hàng đang triển khai gói tín dụng hỗ trợ 2% lãi suất với quy mô hỗ trợ từ NSNN là 40.000 tỷ đồng. Song NHNN lại điều chỉnh tăng lãi suất điều hành, thúc đẩy tăng lãi suất trong nền kinh tế là đi ngược lại các Nghị quyết nói trên. Bên cạnh đó, vấn đề đặc biệt quan trọng là không thực hiện Nghị quyết của Quốc hội và chỉ đạo của Chính phủ về yêu cầu NHNN điều hành giảm 1% lãi suất cho vay trong nền kinh tế.

Thứ hai, điều chỉnh tăng biên độ tỷ giá, kích thích tỷ giá trong một thời điểm gia tăng, đi ngược lại cam kết bình ổn tỷ giá của NHNN, ảnh hưởng lớn đến CSTK. Phối hợp CSTT và CSTK đã góp phần tăng tính linh hoạt, khắc phục độ trễ của chính sách, vừa đảm bảo ổn định vĩ mô và ổn định tài chính quốc gia, vừa tạo dư địa mở rộng chính sách trong trung hạn. Cụ thể: (i) Mặt bằng lãi suất thấp tạo điều kiện tiết kiệm chi phí huy động vốn cho ngân sách, tăng tính bền vững của danh mục trái phiếu chính phủ. Nhờ mặt bằng lãi suất thấp nhất trong vòng 20 năm qua, lãi suất phát hành trái phiếu chính phủ bình quân đạt 2,26%/năm - thấp nhất trong lịch sử; kỳ hạn phát hành bình quân trái phiếu chính phủ tăng lên 13,4 năm, gấp 5,5 lần so với năm 2011. Việc tăng vay nợ trong nước với kỳ hạn dài, chi phí rẻ góp phần giảm phụ thuộc vào vốn nước ngoài, giảm áp lực trả nợ cho ngân sách nhà nước; (ii) Thâm hụt ngân sách nhà nước và nợ công tăng, nhưng vẫn trong tầm kiểm soát và ở mức thấp hơn so với hầu hết các quốc gia mới nổi ở châu Á; Điều này tạo dư địa cho mở rộng CSTT và CSTK trong trung hạn, hỗ trợ nền kinh tế phục hồi bền vững hơn.

Tuy nhiên, điều chỉnh tăng biên độ tỷ giá, kích thích tỷ giá trong một thời điểm gia tăng, đã làm tăng chi phí sử dụng vốn ngoại tệ, vay vốn ngoại tệ và nợ nước ngoài của doanh nghiệp, đặc biệt là nhập khẩu xăng dầu và vốn vay ngoại tệ của Tập đoàn điện lực Việt Nam, gây sức ép lên giá bán lẻ xăng dầu và giá điện. Bên cạnh đó nguyên nhiên vật liệu nhập khẩu và giá thành nhiều mặt hàng có xu hướng gia tăng, ảnh hưởng đến chỉ số giá tiêu dùng CPI. Một tác động khác là làm gia tăng nợ Chính phủ bằng ngoại tệ. Song do yếu

Hình 2: Giá trị trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn hàng năm



Nguồn: (Fiingroup, 2022).

tổ khách quan đến cuối năm tỷ giá đã quay trở lại trạng thái bình thường. Tính đến cuối tháng 12/2022, tỷ giá VND/USD chỉ tăng dưới 2% so với cuối năm 2021.

Thứ ba, điều hành CSTT và CSTK thiếu sự chủ động phối hợp kiểm soát thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Trong các năm 2020 - 2022 đã có nhiều cảnh báo về tình trạng các doanh nghiệp nói chung, đặc biệt là các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản phát hành trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) gây rủi ro cho nền kinh tế và thị trường tài chính. Bởi vì hầu hết các doanh nghiệp phát hành trái phiếu không đủ điều kiện vay vốn NHTM: hạn mức vay không còn vì vượt quá giới hạn an toàn, báo cáo tài chính và dòng tiền không đảm bảo, dự án thiếu tính khả thi và khả năng tiêu thụ sản phẩm thấp... nên các doanh nghiệp phát hành trái phiếu với lãi suất cao hơn lãi suất vay vốn NHTM. Nhiều doanh nghiệp phát hành trái phiếu để đảo nợ khoản vay tín dụng, mà người mua lại chính là NHTM. Hơn thế nữa, công ty mẹ là người mua trái phiếu của công ty con, hay các công ty phát hành trái phiếu và chuyển tiền mua trái phiếu long vòng cho nhau. Tuy nhiên trong điều hành CSTT và quản lý hoạt động ngân hàng, điều hành CSTK và quản lý thị trường tài chính thiếu sự chủ động, phối hợp hiệu quả để đảm bảo tính minh bạch và an toàn của thị trường TPDN. Giá trị TPDN đến hạn thanh toán trong năm 2023 đang gây sức ép lên thị trường tiền tệ (Thanh Thương, 2022). Diễn biến đó được thể hiện ở hình 2.

Trong năm 2023 ước tính có khoảng 300.000 tỷ đồng TPDN đến hạn. Nếu các doanh nghiệp không có nguồn tiền thanh toán cho người sở hữu trái phiếu, trong đó có tỷ trọng lớn là các NHTM mua trái phiếu, bên cạnh đó là người dân, sẽ gây ra những lo ngại lớn cho thị trường tiền tệ cho các NHTM và cho thị trường TPDN (Thanh Thương, 2022).

4. Khuyến nghị giải pháp phối hợp chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa

Với những dự báo kinh tế thế giới trong năm 2023 và những năm tiếp theo còn nhiều diễn biến phức tạp, khó lường. Để góp phần nâng cao hiệu quả, hiệu lực điều hành CSTT trong sự phối hợp chặt chẽ với CSTK, thực hiện thành công các mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội trong bối cảnh mới, bài viết xin có một số khuyến nghị sau:

Một là, NHNN cần chủ động, phối hợp với Bộ Tài chính, Bộ Kế hoạch và đầu tư phân tích những rủi ro lạm phát của Việt Nam, của các nền kinh tế lớn bị ảnh hưởng đến kinh tế bởi cuộc khủng hoảng quân sự tại Ukraine. Cần phân tích quan điểm của giới tài chính quốc tế đưa ra một khái niệm khác về lạm phát, đó là “lạm phát kèm suy thoái” (stagflation). Thuật ngữ dùng để chỉ điều kiện tăng trưởng kinh tế chậm, tỷ lệ thất nghiệp cao, kèm theo giá cả tăng, nói cách khác là lạm phát kèm sụt giảm tăng trưởng GDP. Đây là một thực tế mà NHTW nhiều nước hết sức quan tâm khi sự kiện xung đột quân sự tại Ucraina xảy ra. Thuật ngữ “Lạm phát kèm suy thoái” được đề cập thường xuyên bởi các chuyên gia tài chính, các nhà điều hành chính sách tiền tệ của nhiều NHTW trên thế giới khi căng thẳng ngày càng leo thang trên mặt trận kinh tế giữa các nước phương Tây và Nga. Từ kinh nghiệm đó, NHNN cần phân tích trong điều kiện của Việt Nam, với độ mở kinh tế hơn 200% GDP, cần có biện pháp cụ thể tránh khỏi rủi ro này. Đây là vấn đề cần được nghiên cứu, tính toán dưới nhiều góc độ để điều hành CSTT của NHNN Việt Nam trong sự phối hợp với CSTK ngắn hạn, trung hạn cũng như dài hạn.

Sự kết hợp giữa CSTT với CSTK, cần phân tích rõ CPI tăng do sức ép chi phí đẩy bởi thị trường quốc tế, do nhập khẩu lạm phát, hay do cầu kéo, hay quá thừa mức tiền cung ứng trong lưu thông để chủ động điều hành lãi suất, tỷ giá, hạn mức tăng trưởng tín dụng, thực hiện mục tiêu kiểm soát lạm phát, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bền vững.

Hai là, trên cơ sở mục tiêu của Quốc hội, Chính phủ về kế hoạch phát triển kinh tế xã hội năm 2023, NHNN cần tiếp tục điều hành CSTT chủ động, linh hoạt, phối hợp chặt chẽ với CSTK và các chính sách kinh tế vĩ mô khác nhằm kiểm soát lạm phát, duy trì ổn định kinh tế vĩ mô, thị trường, đảm bảo mục tiêu tăng trưởng tín dụng đề ra từ đầu năm, nếu không ít nhất cũng phải đạt mức bằng hay cao hơn định hướng năm 2022 là 16%.

Trong năm 2023 NHNN cần bỏ hạn mức tín dụng đối với các NHTM đáp ứng được các tiêu chí của Basel II, có tỷ lệ nợ xấu dưới 3%, tiếp đến năm 2023 bỏ hạn mức tín dụng đối với tất cả các NHTM, thay vào đó sử dụng các công cụ và biện pháp giám sát an toàn khác. Điều hành CSTK cần kiên định giải ngân vốn đầu tư công, ưu tiên đặc biệt đối với các dự án về giao thông. Vốn đầu tư công các bộ ngành, các địa phương xin trả lại hay giải ngân không hết nên chủ động bố trí cho các dự án giao thông, ưu tiên các dự án đường cao

tốc. Chính phủ, Bộ Giao thông giám sát, đôn đốc mạnh mẽ tiến độ các dự án lĩnh vực này, quan tâm lớn nhất là dự án sân bay Long Thành, cao tốc Bắc Nam.

Ba là, để góp phần thực hiện có hiệu quả CSTT trong sự phối hợp với CSTK, Chính phủ chỉ đạo các bộ ngành có liên quan đánh giá khách quan các tổ chức có chức năng hỗ trợ tài chính cho doanh nghiệp vừa và nhỏ hiện nay, đặc biệt là các tổ chức do Bộ Kế hoạch & Đầu tư quản lý. Cần được đánh giá về quy mô vốn đã hỗ trợ, mức độ tác động, chi phí hoạt động của bộ máy, trên cơ sở đó có biện pháp cụ thể nâng cao hiệu quả các tổ chức này, tránh phân tán và lãng phí nguồn lực tài chính, thậm chí mạnh dạn giải thể, chuyển một số chức năng sang Ngân hàng Chính sách xã hội (NHCSXH) Việt Nam. Bên cạnh đó cần tái cơ cấu mạnh mẽ hơn nữa Ngân hàng Phát triển Việt Nam, thu gọn bộ máy, chi nhánh, thậm chí nên sáp nhập vào NHCSXH.

Chính phủ cần chỉ đạo NHNN phối hợp với Bộ Tài chính đánh giá khách quan sự tồn tại của VAMC, đối chiếu với đề án khi quyết định thành lập, thực trạng và hiệu quả hoạt động xử lý nợ xấu hiện nay, chi phí hàng năm cho bộ máy và số vốn điều lệ ngân sách nhà nước cấp, lãi suất trái phiếu Chính phủ phải trả tương ứng với số vốn điều lệ đó, để mạnh dạn có quyết định kịp thời vì hiệu quả chung của nền kinh tế. Giải pháp tối ưu về phối hợp điều hành CSTT và CSTK đó là giải thể VAMC.

Bốn là, NHNN Việt Nam không nên để cuốn theo xu hướng số đông NHTW tăng lãi suất mà cần đi sâu phân tích khoa học về thực tiễn nền kinh tế Việt Nam. Mặc dù trên 100 NHTW các nền kinh tế trên thế giới tăng lãi suất chủ đạo để kiềm chế lạm phát. Nhưng hai nền kinh tế lớn nhất ở châu Á: Trung Quốc và Nhật Bản thì NHTW có hành động ngược lại, không tăng lãi suất để phục hồi nền kinh tế. NHNN cần có biện pháp cụ thể giảm lãi suất cho vay trong nền kinh tế. Trước tiên, NHNN cần giảm lãi suất điều hành, quay lại mức trước tháng 9/2022. Đồng thời NHNN cần giảm 0,5% tỷ lệ dự trữ bắt buộc trong quý I/2023 và giảm tiếp 0,5% trong quý II/2023. Theo đó, sẽ tác động giảm đáng kể lãi suất cho vay đối với nền kinh tế. Bởi vì, chỉ cần giảm 0,5% tỷ lệ này, sẽ giải phóng được số vốn lên tới 60.000 tỷ đồng để cho vay đối với nền kinh tế.

NHNN chỉ đạo giảm lãi suất cho vay hộ mới thoát nghèo, hộ cận nghèo của NHCSXH, bởi vì lãi suất hiện tại lần lượt đang là 8,25% và 7,92%, tương đương với lãi suất của Vietcombank cho doanh nghiệp vay vốn; đồng thời mở ra chương trình cho vay vốn tạo việc làm đối với người lao động bị ảnh hưởng của bối cảnh kinh tế vĩ mô trong tình hình mới, thông qua NHCSXH Việt Nam. NHNN mở rộng kênh tái cấp vốn để các NHTM có điều kiện giảm lãi suất cho vay. NHNN cần khẩn trương đề xuất với Chính phủ sửa đổi Nghị định 31 năm 2022 về hỗ trợ lãi suất từ ngân sách Nhà nước đối với khoản vay của doanh nghiệp, hợp tác xã, hộ kinh doanh để tiếp tục triển khai, đồng thời rà soát, đánh giá lại chính sách này để có phương án phù hợp.

Năm là, kết hợp hiệu quả giữa CSTT với CSTK một cách linh hoạt, đồng bộ cần phải: (i) xác định mục tiêu rõ ràng và thống nhất trong quá trình phối hợp CSTK và CSTT là tăng trưởng ổn định và lạm phát vừa phải. Theo đó, điều hành CSTT theo hướng linh hoạt, nhưng không hoàn toàn nói lỏng, ưu tiên hỗ trợ phục hồi song vẫn đảm bảo kiểm soát lạm phát. Điều hành CSTK theo hướng mở rộng thận trọng, vừa hỗ trợ tăng trưởng, vừa đảm bảo ổn định tài chính quốc gia; (ii) Ngân hàng Nhà nước cần tăng cường cho vay tái cấp vốn, phối hợp với Bộ Tài chính về phương án tăng vốn cho các tổ chức tín dụng để họ có thêm nguồn lực giảm lãi suất, cung ứng tín dụng hỗ trợ nền kinh tế phục hồi; (iii) Phối hợp CSTT và CSTK trong kiểm soát lạm phát và rủi ro hệ thống tài chính (rủi ro lan truyền giữa ngân hàng - chứng khoán - bảo hiểm); (iv) Nâng cao năng lực phân tích, dự báo, hệ thống chia sẻ thông tin phục vụ hiệu quả phối hợp chính sách từ hoạch định đến khâu thực thi (như: liều lượng, thời điểm các gói hỗ trợ; phát hành trái phiếu Chính phủ; thời điểm và liều lượng giảm lãi suất...), tiến tới liên thông, thực hiện khung “Lập trình tài chính quốc gia” để có thể nhanh chóng đánh giá tác động chính sách... Đặc biệt là NHNN cần kiên định mục tiêu giữ ổn định tỷ giá trung tâm, ổn định giá trị Đồng Việt Nam, nhằm hỗ trợ tích cực cho xuất khẩu, nhập khẩu, vay nợ nước ngoài và thu hút các dòng vốn quốc tế.

Ngoài ra, để đảm bảo sự phối hợp tốt trong việc điều hành kết hợp CSTT với CSTK, thông thường phải thiết lập chương trình tài chính quốc gia, gồm các giải pháp vĩ mô đồng bộ, để thực hiện một kế hoạch định lượng về các chỉ tiêu vĩ mô. Trong đó, CSTT và CSTK có sự phối hợp với nhau từ khâu lên kế hoạch đến thực hiện, đưa ra mức bù đắp thâm hụt ngân sách hợp lý từ hệ thống ngân hàng. Giữa Ngân hàng Nhà nước và Bộ Tài chính, ngoài việc phối hợp trong việc xác định nguồn bù đắp bội chi NSNN bao nhiêu từ hệ thống và bao nhiêu từ khu vực khác (trong nước và ngoài nước), thì cần thiết cần có sự phối hợp trong phát triển thị trường trái phiếu. Trong thị trường này, vai trò của NHNN rất quan trọng, góp phần làm tăng tính thanh khoản của thị trường.

5. Kết luận

Các nghiên cứu lý luận và thực tiễn đều cho thấy phối hợp CSTT và CSTK là cần thiết trong ổn định kinh tế vĩ mô mặc dù sự phối hợp được thực hiện theo các định hướng khác nhau, tùy thuộc vào yêu cầu và bối cảnh kinh tế của từng quốc gia trong từng thời kỳ. Ở Việt Nam, sự phối hợp giữa CSTT và CSTK đã được duy trì và đảm bảo trong nhiều năm qua nhằm hướng tới một mục tiêu chung là ổn định kinh tế vĩ mô, đảm bảo các cân đối lớn của nền kinh tế. Cả hai chính sách đã được phối hợp dựa trên nguyên tắc nhất quán về mục tiêu chính sách, đồng thời, tạo ra sự hỗ trợ đồng bộ và bổ sung cho nhau. Tuy nhiên, hiệu quả phối hợp hai chính sách này vẫn chưa cao, chưa xây dựng được cơ chế phối hợp rõ ràng, khiến cho mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát, vẫn là thách thức đối với nền kinh tế trong dài hạn. Trong bối cảnh biến động đột ngột của các năm 2020 - 2022, chính phủ Việt Nam cũng đã đạt được những thành công quan trọng về điều hành chính sách kinh tế vĩ mô nói chung, chính sách tài chính - tiền tệ nói riêng qua một số chỉ tiêu chủ yếu nói trên. Tuy nhiên, diễn biến của thị trường quốc tế thời gian tới rất khó dự báo chính xác. Về điều hành CSTT trong sự phối hợp với CSTK thực hiện các mục tiêu kinh tế - xã hội chủ yếu thời gian tới cần được tham khảo những khuyến nghị nói trên.

Tài liệu tham khảo

- Bình Nam (2022), *Tỷ giá trong biên độ kiểm soát*, truy cập tại: https://mof.gov.vn/webcenter/portal/ttnctdbh/pages_r/lchi-tiet-tin?dDocName=MOFUCM226741 thời gian truy cập 19/12/2022.
- Chính phủ (2022), *Thủ tướng chỉ đạo tháo gỡ vướng mắc, cung ứng vốn tín dụng cho nền kinh tế*, truy cập tại: <https://baohinhphu.vn/thu-tuong-chi-dao-thao-go-vuong-mac-cung-ung-von-tin-dung-cho-nen-kinh-te-102221212173250241.htm>, thời gian truy cập: 19/12/2022.
- Huy Thắng (2022a), *Fitch Ratings duy trì xếp hạng tín nhiệm Việt Nam mức triển vọng 'tích cực'*, truy cập tại: <https://baohinhphu.vn/fitch-ratings-duy-tri-xep-hang-tin-nhiem-viet-nam-muc-trien-vong-tich-cuc-102220329085822683.htm>, thời gian truy cập 19/12/2022.
- Huy Thắng (2022b), *Ngân hàng Nhà nước Việt Nam điều chỉnh các mức lãi suất điều hành*, truy cập tại <https://baohinhphu.vn/ngan-hang-nha-nuoc-viet-nam-dieu-chinh-cac-muc-lai-suat-dieu-hanh-102221024210117723.htm>, thời gian truy cập 19/12/2022.
- Huyền Vi (2022), *ACBS: NHNN đã bán khoảng 22 tỷ USD từ dự trữ ngoại hối trong năm 2022*, truy cập tại: <https://vietnambiz.vn/acbs-nhnn-da-ban-khoang-22-ty-usd-tu-du-tru-ngoai-hoi-trong-nam-2022-202211187454090.htm>, thời gian truy cập 19/12/2022
- Kỳ Thành (2022), *Đề nghị không trả lại kế hoạch đầu tư vốn ngân sách trung ương năm 2022*, truy cập tại: <https://baodautu.vn/de-nghi-khong-tra-lai-ke-hoach-dau-tu-von-ngan-sach-trung-uong-nam-2022-d179098.html>, thời gian truy cập 19/12/2022.
- Mạnh Hà (2022), *Điều lo lắng nhất đã qua, túi tiền nhà đầu tư chứng khoán, vàng tăng trở lại*, truy cập tại: <https://vietnamnet.vn/dieu-lo-lang-nhat-da-qua-tui-tien-nha-dau-tu-chung-khoan-vang-tang-tro-lai-2084100.html>, thời gian truy cập 19/12/2022.
- Thái Phương (2022), *Kinh tế phục hồi mạnh mẽ*, truy cập tại: <https://nld.com.vn/kinh-te/kinh-te-phuc-hoi-manh-me-20221101211835352.htm>, thời gian truy cập 19/12/2022.
- Thanh Thương (2022), *Hơn 700.000 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn trong 3 năm tới*, truy cập tại: <https://zingnews.vn/hon-700000-ty-dong-trai-phieu-doanh-nghiep-dao-han-trong-3-nam-toi-post1385686.html>, thời gian truy cập 19/12/2022.
- Trâm Anh (2022), *39/51 bộ và 22/63 địa phương có tỷ lệ giải ngân vốn ngân sách như “rùa bò”*, truy cập tại: <https://vneconomy.vn/39-51-bo-va-22-63-dia-phuong-co-ty-le-giai-ngan-von-ngan-sach-nhu-rua-bo.htm>, thời gian truy cập 19/12/2022.
- Sundarajan và cộng sự (1994), *The Coordination of Domestic Public Debt and Monetary Management in Economies in Transition- Issues and Lesson from Experiences*, IMF Working paper.