



Phát triển tài chính theo chiều sâu tại một số quốc gia Châu Á

NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM & BÀI HỌC CHO VIỆT NAM

PGS. TS. Nguyễn Trọng Hoài & Đào Quang Thanh

Vai trò của hệ thống tài chính (HTTC) đối với tăng trưởng và phát triển kinh tế được quan tâm nghiên cứu và tranh luận nhiều trong nhiều thập niên, đặc biệt đối với các quốc gia đang phát triển tại Châu Á. Nghiên cứu này cung cấp một khuôn khổ lý thuyết và mô hình thực nghiệm về mối quan hệ giữa phát triển tài chính theo chiều sâu và tăng trưởng kinh tế. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm bằng mô hình kinh tế lượng đã khẳng định mối quan hệ tích cực giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế tại một số quốc gia Châu Á. Do dữ liệu cho nghiên cứu của Việt Nam chưa nhất quán và hạn chế khi

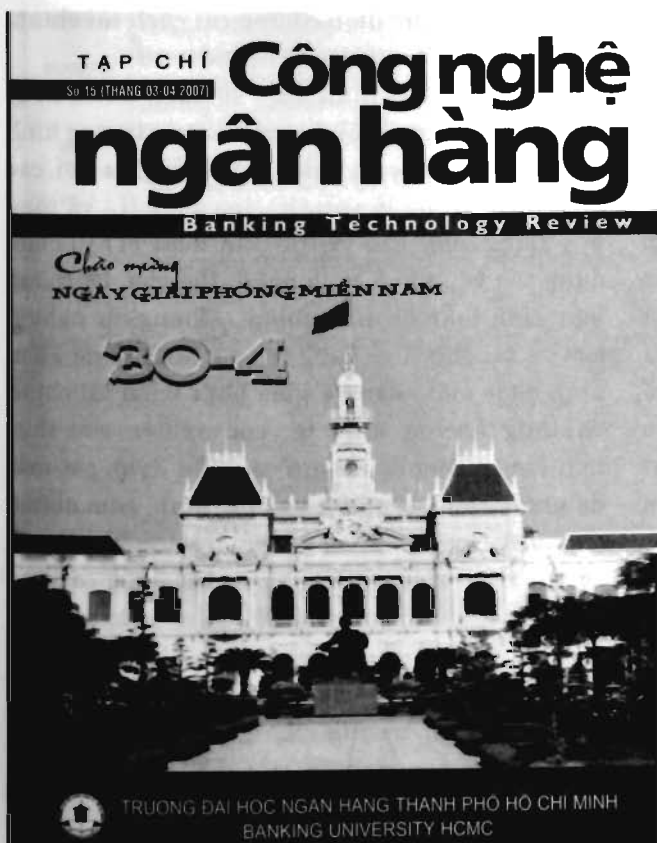
quan sát chuỗi thời gian cho các biến vĩ mô, nên nghiên cứu này thực hiện phân tích, mô tả, so sánh HTTC Việt Nam với các quốc gia Châu Á chọn lọc để từ đó rút ra các bài học chính sách nhằm phát triển HTTC Việt Nam ổn định theo chiều sâu để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Lý thuyết nghiên cứu

Theo Kitchen (1995), khái niệm về phát triển tài chính theo chiều sâu và kiểm chế tài chính dựa trên những nghiên cứu của Mc Kinnon (1973) và Shaw (1973). Phát triển tài chính theo chiều sâu có nghĩa là “tích lũy các tài sản tài chính nhanh hơn tích lũy các tài sản phi tài chính”.

Phát triển tài chính theo chiều sâu được đo lường thông qua các tỉ số: Tổng cung tiền trong nền kinh tế so với GDP, Tín dụng cấp cho khu vực tư nhân so với GDP và Tổng tài sản của hệ thống ngân hàng thương mại (NHTM) so với tổng tài sản của ngân hàng trung ương; các tỉ số này càng lớn thì nền tài chính phát triển càng sâu. Shaw (1973) cho rằng, áp chế tài chính làm cho HTTC ở các nước bị “nông”, do vậy điều này sẽ hạn chế tăng trưởng kinh tế. Áp chế tài chính thường có đặc điểm là mức lãi suất bị kiểm soát bởi Chính phủ, các khoản tích lũy lúc này của tư nhân thường được đầu tư vào các loại hình tài sản phi tài chính và như vàng hoặc đất đai do suất sinh lời từ HTTC chính thức thấp thậm chí là âm; sự di chuyển vốn bị kiểm soát và tỷ giá hối đoái bị nâng giá quá mức không hỗ trợ xuất khẩu; các tổ chức tài chính thường kém phát triển; các thị trường vốn ngắn hạn và vốn dài hạn bị hạn chế.

Lý thuyết Keynes (1936) và Tobin (1965) ủng hộ quan điểm áp chế tài chính, cho rằng





tiền gây ra tác động xấu đến tăng trưởng kinh tế. Trong khi lý thuyết ủng hộ tự do hóa tài chính do McKinnon, Shaw (1973) cho rằng tài chính đóng góp đáng kể cho tăng trưởng kinh tế. Điểm then chốt của những tranh cãi này xoay quanh tác động của HTTC lên tăng trưởng kinh tế, trọng điểm là tác động của nó lên hành vi tiết kiệm của các cá nhân.

Mc Kinnon nhấn mạnh vai trò của tiết kiệm trong việc tự tài trợ cho các hành vi đầu tư, việc huy động tự tài trợ theo quan điểm này là quá trình tự tài trợ bên trong tổ chức của các nhà đầu tư. Quan điểm của Shaw nhấn mạnh vai trò tích lũy tiền để mở rộng tiềm năng cho vay của các trung gian tài chính và từ đó thúc đẩy phát triển hoạt động các tổ chức đầu tư bằng nguồn tài trợ từ bên ngoài. Dù Mc Kinnon và Shaw nhấn mạnh những khía cạnh khác nhau của việc tích lũy tài sản tài chính và nợ, nhưng các nghiên cứu sau này đều xem đây là quan điểm bổ sung cho nhau trong lý thuyết tài chính và phát triển. Nhìn chung, hai luận điểm này chỉ ra rằng với mức phát triển tài chính cao hơn, mà có thể là kết quả của tự do hóa tài chính, sẽ dẫn đến gia tăng sản lượng do quá trình tập

trung vốn cho tăng trưởng bao gồm cả tự tài trợ và quá trình tài trợ thông qua HTTC. Quan điểm này tiếp tục phát triển với nhiều nghiên cứu thực nghiệm sau này của các tác giả King và Levine (1993), Levine, Loayza và Beck (2000),... thông qua dữ liệu của nhiều quốc gia bằng các mô hình kinh tế lượng.

Rao (2003), cho rằng, các nghiên cứu thực nghiệm đã thiết lập được mối quan hệ tích cực và vững chắc giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế, nhưng vẫn có sự khác biệt hiện đang tồn tại ở các nước đối với mối quan hệ này dưới góc độ nhân quả. Các chính sách kinh tế và hiệu quả hoạt động của phát triển tài chính giải thích phần lớn cho những khác biệt này và đặc biệt là các quốc gia đang thực hiện kiểm chế tài chính nếu tiến hành phát triển HTTC tự do hơn và ổn định sẽ đóng góp hiệu quả vào việc huy động và phân bổ vốn từ đó thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Ngoài ra, tự do hóa tài chính quá mức luôn có những cái giá phải trả khi thể chế và

chính sách còn non yếu. Trong hầu hết trường hợp, cải cách thể chế và chính sách đòi hỏi cần có trước khi thực hiện những cải cách tài chính.

Mô hình và giả thiết nghiên cứu

Về cơ bản, mô hình được sử dụng nhiều nhất trong nghiên cứu định lượng và tăng trưởng kinh tế vẫn là hàm sản xuất Cobb-Douglas với các biến quan trọng là vốn (K), lao động (L) và tổng hợp năng suất các yếu tố sản xuất (TFP) chứa đựng các yếu tố về công nghệ, thể chế, hệ thống luật, tinh thần doanh nghiệp,... Trong các nghiên cứu về tài chính và tăng trưởng kinh tế để kiểm định được mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế, các nghiên cứu thực nghiệm thường đưa thêm các biến đánh giá mức độ phát triển tài chính vào mô hình, gồm những chỉ số đo lường về cung tiền trong nền kinh tế so với GDP ($M2/GDP$), tỷ lệ tín dụng cấp cho khu vực tư nhân so với GDP, Tổng mức vốn hóa của thị trường chứng khoán chính thức so với GDP, hay các biến đo lường khả năng thanh khoản của thị trường chứng khoán,... Mô hình định lượng cho nghiên cứu dưới đây được lựa chọn từ sự kết hợp lý thuyết và kết quả nghiên cứu của các tác giả như Levine, Beck, Loayza

(2000) và Ang (2007) và vận dụng phù hợp với mục tiêu nghiên cứu và nguồn dữ liệu mà nghiên cứu này thu thập được.

Nghiên cứu này sử dụng các biến giải thích phát triển tài chính (ký hiệu F) và tăng trưởng là M2/GDP và PD/GDP kế thừa từ mô hình của Levine và cộng sự (2000) và biến kiểm soát sử dụng là biến vốn đầu tư (K) và lực lượng lao động (L) cơ bản theo mô hình của Ang (2007), các nhân tố khác không đề cập trong mô hình này. Như vậy, chúng ta giả thuyết rằng M2/GDP và PD/GDP đồng biến với tăng trưởng kinh tế trong mô hình nghiên cứu. Mô hình nghiên cứu tổng quát đề nghị cho nghiên cứu này là:

$Y = f(K, L, F, \dots)$ với Y là tổng sản lượng nền kinh tế (GDP thực) (1)

Vì $g = \ln Y$ là tăng trưởng kinh tế, nên mô hình hồi qui được sử dụng cho nghiên cứu này có thể được viết lại như sau mô hình hồi qui đa biến có

dạng như sau:

$$\ln Y_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 \ln K_{i,t} + \beta_3 \ln L_{i,t} + \beta_4 M2/GDP_{i,t} + \beta_5 PD/GDP_{i,t} + u_{i,t} \quad (3)$$

Dữ liệu nghiên cứu và kết quả nghiên cứu

Dữ liệu được chọn cho nghiên cứu gồm 5 quốc gia thuộc khu vực Đông Á và Đông Nam Á, chuỗi thời gian nghiên cứu là 22 năm từ năm 1986 đến 2007. Như vậy dữ liệu nghiên cứu là một tập hợp dữ liệu dạng bảng (panel data) với 110 quan sát (5x22). Về lý thuyết, nhiều phần mềm phân tích dữ liệu đều có thể xử lý dữ liệu bảng một cách thuận lợi. Trong nghiên cứu này, phần mềm Microsoft Excel và phần mềm kinh tế lượng Eviews 5.1 được sử dụng xử lý ước lượng và kiểm định ý nghĩa thống kê các biến độc lập trong mô hình hồi quy bằng kiểm định thống kê t- stat, Durbin-Watson stat và Log-likelihood.

Trình tự xử lý hồi quy sẽ loại bỏ các hiện tượng như tương quan chuỗi, đa cộng tuyến,

phương sai không đồng nhất,... tìm được mô hình thích nghi tối ưu. Các biến quan không quan trọng hay gây nhiễu sẽ được loại khỏi mô hình hồi quy để có được mô hình tốt, đảm bảo giải thích mục tiêu nghiên cứu một cách khách quan. Các mô hình hồi quy dữ liệu bảng thông dụng bao gồm mô hình hồi quy gộp thuần túy (pure pool), mô hình tác động cố định – FEM (Fixed effect model) và mô hình tác động ngẫu nhiên- REM (Random effect model).

Do trong bộ dữ liệu nghiên cứu ta có $T > N$ ($T = 22$, $N = 5$), nên ta có thể sử dụng lựa chọn áp đặt các giới hạn lên ma trận đồng phương sai để có mô hình hồi quy tốt nhất. Chúng ta sẽ lần lượt hồi qui theo mô hình tác động cố định với lựa chọn No Weinghting, Cross-section

Bảng 1: Giải thích các biến trong mô hình

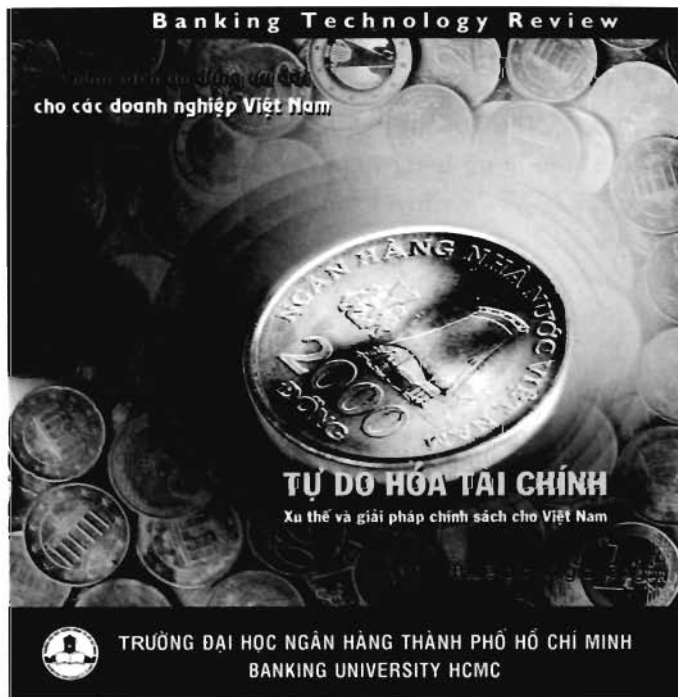
Biến	Giải thích	Đơn vị vòng
$\ln GDP_{i,t}$	Tốc độ tăng Tổng sản phẩm quốc nội GDP thực hay tăng trưởng kinh tế của quốc gia i năm t. Biến phụ thuộc của mô hình.	
$M2/GDP_{i,t}$	Tổng lượng cung tiền/Tổng sản phẩm quốc nội của quốc gia i năm t; chỉ tiêu này được sử dụng để đo lường độ sâu tài chính (phát triển tài chính) của một quốc gia tại một thời điểm nhất định. Đây là biến độc lập quan trọng thứ nhất cần kiểm định mối quan hệ với tăng trưởng kinh tế.	(+)
$PD/GDP_{i,t}$	Tin dụng cho khu vực tư nhân (Private Debts)/Tổng sản phẩm quốc nội của quốc gia i năm t; chỉ tiêu này được sử dụng để đo lường độ sâu tài chính (hay mức độ tự do hóa tài chính) của một quốc gia tại một thời điểm nhất định là chỉ tiêu bổ sung cho chỉ tiêu M2/GDP, đây là biến độc lập quan trọng thứ hai cần kiểm định mối quan hệ với tăng trưởng kinh tế.	(+)
$\ln K_{i,t}$	Tăng trưởng vốn đầu tư của quốc gia i năm t (biến bổ sung nhằm tăng ý nghĩa giải thích dựa trên lý thuyết kinh tế học phát triển).	(+)
$\ln L_{i,t}$	Tăng trưởng lao động của quốc gia i năm t (biến bổ sung nhằm tăng khả năng giải thích của mô hình dựa trên lý thuyết kinh tế học phát triển).	(+)
Các β_k ($k=2,5$)	Là các hệ số biến độc lập của mô hình và được giải thích là 1% phần trăm thay đổi biến độc lập có tác động làm thay đổi $\beta_k\%$ biến phụ thuộc của mô hình hay chính là phần trăm tăng trưởng kinh tế.	

Bảng 2: Mô hình tác động cố định với lựa chọn Cross-section SUR

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.186740	0.384037	-21.31758	0.0000
LNK	0.236106	0.022930	10.29704	0.0000
LNL	1.706862	0.050942	33.50626	0.0000
M2OFGDP	0.003247	0.000361	8.998389	0.0000
Fixed Effects (Cross)				
KOREA--C	1.155038			
SING--C	4.245280			
MAL--C	2.041887			
THAI--C	-3.510230			
PHIL--C	-3.931975			
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
	Weighted Statistics			
R-squared	0.999288	Mean dependent var		161.8580
Adjusted R-squared	0.999239	S.D. dependent var		52.98188
S.E. of regression	0.995229	Sum squared resid		101.0291
F-statistic	20456.25	Durbin-Watson stat		0.800771
Prob(F-statistic)	0.000000			
	Unweighted Statistics			
R-squared	0.999986	Mean dependent var		10.30783
Sum squared resid	1.936779	Durbin-Watson stat		0.291793
Log likelihood	111.9962			

TẠP CHÍ

Công nghệ ngân hàng



weights và SUR sau đó, sử dụng kiểm định thống kê Log-Likelihood để kiểm định các ước lượng từ ma trận đồng phương sai để tìm ra mô hình tối ưu nhất.

Mô hình hồi quy được chọn để giải thích kết quả cho nghiên cứu cho kết quả biến $M2ofGDP$ có dấu dương đúng với kỳ vọng và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa cho trước 1%, nên ta có thể kết luận từ kết quả hồi quy rằng phát triển tài chính theo chiều sâu có tác động tích cực lên tăng trưởng kinh tế ở 5 quốc gia Châu Á.

Tuy vậy, mô hình cuối cùng chỉ có một biến đại diện cho phát triển tài chính theo chiều sâu là $M2/GDP$ có ý nghĩa còn biến PD/GDP thì không có ý nghĩa thống kê. Nếu xét theo mức quan trọng của thông số đo lường phát triển tài chính theo chiều sâu thì $M2/GDP$ được xem là chỉ tiêu chính và đã rất nhiều nghiên cứu trước đây sử dụng như King và Levine (1993b), Christopoulos, và Tsionas (2004) để đánh giá vai trò của mối quan hệ phát triển tài chính lên tăng trưởng kinh tế. Đây là kết luận quan trọng làm nền tảng để đưa ra các bài học về chính sách phát triển tài chính của Việt Nam khi phân tích so sánh giữa HTTC Việt Nam và các

nước Châu Á chọn lọc để tìm ra những điểm tương đồng dưới đây.

HTTC Việt Nam: so sánh với các nước Châu Á chọn lọc

HTTC Việt Nam tập trung chủ yếu ở Hệ thống ngân hàng và hệ thống này hoạt động mạnh ở lĩnh vực truyền thống, tức là huy động và cho vay. Hai chỉ tiêu quan trọng để đánh giá tính ổn định của hoạt động ngân hàng là Hệ số an toàn vốn (CAR) và Tỷ lệ nợ xấu (NPL). Nếu đánh giá theo chuẩn Quốc tế (IFRS) tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng Việt Nam này lần lượt là 30% năm 2006 và 6% năm 2007, theo chuẩn mực đánh giá của Việt Nam do Ngân hàng Nhà nước công bố thì các con số tương ứng là 14% trong năm 2006 và 3% trong năm 2007 các thông số này vẫn cao hơn nhiều so với các ngân hàng quốc tế và các ngân hàng nước ngoài hoạt động tại Việt Nam, tỷ lệ nợ xấu cao, yếu kém trong thẩm định và quản lý các khoản cho vay, đặt biệt là các khoản cho vay rủi ro cao như cho vay bất động sản, cho vay đầu tư chứng khoán làm cho hệ thống ngân hàng Việt Nam đối mặt

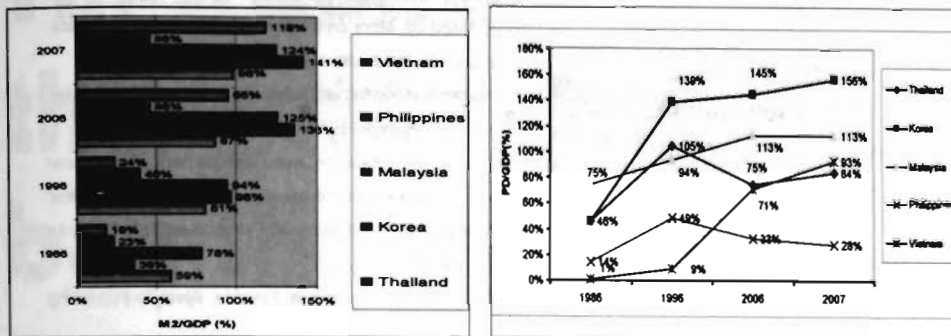
với rủi ro cao. Về hệ số an toàn vốn CAR, đối với các ngân hàng quốc doanh chỉ 7% năm 2006 và 9% năm 2007, các ngân hàng ngoài quốc doanh năm 2007 đạt bình quân 12%, trong khi tỷ lệ bình quân chung của khu vực Châu Á Thái Bình Dương là 13,1% và của Đông Nam Á là 12,3%, chứng tỏ khả năng đảm bảo an toàn vốn của các ngân hàng Việt Nam chưa cao, đặc biệt là đối với các NHTM quốc doanh.

Năm 2006, qui mô vốn hóa thị trường chứng khoán chính thức so với GDP là 22,7%, năm 2007 là 43,7% vượt qua mục tiêu Chính phủ Việt Nam đề ra là mức vốn hóa thị trường bằng 30% GDP vào năm 2010. Hệ thống vận hành thị trường chứng khoán tập trung được hoàn thiện, Luật Chứng khoán 2006 và các văn bản hướng dẫn ban hành tạo ra hành lang pháp lý đầy đủ và chặt chẽ hơn trong quản lý thị trường, các chủ thể liên quan đến thị trường.

So sánh mức độ phát triển tài chính Việt Nam với các quốc gia khu vực

Hình 1 cho chúng ta thấy Việt Nam có HTTC phát triển kém hơn so với Hàn Quốc, Thái Lan và Malaysia, nhưng lại ở mức tương đương với Philippine. Tuy nhiên, xét theo quá trình phát

Hình 1: Độ sâu tài chính M2/GDP và PD/GDP một số quốc gia Đông Á và Đông Nam Á



Nguồn: Ngân hàng phát triển Châu Á (ADB) và tính toán của tác giả

triển thì nền tài chính Việt Nam phát triển rất nhanh từ 1986 đến 2006, M2/GDP của Việt Nam đã tăng rất nhanh từ 19% năm 1986 lên 24% năm 1996 và 95% năm 2006, điều này cũng phù hợp với quá trình cải cách Hệ thống Ngân hàng Việt Nam thực sự bắt đầu từ năm 1991, chậm so với chuyển đổi kinh tế. Những cải cách trong lĩnh vực tài chính ngân hàng đã phát huy hiệu quả rõ rệt, nền tài chính Việt Nam phát triển sâu hơn năm 2007, M2/GDP của Việt Nam đạt mức 118% cao hơn cả Thái Lan. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng đây chính là năm tín dụng tăng trưởng nóng đạt mức 54%, so với mức khuyến cáo của Ngân hàng thế giới (WB) và Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF) là dưới 30% để đảm bảo thị trường tài chính – tiền tệ nằm trong tầm kiểm soát của Chính phủ các quốc gia đang phát triển như Việt Nam. Và những dấu hiệu về sự phát triển kém bền vững của HTTC như lạm phát cao, các bất ổn về kinh tế 2008, suy giảm kinh tế năm 2009 đã xảy ra.

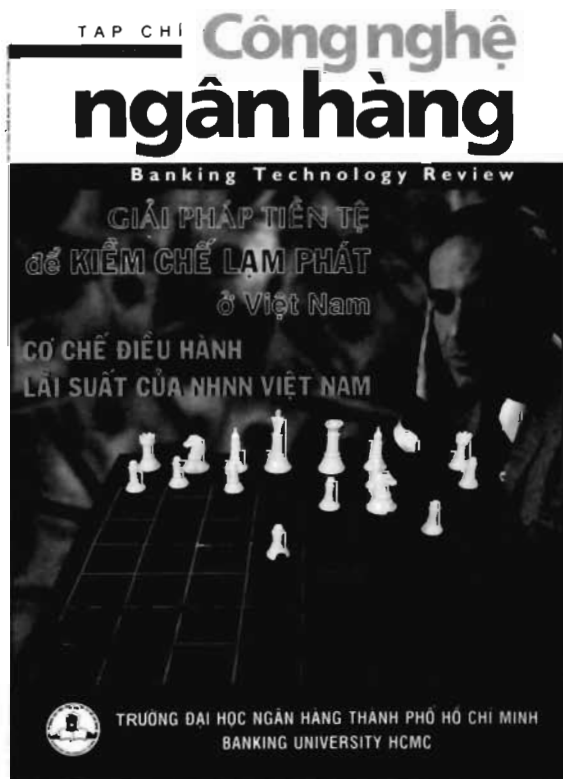
Bài học kinh nghiệm về chính sách phát triển HTTC Việt Nam

Các nghiên cứu về chính sách kinh tế làm bài học cho Việt Nam sử dụng khá nhiều từ kinh nghiệm các nước Châu Á chọn lọc, và với điểm tương đồng lớn nhất đó là HTTC các quốc gia Châu Á chọn lọc chủ yếu dựa trên hệ thống ngân hàng, ngân hàng là trung gian tài chính quan trọng cung cấp vốn cho đầu tư và tăng trưởng kinh tế ở các quốc gia này và kể cả Việt Nam. Lý do căn bản là thị trường chứng khoán các quốc gia này và kể cả Việt Nam phát triển còn yếu, chưa bền vững, và chịu ảnh hưởng nhiều bởi các dòng đầu tư quốc tế hiện nay khá không ổn định. Thêm vào đó vai trò chính phủ can thiệp vào HTTC cũng khá mạnh mẽ và đặc biệt là sau khủng hoảng tài chính tiền tệ xảy ra từ năm 1997 và lại càng can

thiệp mạnh hơn sau khủng hoảng tài chính thế giới từ 2008 nhằm tiến tới việc giảm thiểu tính đổ vỡ và rủi ro của HTTC trong bối cảnh HTTC toàn cầu đang có quá nhiều thay đổi. Đồng thời, kết quả nghiên cứu này đã khẳng định mối

quan hệ tích cực giữa phát triển tài chính và tăng trưởng kinh tế tại một số quốc gia Châu Á chọn lọc; qua phân tích, so sánh tình hình phát triển HTTC Việt Nam với các quốc gia Châu Á chọn lọc, nhóm tác giả xin đề xuất một số gợi ý chính sách đối với các nhà hoạch định chính sách Việt Nam để phát triển HTTC Việt Nam ổn định theo chiều sâu như sau:

– Chính phủ cần phải có các qui định yêu cầu các tổ chức tài chính trung gian có lộ trình nhanh chóng tiếp cận những chuẩn mực kế toán quốc tế và hệ thống báo cáo tài chính quốc tế. Hoạt động giám sát các tổ chức trung gian tài chính cần phải nâng cao, áp dụng các chuẩn mực giám sát theo chuẩn mực của BIS (Basel II) và các ngân hàng phải tuân thủ. Áp lực tuân thủ quy định của cơ quan



giám sát buộc các ngân hàng phải nâng cao chất lượng quản trị, nhất là quản trị rủi ro, giảm bớt việc chỉ chạy theo lợi nhuận nhưng lại không quản trị rủi ro tốt, không có chiến lược phát triển lâu dài.

– Ban hành qui định yêu cầu các trung gian tài chính báo cáo, công khai thường xuyên, trung thực các thông tin về danh mục đầu tư, các rủi ro thành phần và rủi ro tiền tệ cho phép các cổ đông và các cơ quan giám sát tiếp cận nhanh để có các quyết định chính xác, kịp thời.

– Tiếp tục đa dạng hóa hình thức sở hữu trong hệ thống ngân hàng và các tổ chức tài chính phi ngân hàng nhằm nâng cao tính cạnh tranh để tiến tới giảm chi phí giao dịch cho các giao dịch tài chính với tốc độ nhanh hơn và tạo điều kiện cho HTTC cung cấp đa dạng hơn các dịch vụ và công cụ tài chính nhằm huy động vốn cho nền kinh tế trong và ngoài nước một cách hiệu quả và bền vững■

Tài liệu tham khảo

– Tài liệu Tiếng Anh:

- + Ang, J. B (2007), *Financial deepening and economic development in Malaysia*, *Economic Papers (Economic Society of Australia)*: http://findarticles.com/p/articles/mi_m0PAO/is_3_26/ai_n27384982/pg_9 (page 1-12), Truy cập ngày 01-12-2008.

- + Kitchen, R. L (1995), *Finance for Developing Countries*, John Wiley&Sons Publishing House.
- + Levine, R (2003), *More on finance and growth: More finance, More growth?*, The Federal Reserve Bank of St.Louis: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/03/07/Levine.pdf>, Truy cập ngày 30-9-2008.
- + Levine, R (2004), *Finance and Development: Theory and Evidence*, http://www.econ.brown.edu/fac/Ross_Levine/Publication/Forthcoming/Forth_Book_Durlauf_FinNGrowth.pdf, Truy cập ngày 30-9-2008.
- + Rao, P. K (2003), *Development Finance*, Springer Publishing House.
- + World Bank (2006), *IEG Review of World Bank Assistance for Financial Sector Reform*, Washington, DC.
- + World Bank (2008), *Global Development Finance The Role of International Banking*, Washington, DC. http://siteresources.worldbank.org/INTGDF2008/Resources/gdf_complete_web-appended-6-12.pdf, Truy cập ngày 02-10-2008.
- Danh mục các trang Web tham khảo thông tin:
 - + <http://www.sbv.gov.vn/>: Website của Ngân hàng nhà nước Việt Nam.
 - + <http://www.ssc.gov.vn/>: Website của Ủy ban chứng khoán Nhà nước.
 - + <http://www.imf.org/>: Website của Quỹ tiền tệ quốc tế.
 - + <http://www.wb.org/>: Website của Ngân hàng thế giới.
 - + <http://www.adb.org/>: Website của Ngân hàng phát triển Châu Á.
 - + <http://www.vneconomy.vn/>: Website của Thời báo kinh tế Việt Nam.

(tiếp theo trang 15)

Điều đó đặt ra sự cần thiết định hướng cho một chính sách tài chính, tiền tệ hướng vào tái cấu trúc nền kinh tế theo hướng tăng trưởng và bền vững. Từ đó có thể thấy rằng, không phải cứ lâm vào suy thoái, khủng hoảng mới kích cầu, mới hỗ trợ lãi suất, mới cho vay ưu đãi, mới thắt chặt tài chính, tiền tệ. Chính sách tài chính, tiền tệ linh hoạt ngoài những mục tiêu vốn có của nó cần phải luôn linh hoạt đa chiều. Tính linh hoạt đó cần thể hiện rõ ràng tính nới lỏng và tính thắt chặt của nó không tách biệt một cách thuần túy. Tính lỏng và tính thắt chặt đan xen vào nhau và được tách ra một cách tương đối rõ ràng trong thực tế nền kinh tế. Như vậy có thể xác định những lĩnh vực phát triển thuộc công nghệ kỹ thuật cao, những lĩnh vực có giá trị gia tăng nhiều cần được hỗ trợ mạnh để phát triển mạnh. Những lĩnh vực không còn tác dụng hoặc tác dụng thấp, hiệu quả kinh tế kém thì cần thiết phải hạn chế tín dụng. Sau đó có điều kiện mới

hướng đến thực hiện những khoản tín dụng hỗ trợ chuyển đổi sang những lĩnh vực theo định hướng của nền kinh tế. Trước mắt là cần đưa gói kích cầu thứ hai này theo định hướng chiến lược hiện đại hóa nền kinh tế. Những đối tượng nhận được hỗ trợ lãi suất phải là những doanh nghiệp có những sản phẩm đủ sức trở thành sự lựa chọn thật sự của người tiêu dùng trong nước trước. Những doanh nghiệp có sản phẩm và thị trường xuất khẩu tương đối ổn định, giá trị cao, hiệu quả kinh tế cao là những đối tượng cần được ưu tiên hỗ trợ.

Những nội dung nêu trên cho thấy việc xây dựng, tổ chức điều hành chính sách tài chính, tiền tệ trong bối cảnh ngày càng phức tạp hơn, đòi hỏi phải có những dự báo, những tiên liệu có đủ độ tin cậy cần thiết cho xây dựng, thực hiện chính sách tài chính, tiền tệ. Quan điểm, tư tưởng và tiêu chuẩn đánh giá của chính sách tài chính, tiền tệ là: Sự thành công của nền kinh tế là sự thành công của chính sách tài chính, tiền tệ■