

NỢ CÔNG VÀ TÍNH BỀN VỮNG Ở VIỆT NAM: QUÁ KHỨ, HIỆN TẠI VÀ TƯƠNG LAI



**NỢ CÔNG VÀ
TÍNH BỀN VỮNG Ở VIỆT NAM:
QUÁ KHỨ, HIỆN TẠI VÀ TƯƠNG LAI**

**NỢ CÔNG VÀ TÍNH BỀN VỮNG Ở VIỆT NAM:
QUÁ KHỨ, HIỆN TẠI VÀ TƯƠNG LAI
Báo cáo nghiên cứu RS - 05**

Bản quyền © 2013 thuộc về Ủy ban Kinh tế của Quốc hội và UNDP tại Việt Nam.
Mọi sự sao chép và lưu hành không được sự đồng ý của Ủy ban Kinh tế của Quốc hội
và UNDP là vi phạm bản quyền.

**NỢ CÔNG VÀ
TÍNH BỀN VỮNG Ở VIỆT NAM:
QUÁ KHỨ, HIỆN TẠI VÀ TƯƠNG LAI**



NHÀ XUẤT BẢN TRI THỨC

LỜI GIỚI THIỆU

Kinh tế Việt Nam trong những năm gần đây trải qua những bất ổn vĩ mô kéo dài bởi những khiếm khuyết cơ bản của nền kinh tế khi duy trì quá lâu mô hình tăng trưởng theo chiều rộng. Mặc dù nền kinh tế đã có giai đoạn tăng trưởng cao vào những năm đầu của thế kỷ 21 và đã gia nhập nhóm các nước có thu nhập trung bình trên thế giới, nhưng những diễn biến tiêu cực gần đây của tăng trưởng, lạm phát, tỉ giá, thâm hụt thương mại, thâm hụt ngân sách cao và nợ công tăng nhanh đang làm xấu thêm các chỉ số kinh tế vĩ mô.

Những thách thức về nợ công hiện nay cho thấy đã đến lúc cần có một cuộc cải cách tài khóa triệt để và toàn diện nhằm đưa ngân sách dần trở về trạng thái cân bằng nhằm bảo đảm tính bền vững của nợ công và duy trì sự ổn định lâu dài cho nền kinh tế. Để có được các khuyến nghị chính sách khả thi đó, nghiên cứu do nhóm tác giả trường Đại học Kinh tế Quốc dân cùng các cộng sự đã cố gắng đánh giá toàn diện thực trạng và dự báo nợ công nhằm nhận diện các rủi ro và thách thức trong việc giám sát và quản lý nợ công. Nghiên cứu bao gồm các nội dung cụ thể như: xem xét kinh nghiệm quốc tế và bài học kinh nghiệm cho Việt Nam, phân tích thực trạng và những tác động tiêu cực của thâm hụt tài khóa và nợ công tăng nhanh đối với các biến số vĩ mô, đánh giá rủi ro và tính bền vững của nợ công, dự báo nợ công Việt Nam theo những kịch bản kinh tế khác nhau và đưa ra một số gợi ý chính sách nhằm nâng cao tính minh bạch, khả năng giám sát và quản lý nợ công theo hướng bền vững trong tương lai ở Việt Nam.

Nghiên cứu được triển khai trong khuôn khổ Dự án “Hỗ trợ nâng cao năng lực tham mưu, thẩm tra và giám sát chính sách kinh tế vĩ mô” của Ủy ban Kinh tế của Quốc hội do UNDP tài trợ. Mọi nhận định, phân tích và đánh giá trong báo cáo này thể hiện quan điểm của các tác giả và không phản ánh quan điểm của Ủy ban Kinh tế, Ban Quản lý Dự án cũng như Chương trình Phát triển Liên hợp quốc.

Xin trân trọng giới thiệu cùng bạn đọc.

TS. Nguyễn Văn Giàu

Ủy viên Ủy ban Thường vụ Quốc hội
Chủ nhiệm Ủy ban Kinh tế của Quốc hội

Nghiên cứu được thực hiện trong khuôn khổ Dự án “Hỗ trợ nâng cao năng lực tham mưu, thẩm tra và giám sát chính sách Kinh tế vĩ mô” do Ủy ban Kinh tế của Quốc hội chủ trì, với sự tài trợ của Chương trình Phát triển Liên hợp quốc tại Việt Nam (UNDP).

Trưởng Ban chỉ đạo Dự án:

Nguyễn Văn Giàu

Chủ nhiệm Ủy ban Kinh tế của Quốc hội

Giám đốc Dự án:

Nguyễn Văn Phúc

Phó Chủ nhiệm Ủy ban Kinh tế của Quốc hội

Phó Giám đốc Dự án:

Nguyễn Minh Sơn

Vụ trưởng Vụ Kinh tế, Văn phòng Quốc hội

Quản đốc Dự án:

Nguyễn Trí Dũng

Nhóm tác giả:

Phạm Thế Anh

Đình Tuấn Minh

Nguyễn Trí Dũng

Tô Trung Thành

Các tác giả xin bày tỏ lời cảm ơn đối với các ông Nguyễn Văn Giàu, Nguyễn Văn Phúc, Phùng Văn Hùng, Nguyễn Minh Sơn, Đỗ Ngọc Huỳnh, Vũ Như Thăng, Vũ Đình Ánh và Nguyễn Tiên Phong vì những ý kiến đóng góp và sự ủng hộ của họ.

MỤC LỤC

DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT 11

DẪN NHẬP 13

CHƯƠNG 1. KHỦNG HOẢNG NỢ TRÊN THẾ GIỚI VÀ BÀI HỌC CHO VIỆT NAM

KHỦNG HOẢNG NỢ Ở CÁC NỀN KINH TẾ MỚI NỔI THẬP KỶ 1980 VÀ 1990 15

Khủng hoảng nợ châu Mỹ Latin những năm 1980 15

Khủng hoảng nợ tại Mexico 1994 18

Khủng hoảng tài chính Đông Á những năm cuối thập niên 1990 20

**So sánh các cuộc khủng hoảng thập niên 1980 với 1990 và bài học kinh
nghiệm cho Việt Nam 22**

KHỦNG HOẢNG NỢ CÔNG CHÂU ÂU 25

Diễn biến và các phản ứng chính sách 26

Một số bài học kinh nghiệm cho Việt Nam 37

CHƯƠNG 2. THÂM HỤT NGÂN SÁCH VÀ NỢ CÔNG Ở VIỆT NAM

THỰC TRẠNG THÂM HỤT NGÂN SÁCH VÀ NỢ CÔNG 41

Thâm hụt ngân sách và nợ công tăng nhanh 41

Tỉ lệ thu thuế cao 44

Nhiều khoản thu không bền vững 47

Chi tiêu ngân sách cao kéo dài 49

Đầu tư công lớn, dàn trải và kém hiệu quả 52

Rủi ro từ khối DNNN 56

TÁC ĐỘNG CỦA THÂM HỤT NGÂN SÁCH VÀ NỢ CÔNG TỚI CÁC BIẾN SỐ VĨ MÔ 58

Lạm phát 58

Lãi suất 60

Cán cân thương mại và tỉ giá 62

Tăng trưởng 64

Hạ cánh cứng 65

CHƯƠNG 3. DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC VÀ NỢ CÔNG

VỊ TRÍ CỦA KHU VỰC DNNN TRONG NỀN KINH TẾ 68

NGUỒN VỐN CỦA KHU VỰC DNNN 70

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA KHU VỰC DNNN 74

ẢNH HƯỞNG CỦA KHU VỰC DNNN ĐỐI VỚI NỢ CÔNG 76

CHƯƠNG 4. ĐÁNH GIÁ NỢ CÔNG

PHƯƠNG PHÁP CÂY NHỊ PHÂN VÀ ỨNG DỤNG TRONG PHÂN TÍCH NỢ CÔNG 81

Mục tiêu và phương pháp luận 81

Ứng dụng phân tích cho Việt Nam 89

ĐÁNH GIÁ TÍNH BỀN VỮNG CỦA NỢ CÔNG 94

Mục tiêu và phương pháp luận 94

Thực hiện đánh giá 95

CHƯƠNG 5. DỰ BÁO NỢ CÔNG 109

KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ CHÍNH SÁCH 116

TÀI LIỆU THAM KHẢO 121

DANH MỤC CÁC CHỮ VIẾT TẮT

ADB	Ngân hàng phát triển Châu Á
BRICs	Nhóm các nền kinh tế mới nổi
DNNN	Doanh nghiệp Nhà nước
GDP	Tổng sản phẩm quốc nội
GSO	Tổng cục Thống kê
HNX	Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội
IMF	Quỹ Tiền tệ Quốc tế
MoF	Bộ Tài chính
NSNN	Ngân sách nhà nước
OECD	Tổ chức Phát triển và Hợp tác Kinh tế
PCI	Chỉ số năng lực cạnh tranh cấp tỉnh
TPCP	Trái phiếu chính phủ
WB	Ngân hàng Thế giới
ODA	Viện trợ phát triển chính thức
FDI	Đầu tư trực tiếp nước ngoài
EWS	Hệ thống cảnh báo sớm
NEER	Tỉ giá hữu hiệu danh nghĩa
VND	Đồng Việt Nam
UDS	Đô la Mỹ
NPV	Giá trị hiện tại ròng
CPIA	Đánh giá chất lượng chính sách và thể chế
NHNN	Ngân hàng Nhà nước

DẪN NHẬP

Kinh tế Việt Nam đang trải qua những năm tháng được coi là rất khó khăn kể từ khi bắt đầu đổi mới vào những năm đầu thập niên 1990. Tăng trưởng kinh tế đã liên tục suy giảm, từ mức trên 7,6% trong giai đoạn 2000-2007, xuống còn xấp xỉ 6,0% trong giai đoạn 2008-2011. Trong khi đó, tỉ lệ lạm phát liên tục ở mức cao, trung bình lên tới hơn 14% mỗi năm trong vòng năm năm qua. Thâm hụt thương mại trầm trọng, tăng lên trên 10% GDP liên tục trong nhiều năm. Đặc biệt, thâm hụt ngân sách cao và nợ công tăng nhanh, do hậu quả của những chính sách kích thích kinh tế kéo dài thông qua chi tiêu công, đang tiếp tục là những nguy cơ tiềm ẩn làm xấu thêm các chỉ số kinh tế vĩ mô và đe dọa sự ổn định của nền kinh tế trong tương lai. Thâm hụt ngân sách trong những năm gần đây lên tới xấp xỉ 5-6% GDP, trong khi đó, theo Bộ Tài chính (MoF), nợ công và nợ nước ngoài lần lượt tăng nhanh lên mức 56,3% và 42,2% GDP vào cuối năm 2010.

Bên cạnh đó, sự quản lý yếu kém cộng với những khó khăn kinh tế gần đây đã khiến một số doanh nghiệp nhà nước (DNNN) làm ăn kém hiệu quả rơi vào tình trạng thua lỗ và đứng trên bờ vực phá sản. Các DNNN này có thể phải tìm tới sự cứu trợ của Nhà nước và ảnh hưởng tới sự an toàn của nợ công trong tương lai. Nợ công tăng nhanh cùng với sự xấu đi của các điều kiện kinh tế đang làm hạn chế các lựa chọn của Chính phủ trong việc đưa nền kinh tế thoát khỏi sự suy giảm hiện thời.

Trong bối cảnh đó, việc đánh giá toàn diện thực trạng và dự báo nợ công nhằm nhận diện các rủi ro và thách thức trong việc giám sát và quản lý nợ công trong tương lai là một việc làm hết sức cần thiết.

Do vậy, nghiên cứu này nhằm đến các mục tiêu sau đây. Trước tiên, chúng tôi thực hiện việc tổng hợp xem xét nguyên nhân, hậu quả và phản ứng chính sách của Chính phủ các nước trên thế giới trước các cuộc khủng hoảng nợ công điển hình từ đó nhằm rút ra các bài học kinh nghiệm cho Việt Nam. Tiếp theo, nghiên cứu sẽ tập trung phân tích thực trạng và những tác động tiêu cực của thâm hụt tài khóa và nợ công tăng nhanh đối với các biến số vĩ mô quan trọng như tăng trưởng kinh tế, lạm phát, lãi suất, tỉ giá, thâm hụt thương mại, v.v... mà Việt Nam đang và sẽ có thể gặp phải trong thời gian tới. Thứ ba, nghiên cứu thực hiện việc đánh giá rủi ro và tính bền vững của nợ công Việt Nam hiện nay theo nhiều góc cạnh liên quan đến khả năng thanh toán, bất ổn vĩ mô, v.v... để từ đó nhận diện nguy cơ xảy ra khủng hoảng và tính bền vững của nợ công trong tương lai. Thứ tư, nghiên cứu thực hiện việc dự báo nợ công Việt Nam trong 15 năm tới theo những kịch bản kinh tế khác nhau. Cuối cùng, nghiên cứu sẽ đưa ra một số gợi ý chính sách nhằm nâng cao tính minh bạch, khả năng giám sát và quản lý nợ công theo hướng bền vững trong tương lai ở Việt Nam.

CHƯƠNG 1

KHỦNG HOẢNG NỢ TRÊN THẾ GIỚI VÀ BÀI HỌC CHO VIỆT NAM

KHỦNG HOẢNG NỢ Ở CÁC NỀN KINH TẾ MỚI NỔI THẬP KỈ 1980 VÀ 1990

Khủng hoảng nợ châu Mỹ Latin những năm 1980

Diễn biến

Khủng hoảng nợ của châu Mỹ Latin vào những năm 1980 được biết đến với cái tên “Thập kỷ mất mát” và đã manh nha từ những năm 1970. Trong giai đoạn đó, các nước Mỹ Latin như Brazil, Argentina và Mexico đã có những bước phát triển khá ấn tượng, chủ yếu là do vay nợ nước ngoài quy mô lớn, với mục tiêu phát triển các ngành công nghiệp trong nước và cải thiện cơ sở hạ tầng. Đây cũng là giai đoạn giá dầu mỏ tăng mạnh khiến các nước xuất khẩu dầu mỏ gom góp được những khoản tiền lớn, đầu tư nhiều vào các ngân hàng trên thế giới, theo đó, các tổ chức tài chính dư dả cho vay các nước đang phát triển, đặc biệt là các nước Mỹ Latin với những điều khoản dễ dãi.

Tuy nhiên, đến đầu những năm 1980, các nước Mỹ Latin bắt đầu gặp khó khăn trong việc trả những khoản nợ khổng lồ. Từ giữa năm 1975-1982, các khoản nợ công của các nước Latin đối với các tổ chức tài chính và ngân hàng thế giới tăng với tỉ lệ gộp hàng năm lên đến trên 20%, khiến tổng nợ vay đã tăng từ 75 tỉ USD năm 1975 lên đến hơn 315 tỉ USD năm 1983, trong đó, thanh toán lãi suất và trả vốn gốc tăng mạnh, từ 12 tỉ USD năm 1975 lên 66 tỉ USD năm 1982 (The berge 1999). Trong khi đó, vào năm 1979, khi đối diện với sức ép lạm phát lớn, Mỹ đã phải theo đuổi chính sách thắt chặt,

dẫn đến lãi suất tăng cao. Lãi suất cũng tăng mạnh ở châu Âu, khiến Mỹ và châu Âu trở nên hấp dẫn hơn châu Mỹ Latin với các khoản đầu tư quốc tế, đồng thời cũng khiến các khoản nợ của các nước Mỹ Latin gia tăng chi phí trả lãi vay. Bên cạnh đó, kinh tế thế giới suy thoái những năm 1979, 1980 ảnh hưởng lớn đến các quốc gia phát triển OECD, theo đó, tác động tiêu cực đến tăng trưởng xuất khẩu của các con nợ Latin và đến tăng trưởng của các nước này. Các nước cũng đã phải huy động các nguồn lực để trả nợ vay, hệ quả là sản lượng trong nước và tiêu dùng suy giảm (Hirst và Thompson 2004). Ngoài ra, những khoản nợ lớn mà các chính phủ vay đã được sử dụng một cách thiếu cẩn trọng và có liên quan đến tham nhũng (Wade và Veneroso 1998).

Như vậy, các quốc gia châu Mỹ Latin đã không còn có khả năng duy trì được tăng trưởng kinh tế cao và các khoản nợ nước ngoài phải trả đã vượt quá những gì các nền kinh tế có thể kiếm được. Rủi ro nợ công tích lũy này đã kéo dài trong nhiều năm và khủng hoảng nợ bùng phát khi thị trường tài chính thế giới nhận thấy các nước này khó có thể trả được các khoản nợ. Hầu hết các tổ chức tài chính và ngân hàng thế giới đều đã từ chối hoặc giảm cho vay các nước châu Mỹ Latin khác. Trong khi đó, các khoản nợ vay của chính phủ các nước lại chủ yếu là ngắn hạn và các nước gặp khó khăn trong thanh toán nợ khi các tổ chức cho vay từ chối gia hạn các khoản vay. Hàng tỉ USD nhanh chóng đến hạn thanh toán và các dòng vốn bắt đầu thoái lui khỏi các quốc gia trong khu vực và các nước không còn có thể vay thêm.

Khủng hoảng nợ châu Mỹ Latin bắt đầu vào tháng 8/1982 khi Mexico tuyên bố vỡ nợ, sau đó một loạt các nước trong khu vực khác như Brazil, Venezuela, Argentina và Bolivia đều lần lượt tuyên bố không còn khả năng trả nợ nước ngoài. Trong suốt cuộc khủng hoảng những năm đầu 1980, tỉ lệ tăng trưởng GDP của các nước trong khu vực chỉ còn hơn 2%. Nếu tính theo đầu người, tăng trưởng của các nước

đã giảm tới gần 9% (Palat 2003). Tiền lương thực tế và mức sống của người dân giảm mạnh. Chênh lệch giàu nghèo của các quốc gia đã tăng lên 50% chỉ riêng từ năm 1976 đến năm 1983. Khủng hoảng nợ cũng là một trong những nguyên nhân dẫn đến sự sụp đổ của một vài chính thể độc tài trong khu vực như ở Brazil và Argentina.

Phản ứng chính sách

Các nước châu Mỹ Latin đều phải cầu viện đến sự hỗ trợ từ các tổ chức quốc tế như IMF và WB để có thể tiếp tục trả các khoản nợ khổng lồ. Tuy nhiên, đổi lại, các nước phải thực thi các chính sách điều chỉnh cơ cấu khắc nghiệt của IMF như chính sách thắt lưng buộc bụng (cắt giảm ngân sách để giảm thâm hụt, duy trì tăng trưởng tín dụng thấp và chính sách tiền tệ thắt chặt để giảm chi tiêu trong nước và lạm phát), phá giá đồng nội tệ để tăng cường xuất khẩu và cải cách cơ cấu như tự do hóa thương mại, tư nhân hóa, gỡ bỏ kiểm soát của Chính phủ, v.v... để hỗ trợ tăng cung khu vực tư nhân và cải thiện môi trường tài chính. Trong khi đó, các chương trình điều chỉnh cấu trúc của WB tập trung vào đổi mới cơ cấu sâu rộng hơn và trong dài hạn. Với các chương trình khắc khổ như vậy, các nước châu Mỹ Latin đã phải chịu tác động nặng nề như kinh tế tăng trưởng trì trệ, thu nhập bình quân đầu người suy giảm, nghèo đói và chênh lệch giàu nghèo ngày càng gia tăng.

Bản thân Mỹ, nơi các tổ chức tài chính và ngân hàng là chủ nợ của hơn 30% nợ công các nước châu Mỹ Latin cũng đã phải có những động thái giải quyết khủng hoảng cho châu Mỹ Latin. Năm 1985, Mỹ khởi động kế hoạch Baker Plan, theo đó, các nước được phép giãn nợ và được vay mới, với giả định rằng vấn đề của các nước châu Mỹ Latin là thiếu thanh khoản nên trì hoãn trả nợ sẽ giải quyết được vấn đề. Tuy nhiên, cuối cùng các con nợ cũng không thể trả được nợ và tình trạng trở nên tồi tệ hơn. Vấn đề được làm sáng tỏ: vấn đề không phải là thiếu thanh khoản mà là vỡ nợ - không có khả năng trả được nợ. Vì vậy, giải pháp là phải giảm quy mô nợ

chứ không phải chỉ trì hoãn trả nợ. Vì thế, năm 1989, Mỹ đưa ra Kế hoạch Brady (Brady Plan) và việc giảm nợ theo cơ chế thị trường được thực thi. Các nước châu Mỹ Latin có cơ hội tham gia mua nợ của chính mình với giá thấp ở các thị trường thứ cấp với những công cụ khác nhau. Những khoản cứu trợ của IMF và WB đều có thể sử dụng cho cơ chế này. Tuy nhiên, kế hoạch này gặp phải một số vấn đề ngay từ khi thực hiện và sau đó đã dẫn đến hệ quả là một số chính phủ đã tiếp tục không thể trả được nợ vay. Ví dụ, phần lãi chưa trả là một phần của khoản nợ sẽ được thương thảo lại, khiến cho các nước phải trả lãi suất kép trên các khoản nợ (tức là trả lãi trên những khoản trả lãi trước đó). Kết quả là khủng hoảng nợ ở châu Mỹ Latin kéo dài chỉ dần lắng dịu vào đầu những năm 1990, khi các nước chính thức tuyên bố chấm dứt “Thập kỷ mất mát”, thoát hoàn toàn khỏi khủng hoảng nợ và bắt đầu giai đoạn phát triển tiếp theo.

Khủng hoảng nợ tại Mexico 1994

Diễn biến

Sau khủng hoảng những năm đầu 1980, Mexico có gần một thập niên tăng trưởng kinh tế yếu kém và lạm phát cao, Chính phủ đã tiến hành tự do hóa thương mại năm 1985, thực thi kế hoạch bình ổn kinh tế vào cuối năm 1987 và dần áp dụng thể chế kinh tế thị trường. Những cải tổ này đã giúp kinh tế phục hồi (tăng trưởng đạt trung bình 3,1% giai đoạn 1989-1994). Năm 1993, lạm phát đã giảm chỉ còn một chữ số lần đầu tiên trong hai thập niên. Cùng với tăng trưởng, Mexico lại bắt đầu thu hút đầu tư nước ngoài với sự kiểm soát dễ dãi, những dòng vốn nước ngoài đổ vào trong nước ngày càng nhiều. Từ năm 1984 đến 1994, Mexico đã thu hút được hơn 94 tỉ USD dòng vốn nước ngoài. Theo đó là sự bùng nổ tín dụng trong nước nhưng lại thiếu giám sát có hiệu quả. Vì thế, kinh tế đi xuống vào năm 1993 (tăng trưởng giảm từ 4,5% năm 1990 xuống còn 0,4% năm 1993, nguyên nhân do đồng peso tăng giá so với USD dẫn đến thâm hụt cán cân tài khoản vãng lai) đã khiến nhiều khoản nợ trở

thành gánh nặng. Suy thoái kinh tế đi kèm với tình trạng nợ xấu bắt đầu gia tăng mạnh.

Đến năm 1994, do lãi suất USD tăng cao, Mexico gặp khó khăn hơn trong thu hút vốn đầu tư nước ngoài và đã phải quyết định phá giá dần đồng peso (thay vì thắt chặt tiền tệ để tăng lãi suất) với hi vọng duy trì niềm tin của các nhà đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, do đồng peso mất giá trị, các nhà đầu tư tổ chức đã không mặn mà với chứng chỉ kho bạc liên bang định giá bằng peso (được gọi là Cetes) và chuyển sang mua trái phiếu kho bạc định giá bằng USD (được gọi là Tesobonos). Trong khi giá trị của Cetes giảm từ 26,1 tỉ USD năm 1993 còn 7,5 tỉ USD năm 1994 thì Tesobonos tăng từ 1,2 tỉ lên 17,8 tỉ USD. Tuy nhiên, trong khi nghĩa vụ trả nợ vay Tesobono gia tăng thì dự trữ quốc gia lại suy giảm khiến các nhà đầu tư bắt đầu mất niềm tin. Sự mất niềm tin này được tăng cường hơn nữa bởi hàng loạt những cú sốc về chính trị và kinh tế mà đỉnh điểm là dự trữ ngoại hối cạn kiệt và đồng peso bị tuyên bố thả nổi. Hệ quả là sự rút vốn ồ ạt khỏi Mexico bắt đầu cho khủng hoảng tài chính tại quốc gia này.

Phản ứng chính sách

Rất may mắn cho Mexico là Mỹ, IMF, WB, và Ngân hàng Thanh toán Quốc tế đã có phản ứng nhanh và kịp thời, cùng nhau hỗ trợ cho Mexico gần 40 tỉ USD để giúp quốc gia này tránh được khả năng mất thanh khoản. Theo đó, các khoản phải trả cho trái phiếu Tesobono đến hạn vào tháng 2/1995 là 5,2 tỉ USD và sau đó là 8,4 tỉ USD từ tháng 6 đến tháng 8 đã được thanh toán và Mexico thoát khỏi tình trạng vỡ nợ. Đổi lại, Mexico đã áp dụng các chương trình điều chỉnh cơ cấu vĩ mô khá tham vọng như mục tiêu cắt giảm thâm hụt tài khoản vãng lai xuống dưới 1% GDP vào năm 1995, thông qua việc thắt chặt chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ, hay tiếp tục theo đuổi chiến lược tư nhân hóa và tự do hóa các hoạt động kinh tế trước đây chỉ dành cho khu vực nhà nước, đồng thời có các biện pháp để bảo vệ những người nghèo bị tác động bởi những tác động

tiêu cực của quá trình tái cơ cấu. Kinh tế Mexico đã dần phục hồi từ năm 1996 với tốc độ tăng trưởng đạt 5% và 7% trong năm tiếp theo, ngân sách trở lại cân bằng, dự trữ ngoại tệ tăng và thâm hụt tài khoản vãng lai đã được kiểm soát tốt.

Khủng hoảng tài chính Đông Á những năm cuối thập niên 1990

Diễn biến

Ngay trước khủng hoảng, vào thập niên 1980 và đầu những năm 1990, các nước Đông Á và Đông Nam Á đã có một giai đoạn phát triển và tăng trưởng rất ấn tượng với những dòng vốn nước ngoài quy mô lớn và xuất khẩu tăng cao. Tuy nhiên, quá trình tự do hóa tài chính vào những năm 1990 đã thất bại trong việc thực thi giám sát tài chính quốc gia để kiểm soát các khoản nợ tư nhân quá lớn.

Tăng trưởng kinh tế nhanh cùng với mức lãi suất cao ở các Đông Á đã hấp dẫn những nhà đầu tư quốc tế tìm đến khu vực này. Các cá nhân và các tập đoàn công ty đều duy trì những khoản nợ tư nhân và chủ yếu là ngắn hạn¹ (Wade và Veneroso 1998). Các nước Đông Á đều phải cần những khoản vay nợ hay đầu tư từ nước ngoài tiếp tục để duy trì năng suất và tăng trưởng (Hirst và Thompson 2004). Năm 1996, Indonesia đã thu hút được xấp xỉ 18 tỉ USD dòng vốn đầu tư tư nhân, Malaysia là 16 tỉ và Thái Lan là 13 tỉ ngay trước khủng hoảng (Grabel 1999). Tuy nhiên, sự bùng nổ tín dụng bởi các nguồn vốn từ nước ngoài lại được sử dụng thiếu kiểm soát, và phần lớn đổ vào thị trường bất động sản và chứng khoán, khiến các nước trở nên rất dễ tổn thương đối với quá trình đổi ngược dòng tín dụng này. Ở một số nước (ví dụ Thái Lan), rủi ro này còn gia tăng bởi chính sách tỉ giá neo theo USD khiến các tổ chức tài chính ngân hàng và các công ty ưa thích vay nợ bằng ngoại tệ kỳ hạn ngắn cho những quyết định đầu tư thiếu thận trọng.

¹Ở Hàn Quốc, gần như toàn bộ vay nợ nước ngoài là từ các tổ chức tư nhân. Tổng dư nợ nước ngoài cho đến cuối năm 1997 là 154,4 tỉ USD (không tính dư nợ của các tổ chức tài chính), trong đó, nợ công chỉ là 18,1 tỉ USD và nợ ngắn hạn (dưới một năm) là 68,4 tỉ USD. Nếu tính tất cả các khoản nợ thì nợ ngắn hạn là 112,2 tỉ, dài hạn là 136,3 tỉ trên tổng số nợ nước ngoài 248,5 tỉ USD.

Khủng hoảng tài chính Đông Á chính thức bắt đầu từ tháng 7/1997 với sự sụp đổ của đồng bath Thái do các dòng vốn ồ ạt rút mạnh khỏi quốc gia này. Tại thời điểm đó, Thái Lan đã có gánh nặng nợ nước ngoài lớn khiến quốc gia này lâm vào tình trạng vỡ nợ, phá sản trước khi đồng bath sụp đổ. Hiệu ứng lan tỏa đã dẫn đến những dòng vốn rút ra mạnh và bất thường từ những nhà đầu tư phương Tây, dẫn đến hệ quả là các đồng tiền các quốc gia khác trong khu vực lần lượt bị phá giá và rất nhiều các tập đoàn, công ty phá sản (Hirst và Thompson 2004), đặc biệt là ở khu vực bất động sản. Cuộc khủng hoảng sau đó đã lan sang các nước Đông Á. Indonesia, Hàn Quốc và Thái Lan là những quốc gia bị ảnh hưởng nặng nề nhất, trong khi Hồng Kông, Malaysia, Philippines bị tác động ở mức độ lớn. Cuộc khủng hoảng tài chính đã chuyển sang suy thoái nền kinh tế thực sự nghiêm trọng tại các nước. Đồng tiền các quốc gia bị phá giá, lạm phát gia tăng, các tổ chức tài chính ngân hàng, các tập đoàn và công ty phá sản, nợ xấu gia tăng, tăng trưởng kinh tế suy giảm và thất nghiệp gia tăng (GDP của Indonesia giảm tới 15% trong vòng một năm, Thái Lan và Malaysia cũng giảm xấp xỉ 10% GDP, trong khi GDP của Hàn Quốc và Hồng Kông giảm lần lượt 3,8% và 2% trong quý đầu của năm 1998) (Leblang 2005). Một điểm sáng hiếm hoi trong khủng hoảng của các nước là tài khoản vãng lai thặng dư. Tuy nhiên điều này xuất phát từ suy giảm nhập khẩu chứ không phải gia tăng xuất khẩu, vì thế thặng dư thương mại lại phản ánh tác động của suy thoái kinh tế kéo theo nhu cầu nhập khẩu giảm. Tuy nhiên, đến năm 1999, các nước đã dần hồi phục.

Phản ứng chính sách

IMF đã phải khởi động chương trình cứu trợ trị giá 36 tỉ USD vào cuối năm 1997 và đầu 1998 để ổn định đồng tiền của các nước bị tác động mạnh nhất bởi khủng hoảng là Hàn Quốc, Thái Lan và Indonesia, là một phần của toàn bộ các gói cứu giúp trị giá 100 tỉ USD, nhưng đổi lại, các nước phải thực hiện những cải cách về cơ cấu và thực thi các chính sách cần thiết để lấy lại niềm tin của cộng đồng

quốc tế và chuẩn bị cho sự hồi phục kinh tế. Theo đó, một số thực đơn chính của chương trình này như: (i) chính sách tiền tệ được thắt chặt để đối phó với sự giảm giá đồng tiền nhanh chóng; (ii) tái cấp vốn và tái cấu trúc lại hệ thống tài chính ngân hàng, đóng cửa hoặc sát nhập các tổ chức tài chính ngân hàng phá sản; (iii) giảm thiểu những can thiệp của Chính phủ vào kinh tế thị trường và nâng cao sự minh bạch trong quản lý và thực thi các chính sách vĩ mô; (iv) chính sách tài khóa thận trọng để giảm sự phụ thuộc vào tiết kiệm từ bên ngoài và có tính đến những chi phí tái cấu trúc và tái cấp vốn hệ thống ngân hàng, các nguồn lực được phân bổ lại từ khu vực chi tiêu công thiếu hiệu quả sang những khu vực có hiệu quả hơn để giảm thiểu chi phí xã hội của khủng hoảng và nâng cao an sinh xã hội, v.v...

Tuy nhiên, các chương trình cải cách này nhận được khá nhiều chỉ trích. Một số quan điểm cho rằng, trên thực tế, khủng hoảng nặng nề hơn, kéo dài hơn bởi chính những đòi hỏi của IMF. Ví dụ như việc IMF yêu cầu thắt chặt tài khóa và tiền tệ mặc dù cầu trong nước đã suy giảm càng khiến kinh tế rơi sâu thêm vào suy thoái. Sau một vài tháng, IMF đã phải thay đổi và cho phép các nước thực thi chính sách nới lỏng hơn. IMF cũng yêu cầu các nước nâng cao lãi suất để hấp dẫn lại các nguồn vốn nước ngoài và ngăn chặn đà giảm giá trị các đồng tiền nội địa. Tuy nhiên, điều này lại ảnh hưởng xấu đến tín dụng đối với các công ty. IMF cũng yêu cầu cải cách ngân hàng và khu vực tư nhân nhưng nhiều quan điểm cho rằng cải cách nên thực thi sau khủng hoảng chứ không phải là trong giai đoạn khủng hoảng. Ví dụ, việc đóng cửa các ngân hàng yếu kém tại Indonesia đã dẫn đến hỗn loạn, tháo chạy khỏi hệ thống ngân hàng và làm tình hình trở nên cực kỳ tồi tệ.

So sánh các cuộc khủng hoảng thập niên 1980 với 1990 và bài học kinh nghiệm cho Việt Nam

Cả hai cuộc khủng hoảng ở châu Mỹ Latin và Đông Á đều xuất phát từ nguyên nhân vay nợ nước ngoài quá mức. Vấn đề của Mỹ

Latin là nợ nước ngoài của Chính phủ lớn và gia tăng để phục vụ cho tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, suy thoái kinh tế và lãi suất gia tăng ở Mỹ và châu Âu đã khiến các nước khó có khả năng trả nợ (Sachs 1989). Bên cạnh đó, các khoản vay nợ này lại được sử dụng lãng phí và có dấu hiệu tham nhũng (Wade và Veneroso, 1998) bởi chúng được vay bởi Chính phủ thay vì khu vực tư nhân hoạt động trên các thị trường cạnh tranh. Ngược lại, vấn đề ở Đông Á lại là nằm ở nợ nước ngoài của khu vực tư nhân. Các dòng vốn tín dụng có sẵn đã ảnh hưởng đến môi trường kinh tế và làm tăng giá tài sản đến mức không bền vững. Các bong bóng tài sản cuối cùng cũng sẽ vỡ dẫn đến các công ty và cá nhân vỡ nợ, không có khả năng thanh toán và dẫn đến các dòng vốn tìm cách thoái lui (Hirst và Thompson 2004).

Chính phủ các nước Mỹ Latin và các nước Đông Á cũng khác nhau về các tài khoản và cân đối vĩ mô, dẫn đến nguyên nhân và cơ chế tác động của khủng hoảng khác nhau. Thâm hụt ngân sách lớn là hiện trạng phổ biến của các nước Latin và trong khủng hoảng nợ, các nước đều có thâm hụt cán cân thanh toán lớn dẫn đến lạm phát cao và bất ổn vĩ mô trong nước (Sachs 1989). Những bất cân đối lớn như vậy là hệ quả của các chính sách dân túy (populist), theo đó các nước duy trì mức chi tiêu chính phủ cao để giải quyết tình trạng phân phối thu nhập không công bằng và tăng nhanh mức sống của những người nghèo - đây cũng chính là những sức ép chính trị khiến các chính phủ có những lựa chọn chính sách chưa thích hợp. Gia tăng chi tiêu ngân sách nhưng các quốc gia này lại không khuyến khích tiết kiệm nội địa, nên phần lớn thâm hụt ngân sách được tài trợ bởi vay nợ nước ngoài (Hayami 2003). Trong khi đó, các nước Đông Á lại khuyến khích tiết kiệm nội địa và đã chứng tỏ thành công khi gia tăng tiết kiệm trong suốt giai đoạn phát triển (Hirst và Thompson, 2004), theo đó, các nước không có thâm hụt ngân sách lớn và cán cân thanh toán thường ở trạng thái thặng dư hoặc cân bằng, dự trữ quốc gia cũng ở mức đủ lớn. Đây cũng là một lý do dẫn đến quá trình hồi phục nhanh hơn từ khủng hoảng tại các quốc gia Đông Á.

Những yếu tố trên cho thấy nguyên nhân cơ bản của khủng hoảng nợ ở châu Mỹ Latin những năm 1980 là do sự kết hợp giữa lựa chọn chính sách vĩ mô dân túy - chi tiêu quá lớn, phải vay nợ nước ngoài nhưng thiếu cân trọng, không hiệu quả, tham nhũng và vì vậy được coi là một thất bại chính sách (Hayami, 2003). Trong khi đó, khủng hoảng tài chính ở Đông Á lại được coi là một thất bại thị trường, do xuất phát từ quá trình tự do hóa chu chuyển dòng vốn quốc tế dưới chế độ tỉ giá hối đoái cố định, nhưng lại thiếu các thể chế giám sát phù hợp để có thể kiểm soát tài chính quốc gia hiệu quả (Hayami, 2003), hay nói cách khác là do khu vực tư nhân đã dựa quá nhiều vào các khoản vay nợ nước ngoài trong khi các chính phủ thất bại trong việc kiểm soát các dòng đầu tư gián tiếp (đầu tư tài chính). Trong cả hai trường hợp, các quốc gia đều trở nên dễ bị tổn thương với rủi ro thoái vốn, rút tiền của các nhà đầu tư. Một khi điều này trở thành hiện thực thì quá muộn để các quốc gia có thể chống chọi với khủng hoảng.

Trong khi đó, nguyên nhân cơ bản dẫn đến khủng hoảng ở Mexico năm 1994 là sự kết hợp của chế độ tỉ giá hối đoái cố định với sự mở rộng quá nhanh tín dụng mà một phần lớn là có chất lượng kém (Bordo and Schwartz, 1996) và theo cách hiểu này, sự sụp đổ của đồng peso không khác quá nhiều với khủng hoảng tại các nước Đông Á.

Từ những nguyên nhân khủng hoảng trên, có thể rút ra một số bài học kinh nghiệm cho Việt Nam. *Thứ nhất*, vay nợ chính phủ thiếu thận trọng, không hiệu quả và có dấu hiệu tham nhũng trong khi phải duy trì thâm hụt ngân sách cho chi tiêu lớn là một dấu hiệu cần cân trọng. Mặc dù phần lớn vay nợ chính phủ hiện nay của Việt Nam chủ yếu là từ hỗ trợ phát triển chính thức ODA của các nước tài trợ với lãi suất ưu đãi và chủ yếu là dài hạn, nhưng khả năng nhận được những ưu đãi này sẽ không thể kéo dài khi Việt Nam đã lọt vào nhóm nước có thu nhập trung bình trên thế giới, trong khi đó, hiện

tại Việt Nam đối diện với khá nhiều rủi ro đối với các khoản nợ vay chính phủ như rủi ro tăng trưởng dài hạn, rủi ro tỉ giá, v.v... *Thứ hai*, để kiểm soát có hiệu quả vay nợ nước ngoài, cần mở cửa tài khoản vốn phù hợp và song song với quá trình nâng cao sức khỏe của khu vực tài chính - ngân hàng trong nước, đồng thời cần xây dựng một cơ chế giám sát tài chính vĩ mô cũng như vi mô để kiểm soát có hiệu quả tín dụng của các công ty tư nhân cũng như vay nợ tư nhân có bảo lãnh của Chính phủ. *Thứ ba*, các cuộc khủng hoảng xảy ra đều có liên quan đến các yếu kém về cơ cấu và cấu trúc nền kinh tế, đặc biệt thể hiện ở một số biểu hiện như: (i) các vấn đề trong hệ thống ngân hàng, tài chính và thiếu cơ chế giám sát ngân hàng có hiệu quả; (ii) khu vực tập đoàn, công ty tư nhân thiếu minh bạch, “gia đình trị”, không tách bạch giữa sở hữu và quản lý, v.v..., (iii) mối quan hệ không minh bạch và có vấn đề giữa Chính phủ và những tập đoàn lớn, v.v... Vì thế, tái cấu trúc và tái cơ cấu kinh tế, đặc biệt là khu vực tài chính ngân hàng là một đòi hỏi khách quan và rất quan trọng để có thể chống chọi với những khủng hoảng tương tự. *Thứ tư*, nếu duy trì chế độ tỉ giá hối đoái cố định và neo giữ theo USD thì nền kinh tế cần phải chuẩn bị cho những tình huống xấu nhất - đó là bên cạnh thực thi chính sách kinh tế vĩ mô lành mạnh, đáng tin cậy và thận trọng thì cần phải có được một hệ thống ngân hàng mạnh khỏe và dự trữ ngoại hối đủ lớn để chống đỡ được các cuộc đầu cơ tiền tệ. Tuy nhiên, rất ít các nước có thể duy trì được chế độ tỉ giá cố định một khi khủng hoảng đã xảy ra.

KHỦNG HOẢNG NỢ CÔNG CHÂU ÂU

Đồng tiền chung châu Âu (euro), giấc mơ của nhiều chính trị gia và các nhà kinh tế học trong thời kỳ hậu Thế chiến thứ II, đã chính thức được hiện thực hóa vào năm 1992 sau khi Liên minh Châu Âu (EU) phê chuẩn Hiệp ước Maastricht. Đây là một bước tiến lớn trong quá trình hội nhập kinh tế ở khu vực châu Âu. Để trở thành thành viên của khu vực đồng tiền chung châu Âu, các quốc

gia châu Âu phải đáp ứng được các tiêu chuẩn đề ra trong Hiệp ước Maastricht trên các phương diện thâm hụt ngân sách, lạm phát, lãi suất và các yêu cầu về tiền tệ khác.

Những lợi ích từ một đồng tiền chung cho khu vực là khá rõ ràng. Tuy vậy, thách thức trong việc duy trì và vận hành đồng tiền chung - cùng với công tác điều hành chính sách ở cả cấp độ quốc gia thành viên và cấp độ Liên minh - là không nhỏ. Rõ ràng, việc tham gia hội nhập kinh tế quốc tế ở cấp độ cao hơn - sử dụng đồng tiền chung - hạn chế đáng kể dư địa chính sách của các quốc gia thành viên trong việc ứng phó với các biến động kinh tế - tài chính bất lợi. Mặt khác, sử dụng đồng tiền chung châu Âu đòi hỏi chính sách tiền tệ phải được thực hiện ở cấp độ khu vực, trong khi lợi ích của từng quốc gia thành viên có thể bị đánh đổi. Hơn nữa, một số nước thành viên chỉ đáp ứng các điều kiện (nhất là về tài khóa) khi gia nhập, còn công tác theo dõi và chế tài đối với việc thực hiện các điều kiện này sau khi gia nhập trở nên khó khăn hơn nhiều. Cuối cùng, sử dụng đồng tiền chung châu Âu không có nghĩa là các chính sách kinh tế vĩ mô không cần phối hợp với nhau.

Những thách thức trên - phần nào được nhìn nhận ngay cả trước khi đồng euro chính thức được sử dụng - gây ra những quan điểm khác nhau về lợi ích và thách thức của việc tham gia khu vực đồng tiền chung châu Âu. Trên thực tế, Anh, Thụy Điển và Đan Mạch đã từ chối tham gia khu vực đồng tiền chung châu Âu ngay từ đầu. Cuộc khủng hoảng nợ ở khu vực đồng euro cho thấy ít nhất cho đến nay, quyết định của các quốc gia này phần nào đã có lý.

Diễn biến và các phản ứng chính sách

Diễn biến²

Cuộc khủng hoảng nợ công ở khu vực đồng euro bắt đầu khi những thành viên không thể tự ứng phó với vấn đề mất cân bằng tài

²Phần này được tóm lược từ các Báo cáo của BBC.

khóa trong nước. Những dấu hiệu đầu tiên của cuộc khủng hoảng nợ công đã bắt đầu từ năm 2009. Đến tháng 11, sau khủng hoảng nợ ở Dubai, quan ngại về tình hình nợ công ở các nước châu Âu bắt đầu lớn dần lên. Dấu hiệu khủng hoảng bắt đầu rõ hơn sau khi Hy Lạp thừa nhận (vào tháng 12) tổng dư nợ lên tới 300 tỉ euro (tương đương 113% GDP), dù bác bỏ việc mất khả năng thanh toán các khoản nợ này.

Đến năm 2010, diễn biến nợ công xấu dần. Vào tháng 1, EU chỉ ra những sai lệch trong quy trình hạch toán nợ công ở Hy Lạp. Thâm hụt ngân sách của Hy Lạp năm 2009 được điều chỉnh lên 12,9% (thay vì 3,9% như công bố trước đó), cao hơn bốn lần so với mức cho phép của EU. EU cũng bác bỏ khả năng Hy Lạp sẽ rời khỏi khu vực đồng euro. Tuy nhiên, quan ngại tiếp tục tăng mạnh đối với các nước vay nợ nhiều như Bồ Đào Nha, Ireland, Hy Lạp và Tây Ban Nha. Đồng euro tiếp tục sụt giảm so với các đồng tiền chủ chốt.

Đến năm 2011, căng thẳng nợ công ở khu vực đồng euro tiếp tục leo thang. Đến tháng 4, Bồ Đào Nha phải thừa nhận mất khả năng ứng phó với các khoản nợ và yêu cầu EU giúp đỡ. Lãi suất trái phiếu chính phủ của Tây Ban Nha và Ý cũng tăng mạnh. Định mức tín nhiệm của Ý đã bị Standard&Poor's cắt giảm từ A+ xuống A vào tháng 9. Cũng trong tháng 9, mặc dù có tin đồn về khả năng xóa nợ cho Hy Lạp và tăng cường gói cứu trợ sau khi Hy Lạp không thực hiện được mục tiêu cắt giảm ngân sách, song các nỗ lực nhằm đề ra các giải pháp này đã không thành công.

Kể từ đầu năm 2012 đến nay, khủng hoảng nợ công vẫn tiếp diễn ở khu vực đồng euro và chưa có dấu hiệu cho thấy tình hình sẽ được cải thiện căn bản, ngay cả trong triển vọng các năm tiếp theo. Đầu tháng 1, Standard&Poor's đã hạ định mức tín nhiệm của Pháp và tám thành viên khác, cũng như hạ định mức tín nhiệm của Quỹ Hỗ trợ ổn định tài chính của châu Âu. Kinh tế khu vực đồng euro được dự báo sẽ sụt giảm 0,3% trong năm 2012. Tỷ lệ thất nghiệp trong

tháng 3 ở khu vực đồng euro tăng lên mức kỷ lục. Lãi vay ở Tây Ban Nha và Ý tiếp tục tăng. Đến tháng 5, tình hình ở Hy Lạp tiếp tục tồi tệ hơn khi đa số người dân ủng hộ các đảng phái không chủ trương thực hiện hiệp định cứu trợ với EU và IMF. Cuộc bầu cử phải tổ chức lại vào tháng 6 sau khi không đạt được thỏa thuận về liên minh thành lập Chính phủ giữa các Đảng. Đến nay, việc bầu cử lại và thành lập Chính phủ đã hoàn tất ở Hy Lạp, song người dân dường như vẫn chưa lạc quan hơn về triển vọng của Hy Lạp. Ở Tây Ban Nha, ngân hàng Bankia phải xin cứu trợ 19 tỉ euro từ Chính phủ. Lãi vay của Tây Ban Nha tiếp tục tăng trong tháng 6, cho thấy thị trường vẫn quan ngại về triển vọng tài khóa của thành viên này.

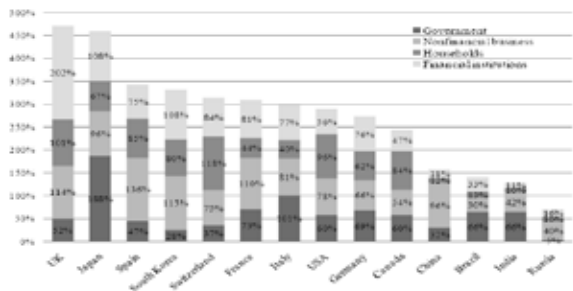
Nguyên nhân

Rất nhiều các tài liệu nghiên cứu, ý kiến chuyên gia đã đưa ra các góc nhìn khác nhau về nguyên nhân gây ra khủng hoảng nợ ở châu Âu trong thời gian vừa qua. Nhìn chung, các ý kiến tập trung vào một số nhóm nguyên nhân chính. Sâu xa nhất, cuộc khủng hoảng nợ lần này dường như cũng có chung nguyên nhân với cuộc khủng hoảng trước đó, khi mà các cuộc khủng hoảng này đều diễn ra sau các giai đoạn khá dài với tăng trưởng tín dụng ở mức cao, phần lãi suất cho trích lập rủi ro thấp, dư thừa thanh khoản, đòn bẩy tài chính ở mức cao, tăng giá tài sản và bong bóng ở khu vực bất động sản. Cụ thể hơn, nợ ở nhiều quốc gia phát triển đã tăng mạnh trong thập kỷ 2000 - thời kỳ toàn cầu hóa ngành ngân hàng và lãi suất (kể cả phần bù đắp cho trích lập rủi ro) thấp một cách bất thường³. Báo cáo của Tạp chí Nhà kinh tế (2010) cũng cho thấy tỉ lệ nợ so với GDP ở 10 nước phát triển đã tăng từ 200% lên 300% trong giai đoạn 1995-2008. Quan trọng hơn, cơ cấu nợ ở các nước có tỉ trọng khá cao của hộ gia đình và Chính phủ (nợ công, xem Hình 1). Đây chính là nguyên nhân sâu xa và trực tiếp nhất dẫn đến khủng hoảng nợ công ở khu vực châu Âu.

³Xem Minescu, A. (2011), *Khủng hoảng nợ - Nguyên nhân và Hàm ý (The Debt Crisis - Causes and Implications)*.

Một nguyên nhân quan trọng có liên quan đến cuộc khủng hoảng nợ công châu Âu ở nhiều quốc gia chính là việc tăng chi và/hoặc giảm thu ngân sách nhà nước trong khi thiếu kiểm soát chặt chẽ. Do phải đối mặt với cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu khởi đầu từ Hoa Kỳ, nhiều nền kinh tế phát triển ở châu Âu đã tiến hành các biện pháp kích thích kinh tế, bao gồm cả các biện pháp tài khóa (tăng thu, giảm chi). Mặc dù góp phần vào phục hồi kinh tế ở tầm quốc gia và khu vực, song các biện pháp này cũng để lại hệ lụy không nhỏ cho các nước thực hiện, khi áp lực đối với thâm hụt ngân sách và nợ công tăng dần. Một số nền kinh tế còn chịu áp lực từ các khoản chi đầu tư (công) khá mạnh từ những năm trước đó, trong khi lợi ích thu về trên phương diện thu ngân sách lại không nhiều. Điển hình nhất là trường hợp của Hy Lạp với việc vay nợ nhằm đầu tư khá mạnh cho Olympic vào năm 2004.

Hình 1.1. Cơ cấu nợ ở một số nền kinh tế



Nguồn: McKinsey (2010).

Xét rộng hơn, khủng hoảng nợ công ở khu vực đồng euro còn xuất phát từ những hạn chế trong cơ chế phối hợp điều hành được xác định từ khi hình thành khu vực này. Cụ thể, cơ chế phối hợp này mới thiên về chính sách tiền tệ, nhằm bảo đảm tạo niềm tin, duy trì giá trị của đồng euro và thể chế hóa việc điều hành chính sách tiền tệ ở tầm khu vực. Tuy vậy, việc hài hòa hóa mới chỉ diễn ra duy nhất là lĩnh vực (chính sách) tiền tệ. Trong khi đó, chính sách tài khóa của các quốc gia chưa được hài hòa hóa một cách tương ứng. Điều này dường như làm giảm hiệu quả phối hợp giữa chính sách tiền tệ ở tầm

khu vực và chính sách tài khóa ở các quốc gia thành viên. Đồng thời, việc kiểm soát hoạt động tài khóa của các quốc gia thành viên nhằm bảo đảm đủ điều kiện như trước khi trở thành thành viên khu vực đồng euro lại không được thực hiện hiệu quả. Chính vì vậy, việc vi phạm kỷ luật tài khóa hầu như chỉ được phát hiện một thời gian sau khi hết năm tài khóa. Đây không phải là vấn đề dễ tiên liệu trước, song thực tế đã bộc lộ rõ cùng với việc vận hành đồng tiền chung.

Cuối cùng, cuộc khủng hoảng kéo dài và dường như còn trầm trọng hơn trong những năm vừa qua còn xuất phát từ cơ chế phối hợp ứng phó ở khu vực đồng tiền chung châu Âu. Một mặt, mức độ nghiêm trọng và tác động lây lan còn chưa được nhận thức đầy đủ, có lẽ một phần còn do giới chính trị gia không muốn công khai thừa nhận. Mặt khác, các nước thành viên còn bất đồng về nhận diện nguyên nhân, quan điểm, chính sách giải cứu. Khác biệt trong cách thức thúc đẩy tăng trưởng và đặc biệt là trong ứng phó, xử lý khủng hoảng khu vực đồng euro là khá lớn, chẳng hạn như lựa chọn chính sách vĩ mô thắt chặt hay nới lỏng, trong khi phải giải quyết vấn đề nợ công và ổn định tài chính. Trong khi đó, các biện pháp xử lý dài hạn hầu như chưa được xác định và thực hiện, mà các giải pháp mới chỉ tập trung vào cứu trợ các nước gặp khó khăn, tránh gây nguy cơ đổ vỡ. Vấn đề còn trở nên phức tạp hơn khi lo ngại về diễn biến nợ công và triển vọng khu vực đồng euro ảnh hưởng ngay đến kinh tế khu vực và thế giới.

Hộp 1.1. Bài học Hy Lạp và khủng hoảng nợ công châu Âu

Hy Lạp, sau nhiều năm đạt tốc độ tăng trưởng kinh tế ấn tượng nhờ sự phát triển của khu vực dịch vụ, đang đứng trên bờ vực phá sản do những chính sách chi tiêu dễ dãi trong gần thập kỷ qua. Thâm hụt ngân sách của nước này đã lên tới 13,6% GDP và tỉ lệ nợ/GDP hiện nay xấp xỉ 120% trong năm 2009. Nguy cơ mất khả năng thanh toán đồng thời kéo theo sự sụp đổ dây chuyền của các tổ chức tài chính liên quan đang là những lo ngại chính khiến cho thị trường tài chính thế giới bất ổn trong thời gian vừa qua.

Nguyên nhân sâu xa của khủng hoảng nợ bắt nguồn từ những chính sách duy trì đồng Euro mạnh và lãi suất quá thấp trong gần một thập kỉ qua ở khu vực châu Âu. Tận dụng lợi thế đó, Hy Lạp đã dễ dãi vay mượn với số nợ khổng lồ lên đến 400 tỉ USD. Các tổ chức tài chính, bao gồm cả Goldman Sachs, cũng đã góp phần vào quá trình này bằng việc tạo ra các hợp đồng tài chính phức tạp giúp Chính phủ trước đây của Hy Lạp che giấu mức độ thâm hụt ngân sách của mình. Khi kinh tế toàn cầu lâm vào khủng hoảng thì cũng là lúc Hy Lạp gặp khó khăn trong việc thanh toán các khoản nợ và gần như mất khả năng kiểm soát thâm hụt ngân sách.

Cuộc khủng hoảng nợ bắt đầu vào tháng 12/2009 khi Thủ tướng mới của Đảng Xã hội Hy Lạp, ông George A. Papandreou, thông báo rằng người tiền nhiệm của ông đã che giấu tình trạng thâm hụt ngân sách khổng lồ mà nước này đang mắc phải. Thâm hụt ngân sách Chính phủ là 12,7% GDP, chứ không phải 3,7% như Chính phủ tiền nhiệm dự báo trước đó. Các nhà đầu tư bị sốc mạnh. Vào đầu năm 2010, nỗi lo sợ về khả năng mất thanh toán của Hy Lạp đã chuyển thành sự hoảng loạn tài chính khi các nhà đầu tư nghi ngờ khả năng của Chính phủ Hy Lạp trong việc thực hiện các biện pháp cứng rắn như đã cam kết nhằm cắt giảm thâm hụt ngân sách. Khi sự sợ hãi này lan sang cả Ireland, Bồ Đào Nha và Tây Ban Nha, các nhà lãnh đạo của các nước có ảnh hưởng lớn ở châu Âu như Đức và Pháp bắt đầu lo ngại về sự nguy hại kéo dài của nó đối với đồng euro. Họ cam kết bảo vệ đồng tiền của khu vực nhưng cũng có những bất đồng lớn trong việc giải cứu Hy Lạp.

Sau nhiều tháng tranh cãi, vào cuối tháng 5/2010, các nước sử dụng chung đồng Euro và IMF đã đồng ý về một khoản vay khẩn cấp trị giá 110 tỉ euro trong vòng ba năm để giải cứu nền kinh tế đang trên bờ vực phá sản này. Đổi lại, Chính phủ Hy Lạp phải cam kết thực hiện các biện pháp thắt lưng buộc bụng bao gồm: cắt giảm chi tiêu và lương của khu vực công, tăng thuế, và cắt giảm lương hưu. Những biện pháp thắt lưng buộc bụng khó khăn này đã gặp phải sự phản ứng giận dữ từ công chúng khi mà có tới 1/3 lực lượng lao động thuộc khu vực nhà nước. Nhiều cuộc biểu tình đã nổ ra, nó gây bất ổn xã hội, làm tê liệt và đẩy nền kinh tế lún sâu vào suy thoái.

Ngay cả khi nhận đã được gói cứu trợ, Hy Lạp vẫn phải đối mặt với nhiều vấn đề liên quan đến việc tìm kiếm các giải pháp thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong thời gian tới. Ngoài hiện trạng thâm hụt ngân sách cao khiến lãi suất trái phiếu Chính phủ Hy Lạp tăng vọt lên trên 12,4%, cao gấp bốn lần so với trái phiếu Chính phủ Đức, Hy Lạp còn đang phải đối mặt với một nền kinh tế yếu với khả năng cạnh tranh thấp. Khác với ở Đức, sự gia tăng tiền lương ở Hy Lạp trong thời gian qua không tương ứng với sự gia tăng năng suất. Khả năng cạnh tranh kém đã làm giảm cầu về hàng

hóa Hy Lạp và dẫn đến thâm hụt cán cân thương mại cao. Hơn nữa, do sử dụng đồng tiền chung châu Âu nên Hy Lạp không có khả năng phá giá tiền tệ nhằm khôi phục khả năng cạnh tranh.

Thậm chí cuối năm 2010, Tổ chức Thống kê Châu Âu (Eurostat) còn phát hiện ra rằng thâm hụt ngân sách của Hy Lạp trong năm 2009 thực chất là 15,4% GDP, cao hơn rất nhiều so với con số 13,6% tính toán trước đó. Và tỉ lệ nợ/GDP của nước này lên tới xấp xỉ 126,8% GDP. Với những biện pháp thắt lưng buộc bụng cứng rắn, Hy Lạp đã thành công phần nào trong việc giảm thâm hụt ngân sách trong năm 2010 xuống còn 9,4% GDP và dự kiến xuống mức cho phép của khu vực EU là 3% vào năm 2013. Tuy nhiên, nền kinh tế Hy Lạp cũng đang lún sâu hơn vào suy thoái. Tốc độ tăng trưởng kinh tế năm 2009 và 2010 của Hy Lạp lần lượt là -2,0% và -4,5%. Trong khi đó, tỉ lệ thất nghiệp vẫn tiếp tục tăng nhanh từ 10,2% vào cuối năm 2009 lên tới 14,1% vào cuối năm 2010. Người dân Hy Lạp đang phải gánh chịu những hậu quả của những quyết định chi tiêu thiếu thận trọng và che giấu thông tin trước đây của Chính phủ nước họ.

Hậu quả

Tác động kinh tế của cuộc khủng hoảng nợ công châu Âu là không nhỏ. Cuộc khủng hoảng nợ công châu Âu đã trực tiếp làm tổn thất hàng ngàn tỉ USD thu nhập tài chính của các nước thành viên EU, do giá trị của đồng euro giảm so với các đồng tiền chủ chốt khác. Một mặt, điều này ảnh hưởng đến cơ cấu sản xuất và tiêu dùng ở trong khu vực, nhất là khi các sản phẩm nhập khẩu trở nên đắt đỏ hơn nhiều. Mặt khác, việc phải tập trung rất nhiều nguồn lực tài khóa để chống đỡ vỡ ở các nước vay nợ nhiều (Hy Lạp, Bồ Đào Nha, Tây Ban Nha, v.v...) sẽ làm giảm các nguồn lực công phục vụ cho tái thiết nền kinh tế sau khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu năm 2007-2008. Vào tháng 9/2011, các số liệu cũng cho thấy tăng trưởng của khu vực tư nhân sụt giảm lần đầu tiên sau hai năm ở các nước sử dụng đồng euro. Quan trọng hơn, trong điều kiện nền kinh tế toàn cầu hội nhập sâu rộng hơn, diễn biến nợ công ở khu vực đồng euro cũng gây ra không ít khó khăn cho các nền kinh tế khác.

Đến tháng 2/2012, triển vọng kinh tế toàn cầu vẫn được nhìn nhận khá bi quan. Dự báo của IMF vào tháng 1/2012 cho thấy tăng

trưởng kinh tế thế giới có thể chỉ đạt 3,3% vào năm 2012, thấp hơn so với mức dự báo trước đó vào tháng 9/2011 (4,0%). Tăng trưởng kinh tế ở Hoa Kỳ cũng được điều chỉnh giảm tương ứng từ 2,7% (theo dự báo tháng 9/2011) xuống còn 1,8% (theo dự báo tháng 1/2012), trong khi mức dự báo của khu vực đồng Euro cũng được điều chỉnh giảm còn -0,5% so với mức 1,1% trước đây. Giá hàng hóa cơ bản (kể cả dầu thô) được dự báo cũng sẽ giảm mạnh.

Trong tháng 3-4/2012, triển vọng kinh tế được nhìn nhận sẽ sáng sủa, dù không nhiều. Dự báo của IMF vào tháng 4/2012 cho thấy tăng trưởng kinh tế thế giới sẽ ở mức 3,5% trong năm 2012, với mức tăng trưởng tương ứng của Hoa Kỳ và khu vực đồng Euro lần lượt là 2,1% và 0%. Cơ sở cho các đánh giá này là việc khu vực đồng Euro tạm ổn định, trong khi kinh tế Mỹ có dấu hiệu phục hồi. Giá xăng dầu còn khó xác định, khi các đánh giá thiếu sự đồng thuận về xu hướng tăng giảm trong giai đoạn cuối năm 2012.

Ngoài các nguyên nhân như phục hồi kinh tế chậm ở Hoa Kỳ, rủi ro Hy Lạp rời bỏ khu vực đồng euro (và cả rủi ro sụp đổ khu vực này) tăng⁴. Đáng lưu ý là chỉ số dự cảm kinh doanh của Đức tiếp tục giảm trong tháng 6, dù không mạnh như tháng 5 (3 điểm phần trăm). Điều này cho thấy khủng hoảng châu Âu dường như cũng bắt đầu ảnh hưởng đến kinh tế Đức (do 50% xuất khẩu năm 2011 đến châu Âu), dù tác động chưa thật nghiêm trọng (thể hiện qua tỉ lệ thất nghiệp thấp, lương tăng - không giống tình trạng ở các nước Hy Lạp, Tây Ban Nha, v.v...).

Nếu Hy Lạp rời bỏ (chưa nói đến sự sụp đổ đồng Euro), phí tổn cho nền kinh tế khu vực đồng Euro và kinh tế thế giới là rất lớn. Tác động lây lan đối với nền kinh tế ở các khu vực khác cũng là

⁴Trước cuộc bầu cử Hy Lạp, IMF tuyên bố châu Âu chỉ còn ba tháng để xử lý khủng hoảng. Sau bầu cử, khả năng Hy Lạp rút khỏi Khu vực đồng euro giảm, song Citi Group cho rằng xác suất xảy ra tình huống đó vẫn cao (trên dưới 65-70%). Nguyên cơ lây lan tăng do nợ công cao và nguy cơ đổ vỡ ngân hàng ở Tây Ban Nha, thể hiện qua việc châu Âu quyết định tung 100 tỉ euro cứu trợ, mặc dù Tây Ban Nha trấn an rằng họ chỉ cần 16-62 tỉ euro để chống đỡ sự sụp đổ ngân hàng và vừa phát hành thành công 2 tỉ euro trái phiếu (với mức lãi suất kỷ lục).

không nhỏ. Nhóm các nền kinh tế đang phát triển và mới nổi, kể cả như Trung Quốc, Ấn Độ sẽ giảm tăng trưởng đáng kể (điều đã xảy ra trong quý II/2012). Theo đánh giá của UNESCAP, nếu thực hiện kỷ luật tài khóa nghiêm ở khu vực đồng Euro, tăng trưởng của khu vực châu Á - Thái Bình Dương sẽ giảm xuống 6,5% vào năm 2012 (thấp hơn so với kịch bản cơ sở), trước khi tăng trở lại vào năm 2013. Nếu châu Âu xử lý nợ thiếu hiệu quả, mức độ suy giảm tăng trưởng ở châu Á - Thái Bình Dương còn lớn hơn nữa. Đặc biệt, nếu khu vực đồng Euro đổ vỡ, tăng trưởng ở khu vực châu Á - Thái Bình Dương sẽ giảm chỉ còn 5,1% vào năm 2012, trước khi giảm tiếp xuống còn 4,2% vào năm 2013. Trong cả 4 kịch bản, lạm phát không còn là vấn đề nghiêm trọng ở khu vực châu Á - Thái Bình Dương.

Bảng 1.1. Bốn kịch bản đối với đồng Euro và tác động

	Tăng trưởng GDP			Lạm phát		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Kịch bản cơ sở	7,3	6,9	8,0	5,8	4,0	3,4
Kịch bản kỷ luật tài khóa nghiêm (khả năng cao)	7,3	6,5	7,4	5,8	3,9	2,9
Kịch bản xử lý nợ thiếu hiệu quả	7,3	5,8	5,1	5,8	3,8	1,4
Kịch bản khu vực đồng Euro đổ vỡ	7,3	5,1	4,2	5,8	3,4	0,5

Nguồn: UNESCAP.

Trên một phương diện khác, cuộc khủng hoảng không ảnh hưởng đến các nền kinh tế theo một cách giống nhau. Trên thực tế, các tác động rất khác nhau giữa các nước chủ chốt (như Đức, Pháp) và các nền kinh tế chịu ảnh hưởng trực tiếp của cơn bão nợ công (Hy Lạp, Ai-len, Bồ Đào Nha và Tây Ban Nha). Nhóm nước chịu ảnh hưởng trực tiếp vẫn đang trong vòng suy thoái kinh tế. Trong khi đó, Đức và Pháp vẫn duy trì đà phục hồi kể từ năm 2010 và dường như mới chỉ chịu suy giảm kinh tế trong thời gian gần đây (như đã đề cập ở trên).

Xét trong dài hạn hơn, hậu quả của khủng hoảng nợ công ở khu vực châu Âu có thể là không nhỏ. Một mặt, triển vọng xử lý nợ công

ở khu vực này còn chưa rõ ràng và các quan ngại này sẽ ảnh hưởng đến quá trình phục hồi ở cả khu vực đồng euro và các nền kinh tế khác. Quá trình xử lý càng chậm thì tác động đối với nền kinh tế thực ở châu Âu và các khu vực khác càng nghiêm trọng hơn. Mặt khác, việc đổ vỡ khu vực đồng euro, nếu xảy ra trong trường hợp xấu nhất, có thể sẽ làm hạn chế và thậm chí đảo ngược các nỗ lực hội nhập kinh tế quốc tế ở tầm khu vực và trên thế giới. Rõ ràng, ngay cả một khu vực có thể chế tương đối mạnh, đầy đủ và hiệu quả, trình độ phát triển tương đối cao và đồng đều như khu vực đồng euro còn vận hành kém bền vững trong dài hạn thì sẽ rất khó để các khu vực khác yên tâm tiến lên các hình thức hội nhập kinh tế quốc tế cao hơn.

Phản ứng chính sách

Như đã đề cập ở trên, các biện pháp ứng phó ở khu vực châu Âu mới chỉ thiên về chống chọi với những khó khăn tài chính trước mắt ở các quốc gia, nhằm tránh tác động lây lan ở cả khu vực đồng Euro. Ngay từ đầu khủng hoảng, EU đã bắt đầu thực hiện các biện pháp liên quan. Vào tháng 4/2009, EU đã phải yêu cầu các nước Pháp, Tây Ban Nha, Cộng hòa Ireland và Hy Lạp cắt giảm thâm hụt ngân sách. Đến tháng 1/2010, dưới sức ép của EU, Hy Lạp buộc phải công bố các biện pháp tài khóa khắc khổ nhằm kiểm soát thâm hụt ngân sách. Đến các tháng 3-4/2010, khu vực đồng euro và IMF đã phải đưa ra các khoản cứu trợ và khoản vay để ứng phó khẩn cấp. Tình hình không được cải thiện, buộc IMF và khu vực đồng euro phải thỏa thuận một khoản cứu trợ lần một trị giá 110 tỉ euro cho Hy Lạp vào tháng 5/2010 và một khoản cứu trợ trị giá 85 tỉ euro vào tháng 11/2010 để cứu Ireland.

Các giải pháp trên chưa mang lại nhiều hiệu quả và tình hình nợ công ở khu vực đồng euro tiếp tục xấu đi. Đến tháng 2/2011, các Bộ trưởng tài chính ở khu vực đã đồng ý thành lập một quỹ cứu trợ dài hạn (Quỹ hỗ trợ ổn định châu Âu), trị giá 500 tỉ Euro. Đến tháng 5, khu vực đồng euro và IMF đã phê duyệt khoản cứu trợ 78 tỉ Euro

dành cho Bồ Đào Nha. Đến tháng 6, các Bộ trưởng thành viên khu vực đồng euro đã yêu cầu Hy Lạp phải đưa ra các biện pháp tài chính khắc khổ mới trước khi được nhận các khoản vay cứu trợ tiếp theo. Điều này lại làm dấy lên tin đồn về khả năng Hy Lạp rời khỏi khu vực đồng euro. Tuy vậy, Hy Lạp cũng đưa ra được các biện pháp này và được phê duyệt khoản vay bổ sung trị giá 12 tỉ euro, trước khi tiếp tục được phê duyệt khoản cứu trợ tiếp theo trị giá 109 tỉ euro từ khu vực đồng euro. Đến tháng 8, Ngân hàng Trung ương châu Âu thông báo sẽ mua lại các trái phiếu chính phủ này nhằm làm giảm chi phí vay và hạn chế tác động lây lan của khủng hoảng đến Tây Ban Nha và Ý. Bản thân các nước này cũng phải đề ra các biện pháp khắc khổ nhằm hạn chế thâm hụt ngân sách. Đến tháng 10, các Bộ trưởng tài chính khu vực đồng euro đã đồng ý bổ sung thêm khoản vay cứu trợ 8 tỉ euro cho Hy Lạp.

Năm 2012, các hoạt động chống đổ vỡ ở khu vực đồng euro vẫn tiếp tục diễn ra, dù còn rất khó khăn. Nét mới là 25 (trên 27) nước thành viên EU đã thông qua các quy định mới nhằm hạn chế khả năng vượt trần thâm hụt ngân sách quy định. Đến tháng 2, Hy Lạp buộc phải thông qua các biện pháp khắc khổ mới. Trong khi đó, các cuộc họp về xóa nợ giữa Hy Lạp và các chủ nợ tư nhân không mang lại kết quả đáng kể. Đến tháng 3, khu vực đồng Euro cũng thông qua khoản cứu trợ lên tới 130 tỉ Euro dành cho Hy Lạp.

Gần đây nhất, nhóm bốn nước Đức, Pháp, Ý và Tây Ban Nha đã đồng ý sẽ vận động nguyên thủ các quốc gia châu Âu thông qua kế hoạch xóa nợ 130 tỉ euro cho các nền kinh tế khó khăn trong Cuộc họp thượng đỉnh tiếp theo. Dù còn nhiều khó khăn, song đây là lần đầu tiên sau nhiều tháng, Tây Ban Nha, Pháp và Ý đã thành công trong việc thuyết phục Đức đồng ý với kế hoạch vận động xóa nợ. Đây có thể là một tín hiệu tích cực đối với quá trình ứng phó với khả năng đổ vỡ khu vực đồng Euro, dù hậu quả dài hạn còn chưa được tính đến.

Tuy vậy, các biện pháp ứng phó cho đến nay mới tập trung vào việc làm giảm các khó khăn tài chính trước mắt (xóa nợ, giảm nợ, cho vay cứu trợ tài chính) ở một số nền kinh tế thành viên khu vực đồng Euro. Dư địa thực hiện các biện pháp này vẫn còn, nhất là khi nhận được cam kết dưới nhiều hình thức của IMF và các nền kinh tế khác, bao gồm cả nhóm các nền kinh tế mới nổi (BRICs). Trong khi đó, các biện pháp dài hơi hơn vẫn chưa được xem xét, có lẽ phải đề đến khi giải quyết về cơ bản các khó khăn trước mắt ở khu vực.

Một số bài học kinh nghiệm cho Việt Nam

Là một quốc gia kém phát triển đang chuyển mình sang nền kinh tế thị trường, Việt Nam vẫn phải dựa nhiều vào đầu tư công để thực hiện các mục tiêu phát triển. Thâm hụt ngân sách liên tục trong một thời gian dài cũng làm gia tăng nợ công của quốc gia. Đến ngày 31/12/2011, nợ công là 54,9% và ước tính năm 2012 nợ công là khoảng 55,4% GDP⁵ cao hơn nhiều so với mức 36% GDP vào năm 2001 và 44% vào năm 2005.

Theo đánh giá của IMF và WB, mức nợ công của Việt Nam mặc dù đã vượt qua ngưỡng tâm lý 50% GDP, song vẫn nằm trong ngưỡng an toàn về trung hạn⁶. Bên cạnh đó, Quốc hội cũng đã quyết định nâng trần nợ công của Việt Nam - không quá 65% GDP đến năm 2015. Rõ ràng, trên các phương diện kỹ thuật, vấn đề nợ công chưa đạt đến ngưỡng rất nghiêm trọng như ở một số nước thành viên khu vực đồng Euro. Tuy vậy, cuộc khủng hoảng nợ công châu Âu cũng phần nào có tác động trực tiếp và gián tiếp đến Việt Nam, do EU là một đối tác kinh tế, thương mại và đầu tư quan trọng. Hơn nữa, cuộc khủng hoảng nợ công ở châu Âu và các nguyên nhân liên quan chính là những bài học quý báu cho Việt Nam trong quá trình phát triển - nhất là khi mô hình phát triển còn dựa nhiều vào đầu tư công và nợ công.

⁵Theo Báo cáo số 305/BC-CP về tình hình nợ công của Chính phủ ngày 30/10/2012 trình Quốc hội.

⁶Tham khảo Báo cáo của Viện Nghiên cứu Quản lý Kinh tế Trung ương (2011).

Thứ nhất, Việt Nam cần quan tâm hơn đến việc chuyển đổi mô hình tăng trưởng của mình từ “chiều rộng” sang “chiều sâu”. Trong những năm vừa qua, mô hình tăng trưởng của Việt Nam còn dựa nhiều vào đầu tư (đặc biệt là đầu tư công), bên cạnh các yếu tố khác. Kết quả là tỉ lệ đầu tư luôn ở mức khá cao, khoảng 40-42% GDP, thậm chí còn lên tới 46,5% GDP vào năm 2007. Trong khi đó, hiệu quả mang lại từ đầu tư ngày càng giảm sút. Hệ số ICOR của Việt Nam cao hơn đáng kể so với các nước có cùng trình độ phát triển. Chính vì vậy, lợi ích từ tăng trưởng và tăng thu ngân sách chưa bù đắp được các chi phí liên quan đến gia tăng đầu tư công và nợ công, ít nhất là trong ngắn hạn. Rõ ràng, khi tư duy chính sách chuyển dần sang hướng kiến tạo phát triển, dư địa chính sách cho đầu tư công sẽ không còn nhiều nữa và đầu tư công sẽ phải được thực hiện hiệu quả hơn, qua đó giảm áp lực đối với nợ công.

Thứ hai, Việt Nam phải quan tâm hơn đến kỷ luật ngân sách, nhất là liên quan đến chi tiêu công và đầu tư công. Bên cạnh những hệ lụy đối với bất ổn kinh tế vĩ mô, đầu tư công đang gặp phải nhiều vấn đề liên quan đến dàn trải, lãng phí, kém hiệu quả. Siết chặt kỷ luật đầu tư công và chi tiêu công sẽ làm giảm quy mô chi ngân sách cần thiết để đạt các mục tiêu phát triển, qua đó giúp thâm hụt ngân sách và nợ công trở nên bền vững hơn. Nếu không kiểm soát, ngay cả các nước phát triển ở khu vực đồng Euro còn rơi vào khủng hoảng, kể cả khi được cứu trợ dưới nhiều hình thức. Trong điều kiện của Việt Nam, các biện pháp cứu trợ như vậy sẽ không có nhiều và định hướng tốt là kiểm soát chi ngân sách thay vì tiếp tục duy trì cung cách chi tiêu công và đầu tư công như hiện nay. Tăng kỷ luật chi tiêu công và đầu tư công gồm nhiều nhóm biện pháp, bao gồm cả nâng cao hiệu quả DNNN, tái cấu trúc đầu tư công, xác định các mục tiêu ưu tiên phát triển phù hợp, v.v...

Thứ ba, liên quan đến việc kiểm soát và nâng cao kỷ luật ngân sách, minh bạch thông tin liên quan đến chi tiêu công và đầu tư công

sẽ là những yêu cầu quan trọng. Bảo đảm minh bạch thông tin trên phương diện này còn giúp tăng cường giám sát của cộng đồng đối với hiệu quả đầu tư công và chi tiêu công, qua đó giúp phòng ngừa những rủi ro liên quan đến nợ công.

Thứ tư, phối hợp chính sách kinh tế vĩ mô, đặc biệt là chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa là một vấn đề Việt Nam cần lưu tâm hơn. Đây là việc làm cần thiết nhằm hướng tới ổn định kinh tế vĩ mô, qua đó tạo dựng môi trường thuận lợi cho tăng trưởng kinh tế và tạo nguồn lực cho đầu tư công.

Cuối cùng, Việt Nam cần đẩy mạnh quá trình hợp tác với các nước khác nhằm hướng tới bảo đảm an ninh tài chính chung ở khu vực. Trong điều kiện hội nhập kinh tế quốc tế ngày càng sâu rộng, những khó khăn tài chính ở các quốc gia xung quanh sẽ nhanh chóng gây ra các tác động lây lan đối với nền kinh tế Việt Nam và ngược lại. Chính vì vậy, chủ động hợp tác vì an ninh tài chính ở khu vực sẽ là một định hướng tốt nhằm nâng cao khả năng ứng phó với rủi ro liên quan, trong đó có rủi ro nợ công.

CHƯƠNG 2

THÂM HỤT NGÂN SÁCH VÀ NỢ CÔNG Ở VIỆT NAM

THỰC TRẠNG THÂM HỤT NGÂN SÁCH VÀ NỢ CÔNG

Thâm hụt ngân sách và nợ công tăng nhanh

Có nhiều cách tính thâm hụt ngân sách và nợ công khác nhau trên thế giới. Phân theo cấp chính quyền, ở một số quốc gia, thâm hụt ngân sách có thể chỉ là chênh lệch giữa tổng thu và tổng chi của chính quyền trung ương. Ở một số quốc gia khác thì thâm hụt ngân sách lại bao gồm cả thâm hụt của chính quyền trung ương lẫn địa phương. Tuy nhiên, theo cách tính chung của các tổ chức quốc tế như IMF hay WB thì thâm hụt ngân sách sẽ là chênh lệch giữa tổng thu và tổng chi, không bao gồm chi trả nợ gốc, của cả chính quyền trung ương lẫn địa phương. Trong khi đó, khái niệm nợ công phổ biến được xác định là tổng các khoản vay mượn và trái phiếu phát hành, hoặc được bảo lãnh phát hành, tại một thời điểm nào đó bởi chính quyền trung ương, chính quyền địa phương và DNNN.

Ở Việt Nam, thâm hụt ngân sách hàng năm được xác định bằng chênh lệch giữa tổng thu và tổng chi ngân sách trung ương và địa phương trong năm đó của Chính phủ. Trong khi đó, tổng nợ công được định nghĩa là nợ trong nước và nước ngoài của khu vực công, bao gồm nợ của chính quyền trung ương, nợ của chính quyền địa phương, nhưng không bao gồm nợ của DNNN, kể cả những doanh nghiệp mà Nhà nước sở hữu trên 50% vốn. Chỉ có nợ của các DNNN được Chính phủ bảo lãnh mới được tính vào tổng nợ công.

Thống kê về thâm hụt ngân sách và nợ công của Việt Nam hiện có nhiều nguồn khác nhau. Ngay Báo cáo Quyết toán Ngân sách Nhà nước (NSNN) hàng năm của Bộ Tài chính (MoF) cũng đưa ra hai con số về mức độ thâm hụt ngân sách đó là: (i) thâm hụt ngân sách bao gồm cả chi trả nợ gốc; và (ii) thâm hụt ngân sách không bao gồm chi trả nợ gốc. Bức tranh tổng thể về tài khóa cho thấy, Việt Nam đã và đang theo đuổi những chính sách có định hướng thâm hụt nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Thâm hụt ngân sách diễn ra liên tục trong khoảng hơn một thập kỉ qua và mức độ thâm hụt trung bình kể từ năm 2008 cao hơn so với trung bình của những năm trước đó. Cụ thể, thâm hụt ngân sách, không bao gồm chi trả nợ gốc, của Việt Nam trung bình trong giai đoạn 2003-2007 chỉ là 1,3% GDP, nhưng con số này đã tăng hơn gấp đôi lên 2,7% GDP trong giai đoạn 2008-2012 chủ yếu do định hướng kích thích tổng cầu của chính sách tài khóa nhằm tránh suy giảm tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn này. Trong khi đó, tổng nợ công của Việt Nam đã tăng từ khoảng 40% GDP từ cuối năm 2007 lên khoảng 56,3% GDP vào cuối năm 2010 và chỉ giảm đôi chút xuống còn 54,9% GDP vào năm 2011 và ước tính 55,4% GDP vào năm 2012 nhờ lạm phát cao. Cùng thời gian đó, nợ nước ngoài của Việt Nam cũng tăng từ 32% lên tới khoảng 42% GDP⁷.

Tuy nhiên, những con số này có thể chưa phản ánh đúng bản chất của thâm hụt tài khóa ở Việt Nam hiện nay. Các tổ chức quốc tế đưa ra những con số thâm hụt ngân sách khác xa với con số báo cáo của MoF. Cụ thể, chỉ tính riêng năm 2009, con số thâm hụt ngân sách không bao gồm chi trả nợ gốc theo báo cáo của MoF là 3,7% GDP, trong khi đó con số tương ứng của Ngân hàng Phát triển châu Á (ADB) và Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) cao hơn nhiều, lần lượt là 3,9% và 7,2% GDP. Trung bình trong ba năm 2009-2011, con số thâm hụt ngân sách của Việt Nam thuộc diện cao nhất so với các nước trong

⁷Số liệu thâm hụt ngân sách được lấy từ các Báo cáo Quyết toán Ngân sách Nhà nước hàng năm của MoF; Số liệu nợ công và nợ nước ngoài được lấy từ Báo cáo số 305/BC-CP ngày 30/10/2012 của Chính phủ về tình hình nợ công.

khu vực, vào khoảng 3,7% GDP/năm. Con số này gấp hơn 3 lần so với con số tương ứng của Indonesia, gấp hơn 2 lần so với Trung Quốc và gấp khoảng gần 1,5 lần so với Thái Lan. Việt Nam hiện có những cách hạch toán chưa theo thông lệ quốc tế. Nhiều khoản chi ngân sách từ nguồn trái phiếu Chính phủ cho các dự án giáo dục, thủy lợi, y tế, v.v... được để ngoại bảng và không được tính đầy đủ vào thâm hụt ngân sách và nợ công như thông lệ quốc tế. Sự thiếu nhất quán trong cách hạch toán tài khóa khiến cho các con số thống kê không phản ánh chính xác về thực trạng nợ công của Việt Nam, gây khó khăn cho việc kiểm chứng thông tin cho những người tham gia thị trường. Đồng thời khiến cho việc so sánh quốc tế, đánh giá và quản lý rủi ro nợ công của Việt Nam gặp khó khăn.

Bảng 2.1. Thâm hụt ngân sách của Việt Nam qua các năm (% GDP)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
MoF ¹	-4,9	-4,9	-4,9	-5,0	-5,7	-4,6	-6,9	-5,5	-4,4
MoF ²	-1,8	-1,1	-0,9	-0,9	-1,8	-1,8	-3,7	-2,4	-2,1
IMF	-4,8	-1,2	-3,3	-0,2	-2,5	-0,5	-7,2	-5,3	-2,5
ADB	-2,2	0,2	-1,1	1,3	-1,0	0,7	-3,9	-4,5	-2,5

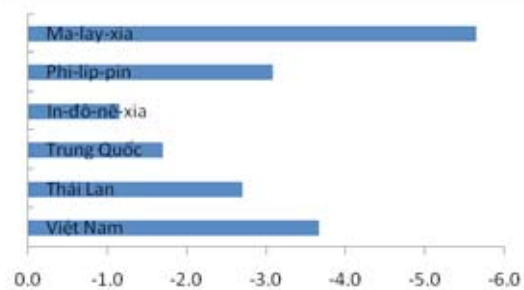
Ghi chú: MoF¹: Thâm hụt gồm cả chi trả nợ gốc;
MoF²: Thâm hụt không gồm chi trả nợ gốc;
Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ MoF, IMF Country Reports (IMF, 2005-2012); và Các chỉ tiêu kinh tế chính (ADB, 2011).

Bảng 2.2. Nợ công Việt Nam qua các năm (% GDP)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Ngưỡng
Tổng nợ công							52,6	56,3	54,9	65,0
Nợ công nước ngoài	28,9	29,9	27,8	26,7	28,2	25,1	29,3	31,1	30,9	
Nợ nước ngoài	41,8	37,2	32,2	31,4	32,5	29,8	39,0	42,2	41,5	50,0

Ghi chú: Ngưỡng nợ công và nợ nước ngoài do MoF đề xuất.
Nguồn: MoF.

Hình 2.1. Thâm hụt ngân sách ở một số nước châu Á 2009-2010 (% GDP)



Nguồn: Các chỉ tiêu kinh tế chính (ADB, 2012).

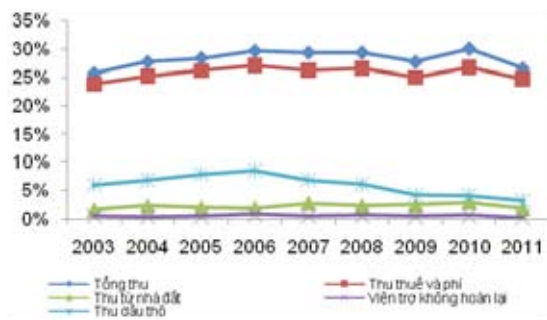
Số liệu thống kê cho thấy có sự chênh lệch đáng kể giữa lượng TPCP phát hành vay nợ thực tế hàng năm và con số TPCP phát hành phản ánh trong Quyết toán NSNN. Theo số liệu của Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội, chỉ tính riêng hai năm 2010 và 2011, tổng giá trị TPCP và TPCP bảo lãnh mỗi năm được phát hành vào khoảng 110 ngàn tỉ đồng, cao hơn rất nhiều so với con số Báo cáo trong Quyết toán NSNN. Ngoài ra, còn một lượng nợ lớn của các DNNN không được Chính phủ bảo lãnh, cũng không được phản ánh trong thâm hụt ngân sách và nợ công hàng năm của Việt Nam như thông lệ và khuyến cáo của nhiều tổ chức quốc tế.

Tỉ lệ thu thuế cao

Theo Quyết toán NSNN của MoF, trung bình trong giai đoạn năm năm từ 2006 đến 2010, tổng thu và viện trợ (không gồm thu kết chuyển) của Việt Nam khá ổn định vào khoảng 29,3% GDP. Nếu chỉ tính thu từ thuế và phí (loại trừ thu viện trợ và các khoản thu từ nhà đất) thì con số này là 26,2% GDP. Loại trừ tiếp thu từ dầu thô thì số thu còn khoảng 20,3% GDP. Đáng chú ý là thu từ dầu thô đang có tỉ trọng ngày càng giảm dần trong tổng thu ngân sách nhà nước, từ khoảng 6,9% GDP trong năm 2007 xuống còn chưa đầy 3,1% GDP trong năm 2011. Điều này chứng tỏ tỉ trọng các khoản thu khác đang ngày càng gia tăng. Mức thu từ thuế và phí, không kể thu từ dầu thô,

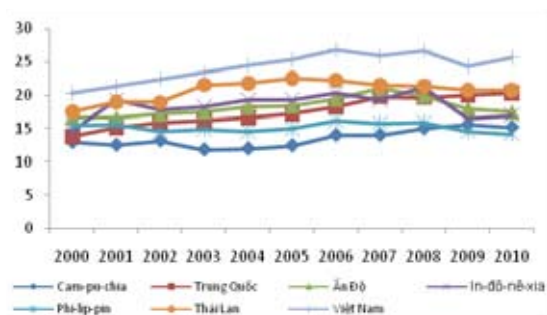
của Việt Nam hiện nay là rất cao so với các nước khác trong khu vực. Cụ thể, trung bình trong năm năm từ 2006-2010, tổng thu/GDP của Trung Quốc chỉ là 19,6%, Cam-pu-chia là 14,8%, Thái Lan xấp xỉ 21,4%, Philippines là 15,3% và của Indonesia là 18,9%⁸.

Hình 2.2. Các nguồn thu của Việt Nam (% GDP)



Nguồn: Quyết toán và Dự toán NSNN 2003-2011.

Hình 2.3. Thu từ thuế và phí ở một số nước châu Á (% GDP)



Nguồn: IMF (2011).

Ngoại trừ năm 2009 khi Chính phủ thực hiện hàng loạt các biện pháp cắt và miễn giảm thuế nhằm kích thích tổng cầu thì thu thuế và phí (không kể dầu thô, thu từ nhà đất và thu viện trợ) của Việt Nam chưa có dấu hiệu giảm. Quyết toán NSNN của năm 2010 và ước tính NSNN lần 1 của năm 2011 cho thấy tỉ lệ này tiếp tục duy trì ở mức cao và thậm chí còn gia tăng, lần lượt ở mức 19,9% và 19,8% GDP.

⁸Nguồn: Quỹ Tiền tệ Quốc tế - IMF (2011), *Some Tools for Public Sector Debt Analysis*, Chapter 9 in Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users.

Số liệu IMF cho thấy, ngoài “thuế lạm phát” hàng năm ở mức hai con số, tỉ lệ thuế phí/GDP của Việt Nam hiện cao gấp từ 1,2 đến 1,8 lần so với các nước khác trong khu vực.

Ngoài các khoản thuế và phí, các doanh nghiệp Việt Nam còn phải trả các chi phí không chính thức cao. Theo kết quả điều tra Chỉ số Năng lực Cạnh tranh Cấp tỉnh (PCI) năm 2011, mặc dù đã giảm nhưng vẫn có tới hơn 52% số doanh nghiệp được hỏi trả lời rằng họ phải chi trả dưới dạng tiền lót tay cho các cán bộ hành chính địa phương, 7% số doanh nghiệp phải chi trả tới hơn 10% tổng thu nhập của họ cho các khoản chi phí không chính thức. Báo cáo cũng chỉ ra rằng mặc dù tham nhũng nhỏ có biểu hiện giảm đi nhưng tham nhũng lớn lại có xu hướng tăng thông qua các hành vi như “lại quả” khi ký kết hợp đồng, mua sắm công, hoặc thỏa thuận đất đai béo bở. Liên quan đến khía cạnh này, có tới 56% doanh nghiệp tham gia đấu thầu các dự án của Nhà nước cho biết việc chi trả hoa hồng là phổ biến⁹.

Tổng mức thu thuế/GDP cao đã hạn chế khả năng tích lũy, làm giảm đầu tư phát triển. Nó cũng khuyến khích các hành vi gian lận về thuế như hiện tượng chuyển giá gần đây của các doanh nghiệp có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI). Số liệu thống kê những năm gần đây cho thấy, FDI chiếm khoảng 20% GDP trong toàn nền kinh tế nhưng các doanh nghiệp FDI, ngoại trừ dầu thô, lại chỉ đóng góp trên dưới 10% tổng thu NSNN. Nhiều doanh nghiệp trong khu vực này liên tục báo lỗ nhưng lại xin mở rộng đầu tư. Việc để mức thuế suất cao hơn so với các nước trong khu vực là một trong những động cơ hấp dẫn các doanh nghiệp FDI chuyển lợi nhuận ra nước ngoài nhằm hưởng mức thuế thu nhập doanh nghiệp thấp hơn.

Tổng mức thu thuế/GDP cao, nhưng hệ thống cơ sở hạ tầng công cộng và dịch vụ xã hội của Việt Nam lại kém xa so với thế giới. Hệ thống hạ tầng giao thông chật hẹp và xuống cấp, các bệnh

⁹Báo cáo chỉ số năng lực cạnh tranh cấp tỉnh của Việt Nam năm 2011 của Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam (VCCI).

viện luôn trong tình trạng quá tải, chất lượng giáo dục thấp, v.v... là những mối lo lớn đối với sự phát triển trong dài hạn của nền kinh tế. Chi tiêu công cao đã gây sức ép khiến tổng thu ở mức rất cao và không giảm trong những năm vừa qua. Con đường giảm thâm hụt ngân sách thông qua tăng thuế suất và cơ sở đánh thuế là rất hạn chế. Việc tăng thu chỉ có thể được thực hiện nhờ các biện pháp nâng cao tỉ lệ tuân thủ, chống thất thu và buôn lậu.

Nhiều khoản thu không bền vững

Quyết toán NSNN hàng năm của MoF cho thấy, tổng thu thuế và phí của nước ta chủ yếu đến từ ba nguồn chính, đó là thuế giá trị gia tăng, thuế thu nhập doanh nghiệp thuế xuất nhập khẩu và tiêu thụ đặc biệt đối với hàng nhập khẩu. Trong đó, tỉ trọng thuế thu nhập doanh nghiệp đang có xu hướng giảm dần từ 36% trong giai đoạn 2006-2008 xuống còn 28% trong giai đoạn 2009-2011. Trong khi đó, tỉ trọng thu từ thuế giá trị gia tăng và thuế xuất nhập khẩu lại đang tăng nhanh. Sự gia tăng tỉ trọng các khoản thu từ thuế xuất nhập khẩu và tiêu thụ đặc biệt đối với hàng nhập khẩu đang từ 10,0% trong năm 2006 lên 18,4% trong năm 2009 và 14,5% trong năm 2010, một mặt cho thấy sự gia tăng nhanh chóng của hoạt động thương mại quốc tế, mặt khác có thể phản ánh mức độ bảo hộ thương mại cao của Việt Nam¹⁰.

¹⁰Đáng chú ý, kể từ khi Việt Nam chính thức gia nhập WTO vào năm 2007, tỉ lệ thu thuế xuất nhập khẩu lại có xu hướng cao hơn giai đoạn chuẩn bị trước đó. Cụ thể, tính toán từ Quyết toán NSNN cho thấy tỉ lệ thu thuế xuất khẩu, nhập khẩu, tiêu thụ đặc biệt hàng nhập khẩu so với tổng giá trị kim ngạch xuất nhập khẩu có xu hướng giảm dần trong những năm Việt Nam chuẩn bị gia nhập WTO, lần lượt vào khoảng 2,3% vào năm 2004, 2,2% vào năm 2005 và 1,9% vào năm 2006. Tuy nhiên, tỉ lệ này lại có xu hướng tăng dần sau khi Việt Nam chính thức gia nhập WTO, với 2,1% vào năm 2007, 2,6% vào năm 2008 và 3,6% vào năm 2009. Ngoài ra, tỉ lệ thu thuế VAT đối với hàng nhập khẩu/giá trị hàng nhập khẩu cũng có xu hướng tương tự, giảm trong những năm chuẩn bị và tăng dần trong những năm sau khi Việt Nam chính thức gia nhập WTO, với các tỉ lệ là: 2,6%; 2,5%; và 2,3% lần lượt vào năm 2004, 2005 và 2006 và; 2,4%; 2,4%; và 3,6% lần lượt vào các năm 2008, 2009 và 2010. Điều này có thể được lý giải bởi các nguyên nhân sau: (i) Khả năng chống thất thu thuế trong hoạt động xuất nhập khẩu được cải thiện và/hoặc; (ii) Tỉ trọng các mặt hàng nhập khẩu có thuế suất cao có xu hướng tăng trong cơ cấu hàng xuất nhập khẩu, trong khi đó, mức độ cắt giảm thuế ở các mặt hàng có lộ trình cắt giảm còn khiêm tốn.

Bảng 2.3. Tỷ trọng các loại thuế trong tổng thu thuế và phí (%)

	2003-2005	2006-2008	2009-2011
Tổng thuế và phí/GDP	25	27	25
Thu nhập doanh nghiệp	33	36	28
Giá trị gia tăng	22	23	29
Xuất nhập khẩu	13	13	15
Khác	33	29	28

Nguồn: Quyết toán và Dự toán NSNN 2003-2011.

Đặc biệt, thu từ bán nhà thuộc sở hữu nhà nước và chuyển quyền sử dụng đất đang có xu hướng ngày càng giảm dần về quy mô tuyệt đối cũng như tỉ trọng trong tổng thu và viện trợ, từ 9,3% năm 2007 xuống còn khoảng 6,6% trong năm 2011, khi các tài sản loại này thuộc sở hữu nhà nước đang dần cạn. Để có cái nhìn sâu hơn về bức tranh tài khóa, chúng ta nên có thêm thước đo thâm hụt ngân sách loại trừ các khoản thu từ việc bán tài sản thuộc sở hữu nhà nước. Việc đưa những khoản thu này vào tính toán cán cân ngân sách sẽ làm giảm mức độ nghiêm trọng của tình trạng thâm hụt từ những con số báo cáo. Việc bán tài sản để chi tiêu có thể làm giảm vay nợ hiện tại nhưng lại làm tài sản công giảm đi.

Tương tự như vậy, thu từ việc khai thác dầu thô và các tài nguyên khác cũng có bản chất giống các khoản thu từ việc bán tài sản quốc gia và không bền vững theo nghĩa nó có thể giảm trong tương lai do nguồn tài nguyên thiên nhiên là hữu hạn. Cụ thể, thu từ dầu thô đã có tỉ trọng liên tục giảm những năm qua trong tổng thu ngân sách nhà nước. Khoản thu này từ chiếm tới 28,8% trong tổng thu ngân sách trong năm 2006 đã giảm xuống chỉ còn 11,6% trong năm 2011. Ngoài ra, thu từ viện trợ không hoàn lại cũng nên được loại trừ khi tính toán thâm hụt ngân sách hàng năm do bản chất ngắn hạn không ổn định của chúng.

Để có được bức tranh chính xác hơn về thực trạng thâm hụt ngân sách hàng năm của Việt Nam chúng tôi thực hiện bóc tách các

khoản thu mang tính tạm thời, không bền vững, và thu từ việc bán tài sản nhà nước khỏi tổng thu và tính toán lại các thước đo thâm hụt ngân sách không bao gồm chi trả nợ gốc. Kết quả tính toán trong Bảng 2.4 cho thấy, mức độ thâm hụt ngân sách, không bao gồm chi trả nợ gốc, của Việt Nam sau khi loại trừ các khoản thu này trung bình lên tới 11,6% GDP mỗi năm trong giai đoạn 2006-2008 và 8,7% mỗi năm trong giai đoạn 2009-2011. Rõ ràng, tình trạng thâm hụt ngân sách là rất nghiêm trọng ngay cả khi Việt Nam hiện đang có tỉ lệ thu thuế và phí là rất cao so với các nước khác trong khu vực.

Bảng 2.4. Thâm hụt ngân sách loại trừ các khoản thu không bền vững (% GDP)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Thâm hụt ngân sách không gồm chi trả nợ gốc	-0,9	-1,8	-1,8	-3,7	-2,8	-2,1	-3,1
Thâm hụt ngân sách loại trừ thu viện trợ	-1,7	-2,3	-2,4	-4,2	-3,1	-2,3	-3,3
Thâm hụt ngân sách loại trừ thu viện trợ, thu từ bán nhà và giao đất	-3,5	-5,0	-4,7	-6,5	-5,3	-4,1	-4,5
Thâm hụt ngân sách loại trừ thu viện trợ, bán nhà, giao đất và dầu thô	-12,1	-11,9	-10,7	-10,2	-8,9	-7,2	-7,5

Ghi chú: Thu từ bán nhà và giao đất là thu từ bán nhà ở và quyền sử dụng đất thuộc sở hữu nhà nước, không bao gồm thu thuế nhà đất, thuế sử dụng đất nông nghiệp hay thuế chuyển quyền sử dụng đất.

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Quyết toán NSNN các năm.

Chi tiêu ngân sách cao kéo dài

Trong nhiều năm qua, chi tiêu công được coi là một trong những động lực quan trọng để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế của Việt Nam. Tuy nhiên, vai trò của chi tiêu công đối với tăng trưởng kinh tế là một chủ đề còn gây tranh cãi. Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra rằng nếu chi tiêu chính phủ quá nhỏ sẽ dẫn đến tăng trưởng kinh tế rất thấp, bởi vì việc thực thi các hợp đồng kinh tế, bảo vệ quyền sở hữu tài sản, phát triển cơ sở hạ tầng, v.v... sẽ rất khó khăn nếu không có vai trò của Chính phủ. Hay nói một cách khác, một số khoản chi tiêu của Chính phủ là cần thiết để đảm bảo cho sự tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, chi tiêu của Chính phủ một khi đã vượt quá ngưỡng nào đó sẽ cản

trở tăng trưởng kinh tế do nó gây ra sự phân bổ nguồn lực một cách không hiệu quả, tham nhũng thất thoát và chèn ép khu vực tư nhân. Dựa trên những phân tích thực nghiệm, nhìn chung, các nhà kinh tế thống nhất với nhau rằng quy mô chi tiêu công tối ưu đối với các nền kinh tế đang phát triển nằm trong khoảng từ 15-20% GDP¹¹. Số liệu so sánh quốc tế của ADB cho thấy, Hồng Kông, Đài Loan, Indonesia và Singapore là những nước có quy mô chi tiêu chính phủ nhỏ nhất, chỉ chiếm khoảng xấp xỉ 15-18% GDP. Trong khi đó, quy mô chi tiêu ngân sách, gồm chi đầu tư và chi thường xuyên, của Việt Nam đang nằm ở phía trên rất xa ngưỡng tối ưu này, chiếm tới hơn 30% GDP trong những năm gần đây.

Một điều nghịch lý là sau hơn 20 năm đổi mới chuyển từ nền kinh tế kế hoạch hóa tập trung sang nền kinh tế thị trường, quy mô chi tiêu Chính phủ Việt Nam lại tăng mạnh từ khoảng 22% năm 1990 lên tới hơn 30% GDP trong năm 2010. Tất nhiên, thành tựu kinh tế không chỉ phụ thuộc duy nhất vào chính sách tài khoá mà còn phụ thuộc vào các chính sách tiền tệ, thương mại, lao động, v.v... Hơn nữa, thực tế trên thế giới chỉ ra rằng chất lượng hay hiệu quả, chứ không phải quy mô, của chi tiêu chính phủ mới là nhân tố quan trọng quyết định tốc độ tăng trưởng và trình độ phát triển của mỗi quốc gia. Thụy Điển, Đan Mạch, Pháp và Anh với quy mô chi tiêu chính phủ chiếm hơn 50% GDP nhưng là những nước có thu nhập cao nhất thế giới và xã hội phát triển. Ngược lại, Bangladesh hay Campuchia có quy mô chi tiêu chính phủ dưới 20% GDP nhưng vẫn nằm trong nhóm những nước nghèo nhất thế giới. Tuy nhiên, con số chi tiêu chính phủ tăng nhanh và đứng ở mức cao gần đây trong khi hiệu quả của nó lại rất thấp đang là một trong những yếu tố chính, trực tiếp hoặc gián tiếp, gây ra bất ổn kinh tế vĩ mô ở Việt Nam. Với quy mô quá lớn và tràn lan trong nhiều lĩnh vực như hiện nay, việc nâng cao hiệu quả chi tiêu chính phủ là điều cực kì khó khăn. Hơn nữa, thực

¹¹Xem thêm Phạm Thế Anh (2008), “Khảo sát mối quan hệ giữa chi tiêu chính phủ và tăng trưởng kinh tế”, *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, số tháng 10/2008.

trạng này cũng đang hướng nguồn lực của xã hội từ khu vực tư hiệu quả hơn sang khu vực công kém hiệu quả. Cuối cùng, nó còn tạo ra sức ép tăng thu trong tương lai và làm giảm động cơ khuyến khích hoạt động sản xuất của khu vực tư.

Bảng 2.5. Quy mô chi tiêu chính phủ ở một số nước châu Á (% GDP)

	1990	1995	2000	2005	2009	2010
Bangladesh	12,4	14,4	14,5	15,0	15,3	15,9
Cam-pu-chia	8,4	14,8	14,8	13,2	20,5	20,7
Trung Quốc	18,5	...	16,3	18,3	22,4	22,5
Hồng Kông	14,3	16,4	17,7	16,9	17,8	17,4
Indonesia	19,6	14,7	15,8	18,4	16,7	16,5
Hàn Quốc	15,2	15,3	18,1	21,4	23,9	21,4
Lào	23,4	26,7	20,8	18,4	21,0	24,8
Malaysia	27,7	22,1	22,9	23,9	30,3	26,5
Pakistan	25,9	23,0	18,9	16,8	19,8	20,0
Philippines	20,4	18,2	18,1	16,9	17,7	16,8
Singapore	20,2	15,6	18,5	...	17,9	...
Đài Loan	14,5	14,3	22,6	15,1	15,9	...
Thái Lan	13,6	15,4	17,3	18,5	20,8	20,4
Việt Nam	21,9	23,8	22,6	27,3	31,8	30,7

Nguồn: ADB (2011), Các chỉ số kinh tế chính của châu Á - Thái Bình Dương.

Đáng chú ý là trong tổng chi tiêu ngân sách thì chi thường xuyên chiếm tỉ trọng rất lớn còn chi đầu tư phát triển lại chiếm tỉ trọng nhỏ hơn rất nhiều. Trong khi chi đầu tư phát triển có xu hướng giảm nhẹ về tỉ trọng trong tổng chi ngân sách, từ 30,2% năm 2003 xuống còn 25,5% trong năm 2010 và khoảng 22,0% trong năm 2011 nhờ những nỗ lực cắt giảm chi tiêu công nhằm bình ổn nền kinh tế, thì tỉ trọng chi thường xuyên, mặc dù thấp hơn so với các nước trong khu vực, lại có xu hướng tăng nhanh, từ mức 51,9% trong năm 2003 lên 64,9% trong năm 2010 và 67,2% trong năm 2011. Điều này phần nào cho thấy sự công kênh và chi tiêu tốn kém của bộ máy công quyền.

Bảng 2.6. Chi tiêu Ngân sách nhà nước các năm

	Giá trị (Ngàn tỉ đồng)	Tốc độ tăng (%)	% GDP	Tỉ trọng các thành phần (%)			
				Đầu tư phát triển	Thường xuyên	Trả nợ gốc	Chi khác
2003	197,6	...	29,1	30,2	51,9	9,6	8,3
2004	248,6	25,8	31,0	26,6	48,8	10,8	13,9
2005	313,5	26,1	33,3	25,3	47,8	10,7	16,2
2006	385,7	23,0	35,5	22,9	46,7	10,3	20,1
2007	469,6	21,8	37,2	22,2	49,4	9,5	18,9
2008	590,7	25,8	37,2	20,2	49,5	6,9	23,4
2009	715,2	21,1	39,4	25,4	45,7	7,4	21,5
2010	669,6	-6,4	31,6	25,5	64,9	8,1	1,5
2011	796,0	18,9	28,9	22,0	67,2	8,0	2,8
2012	903,1	13,5	29,2	19,9	72,1	5,6	2,4

Nguồn: Quyết toán và Dự toán NSNN các năm của MoF.

Đầu tư công lớn, dàn trải và kém hiệu quả

Đầu tư công thông thường được định nghĩa là các khoản chi tiêu của khu vực nhà nước đối với vốn vật chất nhằm tạo ra các hàng hóa công cộng và dịch vụ xã hội, chẳng hạn như đường xá, cầu cảng, trường học, bệnh viện, v.v... Nguồn vốn đầu tư công có thể được lấy từ ngân sách nhà nước, tín dụng nhà nước, trái phiếu chính phủ, hoặc viện trợ phát triển của nước ngoài. Ở Việt Nam, đầu tư công còn bao gồm các dự án cho các mục đích kinh doanh thuần túy thực hiện qua khu vực DNNN¹².

Đầu tư công và đầu tư của DNNN có thể tác động trực tiếp đến nợ công thông qua kênh: (i) Chính phủ đi vay để đầu tư; (ii) Chính phủ vay về cho vay lại; (iii) Chính phủ bảo lãnh cho DNNN đi vay để đầu tư; và (iv) chính quyền địa phương vay trực tiếp hay gián tiếp để đầu tư tại địa phương. Tuy nhiên, hiện nay ở Việt Nam các thành

¹²Theo cách hạch toán ngân sách của Việt Nam hiện nay thì các khoản đầu tư công thực hiện qua DNNN không được tính vào thâm hụt ngân sách hàng năm. Ngoài ra, chỉ có các khoản vay nợ của DNNN được Chính phủ bảo lãnh mới được tính vào nợ công.

phần đầu tư công này không được bóc tách chi tiết và thống kê đầy đủ hàng năm.

Trong giai đoạn từ 2001-2010, Tổng đầu tư toàn xã hội của Việt Nam thuộc vào diện cao nhất thế giới, trung bình đạt 40,8% GDP và có tốc độ tăng 18,7% mỗi năm. Trong đó, tỉ trọng đầu tư công, mặc dù có xu hướng giảm trong vài năm gần đây, nhưng vẫn đứng ở mức xấp xỉ 40% trong tổng đầu tư toàn xã hội. Với tiết kiệm trong nước và tiết kiệm quốc gia chỉ chiếm lần lượt khoảng 28,5 và 32,5% GDP, thì sự gia tăng nhanh của tổng đầu tư toàn xã hội, trong đó có đầu tư công, đã tạo ra sự chênh lệch lớn giữa tiết kiệm và đầu tư của nền kinh tế¹³. Sự chênh lệch này dẫn đến sự gia tăng nhanh của vay nợ nước ngoài và tăng trưởng cung tiền trong nước nhằm bù đắp cho khoảng trống tiết kiệm - đầu tư trong những năm vừa qua.

Bảng 2.7. Tổng vốn đầu tư toàn xã hội các năm

	Giá trị (ngàn tỉ đồng)	Tốc độ tăng (%)	% GDP	Tỉ trọng các thành phần (%)		
				Kinh tế nhà nước	Kinh tế ngoài nhà nước	Nước ngoài
2001	170,5	12,8	35,4	59,8	22,6	17,6
2002	200,1	17,4	37,3	57,3	25,3	17,4
2003	239,2	19,5	39,0	52,9	31,1	16,0
2004	290,9	21,6	40,7	48,1	37,7	14,2
2005	343,1	17,9	40,9	47,1	38,0	14,9
2006	404,7	17,9	41,6	45,7	38,1	16,2
2007	532,1	31,5	46,5	37,2	38,5	24,3
2008	616,7	15,9	41,7	33,9	35,2	30,9
2009	708,8	14,9	42,2	40,6	33,9	25,6
2010	830,3	17,1	42,6	38,1	36,1	25,8
2011	877,9	5,7	34,6	38,9	35,2	25,9
2012	989,3	7,0	33,5	37,8	38,9	23,3

Nguồn: Tổng cục Thống kê (GSO) 2001-2011.

¹³Tiết kiệm quốc gia bằng (=) Tiết kiệm trong nước trừ (-) Thu nhập ròng phải trả cho người nước ngoài dưới dạng lãi vay, lợi nhuận, cổ tức v.v... và cộng (+) các khoản Chuyển giao ròng nhận được từ nước ngoài ví dụ như kiều hối.

Hình 2.4. Chênh lệch giữa Tiết kiệm và Đầu tư (% GDP)



Nguồn: ADB (2011), Các chỉ số kinh tế chính của châu Á - Thái Bình Dương.

Xét về nguồn tài trợ, trung bình trong mười năm qua, khoảng 51,7% tổng đầu tư công được tài trợ từ ngân sách nhà nước mỗi năm còn vốn vay và vốn của DNNN chiếm lần lượt khoảng 23,1% và 25,2%. Đáng chú ý là trong năm 2010, tỉ trọng trong đầu tư công của vốn ngân sách nhà nước đã sụt giảm mạnh, trong khi đó vốn vay lại tăng vọt lên hơn gấp đôi, từ 13-15% trong những năm trước đó lên tới 36,6% trong năm 2010. Cùng với quy mô lớn là sự dàn trải của đầu tư công. Chúng ta có thể thấy đầu tư của khu vực nhà nước dàn trải trên tất cả các lĩnh vực, từ những hoạt động công ích trong lĩnh vực an ninh, quốc phòng, giáo dục, y tế, v.v... đến các hoạt động mang tính kinh doanh thuần túy như công nghiệp chế biến, khai khoáng, nghệ thuật, giải trí, v.v... Đặc biệt, tỉ trọng đầu tư công cho lĩnh vực kinh doanh bất động sản, tài chính, ngân hàng, xây dựng, dịch vụ lưu trú đã tăng mạnh từ 1,9% trong năm 2006 lên tới khoảng 4,8% tổng đầu tư công trong năm 2010. Bên cạnh sự dàn trải giữa các ngành/lĩnh vực, đầu tư công còn thể hiện sự dàn trải ngay trong một ngành/lĩnh vực khi có quá số lượng các công trình như cảng biển, sân bay, nhà máy xi-măng, v.v... trong mỗi vùng/ngành.

Được coi là động lực chính để tăng trưởng kinh tế nhưng hiệu quả của đầu tư lại thấp và thậm chí có xu hướng giảm. Theo Báo cáo Cạnh tranh Việt Nam của Viện Cạnh tranh Châu Á, hệ số ICOR, đo

lượng số đơn vị vốn cần tăng thêm để tạo thêm ra một đơn vị sản lượng, của Việt Nam trong giai đoạn 2000-2008 và 2006-2008 lần lượt là 4,8 và 5,4¹⁴. Con số này cao hơn rất nhiều so với con số tương ứng của các nước công nghiệp mới (NICs) trong thời kì chuyển đổi 1961-1980. Ví dụ, trong giai đoạn này hệ số ICOR của Đài Loan là 2,7 và của Hàn Quốc là 3. Hay gần hơn là ICOR của Thái Lan trong giai đoạn 1981-1995 là 4,1 và của Trung Quốc trong giai đoạn 2001-2006 là 4. Hiệu quả đầu tư của khu vực kinh tế nhà nước thậm chí còn thấp hơn nhiều so với khu vực kinh tế ngoài nhà nước và khu vực có vốn đầu tư nước ngoài. Cũng theo báo cáo này, hệ số ICOR của khu vực kinh tế nhà nước ước tính cao gấp khoảng 1,5 lần con số trung bình của toàn nền kinh tế. Sự kém hiệu quả của đầu tư công, đặc biệt là đầu tư của DNNN, đã kéo mức độ hiệu quả của đầu tư toàn xã hội xuống thấp.

Bảng 2.8. Đầu tư của khu vực nhà nước

	Giá trị (Ngàn tỉ đồng)	Tốc độ tăng (%)	%	Tỉ trọng các nguồn vốn		
				Ngân sách	Vay	DNNN
2000	89,4	16,2	20,2	43,6	31,1	25,3
2001	102,0	14,0	21,2	44,7	28,2	27,1
2002	114,7	12,5	21,4	43,8	30,4	25,8
2003	126,6	10,3	20,6	45,0	30,8	24,2
2004	139,8	10,5	19,5	49,5	25,5	25,0
2005	161,6	15,6	19,3	54,4	22,3	23,3
2006	185,1	14,5	19,0	54,1	14,5	31,4
2007	198,0	7,0	17,3	54,2	15,4	30,4
2008	209,0	5,6	14,1	61,8	13,5	24,7
2009	287,5	37,6	17,1	64,3	14,1	21,6
2010	316,3	10,0	16,2	44,8	36,6	18,6
2011	341,5	8,0	13,5	52,1	33,4	14,5

Nguồn: Tổng cục Thống kê 2001-2011.

¹⁴Vietnam Competitiveness Report 2010, trang 40.

Bảng 2.9. Đầu tư công phân theo ngành kinh tế (%)

	2006	2007	2008	2009	2010
Vận tải, kho bãi	20,7	18,3	22,5	18,1	18,1
Điện, nước	14,6	13,2	12,6	16,8	16,7
CN chế biến và khai khoáng	16,8	19,9	13,7	15,3	15,2
Khoa học công nghệ, giáo dục, y tế	10,1	10,5	10,6	8,4	8,3
Thông tin, nghệ thuật, giải trí	7,7	8,2	8,1	8,1	8,0
Chính trị, an ninh, quốc phòng	6,7	7,4	8,6	7,4	7,9
Nông, lâm, thủy sản	7,1	6,7	7,2	5,9	5,9
Bất động sản, tài chính, ngân hàng, bảo hiểm, xây dựng, lưu trú	1,9	2,8	3,1	4,8	4,8
Khác	14,5	13,0	13,7	15,2	15,1

Nguồn: Tổng cục Thống kê 2001-2010.

Rủi ro từ khối DNNN

Được định hướng giữ vai trò chủ đạo trong nền kinh tế, các DNNN đã nhận được nhiều sự ưu đãi của Chính phủ ở mọi góc độ từ tiếp cận tín dụng, đất đai, khai thác tài nguyên, tiếp cận thị trường, bảo hộ độc quyền, v.v... đến các hậu thuẫn về mặt chính trị khác. Thực tế cho thấy, các doanh nghiệp này đã có những đóng góp nhất định trong quá trình công nghiệp hóa và tạo việc làm ở Việt Nam, đặc biệt là trong những năm đầu của công cuộc đổi mới. Tuy nhiên, sự mở rộng nhanh chóng về quy mô lẫn sự tham gia tràn lan trong mọi ngành nghề gần đây của các DNNN, kết hợp với việc thiếu một cơ chế giám sát chặt chẽ và minh bạch đã khiến cho công tác quản lý các DNNN bị buông lỏng, hiệu quả kinh tế của các doanh nghiệp này sa sút trầm trọng gây rủi ro lớn cho nền kinh tế. Bên cạnh hiệu quả đầu tư thấp, thể hiện qua chỉ số ICOR cao, DNNN còn thể hiện khả năng yếu kém trong quá trình tạo việc làm cho nền kinh tế. Cụ thể, mặc dù chiếm xấp xỉ 40% tổng đầu tư cả nước nhưng khu vực nhà nước chỉ tạo ra khoảng 10% việc làm cho toàn xã hội. Trong khi đó,

khu vực kinh tế ngoài nhà nước với 35% tổng đầu đầu tư nhưng lại tạo ra tới 87% việc làm cho toàn nền kinh tế¹⁵.

Đặc biệt, trong số các DNNN thì các tập đoàn kinh tế nhà nước đã nhận được sự hậu thuẫn lớn của Chính phủ với kì vọng đưa chúng trở thành những mũi nhọn của nền kinh tế. Tuy nhiên, thay vì tập trung vào các hoạt động kinh doanh cốt lõi, nhiều tập đoàn lại nhanh chóng phát triển thành mạng lưới chằng chịt hàng trăm các tổng công ty, công ty con và công ty liên doanh, liên kết. Các tập đoàn này thực hiện đầu tư dàn trải vào các ngành nghề kinh doanh không phải thế mạnh của mình, bao gồm đầu tư tài chính, ngân hàng, chứng khoán, bất động sản, khai thác khoáng sản, xây dựng, thương mại, khu nghỉ dưỡng, v.v... mà trong đó, Tập đoàn Công nghiệp Tàu thủy Việt Nam (Vinashin) là một ví dụ điển hình. Những dự án đầu tư khiến nợ nần của Vinashin ngày càng lớn và nhanh chóng lâm vào tình trạng thua lỗ và phá sản. Sự buông lỏng giám sát từ cấp trên và quản lý yếu kém của lãnh đạo tập đoàn đã dẫn đến hàng loạt các hoạt động sử dụng vốn kém hiệu quả và sai trái như: vay nợ mới để trả nợ cũ, dùng vốn vay ngắn hạn để trả nợ dài hạn và thậm chí là sử dụng vốn lưu động để đầu tư. Vinashin đã và đang được tái cấu trúc, tuy nhiên tổn thất lớn của nó gây ra đối với toàn nền kinh tế sẽ còn kéo dài trong nhiều năm tới.

Đằng sau những hậu quả và bài học từ Vinashin là những quan ngại về tính hiệu quả và sức khỏe tài chính của các tập đoàn kinh tế nhà nước khác. Thanh tra Chính phủ gần đây đã chính thức công bố những sai phạm lên tới hàng chục ngàn tỉ đồng tại Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN). PVN đã được giữ lại hầu hết lợi nhuận sau thuế trong thời gian dài để hình thành quỹ đầu tư phát triển nhằm thực hiện các dự án trọng điểm về dầu khí, mở rộng hoạt động kinh doanh, góp vốn với các nhà thầu dầu khí, v.v... Tuy nhiên, điều đáng nói là

¹⁵Nguồn: Tổng cục Thống kê 2000-2010.

quỹ này đã được PVN sử dụng cấp vốn cho các công ty con và góp vốn liên doanh thực hiện những dự án không đúng mục đích¹⁶.

TÁC ĐỘNG CỦA THÂM HỤT NGÂN SÁCH VÀ NỢ CÔNG TỚI CÁC BIẾN SỐ VĨ MÔ

Để làm rõ tác động của thâm hụt ngân sách và nợ công tới các biến số vĩ mô quan trọng của nền kinh tế bao gồm tăng trưởng GDP, lạm phát, lãi suất, cán thương mại và tỉ giá hối đoái chúng tôi thực hiện phân tích định tính các kênh truyền dẫn có thể có của thâm hụt ngân sách và các biện pháp tài trợ thâm hụt lên các biến số này.

Lạm phát

Những khoản chi tiêu chính phủ không được tài trợ bởi thu thuế hoặc các khoản thu khác có thể góp phần dẫn đến sự dư thừa của tổng cầu và gây lạm phát. Điều này đặc biệt dễ xảy ra khi chi tiêu chính phủ được tài trợ bằng cách làm tăng cung tiền trong nền kinh tế. Nếu chỉ một phần nhỏ thâm hụt tài khóa được tài trợ bằng cách tăng cung tiền thì có thể không gây lạm phát. Tuy nhiên, nếu việc tài trợ này là lớn và liên tục trong nhiều năm thì chắc chắn nền kinh tế cuối cùng sẽ phải trải qua lạm phát cao và kéo dài.

Kênh truyền dẫn này có thể được giải thích đơn giản thông qua vai trò quyết định trong dài hạn của cung tiền đối với lạm phát của nền kinh tế. Sự gia tăng của cung tiền có thể không làm tăng lạm phát nếu như nền kinh tế đang tăng trưởng và cầu tiền giao dịch tăng theo, hoặc khi các thị trường tài sản khác đang kém hấp dẫn. Sự gia tăng cung tiền lúc đó có thể được hấp thụ hết bởi sự gia tăng của cầu tiền và do vậy không gây ra sự gia tăng giá cả hàng hóa và dịch vụ trong nền kinh tế. Tuy nhiên, khi khu vực tư nhân đã hài lòng với lượng tiền mà họ đang nắm giữ thì việc gia tăng cung tiền cuối cùng sẽ làm họ tăng chi tiêu và trong điều kiện cung hàng hóa và dịch vụ không tăng theo kịp, nó sẽ kéo giá cả lên cao cho tới khi trạng thái cân bằng

¹⁶Cũng theo kết luận thanh tra, riêng khoản đầu tư ngoài ngành vào chứng khoán, bảo hiểm, ngân hàng, bất động sản của PVN tính đến nay đã lên tới 5.600 tỉ đồng.

mới được khôi phục. Khi Chính phủ tài trợ cho thâm hụt bằng cách tăng cung tiền thì họ được coi là đang thu “thuế lạm phát” đối với những người đang nắm giữ tiền.

Trong ngắn hạn, Chính phủ nhiều nước có thể tận dụng việc tài trợ cho thâm hụt ngân sách thông qua tăng cung tiền do giá cả chưa phản ứng ngay. Tuy nhiên, theo thời gian, khi lạm phát xảy ra thì khả năng thu thuế lạm phát sẽ dần bị hạn chế. Lý do là khu vực tư nhân sẽ nhanh chóng giảm lượng tiền nắm giữ và chuyển sang các loại tài sản khác có giá trị thực ổn định trong môi trường lạm phát cao như vàng và ngoại tệ mạnh. Hậu quả là hiện tượng “vàng hóa” và “đô-la hóa” sẽ phổ biến trong nền kinh tế.

Những tác động này diễn ra rất giống với thực tế ở Việt Nam trong những năm vừa qua. Thâm hụt tài khóa được tài trợ phần lớn bởi vay nợ thông qua phát hành trái phiếu chính phủ (TPCP) và thậm chí có năm tạm ứng ngân sách bằng nguồn tiền phát hành¹⁷. Tuy nhiên, TPCP và TPCP bảo lãnh chủ yếu được bán cho các ngân hàng thương mại lớn. Lượng trái phiếu này sau đó được các ngân hàng thương mại cầm cố lại tại NHNN để lấy tiền mặt thông qua nghiệp vụ thị trường mở hoặc qua cửa sổ tái chiết khấu. Cuối cùng, điều này sẽ làm tăng cung tiền và gây lạm phát trong nền kinh tế. Theo số liệu thống kê của Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX), tổng lượng TPCP và TPCP bảo lãnh đang lưu hành có giá trị vào khoảng 336 ngàn tỉ đồng, tương đương với hơn 13% GDP danh nghĩa và gần 12% cung tiền M2 của năm 2011. Như vậy, cùng với nhu cầu tín dụng cao của khu vực tư nhân, chi tiêu công tài trợ thông qua phát hành trái phiếu cũng đã gián tiếp dẫn đến sự gia tăng mạnh của cung tiền trong những năm gần đây. Tăng trưởng cung tiền cao, lạm phát cao đã khiến công chúng tìm cách trú ẩn vào những tài sản có giá trị ổn định như vàng, ngoại tệ mạnh, và bất động sản, gây ra sự bất ổn trên các thị trường tài sản và làm giảm hiệu lực của chính sách tiền tệ trong nước.

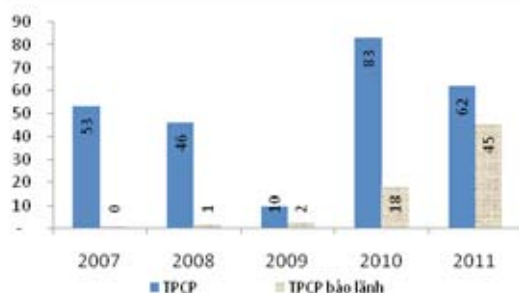
¹⁷Theo Điều 23, Luật NSNN 2002, tạm ứng cho NSNN được thực hiện nhằm xử lý thiếu hụt tạm thời quỹ NSNN nước theo quyết định của Thủ tướng Chính phủ.

Lãi suất

Khi không chịu các ràng buộc hành chính, lãi suất sẽ được quyết định bởi cung cầu trên thị trường vốn vay, tức là nơi gặp gỡ giữa tiết kiệm của các hộ gia đình và đầu tư của các doanh nghiệp. Tổng của tiết kiệm chính phủ và tiết kiệm tư nhân, hay còn gọi là tiết kiệm quốc gia, sẽ phản ánh cung còn đầu tư đại diện cho phía cầu của thị trường vốn vay. Thâm hụt tài khóa sẽ làm giảm tiết kiệm chính phủ, giảm tiết kiệm quốc gia, do vậy làm giảm cung và làm tăng lãi suất vốn vay trên thị trường. Sự gia tăng của lãi suất cuối cùng sẽ làm giảm đầu tư của khu vực tư nhân. Đây chính là hiệu ứng *lấn át* đầu tư tư nhân của chi tiêu công. Hay nói cách khác, khi chi tiêu công thái quá sẽ dẫn đến thâm hụt ngân sách. Chính phủ buộc phải vay nợ thông qua phát hành trái phiếu và làm giảm lượng vốn vay trên thị trường mà đáng lẽ ra khu vực tư nhân có thể tiếp cận được với giá thấp.

Trong những năm gần đây, cơ cấu nợ của Việt Nam có chiều hướng thay đổi chuyển từ vay nợ nước ngoài sang vay nợ trong nước. Nợ nước ngoài tính đến cuối năm 2011 chiếm khoảng 56,3% và đang có xu hướng giảm, còn nợ trong nước là 43,7% và đang có xu hướng tăng lên. Tuy nhiên, đây chưa hẳn là một xu hướng tốt phản ánh sự giảm lệ thuộc vào nước ngoài. Điều này thực chất phản ánh các khoản vay ưu đãi của nước ngoài đối với Việt Nam đang ngày càng giảm. Lãi suất thương mại của nợ nước ngoài cao cộng với rủi ro tỉ giá buộc chúng ta phải chuyển dần sang vay nợ trong nước. Tuy nhiên, việc vay nợ lớn trong nước lại chèn ép mạnh đầu tư của khu vực tư nhân và làm giảm tăng trưởng kinh tế một khi dòng vốn vay không được khu vực công sử dụng hiệu quả.

Hình 2.5. Trái phiếu chính phủ phát hành qua các năm (ngàn tỉ đồng)



Nguồn: HNX.

Trung bình trong hai năm 2010 và 2011, Chính phủ Việt Nam đã vay nợ hơn 110 ngàn tỉ đồng mỗi năm thông qua phát hành trái phiếu trong nước, cao hơn nhiều so với trung bình của giai đoạn 2007-2009¹⁸. Lãi suất vốn vay trên thị trường tiền tệ trong thời kì 2010-2011 cũng cao hơn gấp đôi so với lãi suất của giai đoạn 2007-2009. Đây chính là ví dụ điển hình của hiện tượng đầu tư công lấn át đầu tư tư nhân. Nghiêm trọng hơn, khả năng huy động vốn trong nước thông qua phát hành trái phiếu của Chính phủ nhiều khi không phải được hình thành một cách tự nhiên theo quy luật cung cầu của thị trường. Trong những năm 2010-2011, với mức trần lãi suất TPCP dao động trong khoảng từ 10-12%/năm, trong khi lãi suất cho vay trên thị trường lên tới hơn 20%/năm, thông thường sẽ không có một ngân hàng thương mại nào sẵn lòng mua TPCP. Tuy nhiên, đây lại là hai năm thành công nhất đối với việc phát hành TPCP. Bản chất ẩn sau hiện tượng này đó là việc các ngân hàng thương mại có thể bán/cầm cố TPCP tại NHNN tại mức lãi suất chiết khấu thấp, sau đó cho các ngân hàng thiếu hụt thanh khoản vay với lãi suất cao nhằm hưởng lợi lớn. Hành động này đã khiến cho có thời kì vốn chỉ chạy loanh quanh từ thị trường TPCP sang thị trường liên ngân hàng, và ngược lại, mà không đến được khu vực tư nhân.

¹⁸Con số này bao gồm cả TPCP và TPCP bảo lãnh (Nguồn: HNX).

Cán cân thương mại và tỉ giá

Dân cư một nước có thể có chi tiêu vượt mức giá trị hàng hóa và dịch vụ mà họ sản xuất ra thông qua nhập khẩu hàng hóa từ nước khác. Do vậy, nếu Chính phủ tăng chi tiêu mà không đồng thời sử dụng các chính sách hạn chế chi tiêu của khu vực tư nhân thì sẽ làm tăng cầu nhập khẩu và thâm hụt thương mại. Mối quan hệ giữa thâm hụt tài khóa và cán cân thương mại có thể được biểu diễn đơn giản qua mối quan hệ hạch toán thu nhập quốc dân sau:

$$Y = C + I + G + NX \quad (2.1)$$

Trong đó Y là tổng sản phẩm quốc nội (GDP); C là tiêu dùng tư nhân; I là đầu tư tư nhân; G là chi tiêu công; và NX là cán cân thương mại.

Tiết kiệm quốc gia được xác định bằng tổng của tiết kiệm tư nhân ($Y - T - C$) và tiết kiệm chính phủ ($T - G$), trong đó T là tổng thu thuế. Do vậy, tiết kiệm quốc gia có thể được viết lại dưới dạng:

$$S = Y - C - G \quad (2.2)$$

Cuối cùng, thay (2.2) vào (2.1) ta thu được mối quan hệ giữa tiết kiệm, đầu tư và cán cân thương mại như sau:

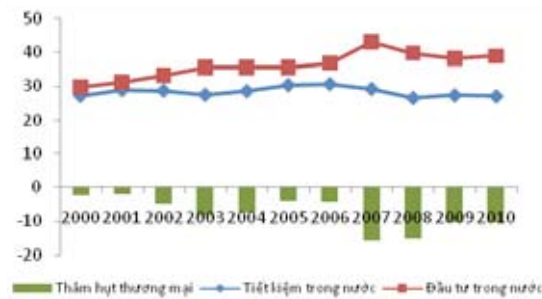
$$S = Y + NX \quad (2.3)$$

Phương trình hạch toán này cho biết tiết kiệm quốc gia sẽ bằng với tổng của đầu tư tư nhân và cán cân thương mại. Thâm hụt ngân sách sẽ làm giảm tiết kiệm quốc gia ở vế trái, và do vậy làm giảm đầu tư tư nhân và/hoặc làm giảm xuất khẩu ròng ở vế phải.

Sự giảm sút đầu tư tư nhân gây ra bởi thâm hụt ngân sách có thể dễ dàng hiểu được thông qua hiệu ứng lần át đầu tư. Còn sự giảm sút của xuất khẩu ròng có thể được giải thích thông qua tác động của việc gia tăng chi tiêu chính phủ đối với nhập khẩu. Sự gia tăng chi tiêu công và thâm hụt ngân sách, sẽ ngay lập tức làm cho tổng chi tiêu trong nước lớn hơn sản lượng trong nước. Để đáp ứng lượng

chi tiêu tăng thêm này, bên cạnh sản xuất trong nước tăng, thì nhập khẩu cũng sẽ tăng và gây thâm hụt thương mại. Tác động của thâm hụt ngân sách đối với thâm hụt thương mại cũng sẽ đặc biệt nghiêm trọng ở những nước có sản xuất trong nước phụ thuộc nhiều vào nguồn nguyên vật liệu nhập khẩu như Việt Nam.

Hình 2.6. Tiết kiệm, đầu tư và thâm hụt thương mại



Nguồn: ADB (2011), Các chỉ số kinh tế chính của châu Á - Thái Bình Dương.

Tác động của thâm hụt ngân sách đối với thâm hụt thương mại không chỉ dừng lại ở đó. Việc nhập khẩu hàng hóa và dịch vụ cũng sẽ dẫn đến sự dịch chuyển ngược của dòng tài sản ra nước ngoài. Khi nhập khẩu nhiều hơn xuất khẩu, ban đầu chúng ta phải trả ngoại tệ cho người nước ngoài. Sau đó, lượng ngoại tệ này có thể được người nước ngoài sử dụng để mua cổ phiếu, trái phiếu công ty, trái phiếu chính phủ hoặc bất động sản. Do vậy, khi thâm hụt ngân sách xảy ra, Việt Nam trở thành nước nhập khẩu ròng hàng hóa và dịch vụ, đồng thời cũng là nước xuất khẩu ròng tài sản. Lượng tài sản trong nước nắm giữ bởi người nước ngoài sẽ ngày càng nhiều hơn.

Thâm hụt ngân sách làm giảm lượng cung vốn vay đối với khu vực tư nhân và do vậy làm tăng lãi suất. Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, sự gia tăng lãi suất có thể thu hút dòng vốn quốc tế chảy vào trong nước. Cung ngoại tệ tăng và đồng nội tệ có thể lên giá. Tuy nhiên, ở nước ta, tác động này là không đủ bù đắp sức ép mất giá của đồng nội tệ gây ra bởi thâm hụt thương mại lớn. Hơn

nữa, dòng chảy vào của vốn nước ngoài cũng bị hạn chế nhiều bởi môi trường lạm phát cao và chính sách thay đổi tỉ giá khó dự đoán trong nước.

Tăng trưởng

Chính sách tài khóa có thể tác động đến tăng trưởng sản lượng của một nền kinh tế thông qua hai kênh truyền dẫn. Thứ nhất, nó có thể làm thay đổi tiết kiệm và đầu tư, và do vậy là năng lực sản xuất trong dài hạn của một quốc gia. Thứ hai, nó có thể làm thay đổi hiệu quả sử dụng nguồn lực, và do vậy làm thay đổi cả sản lượng hiện tại lẫn tăng trưởng trong tương lai.

Trong thời kì suy thoái kinh tế, sự mở rộng tài khóa và chấp nhận thâm hụt ngân sách ở một mức độ nhất định có thể giúp sản lượng trong nước tăng trở lại nhờ kích thích tổng cầu. Chính sách này đặc biệt hiệu quả ở những nền kinh tế trước đó theo đuổi chính sách tài khóa cân bằng. Tuy nhiên, nếu nền kinh tế đã ở gần mức sản lượng tiềm năng và trước đó nền kinh tế liên tục có thâm hụt tài khóa thì hiệu quả của chính sách là rất hạn chế. Sự mở rộng tài khóa lúc đó thậm chí sẽ nhanh chóng dẫn đến lạm phát cao, lãi suất cao, thâm hụt vãng lai và bất ổn tài chính. Bài học kích thích tổng cầu của Việt Nam trong năm 2009 và hậu quả của nó trong năm 2010-2011 là ví dụ điển hình của trường hợp này.

Để phản ứng lại sự gia tăng của lạm phát và thâm hụt vãng lai do hậu quả của thâm hụt tài khóa kéo dài, Chính phủ Việt Nam cũng như một số nước khác thường áp dụng các biện pháp hành chính kiểm soát giá cả trong nước và kiểm soát tỉ giá. Tuy nhiên, những biện pháp này lại làm tăng sự thiếu hụt tổng cung do chúng bóp méo thị trường các nhân tố sản xuất trong nước, nguồn lực sẽ được phân bổ một cách không hợp lý, và do thiếu nguyên vật liệu nhập khẩu làm hạn chế năng lực sản xuất và xuất khẩu. Sự mở rộng tài khóa kéo dài tiếp tục làm cán cân vãng lai xấu thêm và lạm phát tăng tốc. Sự sụt giảm niềm tin vào đồng nội tệ và kinh tế trong nước có thể dẫn đến

sự tháo chạy của dòng vốn ngoại trừ khi Chính phủ phải trả giá đắt bằng cách thắt chặt tiền tệ, tăng lãi suất nhằm khôi phục lại niềm tin vào đồng nội tệ. Vòng luẩn quẩn giữa thâm hụt tài khóa - thâm hụt thương mại - thâm hụt tài khóa có thể tiếp tục diễn ra khi các chính sách kiểm soát giá và thương mại này làm giảm nguồn thu thuế, đặc biệt là thu từ hàng nhập khẩu. Điều này làm cho việc kiềm chế thâm hụt ngân sách càng khó khăn hơn và việc tăng hoặc áp thuế/phí mới là những biện pháp cuối cùng mà Chính phủ có thể sử dụng. Gánh nặng thuế/phí cao sẽ làm giảm động cơ sản xuất, giảm tiết kiệm và đầu tư của khu vực tư nhân, và cuối cùng là nền kinh tế sẽ có tăng trưởng thấp hoặc thậm chí là tăng trưởng âm.

Hạ cánh cứng

“Hạ cánh cứng” là thuật ngữ phản ánh tình huống xảy ra khi nền kinh tế một nước nhanh chóng chuyển từ tăng trưởng cao sang tăng trưởng thấp và sau đó là suy thoái. Tình huống này thường xảy ra khi chính phủ nước đó cố gắng cắt giảm thâm hụt ngân sách và kiểm soát nợ công. Có thể là sớm và đặt giả thiết về sự hạ cánh cứng của Việt Nam khi tỉ lệ nợ/GDP đang ở mức trung bình, tuy nhiên việc khuyến cáo về vấn đề này sẽ là cần thiết cho việc định hướng chính sách tài khóa lâu dài trong tương lai.

Hạ cánh cứng có thể xảy ra khi nợ quốc gia tăng nhanh đến một ngưỡng nào đó làm kích hoạt sự tháo chạy khỏi tài sản trong nước của dòng vốn ngoại. Thứ nhất, như đã phân tích ở phần trên, thâm hụt ngân sách có xu hướng dẫn đến thâm hụt thương mại. Thâm hụt thương mại được tài trợ bằng việc bán tài sản trong nước cho nhà đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, lượng tài sản trong nước mà người nước ngoài muốn nắm giữ chỉ là hữu hạn. Nó sẽ không tăng mãi theo thâm hụt thương mại. Nếu thâm hụt kép cứ tiếp tục diễn ra thì đến một lúc nào đó cầu về tài sản trong nước sẽ bão hòa và giá của chúng sẽ giảm mạnh. Thứ hai, khi thâm hụt tài khóa kéo dài và nợ công tăng đến một ngưỡng nào đó sẽ gây ra mối lo ngại của các nhà đầu tư về nguy

cơ mất khả năng thanh toán chính phủ. Điều này sẽ khiến cho cả nhà đầu tư nước ngoài lẫn nhà đầu tư trong nước tháo chạy khỏi các tài sản trong nước. Hậu quả là giá tài sản sẽ giảm, lãi suất sẽ tăng, đầu tư sụt giảm, đồng nội tệ mất giá và lạm phát tăng vọt.

Sự gia tăng của lãi suất sẽ khiến cho tình trạng tài khóa thêm trầm trọng do gánh nặng nợ tăng nhanh. Lãi suất cao cũng dẫn đến thu thuế giảm do cầu tiêu dùng sụt giảm. Để đối phó với nguy cơ phá sản này, chính phủ các nước thường phản ứng lại bằng cách nhanh chóng gia tăng các loại thuế thu nhập và thuế tài sản nhằm đạt được thặng dư ngân sách cơ bản¹⁹. Chính sách này lại làm tiêu dùng sụt giảm thêm và gây ra suy thoái kinh tế.

Hậu quả của sự hạ cánh cứng còn là sự gia tăng mạnh của lạm phát thông qua kênh nhập khẩu khi đồng nội tệ mất giá do sự tháo chạy của dòng vốn ngoại. Ngoài ra, sức ép in tiền để trả nợ trong thời kì này cũng là rất lớn. Hậu quả là lạm phát tăng vọt. Cuối cùng, sự hạ cánh cứng cũng có thể dẫn đến một cuộc khủng hoảng tài chính. Giá tài sản giảm và gánh nặng lãi suất sẽ làm cho nhiều doanh nghiệp có nguy cơ phá sản. Sự phá sản của các doanh nghiệp đến lượt nó lại gây khó khăn tài chính cho hệ thống ngân hàng do nợ xấu gia tăng. Kịch bản xấu nhất của tình huống này có thể là sự đổ vỡ tín dụng và phá sản của các tổ chức tài chính; nền kinh tế sẽ lâm vào khủng hoảng giống như những gì mà thế giới đã trải qua vào những năm 30 của thế kỉ trước.

¹⁹Cân cân ngân sách cơ bản được tính bằng tổng thu trừ đi tổng chi, không bao gồm chi trả nợ gốc và lãi nợ gốc của Chính phủ.

CHƯƠNG 3

DOANH NGHIỆP NHÀ NƯỚC VÀ NỢ CÔNG

Theo Luật Quản lý nợ công có hiệu lực từ ngày 1/1/2010 thì nợ của DNNN không được hạch toán và không thuộc phạm vi quản lý của nợ công Việt Nam. Tuy nhiên, trong bối cảnh nhiều DNNN làm ăn thua lỗ và đứng trên bờ vực phá sản, đe dọa nghiêm trọng tới an ninh tài chính quốc gia thì nợ của DNNN cần phải được phân tích sâu, bất kể chúng có được Chính phủ bảo lãnh hay không.

Để làm được điều này, chúng tôi cố gắng chỉ ra những rủi ro tiềm ẩn của nợ DNNN đối với nợ công hiện nay ở Việt Nam. Cụ thể, DNNN có quan hệ với nợ công trên hai khía cạnh: (i) các khoản vay nợ của DNNN được Chính phủ bảo lãnh; và (ii) các khoản nợ ngân hàng phát triển, nợ các ngân hàng thương mại (NHTM), hoặc nợ chéo nhau của các tập đoàn, tổng công ty DNNN lớn rơi vào thua lỗ nhưng không thể để phá sản. Theo *Bản tin nợ nước ngoài số 7* (công bố vào tháng 7-2011) của Bộ Tài chính, dư nợ nước ngoài Chính phủ bảo lãnh cho khu vực DNNN vào năm 2010 là 4.642,74 triệu USD, tương đương với 14,3% tổng dư nợ nước ngoài của Việt Nam; con số này đã tăng đáng kể từ mức 1031,18 triệu USD, tức tương đương 6,6% tổng dư nợ nước ngoài của Việt Nam vào năm 2006. Với trường hợp hai, tuy không thuộc diện bảo lãnh nhưng Chính phủ vẫn thường phải đứng ra hỗ trợ khi những tập đoàn, tổng công ty này khi làm ăn thua lỗ, không thể trả nợ đúng hạn.

Để thấy rõ mối quan hệ này, trước hết chúng ta xem xét vị trí của khu vực DNNN trong nền kinh tế Việt Nam. Chúng tôi thấy rằng

khu vực DNNN tuy có giảm mạnh về số lượng nhưng vẫn chiếm tỉ trọng khá lớn trong nền kinh tế. Tiếp đến, do ở vị thế có thể tiếp cận các nguồn vốn một cách dễ dàng, đặc biệt là được Chính phủ bảo lãnh bằng cách này hay cách khác, nên khu vực DNNN có xu hướng vay nợ nhiều. Trong khi đó, kết quả hoạt động của khu vực DNNN lại không thực sự tốt so với các khu vực kinh tế khác. Điều này sẽ ảnh hưởng đến khả năng trả nợ của khu vực DNNN và trong trường hợp DNNN khó “được phép” phá sản thì gánh nặng nợ của khu vực này sẽ dồn lên nợ công.

VỊ TRÍ CỦA KHU VỰC DNNN TRONG NỀN KINH TẾ

Trong thập niên đầu thế kỷ 21, Việt Nam đã có những bước tiến đáng kể trong việc cổ phần hoá các DNNN. Kết quả là số lượng DNNN đã giảm đáng kể. Tuy nhiên, tỉ trọng của khu vực này trong nền kinh tế vẫn còn khá lớn.

Theo Đề án tái cấu trúc DNNN của Bộ Tài chính năm 2012, tính đến tháng 10/2011, cả nước có 1.309 DNNN (vốn 100% của Nhà nước) tập trung ở 11 tập đoàn, 11 tổng công ty đặc biệt và 74 tổng công ty và một số doanh nghiệp độc lập. Ngoài ra, Việt Nam còn có khoảng 1.900 doanh nghiệp cổ phần có vốn nhà nước trên 50%. Trong số 1.309 doanh nghiệp 100% vốn nhà nước có 701 doanh nghiệp do địa phương quản lý, trong đó có 236 doanh nghiệp công ích; 465 doanh nghiệp kinh doanh; 355 doanh nghiệp thuộc các Bộ, ngành (trong đó: 193 doanh nghiệp an ninh, quốc phòng, hoạt động công ích, 162 doanh nghiệp kinh doanh); 253 doanh nghiệp thuộc tập đoàn, tổng công ty (trong đó: 23 doanh nghiệp công ích, 230 doanh nghiệp kinh doanh).

Trong cơ cấu khu vực doanh nghiệp Việt Nam tại thời điểm 31/12/2010, các DNNN chỉ chiếm tỉ trọng không đáng kể về số lượng doanh nghiệp, nhưng nắm giữ 32,6% nguồn vốn kinh doanh, 35,4% giá trị tài sản cố định và đầu tư dài hạn. Còn tính đến cuối 2009 thì

khối này tạo ra 37,8% lợi nhuận trước thuế, đóng góp 37,4% nộp thuế và nộp ngân sách, tạo việc làm cho 19,5% số lao động (Bảng 3.1).

Bảng 3.1. Một số chỉ tiêu cơ bản của khu vực DNNN, 2000-2010 (% so với toàn bộ doanh nghiệp trong nền kinh tế)

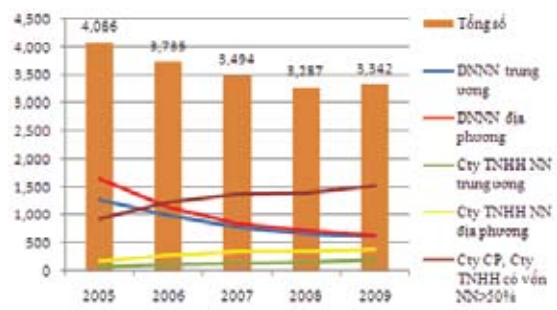
Năm	Số doanh nghiệp có đến 31/12	Số lao động có đến 31/12	Nguồn vốn có đến 31/12	Tài sản cố định và đầu tư dài hạn có đến 31/12	Lợi nhuận trước thuế	Thuế và các khoản nộp ngân sách
2000	13,6	59,0	67,9	55,8	42,7	50,6
2001	10,4	53,8	65,7	55,2	42,6	60,6
2002	8,5	48,5	62,1	56,0	41,7	52,5
2003	6,7	43,8	59,1	51,4	36,1	48,5
2004	5,0	39,0	56,3	48,3	36,5	39,7
2005	3,6	32,7	54,1	51,1	39,9	41,9
2006	2,8	28,3	51,5	55,5	36,5	37,6
2007	2,2	23,9	46,8	47,0	34,3	37,5
2008	1,6	20,9	44,7	47,6	33,1	27,7
2009	1,3	19,4	38,7	44,8	37,8	37,4
2010	1,1	16,7	32,6	35,4	--	--

Nguồn: Điều tra doanh nghiệp, GSO, 2001-2012.

Như Bảng 3.1 cho thấy tỉ trọng các tiêu chí trên của khu vực DNNN so với toàn bộ doanh nghiệp trong nền kinh tế đều có xu hướng giảm theo thời gian. Có hai nguyên nhân dẫn đến hiện tượng này. Thứ nhất là do sự lớn mạnh của khu vực kinh tế dân doanh, bao gồm các doanh nghiệp ngoài quốc doanh và doanh nghiệp đầu tư nước ngoài. Và thứ hai là do quá trình cổ phần hoá khu vực DNNN. Bảng trên cũng cho thấy, xu hướng giảm mạnh các chỉ tiêu diễn ra cho tới năm 2008, nhưng chững lại, thậm chí các chỉ tiêu liên quan đến lợi nhuận trước thuế, thuế và các khoản nộp ngân sách còn tăng vào năm 2009. Lý do chủ yếu là vì quá trình cổ phần hoá các DNNN đã bị chững lại kể từ năm 2009. Dù vậy thì số lượng DNNN chuyển

đổi sang mô hình cổ phần hoặc trách nhiệm hữu hạn, trong đó phần vốn của Nhà nước chiếm hơn 50%, tăng 64% trong năm năm, khiến tỉ lệ của doanh nghiệp loại này tăng lên 45,3% tổng số DNNN vào năm 2009 (xem Hình 3.1).

Hình 3.1. Hình thức pháp lý và tổ chức của các DNNN



Nguồn: Phạm Thị Thu Hằng (2011)²⁰.

Trong quá trình chuyển đổi, khu vực DNNN có xu hướng rút ra khỏi các lĩnh vực thâm dụng lao động và tập trung vào các lĩnh vực thâm dụng vốn và công nghệ như công nghiệp nặng, dịch vụ cơ bản, cơ sở hạ tầng và tài chính tín dụng. Vì thế tỉ trọng lao động làm trong khu vực DNNN trong tổng số lao động ngày càng có xu hướng giảm, từ 32,7% xuống 19,5% trong giai đoạn 2005-2009 (Phạm Thị Thu Hằng, 2011).

Đóng góp của kinh tế nhà nước vào GDP hàng năm có xu hướng giảm nhẹ nhưng vẫn duy trì ở mức trên 30% từ năm 2001 đến nay, trong đó, ước tính DNNN tạo ra 27-30% GDP hàng năm (sau khi tách riêng thành phần quản lý nhà nước, an ninh quốc phòng, hoạt động Đảng, đoàn thể trong thành phần “kinh tế nhà nước”).

NGUỒN VỐN CỦA KHU VỰC DNNN

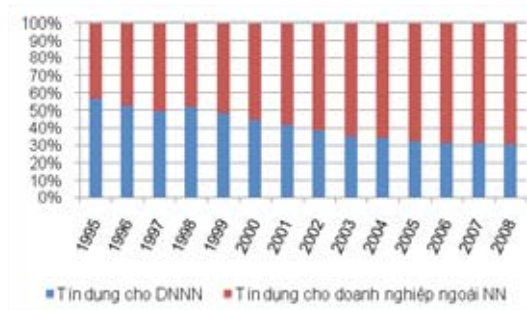
Nguồn vốn của khu vực DNNN được hình thành từ ba nguồn: ngân sách nhà nước, lợi nhuận giữ lại và tín dụng thương mại. Thống

²⁰Xem Phạm Thị Thu Hằng (2011), “Một số xu hướng tái cấu trúc doanh nghiệp Việt Nam”, Hội thảo tái cấu trúc doanh nghiệp nhà nước, Bộ Tài chính, (2003-2011).

kê từ khối các tập đoàn, tổng công ty nhà nước cho thấy, vốn chủ sở hữu nhà nước đã tăng trung bình 17-18%/năm từ 2006 đến nay, đạt mức 540.701 tỉ đồng ở thời điểm đầu năm 2011. Giá trị vốn chủ sở hữu nhà nước tăng nhanh và liên tục nhiều năm qua chủ yếu nhờ lợi nhuận kinh doanh trong điều kiện vốn cấp mới của chủ sở hữu nhà nước là không đáng kể. Các tổng công ty và tập đoàn kinh tế nhà nước chỉ nhận được một lượng vốn từ các hạng mục chi NSNN (9% dự toán chi ngân sách trung ương năm 2008, tức khoảng 22.700 tỉ đồng và giảm xuống còn 2,3% năm 2011, tức khoảng 9.790 tỉ đồng)²¹.

Về tín dụng, trong thời kỳ đầu của quá trình chuyển đổi sang nền kinh tế thị trường, hầu hết tín dụng ngân hàng đều dành cho các DNNN, ở mức trên 50% trong suốt những năm cuối thế kỷ 20. Tuy nhiên, tỉ lệ này đã giảm dần và hiện chỉ ở mức xấp xỉ 30% (Hình 3.2).

Hình 3.2. Cơ cấu tín dụng cho doanh nghiệp theo vốn chủ sở hữu, 1995-2008



Nguồn: Báo cáo của WB, 2009.

Mặc dù trên bình diện pháp lý, tất cả các DNNN hoạt động bình đẳng như nhau và như các doanh nghiệp thuộc các khu vực kinh tế khác, nhưng trên thực tế một số DNNN lớn đang được hưởng những lợi thế đáng kể trong việc sử dụng nguồn vốn tín dụng thương mại, tín dụng nhà nước và các nguồn lực khác. Theo Đề án tái cấu trúc khu vực DNNN của Bộ Tài chính năm 2012 thì dư nợ của 85/96

²¹Xem Viện Nghiên cứu Quản lý Kinh tế Trung ương (2011), Đề án nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhà nước.

tập đoàn, tổng công ty nhà nước (chưa tính nợ của Tập đoàn Công nghiệp Tàu thủy Việt Nam - Vinashin) đến cuối 2010 là 1.044.292 tỉ đồng, bằng 1,65 lần vốn chủ sở hữu. Nếu tính cả nợ của Vinashin theo báo cáo của Bộ Tài chính là 86.000 tỉ đồng, thì nợ của khu vực DNNN đến cuối năm 2009 (không kể chín tập đoàn, tổng công ty chưa có số liệu) đã lên tới 54,2% GDP năm 2009 (tức khoảng 898,85 nghìn tỉ đồng). Còn theo Đề án tái cơ cấu DNNN (2012), nợ tín dụng của riêng 11 tập đoàn kinh tế nhà nước vào khoảng 218,7 nghìn tỉ đồng, tương đương với 8,76% tổng nợ tín dụng của toàn bộ ngành ngân hàng, tức khoảng 52,66% tổng dư nợ tín dụng của cả khu vực DNNN vào tháng 9/2011.

Bên cạnh nguồn vốn tín dụng từ các NHTM, DNNN vẫn thường xuyên nhận được ngân sách “mềm” từ Chính phủ bất cứ khi nào gặp khó khăn. Khá nhiều công ty nhà nước lâm vào tình trạng phá sản được Nhà nước hỗ trợ tối đa với các hình thức bổ sung vốn, khoan nợ, giãn nợ, chuyển nợ, xóa nợ, v.v... Dù cho số lượng DNNN loại này cũng như số trường hợp được Nhà nước hỗ trợ đã giảm, song mức hỗ trợ lại tăng lên nhiều lần. Riêng Tập đoàn Công nghiệp Tàu thủy Việt Nam (Vinashin) có dư nợ đã lên tới khoảng 86.000 tỉ đồng, trong đó nợ đến hạn phải trả khoảng trên 14.000 tỉ đồng nhưng không thể tự cân đối dòng tiền. Tuy nhiên, với các hình thức hỗ trợ như chuyển nợ (cho tập đoàn, tổng công ty nhà nước khác), giãn nợ (bảo lãnh của Nhà nước trước các ngân hàng) và bổ sung vốn (tăng vốn điều lệ từ 9.000 tỉ đồng lên 14.655 tỉ đồng), Vinashin vẫn đang tiếp tục tồn tại. Trong năm 2010, Bộ Tài chính lại nhận được đề xuất từ Bộ Xây dựng về hỗ trợ một số công ty thuộc Tập đoàn Sông Đà khó khăn không trả được nợ nước ngoài. Công ty Cổ phần Xi măng Đồng Bành không trả được nợ gốc và lãi hơn 141 tỉ và còn thiếu 607 tỉ đồng để trả nợ giai đoạn 2011-2015. Tương tự là tình trạng không trả được nợ vay nước ngoài của Tổng Công ty Cơ khí Xây dựng và nhiều DNNN khác đang đề nghị Nhà nước hỗ trợ vì đây là các khoản vay do Nhà nước bảo lãnh, v.v...

Do được hưởng những ưu đãi về tín dụng, các DNNN có xu hướng sử dụng đòn bẩy tài chính nhiều hơn các doanh nghiệp khu vực khác. Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của DNNN có xu hướng giảm trong những năm gần đây, nhưng vẫn ở mức 2,52 lần vào năm 2009, cao hơn nhiều so với mức 1,78 lần của khu vực tư nhân và 1,39 lần của khu vực vốn FDI. Các DNNN trung ương thậm chí có tỷ lệ này cao hơn, lên tới 3,53 lần (Bảng 3.2). Điều này cũng được phản ánh trong Đề án tái cơ cấu khu vực DNNN của bộ Tài chính (2012): “Có đến 30/85 tập đoàn, tổng công ty có tỷ lệ nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu trên 3 lần, đặc biệt có bảy tập đoàn, tổng công ty có tỷ lệ trên 10 lần (như Tổng Công ty Xây dựng Công nghiệp; Tổng Công ty Xây dựng CTGT 1; Tổng Công ty Xây dựng CTGT 5; Tổng Công ty Xây dựng CTGT 8; Tổng Công ty Xăng dầu quân đội; Tổng Công ty Thành An; Tổng Công ty Phát triển đường cao tốc)”.

Bảng 3.2. Chỉ số nợ và đòn bẩy tài chính (%)

	Nợ/Vốn chủ sở hữu			Nợ/Tổng tài sản		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
DNNN	339,4	327,8	252,6	77,2	76,8	71,6
Tư nhân	178,9	181,4	187,2	63,9	64,1	65,0
FDI	142,9	151,9	138,8	58,9	60,2	58,2

Nguồn: Phạm Thị Thu Hằng (2011)²².

Vốn của các DNNN chủ yếu tập trung trong ngành công nghiệp chế biến, sản xuất phân phối điện, khí đốt và nước, vận tải, kho bãi, thông tin liên lạc, xây dựng, khai thác mỏ. Những ngành này đang nắm giữ trên 80% tổng nguồn vốn của khu vực DNNN phi tài chính (Bảng 3.3).

²²Xem Phạm Thị Thu Hằng (2011), “Một số xu hướng tái cấu trúc doanh nghiệp Việt Nam”, Hội thảo tái cấu trúc DNNN, Bộ Tài chính, (2003-2011).

Bảng 3.3. Cơ cấu tổng nguồn vốn của các DNNN phi tài chính (%)

Ngành	2007	2008	2009
Nông lâm nghiệp	4,64	3,41	3,78
Thủy sản	0,06	0,05	0,03
Khai thác mỏ	1,88	13,09	6,07
Công nghiệp chế biến	16,86	13,34	19,61
Sản xuất, phân phối điện, khí đốt và nước	18,16	21,81	17,90
Xây dựng	13,69	11,51	9,74
Thương nghiệp, sửa chữa	18,71	14,82	19,98
Khách sạn nhà hàng	1,11	1,98	1,33
Vận tải, kho bãi, thông tin liên lạc	20,80	16,60	17,17
Khoa học và công nghệ	0,05	0,03	0,03
Kinh doanh tài sản, dịch vụ tư vấn	3,12	2,72	3,25
Giáo dục đào tạo	0,00	0,00	0,00
Y tế và hoạt động cứu trợ xã hội	0,00	0,00	0,00
Văn hoá thể thao	0,21	0,14	0,40
Hoạt động phục vụ cá nhân và cộng đồng	0,72	0,51	0,71
Tổng	100,00	100,00	100,00

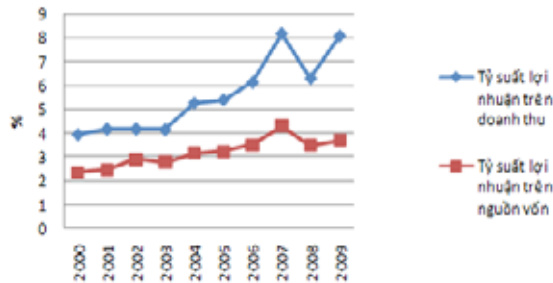
Nguồn: Điều tra doanh nghiệp của GSO (2008-2010), tính toán bởi các tác giả.

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA KHU VỰC DNNN

Những cải cách khu vực DNNN được tiến hành trong giai đoạn vừa qua giúp cho khu vực này có được kết quả kinh doanh tốt hơn. Số lượng DNNN thua lỗ giảm. Đa số DNNN có lợi nhuận năm sau cao hơn năm trước. Số liệu chính thức của GSO cho thấy tỉ suất lợi nhuận trước thuế trên nguồn vốn của DNNN tăng từ 2,4% năm 2000 lên 4,3% năm 2007, sau đó giảm xuống 3,5% năm 2008 và 3,7% năm 2009 do suy giảm của nền kinh tế nói chung²³ (Hình 3.3).

²³Xem Viện Nghiên cứu Quản lý Kinh tế Trung ương (2011), Đề án nâng cao hiệu quả hoạt động của DNNN.

Hình 3.3. Tỷ suất lợi nhuận/nguồn vốn của DNNN



Nguồn: Tính toán từ Điều tra doanh nghiệp của GSO (2010).

Tuy nhiên, so với khu vực doanh nghiệp tư nhân, hiệu quả sử dụng vốn DNNN vẫn thấp hơn nhiều. Theo số liệu Điều tra doanh nghiệp của GSO năm 2010, DNNN phải sử dụng tới 2,2 đồng vốn để tạo ra 1 đồng doanh thu năm 2009, trong khi đó doanh nghiệp ngoài quốc doanh chỉ cần 1,2 đồng vốn và doanh nghiệp FDI là 1,3 đồng (mức trung bình của toàn bộ doanh nghiệp Việt Nam là 1,5 đồng).

Trong tổng thể khu vực DNNN, nhìn chung các DNNN hình thành từ cổ phần hoá có hiệu quả kinh doanh tốt hơn các DNNN khác. Hầu hết những doanh nghiệp này có điều kiện để tập trung vào mục tiêu kinh doanh vì lợi nhuận là chủ yếu. Khỏi các DNNN hoạt động công ích, nông, lâm trường quốc doanh, DNNN phục vụ nhu cầu thiết yếu của các địa phương, các ngành, v.v... có tỷ suất lợi nhuận thấp nhất do những đặc thù về ngành và lĩnh vực hoạt động (không vì mục tiêu lợi nhuận).

Hiệu quả kinh doanh của tổng công ty, tập đoàn kinh tế nhà nước vẫn còn hạn chế. Theo Đề án tái cấu trúc khu vực DNNN của Bộ Tài chính năm 2012 thì tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của các tập đoàn kinh tế năm 2010 chỉ ở mức 16,5% tương đương với chi phí vay vốn trung bình của các tổ chức tín dụng trong cùng năm; 80% tổng số lợi nhuận trước thuế tập trung tại một số ít các tập đoàn: Dầu khí, Viễn thông Quân đội, Bưu chính Viễn thông, Than, Khoáng sản Việt Nam và Công nghiệp Cao su.

Thống kê cho thấy các DNNN có ngành kinh doanh chính thuộc ngành khai thác mỏ, nông, lâm, thủy sản, vận tải, kho bãi, thông tin liên lạc hoạt động kinh doanh có hiệu quả cao hơn các DNNN khác. Những DNNN có tỉ suất lợi nhuận trên vốn kinh doanh thấp chủ yếu hoạt động trong các lĩnh vực sản xuất, cung ứng sản phẩm dịch vụ thiết yếu (điện, nước, phục vụ cộng đồng, khoa học công nghệ, v.v...), xây dựng và lĩnh vực công nghiệp chế biến.

Bảng 3.4. Tỉ suất lợi nhuận của các DNNN phi tài chính, 2009

Ngành kinh doanh chính của DNNN	Tỉ lệ tổng nguồn	Tỉ suất lợi nhuận trên tổng
	vốn (%)	nguồn vốn (%)
Khai thác mỏ	6,07	22,10
Thủy sản	0,03	21,27
Văn hoá thể thao	0,40	19,43
Vận tải, kho bãi, thông tin liên lạc	17,17	9,34
Nông, lâm nghiệp	3,78	7,81
Kinh doanh tài sản, dịch vụ tư vấn	3,25	5,50
Khách sạn, nhà hàng	1,33	5,46
Thương nghiệp, sửa chữa	19,98	4,38
Công nghiệp chế biến	19,61	4,01
Phục vụ cộng đồng, cá nhân	0,70	3,39
Xây dựng	9,74	3,35
Khoa học và công nghệ	0,03	2,14
Sản xuất, phân phối điện, khí đốt và nước	17,90	1,44
Giáo dục - đào tạo	0,01	-0,58
Tổng	100,00	

Nguồn: Điều tra doanh nghiệp của GSO (2010).

ẢNH HƯỞNG CỦA KHU VỰC DNNN ĐỐI VỚI NỢ CÔNG

Bức tranh mô tả khu vực DNNN trên các khía cạnh khác nhau liên quan đến nợ công cho thấy trước mắt nợ của khu vực DNNN chưa thực sự đe dọa nợ công của Việt Nam. Trên danh nghĩa, Chính

phủ chỉ bảo lãnh một số DNNN vay nợ nước ngoài, còn toàn bộ các khoản tín dụng trong nước thì DNNN phải tự vay tự trả. Với mức dư nợ khu vực tín dụng của DNNN khoảng 55-60% GDP năm 2009 thì phần dư nợ của DNNN được Chính phủ bảo lãnh trên danh nghĩa chỉ mới chiếm khoảng 4,2-6,9% tổng dư nợ của khu vực này. Đây là mức mà khu vực này hoàn toàn có thể hoàn trả được ngay cả khi nợ xấu của khu vực này ở mức rất cao đi chăng nữa.

Tuy nhiên, khả năng đe dọa nợ công của khu vực DNNN lại nằm ở chỗ khu vực này luôn nhận được ngân sách “mềm” từ Chính phủ. Khi các DNNN lâm vào khó khăn, các khoản nợ trong nước của các doanh nghiệp này thường được Chính phủ hỗ trợ dưới các hình thức bổ sung vốn, khoan nợ, giãn nợ, chuyển nợ, xóa nợ. Tất cả các hình thức ngân sách mềm này cuối cùng đều sẽ khiến chi tiêu ngân sách tăng và với việc ngân sách nhà nước liên tục thâm hụt. Để bù đắp phần chi tiêu ngân sách cho khu vực DNNN, Nhà nước sẽ buộc phải phát hành trái phiếu. Như vậy, nợ công của quốc gia sẽ tăng.

Mối quan hệ gián tiếp gần nhất là các khoản vay ưu đãi của các DNNN từ Ngân hàng Phát triển Việt Nam (VDB). Nguồn vốn của VDB đến từ phát hành giấy tờ có giá và nhận vốn ODA cho vay lại chiếm 72,4% trong năm 2009. Đây là các khoản vay mà Chính phủ đảm bảo sẽ phải hoàn trả cho các chủ nợ, hay nói cách khác, đó chính là các khoản nợ công. Một phần lớn nguồn vốn này sau đó được VDB cho các DNNN vay ưu đãi để đầu tư.

Nợ quá hạn và khoan nợ của VDB đối với cho vay trung và dài hạn tín dụng đầu tư có thời điểm lên tới 8,9% vào năm 2007 nhưng đã giảm xuống còn 3,75% vào năm 2009 chủ yếu là nhờ chương trình kích cầu của Chính phủ năm 2009. Theo báo cáo Kiểm toán Nhà nước (công bố ngày 18/7/2012) về tình hình hoạt động kinh doanh của các tổ chức tài chính thì tỉ lệ nợ xấu của VDB ở mức 12,05% vào cuối 2010. Với tình hình nợ xấu chung của toàn hệ thống năm 2011 cao hơn năm 2010 và năm 2012 lại cao hơn 2011 thì tỉ lệ

nợ xấu của VDB hiện tại có thể cao hơn rất nhiều con số trên. Và rõ ràng phần lớn nợ xấu của VDB đến từ khu vực DNNN. Phần nợ xấu này sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến các khoản vay của VDB từ phát hành giấy tờ có giá cũng như nguồn vốn ODA.

Bảng 3.5. Phát hành giấy tờ có giá và uỷ thác đầu tư từ vốn ODA của VDB trong giai đoạn 2006-2009

	Phát hành giấy tờ có giá (tỉ đồng)	Cho vay trung và dài hạn tín dụng đầu tư		Cho vay lại vốn ODA		Tỉ lệ vốn từ phát hành trái phiếu + ODA (%)
		Giá trị (tỉ đồng)	Tỉ lệ nợ quá hạn và khoanh nợ (%)	Giá trị (tỉ đồng)	Tỉ lệ nợ quá hạn và khoanh nợ (%)	
2006	25.753	44.370	8,20	44.761	1,05	61,19
2007	49.588	51.528	8,90	50.803	0,01	74,34
2008	74.787	61.932	7,43	54.723	0,55	75,69
2009	74.178	72.687	3,75	55.114	0,78	72,39

Nguồn: Báo cáo thường niên 2006-2009, VDB.

Với các khoản vay nợ của khu vực DNNN tại các NHTM thì trong trường hợp khó khăn nhà nước vẫn phải đứng ra thu xếp hoàn trả. Chẳng hạn, hình thức khoanh nợ (như nợ của Vinashin tại các NHTM) thì cuối cùng Chính phủ vẫn phải bỏ một phần tiền ra để bù đắp; hình thức chuyển nợ (như của Vinashin cho Vinalines và PVN) có thể khiến các DNNN khác lâm vào khó khăn và cuối cùng gánh nặng lại đè lên vai Nhà nước; hình thức bổ sung vốn (như tăng vốn điều lệ cho Vinashin từ 9.000 tỉ lên 14.655 tỉ đồng) thì vẫn là tiền từ NSNN. Khoản vay 45 triệu USD từ Ngân hàng ANZ cho dự án Xi măng Đồng Bành do Tổng Công ty Cơ khí Xây dựng (COMA) hay Tổng Công ty Máy và Thiết bị Công nghiệp (MIE) đầu tư cũng được Bộ Tài chính đứng ra bảo lãnh khi dự án này rơi vào tình trạng thua lỗ không trả được nợ.

Như vậy, nếu xét đến cả các tác động gián tiếp thì tín dụng của khu vực DNNN đang nổi lên như là một mối đe dọa đối với nợ công của Việt Nam. Với việc đầu tư dàn trải, thiếu hiệu quả khu vực DNNN rất dễ rơi vào hoàn cảnh thua lỗ như Vinashin, Vinalines, Tập đoàn Sông Đà, v.v... như trong thời gian vừa qua. Một khi kinh doanh nghiệp thua lỗ, các doanh nghiệp này sẽ không thể trả nợ đúng hạn được cho các NHTM, cho VDB và cho các chủ nợ nước ngoài. Do hầu hết các DNNN đều thuộc diện “quá lớn” nên các khoản nợ xấu này cuối cùng sẽ phải do NSNN gánh trả.

CHƯƠNG 4

ĐÁNH GIÁ NỢ CÔNG

PHƯƠNG PHÁP CÂY NHỊ PHÂN VÀ ỨNG DỤNG TRONG PHÂN TÍCH NỢ CÔNG

Mục tiêu và phương pháp luận

Mục tiêu của phần này là sử dụng phương pháp Cây nhị phân để đánh giá khả năng hay xác suất xảy ra khủng hoảng nợ ở một quốc gia sử dụng số liệu ở một thời điểm nào đó. Ứng dụng của phương pháp này trong phân tích rủi ro nợ công đã được Manasse và Roubini thực hiện trong một nghiên cứu của họ cho IMF vào năm 2005. Lưu ý rằng, phương pháp này không có khả năng phân tích thực trạng liên quan đến các rủi ro về cơ cấu, kì hạn, lãi suất, khả năng thanh toán/thanh khoản, v.v... của nợ công nói chung và nợ nước ngoài nói riêng, mà nó chỉ có khả năng chỉ ra nguy cơ/xác suất xảy ra khủng hoảng nợ của một quốc gia nào đó dựa trên các bằng chứng thực nghiệm trong quá khứ. Đặc biệt, phương pháp này nhấn mạnh đến vai trò của nợ nước ngoài hơn là tổng nợ công. Việc đánh giá các rủi ro tiềm ẩn trong tương lai liên quan đến các khía cạnh cơ cấu, kì hạn, lãi suất, khả năng thanh toán, v.v... sẽ được thực hiện trong phần đánh giá tính bền vững của nợ công của Việt Nam ở mục tiếp theo.

Mẫu nghiên cứu và định nghĩa khủng hoảng nợ

Dựa trên số liệu quan sát theo năm của 47 nền kinh tế mới nổi trong giai đoạn 1970-2002, Manasse và Roubini đã tiến hành xây dựng Cây thực nghiệm nhị phân để phân tích rủi ro nợ công. Trước tiên, hai nhà kinh tế này đã phân loại một quốc gia thuộc diện có khủng hoảng nợ nếu như quốc gia đó mất khả năng chi trả gốc và

lãi nợ nước ngoài đúng hạn như phân loại của tổ chức xếp hạng tín nhiệm quốc tế Standard & Poor's, hoặc khi quốc gia đó phải nhận các khoản vay phi ưu đãi vượt quá 100% hạn mức của IMF.

Khả năng/mất khả năng thanh toán chủ yếu vào quy mô của khoản nợ so với khả năng chi trả, đo lường theo GDP, xuất khẩu, hoặc tổng thu của chính phủ. Cụ thể, chính phủ được coi là có khả năng thanh toán nợ nếu như giá trị chiết khấu của cán cân ngân sách cơ bản trong tương lai lớn hơn hoặc bằng với giá trị hiện tại của khoản nợ công. Tương tự như vậy, một quốc gia được coi là có khả năng thanh toán nợ nếu như giá trị chiết khấu của cán cân thương mại trong tương lai lớn hơn giá trị hiện tại của khoản nợ nước ngoài. Cán cân ngân sách cơ bản và cán cân vãng lai có vai trò quan trọng do chúng làm tăng tích lũy các khoản nợ và ảnh hưởng đến ràng buộc về ngân sách. Trong tương lai, một chính phủ/quốc gia không thể có thâm hụt ngân sách cơ bản và thâm hụt thương mại mãi được. Đến một thời điểm nào đó, ngân sách cơ bản và cán cân thương mại buộc phải thặng dư để tránh mất khả năng thanh toán. Do vậy, các cán cân này sẽ ảnh hưởng đến khả năng chi trả bất kể quy mô nợ là bao nhiêu. Tăng trưởng GDP và cú sốc tỉ suất thương mại cũng ảnh hưởng đến khả năng chi trả. Chế độ tỉ giá hối đoái và việc định giá sai đồng nội tệ cũng ảnh hưởng đến tính bền vững của nợ bởi vì việc định giá quá cao có thể gây mất cân đối vãng lai và làm tăng tích lũy nợ. Ngoài ra, một cuộc khủng hoảng tiền tệ xảy ra do sự định giá quá cao nội tệ có thể làm xấu thêm khả năng thanh toán nếu như phần lớn khoản nợ ở dạng ngoại tệ. Quy mô khoản nợ có thể tăng rất nhanh về giá trị thực sau khi xảy ra khủng hoảng tiền tệ.

Ngoài khả năng thanh toán, khủng hoảng nợ còn được quyết định bởi sự sẵn lòng chi trả của các quốc gia vay nợ. Sự sẵn lòng chi trả phụ thuộc vào chi phí của việc xử nợ so với chi phí của việc tiếp tục thực hiện nghĩa vụ nợ. Chi phí chính của xử nợ đó là việc mất đi khả năng tiếp cận thị trường vốn quốc tế, sự sụt giảm tăng trưởng và thương mại quốc tế sau khi xử nợ. Tăng trưởng kinh tế thấp không

chỉ ảnh hưởng đến khả năng chi trả mà còn tác động mạnh đến sự sẵn lòng chi trả. Khi tăng trưởng thấp, cái giá của việc rút khỏi thị trường vốn quốc tế là nhỏ. Độ mở của nền kinh tế có thể ảnh hưởng đến chi phí xử nợ và sự sẵn lòng chi trả hay không của một nước. Độ mở càng lớn thì nền kinh tế chịu tổn thất càng lớn do các hoạt động kinh tế bị gián đoạn khi xảy ra vỡ nợ. Các thước đo về sự ổn định chính sách kinh tế vĩ mô, ví dụ như lạm phát thấp hay tăng trưởng cung tiền thấp, phản ánh sự tin cậy và khả năng dự báo được của chính sách và do vậy có tác động đến sự nhìn nhận của các nhà đầu tư quốc tế đối với mức độ rủi ro về sự sẵn lòng chi trả của quốc gia đó. Các nhân tố thể chế và chính trị tác động đến lòng tin vào chính sách cũng như việc Chính phủ cam kết theo đuổi các chính sách nhất quán với một lộ trình bền vững về nợ. Sự thay đổi thể chế chính trị cũng có thể dẫn đến sự sẵn lòng chi trả nợ của một quốc gia, do vậy khi năm bầu cử càng đến gần thì khả năng thoái vốn của các nhà đầu tư quốc tế càng cao và làm tăng khả năng xảy ra khủng hoảng. Các quy định về luật pháp và bảo vệ quyền sở hữu cũng phần nào phản ánh sự cam kết thực hiện nghĩa vụ nợ của Chính phủ một quốc gia.

Khủng hoảng nợ cũng có thể xảy ra nếu một quốc gia mất khả năng thanh khoản chứ không chỉ mất khả năng thanh toán. Do vậy, các thước đo về khả năng thanh khoản, ví dụ như tỉ lệ nợ ngắn hạn/dự trữ hoặc cung tiền M2/dự trữ, cũng được xem xét trong nhiều nghiên cứu gần đây về khủng hoảng tiền tệ và khủng hoảng tài chính. Các thước đo khác về nghĩa vụ nợ, ví dụ như nhu cầu tài trợ từ bên ngoài (bằng cán cân vãng lai cộng với nợ ngắn hạn chia cho dự trữ ngoại hối); hoặc gánh nặng trả nợ và lãi cũng có thể là những chỉ số cần thiết phản ánh khả năng thanh khoản của một quốc gia.

Các biến giải thích cho khủng hoảng

Các biến sử dụng giải thích khủng hoảng nợ công được chia thành 3 nhóm: (i) các biến vĩ mô căn bản; (ii) các biến phản ánh sự biến động; và (iii) các biến phản ánh kinh tế chính trị. Đặc biệt,

Manasse và Roubini sử dụng nhiều thước đo về nợ nước ngoài và nợ công, các thước đo về khả năng thanh toán và khả năng thanh khoản khác nhau, và các biến nằm trong hệ thống cảnh báo sớm (EWS) của IMF nhằm tính đến khả năng liên kết giữa khủng hoảng tiền tệ và khủng hoảng nợ.

Phân tích của các tác giả chỉ ra rằng, các thước đo phản ánh nợ nước ngoài (bao gồm cả nghĩa vụ nợ) là tương đối thấp ở những năm không có khủng hoảng nợ. Chúng tăng dần ở những năm trước khi khủng hoảng nợ xảy ra và hầu hết tăng tiếp trong những năm diễn ra khủng hoảng. Các thước đo này sau đó giảm trong năm trước khi nước đó thoát khỏi khủng hoảng mặc dù chúng vẫn còn cao hơn so với mức trước khi khủng hoảng nợ xảy ra. Các thước đo về nợ công nước ngoài cũng có hiện tượng tương tự, điều này cho thấy rằng nợ công nước ngoài là động lực chính đằng sau sự biến động của tổng nợ công bởi chúng thường chiếm tỉ trọng lớn trong tổng nợ công ở nhiều quốc gia.

Nhóm các biến vĩ mô, bao gồm cả các biến nằm trong hệ thống EWS của IMF, cho thấy sự xấu đi của tình hình kinh tế vĩ mô khi quốc gia tiến gần đến khủng hoảng nợ và trong những năm xảy ra khủng hoảng và có cải thiện khi quốc gia thoát khỏi khủng hoảng. Ví dụ, thâm hụt tài khoản vãng lai tăng trong năm ngay trước khi xảy ra khủng hoảng, ổn định trong những năm khủng hoảng và cải thiện trong năm trước khi thoát khỏi khủng hoảng. Tăng trưởng kinh tế giảm trong khi lạm phát tăng trong năm ngay trước khi xảy ra khủng hoảng. Cán cân tài khóa tổng thể cũng như cán cân tài khóa cơ bản xấu đi trong những năm trước khủng hoảng. Điều đáng thú vị là cả lãi suất cho vay bình quân liên ngân hàng trên thị trường London và lãi suất trái phiếu kho bạc Mỹ đều tăng trong những năm trước khủng hoảng. Điều này cho thấy rằng sự thắt chặt tiền tệ ở những nước G-7 có thể làm giảm dòng vốn chảy vào các nền kinh tế mới nổi và do vậy góp phần làm khó thêm khả năng trả nợ ở những nước này như đã từng xảy ra trong năm 1982.

Nhóm biến số thứ hai là các biến phản ánh sự bất ổn/biến động. Nhóm biến số này được các tác giả tính toán thông qua hệ số biến thiên của tỉ lệ thặng dư tài khoá/GDP, lạm phát, tỉ giá hối đoái danh nghĩa và thực tế và tỉ suất thương mại. Các hệ số biến thiên này được tính toán trượt dần trong vòng bốn năm một.

Cuối cùng là nhóm các biến kinh tế chính trị. Các chỉ số phản ánh quyền chính trị và tự do công dân do Freedom House (2002) xây dựng và các chỉ số phản ánh ràng buộc chính trị đo lường bởi số chính trị gia có quyền phủ quyết đối với những cải cách do Henisz (2000) xây dựng, đều cho thấy có vẻ như không có sự khác biệt lớn giữa thời kì trong và ngoài khủng hoảng. Tuy nhiên, số năm trước khi cuộc bầu cử tiếp theo diễn ra lại có liên quan tới khả năng xảy ra khủng hoảng. Điều này cho thấy, sự bất ổn chính trị trước các cuộc bầu cử đóng một vai trò nhất định trong việc gây ra khủng hoảng.

Số lượng các biến giải thích cho khủng hoảng là khá lớn. Để xây dựng Cây thực nghiệm nhị phân, các tác giả lựa chọn ra mười biến số quan trọng nhất trong số 50 biến số thuộc ba nhóm có ảnh hưởng đến việc phân loại rủi ro và dự đoán nợ công ở trên. Mười biến số này bao gồm: tỉ lệ nợ nước ngoài/GDP; tỉ lệ nợ ngắn hạn/dự trữ ngoại hối; tốc độ tăng trưởng GDP thực; tỉ lệ nợ công nước ngoài/tổng thu ngân sách; lạm phát CPI; số năm đến cuộc bầu cử tổng thống tiếp theo; lãi suất trái phiếu kho bạc Mỹ; nhu cầu tài trợ từ bên ngoài (bằng cán cân vãng lai cộng với nợ ngắn hạn chia cho dự trữ ngoại hối); định giá tỉ giá quá cao; và sự biến động của tỉ giá.

Phân loại vùng rủi ro/an toàn

Các quốc gia trong mẫu nghiên cứu sẽ được xếp vào vùng an toàn hoặc rủi ro tùy thuộc vào giá trị của các biến số trên ở quốc gia đó. Ví dụ, một quốc gia được coi là nằm trong vùng an toàn nếu như nó có tổng nợ nước ngoài thấp ($< 49,7\%$ GDP); nợ ngắn hạn nước ngoài thấp ($< 130\%$ dự trữ); nợ công nước ngoài thấp ($< 214\%$ tổng thu ngân sách); và tỉ giá không bị định giá quá cao (mức độ định giá

quá cao $< 48\%$). Ba dạng rủi ro cũng được xác định gồm: (i) rủi ro thanh toán hay tính không bền vững của nợ; (ii) rủi ro thanh khoản; và (iii) rủi ro tỉ giá vĩ mô. Rủi ro về tính không bền vững của nợ được đặc trưng bởi các chỉ số sau: nợ nước ngoài vượt quá $49,7\%$ GDP, sự mất cân đối về tài khóa hoặc tiền tệ và nhu cầu tài trợ từ bên ngoài lớn. Rủi ro thanh khoản được xác định bởi quy mô nợ vừa phải nhưng có nợ ngắn hạn vượt quá 130% dự trữ, cộng với sự bất ổn chính trị và các thị trường vốn quốc tế bị kiểm soát chặt. Cuối cùng, rủi ro tỉ giá vĩ mô là sự kết hợp của tăng trưởng thấp và tỉ giá tương đối cố định. Mỗi một loại rủi ro này khác nhau ở khả năng gây ra khủng hoảng.

Các tác giả đã chỉ ra rằng, phương pháp này mặc dù đơn giản nhưng lại rất hữu ích trong việc phân tích tính bền vững của nợ do nó xem xét được rủi ro dưới nhiều góc độ khác nhau. Ví dụ, phương pháp này có khả năng chỉ ra rằng, một quốc gia có tỉ lệ vay nợ cao nhưng xác suất xảy ra khủng hoảng có thể là thấp, trong khi quốc gia khác có thể chỉ có tỉ lệ vay nợ ở mức vừa phải nhưng lại có rủi ro vỡ nợ khá lớn. Nguyên nhân ở đây là do hiệu ứng kết hợp của các khoản vay sắp đáo hạn, sự bất ổn chính trị và tỉ giá tương đối cố định có thể khiến cho khủng hoảng thanh khoản có thể dễ xảy ra hơn ở quốc gia có tỉ lệ nợ thấp. Trong khi đó, khả năng xảy ra khủng hoảng ở quốc gia có tỉ lệ nợ cao có thể là rất thấp nếu như quốc gia đó có được sự ổn định về tiền tệ, thặng dư cán cân vãng lai và nền tảng tài chính công vững chắc.

Cây nhị phân

Cây nhị phân là phương pháp dùng để phân loại và dự báo theo dạng hình cây. Mỗi điểm nút mẹ được phân tách thành 2 điểm nút con, sau đó mỗi điểm nút con lại được phân tách thành hai điểm nút cháu, v.v... Quá trình này được lặp đi lặp lại cho đến khi chúng ta có được nút cuối cùng. Manasse và Roubini đã áp dụng phương pháp Cây nhị phân để thực hiện phân tích rủi ro nợ công cho các nền kinh tế mới nổi. Nội dung chi tiết Cây nhị phân của Manasse và Roubini được trình bày trong Hình 4.1.

Đầu tiên mẫu nghiên cứu được phân tách thành hai nhánh: (i) nhánh các nước có nợ nước ngoài cao ($> 49,7\%$ GDP) ở bên phải với xác suất xảy ra khủng hoảng tăng từ $20,5\%$ trong toàn bộ mẫu lên tới $45,4\%$; và (ii) nhánh với nợ nước ngoài thấp với xác suất xảy ra khủng hoảng là $9,7\%$. Tiếp theo, nhánh các nước có nợ nước ngoài cao ($> 49,7\%$ GDP) lại tiếp tục được phân tách thành hai nhánh nhỏ với lạm phát cao và thấp (lớn hơn hoặc nhỏ hơn $10,5\%$). Các nước thuộc nhánh có lạm phát cao này có xác suất xảy ra khủng hoảng nợ lên tới $66,8\%$ (xem nút cuối số 14). Hơn một nửa số cuộc khủng hoảng trong mẫu nghiên cứu thoả mãn hai điều kiện này. Ví dụ, nợ nước ngoài cao cộng với lạm phát cao được thấy trước khi xảy ra khủng hoảng ở các nước Jamaica, Ai-Cập, Bolivia, Peru, Ecuador, Uruguay, Indonesia, Bolivia, Maroc, Thổ Nhĩ Kỳ, Nam Phi, Uruguay, Brazil và Venezuela. Nút cuối số 7 là nút có số cuộc khủng hoảng nhiều thứ hai trong Cây nhị phân. Bất chấp nợ nước ngoài chỉ ở mức trung bình (từ $19-49,7\%$ GDP), hiệu ứng kết hợp giữa nợ ngắn hạn (lớn hơn 130% dự trữ), tỉ giá hối đoái tương đối cứng nhắc (mức độ biến động thấp) và sự bất ổn chính trị (số năm đến cuộc bầu cử tiếp theo nhỏ hơn 5) đã làm cho xác suất xảy ra khủng hoảng lên tới 41% .

Ngược lại, dọc theo phía bên trái của cây đến nút cuối số 3, chúng ta có thể thấy rằng các trường hợp có rủi ro thấp đó là những nước có nợ nước ngoài thấp, tỉ lệ nợ ngắn hạn/dự trữ thấp ($< 130\%$), và tỉ lệ nợ công nước ngoài/tổng thu ($< 210\%$), cùng với nền kinh tế không ở trong tình trạng suy thoái. Khoảng $58,4\%$ những nước không có khủng hoảng nợ thoả mãn các điều kiện này.

Dựa trên các quy tắc phân nhánh này, các quan sát có thể được xếp vào vùng rủi ro hoặc vùng an toàn. Các quan sát trong một nút nào đó được phân vào vùng rủi ro/an toàn nếu trong nút đó tỉ lệ số quan sát có khủng hoảng lớn hơn/thấp hơn tỉ lệ trung bình đó trong cả mẫu nghiên cứu.

Ứng dụng phân tích cho Việt Nam

Để đánh giá rủi ro nợ công áp dụng phương pháp Cây nhị phân, trước tiên, chúng tôi thực hiện việc tính toán mười chỉ số có ảnh hưởng lớn nhất đến khủng hoảng nợ công theo khuyến nghị của Manasse và Roubini (2005) cho Việt Nam. Thời điểm tính toán là cuối năm 2011. Các chỉ số này được trình bày trong Bảng 4.1 dưới đây.

Bảng 4.1. Một số chỉ số nợ của Việt Nam (%)

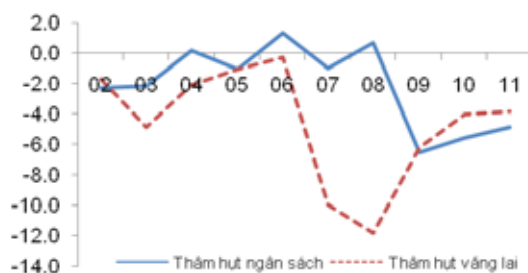
	Các chỉ số nợ	2011
1	Nợ nước ngoài/GDP	41,50
2	Nợ nước ngoài ngắn hạn/Dự trữ ngoại hối	53,49
3	Tốc độ tăng trưởng GDP thực	5,89
4	Nợ công nước ngoài/Thu ngân sách	116,84
5	Tỉ lệ lạm phát	18,13
6	Số năm đến cuộc bầu cử tiếp theo	---
7	Lãi suất trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ	0,02
8	Nhu cầu tài trợ từ bên ngoài	89,55
9	Mức độ định giá quá cao của VND/USD	45,96
10	Sự biến động của tỉ giá VND/USD	9,40

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ Bộ Tài chính, GSO và IMF.

Trước hết, chúng ta xem xét các chỉ tiêu phản ánh rủi ro về khả năng thanh toán hay tính không bền vững của nợ nước ngoài của Việt Nam. Rủi ro này được phản ánh qua các chỉ số bao gồm tỉ lệ nợ nước ngoài/GDP, sự mất cân đối về tài khoá/tiền tệ và thâm hụt vãng lai cộng với nợ ngắn hạn lớn. Vào cuối năm 2011, ước tính nợ nước ngoài của Việt Nam chiếm khoảng 41,5% GDP và nằm trong ngưỡng an toàn theo khuyến cáo của các tổ chức quốc tế như IMF và WB. Tuy nhiên, Việt Nam lại có sự mất cân đối về tài khoá nghiêm trọng khi thâm hụt ngân sách diễn ra liên tục và thậm chí có xu hướng tăng mạnh trong những năm gần đây. Bên cạnh đó, thâm hụt vãng lai cũng là một mối quan ngại khác đối với khả năng thanh toán nợ nước

ngoài trong tương lai của Việt Nam. Trong giai đoạn 2007-2011, mặc dù được tài trợ phần lớn bởi dòng kiều hối nhưng mức thâm hụt thương mại cao đã khiến cán cân vãng lai của Việt Nam thâm hụt trung bình mỗi năm vào khoảng 7,2% GDP. Tổng giá trị thâm hụt vãng lai trong giai đoạn này ước tính vào khoảng 32 tỉ USD, tương đương với tổng nợ công nước ngoài và gấp khoảng 2,5 lần dự trữ ngoại hối của Chính phủ Việt Nam vào thời điểm cuối năm 2011²⁴.

Hình 4.2. Thâm hụt ngân sách và thâm hụt vãng lai Việt Nam (% GDP)



Nguồn: Các chỉ số kinh tế chính của châu Á - Thái Bình Dương, ADB (2011).

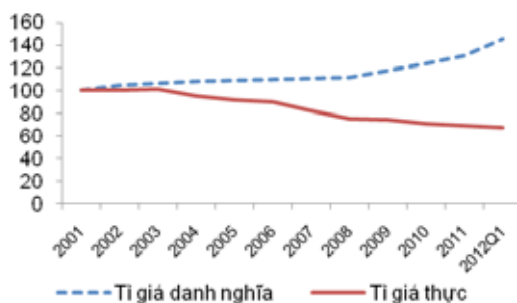
Nhóm các chỉ tiêu thứ hai là nhóm các chỉ tiêu phản ánh rủi ro thanh khoản. Rủi ro này chủ yếu được đặc trưng bởi một quy mô nợ vừa phải nhưng có nợ ngắn hạn vượt quá 130% dự trữ, cộng với sự bất ổn chính trị và các thị trường vốn quốc tế bị kiểm soát chặt. Theo ước tính của Bộ Tài chính, tổng nợ nước ngoài ngắn hạn của Việt Nam tại thời điểm 31/12/2011 là khoảng 6,8 tỉ USD, tương đương với khoảng 53,5% dự trữ ngoại hối vào thời điểm đó và chưa đầy 34,0% dự trữ ngoại hối vào thời điểm cuối quý II/2012. Điều này là nhờ phần lớn các khoản nợ nước ngoài của Chính phủ Việt Nam có kì hạn dài với lãi suất ưu đãi. Ngoài ra, môi trường chính trị và đầu tư ổn định, cộng với khả năng tiếp cận nguồn vốn ưu đãi cao khi Việt Nam vẫn đang nằm trong danh sách những nền kinh tế đang phát triển cần sự hỗ trợ của các tổ chức quốc tế cũng là những yếu tố giảm

²⁴Báo cáo Vietnam Country Report số 12/165 năm 2012 của IMF ước tính dự trữ ngoại hối của Việt Nam vào cuối năm 2011 là 13,5 tỉ USD.

thiếu rủi ro nợ công trong ngắn hạn. Yếu tố rủi ro duy nhất đối với khả năng thanh toán nợ ngắn hạn của Việt Nam có lẽ nằm ở mức dự trữ ngoại hối thấp khi nó chỉ tương đương với giá trị hai tháng nhập khẩu của toàn nền kinh tế.

Cuối cùng là nhóm biến số phản ánh rủi ro tỉ giá vĩ mô. Rủi ro này là sự kết hợp của tăng trưởng thấp và tỉ giá tương đối cố định. Việt Nam có mức tăng trưởng khá cao trong khu vực và trên thế giới. Trung bình trong năm năm qua, mặc dù phải đối mặt với các cú sốc bất lợi từ kinh tế thế giới cũng như trong nước nhưng Việt Nam vẫn đạt được tốc độ tăng trưởng GDP xấp xỉ 6,5%/năm. Tốc độ tăng trưởng có xu hướng giảm sút trong những năm gần đây tuy nhiên đó vẫn là một thành tựu đáng kể trong bối cảnh kinh tế toàn cầu gặp khó khăn. Không gặp rủi ro về tăng trưởng kinh tế nhưng Việt Nam lại có mức rủi ro tỉ giá khá cao. Sự định giá quá cao đồng nội tệ trong một chế độ tỉ giá khá cứng nhắc đã khiến tỉ giá thực VND/USD lên giá khoảng 50% trong giai đoạn 2001-2012. Sự lên giá thực này thứ nhất góp phần làm tăng thâm hụt tài khoản vãng lai của Việt Nam. Ngoài ra, trong bối cảnh dự trữ ngoại hối mỏng, nó còn làm tăng nguy cơ của các cuộc tấn công tiền tệ²⁵.

Hình 4.3. Tỉ giá hối đoái danh nghĩa và tỉ giá thực VND/USD



Nguồn: GSO và IMF.

²⁵Xem thêm Reinhart, Carmen, 2000. “The mirage of floating exchange rates,” MPRA Paper 13736, University Library of Munich, Germany.

Với các chỉ tiêu trong Bảng 4.1, chúng ta có thể dễ dàng áp dụng Cây Nhị phân trong Hình 4.1 để đánh giá rủi ro khủng hoảng nợ của Việt Nam. Lần lượt di chuyển theo các bậc ở Cây nhị phân, chúng ta thực hiện trả lời các câu hỏi cụ thể sau:

- “Tổng nợ nước ngoài của Việt Nam có lớn hơn 49,7% hay không?” - Do câu trả lời là KHÔNG (khoảng 41,5%) nên chúng ta chuyển sang nhánh bên trái và thực hiện tiếp câu hỏi thứ hai;

- “Nợ ngắn hạn có lớn hơn 130% dự trữ ngoại hối hay không?” - Câu trả lời tiếp tục là KHÔNG (xấp xỉ 53,5%) nên chúng ta di chuyển tiếp theo nhánh trái;

- “Nợ công nước ngoài có lớn hơn 215% tổng thu ngân sách hay không?” - Câu trả lời tiếp tục là KHÔNG. Nợ công nước ngoài xấp xỉ bằng 117% tổng thu ngân sách của Việt Nam năm 2011. Do vậy chúng ta tiếp tục di chuyển theo nhánh trái;

- “Tăng trưởng kinh tế có lớn hơn -5,45% hay không?” - Câu trả lời là CÓ do kinh tế Việt Nam vẫn có tăng trưởng dương (5,89%). Do vậy, Cây nhị phân này cho thấy, vào cuối năm 2011 và đầu năm 2012, Việt Nam không/chưa rơi vào vùng có nguy cơ khủng hoảng nợ.

Mặc dù các số liệu thống kê về nợ nước ngoài hiện tại cho thấy Việt Nam không/chưa có nguy cơ rơi vào cuộc khủng hoảng nợ. Tuy nhiên, do số liệu của Việt Nam sai lệch lớn so với số liệu của các tổ chức tài chính quốc tế và chưa được thống kê đầy đủ, do vậy nhiều thống kê trong Bảng 4.1 là khá nhạy cảm và dễ thay đổi, đặc biệt là Tổng nợ nước ngoài/GDP, Nợ công nước ngoài/Tổng thu ngân sách và Nợ ngắn hạn/Dự trữ ngoại hối. Khi đó câu trả lời ở mỗi bậc trong Cây nhị phân có thể sẽ rất khác. Do vậy, chúng tôi giả định các kịch bản khác nhau để đánh giá rủi ro khủng hoảng nợ trong tương lai của Việt Nam.

Thứ nhất, giả sử tổng nợ nước ngoài vượt 50% GDP - một khả năng dễ xảy ra nếu Việt Nam theo đuổi những dự án đầu tư quá lớn

và tồn kém như Dự án Tàu cao tốc Bắc Nam hoặc các dự án cơ sở hạ tầng tồn kém mà không đem lại hiệu quả kinh tế một cách tương xứng, hoặc khi nợ xấu hiện nay của DNNN trở thành gánh nặng của NSNN. Khi đó, câu trả lời đối với câu hỏi ở bậc thứ nhất trong Cây nhị phân sẽ là CÓ. Tiếp theo, ở bậc thứ hai câu trả lời tiếp tục là CÓ khi lạm phát của Việt Nam những năm gần đây luôn ở mức hai con số. Như vậy, Việt Nam sẽ rơi vào nút số 14 với xác suất xảy ra khủng hoảng nợ lên tới 66,8%. Hàng loạt các cuộc khủng hoảng trong quá khứ thuộc nhóm này bao gồm Jamaica 1981 và 1987, Ai Cập 1984, Bolivia 1986, Peru 1978, Ecuador 1982, 99, Uruguay 1987, Indonesia 2002, Bolivia 1980, Maroc 1983, Thổ Nhĩ Kỳ 2000, Nam Phi 1985, Uruguay 1990, v.v...

Kịch bản thứ hai là trường hợp Tổng nợ nước ngoài/GDP < 50% tuy nhiên Nợ công nước ngoài/Tổng thu ngân sách > 2,15 lần. Kịch bản này cũng tương đối dễ xảy ra khi thu ngân sách của Việt Nam đang có sức ép giảm và có nhiều nguồn không bền vững và khi tốc độ gia tăng của nợ công không được kiểm soát chặt hoặc chưa được thống kê đầy đủ. Trong trường hợp này, Việt Nam sẽ rơi vào nút số 5 với xác suất xảy ra khủng hoảng là 55%.

Cuối cùng, kịch bản thứ ba là trường hợp nợ ngắn hạn/dự trữ ngoại hối vượt 1,34 lần. Kịch bản này tuy khó xảy ra hơn so với hai kịch bản trên tuy nhiên xác suất xảy ra không hề nhỏ khi nghĩa vụ trả gốc và lãi nợ nước ngoài của Việt Nam ngày càng tăng, và khi các khoản vay thương mại ngày càng lớn. Đặc biệt, rủi ro này sẽ tăng mạnh nếu Việt Nam không cải thiện được cán cân vãng lai và môi trường kinh tế vĩ mô trong những năm tới. Với kịch bản này khả năng xảy ra khủng hoảng nợ sẽ phụ thuộc nhiều vào các yếu tố khác như sự linh hoạt của tỉ giá hối đoái và lãi suất trên thị trường quốc tế.

ĐÁNH GIÁ TÍNH BỀN VỮNG CỦA NỢ CÔNG

Mục tiêu và phương pháp luận

Nhược điểm của Phương pháp Cây nhị phân ở trên là chỉ đưa ra được khả năng/nguy cơ rơi vào khủng hoảng nợ tại một thời điểm nào đó dựa trên số liệu trong quá khứ mà không chỉ ra được những nguyên nhân tiềm ẩn ảnh hưởng đến tính bền vững của nợ quốc gia. Do vậy, mục tiêu chính của phần này là thực hiện đánh giá tính bền vững (Debt Sustainability Analysis - DSA) và những rủi ro tài khoá đi kèm của nợ công Việt Nam. Việc phân tích này được dựa trên phương pháp luận do WB (2006) và IMF (2011) xây dựng dành cho các nước có thu nhập thấp²⁶. Tuy nhiên, do nhiều thống kê về nợ không được công bố, chúng tôi cố gắng xây dựng khung phương pháp đánh giá tính bền vững của nợ công Việt Nam và đưa ra các khuyến cáo về tính minh bạch thông tin nhằm phục vụ cho công tác quản lý, theo dõi và đánh giá nợ sau này. Cụ thể, phương pháp này nhằm vào các mục tiêu sau:

- Đánh giá hiện trạng nợ công bao gồm việc xem xét quy mô hiện tại, cơ cấu kì hạn, cơ cấu lãi suất cố định hay thả nổi, cơ cấu tiền tệ và chủ nợ;
- Xác định tính dễ tổn thương của cơ cấu nợ hiện tại hoặc rủi ro chính sách để từ đó khuyến nghị những điều chỉnh thích hợp; và
- Dự báo nợ công tương lai và đưa ra các khuyến nghị chính sách để tránh sự đổ vỡ hoặc ổn định nợ công.

Nợ công nước ngoài của một quốc gia được coi là bền vững nếu như các nghĩa vụ nợ (trả gốc và lãi) được thực hiện một cách đầy đủ mà không cần sử dụng đến các biện pháp tài trợ ngoại lệ (ví

²⁶Tham khảo World Bank (2006), “How to do a Debt Sustainability Analysis for Low-Income Countries.” Debt Division, World Bank, Washington, DC. và International Monetary Fund (2011), “Some Tools for Public Sector Debt Analysis”, Chapter 9 in Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users.

dụ như xin miễn giảm), hoặc không cần phải thực hiện những điều chỉnh lớn đối với cán cân thu nhập và chi tiêu của mình. Đối với các quốc gia có thu nhập thấp, việc thực hiện nghĩa vụ nợ thường gặp khó khăn khi các chủ nợ, bao gồm các tổ chức quốc tế và chính phủ các nước, và các nhà tài trợ không cung ứng các khoản vay hoặc tài trợ mới đủ để tài trợ cho thâm hụt tài khoá cơ bản. Ngoài ra, việc thực hiện nghĩa vụ nợ cũng gặp rắc rối nếu như nó có chi phí tiền lãi quá lớn.

Mặc dù nợ nước ngoài thường có quy mô lớn và thường là nguyên nhân chính gây ra các cuộc khủng hoảng nợ, nợ trong nước ở các nền kinh tế phát triển cũng không hề nhỏ. Hơn nữa, không giống như nợ nước ngoài, nợ trong nước thường có lãi suất rất cao và dễ thay đổi theo môi trường kinh tế vĩ mô ở các nước thu nhập thấp. Đặc biệt, nợ trong nước thường có kì hạn ngắn nên nó có thể làm nảy sinh những rủi ro đi liền với nhu cầu đảo nợ hàng năm. Do vậy, chúng tôi sẽ thực hiện việc đánh giá tính bền vững của nợ công dựa trên cả các thông tin về nợ nước ngoài lẫn nợ trong nước.

Thực hiện đánh giá

Cấu trúc nợ của Việt Nam

Tổng nợ nước ngoài phản ánh tất cả các nghĩa vụ nợ đối với nước ngoài của cả khu vực công lẫn khu vực tư của nền kinh tế Việt Nam. Tổng nợ nước ngoài được phân tách ra thành nợ công nước ngoài (gồm nợ nước ngoài của Chính phủ và nợ nước ngoài được Chính phủ bảo lãnh) và nợ nước ngoài không được Chính phủ bảo lãnh (gồm cả của khu vực tư và DNNN).

Tổng nợ công được định nghĩa là nợ trong nước và nước ngoài của khu vực công, bao gồm nợ của chính quyền trung ương và chính quyền địa phương nhưng không bao gồm nợ của DNNN, kể cả những doanh nghiệp mà Nhà nước sở hữu trên 50% vốn. Chỉ có nợ của các DNNN được Chính phủ bảo lãnh mới được tính vào tổng nợ công.

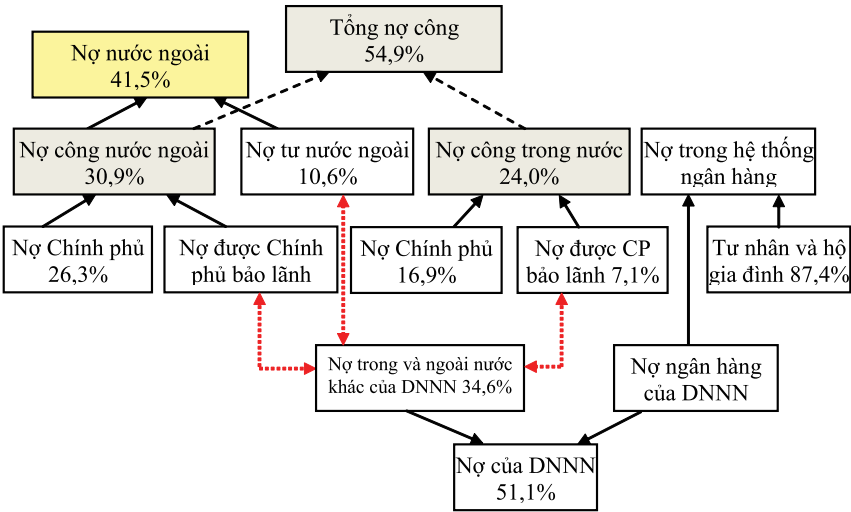
Các thống kê về nợ của Việt Nam được chúng tôi thu thập và tính toán từ các nguồn khác nhau và trình bày chi tiết trong Hình 4.4. Trước tiên, có thể thấy rằng, việc tiếp cận các nguồn thông tin chính thống và cập nhật về nợ công, nợ nước ngoài và nợ của DNNN ở Việt Nam là hết sức khó khăn. Nguồn thông tin chính thống về nợ nước ngoài của Việt Nam hiện nay được cung cấp duy nhất qua *Bản tin Nợ nước ngoài* phát hành định kỳ sáu tháng/lần của Bộ Tài chính. Tuy nhiên, thông tin trong bản tin này không được cập nhật, bản tin mới nhất (Bản tin số 7) chỉ phản ánh sơ sài về thống kê nợ nước ngoài cho tới hết năm 2010. Các thống kê khác về nợ công trong nước và đặc biệt là nợ của khối DNNN đều không được công bố chi tiết và chính thống. Các số liệu về nợ của DNNN được chúng tôi thu thập và tính toán dựa vào báo cáo của Bộ Tài chính tại các kỳ họp Quốc hội và thống kê dư nợ tín dụng trong hệ thống ngân hàng của NHNN, do vậy các con số này có thể khác nhau về thời điểm tính toán. Thách thức đầu tiên trong việc quản lý nợ công Việt Nam đó là việc xây dựng một hệ thống cung cấp và quản trị thông tin nợ công/nợ nước ngoài một cách minh bạch và nhanh chóng. Điều này có lẽ cần có sự nhìn nhận đúng đắn của các nhà quản lý và hoạch định chính sách ở Việt Nam về vấn đề quản lý rủi ro nợ công hiện nay.

Tính đến hết năm 2011, tổng nợ công của Việt Nam là vào khoảng 54,9% GDP, trong đó nợ công nước ngoài và nợ công trong nước lần lượt là 30,9% và 24,0% GDP, các con số tương ứng ước tính cho năm 2012 là 55,4% GDP; 29,6% GDP và 25,8% GDP²⁷. Tuy nhiên, rủi ro tiềm tàng lớn nhất đối với nợ công của Việt Nam có lẽ không phải ở những khoản nợ được ghi nhận trên sổ sách. Những khoản nợ xấu của khu vực DNNN mà rất có thể sẽ phải dùng ngân sách nhà nước để trả mới là mầm mống đe dọa tính bền vững của nợ công Việt Nam. Cụ thể, khoản nợ nước ngoài của khu vực tư, mà chủ yếu là DNNN, không được Chính phủ bảo lãnh chiếm 10,6% GDP.

²⁷Theo Báo cáo số 305/BC-CP về tình hình nợ công của Chính phủ ngày 30/10/2012 trình Quốc hội.

Ngoài ra, nợ trong hệ thống ngân hàng của khu vực DNNN theo ghi nhận trong đề án Tái cấu trúc DNNN của Bộ Tài chính (2012) cũng chiếm xấp xỉ khoảng 16,5% GDP. Nếu tính đến các con số này và cộng với các khoản nợ bằng trái phiếu trong nước không được Chính phủ bảo lãnh khác của DNNN, thì nợ công Việt Nam sẽ lên tới xấp xỉ 95% GDP, vượt xa so với ngưỡng an toàn (60% GDP) được khuyến cáo bởi các tổ chức quốc tế như WB hay IMF.

Hình 4.4. Cấu trúc nợ của Việt Nam (% GDP) tính đến cuối năm 2011



Nguồn: - Thống kê nợ nước ngoài và nợ công được cập nhật từ Báo cáo về tình hình nợ công - 305/BC-CP năm 2012 của Chính phủ;
- Thống kê về nợ trong hệ thống ngân hàng được tính toán từ tổng dư nợ tín dụng của NHNN;
- Nợ ngân hàng của DNNN được lấy từ đề án Tái cơ cấu DNNN của Bộ Tài chính (2012), tổng nợ của DNNN được lấy từ văn bản trả lời của Bộ trưởng Tài chính tại kì họp thứ 4, Quốc hội khoá XIII, tháng 11/2012.

Cơ cấu kì hạn và lãi suất

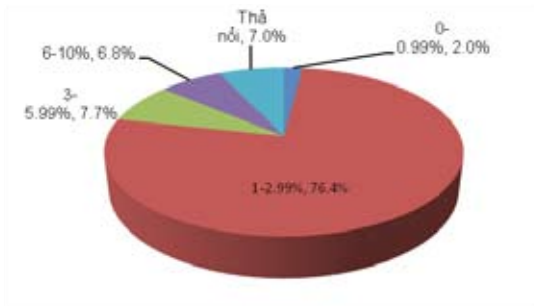
Là quốc gia có thu nhập thấp cộng với những thành tựu kinh tế đáng kể đã khiến giúp Việt Nam được hưởng các khoản vay ưu đãi với kì hạn dài và lãi suất thấp từ các tổ chức quốc tế trong suốt hơn một thập kỉ qua. Những tính toán đơn giản từ *Bản tin Nợ Nước ngoài*

số 7 của MoF cho thấy, tính đến 31/12/2010, có tới hơn 76,4% nợ nước ngoài của Chính phủ có mức lãi suất cố định ưu đãi dưới 3%. Do bản tin này không cung cấp chi tiết mức lãi suất của từng khoản nợ nên việc tính chính xác mức lãi suất hữu hiệu (trung bình) của nợ nước ngoài là không khả thi. Tuy nhiên, cận trên và cận dưới của lãi suất hữu hiệu có thể được ước tính xấp xỉ dựa trên các biên độ lãi suất cung cấp trong bản tin đó. Kết quả tính toán cho thấy, mức lãi suất hữu hiệu của nợ nước ngoài của Chính phủ Việt Nam nằm trong khoảng từ 1,5-3,7%, chưa bằng 1/3 so với mức 10,98% tương ứng của nợ trong nước. Điều này hàm ý gánh nặng lãi suất của các khoản nợ công nước ngoài của Việt Nam là khá nhỏ trong khi gánh nặng lãi suất nợ công trong nước là khá cao.

Tuy nhiên, cũng cần lưu ý rằng, trong vài năm trở lại đây, quy mô của các khoản vay thương mại trong nợ nước ngoài với lãi suất cao đang có xu hướng tăng lên. Tính đến hết ngày 31/12/2010, đã có gần 6,8% tổng nợ nước ngoài của Chính phủ có lãi suất lên tới 6-10% và hơn 7,0% tổng nợ nước ngoài của Chính phủ có lãi suất thả nổi.

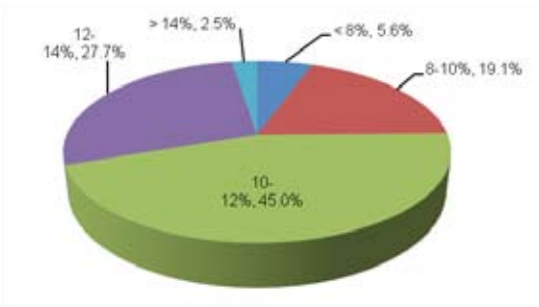
Bên cạnh đó, cơ cấu kì hạn của các khoản nợ công trong nước cũng gây rủi ro khá lớn. Trong khi các khoản nợ nước ngoài có kì hạn dài tới vài chục năm thì hơn 88,7% nợ TPCP và TPCP bảo lãnh có kì hạn chỉ từ 2-5 năm. Do vậy, nghĩa vụ nợ nước ngoài được dàn khá đều qua mỗi năm (khoảng 1,5-2 tỉ USD/năm) thì nghĩa vụ nợ trong nước lại dồn nén trong tương lai gần (xấp xỉ 4,5-5 tỉ USD/năm trong vòng bốn năm tới). Cùng với triển vọng cán cân ngân sách cơ bản tiếp tục thâm hụt, Hình 4.11 cho thấy sức ép phát hành trái phiếu để đảo nợ trong nước trong những năm tới là rất lớn.

Hình 4.5. Lãi suất và tỉ trọng các khoản nợ công nước ngoài tính đến 31/12/2010



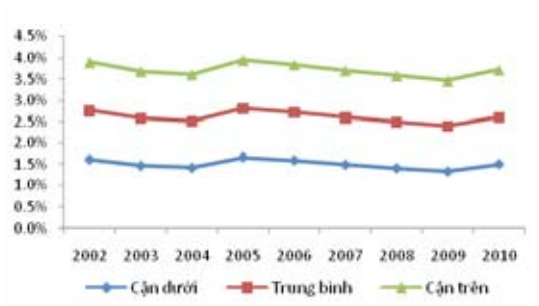
Nguồn: Bản tin Nợ nước ngoài số 7 (MoF).

Hình 4.6. Lãi suất và tỉ trọng các khoản nợ TPCP và TPCP bảo lãnh trong nước tính đến 30/6/2012



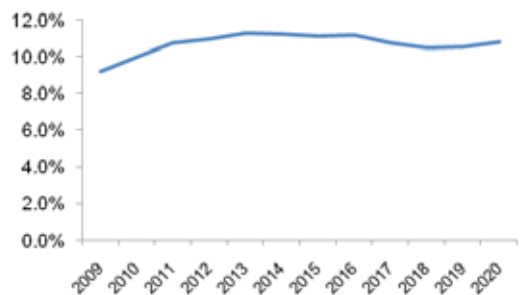
Nguồn: HNX và tính toán của tác giả.

Hình 4.7: Lãi suất hữu hiệu của nợ công nước ngoài



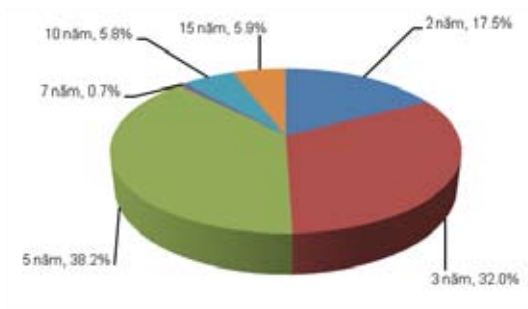
Nguồn: Bản tin Nợ nước ngoài số 7 (MoF).

Hình 4.8. Lãi suất hữu hiệu của nợ công trong nước



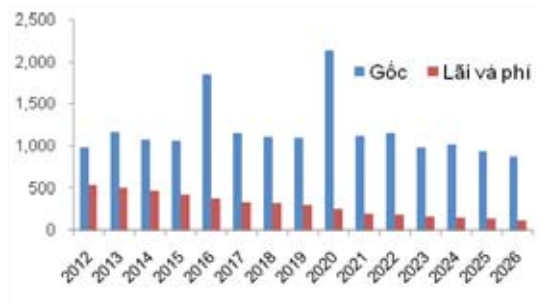
Nguồn: HNX và tính toán của tác giả.

Hình 4.9. Cơ cấu kì hạn của TPCP và TPCP bảo lãnh trong nước tính đến 30/6/2012



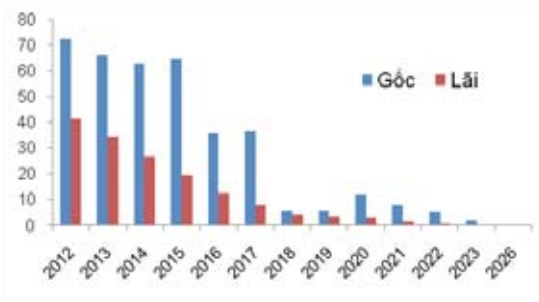
Nguồn: HNX và tính toán của tác giả.

Hình 4.10. Dự kiến nghĩa vụ nợ công nước ngoài tính đến 31/12/2010 (triệu USD)



Nguồn: Bản tin Nợ nước ngoài số 7 (MoF).

Hình 4.11. Dự kiến nghĩa vụ nợ TPCP và TPCP bảo lãnh trong nước (ngàn tỉ đồng)



Nguồn: HNX tính đến 30/6/2012 và tính toán của tác giả.

Bảng 4.2. So sánh nợ trong nước (TPCP và TPCP bảo lãnh) và nước ngoài năm 2012

	Nợ trong nước	Nợ nước ngoài
Tỉ trọng	46,5%	53,5%
Kì hạn trung bình	4,72 năm	---
Lãi suất hữu hiệu	10,98%	2,60%
Nghĩa vụ nợ gốc	3,46 tỉ USD	0,97 tỉ USD
Nghĩa vụ nợ lãi	1,98 tỉ USD	0.53 tỉ USD

Nguồn: HNX, MoF và tính toán của tác giả.

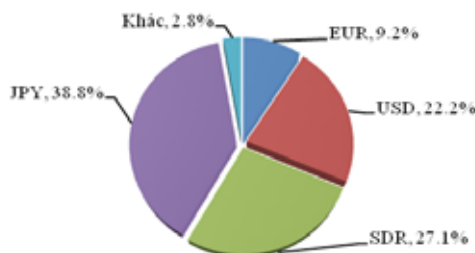
Như vậy, với tỉ trọng đang có xu hướng tăng nhanh trong những năm gần đây, nợ công trong nước đang hàm chứa những rủi ro do lãi suất cao cộng với kì hạn ngắn của nó. Chỉ tính riêng năm 2012, nghĩa vụ trả nợ lãi và gốc lên tới xấp xỉ 5,44 tỉ USD hay tương đương 4,5% GDP của năm 2011. Đây là những nguyên nhân chính của hiện tượng chi tiêu công lấn át chi tiêu tư nhân kết hợp với lạm phát cao do sức ép tài trợ trái phiếu thông qua việc tăng cung tiền.

Cơ cấu đồng tiền và tỉ giá

Mặc dù nợ nước ngoài có thể được hưởng lãi suất thấp, nó lại tiềm ẩn đầy rủi ro về tỉ giá. Sự mất giá của đồng nội tệ sẽ khiến cho gánh nặng nợ nước ngoài tính theo nội tệ tăng lên. Cũng theo Bản tin Nợ nước ngoài số 7, trong nhiều năm qua, cơ cấu nợ nước ngoài của

Chính phủ Việt Nam theo các đồng tiền khác nhau khá ổn định. Nếu phân theo loại tiền, tính đến hết tháng 12/2010, cơ cấu nợ nước ngoài của Chính phủ Việt Nam chủ yếu bao gồm những đồng tiền mạnh như JPY (38,8%), SDR (27,1%), USD (22,2%) và EUR (9,2%). Nợ theo các đồng tiền khác chỉ chiếm một tỉ lệ rất nhỏ (chưa đến 3%). Nếu phân theo chủ nợ, các chủ nợ lớn của Chính phủ Việt Nam bao gồm Nhật (34,3% tổng nợ) và các tổ chức quốc tế như IDA (24,9%) và ADB (15,0%). Nước Mỹ và khối EU chỉ chiếm lần lượt 0,3% và gần 6,9% tổng nợ của Chính phủ Việt Nam, tuy nhiên nợ theo đồng tiền của các nước/khu vực này lại chiếm tỉ trọng lớn. Điều này cho thấy các chủ nợ thường có xu hướng sử dụng những đồng tiền mạnh, và việc vay nợ theo các đồng tiền mạnh này khiến nợ nước ngoài chịu rủi ro cao khi chúng có xu hướng lên giá theo thời gian.

Hình 4.12. Tỉ trọng nợ công nước ngoài theo các đồng tiền khác nhau



Nguồn: Bản tin Nợ nước ngoài số 7 (MoF).

Cụ thể, chỉ tính kể từ đầu năm 2010 đến cuối tháng 6/2011, ba đồng tiền chủ chốt gồm EUR, USD và JPY trong giỏ nợ nước ngoài của Việt Nam đã lên giá lần lượt khoảng 12%, 13% và 26% so với VND. Điều này cho thấy gánh nặng nợ nước ngoài tính theo nội tệ đang tăng với tốc độ chóng mặt và gây sức ép đối với thâm hụt ngân sách và chính sách tiền tệ. Để có một bức tranh khái quát về mức độ rủi ro tỉ giá của nợ nước ngoài, chúng tôi thực hiện việc tính toán tỉ giá hữu hiệu danh nghĩa (NEER) của VND so với các đồng tiền nằm trong giỏ nợ nước ngoài của Chính phủ Việt Nam. Kết quả tính toán

cho thấy, kể từ năm 2002 đến hết năm 2010, đồng VND đã mất giá tới 41% so với các đồng tiền này. Tuy nhiên, nếu tính theo giá trị thực, giá trị các khoản nợ này lại giảm khi lạm phát trong giai đoạn này của Việt Nam lên tới 110%. Tức là, gánh nặng nợ của Chính phủ đang được san sẻ sang người dân thông qua thuế lạm phát.

Hộp 4.1. Tỷ giá hữu hiệu danh nghĩa

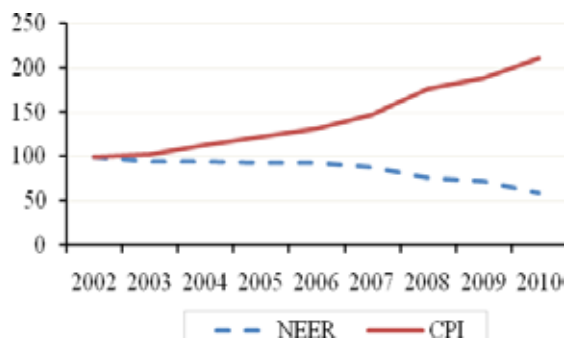
Tỷ giá hữu hiệu danh nghĩa (NEER) được sử dụng để đánh giá sự lên giá/mất giá của đồng nội tệ so với một giỏ các đồng tiền khác. Ở đây, NEER được tính theo tỷ giá danh nghĩa trung bình có tỉ trọng của đồng nội tệ với đồng tiền nằm trong giỏ nợ nước ngoài của Việt Nam. Cụ thể, NEER được tính như sau:

$$NEER = \sum_{i=1}^n w_i \frac{e}{e_i}$$

Trong đó e là tỷ giá của VND so với USD; e_i là tỷ giá đồng ngoại tệ i so với USD; w_i là tỉ trọng của ngoại tệ i trong giỏ nợ và; n là số loại ngoại tệ nằm trong giỏ nợ nước ngoài.

Sự gia tăng NEER có hàm ý VND đã lên giá, còn sự giảm sút của NEER phản ánh sự mất giá của VND so với 18 đồng tiền khác trong giỏ nợ nước ngoài của Việt Nam. Khi NEER giảm, nó hàm ý gánh nặng nợ nước ngoài của Việt Nam đã tăng lên. Kết quả tính toán NEER áp dụng với số liệu nợ nước ngoài của Chính phủ Việt Nam trong giai đoạn 2002-2010 được trình bày trong Hình B4.1.

Hình B4.1. Tỷ giá hối đoái hữu hiệu danh nghĩa (NEER) và CPI



Nguồn: Tính toán của tác giả từ số liệu của MoF và GSO.

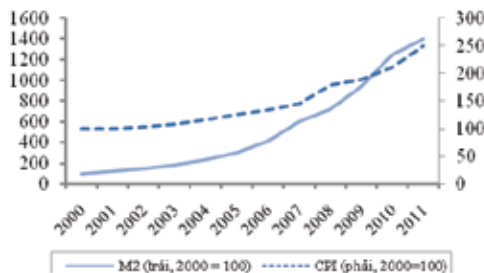
Hộp 4.2. Thuế lạm phát

Thông thường, để tài trợ cho thâm hụt ngân sách, chính phủ các nước có nhiều cách khác nhau bao gồm: tăng thuế, vay nợ hoặc in tiền. Giả sử Chính phủ lựa chọn cách tăng cung tiền khiến cho đồng tiền mất giá và giá cả hàng hóa, dịch vụ trong nền kinh tế tăng lên.

Sự gia tăng của giá cả trong trường hợp này là một loại thuế tàng hình. Giả sử giá cả tăng 10% khiến cho sức mua của người dân giảm thì nó cũng tương đương với việc Chính phủ đánh thuế 10% vào thu nhập của người dân. Do vậy, loại lạm phát gây ra bởi việc in tiền tài trợ cho chi tiêu Chính phủ còn được gọi là thuế lạm phát.

Mặc dù đều làm giảm thu nhập thực của người dân nhưng thuế lạm phát lại ít gặp phải sự phản ứng gay gắt từ công chúng như đối với biện pháp tăng thuế thu nhập. Do vậy nó thường được Chính phủ các nước lựa chọn đặc biệt khi Ngân hàng trung ương không có sự độc lập. Thuế lạm phát chủ yếu đánh vào những người giữ tiền mặt hoặc có thu nhập danh nghĩa cố định. Thông thường, những người có thu nhập thấp và trung bình do thiếu các công cụ phòng chống rủi ro như đầu tư vào vàng, bất động sản và ngoại tệ, sẽ là những người chịu thuế nhiều nhất.

Hình B4.2. Cung tiền và giá tiêu dùng ở Việt Nam (Năm 2000=100)



Nguồn: ADB và GSO.

Ở Việt Nam, lương thực và thực phẩm luôn có giá cả tăng nhanh hơn những hàng hóa khác. Trong khi đó, chi tiêu cho lương thực và thực phẩm chiếm tỉ trọng lớn trong tổng chi tiêu của người nghèo. Điều này hàm ý, thuế lạm phát có thể làm giảm gánh nặng nợ công cho Chính phủ nhưng nó cũng đang chuyển giao thu nhập từ người nghèo sang người giàu, khiến cho khoảng cách giàu nghèo trong nền kinh tế ngày càng gia tăng.

Với mức nợ công vào thời điểm cuối năm 2011 là 54,9% GDP và có xu hướng tăng khi Chính phủ tiếp tục có thâm hụt ngân sách hàng năm, thì lạm phát tiếp tục giúp làm giảm tỉ lệ nợ công/GDP. Ứng trước ngân sách của năm sau để chi tiêu trong năm hiện tại và việc gián tiếp mua lại trái phiếu Chính phủ của NHNN là những kênh khiến cung tiền và lạm phát tăng nhanh.

Trong phần này, chúng tôi thực hiện việc so sánh nghĩa vụ và khối lượng nợ với các thước đo phản ánh năng lực trả nợ của Việt Nam.

Nghĩa vụ nợ (Debt service) bao gồm chi trả nợ gốc và lãi hàng năm. Nó phản ánh nguồn lực mà Việt Nam phải bỏ ra hàng năm để thực hiện nghĩa vụ vay nợ của mình và phản ánh năng lực tài khoá đối với khu vực tư nhân. So sánh nghĩa vụ nợ với khả năng thanh toán sẽ cho ta những chỉ báo tốt nhất để phân tích xem nước đó có gặp phải khó khăn gì trong việc chi trả ở thời điểm hiện tại hay không. Tuy nhiên, thước đo này không giúp gì được cho việc dự báo nợ bởi nó không tính được các khoản vay nợ có thể phát sinh trong tương lai.

Khối lượng nợ (Debt stock) là chỉ số phản ánh gánh nặng nợ có tính đến các khoản thanh toán nợ trong tương lai. Khối lượng nợ có thể được đo lường bởi giá trị danh nghĩa hoặc giá trị hiện tại ròng (NPV) của nợ. Khi đo lường theo giá trị danh nghĩa, khối lượng nợ chính là tổng giá trị của các khoản chi trả nợ gốc trong tương lai, mà không liên quan gì đến lãi suất của nợ. Khi đo lường theo NPV, khối lượng nợ là tổng giá trị chiết khấu của các dòng chi trả nợ gốc và lãi trong tương lai. Tuy nhiên, thước đo NPV cũng bỏ qua sự thay đổi của năng lực trả nợ theo thời gian. Gánh nặng nợ hiện tại có thể không đáng ngại nếu như năng lực trả nợ của quốc gia tăng dần trong tương lai. Ngoài ra, cũng như nhiều quốc gia có thu nhập thấp khác, nợ nước ngoài của Việt Nam phần lớn là nợ ưu đãi với lãi suất thấp và kì hạn dài. Do vậy, thước đo NPV có thể phản ánh chính xác hơn gánh nặng nợ nước ngoài. Trong khi đó, nợ trong nước thường có lãi suất thị trường, do vậy giá trị danh nghĩa thường được sử dụng khi xem xét tổng nợ công. Công thức tính NPV của nợ có thể được viết như sau:

$$NPV_t = \frac{DS_{t+1}}{(1+r)^1} + \frac{DS_{t+2}}{(1+r)^2} + \frac{DS_{t+3}}{(1+r)^3} + \dots \quad (4.1)$$

Trong đó DS_t phản ánh các nghĩa vụ nợ ở năm t và r là lãi suất thị trường, thường được gọi là tỉ lệ chiết khấu. NPV của nợ sẽ nhỏ hơn giá trị danh nghĩa của nợ nếu như lãi suất nợ nhỏ hơn tỉ lệ chiết khấu và ngược lại.

Các báo cáo về nợ của Việt Nam hiện nay không cung cấp đầy đủ thông tin về các dòng chi trả nợ gốc và lãi trong tương lai. Bản tin Nợ nước ngoài của Bộ Tài chính hiện chỉ cung cấp các dòng chi trả của nợ nước ngoài cho đến năm 2026. Trong khi đó, các khoản nợ nước ngoài của Việt Nam có kì hạn dài lên đến 20-30 năm nên việc tính toán NPV là không khả thi. Do vậy, chúng tôi sử dụng giá trị danh nghĩa để phản ánh khối lượng nợ trong phân tích tính bền vững của nợ Việt Nam. Việc tính toán NPV sẽ được thực hiện khi các nguồn thông tin được cung cấp đầy đủ.

Năng lực trả nợ có thể được đo lường theo GDP, xuất khẩu và thu ngân sách. GDP phản ánh nguồn lực tổng thể của nền kinh tế, trong khi xuất khẩu cung cấp thông tin cho chúng ta về lượng ngoại tệ có thể dùng để trả nợ. Thu ngân sách phản ánh khả năng của chính phủ trong việc tạo ra nguồn lực tài chính. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng giá trị xuất khẩu của Việt Nam phụ thuộc nhiều vào các nguồn nguyên vật liệu và máy móc nhập khẩu. Do vậy, việc sử dụng tổng giá trị xuất khẩu làm thước đo phản ánh năng lực trả nợ nước ngoài có thể sẽ cung cấp những thông tin kém chính xác.

Theo thông lệ, nợ nước ngoài thường được so sánh với GDP và xuất khẩu trong khi nợ công thường được so sánh với GDP và thu ngân sách. Tương tự như vậy, nghĩa vụ nợ nước ngoài và nghĩa vụ nợ công thường lần lượt được tính toán trong mối quan hệ với xuất khẩu và tổng thu ngân sách. Các chỉ tiêu phản ánh nợ được chúng tôi tính toán và trình bày trong Bảng 4.3.

Bảng 4.3. Gánh nặng nợ của Việt Nam tính đến cuối năm 2011 (%)

Chỉ số	Giá trị
Nợ nước ngoài/GDP	41,5
Nợ nước ngoài/Xuất khẩu	55,2
Nợ công/GDP	54,9
Nợ công/Thu ngân sách	206,3
Nghĩa vụ nợ công nước ngoài/Dự trữ ngoại hối	11,8
Nghĩa vụ nợ công nước ngoài/Xuất khẩu	1,7
Nghĩa vụ nợ công/Thu ngân sách	21,6

Nguồn: Tính toán của tác giả từ HNX và MoF.

Bảng 4.4. Ngưỡng an toàn của tổng nợ nước ngoài theo WB và IMF

	Giá trị của nợ theo % của			Nghĩa vụ nợ theo % của	
	Xuất khẩu	GDP	Thu NS	Xuất khẩu	Thu NS
Chính sách yếu	100	30	200	15	25
Chính sách trung bình	150	40	250	20	30
Chính sách tốt	200	50	300	25	35
Việt Nam	55,2	41,5	156,0	2,55	7,20

Nguồn: - Hướng dẫn phân tích tính bền vững của nợ LIC (A Guide to LIC Debt Sustainability Analysis), WB (2006);
- Ước tính của tác giả từ các nguồn số liệu của MoF.

Việc xếp hạng một nước rơi vào trường hợp chính sách yếu, trung bình hoặc tốt được WB xếp hạng dựa trên điểm đánh giá chất lượng chính sách và thể chế CPIA (Country Policy and Institutional Assessment). Nói một cách tóm tắt, CPIA đo lường mức độ hỗ trợ của chính sách và khung thể chế của một quốc gia đối với tăng trưởng bền vững và giảm đói nghèo. CPIA được chấm theo thang điểm 6. Những nước có điểm CPIA thấp hơn hoặc bằng 3,25 được coi là có chính sách yếu, bằng hoặc lớn hơn 3,75 được coi là tốt. Việt Nam được chấm điểm 3,86, tức là thuộc vùng thấp ở diện những nước có chính sách tốt vào năm 2010. Tuy nhiên, lạm phát cao và tăng trưởng giảm sút trong năm 2011 do các chính sách thắt chặt tài

khoá và tiền tệ thì nhiều khả năng điểm CPIA của Việt Nam sẽ rơi vào nhóm trung bình.

Bảng 4.4 cho thấy một số chỉ tiêu phản ánh khối lượng nợ đã tiệm cận với các ngưỡng cảnh báo. Cụ thể, tổng nợ nước ngoài/GDP của Việt Nam đã vượt ngưỡng khuyến cáo đối với quốc gia có môi trường chính sách trung bình và trong khi nợ nước ngoài/thu ngân sách đang tiến dần tới ngưỡng của quốc gia có chính sách yếu. Tuy nhiên, nếu xét theo các chỉ số phản ánh nghĩa vụ nợ nước ngoài, dù rơi vào nhóm môi trường chính sách nào đi chăng nữa thì nghĩa vụ nợ nước ngoài của Việt Nam còn ở dưới xa các ngưỡng cảnh báo của IMF và WB. Có được điều này là nhờ các khoản vay ưu đãi từ các tổ chức quốc tế.

Do vậy, có thể thấy rằng, rủi ro nợ công của Việt Nam chủ yếu đến từ phần nợ trong nước. Nợ nước ngoài tuy quy mô khá lớn nhưng nhờ được hưởng lãi suất cao và kì hạn dài nên gánh nặng trả nợ hàng năm là tương đối thấp trong những năm tới. Tuy nhiên, trạng thái an toàn này chỉ được đảm bảo nếu như Việt Nam ổn định được tỉ giá hối đoái. Điều này, đến lượt nó lại được quyết định bởi việc liệu chúng ta có cải thiện được cán cân vãng lai và duy trì được môi trường lạm phát thấp trong tương lai hay không.

Ngược với nợ nước ngoài, gánh nặng nợ công trong nước đang đè nặng lên cán cân tài khoá hàng năm. Cụ thể, tổng nợ công/thu ngân sách của Việt Nam hiện nay đã vượt 206,3% thu ngân sách và nghĩa vụ nợ công/thu ngân sách cũng lên tới hơn 21,6%. Đặc biệt, các khoản nợ công trong nước với lãi suất cao và kì hạn ngắn gây sức ép lớn đối với việc đảo nợ. Ước tính, trong giai đoạn 2012-2014, mỗi năm Việt Nam cần phát hành khoảng xấp xỉ 100-120 ngàn tỉ đồng TPCP và TPCP bảo lãnh, tương đương với khoảng hơn 15% tổng thu ngân sách, chỉ để trả nợ gốc và thanh toán nợ lãi trong nước.

CHƯƠNG 5

DỰ BÁO NỢ CÔNG

Thâm hụt ngân sách và nợ công đôi khi là cần thiết đối với một quốc gia, đặc biệt là đối với những nước đang phát triển khi mà nhu cầu đầu tư cho cơ sở hạ tầng rất lớn, hoặc trong những thời kì nền kinh tế cần các gói kích thích để chống lại chu kì suy thoái do những cú sốc bên ngoài. Tuy nhiên, việc kéo dài thâm hụt ngân sách và kéo theo nợ công tăng nhanh, ngoài những nguy cơ về một cuộc khủng hoảng nợ, trong dài hạn nó còn tác động tiêu cực đến sự ổn định kinh tế vĩ mô và thịnh vượng của một quốc gia.

Để thấy rõ những bức tranh về nợ công trong tương lai, chúng tôi thực hiện mô phỏng tỉ lệ nợ công/GDP theo các giả định khác nhau về thâm hụt ngân sách, lãi suất, và tỉ lệ lạm phát ở Việt Nam từ nay cho tới năm 2020. Theo định nghĩa, nợ công là tích lũy của các khoản thâm hụt trong quá khứ và hiện tại. Giả sử không có việc in tiền, Chính phủ phải vay nợ để tài trợ cho thâm hụt ngân sách và điều này làm phát sinh những khoản nợ mới. Do vậy, sự gia tăng giá trị hiện tại của nợ công được thể hiện qua phương trình sau:

$$\Delta D = G - T + rD \quad (5.1)$$

Trong đó D là nợ công, G là tổng chi tiêu Chính phủ, T là tổng thu, và rD là chi trả lãi nợ gốc. Chia cả hai vế phương trình (1) cho tổng sản phẩm quốc nội GDP, ta có:

$$\frac{\Delta D}{Y} = \frac{G - T}{Y} + r \frac{D}{Y} \quad (5.2)$$

Cuối cùng, lưu ý rằng $\Delta D/Y = \Delta(D/Y) + (\Delta Y/Y)(D/Y)$ ta sẽ có được biểu thức phản ánh sự thay đổi của tỉ lệ nợ công/GDP qua các năm như sau:

$$\Delta \left[\frac{D}{Y} \right] = \frac{G - T}{Y} + (r - g) \frac{D}{Y} \quad (5.3)$$

Trong đó $g = \Delta Y/Y$ là tốc độ tăng trưởng của GDP danh nghĩa. Mọi biến trong phương trình (3) đều được thể hiện theo giá trị danh nghĩa. Phương trình này có thể được hiểu như sau. Tỉ lệ nợ/GDP sẽ tăng nếu như Chính phủ có thâm hụt ngân sách cơ bản, hay còn gọi là thâm hụt không tính chi trả nợ gốc và lãi nợ gốc ($G - T$), hoặc lãi suất nợ gốc lớn hơn tốc độ tăng trưởng GDP danh nghĩa.

Để dự báo được nợ công, theo phương trình (3), chúng ta phải dự báo/giả định về thâm hụt ngân sách cơ bản, ($G - T$), và tốc độ tăng trưởng của GDP danh nghĩa qua các năm, g . Thứ nhất, thành phần ($G - T$) bằng với thâm hụt tổng thể trừ đi lãi nợ gốc. Thâm hụt cơ bản được giả định dựa trên những số liệu của nó trong quá khứ và định hướng của chính sách tài khóa trong tương lai. Lãi nợ gốc trong những năm tới được ước tính dựa trên số liệu về lãi suất nợ công nước ngoài cung cấp bởi Bản tin Nợ nước ngoài số 7 của MoF cộng với ước tính về các khoản lãi phải trả đối với lượng trái phiếu Chính phủ hiện đang lưu hành trong nước. Thứ hai, ước tính về tốc độ tăng trưởng GDP danh nghĩa dựa trên những kịch bản khác nhau về tốc độ tăng trưởng thực và tỉ lệ lạm phát của nền kinh tế trong giai đoạn 2011-2020.

Chúng tôi thực hiện mô phỏng tỉ lệ D/Y theo các giả định khác nhau về môi trường vĩ mô. Tác động và giả định của một số biến vĩ mô quan trọng trong kịch bản tiêu chuẩn được tóm tắt như sau:

Tăng trưởng kinh tế sẽ làm tăng tổng thu nhập của nền kinh tế do vậy giúp làm giảm D/Y . Ngược lại, tăng trưởng kinh tế của một năm bất kì lại phần nào phụ thuộc vào thâm hụt ngân sách. Nếu Chính phủ thực hiện tăng chi tiêu/giảm thuế để kích thích tăng

trường thì D/Y có thể giảm do Y cao hơn, hoặc D/Y có thể tăng do thâm hụt ngân sách cao hơn. Trong kịch bản tiêu chuẩn chúng tôi giả định rằng trung bình trong giai đoạn 2012-2020, Việt Nam đạt tốc độ tăng trưởng 6%/năm.

Lạm phát là một loại thuế tàng hình, nó có thể giúp làm giảm D/Y do làm tăng GDP danh nghĩa. Tuy nhiên, lưu ý rằng lạm phát chủ yếu làm giảm giá trị thực của các khoản nợ bằng nội tệ. Đối với các khoản nợ bằng ngoại tệ, khi lạm phát gia tăng cũng thường kèm theo sự mất giá của nội tệ và làm tăng gánh nặng nợ công nước ngoài. Ngoài ra, lạm phát bị chi phối bởi tăng trưởng cung tiền, và tăng trưởng cung tiền thường có mối quan hệ chặt với thâm hụt ngân sách. Trong kịch bản tiêu chuẩn, chúng tôi giả định rằng lạm phát của Việt Nam ở mức 6%/năm.

Tỷ giá hối đoái có quan hệ chặt chẽ với D/Y do nó có ảnh hưởng đến gánh nặng nợ công nước ngoài. Sự mất giá của đồng nội tệ có vai trò quan trọng đến D/Y do nợ công nước ngoài chiếm khoảng trên 50% tổng nợ công của Việt Nam. Trong kịch bản tiêu chuẩn, chúng tôi giả định trong giai đoạn 2012-2020 VND mất giá danh nghĩa mỗi năm 5% so với USD.

Lãi suất là chi phí vay nợ. Lãi suất càng lớn thì thâm hụt ngân sách, và do vậy là nợ công, càng lớn. Lãi suất hữu hiệu của nợ công trong nước trong nước có thể được tính toán chi tiết dựa trên thông tin về lượng và lợi suất TPCP và TPCP bảo lãnh hiện đang lưu hành. Lãi suất hữu hiệu của nợ công nước ngoài trong thời gian tới được giả định là bằng với mức lãi suất hữu hiệu trung bình trong giai đoạn 2002-2010 cung cấp trong Bản tin Nợ nước ngoài số 7 của Bộ Tài Chính.

Thâm hụt ngân sách cơ bản được tính toán bằng cách lấy thâm hụt ngân sách không gồm chi trả nợ gốc trừ đi trả lãi nợ gốc. Ví dụ trong năm 2010, dự toán thâm hụt ngân sách không gồm chi trả nợ

gốc của Việt Nam là 55.470 tỉ đồng, xấp xỉ 2,48% GDP. Nếu lấy con số này trừ đi chi trả 8.158 tỉ đồng lãi nợ nước ngoài (*Bản tin Nợ nước ngoài*, số 7) và 26.640 tỉ đồng lãi TPCP (Ước tính toán từ HNX) chúng ta sẽ có được thâm hụt ngân sách cơ bản xấp xỉ 1,06% GDP của năm đó. Hiện nay, thâm hụt ngân sách cơ bản của Việt Nam không được ghi nhận trong dự toán/quyết toán ngân sách hàng năm. Hơn nữa, việc ước tính cũng gặp khó khăn khi nhiều khoản TPCP được để ngoại bảng. Ngay con số thâm hụt ngân sách tổng thể cũng cho thấy sự khác biệt lớn giữa nguồn của các tổ chức quốc tế như IMF và ADB với Bộ Tài chính.

Thâm hụt ngân sách cơ bản phần nhiều phụ thuộc vào ý muốn chủ quan của các nhà hoạch định chính sách trong việc lập kế hoạch thu - chi ngân sách trong năm đó. Theo thời gian, thâm hụt ngân sách sẽ được tích lũy vào các khoản nợ công hiện tại. Do vậy, để thấy rõ được định hướng/kế hoạch tài khoá ảnh hưởng như thế nào đến triển vọng nợ công trong tương lai chúng tôi thực hiện mô phỏng nợ công theo 3 kịch bản thâm hụt ngân sách cơ bản khác nhau trong giai đoạn 2012-2020, lần lượt ở mức 1,0%, 2,0% và 3,0% GDP. Để đạt được con số thâm hụt ngân sách cơ bản 1% GDP/năm, Chính phủ Việt Nam phải thực hiện các chương trình tài khoá thận trọng hơn rất nhiều so với hiện nay.

Ngoài ra, chúng tôi cũng giả định rằng tỉ lệ nợ công nước ngoài/nợ công trong nước tiếp tục xu hướng giảm nhẹ sau đó ổn định ở mức khoảng 1:1. Với những phân tích ở trên, chúng ta có thể thấy các yếu tố có thể làm tăng/giảm tỉ lệ nợ công/GDP bao gồm: (i) thâm hụt/thặng dư ngân sách cơ bản hàng năm; (ii) sự mất giá/lên giá của đồng nội tệ so với các ngoại tệ trong giỏ nợ công nước ngoài; (iii) sự giảm/tăng của tốc độ tăng trưởng kinh tế; (iv) sự giảm/tăng của tỉ lệ lạm phát; và (v) sự tăng/giảm tương đối của lãi suất nợ công trong tương lai so với tốc độ tăng trưởng GDP danh nghĩa.

Bảng 5.1. Các kịch bản kinh tế giai đoạn 2012-2020 (Đơn vị %)

	Tốt	Trung bình	Xấu
Tăng trưởng	6,0	5,0	4,0
Lạm phát	6,0	7,0	8,0
Thay đổi tỉ giá VND/USD	4,0	5,0	6,0
Lãi suất nợ trong nước mới	9,0	10,0	11,0
Lãi suất nợ nước ngoài mới	3,0	4,0	5,0

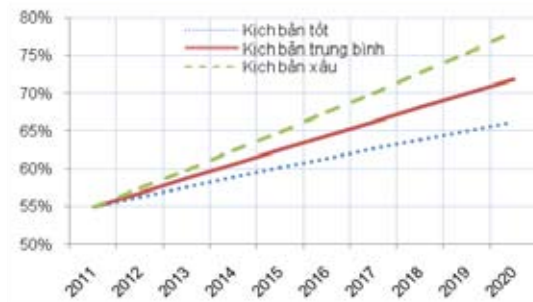
Nguồn: Các tính toán và giả định của tác giả.

Hình 5.1. Dự báo nợ công/GDP với thâm hụt ngân sách cơ bản/GDP = 1,0%



Nguồn: Tính toán của tác giả.

Hình 5.2. Dự báo nợ công/GDP với thâm hụt ngân sách cơ bản/GDP = 2,0%



Nguồn: Tính toán của tác giả.

Hình 5.3. Dự báo nợ công/GDP với thâm hụt ngân sách cơ bản/GDP = 3,0%



Nguồn: Tính toán của tác giả.

Kịch bản tốt được đưa ra dựa trên giả định Việt Nam thành công đưa nền kinh tế trở lại quỹ đạo tăng trưởng ổn định và lạm phát ở mức vừa phải nhờ các cải cách giúp nâng cao năng suất của nền kinh tế. Nhờ đó, tốc độ mất giá của đồng nội tệ và lãi suất của các khoản nợ công mới cũng được duy trì ở mức thấp. Ngược lại, kịch bản xấu được đưa ra dựa trên giả định nền kinh tế thất bại trong việc quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng cao và ổn định trước đây. Tốc độ tăng trưởng kinh tế thấp do không cải thiện được năng suất và chủ yếu có được dựa vào việc kích thích tổng cầu. Khi đó lạm phát sẽ cao và đồng nội tệ mất giá mạnh mỗi năm. Kịch bản trung bình là kịch bản nằm giữa hai thái cực này.

Kết quả dự báo nợ công/GDP trong vòng 15 năm tới được trình bày trong Hình 5.1-5.3. Có thể nhận thấy rằng, trong mọi kịch bản nợ công/GDP đều có xu hướng tăng dần theo thời gian do thâm hụt ngân sách cơ bản tiếp tục diễn ra và do tác động của sự mất giá nội tệ so với các ngoại tệ trong giỏ nợ công nước ngoài. Tốc độ tăng nhanh hay chậm phụ thuộc các giả định của chúng ta về các yếu tố này.

Cụ thể, nếu thâm hụt ngân sách cơ bản được duy trì ở mức 1,0% GDP mỗi năm thì tỉ lệ nợ công/GDP sẽ tăng lên mức 57,7%; 62,9%; và 68,5% vào năm 2020 tương ứng với các kịch bản tốt, trung bình và xấu. Nếu thâm hụt ngân sách cơ bản tăng lên mức 2,0% GDP mỗi

năm thì tỉ lệ nợ công GDP sẽ tăng lên mức 66,1%; 71,8%; và 78,0% GDP vào năm 2020 tương ứng với các kịch bản tốt trung và xấu. Cuối cùng, nếu thâm hụt ngân sách cơ bản tăng mạnh lên mức 3,0% GDP thì tỉ lệ nợ công/GDP sẽ lần lượt cán mốc 74,5%; 80,8%; và 87,5% GDP vào năm 2020 lần lượt trong các kịch bản tốt, trung bình và xấu. Trong trường hợp này, nguy cơ khủng hoảng nợ công xảy ra là rất rõ ràng trong mọi kịch bản của nền kinh tế.

Cần lưu ý rằng, kết quả mô phỏng này được tính toán dựa trên hai giả định. Thứ nhất đó là các khoản nợ công đã được hạch toán đầy đủ vào trong con số 54,9% GDP tại thời điểm cuối năm 2011. Thứ hai, kết quả này chưa tính tới những khoản nợ xấu của DNNN mà Chính phủ có thể phải đứng ra gánh hộ trong tương lai.

Chúng tôi cũng thực hiện mô phỏng tỉ lệ nợ công/GDP theo mỗi thay đổi của các biến số kinh tế trong mỗi kịch bản trên. Kết quả cho thấy, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, cứ mỗi điểm phần trăm tăng/giảm thêm của tỉ lệ lạm phát hoặc tăng trưởng kinh tế so với kịch bản gốc sẽ làm giảm/tăng tỉ lệ nợ công/GDP thêm khoảng 0,52; 0,60; và 0,69 điểm phần trăm mỗi năm khi thâm hụt ngân sách cơ bản/GDP = 1%; 0,58; 0,66; và 0,76 điểm phần trăm mỗi năm khi thâm hụt ngân sách cơ bản/GDP = 2%; 0,64; 0,73; và 0,84 điểm phần trăm mỗi năm khi thâm hụt ngân sách cơ bản/GDP = 3% lần lượt trong các kịch bản tốt, trung bình và xấu.

Tương tự như vậy, cứ mỗi điểm phần trăm mất giá/lên giá của đồng nội tệ so với các kịch bản gốc sẽ làm tăng/giảm tỉ lệ nợ công/GDP thêm khoảng 0,60; 0,68; và 0,79 điểm phần trăm mỗi năm khi thâm hụt ngân sách cơ bản/GDP = 1%; 0,66; 0,76; và 0,87 điểm phần trăm mỗi năm khi thâm hụt ngân sách cơ bản/GDP = 2%; và 0,72; 0,83; và 0,95 điểm phần trăm mỗi năm khi thâm hụt ngân sách cơ bản/GDP = 3% lần lượt trong các kịch bản tốt, trung bình và xấu.

Những mô phỏng về triển vọng nợ công cho thấy, muốn duy trì tỉ lệ nợ công ổn định, ngoại trừ việc gây lạm phát cao, Chính phủ

cần phải duy trì được cán cân ngân sách cơ bản cân bằng. Trong điều kiện tỉ lệ thu/GDP đã ở mức rất cao như hiện nay, điều này chỉ có thể thực hiện bằng các chương trình cắt giảm chi tiêu công.

KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ CHÍNH SÁCH

Những thách thức tài khóa và nợ công được phân tích ở trên cho thấy đã đến lúc Việt Nam cần có một cuộc cải cách tài khóa triệt để và toàn diện nhằm đưa ngân sách dần trở về trạng thái cân bằng nhằm bảo đảm tính bền vững của nợ công và duy trì sự ổn định lâu dài cho nền kinh tế. Thông thường, để thực hiện cải cách tài khóa các nhà hoạch định chính sách có hai cách tiếp cận đó là “điều chỉnh dần dần” hoặc “điều chỉnh mạnh một lần”. Những người ủng hộ cách tiếp cận “điều chỉnh mạnh một lần” cho rằng quá trình cải cách tài khóa cần được thực hiện toàn diện ngay lập tức và diễn ra càng nhanh càng tốt. Ngược lại, những người ủng hộ phương pháp “điều chỉnh dần dần” lại cho rằng quá trình điều chỉnh nên diễn ra từ từ trong một khoảng thời gian dài nhằm tránh những cú sốc tiêu cực quá lớn cho nền kinh tế. Dù ngưỡng an toàn nợ công nói chung và nợ nước ngoài nói riêng là bao nhiêu đi chăng nữa thì với thâm hụt ngân sách kéo dài như hiện nay, Việt Nam sẽ nhanh chóng chạm các ngưỡng đó. Việc sớm chuẩn bị cho một kế hoạch tài khóa bền vững dài hơi sẽ là rất cần thiết giúp cho nền kinh tế tránh được những cú sốc tài khóa tiêu cực trong tương lai.

Mục đích chính của việc quản lý nợ công là việc xem xét các rủi ro liên quan đến các chiến lược và cấu trúc nợ, từ đó đưa ra các điều chỉnh định hướng chính sách nhằm duy trì sự bền vững của nợ công trong trung và dài hạn. Do vậy, trong phần này, chúng tôi cố gắng gợi ý một số nhóm chính sách để thảo luận nhằm tìm ra các giải pháp thích hợp cho việc quản lý nợ công và thâm hụt ngân sách hiện nay ở Việt Nam.

Thành lập Ban Giám sát Nợ công thuộc Ủy ban Tài chính Ngân sách của Quốc hội

Việc thành lập Ban Giám sát Nợ công cho phép việc theo dõi, quản lý và giám sát nợ công một cách sát sao, khách quan và độc lập. Ban Giám sát Nợ công này được trao quyền truy cập mọi thông tin về nợ công và nợ nước ngoài từ các Bộ/ngành khác của khu vực công, bao gồm Bộ Tài chính, NHNN, DNNN, v.v... Các thông tin này phải bao gồm chi tiết về quy mô, kì hạn, lãi suất, tiền tệ, chiến lược, v.v... của mọi khoản nợ trong nước cũng như nợ nước ngoài. Đây sẽ là cơ sở cho những người giám sát và quản lý nợ công có thể theo dõi, phân tích và giám sát tổng nợ của khu vực công và từ đó đưa ra các tham mưu chính sách phù hợp cho Quốc hội.

Ban Giám sát Nợ công cần thực hiện và giúp Ủy ban Tài chính Ngân sách trình bày Báo cáo tổng thể về giám sát và quản lý nợ công trước Quốc hội hàng quý. Báo cáo này phải đảm bảo tổng hợp được những thông tin cập nhật nhất và bao hàm các thảo luận diễn biến chính sách và thị trường. Ban Giám sát Nợ công cũng có quyền phối hợp và hợp tác với các bên liên quan và yêu cầu thực hiện các quá trình quản trị, kiểm toán, báo cáo và hạch toán cần thiết.

Thiết lập một hệ thống các chỉ tiêu về an toàn nợ

Để tăng cường kỷ luật tài khoá, cần thiết lập một hệ thống các chỉ tiêu quy định về giới hạn nợ, cả đối với khối lượng nợ và dòng chi trả nợ. Các giới hạn này vừa được thể hiện theo giá trị danh nghĩa vừa thể hiện theo phần trăm các biến vĩ mô quan trọng. Phạm vi áp dụng giới hạn được phân chia theo từng loại nợ: tổng nợ công, nợ công nước ngoài, nợ công trong nước, và tổng nợ nước ngoài. Thông thường, các giới hạn đối với tổng nợ thường được biểu diễn dưới dạng tỉ lệ phần trăm của GDP và xuất khẩu, còn giới hạn đối với nghĩa vụ nợ thường được biểu diễn theo tỉ lệ phần trăm tổng thu thuế và dự trữ ngoại hối hoặc giới hạn tỉ lệ vay nợ/chi đầu tư hàng năm.

Tuy nhiên, điều quan trọng là Quốc hội cần phải đưa ra các giới hạn này một cách hợp lý. Nếu quá thấp, chúng sẽ cản trở Chính phủ thực hiện các phản ứng cần thiết trong thời kì khủng hoảng do việc điều chỉnh hoặc thông qua các điều luật mới là mất thời gian. Ngược lại, nếu các giới hạn được thiết lập ở mức quá cao thì chúng lại không có ý nghĩa gì cả. Một khi đã được ban hành, Ban Giám sát Nợ công cần phải theo dõi sát sao việc tuân thủ các kỉ luật tài khoá này của Chính phủ.

Thực hiện hạch toán nợ công theo chuẩn mực quốc tế

Để đánh giá chính xác thực trạng và đề xuất được các chiến lược quản lý nợ phù hợp, việc hạch toán ngân sách và nợ công phải được thực hiện một cách minh bạch theo chuẩn quốc tế. Các khoản chi để ngoại bảng phải được tuyệt đối tránh. Các thước đo thâm hụt ngân sách loại trừ những khoản thu kém bền vững và thu từ bán tài sản cũng cần được tính toán thêm để có thể đánh giá được chính xác thực trạng tài khoá hiện tại. Ngoài ra, các gánh nặng ngân sách phát sinh trong tương lai, ví dụ như chi trả lương hưu hay bảo hiểm y tế, cũng cần được đưa vào các dự báo về thâm hụt ngân sách nhằm có được bức tranh chính xác hơn về triển vọng nợ công trong trung và dài hạn.

Do rủi ro tiềm ẩn của nó đối với nợ công, nợ của khu vực DNNN cũng cần phải được tính toán, phân tích và báo cáo đầy đủ bên cạnh định nghĩa nợ công hiện nay ở Việt Nam. Việc phân tích và đánh giá nợ của DNNN nên được coi là một phần không thể tách rời trong các báo cáo về nợ công của Việt Nam.

Phát triển thị trường nợ trong nước

Phát triển thị trường, cả sơ cấp và thứ cấp, trái phiếu chính phủ trong nước. Trong ngắn hạn, Chính phủ có thể phải chấp nhận chi phí vay mượn trong nước cao nhằm phát triển thị trường TPCP. Tuy nhiên, theo thời gian, khi thị trường này phát triển và có tính thanh

khoản cao hơn, Chính phủ có thể huy động được vốn với chi phí thấp. Sự phát triển của thị trường TPCP sẽ giúp cho Chính phủ huy động được vốn với kì hạn dài, lãi suất cố định và đặc biệt là bằng nội tệ. Do vậy, các rủi ro liên quan đến lãi suất, tỉ giá và đảo nợ sẽ được giảm thiểu. Ngoài ra, sự phát triển của thị trường TPCP thứ cấp còn giúp kéo theo sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp, bởi vì TPCP là tiêu chuẩn để xác định rủi ro của các công cụ nợ khác.

Định hướng cắt giảm chi tiêu công

Để giảm được chi tiêu công, chúng ta cần phải có đánh giá toàn diện về tính hiệu quả của các khoản chi tiêu công theo các lĩnh vực khác nhau chứ không chỉ nhìn thuần túy vào con số tăng hay giảm. Chúng ta cũng không nên mắc sai lầm cắt giảm đồng loạt các khoản chi tiêu theo một tỉ lệ cố định nào đó. Cắt giảm phải dựa trên việc đánh giá sàng lọc những chương trình/dự án chi tiêu kém hiệu quả, có thứ tự ưu tiên thấp, hoặc những lĩnh vực mà khu vực tư nhân có thể làm tốt. Bên cạnh việc phân bổ lại chi đầu tư theo hướng hiệu quả hơn, chi thường xuyên, dự toán gấp hơn 3,6 lần chi đầu tư trong năm 2012, cũng phải là đối tượng được rà soát và cắt giảm quyết liệt.

Giảm tỉ trọng và số lượng, tăng cường quản trị và tính minh bạch của DNN

Để ứng xử hiệu quả đối với khối DNN chúng ta cần phân loại các doanh nghiệp có mục đích công ích thuần túy, ví dụ như trong lĩnh vực an ninh - quốc phòng, với những doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh thu lợi nhuận. Một đánh giá toàn diện về hiệu quả của các DNN theo các tiêu chí về lợi nhuận, công nghệ, tạo việc làm, đóng góp ngân sách, v.v... cần được thực hiện dựa trên nguyên tắc công khai minh bạch các thông tin về hoạt động kinh doanh. Số lượng và tỉ trọng các DNN cần được đặt mục tiêu giảm dần thông qua quá trình cổ phần hóa triệt để các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh, bất kể chúng có hiệu quả hay không,

đồng thời tạo điều kiện bình đẳng cho doanh nghiệp tư nhân tham gia trên tất cả các thị trường.

Tăng cường tính trách nhiệm và giải trình của người đại diện vốn nhà nước trong các DNNN. Đặc biệt, cần phải áp dụng các chuẩn mực tài chính kế toán của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán đối với các DNNN. Các báo cáo tài chính của các DNNN cũng cần được công khai hóa như các doanh nghiệp niêm yết. Nợ và phân loại nợ của DNNN cần phải được báo cáo thường xuyên nhằm đánh giá được những rủi ro tiềm ẩn đối với nợ công.

Cải cách hệ thống thuế

Cuối cùng, hệ thống thuế cần được cải cách bảo đảm các tiêu chí tạo nguồn thu bền vững, hiệu quả, công bằng và minh bạch. Gánh nặng thuế cần phải được điều chỉnh giảm một cách hợp lý. Tuy nhiên, mức độ hợp lý này phụ thuộc rất nhiều vào quá trình cắt giảm chi tiêu công. Gánh nặng thuế quá cao sẽ khiến cho hệ thống thuế kém hiệu quả do nó khuyến khích việc trốn thuế và bóp méo sự phân bổ nguồn lực. Hệ thống thuế và phí cần được rà soát tránh sự chồng lấn lên nhau. Các sắc thuế cần được điều chỉnh nhằm bảo đảm an sinh xã hội cho người thu nhập thấp, khuyến khích tiết kiệm và hạn chế tiêu dùng, đặc biệt là hàng tiêu dùng xa xỉ nhập khẩu.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- ADB Key Indicators for Asia and The Pacific (2010);
- Bản tin Nợ nước ngoài*, số 7 (2010), Bộ Tài Chính;
- Báo cáo Chỉ số Năng lực cạnh tranh cấp tỉnh của Việt Nam năm 2011;
- Báo cáo Năng suất Việt Nam (2010) của Trung tâm Năng suất Việt Nam;
- Catão L. và Sutton B. (2002), *Sovereign Defaults the Role of Volatility*, IMF Working Paper No. 02/149;
- Davis, Jeffrey M. (1996), *Guidelines for Fiscal Adjustment*, IMF Publication;
- Đề án tái cơ cấu DNNN giai đoạn 2011 - 2015, trọng tâm là các tập đoàn kinh tế, tổng công ty nhà nước của Bộ Tài chính trình Chính phủ tháng 5/2012;
- Gavin, Michael, Ricardo hausmann and Ernesto Talvi. *Saving Behavior in Latin America: Overview and Policy Issues*. Inter-American Development Bank. Washington D.C.: Office of the Chief Economist. Working Paper 346, 1997;
- Grabel, Illene. *Rejecting Exceptionalism: Reinterpreting the Asian Financial Crises*. 1999;
- Hayami, Yujiro. *From the Washington Consensus to the Post-Washington Consensus: Retrospect and Prospect*. Asian Development Review. Vol. 20. No. 2. Bangladesh: Blackwell Publishing, 2003. 40-65;

- Hirst, Paul Q. and Grahame Thompson. *Globalization in Question: The International Economy and the Possibilities of Governance*. New York: Polity Press, 2001;
- IMF Country Report: Vietnam Statistical Appendix các năm 2003, 2007, 2010;
- International Monetary Fund (2011), Some Tools for Public Sector Debt Analysis, Chapter 9 in *Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users*;
- International Monetary Fund, World Economic Outlook Database (2010);
- Jayasuriya, Kanishka and Andrew Rosser. Economic Orthodoxy and the East Asian Crisis. *Third World Quarterly*. Vol 22. No 3. New York: Taylor and Francis Group, 2001. 381-396;
- John Toye (2000), *Fiscal Crisis and Fiscal Reform in Development*, Cambridge Journal of Economics, No. 24, 2000;
- Kaminsky, Graciela L. and Carmen M. Reinhert. *Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now*. Washington, D.C.: American Economic Review 88, 1998. 444-448;
- King, Michael R. *Who Triggered the Asian Financial Crisis?* Review of International Political Economy. London: Routledge, 2000, 438-466;
- Laurence Ball & N. Gregory Mankiw (1995), “What do budget deficits do?,” Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, pages 95-119;
- Li Y., Olivares-Caminal R., và Panizza U., (2010), “Avoiding Avoidable Debt Crises: Lessons from Recent Defaults”, trong cuốn sách *Sovereign Debt and the Financial Crisis*:

- Will This Time Be Different?* Của các tác giả Carlos A. Primo Braga and Gallina A. Vincelette, World Bank;
- Manasse P. và Roubini N. (2005), *Rules of Thumb for Sovereign Debt Crises*, IMF working paper No. 05/42;
- McKinsey (2010), Nợ và giảm đòn bẩy tài chính - Bong bóng tín dụng toàn cầu và hệ quả kinh tế [Debt and Deleveraging: The Global Credit Bubble and Its Economic Consequences], tháng 1. Tiếng Anh. Trục tuyến. Truy cập tại: http://www.mckinsey.com/mgi/reports/freepass_pdfs/debt_and_deleveraging/debt_and_deleveraging_full_report.pdf;
- Minescu, A. (2011), Khủng hoảng nợ - Nguyên nhân và Hàm ý [The Debt Crisis - Causes and Implications]. Tiếng Anh. Trục tuyến. Truy cập tại: www.upg-bulletin-se.ro/archive/2011-2/9.%20Minescu.pdf;
- Palat, Ravi Arvind. *Eyes Wide Shut': Reconceptualizing the Asian Crisis*. Review of International Political Economy 10:2. New York: Routledge, 2003. 169-195;
- Phạm Thế Anh (2008), *Khảo sát mối quan hệ giữa chi tiêu chính phủ và tăng trưởng kinh tế*, Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế, số tháng 10/2008;
- Phạm Thế Anh (2011), Public Debt in Vietnam: Risks and Challenges, *Journal of Economics and Development*, Tháng 12/2012;
- Phạm Thị Thu Hằng (2011), *Một số xu hướng tái cấu trúc doanh nghiệp Việt Nam*, Hội thảo tái cấu trúc doanh nghiệp nhà nước, Bộ Tài chính, 15/11/2011;
- Quyết toán và Dự toán Ngân sách Nhà nước, Bộ Tài chính, (2003-2011);
- Reinhart, C. M. (2002), Default, *Currency Crises and Sovereign Credit Ratings*, NBER Working Paper 8738;

- Reinhart, Carmen, (2000). The mirage of floating exchange rates, MPRA Paper 13736, University Library of Munich, Germany; Sachs, Jeffrey. *Social Conflict and Populist Policies in Latin America*. Harvard University: NBER Working Paper #2897. 1989;
- Summers, Lawrence H. *International Financial Crises: Causes, Prevention and Cures*. Richard T. Ely Lecture. 2000;
- UNESCAP (2011), *Khảo sát kinh tế và xã hội năm 2012 ở khu vực châu Á - Thái Bình Dương* [Economic and Social Survey of Asia and the Pacific 2012]. Tiếng Anh;
- Viện Nghiên cứu quản lý kinh tế Trung ương (2011), *Kinh tế Việt Nam 2010*, Hà Nội, Nhà xuất bản Tài chính;
- Viện Nghiên cứu Quản lý Kinh tế Trung ương (2011), Đề án nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp nhà nước;
- Vietnam Competitiveness Report (2010), Central Institute for Economic Management and Lee Kuan Yew School of Public Policy;
- Vũ Tuấn Anh (2010), *Tóm tắt Tình hình Đầu tư công Việt Nam trong 10 năm qua*, Viện Kinh tế Việt Nam;
- Wade, Robert and Frank Veneroso. *The Asian Crisis: The High Debt Model versus the Wall Street-Treasury*, IMF Complex. New Left Review. March/April 1998. 3-23;
- World Bank (2006), *How to Do a Debt Sustainability Analysis for Low-Income Countries*. Debt Division, World Bank, Washington, DC;
- World Bank (2006), *A Guide to LIC Debt Sustainability Analysis*;
- World Bank (2009), Báo cáo phát triển Việt Nam 2009: Huy động và sử dụng vốn.

NỢ CÔNG VÀ TÍNH BỀN VỮNG Ở VIỆT NAM: QUÁ KHỨ, HIỆN TẠI VÀ TƯƠNG LAI

**Chịu trách nhiệm xuất bản:
CHU HẢO**

**Biên tập:
NGUYỄN BÍCH THỦY**

**Sửa bản in:
HOÀNG NAM**

**Vẽ bìa:
THÁI DŨNG**

ISBN: 978-604-908-669-4

In 1000 cuốn, khổ 16x24 cm tại Doanh nghiệp tư nhân In Hà Phát. Giấy đăng ký KHXB số: 180-2013/CXB/15-04/TrT. Quyết định xuất bản số: 15/QĐLK - NXB TrT của Giám đốc NXB Tri thức ngày 10/5/2013. In xong và nộp lưu chiểu quý II năm 2013.

Dự án “Hỗ trợ nâng cao năng lực tham mưu, thẩm tra và giám sát chính sách kinh tế vĩ mô” do Ủy ban Kinh tế của Quốc hội chủ trì thực hiện với sự hỗ trợ kỹ thuật của Chương trình Phát triển Liên hợp quốc (UNDP). Mục tiêu của Dự án là nâng cao năng lực các cơ quan tham mưu, thẩm tra và giám sát chính sách kinh tế vĩ mô thông qua các hoạt động: (i) tập huấn/đào tạo nâng cao năng lực; (ii) thực hiện nghiên cứu, đối thoại chính sách về những vấn đề kinh tế vĩ mô; (iii) tăng cường và thể chế hóa cơ chế phối hợp, hợp tác giữa các cơ quan thụ hưởng dự án, bao gồm Ủy ban Kinh tế của Quốc hội, Văn phòng Trung ương Đảng, Văn phòng Chính phủ, Văn phòng Chủ tịch nước, Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia và Viện Hàn lâm Khoa học Xã hội Việt Nam.

Hỗ trợ thực hiện Dự án là mạng lưới các Viện, Trường, Trung tâm nghiên cứu kinh tế, bao gồm Viện Kinh tế Việt Nam, Trung tâm Phân tích và Dự báo (thuộc Viện Hàn lâm Khoa học Xã hội Việt Nam), Viện Nghiên cứu Quản lý kinh tế Trung ương (CIEM), Đại học Kinh tế (thuộc Đại học Quốc gia Hà Nội), Đại học Kinh tế Quốc dân Hà Nội, Trung tâm Thông tin và Dự báo Kinh tế - Xã hội Quốc gia (thuộc Bộ Kế hoạch và Đầu tư), Trung tâm Nghiên cứu chính sách và phát triển (DEPOCEN - Trung tâm nghiên cứu độc lập) và Nhóm tư vấn chính sách kinh tế vĩ mô (MAG).

Trong thời gian qua, Dự án đã hỗ trợ tổ chức nhiều diễn đàn đối thoại giữa các đại biểu Quốc hội, các nhà hoạch định chính sách với các chuyên gia kinh tế trong và ngoài nước về các vấn đề kinh tế vĩ mô bức thiết của đất nước. Sau mỗi hội thảo, tọa đàm đều có những kiến nghị cụ thể, dưới hình thức Kiến nghị Chính sách (Policy Note), gửi tới các vị đại biểu Quốc hội và các cơ quan thụ hưởng nói trên để thảo luận và xem xét trong quá trình xây dựng chính sách. Tiêu biểu là Diễn đàn Kinh tế Mùa xuân, Diễn đàn Kinh tế Mùa thu, “10 kiến nghị ổn định kinh tế vĩ mô” đã nhận được nhiều đánh giá tích cực từ các đại biểu Quốc hội và chuyên gia kinh tế.

Ưu tiên thứ hai là triển khai một loạt nghiên cứu dựa trên bằng chứng thực nghiệm gắn với những vấn đề kinh tế vĩ mô hiện thu hút nhiều sự quan tâm của các nhà hoạch định chính sách như tỷ giá, nợ công, tính toán sản lượng tiềm năng v.v... Các khuyến nghị chính sách từ những nghiên cứu này cũng được gửi tới các vị đại biểu Quốc hội và các nhà hoạch định chính sách dưới hình thức Tóm tắt Chính sách (Policy Brief).

