

Giới hạn của chính sách tiền tệ và chính sách tài khoá trong kích cầu ở Việt Nam

Tác giả: TS. Tô Kim Ngọc

Nguồn: Tạp chí Ngân hàng số 18/2009

Áp lực từ khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu đang đặt ra bài toán phức tạp cho các nhà làm chính sách Việt Nam khi phải lựa chọn và xây dựng một giải pháp policy mix tối ưu thích ứng với sức chịu đựng của nền kinh tế trong ngắn hạn mà không phá huỷ nền tảng phát triển dài hạn. Trong thực tế, Chính phủ Việt Nam đã điều hành các chính sách vĩ mô thời gian qua khá linh hoạt trong những thời điểm nhạy cảm, góp phần giữ vững hệ thống doanh nghiệp và duy trì một môi trường vĩ mô phù hợp. Sau giai đoạn thắt chặt chính sách tiền tệ nhằm kiểm soát lạm phát từ nửa cuối 2007 đến nửa đầu 2008, các chính sách vĩ mô có sự điều chỉnh mạnh nhằm hạn chế sự suy giảm kinh tế do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu. Cho tới thời điểm này, những tác động tiềm năng của các gói kích cầu đã có thể dự đoán. Điều này cho phép thẩm định lại về mặt lý thuyết những tác động của nền kinh tế Việt Nam tới khả năng sử dụng công cụ chính sách tiền tệ và tài khoá cho mục tiêu kích cầu, chỉ ra những giới hạn của chính sách làm căn cứ đưa ra một số gợi ý và cảnh báo các hiệu ứng phụ. Bài viết trước hết đi qua quy mô và tác động của các gói kích cầu của Chính phủ Việt Nam từ đầu 2009 đến nay kèm theo các đánh giá trên nền tảng nguyên tắc phối hợp chính sách tiền tệ và tài khoá qua mô hình IS-LM truyền thống. Các giới hạn chính sách liên quan đến “bẫy thanh khoản” (liquidity trap), hiệu ứng thoái lui đầu tư (crowding out effect), nguy cơ thâm hụt tài khoản vãng lai sẽ được xem xét để đánh giá mức độ ảnh hưởng đến hiệu quả phối hợp chính sách.

1. Chính sách kích cầu của Việt Nam

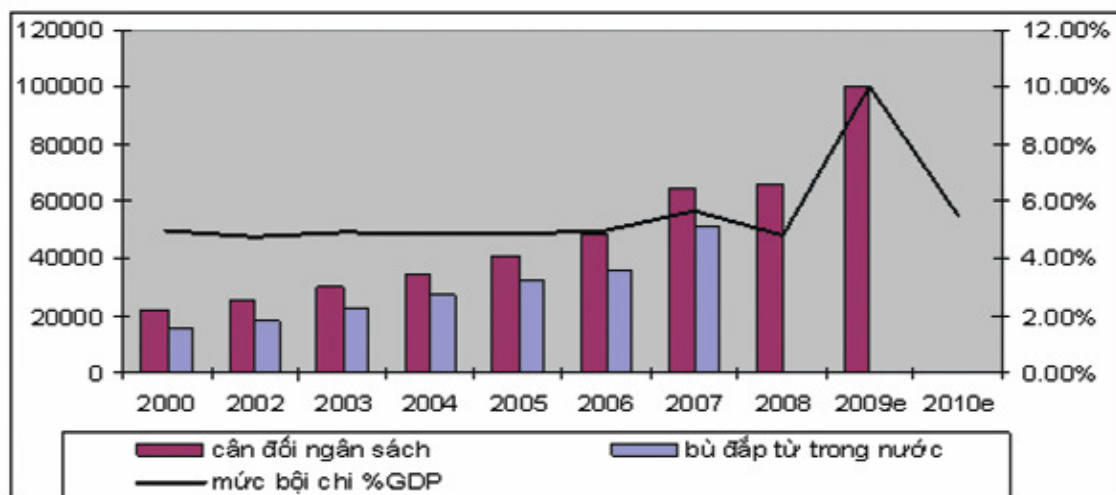
Cả chính sách tiền tệ và tài khoá đã được tận dụng tối đa cho mục tiêu kích cầu xét cả ở những tác động trực tiếp và gián tiếp.

Chính sách tài khoá

Các nguồn vốn hỗ trợ từ kênh chính sách tài khoá 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 của gói kích cầu đã đảm bảo mức tăng trưởng khoảng 3,9% so với cùng kỳ, trong đó giá trị sản xuất công nghiệp tăng 5,1%, tổng mức hàng hoá bán lẻ và doanh thu dịch vụ tăng khá 18,3%, tỷ lệ biến động chỉ số giá tiêu dùng cùng kỳ dưới 10% (Hình 2).

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



Nguồn: www.mof.gov.vn

Hình 2: Kết quả kích cầu năm 2009

Một số chỉ tiêu chủ yếu 7 tháng đầu năm 2009

(tăng/giảm) so với cùng kỳ năm trước (%)

Giá trị sản xuất công nghiệp	+5,1
Tổng mức bán lẻ hàng hoá và doanh thu dịch vụ tiêu dùng	+18,3
Tổng kim ngạch xuất khẩu	-13,4
Tổng kim ngạch nhập khẩu	-32,0
Khách quốc tế đến Việt Nam	-18,7
Vốn đầu tư XDCB thuộc nguồn vốn ngân sách Nhà nước thực hiện (so với kế hoạch 2009)	49,3
Chỉ số giá tiêu dùng 7 tháng đầu năm so với cùng kỳ năm trước	+9,25

Nguồn: Tổng cục Thống kê

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... Mức độ hiệu quả của nó cần được phân tích cẩn thận. Hình thức hỗ trợ qua việc giảm thuế, giãn thuế nửa đầu 2009 cho cá nhân và doanh nghiệp 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. 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 không hiệu quả. Bên cạnh đó, các gói kích cầu qua hình thức hỗ trợ lãi suất 4% với quy mô 17.000 tỷ đồng (thời hạn 8 tháng) và 20.000 tỷ đồng (thời hạn tới 24 tháng) với tổng dư nợ tín dụng dự tính (nếu giải ngân hết) 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, thị phần thanh khoản bơm thêm chỉ có 37.000 tỷ đồng (17.000 + 20.000 tỷ đồng), 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 ngân hàng thương mại (NHTM). Nếu 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 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.

Chính sách tiền tệ

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) đã thực hiện đúng nguyên lý kèm theo một loạt 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 lỏng 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 vào 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). Điều này 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 khống 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 Trung ương (NHTW) 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.

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 tiền tệ và tài khoá 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.

2. Một số giới hạn chính sách

Thứ nhất, bẫy thanh khoản

Về bản chất, “bẫy thanh khoản” hay “bẫy tiền mặt” xảy ra khi đường LM trong mô hình IS-LM trở nên thoải và song song với trục hoành. Trong trường hợp này, bất kỳ biến động nào của lượng tiền cung ứng cũng không gây ảnh hưởng tới lãi suất hoặc ảnh hưởng rất nhỏ. Kết quả là việc nới rộng

chính sách tiền tệ không có tác dụng làm dịch chuyển vị trí đường LM; lãi suất không giảm và nhu cầu vay không tăng. Tình trạng này xảy ra khi mặt bằng lãi suất danh nghĩa đã ở mức rất thấp, gần tới 0 khi nền kinh tế rơi vào tình trạng suy thoái (trường hợp Nhật Bản thập kỷ 90). Chính sách mở rộng chi tiêu Chính phủ trong điều kiện này lại có tác động rất mạnh tới thu nhập mà ít bị ảnh hưởng bởi hiệu ứng thoái lui đầu tư (do lãi suất tăng thấp hơn khi nhu cầu vốn của Chính phủ tăng). Trong điều kiện của Việt Nam hiện nay, những dấu hiệu điển hình của “bẫy thanh khoản” có khác biệt khi lãi suất danh nghĩa chưa tiến tới 0 và lạm phát đang ở mức dưới 10%. Tuy vậy, ngưỡng lãi suất mà tại đó người gửi tiền bắt đầu di chuyển sang tài sản ngoại tệ được thể hiện ở đẳng thức:

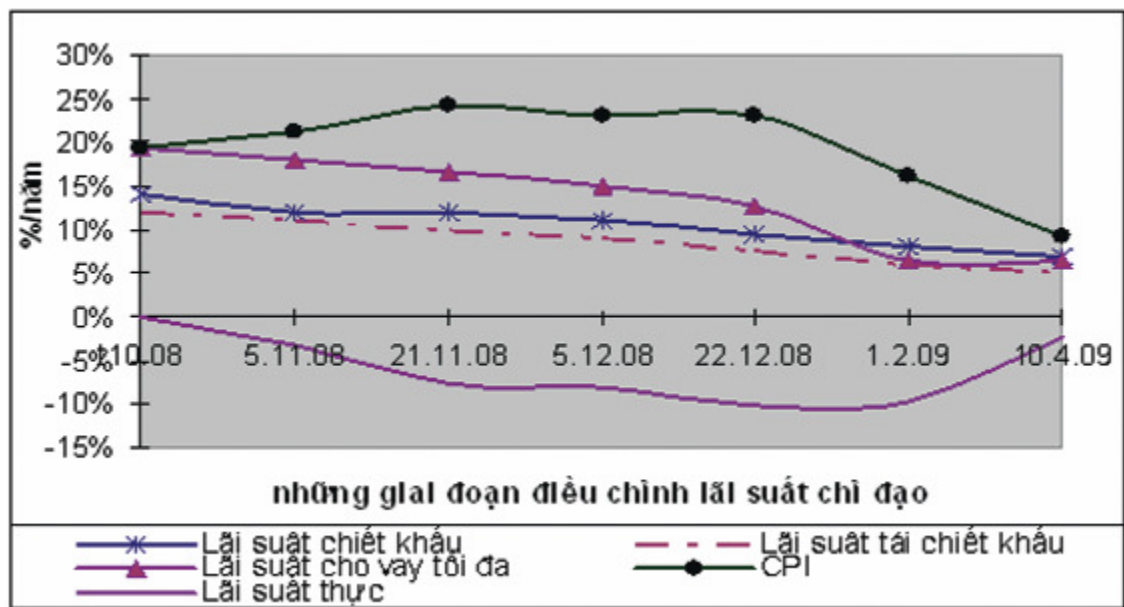
$i_{VND} = i_{USD} + \text{chênh lệch tỷ giá kỳ vọng} + \text{chất lượng tài sản của USD.}$

Trong trường hợp này, việc mở rộng khối tiền cung ứng ban đầu có thể làm cho lãi suất giảm xuống nhưng sau đó tỷ giá tăng lên, hiện tượng di chuyển tiền gửi VND sang tài sản ngoại tệ sẽ xảy ra nhanh chóng và các ngân hàng buộc phải điều chỉnh lãi suất tiền gửi VND trở về mức cũ nhằm hạn chế tình trạng di chuyển tiền gửi (hiện tượng này đang diễn ra tại các NHTM) và ảnh hưởng tới toàn bộ mặt bằng lãi suất. Hiệu ứng kích cầu do mở rộng chính sách tiền tệ trong trường hợp này bị hạn chế. Đây là lý do chúng ta sử dụng gói hỗ trợ lãi suất thông qua sử dụng chi tiêu Chính phủ mục đích duy trì mặt bằng lãi suất của các NHTM và giảm giá vốn cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, với mức lãi suất thấp, ngân hàng sẽ mất đi công cụ và động cơ phân loại khách hàng theo mức độ rủi ro của họ.

Một biểu hiện khác của tình trạng “bẫy thanh khoản” là khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế và mức độ sẵn sàng cho vay của hệ thống NHTM. Trong nhiều trường hợp, việc mở rộng chính sách tiền tệ chỉ dừng lại ở việc tăng dự trữ của các NHTM mà không dẫn tới tăng tổng dự nợ tín dụng bởi các ngân hàng khó tìm được khách hàng đủ điều kiện vay vốn và khách hàng cũng không có nhu cầu vay do chưa tìm được dự án đầu tư và đầu ra cho sản phẩm (trường hợp của Mỹ năm 1990-1991). Việc sử dụng gói hỗ trợ lãi suất cho phép chúng ta tránh khỏi biểu hiện thứ nhất của “bẫy thanh khoản” trong khi không tránh được biểu hiện thứ hai. Bởi điều này phụ thuộc vào tình trạng tài chính của hệ thống doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp vừa và nhỏ. Thực tế cho thấy, mặc dù có nhiều biện pháp hỗ trợ tích cực, tốc độ giải ngân gói hỗ trợ lãi suất của Chính phủ diễn ra hết sức chậm chạp trong tháng 2 và tháng 3/2009. Một tỷ lệ lớn vốn kích cầu quay trở lại ngân hàng làm cho tỷ lệ tăng dự nợ tín dụng nhỏ hơn rất nhiều so với lượng vốn giải ngân theo chương trình hỗ trợ lãi suất (Hình 4). Tuy nhiên, từ cuối tháng 3/2009, tỷ lệ dự nợ tín dụng bắt đầu tăng nhanh so với hai tháng đầu năm,

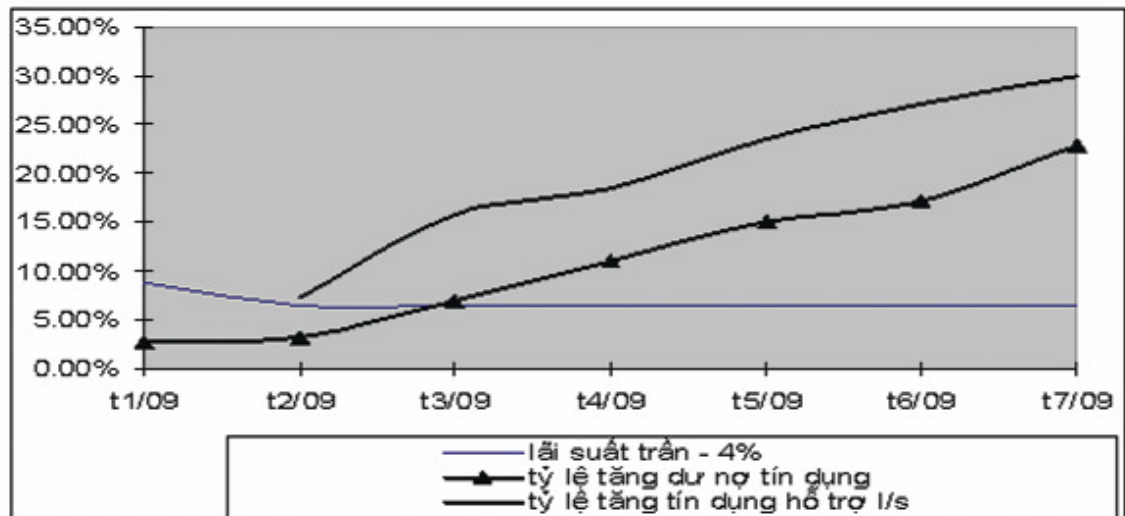
cùng lúc với giai đoạn thị trường chứng khoán hồi phục và cho vay tiêu dùng mở rộng. Việc di chuyển mục tiêu kích cầu vào các đối tượng kinh doanh rủi ro là tất yếu trong khi các đối tượng sản xuất kinh doanh vẫn khó khăn trong việc tìm kiếm thị trường. Việc tiếp tục thực hiện chính sách mở rộng chi tiêu Chính phủ trong điều kiện tồn tại “bẫy thanh khoản” sẽ làm giảm quyền lực của rào cản kiểm soát tín dụng và làm cho dư nợ tín dụng và nợ quá hạn tăng lên nhanh chóng (Hình 4). Trong trường hợp này, Paul Krugman (1999, 2009) cho rằng tác động của chính sách tiền tệ là ở chỗ cam kết của NHTW trong việc duy trì một chính sách tiền tệ nới lỏng dài hạn có kiểm soát. NHNN đang triển khai chính sách theo hướng này. (Hình 3)

Hình 3: Diễn biến mặt bằng lãi suất từ quý IV/2008 đến hết quý II/09



Nguồn: NHNN và tính toán của tác giả

Hình 4: Lãi suất và dư nợ tín dụng các tháng 2009



Nguồn: NHNN

Việc duy trì dài hạn một chính sách tiền tệ nới lỏng, tuy nhiên, có thể chứa đựng nguy cơ lạm phát và thâm hụt tài khoản vãng lai nếu như sự nới lỏng này không tạo nên động lực điều chỉnh hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp cũng như năng lực quản trị rủi ro cho hệ thống ngân hàng.

Thứ hai, áp lực của bội chi ngân sách và hiệu ứng thoái lui đầu tư tư nhân

Mặc dù trong điều kiện “bẫy thanh khoản”, đường LM của Việt Nam ở dạng thoải mà không hoàn toàn nằm ngang, phản ánh một thực tế là nhu cầu đầu tư vẫn nhạy cảm với lãi suất. 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 dự kiến lên tới 8% GDP (nếu 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. Cho đến tháng 7/2009, 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 nên các khoản vay nợ Chính phủ vẫn chưa có ảnh hưởng mạnh 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 36.000 tỷ đồng, phần bổ sung cho mục tiêu kích cầu 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 Việt Nam 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 sau 7 tháng năm 2009 (tỷ lệ trúng thầu là 2469,7 tỷ đồng/19.000 tỷ đồng chỉ đạt 13%) 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 1)

Bảng 1: Kết quả phát hành trái phiếu chính phủ tháng 1-7/2009

Đơn vị: tỷ USD

Đợt phát hành	khối lượng dự kiến	khối lượng trúng thầu	Lãi suất đăng ký	Lãi suất trúng thầu	Chênh lệch
1/2009	1500	1500	8-12%	8-8.15%	0
2/09	5.500	100	>8%	6.7%	4.500
5/2009	2000	469.7	7.8-8.5%	7.5%	1530.3
6/2009	4000	200	>8.7% và >9%	8.7%	3800
7/2009	6000	200	>9% và >10%	9%-9,29%	5.800
Tổng	19.000	2469.7			16.5303,3
Tỷ lệ trúng thầu					13%
Trái phiếu ngoại tệ 3/2009	300 triệu USD	230.01 triệu USD			

Nguồn: Kho bạc Nhà nước

Đây không phải là vấn đề của riêng Việt Nam mà là vấn đề toàn cầu. Tình trạng tài chính công đáng lo ngại trong khi theo đuổi mục tiêu kích cầu, các nước vẫn tiến hành song song cả hai: duy trì dấu hiệu chính sách tiền tệ nói lỏng và mở rộng chi tiêu Chính phủ, chấp nhận mức bội chi ngân sách chưa từng có. Theo số liệu thống kê của IMF, cho đến thời điểm tháng 7/2009, tổng số chi ngân sách cho mục tiêu cứu nguy nền kinh tế là 10.000 tỷ USD, trong đó 1.900 tỷ USD là khoản chi trực tiếp, còn lại đang ở dạng

cam kết hoặc cho vay. Tuy nhiên tỷ lệ chi so với thu nhập quốc dân là khác nhau. 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 Bản 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 Bản 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 nói lỏng.

Tuy vậy, điểm khác biệt căn bản giữa nền kinh tế Việt Nam 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. 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.

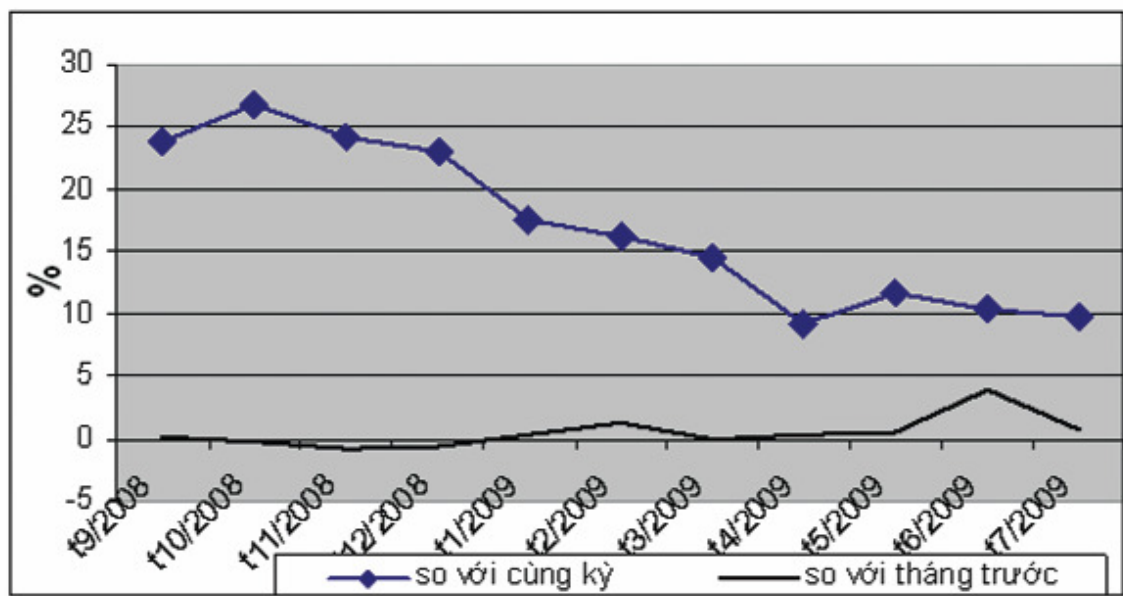
Thứ ba, áp lực của lạm phát và hiệu quả sử dụng vốn của nền kinh tế

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 từ tháng 4/2009 và đặc biệt cao vào tháng 6/2009 với tỷ lệ 3,94% so với tháng 3/2009. Để đạt được mức tăng trưởng kinh tế ở mức 3,9% 6 tháng đầu năm 2009 và trong điều kiện đường tổng cung của Việt Nam 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 huỷ 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 toàn cục, 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 đổ 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 nói 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; (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 5)

Hình 5: Lạm phát các tháng 9/08-7/09



Nguồn: GSO

3. Một số gợi ý chính sách trong thời gian tới

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 nửa đầu năm 2009 là dấu hiệu phản ánh mức độ bội chi ngân sách cần được giới hạn lại. Cho đến cuối năm, để đáp ứng nguồn tài trợ thâm hụt, còn lại tới 87% theo kế hoạch, Kho bạc buộc phải đẩy lãi suất đầu 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 từ thị trường nước ngoài. Sử dụng chính sách vay nợ nước ngoài nhằm tạo nguồn cho các

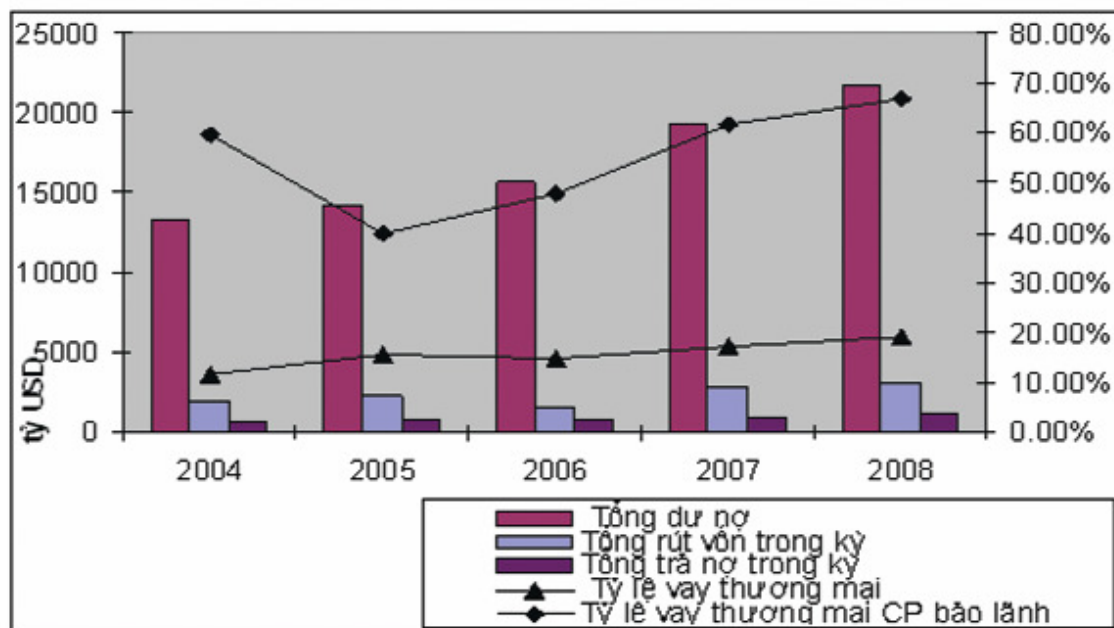
khoản chi tiêu của Chính phủ sẽ giải quyết được các bài toán đặt ra: bù đắp thâm hụt ngân sách; hạ thấp mặt bằng lãi suất, cân bằng thị trường ngoại hối... Các chỉ tiêu giám sát nợ nước ngoài của Chính phủ Việt Nam cho thấy Việt Nam vẫn còn khả năng vay nợ nước ngoài trong phạm vi an toàn (Bảng 2). Vấn đề là các khoản nợ vay cấp bách trước mắt phải được sử dụng đúng mục đích và có hiệu quả, đảm bảo nguồn trả nợ trong tương lai. Bên cạnh đó, 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. (Hình 6)

Bảng 2: Các chỉ tiêu giám sát nợ nước ngoài của Chính phủ Việt Nam

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 so với XK hàng hoá & DV	5.5	4.8	4	3.8	3.3
4	Nghĩa vụ trả nợ so với nguồn thu NSNN	4.9	4.1	3.7	3.6	3.5
5	Dự trữ ngoại tệ so với dư nợ ngắn hạn	1943	4075	6380	10177	2808
6	Nghĩa vụ nợ dự phòng so với thu NSNN	5.3	5.2	4.5	4.6	4.7

Nguồn: www.mof.gov.vn

Hình 6: Cơ cấu nghĩa vụ nợ nước ngoài 2004-2008



Nguồn: www.moj.gov.vn

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.

Tiếp tục duy trì hướng kích cầu nhưng cần tăng cường kiểm soát chất lượng tín dụng đối với các khoản tín dụng hỗ trợ lãi suất ngắn hạn sẽ đến hạn vào tháng 10/2009. NHNN đã kịp thời 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 25-27% năm 2009. Giải pháp này là rất cần thiết, giúp 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 cũng như thực hiện đầy đủ các bước kiểm soát tín dụng: trước, trong và sau khi cho vay. Tuy vậy, quy định này chỉ được đưa ra sau 7 tháng triển khai gói kích cầu thông qua con đường tín dụng. Giới hạn tăng trưởng tín dụng không quá 27% trong năm 2009 trong khi số liệu này đã tới 17% sau 6 tháng nếu so với dư nợ cuối 2008 và 31% so với cùng kỳ năm ngoái đòi hỏi các giải pháp thắt chặt tín dụng phải rất mạnh và đồng bộ. Yêu cầu này có thể dẫn tới những phản ứng phụ khi các doanh nghiệp đang nợ nhau và nợ ngân hàng phụ thuộc vào nguồn tín dụng sẽ không thể tiếp cận nguồn tín dụng dễ dàng như trước, dẫn tới tình trạng thiếu hụt thanh khoản, nợ nần dây dưa và ảnh hưởng tới tình trạng tài chính của các doanh nghiệp. Kết quả là tỷ lệ nợ quá hạn tiếp tục tăng lên. Mặt khác, yêu cầu thắt chặt tín dụng cũng có nghĩa là đình hoặc 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.

Bên cạnh các giải pháp trước mắt, đây là thời điểm thích hợp để rà soát lại và khắc phục lỗi hệ thống trong ngành Ngân hàng, đảm bảo an toàn hệ thống, tránh các dấu hiệu có thể dẫn tới đổ vỡ dây chuyền. Nếu các ngân hàng có hệ thống quản trị rủi ro tốt và quan điểm kinh doanh ngân hàng dựa trên cơ sở không chế và kiểm soát rủi ro theo yêu cầu của Basel II sẽ không có những phản ứng sốc trước các quyết định kiểm soát của NHNN như Chỉ thị 03 ngày 30/6/2007 về thu hẹp dư nợ cho vay chứng khoán và Quyết định 03 về giới hạn tỷ lệ cho vay chứng khoán/vốn điều lệ 20% hoặc quyết định không chế dư nợ tín dụng 2009 và nhiều công sức để kiểm tra mục đích sử dụng vốn như thời gian vừa qua. Những dấu hiệu cần quan tâm là: mất cân đối kỳ hạn Bảng cân đối tài sản của các ngân hàng, quan hệ tín dụng với các doanh nghiệp nhà nước (DNNN) (đặc biệt là các tập đoàn) không hiệu quả; quan hệ vay vốn trên thị trường liên ngân hàng, khả năng dự báo và hệ thống công cụ bảo hiểm rủi ro.

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

Cải cách lại cơ chế cấp phát ngân sách và kiểm soát chặt chẽ khoản chi nhằm đảm bảo chi ngân sách hiệu quả là yêu cầu cấp thiết hiện nay. Trong thực tế, một tỷ lệ không nhỏ chi ngân sách là dành cho các đối tượng sử dụng không hiệu quả, tình trạng thất thoát trong chi tiêu ngân sách cho các công trình và dự án là hiện tượng phổ biến và góp phần đáng kể vào tỷ lệ bội chi ngân sách. Điều này cũng ngăn cản khả năng tiếp cận thị trường vốn của ngân sách nhà nước trong điều kiện cần tìm kiếm nguồn bù đắp. Thực tế là thị trường đang yêu cầu một tỷ lệ lãi suất cho các khoản nợ của Chính phủ ngang bằng với lãi suất cùng kỳ hạn trên thị trường vốn và là bằng chứng rằng thị trường đang đánh giá mức rủi ro của trái phiếu Chính phủ ngang bằng với các trái phiếu cùng kỳ hạn của các chủ thể phi Chính phủ. Đảm bảo yêu cầu kiểm soát chi nhằm mục tiêu hiệu quả hơn là chỉ nhằm mục tiêu kiểm soát việc chấp hành chế độ. Trong nhiều trường hợp, việc duyệt chi manh mún phân tán với thủ tục phiền hà không liên quan đến mục đích sử

dụng vốn và không dựa trên cơ sở đo lường mức độ hiệu quả sẽ có tác dụng ngược lại với yêu cầu kiểm soát chi. Tính hiệu quả với mức thất thoát tối thiểu sẽ đảm bảo chi phí vay vốn của ngân sách rẻ hơn, giảm áp lực lên chi phí huy động vốn của nền kinh tế

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 Việt Nam, 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 nới 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.