

# ĐÁNH GIÁ VỀ VIỆC PHỐI HỢP ĐIỀU HÀNH GIỮA CHÍNH SÁCH TÀI KHÓA VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

Đỗ Khắc Hường\*, Tô Trung Thành\*\*

*Sự phối hợp điều hành giữa chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ luôn là chủ đề được quan tâm vì sự tác động của chúng trực tiếp đến tăng trưởng kinh tế và kiểm soát lạm phát. Chính vì vậy, sự phối hợp đồng bộ giữa hai chính sách được thảo luận liên tục trong quá trình duy trì mục tiêu tăng trưởng và kiểm soát lạm phát ở Việt Nam. Bài báo cũng giải thích rõ sự phối hợp giữa hai chính sách đôi khi chưa đồng bộ, thay đổi quá nhanh hoặc quá nôn nóng theo đuổi mục tiêu vì mô, kết quả lạm phát xuất hiện. Bài báo cũng chỉ ra sự phối hợp không đồng bộ giữa hai chính sách trong việc thúc đẩy thị trường tài chính phát triển. Cuối cùng bài báo gợi ý rằng trong môi trường tăng trưởng kinh tế còn phụ thuộc quá nhiều vào vốn thì việc điều tiết chính sách tiền tệ linh hoạt và sự phối hợp nhịp nhàng theo nguyên tắc trước, sau giữa hai chính sách sẽ phát huy tác dụng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nhưng không tạo ra sức ép đến lạm phát.*

**Từ khóa:** chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ, sự phối hợp.

## 1. Giới thiệu

Chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ là hai công cụ trọng yếu giữa vai trò quyết định trong việc điều tiết nền kinh tế. Chính sách tài khóa (CSTK) thúc đẩy tăng trưởng kinh tế thông qua việc điều tiết chính sách thuế và chi tiêu công. Chính sách tiền tệ (CSTT) thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và kiểm soát lạm phát thông qua công cụ lãi suất, hoạt động thị trường mở và tỉ lệ dự trữ bắt buộc. CSTK có thể tác động đến việc thực thi của CSTT trong ngắn hạn thông qua việc ảnh hưởng đến giá cả và tổng cầu. Chính sách tiền tệ mở rộng thông qua giảm tỉ lệ dự trữ bắt buộc, hạ lãi suất chiết khấu, ... đều dẫn đến lãi suất giảm và cầu đầu tư mở rộng. Trong trường hợp này, nếu CSTK mở rộng thông qua nới lỏng chi tiêu công có thể dẫn đến lạm phát sẽ tăng, đặc biệt nếu chỉ tiêu công một phần được tài trợ từ cung tiền mở rộng. Như vậy, để CSTT mở rộng phát huy hiệu quả kích thích nền kinh tế tăng trưởng, CSTK cần phải điều tiết linh hoạt để hạn chế lạm phát xảy ra do yếu tố tiền tệ. Tương tự như vậy, CSTT thắt chặt để hạn chế lạm phát do tác động của tín dụng tăng trưởng quá nóng và kéo dài sẽ khó phát huy hiệu quả nếu CSTK nới lỏng quá nhanh. Như vậy, điều hành chính sách tiền tệ cần được phối hợp chặt chẽ,

đồng bộ với chính sách tài khóa nhằm tạo ra ảnh hưởng cộng sinh tới tăng trưởng kinh tế và ổn định hóa kinh tế vĩ mô cũng như kiểm soát lạm phát mục tiêu.

Sự phối hợp của CSTT và CSTK ở Việt Nam là chủ đề được thảo luận tương đối nhiều trong thời gian gần đây bởi vai trò của chúng trong hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, thảo luận về việc thiếu đồng bộ trong việc thực thi tác động đến lạm phát trong thời gian 2010-2011 là vấn đề cũng được quan tâm. Mặc dù vậy, nhiều tác giả vẫn chưa phân tích chi tiết nguyên nhân mở rộng CSTT và CSTK năm 2009 và kéo dài sang năm 2010 cũng như hậu quả của sự mở rộng đồng thời của hai chính sách đã gây ra sự bất ổn kinh tế vĩ mô và lạm phát trong thời gian đó. Hơn nữa, các tác giả cũng không chỉ ra sự phối hợp giữa hai chính sách là cần thiết để thúc đẩy thị trường tài chính phát triển. Cụ thể, Nguyễn Thị Thu Cúc (2013) chưa chỉ ra được điều kiện để cả hai CSTK và CSTT phải thực thi mở rộng trong 2 năm 2009-2010 và tất nhiên hậu quả theo sau. Tác giả cũng không phân tích được tầm quan trọng về sự phối hợp giữa hai chính sách để thúc đẩy thị trường tài chính phát triển. Nguyễn Thị Kim Thanh (2013) cũng chỉ nêu được sự phối hợp giữa hai chính sách

trên phương diện lý thuyết và qua đó đưa ra một số kiến nghị cho trường hợp Việt Nam. Tương tự như vậy, Đào Minh Tú (2013), Bùi Tất Thắng (2013), Trần Thọ Đạt (2013), Nguyễn Thị Hải Thu (2013), Lê Thị Thùy Vân và Hồ Khắc Tế (2013) cũng đều không làm rõ được các vấn đề nêu trên cũng như chưa chứng minh được sự phối hợp thiếu đồng bộ để thúc đẩy sự phát triển của thị trường tài chính ở Việt Nam.

Như vậy, nội dung chính của bài báo sẽ đánh giá sự tác động qua lại giữa CSTT và CSTK trong việc theo đuổi mục tiêu tăng trưởng kinh tế, kiểm soát lạm phát và ổn định vĩ mô của Việt Nam. Bài báo giải thích rõ tại sao lạm phát tăng nhanh trong năm 2008 và giải pháp nào để kéo lạm phát xuống. Lạm phát ổn định trở lại thì nền kinh tế lại rơi vào vòng suy thoái do tác động của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu. Để chặn đà suy giảm kinh tế thông qua mở rộng tài khóa và tiền tệ, lạm phát lại quay trở lại trong năm 2010-2011. Do quá chú trọng đến mục tiêu phục hồi tăng trưởng kinh tế nên việc thực thi hai chính sách đã tạo ra bất ổn vĩ mô. Như vậy, bài báo có mục đích làm rõ mức độ phối hợp giữa CSTK và CSTT trong hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, kiểm soát lạm phát và ổn định vĩ mô. Bài báo cũng đánh giá sự phối hợp giữa hai chính sách để tạo điều kiện thị trường tài chính phát triển.

## 2. Tác động của sự điều hành giữa hai chính sách đến tăng trưởng kinh tế và lạm phát

Điều hành CSTK và CSTT đều nhằm tới mục tiêu tăng trưởng kinh tế và ổn định hóa kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát. Tác động của CSTK thường

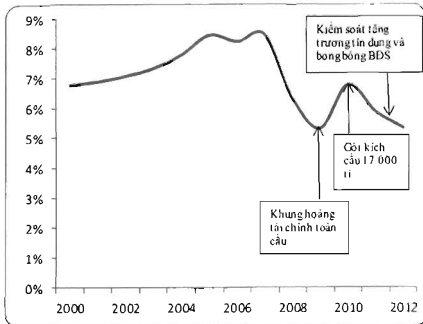
phát huy hiệu quả trong ngắn hạn; ngược lại hiệu ứng của CSTT thường xảy ra chậm hơn. Sự kết hợp giữa hai chính sách chi hiệu quả nếu giữa chúng có sự phối hợp nhịp nhàng sẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nhưng không kéo theo lạm phát. Điều này có nghĩa là chính sách đi sau sẽ nhìn nhận chính sách đi trước như là những điều kiện ràng buộc để điều hành. Rõ ràng nếu CSTT đang thực thi mở rộng thì CSTK bắt buộc phải điều hành linh hoạt theo hướng thắt chặt để hạn chế lạm phát từ cầu kéo. Nội dung của phần này sẽ xem xét tính phối hợp hay độc lập về việc điều hành của hai chính sách trong việc theo đuổi mục tiêu tăng trưởng kinh tế và kiểm soát lạm phát

### 2.1. Đánh giá sự điều hành của hai chính sách trong hỗ trợ tăng trưởng kinh tế

Hình 1 thể hiện được phân chia từng giai đoạn tăng trưởng kinh tế của Việt Nam từ năm 2000 đến năm 2012. Quá trình tăng trưởng kinh tế bắt đầu ở mức 6,79% vào năm 2000 và tăng một mạch tới mức 8,44% năm 2005, sau đó giảm nhẹ xuống mức 8,23% năm 2006 và tăng bật trở lại mức 8,46% năm 2007. Kinh tế tăng trưởng cao trong giai đoạn này đạt được là nhờ hiệu ứng của nhiều chính sách kinh tế vĩ mô và tác động của tự do hóa thương mại Việt Nam- Hoa Kỳ năm 2001 hay trở thành thành viên chính thức của Tổ chức thương mại thế giới WTO năm 2007.

Chính sách tiền tệ và tài khóa trong giai đoạn 2000-2007 điều hành tương đối thuận lợi. Kim ngạch xuất khẩu tăng từ 14,5 tỉ USD năm 2000 lên tới 48,6 tỉ USD năm 2007 và đạt mức tăng trưởng

Hình 1: Tốc độ tăng trưởng kinh tế Việt Nam, giai đoạn 2000-2013



Nguồn: Tổng cục thống kê 2000 - 2013

kép hàng năm ở mức 18,9%; trong khi đó nhập khẩu tăng tương ứng từ 15,6 tỉ USD lên tới 62,8 tỉ USD và đạt mức tăng trưởng kép hàng năm 22%. Tổng vốn đầu tư nước ngoài tăng từ 2,4 tỉ USD năm 2000 lên tới 8,03 tỉ USD năm 2008 (Hình 2). Hơn nữa, tổng vốn tài trợ phát triển chính thức cũng giảm ngân lên tới hơn 11 tỉ USD trong giai đoạn này. Bên cạnh quy mô vốn từ bên ngoài tăng nhanh, quy mô vốn nội địa cũng tăng rất cao. Thương mại quốc tế mở rộng và nguồn vốn FDI tăng đều qua các năm đã hỗ trợ tích cực hơn đến điều hành tỉ giá. Hơn nữa, kinh tế tăng trưởng tạo nguồn thu ngân sách mở rộng, do vậy sức ép về nguồn tài trợ cho thâm hụt ngân sách không quá căng thẳng. Kết quả, sự điều hành độc lập tương đối của hai chính sách không bị mờ xè, phân tích.

Tăng trưởng kinh tế năm 2008 là điểm gãy của giai đoạn tăng trưởng liên tục từ năm 2000 đến năm 2007. Tăng trưởng kinh tế năm 2008 giảm xuống mức 6,31% từ mức 8,46% năm 2007. Tăng trưởng kinh tế năm 2008 sụt giảm một phần do ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính toàn cầu đã kéo tăng trưởng quý III&IV xuống mức 6,5% và 5,8% (trong khi cùng kỳ năm 2007 tương ứng là 8,7% và 9,2%). Kết quả là tăng trưởng kinh tế cả năm chỉ đạt 6,31%.

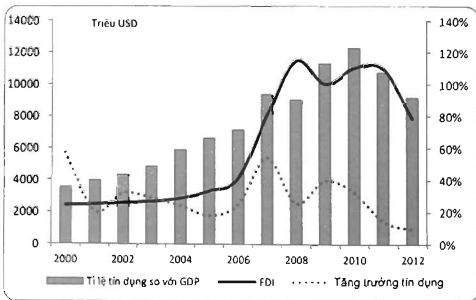
Khi thấy tăng trưởng kinh tế quý I/2009 không được kỳ vọng như kế hoạch, lo sợ tác động kéo dài của cơn bão khủng hoảng tài chính toàn cầu, Chính phủ Việt Nam đã thực hiện gói kích cầu 17.000 tỉ đồng để chặn đà suy giảm kinh tế. Gói kích cầu này được thực hiện thông qua hỗ trợ lãi suất, ứng vốn kế hoạch năm 2010 và 2011 cho các chương trình dự án, chuyển nguồn vốn đầu tư kế hoạch năm 2008

sang năm 2009, phát hành bổ sung trái phiếu cho các công trình giao thông và phúc lợi xã hội, thực hiện miễn giảm lãi. Kết quả là tăng trưởng kinh tế quý IV/2009 đã phục hồi ngay lập tức, đạt mức 8,1% so với cùng kỳ năm 2008, do vậy tăng trưởng kinh tế cả năm 2009 đã kéo lên mức 5,32%. Hiệu ứng của chính sách tài khóa mở rộng khiến Chính phủ đã tiếp tục kéo dài gói kích cầu thông qua việc hỗ trợ lãi suất. Cụ thể, các khoản vay vốn lưu động được kéo dài đến hết quý I/2010, mức lãi suất giảm từ 4% xuống còn 2%; các khoản vay trung dài hạn để đầu tư phát triển sản xuất kinh doanh được hỗ trợ tối đa 24 tháng và trước 31/12/2011.

Song hành với chính sách tài khóa mở rộng để chặn đứng sự sụt giảm tăng trưởng kinh tế, chính sách tiền tệ cũng được nới lỏng trong giai đoạn này. Để ngân hàng tăng nguồn vốn cho vay, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã giảm tỉ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi VNĐ kỳ hạn dưới 12 tháng đã giảm từ 6% vào thời điểm cuối năm 2008 xuống còn mức 3% đến cuối năm 2009. Lãi suất tái cấp vốn và lãi suất chiết khấu cũng giảm 1 - 2%. Kết quả, tăng trưởng tín dụng năm 2009 và 2010 đã tăng tới 39,6% và 31,2%. Nhờ cả hai CSTK và CSTT đều mở rộng, nền kinh tế nhận được lợi ích từ tiền tệ (thông qua hỗ trợ lãi suất) và lợi ích từ tài khóa (thông qua chỉ tiêu đầu tư và tiêu dùng của chính phủ). Kết quả tăng trưởng kinh tế đã phục hồi ngay trong năm 2010 và đạt mức tăng 6,78%; trong khi năm 2009 ở mức 5,32%.

**2.2. Đánh giá sự điều hành của hai chính sách trong kiểm soát lạm phát**

**Hình 2: Diễn biến đầu tư nước ngoài và tăng trưởng tín dụng**



Nguồn: Tổng cục thống kê năm 2000 – 2013, Báo cáo thường niên Ngân hàng Nhà nước 2003-2013 và tính toán của tác giả.

*Giai đoạn lạm phát ổn định hợp lý trong môi trường tiền tệ và tài khóa hợp lý.*

Lạm phát trong giai đoạn 2000-2012 thay đổi tùy theo sự thay đổi của chính sách tiền tệ và tăng trưởng tín dụng (Hình 3). Tỷ lệ lạm phát hàng tháng so với cùng kỳ năm trước (đường đứt quãng) được duy trì một giai đoạn dài dưới mức 10% cho đến tháng 10/2007. Lạm phát ổn định trong giai đoạn này. Mặc dù kinh tế tăng trưởng đều đặn từ năm 2000-2007 nhưng không gây ra lạm phát là có sự tác động của nhiều yếu tố. Nguồn vốn FDI vào Việt Nam vẫn ở mức thấp và ổn định trong giai đoạn này (Hình 2) và đồng thời tỉ giá ở mức 14.000-16.000VND/USD nên lượng tiền NHNN sử dụng vào lưu thông cho phần ngoại tệ này không lớn. Kết quả, lạm phát do tiền tệ mở rộng bị tác động ít hơn. Thêm vào đó, chênh lệch thu chi ngân sách trong giai đoạn này ở mức rất hẹp, do vậy tài trợ thâm hụt ngân sách sẽ không căng thẳng. Kết hợp thuận lợi từ hai yếu tố tiền tệ và tài khóa đã duy trì được tỉ lệ lạm phát ở mức hợp lý vừa đảm bảo kích thích tăng mà không gây ra bất ổn kinh tế vĩ mô.

*Lạm phát tăng cao do tác động của quá trình dài tăng trưởng tín dụng cao để duy trì tỉ lệ tăng trưởng kinh tế.*

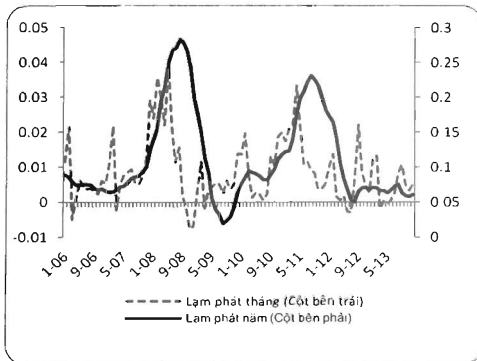
Lạm phát bắt đầu có dấu hiệu biến động và tăng dần lên kể từ thời điểm tháng 11/2010, với mức tăng so với cùng kỳ năm trước là 10,1%; tiếp theo đó tháng 12 tăng 12,8% (Tổng cục Thống kê). Yếu tố mùa vụ cộng với xu hướng lạm phát đã đẩy lạm phát

tháng 1/2008 so với cùng kỳ năm 2007 tăng tới mức 15,8% và kéo dài chuỗi tăng liên tục lên tới mức đỉnh là 28,2% tại thời điểm tháng 10/2008. Đứng trước nguy cơ lạm phát gây bất ổn cho nền kinh tế và tạo tâm lý hoang mang cho công chúng, kiểm soát lạm phát được thực thi ngay tức thì thông qua các công cụ tiền tệ. Nhìn vào Hình 4 thấy rõ sự vận động giữa tăng trưởng tín dụng và lạm phát là tương đồng về hình dáng, nhưng lạm phát có độ trễ hơn. Điều này là hiển nhiên vì sự tác động của chính sách tiền tệ đến tăng trưởng kinh tế và lạm phát luôn có độ trễ. Tốc độ tăng trưởng tín dụng từ năm 2001 đến 2008 đều có mức tăng trưởng hàng năm trên 20%, ngoại trừ năm 2005 chỉ tăng 17,8%. Mức gia tăng liên tục trong 8 năm đã tạo ra quy mô tiền tệ lớn phát triển, đặc biệt là năm 2008 tăng trưởng tín dụng ở mức 53,8% so với 2007.

*Sử dụng biện pháp tiền tệ thắt chặt để ngăn chặn lạm phát bùng nổ trong năm 2008.*

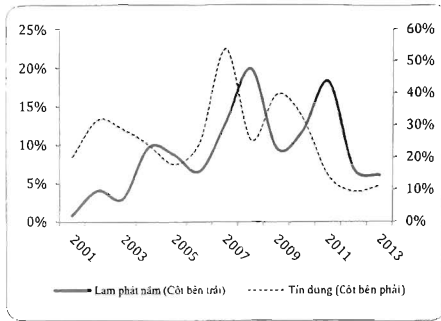
Để kiểm soát lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô, tạo niềm tin cho các nhà đầu tư nước ngoài, chính sách tiền tệ đã được thực thi chặt chẽ thông qua công cụ lãi suất, dự trữ bắt buộc, thị trường mở và thị trường ngoại hối. NHNN đã tăng tỉ lệ dự trữ bắt buộc từ 5% lên mức 10% và tăng tiếp 11% cho kỳ hạn tiền gửi dưới 12 tháng; với kỳ hạn trên 12 tháng tương ứng từ mức 2% lên mức 4% và tăng tiếp 5%. Bên cạnh đó, NHNN cũng sử dụng các biện pháp phi truyền thống khác. NHNN phát hành tín phiếu bắt buộc khoảng trên 20 nghìn tỷ đồng bắt đầu từ

**Hình 3: Tỷ lệ lạm phát, giai đoạn 01/2006-12/2013**



Nguồn: Tổng cục thống kê, 2008 - 2013

Hình 4: Diễn biến tốc độ tăng trưởng hàng năm của lạm phát và tín dụng



Nguồn: Số liệu lạm phát trích từ Tổng cục thống kê; Số liệu tăng trưởng tín dụng trích từ Ngân hàng Nhà nước 2001-2013

19/3/2008 với kỳ hạn 12 tháng, lãi suất 7,58%, đồng thời thực hiện chuyển khoảng 50 nghìn tỷ đồng từ tiền gửi kho bạc về Ngân hàng Nhà nước nhằm mục đích siết chặt cung tiền NHNN cùng thắt chặt cho vay chứng khoán ở mức 3%/tổng dư nợ, sau đó tiếp tục kiểm soát mức cho vay đầu tư chứng khoán không vượt quá 20% vốn điều lệ, đồng thời tăng hệ số rủi ro đối với cho vay đầu tư chứng khoán từ 150% lên 250% theo Quyết định 03 ngày 1/2/2008 của NHNN. Nhờ hiệu ứng của chính sách tiền tệ thắt chặt mà tỷ lệ lạm phát đã giảm dần qua các tháng kể từ mức đỉnh 28,2% vào thời điểm tháng 08/2008. Lạm phát cuối năm 2008 đã được kéo xuống mức 19,87%. Tiếp tục phát huy của chính sách tiền tệ thắt chặt, nên lạm phát giảm một lèo xuống mức 4,8% đến thời điểm tháng 08/2009.

*Kích cầu và chính sách tiền tệ mở rộng để lấy lại đà tăng trưởng kinh tế đã đẩy lạm phát xuất hiện trở lại.*

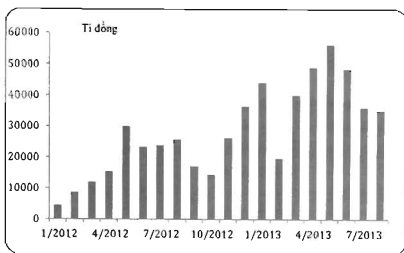
Trong khi lạm phát đang được kiểm soát hiệu quả, thì cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu xảy ra trong năm 2008 đã tác động tức thì đến tăng trưởng kinh tế của Việt Nam. Ngay từ quý I/2009, tăng trưởng kinh tế Việt Nam chỉ đạt 3,1%; trong khi cùng kỳ năm 2008 đạt 7,5%. Tiếp tục chịu sự tác động của khủng hoảng tài chính, tăng trưởng kinh tế quý II đạt 4,4%, trong khi cùng kỳ năm 2008 đạt 5,8%. Lo ngại tác động kéo dài của cơn bão khủng hoảng tài chính toàn cầu Chính phủ Việt Nam đã thực hiện gói kích cầu 17.000 tỉ đồng để chặn đà suy giảm kinh tế. Gói kích cầu này được thực hiện thông qua hỗ trợ lãi suất, ứng vốn kế hoạch năm 2010 và 2011 cho các chương trình dự án, chuyển nguồn vốn

đầu tư kế hoạch năm 2008 sang năm 2009, phát hành bổ sung trái phiếu cho các công trình giao thông và phúc lợi xã hội, thực hiện miễn giảm lãi<sup>1</sup>. Kết quả là tăng trưởng kinh tế đã phục hồi ngay lập tức tại thời điểm quý IV/2009, đạt mức 8,1% so với cùng kỳ năm 2008, do vậy đã kéo tăng trưởng kinh tế cả năm 2009 lên mức 5,32%. Để tiếp tục đà tăng trưởng kinh tế, Chính phủ đã tiếp tục kéo dài gói kích cầu thông qua việc hỗ trợ lãi suất. Cụ thể, các khoản vay vốn lưu động được kéo dài đến hết quý I/2010, mức lãi suất giảm từ 4% xuống còn 2%; các khoản vay trung dài hạn để đầu tư phát triển sản xuất kinh doanh được hỗ trợ tối đa 24 tháng và trước 31/12/2011. Mặc dù Việt Nam đã chặn được đà suy giảm tăng trưởng kinh tế ngay trong năm 2009 và phục hồi với mức 6,8% trong năm 2010, nhưng lạm phát lại bắt đầu tăng trở lại ở mức trên 10% kể từ tháng 11/2010. Lạm phát tăng một lèo lên mức đỉnh 23% tại thời điểm tháng 8/2011. Lạm phát tăng trở lại là do cả hai chính sách tài khóa và tiền tệ đồng bộ mở rộng để ngăn chặn đà suy giảm tăng trưởng kinh tế. Lo sợ lạm phát gây bất ổn kinh tế vĩ mô cũng như làm sứt mòn niềm tin của công chúng, mục tiêu kiểm soát lạm phát được ưu tiên hơn; trong khi mục tiêu tăng trưởng kinh tế chỉ ở mức ổn định.

*Sử dụng biện pháp kiểm soát tăng trưởng tín dụng để kiềm chế lạm phát.*

Để kiểm soát lạm phát, hạn mức tín dụng được thiết lập từ giữa tháng 7/2011 với yêu cầu các ngân hàng điều chỉnh giảm tăng trưởng tín dụng về hạn mức 20% đến cuối năm 2011, đồng thời không mở rộng tín dụng đối với khu vực phi sản xuất như kinh

Hình 5: Giao dịch giấy tờ có giá trên thị trường thứ cấp, giai đoạn 1/2012-08/2013



Nguồn: Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội, năm 2012 – 2013

doanh bất động sản, chứng khoán. Hạn mức tín dụng được tiếp tục thực thi năm 2012 với việc phân chia hạn mức tín dụng thành 4 nhóm. Nhờ chính sách kiểm soát tăng trưởng tín dụng, tỉ lệ tăng trưởng lạm phát so với cùng kỳ đã bắt đầu dò dèo từ tháng 8/2011 sau thời điểm ở mức đỉnh 23% tại tháng 7/2011 so với tháng 7/2010. Tác động của kiểm soát tín dụng đã kéo lạm phát năm 2011 xuống mức 18,13%. Tiếp tục ổn định kinh tế vĩ mô và kiểm soát lạm phát, hạn mức tín dụng vẫn được áp dụng trong năm 2012. Nhờ đó, tỉ lệ lạm phát so với cùng kỳ năm trước đã trở lại mức 1 con số kể từ tháng 8/2012, qua đó đã đẩy lạm phát đến thời điểm cuối năm 2012 chỉ tăng 6.8% so với cùng kỳ năm trước.

Như vậy, trong giai đoạn 2000-2012, chính sách tài khóa và tiền tệ đã được vận dụng linh hoạt để theo đuổi mục tiêu tăng trưởng, kiểm soát lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô. Tuy nhiên, có những khoảng thời gian ngắn đã thiếu sự phối hợp đồng bộ giữa 2 chính sách; do vậy hậu quả là lạm phát tăng nhanh và gây tâm lý hoang mang cho người tiêu dùng. Sự phối hợp thiếu đồng bộ thể hiện khi cả hai đồng loạt sử dụng chính sách mở rộng trong năm 2009 thông qua mở rộng chi tiêu công, hỗ trợ trực tiếp cho các doanh nghiệp với mức lãi suất thấp, cắt giảm tỉ lệ dự trữ bắt buộc làm tăng khả năng sử dụng vốn của ngân hàng.... Điều này giúp tăng trưởng kinh tế phục hồi nhưng đã gây ra lạm phát. Rõ ràng, nền kinh tế vừa trải qua thời gian lạm phát tăng vọt trong năm 2008 do tác động của tín dụng mở rộng liên tục trong thời gian dài, thì việc mở rộng cả hai chính sách là không phù hợp. Hậu quả lạm phát tăng trở lại trong năm 2010-2011.

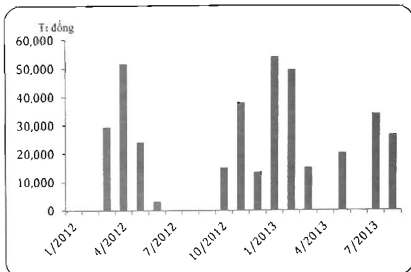
**3. Tác động của sự điều hành giữa hai chính sách đến phát triển thị trường tài chính**

Bên cạnh việc theo đuổi mục tiêu tăng trưởng

kinh tế, kiểm soát lạm phát và tỉ lệ thất nghiệp, việc phối hợp giữa chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ còn nhằm mục đích phát triển thị trường tài chính. Chi ngân sách cho mục đích đầu tư phát triển xã hội một phần được hỗ trợ thông qua việc phát hành trái phiếu chính phủ, tín phiếu kho bạc nhà nước. Công cụ này vừa tạo ra nguồn lực giúp Nhà nước đầu tư phát triển xã hội vừa giúp các ngân hàng sử dụng cho mục đích thanh khoản và đầu tư. Các ngân hàng sẽ sử dụng trái phiếu chính phủ, tín phiếu kho bạc nhà nước trên thị trường thứ cấp để thực hiện các nghiệp vụ mua, bán có kỳ hạn hoặc mua, bán hần các giấy tờ có giá. Mục đích của các giao dịch này có thể là đầu tư nhưng cũng có thể là để đổi sang tiền mặt phục vụ nhu cầu thanh khoản. Như vậy, giao dịch trên thị trường thứ cấp càng phát triển thì doanh số giao dịch tăng lên và số thành viên tham gia sẽ nhiều hơn. Điều này mang lại lợi ích cho thị trường tài chính. Giao dịch trên thị trường vốn thứ cấp sẽ phân ánh cung cầu vốn và lãi suất. Lãi suất thấp hay cao sẽ là biểu thị hàn thanh khoản của thị trường, do đó nó sẽ được coi như là lãi suất tham chiếu để các tổ chức sử dụng cho các hoạt động tài chính.

Thị trường trái phiếu chính phủ thứ cấp được vận hành chuyên biệt thông qua Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội kể từ ngày 24/09/2009. Giấy tờ giao dịch trên thị trường trái phiếu chính phủ thứ cấp bao gồm trái phiếu chính phủ, tín phiếu kho bạc, trái phiếu được chính phủ bảo lãnh. Trái qua hơn 4 năm vận hành, quy mô giao dịch mở rộng tương đối từ doanh số giao dịch tại tháng 1/2012 chỉ đạt hơn 4.300 tỉ đồng lên tới hơn 27.700 tỉ tại thời điểm tháng 9/2013. Doanh số giao dịch cao nhất đạt tới hơn 55.500 tỉ đồng vào thời điểm tháng 5 2013 (Hình 5).

Hình 6: Khối lượng Tín phiếu NHNN phát hành, giai đoạn 01/2012-08/2013



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước, 2012-2013

Rõ ràng, lợi ích của việc giao dịch các giấy tờ có giá trên thị trường thứ cấp sẽ thúc đẩy thị trường tài chính phát triển nhưng việc thực hiện giữa hai chính sách chưa đồng bộ trong thời gian qua. Thị trường thứ cấp phát triển đòi hỏi số lượng hàng hóa phải có sẵn và tương đối phong phú. Có như vậy, thị trường mới tạo ra cân bằng cung cầu và xác định mức lãi suất thị trường phù hợp hơn. Tuy nhiên, nguồn giấy tờ có giá từ thị trường sơ cấp phát hành còn hạn chế. Thông thường, kho bạc nhà nước phát hành tín phiếu, trái phiếu để tài trợ chi tiêu công. Các tổ chức tín dụng (TCTD) mua giấy tờ này cho mục đích đầu tư cũng như mục đích thanh khoản khi cần. Như vậy, chính sách tiền tệ sẽ được điều hành thông qua thị trường mới. Nghĩa là, NHNN sẽ thực hiện giao dịch mua bán kỳ hạn tín phiếu kho bạc với các TCTD để điều hòa lưu thông tiền tệ. Hơn nữa, NHNN cũng có thể sử dụng công cụ này để điều hòa lại cung tiền sau quá trình mua ngoại tệ cho nhu cầu dự trữ ngoại tệ. Tuy nhiên, NHNN vẫn tự phát hành tín phiếu để điều hòa tiền tệ, trong khi các TCTD mua giấy tờ này sẽ không sử dụng được trên thị trường thứ cấp.

Hình 6 mô tả doanh số bán tín phiếu NHNN cho các TCTD. Doanh số phát hành tín phiếu NHNN khác biệt giữa các thời điểm phụ thuộc vào thanh khoản của thị trường. Trong giai đoạn 2010-9/2013, tổng số tín phiếu ngân hàng phát hành trị giá lên tới hơn 371.000 tỷ đồng, có những tháng NHNN phát hành tín phiếu trị giá trên 55.000 tỷ đồng. Như vậy, nếu số lượng tín phiếu này được chuyển hóa thành tín phiếu, trái phiếu kho bạc thì sẽ tạo ra lượng hàng hóa trên thị trường vốn thứ cấp nhiều hơn, và giúp quy mô phát triển cũng như tạo ra các phiên giao dịch liên tục thay vì đôi khi có phiên thị trường không giao dịch.

#### 4. Kết luận

Như vậy, sự phối hợp giữa CSTK và CSTT thật sự cần phải được thực hiện đồng bộ để tránh rơi vào trạng thái cùng nới lỏng sẽ tạo ra sức ép lớn đến lạm phát hoặc rơi vào trạng thái cùng thắt chặt thì có thể bóp nghẹt tăng trưởng kinh tế. Sự kết hợp hài hòa nhất là một chính sách thực thi mở rộng còn chính sách kia thực thi kiểm soát chặt chẽ hơn. Sự kết hợp này sẽ tạo điều kiện thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và tránh rủi ro lạm phát từ yếu tố tiền tệ, tài khóa. Đặc biệt, trong môi trường tăng trưởng kinh tế còn phụ thuộc quá nhiều vào vốn thì việc điều tiết CSTT không linh hoạt sẽ có tác động tức thì đến lạm phát. Do vậy, hai chính sách phải phối hợp nhịp nhàng theo nguyên tắc trước, sau thì kiểm soát lạm phát mới thực sự hiệu quả và không gây thiệt hại đến tăng trưởng kinh tế. Nền kinh tế thường có phản ứng trực tiếp khi chính sách tiền tệ điều chỉnh, do vậy CSTT nên được sử dụng định hướng để chính sách tài khóa vận động cho phù hợp với các mục tiêu vĩ mô theo đuổi (Leigh and Stehn, 2009).

Hơn nữa, để sự phối hợp đồng thuận giữa hai chính sách, Bộ Tài chính và NHNN cần tiếp tục chi tiết hoá thêm các nội dung ưu tiên triển khai trong quá trình điều hành. Nội dung phối hợp nên được cụ thể hoá bằng các cơ chế, quy trình hướng dẫn cụ thể. Đặc biệt hai bên cần thường xuyên trao đổi trước thời điểm mỗi ngành bắt đầu triển khai các chính sách mới có khả năng tác động qua lại lẫn nhau. Cuối cùng, việc phát hành trái phiếu chính phủ và tín phiếu kho bạc nhà nước cần có kế hoạch rõ ràng, tạo điều kiện cho các ngân hàng cân đối và sử dụng một phần vốn để đầu tư loại giấy tờ này cho mục đích thanh khoản. Có như vậy, thị trường tài chính mới có điều kiện để phát triển về quy mô.

**Ghi chú:**

1. <http://www.thesaigontimes.vn/Home/diendan/sotay/26165/>

**Tài liệu tham khảo:**

Bùi Tất Thắng (2013), 'Phối hợp chính sách tài khóa với tiền tệ trong giải quyết các vấn đề kinh tế vĩ mô', *Tạp chí Tài chính*, số 581 - 03/2013, trang 15-18.

Đào Minh Tú (2013), 'Phối hợp điều hành chính sách tài khóa - tiền tệ: Kinh nghiệm quá khứ, bài học cho tương lai', *Tạp chí Tài chính*, số 581 - 03/2013, (trang 12-14.

Lê Thị Thuý Vân và Hồ Khắc Tế (2013), 'Phối hợp chính sách tài khóa và tiền tệ ở một số nước và hàm ý chính sách cho Việt Nam', *Tạp chí Tài chính*, số 581 - 03/2013, trang 25-28.

Leigh, D. and Stehn, S. J. (2009), Fiscal and Monetary Policy During Downturns: Evidence from the G7. *IMF Working Paper*, WP/09/50.

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2003-2013), truy cập ngày 10 tháng 9 năm 2013, từ <<http://www.sbv.gov.vn>>

Nguyễn Thị Hải Thu (2013), 'Một số khuyến nghị về phối hợp chính sách tài khóa - tiền tệ', *Tạp chí Tài chính*, số 581 - 03/2013, trang 22-24.

Nguyễn Thị Kim Thanh (2013), 'Tinh hiệu quả trong phối hợp chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa', *Tạp chí Tài chính*, số 581 - 03/2013, trang 9-11.

Nguyễn Thị Thu Cúc (2013), 'Phối hợp chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ: Thực trạng và một số đề xuất', *Tạp chí Tài chính*, số 581 - 03/2013, trang 6-8 và 24

Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (2012 – 2013), truy cập ngày 10 tháng 9 năm 2013, từ <http://hnx.vn>

Tổng cục thống kê (2000 – 2013), truy cập ngày 10 tháng 9 năm 2013, từ <<http://www.gso.gov.vn>>

Trần Thọ Đạt (2013), 'Quản lý tổng cầu trong nền kinh tế: Nhìn từ cơ chế phối hợp chính sách tài khóa - tiền tệ', *Tạp chí Tài chính*, số 581 - 03/2013, trang 19-21.

**Evaluating the coordination between monetary and fiscal policy**

*Abstract*

*The coordination between monetary policy and fiscal policy is always a concerned topic due to their direct effects on economic growth and inflation control. That is why it is ordinarily discussed in terms of spurring economic growth and controlling inflation targeting in Vietnam. This paper also explains that sometimes there is no coordination between two these polices, to the extent of rapid changes of each policy in order to catch up macroeconomic targets, and hence causes an increase of inflation. In addition, the paper indicates that there is not a complete coordination of two these policies to encourage development of Vietnam financial market. Finally, the paper suggests that when the economic growth relies on the contribution of capital, the flexible adjustment and leader-follower based coordination of two policies spur economic growth and do not put pressure on inflation.*

**Thông tin tác giả:**

**\*Đỗ Khắc Hương**, thạc sĩ, NCS Khoa Kinh tế - Đại học Kinh tế quốc dân

- Tổ chức tác giả công tác: Khoa Quản trị kinh doanh - Học viện Tài chính

- Lĩnh vực nghiên cứu chính của tác giả: Ngân hàng, Tài chính, Mua bán và sáp nhập doanh nghiệp...

- Một số tạp chí tiêu biểu mà tác giả đã từng đăng tải công trình nghiên cứu: *Tạp chí Tài chính; Tạp chí Khoa học và đào tạo Ngân hàng; Tạp chí Nghiên cứu Tài chính Kế toán*

Email: [huongdk@gmail.com](mailto:huongdk@gmail.com)

**\*\* Tô Trung Thành**, tiến sĩ

- Tổ chức tác giả công tác: Trường Đại học Kinh tế Quốc dân