

CÁC MÔ THỨC QUẢN LÝ NỢ CÔNG VÀ VẤN ĐỀ CỦA VIỆT NAM

Đỗ Thiên Anh Tuấn¹

Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright

TÓM TẮT

Quản lý nợ công đương nhiên là một yêu cầu cần thiết cho mọi quốc gia vì nó sẽ giúp đảm bảo tính an toàn không chỉ đối với vị thế tài chính của chính phủ mà còn đối với sự an toàn, lành mạnh, ổn định và hiệu quả của toàn bộ hệ thống tài chính cũng như nền kinh tế. Mặc dù hầu hết các nhà hoạch định chính sách cũng đều có chung quan điểm như vậy, song trên thực tế, ít nhất cho đến trước cuộc khủng hoảng nợ công châu Âu 2010, mức độ quan tâm mà các nhà hoạch định chính sách dành cho hoạt động quản lý nợ công là rất hạn chế, ngay cả trước đó cũng có nhiều cuộc khủng hoảng nợ công riêng lẻ xảy ra ở nhiều quốc gia khác nhau. Sau khi khủng hoảng nợ công nổ ra, bất luận dù với nguyên nhân gì thì công tác quản lý nợ công vẫn giữ vai trò trung tâm và hết sức quan trọng. Nhiều nước đã bắt đầu khẩn trương rà soát lại hệ thống quản lý nợ công của họ, từ việc nhận diện lại bức tranh nợ công, đánh giá các chi phí và rủi ro của nợ dựa trên các chuẩn mực và quy chuẩn mới, đến việc xây dựng và hoàn thiện các quy trình và quy tắc quản lý nợ công, kể cả việc thiết kế lại mô hình tổ chức của cơ quan quản lý nợ cũng như các mô thức giám sát nợ công phù hợp.

Bài viết này sẽ thảo luận các mô thức quản lý nợ công được Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) và Ngân hàng Thế giới (WB) đồng đề xuất trong *Các nguyên tắc chung về quản lý nợ công*, lồng ghép kinh nghiệm áp dụng ở các nước và việc áp dụng ở Việt Nam. Kinh nghiệm quốc tế cho thấy, một quy trình và quy tắc quản lý nợ tốt không phải là điều kiện tiên quyết và duy nhất, và cũng chưa hẳn đã giúp cho một quốc gia có thể loại bỏ được rủi ro và tránh được nguy cơ khủng hoảng, song nó phải là điều kiện cần cho bất kỳ quốc gia nào muốn tối thiểu hóa chi phí và giảm thiểu nguy cơ khủng hoảng nợ phát sinh. Thảo luận các nguyên tắc đó ở Việt Nam cho thấy Việt Nam còn thiếu một quy tắc mang tính chuẩn mực cho quản lý nợ công. Các quy định và quy trình quản lý nợ công ở Việt Nam dù đã có nhưng chỉ ở giai đoạn ban đầu, nội dung còn khá đơn giản, thậm chí chứa nhiều lỗ hổng, và nếu so với các chuẩn mực quốc tế đang được đề xuất áp dụng thì chuẩn mực của Việt Nam chỉ ở cấp độ thấp. Trong điều kiện đó, cùng với thực trạng về nợ công hiện nay như được phân tích, rõ ràng là các rủi ro về quản lý nợ công của Việt Nam hiện nay là rất đáng quan ngại. Hoàn thiện chính sách và các quy định về quản lý nợ công, từ việc tuyên bố mục tiêu cho đến việc thiết lập các quy trình mang tính chiến lược và cả việc phát triển một thị trường trái phiếu chính phủ trong nước theo hướng lành mạnh, hiệu quả, và có độ sâu là một yêu cầu tối quan trọng để giúp Việt Nam có thể quản lý nợ công tốt hơn. Tuy nhiên, quá trình thiết kế chính sách quản lý nợ cũng cần phải được đặt vào bối cảnh chung của nền kinh tế vĩ mô cùng với các cải cách về thể chế, về sự độc lập và khả năng điều phối với các chính sách kinh tế vĩ mô khác mới có kết quả đáng mong đợi.

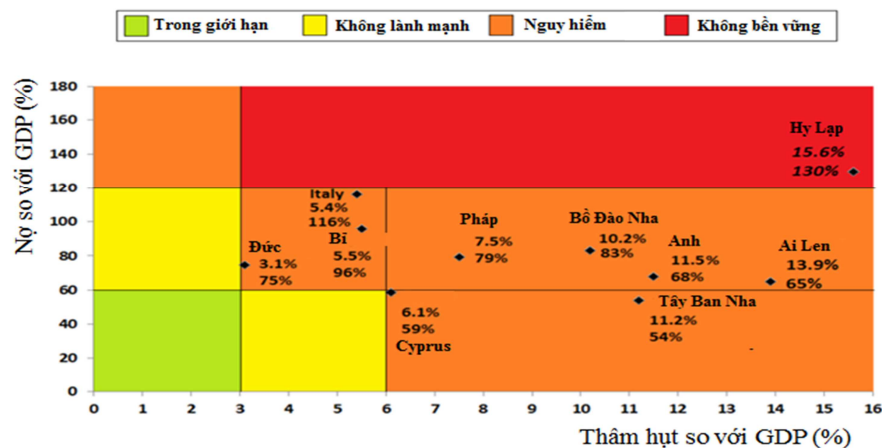
Từ khóa: nợ công, quản lý nợ công, rủi ro nợ công, đánh đổi rủi ro – chi phí, khủng hoảng nợ công châu Âu, vach đá tài khóa, trần nợ công, chỉ báo nợ, Việt Nam.

¹ Bài viết được chuẩn bị theo yêu cầu của Ủy ban Tài chính Ngân sách của Quốc hội cho Hội thảo về Nợ công được tổ chức ở Đồng Hới, Quảng Bình, ngày 11/7/2014. Các nội dung được trình bày trong bài viết là của tác giả, không nhất thiết phản ánh hay đại diện cho quan điểm của Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright. Tác giả xin chân thành cảm ơn Ông Nguyễn Xuân Thành và Ông Huỳnh Thế Du vì những góp ý hết sức quý báu, tuy nhiên những sai sót trong bài viết này nếu có là thuộc về tác giả.

I. Giới thiệu và bối cảnh về nợ công thế giới

Đã gần 4 năm trôi qua kể từ khi châu Âu rơi vào cuộc khủng hoảng nợ công có thể xem là tồi tệ nhất trong lịch sử các cuộc khủng hoảng nợ công của thế giới kể từ sau Thế chiến II như Thủ tướng Đức Angela Merkel từng nói.² Cuộc khủng hoảng bùng nổ đầu tiên ở Hy Lạp năm 2010, dù trước đó đã có một số triệu chứng bất ổn được cảnh báo khi chi phí các khoản nợ của Chính phủ liên tục tăng lên. Cuộc khủng hoảng sau đó đã nhanh chóng lan sang các nước khác trong khu vực như Bồ Đào Nha, Tây Ban Nha, Ý, và Ai-Len. Trên các diễn đàn học thuật, các nhà nghiên cứu phân tích nhiều khía cạnh khác nhau cũng như tranh luận những nguyên nhân dẫn đến cuộc khủng hoảng, song cho đến nay vẫn còn khá nhiều quan điểm trái chiều.³ Trong số các nguyên nhân của cuộc khủng hoảng đã được phân tích, đáng chú ý có nguyên nhân sâu xa nằm ở bản thân Hiệp ước Maastricht (1992) – Hiệp ước về Liên minh châu Âu (EU) với sự ra đời của đồng tiền chung Euro.⁴ Trong khuôn khổ của bản Hiệp ước, một ngân hàng trung ương chung (có tên gọi là Ngân hàng trung ương châu Âu – ECB) sẽ ra đời để vận hành hệ thống tiền tệ châu Âu (EMS) và quản lý đồng tiền chung. Nói khác đi, các nước sẽ hướng đến một chính sách tiền tệ nhất thể cùng với một đồng tiền chung cho toàn khối. Trong khi đó, các nước thành viên vẫn duy trì chính sách tài khóa độc lập. Điều này được xem là một trong những nguyên nhân quan trọng dẫn đến các trục trặc hiện nay. Mặc dù Hiệp ước cũng đặt ra nghĩa vụ cho các nước thành viên phải duy trì các chính sách tài khóa lành mạnh, ở đó ngưỡng nợ công so với GDP được giới hạn ở mức 60% và mức thâm hụt ngân sách hàng năm không vượt quá 3% GDP. Tuy nhiên, cho đến trước cuộc khủng hoảng nổ ra, nhiều nước trong khối, ngay cả những nước vốn được xem là có nền tài chính khỏe mạnh như Đức, Anh, Pháp cũng đã không thể duy trì được các cam kết này. Đến nay, dù đã có nhiều gói cứu trợ được tiến hành nhưng cuộc khủng hoảng vẫn còn tiếp diễn và nỗ lực của các chính phủ sẽ vẫn phải tiếp tục và các nền kinh tế Eurozone sẽ còn phải gánh chịu nhiều chi phí tổn kém nữa.

Hình 1. Thâm hụt ngân sách và nợ công của một số nước EU trước khủng hoảng (2009)



Nguồn: Eurostat

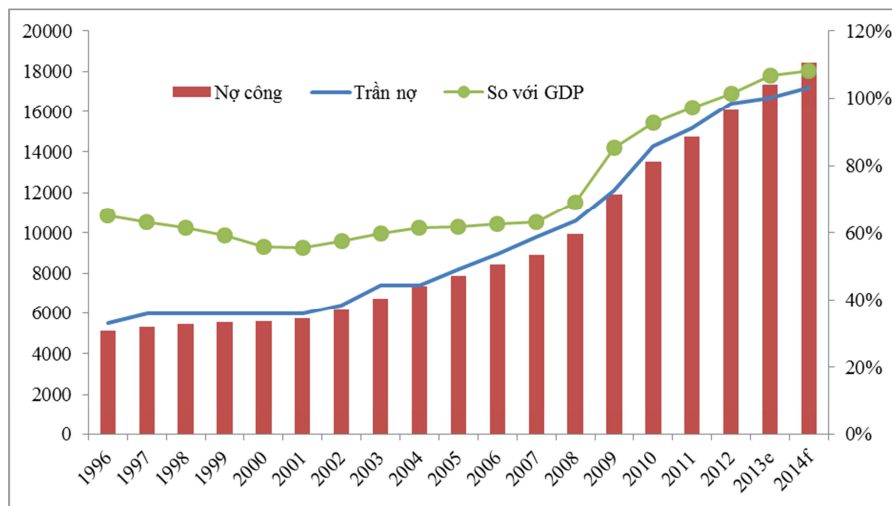
² Xem tại <http://www.theguardian.com/business/2011/nov/14/eurozone-debt-crisis-angela-merkel>

³ Xem các nghiên cứu của Milos và Sotiropoulos (2010), Mongolli (ECB, 2013), Soros G. (2012), Shambaugh, J.C. (2012), OECD (2010), Dadush E. et al. (2010), Honkapohja S. (2012).

⁴ Xem Mansori 2010, *What Really Caused the Eurozone Crisis?*

Trong khi châu Âu còn vật lộn với mớ nợ công khổng lồ thì Mỹ cũng đối mặt với mức trần nợ công và cái gọi là vách đá tài khóa (fiscal cliff). Cuối năm 2012, nợ công của Mỹ đã gần chạm mức trần nợ 16.400 tỉ USD. Bất đồng nảy sinh khi Đảng Cộng hòa muốn giải quyết bằng cách cắt giảm chi tiêu tương đương với mức tăng giới hạn nợ. Trong khi Chính quyền Tổng thống Obama lại muốn gỡ bỏ quy định về tăng trần nợ phải được Quốc hội thông qua. Song song với vấn đề trần nợ công, nước Mỹ cũng đã phải đối mặt với sự chia rẽ liên quan đến kế hoạch tăng thuế và giảm chi tiêu công trị giá 1.600 tỉ USD. Kế hoạch này đã không được Hạ viện Mỹ chấp thuận, thậm chí cơ quan này còn đưa ra chương trình 2.200 tỉ USD giảm thuế và chi phí y tế. Các nhà kinh tế đã dùng thuật ngữ *vách đá tài khóa* để mô tả các vấn đề nan giải liên quan đến chính sách tài khóa mà Chính phủ Mỹ phải đối mặt vào đầu năm 2013 khi các điều khoản của Đạo luật Kiểm soát ngân sách (2011) bắt đầu có hiệu lực.⁵ Đến nay, mặc dù trở ngại của vách đá tài khóa về cơ bản đã được dàn xếp và trần nợ công cũng đã được nâng lên và sau đó lại được trì hoãn,⁶ song các thách thức tài khóa và nợ công của nước Mỹ vẫn còn đó và không ai có thể chắc rằng nước Mỹ sẽ không phải đối mặt với rủi ro khủng hoảng trần nợ công trong tương lai gần.

Hình 2. Nợ công và trần nợ công của Mỹ, 1996 - 2014



Nguồn: Bộ Tài chính Mỹ, Austin và Levit (2013) cho số liệu 1996-2012, IMF và tính toán của tác giả cho số liệu ước tính và dự báo 2013-2014.

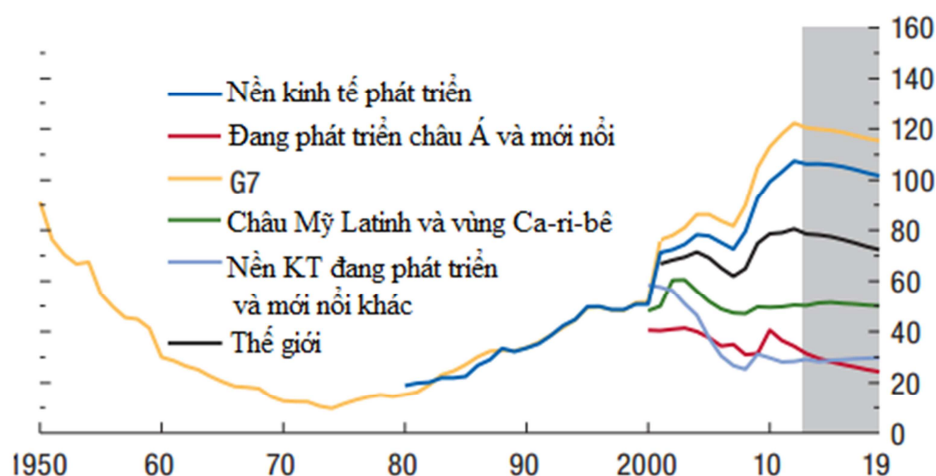
Đối với Trung Quốc, mặc dù quy mô nợ công năm 2013 chỉ khoảng xấp xỉ 17% GDP, nhưng nước này cũng đang bắt đầu đối mặt với tình trạng nợ công gia tăng nhanh chóng. Con số 17% chỉ là con số thống kê của Đồng hồ nợ công thế giới (GDC), còn của IMF là 22,4%

⁵ Những thách thức liên quan đến cái gọi là *vách đá tài khóa* liên quan đến những thay đổi trong chính sách tài khóa bắt đầu có hiệu lực từ 1/1/2013 bao gồm, chấm dứt cắt giảm thuế lương và tăng thuế đối với người lao động lên thêm 2%. Bên cạnh đó, chính sách giảm thuế cho các doanh nghiệp cũng sẽ hết hiệu lực. Chính sách cắt giảm thuế được áp dụng trong giai đoạn 2001-2003 cũng được hủy bỏ, trong khi các loại thuế liên quan đến luật chăm sóc y tế của Tổng thống Obama bắt đầu được áp dụng. Ngoài ra, chương trình cắt giảm chi tiêu nằm trong thỏa thuận nâng trần nợ trong năm 2011 của chính quyền Obama cũng bắt đầu có hiệu lực.

⁶ Ngày 11/2/2014, Hạ viện Mỹ đã bỏ phiếu hoãn áp dụng trần nợ công đến 15/3/2015. Điều này sẽ cho phép Chính quyền Tổng thống Obama tiếp tục vay mượn thêm 13 tháng nữa, đẩy lùi nguy cơ khủng hoảng nợ qua cuộc bầu cử tháng 11 và Quốc hội cũng có thêm thời gian để tìm giải pháp cho vấn đề.

GDP.⁷ Trong khi đó, theo một báo cáo của Văn phòng Kiểm toán quốc gia Trung Quốc (NAO) vào tháng 12/2013 cho thấy nợ công của Trung Quốc đã là 56% GDP tính đến giữa năm 2013, trong đó nợ của chính quyền địa phương là 33% GDP, và nợ của chính quyền trung ương là 23% GDP.⁸ Nợ công của Trung Quốc chủ yếu là nợ của chính quyền địa phương, bao gồm các khoản nợ tiềm ẩn và các khoản bảo lãnh nợ phát sinh (17.890 tỉ RMB, tương đương gần 2.900 tỉ USD tính đến giữa năm 2013, tăng 63% so với thời điểm cuối năm 2010).⁹ Một số thành phố hàng đầu của Trung Quốc đang có mức nợ cao, chẳng hạn như Bắc Kinh là 135%, Thượng Hải là 123%, Trùng Khánh là 156% so với tổng thu ngân sách của các địa phương này. Một số địa phương có mức nợ nguy hiểm, chẳng hạn như Giang Tô với hơn một phần ba dự nợ sẽ đáo hạn trong năm 2014, Chiết Giang với 30% nợ sẽ đáo hạn đến tháng 1 năm 2015, Bắc Kinh và Tứ Xuyên cũng có mức nợ ngắn hạn rất cao. Với chính sách phân cấp ngân sách mạnh và việc trao quyền rất lớn cho các địa phương được tự chủ nhiều hơn trong việc vay nợ, trong khi các chính sách kiểm soát rủi ro và giám sát lỏng lẻo đã và đang đặt ra nhiều thách thức cho Chính phủ Trung Quốc trong việc đồng thời giải quyết hai bài toán nợ công và tăng trưởng kinh tế.

Hình 3. Xu hướng nợ công của các nền kinh tế trên thế giới (% GDP)



Nguồn: Ước tính của nhân viên IMF trong báo cáo Giám sát tài khóa (2014)

Trong báo cáo *Giám sát tài khóa* tháng 4/2014, IMF cho rằng sự kết hợp giữa quy mô nợ công lớn với sự thiếu vắng các kế hoạch điều chỉnh trung hạn bao gồm các biện pháp cụ thể và các cải cách phúc lợi mạnh mẽ là yếu tố chính đằng sau những rủi ro tài khóa trung hạn quan trọng ở các nền kinh tế phát triển, bao gồm cả Mỹ. Trong khi đó, ở các nước kém

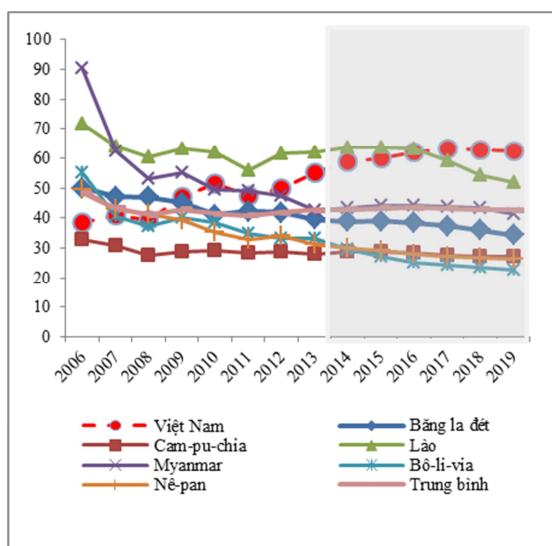
⁷ Cho đến năm 2009, dữ liệu nợ công của Trung Quốc chỉ bao gồm nợ của chính quyền trung ương theo báo cáo của Bộ Tài chính Trung Quốc. Đến năm 2010, dữ liệu nợ bao gồm nợ của địa phương như được thể hiện trong báo cáo kiểm toán quốc gia 2011. Theo ước tính của IMF trong Báo cáo của Nhân viên theo Điều IV 2013, nếu tính cả các khoản nợ gia tăng thêm – khi mở rộng phạm vi của chính phủ bao gồm cả các công cụ tài chính của chính quyền địa phương và các hoạt động ngoài ngân sách khác – thì quy mô nợ công sẽ lên đến 46,2% so với GDP tính đến cuối 2012. Các khoản thâm hụt ngân sách của Trung Quốc cũng không bao gồm các khoản chi tiêu, phần lớn là các khoản đầu tư cơ sở hạ tầng được tài trợ ngoài ngân sách thông qua nguồn thu từ bán đất và các công cụ tài chính của chính quyền địa phương.

⁸ Truy cập tại <http://www.ashmoregroup.com/sites/default/files/article-docs/Bull%20in%20a%20China%20shop%2003%202014.pdf>

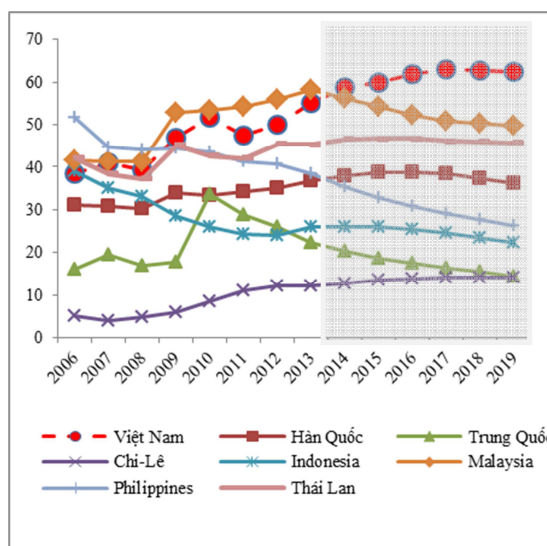
⁹ Truy cập tại <http://www.forbes.com/sites/jackperkowsky/2014/01/21/chinas-debt-how-serious-is-it/>

phát triển việc tích lũy nợ công và nợ nước ngoài cũng là một cảnh báo đáng chú ý mà các nước này cần phải tránh. Ở một số nền kinh tế, chẳng hạn như Bra-xin, Trung Quốc, hay Venezuela, các rủi ro tiềm ẩn đối với ngân sách và nợ công đang tăng lên một cách đáng kể do các chính sách tựa tài khóa (quasi-fiscal) và thâm hụt buộc các nước này sẽ phải điều chỉnh nhanh chóng các chính sách có tính chất tựa tài khóa đó. Theo IMF (2014b), rủi ro tài khóa dù có dịu đi phần nào nhưng nhìn chung vẫn còn cao. Ở các nền kinh tế phát triển, các động thái chính sách gần đây của các chính phủ đã cho thấy sự ổn định rộng rãi về tỷ lệ nợ công, song triển vọng trung hạn vẫn chưa chắc chắn, và quy mô nợ vẫn ở mức cao trong lịch sử. Các nguy cơ tổn thương tài chính đang gia tăng ở cả các nền kinh tế thị trường mới nổi và các nước có thu nhập thấp, mặc dù nhiều nước trong số này có mức nợ tương đối vừa phải.

Hình 4. Nợ công Việt Nam so với các nước cùng nhóm thu nhập trung bình (% GDP)



Hình 5. Nợ công Việt Nam so với các nước mới nổi (% GDP)



Nguồn: Số liệu của IMF (2014b).

Ở Việt Nam, nợ công bắt đầu tăng tốc mạnh kể từ năm 2009 khi nền kinh tế bắt đầu rơi vào suy giảm và Chính phủ thực hiện một số gói kích thích kinh tế nhằm vực dậy khu vực sản xuất và nền kinh tế. Số liệu thống kê tài chính của IMF cho thấy quy mô nợ công năm 2009 của Việt Nam đã tăng nhanh lên đến 47% GDP từ mức 39,4% năm 2008. Đến cuối năm 2012, nợ công của Việt Nam đã lên đến 50% GDP, trong khi số liệu của Bộ Tài chính Việt Nam là 55,7% GDP. So với các nước trong nhóm có thu nhập trung bình thấp và cả nhiều nước mới nổi trong khu vực, Việt Nam là nước có quy mô nợ công thuộc nhóm cao nhất. Dự báo của IMF (2014b) cũng cho thấy, trong khi xu hướng chung của rất nhiều nước là giảm quy mô nợ công thì Việt Nam lại tăng quy mô nợ công ít nhất trong giai đoạn từ nay đến năm 2019. Điều này rõ ràng là một thách thức rất lớn cho Việt Nam nếu muốn duy trì tính bền vững của nợ công và duy trì sức tăng trưởng cho nền kinh tế trong tương lai – cũng chính là giai đoạn quyết định liệu Việt Nam có hoàn thành được các chỉ tiêu cơ bản của chiến lược công nghiệp hóa, hiện đại hóa đất nước đến năm 2020 như đề ra hay không.

II. Quản lý nợ công là gì và vì sao quản lý nợ công là quan trọng?

Theo định nghĩa của WB và IMF (2014a), quản lý nợ công là quá trình thiết lập và thực hiện chiến lược quản lý nợ của chính phủ nhằm huy động được nguồn tài chính với chi phí thấp nhất có thể với tầm nhìn trung và dài hạn, phù hợp với mức độ thận trọng về quản lý rủi ro. Như vậy, quản lý nợ công được hiểu là một quá trình, từ giai đoạn thiết lập các khuôn khổ và quy trình cho việc thực hiện quản lý nợ công, cho đến việc tổ chức thực hiện các quy trình đó, bao gồm cả cơ chế phối hợp, tác nghiệp để vận hành cả hệ thống quản lý nợ nhằm đạt được các mục tiêu xác định, với tầm nhìn từ trung đến dài hạn trên cơ sở quan điểm thận trọng về các rủi ro và chi phí của nợ. Định nghĩa này cho thấy rằng, bất luận cách thức tổ chức và vận hành hệ thống quản lý nợ công như thế nào thì yêu cầu cuối cùng là nó phải đáp ứng được bất kỳ mục tiêu quản lý nợ công nào mà chính phủ đã thiết lập. Do vậy, để có thể thiết kế được một mô thức và quy trình quản lý nợ công phù hợp, điều quan trọng là chính phủ phải xác định rõ ràng đâu là mục tiêu của quản lý nợ, chẳng hạn mục tiêu đó có thể là giảm thiểu chi phí vay nợ, hoặc giảm thiểu rủi ro vỡ nợ không trả được nợ hay để phát triển và duy trì sự phát triển của thị trường trái phiếu chính phủ.

Mọi chính phủ luôn phải đối mặt với việc lựa chọn chính sách liên quan đến các mục tiêu quản lý nợ. Các kinh nghiệm cho thấy, sự tham vọng để đạt được tất cả hay nhiều mục tiêu cùng lúc đều thất bại. Việc lựa chọn các mục tiêu quản lý nợ sẽ rất khó khăn vì một mặt phải đảm bảo rằng nợ công sẽ bền vững một khi các mục tiêu đó đạt được, mặt khác cũng cần phù hợp với thái độ ưa thích rủi ro của chính phủ cũng như việc chọn lựa những mục tiêu gì để có thể khả thi và thực hiện được. Các mục tiêu của quản lý nợ công sẽ được thảo luận cụ thể hơn trong phần sau bài viết này.

Việc quản lý nợ công cần phải được đặt trong một bối cảnh rộng lớn hơn của việc thực hiện các chính sách công nói chung, bao gồm các chính sách kinh tế vĩ mô như tiền tệ hay tài khóa, các chính sách phát triển hệ thống tài chính, và cả các chính sách tái phân phối thu nhập và đảm bảo an sinh xã hội. Nói vậy không có nghĩa là việc quản lý nợ công đang đặt ra nhiều mục tiêu tham vọng, là công cụ toàn năng có thể thực hiện thay cho các công cụ chính sách khác. Hàm ý ở đây rất cụ thể, tức là chính phủ cần phải có những nỗ lực để đảm bảo rằng nợ công, xét về cả quy mô lẫn tốc độ, rủi ro và chi phí, vẫn đang trong giới hạn an toàn và đang trên đường hướng phát triển bền vững. Nói khác đi, chính phủ cần đảm bảo rằng các khoản nợ công là bền vững theo nghĩa là chính phủ có thể thanh toán được trong bất kỳ trường hợp nào, ngay cả khi điều kiện tài chính của chính phủ đang gặp trở ngại, thị trường tài chính và nền kinh tế đang gặp căng thẳng.

Cần nhớ rằng, không có một mô thức quản lý nợ công nào được cho là tối ưu cả vì nó phụ thuộc vào quá nhiều các yếu tố, cả bên trong lẫn bên ngoài mô thức đó. Tuy nhiên, trong nhiều mô thức quản lý nợ đó người ta vẫn tìm gặp được các yếu tố được cho là các chuẩn mực tốt cho quản lý nợ. Các chuẩn mực đó bao gồm sự công nhận đối với những lợi ích của việc phải có một chiến lược quản lý nợ đầy đủ đi cùng các mục tiêu quản lý nợ rõ ràng, sự đánh giá trên quan điểm thận trọng và thấu đáo về các rủi ro và chi phí của nợ, sự phân tách rạch ròi giữa mục tiêu quản lý nợ với mục tiêu quản lý dòng tiền và mục tiêu của chính sách tài khóa, sự cần thiết phải phát triển một khuôn khổ thể chế có hiệu lực và chính sách lành

mạnh để giảm thiểu rủi ro hoạt động, sự phân công với các trách nhiệm được phân tách rõ ràng giữa các cơ quan liên quan tham gia vào quy trình quản lý nợ, và trách nhiệm giải trình đầy đủ và kịp thời đối với các đại diện đó.

Trên thực tế, do mô hình tổ chức mà trách nhiệm quản lý nợ công hay việc tuân thủ giới hạn trần nợ công có thể thuộc về một cơ quan cụ thể nào đó (xem Bảng 1). Tuy nhiên, dù bất kỳ mô hình nào thì cơ quan quản lý nợ công vẫn cần phải chia sẻ với các cơ quan quản lý về tài khóa và tiền tệ về mối quan tâm của họ đối với tính bền vững của nợ công. Quan điểm đối với cơ quan tài khóa là bất kỳ một yêu cầu tài trợ nào của chính phủ cũng sẽ có những tác động lên chi phí vay nợ và tính bền vững của nợ công. Tương tự, quan điểm đối với cơ quan tiền tệ là cách thức điều hành chính sách tiền tệ của họ cũng có những tác động lên chi phí vay nợ của chính phủ, chẳng hạn như khi thắt chặt chính sách tiền tệ sẽ làm cho lãi suất tăng lên, làm tăng chi phí tài trợ và nghĩa vụ thanh toán nợ của chính phủ, đặc biệt khi tỷ trọng danh mục nợ của chính phủ chủ yếu là nợ có lãi suất thả nổi.

Bảng 1. Địa vị tổ chức của cơ quan quản lý nợ công ở một số nước OECD

Tiêu chí về địa vị tổ chức	Trực thuộc Bộ Tài chính	Bi, Phần Lan, Pháp, Ý, Hà Lan, Slovenia, Tây Ban Nha, Anh, Úc, Nhật Bản, New Zealand
	Trực thuộc ngân hàng trung ương	Đan Mạch
	Cơ quan độc lập	Ai Len, Đức, Thụy Điển, Hungary
Tiêu chí về tình trạng pháp lý	Đạo luật riêng để chuẩn hóa các nguyên tắc về mặt chức năng của cơ quan quản lý nợ công (cơ quan thuộc chính phủ, công ty cổ phần có vốn nhà nước)	Ai Len, Đức, Thụy Điển, Hungary
	Văn kiện nội bộ nêu rõ tình trạng của một cơ quan quản lý nợ công trong cấu trúc bộ ngành thuộc các lĩnh vực khác nhau	Bi, Pháp, Hà Lan, Anh, Úc, New Zealand
	Tách bộ phận tập trung vào quản lý nợ công	Đan Mạch, Phần Lan, Ý, Slovenia, Tây Ban Nha, Nhật Bản
	Thiếu bộ phận quản lý nợ công	Canada

Nguồn: Golebiowski và Bartkowiak (2010)

Lịch sử của nhiều cuộc đờ vỡ nợ công cho thấy nếu danh mục nợ có kỳ hạn ngắn, chủ yếu có lãi suất thả nổi, nợ ngoại tệ nhiều, nợ tiềm tàng (contingent debts) lớn, v.v... thường sẽ rất rủi ro và chúng cũng là những yếu tố không chỉ có thể gây kích hoạt mà còn lan truyền khủng hoảng nhanh chóng. Việc chính phủ đi vay ngắn hạn có thể giúp tiết kiệm được chi phí nhưng nó lại tạo ra một loại rủi ro khác, được gọi là rủi ro tái tài trợ và cả rủi ro thanh khoản. Nói khác đi, việc chính phủ phát hành quá nhiều công cụ nợ ngắn hạn hoặc công cụ có lãi suất thả nổi có thể sẽ làm gia tăng nguy cơ phơi nhiễm rủi ro đối với ngân sách của chính phủ một khi các điều kiện thị trường tài chính và tăng trưởng kinh tế thay đổi, kể cả sự thay đổi về hạng mức tín nhiệm quốc gia cũng sẽ làm ảnh hưởng đến khả năng tái tài trợ các khoản nợ của chính phủ khi đáo hạn. Tương tự, trong nhiều trường hợp, việc đi vay nước ngoài có thể giảm được chi phí vay nợ do lãi suất ngoại tệ thường thấp hơn so với lãi suất nội tệ, nhưng lợi

ích này sẽ phải đánh đổi với rủi ro khi tỷ giá biến động. Điều này còn tùy thuộc vào chế độ tỷ giá hối đoái của từng quốc gia. Các quốc gia theo đuổi cơ chế tỷ giá thả nổi sẽ phải cân nhắc đến rủi ro này khi quyết định vay nợ ngoại tệ. Điều này có thể được giải thích theo lý thuyết ngang bằng lãi suất (IRP), tức là trong điều kiện thị trường hoàn hảo, một khoản lợi nhuận trên thị trường tiền tệ (do chênh lệch lãi suất giữa hai đồng tiền) sẽ phải được đánh đổi bởi một khoản thiệt hại trên thị trường ngoại hối (do chênh lệch tỷ giá kỳ hạn). Ngược lại, trong cơ chế tỷ giá cố định, rủi ro tỷ giá có thể được bảo hiểm nhưng lợi ích đó không hề trên trời rơi xuống mà nó được đánh đổi bằng chi phí dồn lên vai của khu vực sản xuất trong nước, đặc biệt là khu vực xuất khẩu. Đối với các nước bị thâm hụt thương mại và năng lực cạnh tranh thấp, việc duy trì tỷ giá cố định để bảo hiểm cho các khoản nợ ngoại tệ có thể sẽ làm trầm trọng hơn các yếu kém mang tính cơ cấu của nền kinh tế.

Việc áp dụng các nguyên tắc quản lý rủi ro của nợ là không thể tùy tiện mà đòi hỏi cần phải có những quy tắc chuẩn mực và lành mạnh. Trong một nền kinh tế, danh mục nợ trái phiếu của chính phủ thường là danh mục tài sản tài chính lớn nhất, và do vậy chúng có tiềm năng gây ra các mối nguy đáng kể lên sự ổn định của toàn bộ hệ thống tài chính cũng như vị thế tài chính của chính phủ. Do đó, việc quản lý các danh mục nợ đó như thế nào sẽ là một thách thức rất lớn cho cơ quan quản lý nợ quốc gia. Cơ quan này có thể sử dụng nhiều mô hình và cách tiếp cận khác nhau trong quản lý danh mục nợ đó, và tất nhiên các mô hình và công cụ quản lý danh mục nợ của khu vực tư nhân vẫn có thể áp dụng được cho khu vực chính phủ.

Rõ ràng, một cấu trúc danh mục nợ an toàn sẽ giúp chính phủ giảm được nguy cơ phơi nhiễm trước các rủi ro về lãi suất, rủi ro đồng tiền vay nợ, rủi ro tái tài trợ, rủi ro thanh khoản, và nhiều loại rủi ro khác. Việc hình thành một cấu trúc nợ công an toàn cũng có thể xem là một mục tiêu trung gian mặc dù việc định nghĩa thế nào là an toàn cũng không hề đơn giản. Tuy nhiên, có một số chỉ báo có thể được thiết lập để đánh giá mức độ an toàn hay mức độ nhạy cảm của danh mục nợ công trước biến động của các nhân tố thị trường, chẳng hạn như thước đo thời lượng (duration) hay độ lồi (convexity) của trái phiếu, các thành phần mệnh giá nợ (loại tiền), cơ cấu kỳ hạn, v.v... Một cấu trúc nợ mục tiêu mà chính phủ theo đuổi khi được công bố sẽ trở thành chỉ tiêu đo lường hiệu năng quản lý nợ, làm tăng tính minh bạch và giảm thiểu sự bất định cho các nhà đầu tư vào trái phiếu nợ của chính phủ.

Không phải đến cuộc khủng hoảng nợ công gần đây ở châu Âu người ta mới nêu bật được tầm quan trọng của công tác quản lý nợ lành mạnh và nhu cầu cần có một thị trường trái phiếu trong nước có tính thanh khoản cao và hiệu quả. Một thị trường trái phiếu chính phủ thanh khoản và hiệu quả không chỉ giúp cho chính phủ dễ dàng hơn trong việc tài trợ thâm hụt ngân sách, giúp giảm chi phí huy động nợ, mà còn giúp cho chính sách tiền tệ có thêm công cụ (thông qua nghiệp vụ thị trường mở OMO) để điều tiết khối tiền của nền kinh tế. Điều này đặc biệt quan trọng đối với các nền kinh tế mở và nhỏ khi phải thường xuyên đối mặt với cái gọi là bộ ba bất khả thi (Impossible Trinity hay Trilemma).¹⁰ Có những thời kỳ dòng vốn nước ngoài đổ vào nhiều làm cho đồng tiền lên giá ảnh hưởng đến năng lực cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu, các ngân hàng trung ương thường phải mua ngoại tệ vào để

¹⁰ Bộ ba bất khả thi là khái niệm để chỉ tình trạng một quốc gia có nền kinh tế nhỏ và mở cửa sẽ không thể đồng thời đạt được ba mục tiêu: tỷ giá cố định, vốn lưu chuyển tự do, và chính sách tiền tệ độc lập.

duy trì tỷ giá. Không may là chính sách này thường gây áp lực lên lạm phát của nền kinh tế. Một chính sách vô hiệu hóa (sterilization) thông qua nghiệp vụ thị trường mở (OMO) có thể giúp giảm được khối tiền và sự bùng nổ của mức giá trong nước. Mặc dù các chính sách quản lý nợ của chính phủ không phải là yếu tố duy nhất hay nguyên nhân chính của các cuộc khủng hoảng này, nhưng chúng cũng góp phần vào mức độ nghiêm trọng của cuộc khủng hoảng thông qua khả năng khuếch đại tính chu kỳ kinh tế (business cycle). Thậm chí ngay cả khi đã thiết lập được các chính sách kinh tế vĩ mô lành mạnh thì việc quản lý nợ như thế nào cũng có tác động đến nguy cơ tổn thương của nền kinh tế trước các cú sốc. Điều này cho thấy vai trò quan trọng của chính sách quản lý nợ công nhìn từ hai góc độ, vừa là một chính sách hỗ trợ cho các chính sách kinh tế vĩ mô khác, vừa chính nó lại có thể là cứu cánh cho các nguy cơ đổ vỡ của hệ thống tài chính và nền kinh tế.

III. Mục tiêu và phạm vi của quản lý nợ công

III.1. Mục tiêu quản lý nợ công

Như phân tích ở phần II cho thấy một mục tiêu quản lý nợ công rõ ràng và minh bạch là tối quan trọng vì nó quyết định các mô thức quản lý nợ sẽ được thiết kế như thế nào. Về phương diện lý thuyết, các nhà nghiên cứu thường đặt ra hàng loạt các mục tiêu khác nhau, từ các mục tiêu hết sức rộng lớn như ổn định kinh tế vĩ mô, phát triển thị trường trái phiếu quốc gia, hỗ trợ chính sách tiền tệ, cho đến các mục tiêu hẹp hơn như đảm bảo tính bền vững nợ công, củng cố vị thế tài chính của chính phủ, và cả những mục tiêu cụ thể như tối thiểu hóa chi phí vay nợ hay giảm thiểu rủi ro biến động nợ công, v.v... Sở dĩ các nhà nghiên cứu đưa ra mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô đối với việc quản lý nợ công là vì để phân biệt nó với các mô thức quản lý nợ của khu vực tư nhân – nơi mà các cân nhắc về mặt chi phí luôn là chủ đạo. Trong khi đó ở cấp độ nợ của quốc gia, các cân nhắc có tính bao quát hơn nhìn từ khía cạnh các tổn thất phúc lợi (welfare loss) cho toàn bộ nền kinh tế mới là yếu tố quyết định.

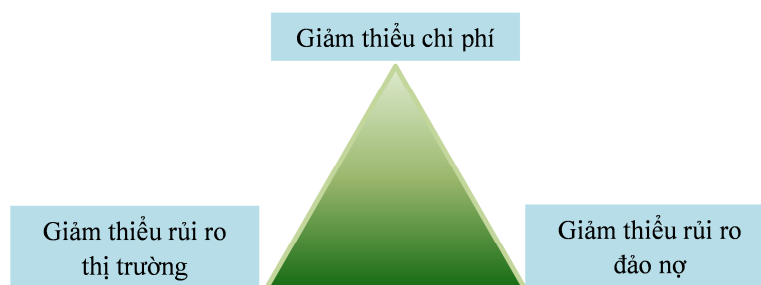
Quan điểm này là cực kỳ quan trọng vì xét cho cùng quản trị quốc gia nói chung là hướng đến việc tối đa hóa các phúc lợi cho toàn xã hội. Tuy nhiên cũng phải nói rằng, mục tiêu này là khá trừu tượng và như vậy sẽ không thể phân biệt được các mục tiêu của các chính sách khác nhau. Nếu mục tiêu không rõ ràng thì không thể đo lường và đánh giá kết quả được, cũng như không thể thiết kế được một mô thức quản lý nợ phù hợp sao cho có thể đạt được mục tiêu đó. Để tránh thiết kế một chính sách quản lý nợ mơ hồ cần phải có một mục tiêu cụ thể hơn, tốt nhất là có thể đo lường và đánh giá được. Các nghiên cứu tiên phong về quản lý nợ công ra đời rất sớm từ thập niên 1950s, 1960s như Cohen (1955), Rolph (1957), Musgrave (1959), Brownlee (1963), Tobin (1963), Scott (1963), v.v... đã nỗ lực để làm điều này. Đa phần trong số các nghiên cứu này tập trung vào mục tiêu giảm thiểu chi phí quá mức lên gánh nặng nợ công, cụ thể là giảm thiểu các khoản thuế sao cho giảm được chi phí thanh toán nợ. Musgrave (1959) xem quản lý nợ công là một công cụ của chính sách bình ổn, tức là một công cụ của chính sách kinh tế vĩ mô giúp ổn định các thành phần của tổng cầu, đặc biệt là khu vực chính phủ.

Dù có cùng quan điểm với Musgrave (1959) nhưng cách tiếp cận trong nghiên cứu của Tobin (1963) là giảm thiểu chi phí mà gánh nặng nợ công có thể gây ra cho toàn bộ nền

kinh tế. Có thể nói, chính Tobin (1963) là người khởi xướng cho các cuộc thảo luận về mục tiêu quản lý nợ theo hướng tiếp cận chi phí.¹¹ Theo Tobin (1963), chính sách quản lý nợ của chính phủ chủ yếu như một công cụ để ổn định kinh tế vĩ mô. Chẳng hạn, trong một nền kinh tế đang có xu hướng tăng trưởng, việc phát hành nợ mới của chính phủ nên tập trung vào các khoản nợ có kỳ hạn dài, lãi suất dài hạn dốc lên, nhờ đó giúp hạ nhiệt nền kinh tế. Như vậy theo Tobin, chính phủ có thể thay đổi các thành phần của nợ công, từ đó tác động đến việc định giá lại chi phí vốn của tư nhân thông qua những thay đổi về hệ số Q của Tobin,¹² nhờ đó tạo ra động lực cho khu vực tư nhân đầu tư vào vốn mới. Các cách tiếp cận sau này của Friedman (1978), Roley (1979) đều đi theo truyền thống của Tobin, tức xem quản lý nợ công là một phần của chính sách bình ổn nhằm kiểm soát đầu tư khu vực tư nhân.

Trong khi đó, Favero et al. (2000) chuyển hướng mục tiêu của chính sách quản lý nợ vào ổn định hóa thâm hụt ngân sách.¹³ Theo Favero et al. (2000), sự biến động của tỷ lệ thâm hụt ngân sách so với GDP có thể được giảm thiểu thông qua việc lựa chọn các công cụ nợ phù hợp trên cơ sở lãi suất nhạy cảm với lạm phát và tăng trưởng GDP thực. Cấu trúc nợ tối ưu phụ thuộc vào dấu hiệu và mức độ tương quan giữa lạm phát, tăng trưởng GDP thực với lãi suất. Nếu giả định rằng mục tiêu ưu tiên của chính sách tiền tệ là ổn định giá cả thì một sự kết hợp giữa nợ thông thường dài hạn với nợ được chỉ số hóa theo lạm phát sẽ là tối ưu cho mục tiêu ổn định thâm hụt. Chi phí của việc sử dụng các công cụ nợ nhằm đảm bảo duy trì mức thâm hụt ngân sách không vượt quá một ngưỡng xác định (chẳng hạn là 3% hoặc 5% GDP) sẽ cần được cân nhắc với chi phí do việc thâm hụt ngân sách vượt quá mức giới hạn này gây ra. Nghiên cứu của Garcia (2000) đưa ra ba mục tiêu cụ thể của quản lý nợ công gồm (i) giảm thiểu chi phí bình quân của nợ, (ii) giảm thiểu sự phơi nhiễm trước rủi ro thị trường, và (iii) tối đa hóa thời gian đáo hạn bình quân, tìm kiếm một lịch kỳ hạn nợ thống nhất (xem Hình 6.). Nói chung, các mục tiêu mà Garcia đưa ra là rất cụ thể và khả thi trong việc đo lường và đánh giá kết quả so với các mục tiêu vĩ mô khác.

Hình 6. Các mục tiêu quản lý nợ công



Nguồn: Garcia, 2000

¹¹ Tobin, J. (1963), "An Essay on Principles of Debt Management", *Fiscal and Debt Management Policies*, Englewood Cliffs.

¹² Hệ số Q của Tobin là tỷ số giữa giá trị thị trường và giá trị thay thế của một tài sản hữu hình do chính Tobin (1969) đề xuất. Lý thuyết hệ số Q của Tobin cho rằng công ty nên đầu tư thêm nếu hệ số Q lớn hơn 1.

¹³ Favero C., Alessandro M. và Gustavo Piga (2000). "EMU and Public Debt Management: One Money, One Debt?" Centre for Economic Policy Research Policy Paper.

Cách tiếp cận của Garcia (2000) cũng là cách tiếp cận mà về mặt thực tiễn quản lý nợ, nhiều chính phủ đã và đang theo đuổi. Theo đó, một cách cơ bản có thể nói rằng mục tiêu mà các chính phủ hay các cơ quan quản lý nợ hướng đến là nhằm đảm bảo tối thiểu hóa chi phí vay nợ trung bình trong dài hạn đặt trong mối liên hệ với rủi ro có thể chấp nhận được. Dù có một vài khác biệt về mặt câu chữ nhưng nói chung mục tiêu này thường được áp dụng ở các nước thuộc khối Eurozone. Trong báo cáo *Tổng kết về Quản lý nợ* của Anh (1995) có nêu mục tiêu cơ bản của chính sách quản lý nợ của nước này là nhằm “tối thiểu hóa chi phí dài hạn trong việc đáp ứng các nhu cầu tài chính của chính phủ, có tính đến rủi ro, đồng thời đảm bảo chính sách quản lý nợ phù hợp với chính sách tiền tệ.”

Theo IMF (2014a)¹⁴, mục tiêu chính của quản lý nợ công là để đảm bảo rằng các nhu cầu tài chính của chính phủ và các nghĩa vụ thanh toán nợ được đáp ứng với chi phí thấp nhất có thể trong trung và dài hạn, phù hợp với mức độ thận trọng trước rủi ro. Dù có thể cùng một mục tiêu nhưng thực tiễn cho thấy nhiều nước có những cách thức tổ chức mô hình quản lý nợ công khác nhau. Rất khó để có thể khẳng định rằng mô hình nào là tốt và mô hình nào không tốt, vì nếu như vậy thì rõ ràng các nước đã theo đuổi một mô hình quản lý nợ “tốt” duy nhất. Mỗi một mô hình quản lý nợ đều có những ưu điểm và hạn chế khác nhau. Điều quan trọng là môi trường thể chế của quốc gia đó như thế nào, cách thiết kế các quy trình và chuẩn mực cho quản lý nợ, các hoạt động điều phối với các chính sách kinh tế vĩ mô, trách nhiệm giải trình, cơ chế giám sát độc lập, v.v... có đầy đủ hay không (xem Bảng 2 và Bảng 3).

Bảng 2. Mô hình tổ chức của các cơ quan quản lý nợ công

Loại mô hình	Đặc điểm
Mô hình thuộc Bộ Tài chính	Chức năng quản lý nợ thuộc một cơ quan trực thuộc bộ tài chính
	Mục tiêu quản lý nợ được xác định và thực hiện gắn với mục tiêu chính sách ngân sách
	Có khả năng dẫn đến xung đột mục tiêu
Mô hình thuộc Ngân hàng trung ương	Cơ quan quản lý nợ trực thuộc tổ chức của ngân hàng trung ương
	Việc quản lý nợ công (mục tiêu, chiến lược, hoạt động) có thể gây chèn lấn mục tiêu chính sách tiền tệ
	Có khả năng dẫn đến xung đột mục tiêu
Mô hình độc lập	Chức năng quản lý nợ do một cơ quan độc lập đảm trách
	Mức độ minh bạch tốt trong quá trình hoạt động và chính sách thông tin rộng rãi
	Mục tiêu hoạt động và chiến lược quản lý nợ công được thiết kế và thực thi đặt dưới sự chấp thuận của các bộ
	Có thể nảy sinh xung đột ủy quyền - thừa hành

Nguồn: Bartkowiak (2008).

Mục tiêu quản lý nợ dù được tuyên bố như thế nào nhưng nội hàm của nó là một quan điểm quản lý rủi ro thận trọng nhằm tránh theo đuổi một chiến lược và cấu trúc nợ rủi ro, chẳng hạn như việc tiền tệ hóa các khoản nợ và thâm hụt ngân sách của chính phủ, tức là dùng chính sách tiền tệ để tài trợ cho chính sách tài khóa. Nói nôm na là in tiền để tài trợ cho

¹⁴ Xem *Hướng dẫn quản lý nợ công*, bản sửa đổi 4/2014 của IMF.

thâm hụt ngân sách. Chính sách tài trợ ngân sách kiểu như vậy vô hình trung đã làm vô hiệu chính sách tiền tệ - vốn được thiết kế cho các mục tiêu ổn định giá cả, tăng sản lượng và an toàn hệ thống tài chính. Nhiều nghiên cứu và bằng chứng thực tiễn đã chứng minh, việc tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách và nợ công là rất nguy hiểm và những hậu quả mà nó mang lại cho nền kinh tế vĩ mô một khi bị đổ vỡ là vô cùng tốn kém.

Bảng 3. Mục tiêu quản lý nợ của một số quốc gia

Quốc gia	Mục tiêu quản lý nợ
Anh	Mục tiêu là nhằm giảm thiểu, xét trong dài hạn, chi phí đáp ứng nhu cầu tài chính của chính phủ, có tính đến rủi ro, đồng thời đảm bảo chính sách quản lý nợ phù hợp với các mục tiêu của chính sách tiền tệ.
Úc	Huy động, sử dụng và trả nợ ở mức chi phí dài hạn thấp nhất có thể, phù hợp với mức độ chấp nhận được của sự phơi nhiễm rủi ro.
Đan Mạch	Đạt được chi phí vay nợ dài hạn thấp nhất có thể. Mục tiêu được bổ sung với các cân nhắc khác: ▪ Duy trì rủi ro ở mức có thể chấp nhận được. ▪ Xây dựng và hỗ trợ thị trường tài chính hiệu quả, hoạt động tốt. ▪ Tạo điều kiện cho khả năng tiếp cận thị trường tài chính trong dài hạn của chính phủ.
Ai Len	Mục tiêu quản lý nợ của cơ quan quản lý nợ của Ireland (gọi là NTMA) là tài trợ đáo hạn nợ và nhu cầu vay mượn hàng năm của chính phủ sao cho đảm bảo được tính thanh khoản cả trong ngắn hạn và dài hạn, bao gồm mức độ và biến động của chi phí thanh toán nợ tài chính hàng năm, bao gồm khả năng phơi nhiễm của chính phủ trước các rủi ro.
New Zealand	Tối đa hóa lợi ích kinh tế dài hạn đối với danh mục tài sản tài chính và nợ của chính phủ đặt trong bối cảnh chiến lược tài chính của Chính phủ, đặc biệt là sự cân trọng đối với các rủi ro.
Bồ Đào Nha	Nhiệm vụ cơ quan quản lý nợ công của Chính phủ Bồ Đào Nha (gọi là IGCP) là để gây quỹ và thực hiện các giao dịch tài chính liên quan, thay mặt nước Chính phủ trong một số trường hợp: ▪ Đáp ứng nhu cầu vay vốn của Chính phủ một cách ổn định. ▪ Giảm thiểu chi phí nợ chính phủ xét theo quan điểm dài hạn phù hợp với chiến lược quản lý rủi ro theo định nghĩa của Chính phủ. Trong quá trình thực hiện các nhiệm vụ của mình IGCP thực hiện các hành động của mình dựa trên nguyên tắc hiệu quả và minh bạch.
Thụy Điển	Mục tiêu quản lý nợ chính quyền trung ương là nhằm tối thiểu hóa, xét theo quan điểm dài hạn, các chi phí của nợ đi cùng với các rủi ro liên quan đến quản lý nợ. Tuy nhiên, việc quản lý phải luôn luôn được thực hiện trong khuôn khổ các yêu cầu được áp đặt bởi chính sách tiền tệ và các nguyên tắc được xác định bởi Hội đồng Bộ trưởng.
Kenya	▪ Mục tiêu chính của chính sách quản lý nợ chính phủ là để trang trải các nhu cầu tài chính của chính phủ với mức chi phí đi vay dài hạn thấp nhất có thể, tùy thuộc vào mức độ thận trọng của rủi ro. ▪ Mục tiêu khác là làm tăng độ sâu của thị trường trái phiếu chính phủ trong nước.
Sri Lanka	Mặc dù mục tiêu chiến lược Sri Lanka theo đuổi không được thực hiện rõ ràng trong các quy định pháp luật nhưng được ngầm hiểu là để: ▪ Giảm thiểu chi phí trực tiếp và gián tiếp của nợ công xét về dài hạn; ▪ Ngăn chặn sự tập trung quá mức vào giá trị đáo hạn và do đó giảm thiểu rủi ro tái tài trợ; ▪ Thúc đẩy hiệu quả của thị trường trái phiếu chính phủ.
Liberia	Mục tiêu cơ bản là để đảm bảo nhu cầu tài chính của chính phủ và các nghĩa vụ thanh toán nợ được đáp ứng một cách kịp thời, tùy thuộc vào sự cân bằng thận trọng giữa chi phí và rủi ro. Mục tiêu thứ yếu là nhằm phát triển thị trường nợ trong nước, bằng cách cung cấp các thông tin liên quan đáng tin cậy và tư vấn cho các nhà hoạch định chính sách một cách kịp thời.

Nguồn: OECD (2010) và bổ sung của tác giả.

Ngay cả khi chưa đổ vỡ thì nó cũng đã bắt đầu đặt gánh nặng chi phí lên các giao dịch và hoạt động của nền kinh tế. Các chi phí này bao gồm chi phí do việc chen lấn đầu tư và tiêu dùng của khu vực tư (crowding out), chi phí khốn khó tài chính cho các doanh nghiệp vay nợ nhiều, chi phí phá sản ngân hàng, v.v... Điều quan trọng nữa là mức độ tin cậy vào các chính sách kinh tế vĩ mô của chính phủ cũng giảm đi, mà điều này không chỉ làm giảm tính hiệu lực của các chính sách đó mà còn giảm khả năng tái tài trợ của chính phủ, kể cả các khoản nợ trong nước lẫn nợ nước ngoài.

Bảng 4. Các mục tiêu chiến lược được công bố của một số quốc gia

Quốc gia (vào ngày)	Nợ gộp sv. GDP (Nợ CQ trung ương) ¹	Nội tệ : Ngoại tệ	Đồng tiền danh mục phụ	Lãi suất		Tái tài trợ
				Cố định: Thả nổi	Thời lượng điều chỉnh (năm) ²	Mức trần về kỳ hạn nợ trong năm tới (% dư nợ)
Úc (6/2001)	10% [27,6%]	90:10 đến 85:15	D	-	3,25 ± 0,25	-
			F		1,25 ± 0,25	
Bỉ (12/2001)	107,6% [100,3%]	97:3 đến 100:0 ³	D	-	4 ± 0,30	10-15% và kéo dài lịch đáo hạn
Colombia (12/2001)	61% [31,98%]	67:33	F	70:30	3,5	15% kỳ 12 tháng, 30% kỳ 36 tháng
Đan Mạch (12/2001)	38% [51,74%]	88:12 ⁴	D & F	-	3,5 ± 0,5	Kéo dài lịch đáo hạn của tất cả các khoản nợ
Pháp (12/2001)	57,3% [92,74%]	100:0	D	10% chỉ số hóa theo lạm phát	-	Kỳ hạn trung bình 5,5 năm
Ireland (12/2001)	38% [122,01%]	94:6	D	-	3,7	-
Ý (12/2001)	[130,63%]		D	75:25	3,5	Tăng kỳ hạn nợ bình quân và dài lịch đáo hạn
New Zealand (12/2001)	34% [38,35%]	100:0 ⁵	D	80:20 - 70:30	-	Duy trì kỳ hạn nợ theo kỳ chẵn
Bồ Đào Nha (12/2001)	56% [122,3%]	100:0	D	68:32	3,0	25% loại 12 tháng, 35% loại 24, 45% loại 36 tháng
Thụy Điển ⁶ (11/2001)	52% [37,72%]	73:27	D	-	2,9 ± 0,3	25% loại 12 tháng và có thời hạn thanh toán phân tán
			F		2,3 ± 0,3	
Anh ⁷ (12/2001)	31% [93,62%]	100:0				Phát hành nợ bằng nhiều công cụ khác nhau
Hoa Kỳ ⁸ (8/2002)	42% [108,12%]	100:0	D	-	-	Phát hành chứng khoán theo nhiều kỳ hạn khác nhau

Ghi chú:

¹ Anh và Mỹ là nợ ròng.

² Thời lượng điều chỉnh (Modified Duration) được tính bằng phần trăm thay đổi giá trị thị trường từ một điểm phần trăm thay đổi của lãi suất danh nghĩa. Đan Mạch và Thụy Điển sử dụng thời lượng Macaulay – được định nghĩa là trọng số trung bình của độ dài kỳ hạn của mỗi khoản thanh toán, trong đó trọng số là quy mô tương đối của từng khoản thanh toán.

³ Chính sách của chính phủ là hoàn trả đầy đủ ngay khi có thể các khoản nợ ngoại tệ.

⁴ Chuẩn mực vay nội tệ ghi rằng việc phát hành các chứng khoán chính phủ mệnh giá đồng krona trong nước có kỳ hạn dưới 1 năm sẽ phải đáp ứng nhu cầu vay mượn gộp của chính quyền trung ương trừ đi các khoản nợ ngoại tệ đến hạn. Chuẩn mực vay ngoại tệ ghi rằng các khoản nợ ngoại tệ của chính phủ đến hạn sẽ được tài trợ bằng vay nước ngoài.

⁵ Nợ ngoại tệ phát sinh chỉ để tài trợ cho dự trữ quốc tế do đó NZ và Anh không có nợ ngoại tệ.

⁶ Chuẩn mực chỉ bao gồm nợ danh nghĩa; không bao gồm nợ được chỉ số hóa theo lạm phát. Chuẩn mực đạt được vào năm 2004. Mục tiêu dài hạn là giảm tỷ trọng dư nợ ngoại tệ và tăng tỷ trọng nợ nội tệ được chỉ số hóa theo lạm phát.

⁷ Cơ quan quản lý nợ của Anh (UKDMO) không công bố mục tiêu chiến lược của mình.

⁸ Bộ Tài chính Mỹ không có mục tiêu chiến lược vì họ chủ yếu phát hành nợ có lãi suất cố định và sự ưu tiên là nâng cao tính hiệu quả và sự minh bạch của thị trường.

Nguồn: Currie, Dethier và Togo (2003).¹⁵

Lưu ý: Số liệu trong ngoặc vuông ở cột 2 là tổng nợ chính phủ gộp so với GDP năm 2013, do tác giả bổ sung từ nguồn thống kê IMF để tham khảo.

Như vậy, mục tiêu đặt ra là chính phủ còn phải tìm cách tối thiểu hóa chi phí thanh toán nợ kỳ vọng chứ không chỉ là chi phí nợ hiện hữu. Lưu ý rằng, việc tuyệt đối hóa mục tiêu giảm thiểu chi phí mà không tính đến các rủi ro đánh đổi là điều không được khuyến khích. Mục tiêu giảm thiểu chi phí phải được đặt trong mối quan hệ với gia tăng rủi ro. Một khi các rủi ro tăng lên, tất nhiên đến một mức độ giới hạn nào đó, thì chính phủ sẽ phải chấp nhận tăng chi phí để đánh đổi với rủi ro đó. Thông thường, khi chính phủ tìm cách hạ thấp chi phí thì cũng là lúc mà các rủi ro bắt đầu hiện diện. Ngược lại, khi các rủi ro bắt đầu hiện diện thì cũng là lúc chính phủ sẽ phải cân nhắc đến sự hy sinh chi phí. Sự lựa chọn đánh đổi giữa chi phí và rủi ro phụ thuộc và khả năng chịu đựng rủi ro của chính phủ, cũng như các khoản chi phí mà chính phủ có thể bỏ ra. Tuy nhiên cần lưu ý rằng các cân nhắc của sự đánh đổi không đơn thuần là trò chơi giữa rủi ro và chi phí mà còn phải cân nhắc đến các mục tiêu của các chính sách khác, kể cả các chính sách dự phòng.

Ở các nước phát triển thường có thị trường trái phiếu chính phủ có độ sâu¹⁶ và thanh khoản tốt, nên việc quản lý nợ thường tập trung chủ yếu vào rủi ro thị trường. Các cơ quan quản lý nợ của các nước này thường sử dụng các bài kiểm tra căng thẳng (stress test) để xem xét tỷ lệ đánh đổi giữa rủi ro và chi phí. Ngược lại, ở các thị trường mới nổi và các nước có thu nhập thấp, thị trường trái phiếu trong nước thường tương đối kém phát triển và có độ sâu tài chính thấp, trong khi lại có nhiều trở ngại trong việc tiếp cận thị trường vốn bên ngoài. Do đó đối với các nước này, họ thường tập trung hơn vào rủi ro tái tài trợ. Điều này hàm ý là chính phủ nên có chính sách thúc đẩy sự phát triển của thị trường trái phiếu trong nước. Ở nhiều nước, đây cũng là mục tiêu quan trọng được đặt trong tổng thể chiến lược quản lý nợ công quốc gia. Mục tiêu này đặc biệt phù hợp cho các nước đang phát triển, trong đó có Việt Nam, nơi có thị trường tài chính chủ yếu dựa vào hệ thống ngân hàng mà phần lớn các khoản cho vay là ngắn hạn, thay vì một thị trường trái phiếu có đủ độ sâu và thanh khoản tốt.

Sau khi đã xác định được một tập hợp rõ ràng về các mục tiêu chung, điều tiếp theo là cần phải chuyển dịch chúng thành các mục tiêu chiến lược trong một đề án quản lý nợ tổng thể. Kinh nghiệm cho thấy các thất bại thường là do không thể chuyển tải được từ các mục tiêu chung đến các mục tiêu chiến lược. Các mục tiêu chiến lược này cần phải cụ thể và có

¹⁵ *Institutional Arrangement for Public Debt Management*. World Bank Policy Research Working Paper 3021, April 2003

¹⁶ Độ sâu của thị trường trái phiếu được đo bằng tổng dư nợ trái phiếu đang lưu hành so với GDP.

thể đo lường, đánh giá được. Thông thường, các mục tiêu chiến lược này do chính phủ hoặc cơ quan quản lý nợ đề xuất và cần phải được Quốc hội thông qua bằng một quá trình lập pháp. Các mục tiêu đó, sau khi đã được chấp thuận, nó sẽ biến thành mục tiêu hành động cho các cơ quan quản lý nợ. Các mục tiêu này cũng cần phải được công khai để đảm bảo tính minh bạch, đáp ứng nhu cầu giám sát của người dân, và thể hiện trách nhiệm giải trình của các cơ quan liên quan. Từ các mục tiêu chiến lược này, chính phủ hoặc các cơ quan quản lý nợ sẽ phải chịu trách nhiệm xây dựng các kế hoạch và chương trình hành động cụ thể để đảm bảo rằng đang có những nỗ lực thực hiện các mục tiêu đó.

III.2. Phạm vi của quản lý nợ công

Theo IMF (2014a), phạm vi của quản lý nợ phải bao gồm các nghĩa vụ tài chính mà chính quyền trung ương chịu trách nhiệm kiểm soát. Những nghĩa vụ này thường bao gồm cả các khoản nợ có thị trường (chẳng hạn như trái phiếu) và nợ không có thị trường (chẳng hạn như các khoản tài trợ ưu đãi chính thức từ chính phủ các nước hoặc các tổ chức quốc tế đa phương như WB, ADB, JICA...) và cả các khoản vay nhỏ lẻ trong một số trường hợp. Phạm vi của quản lý nợ công liên quan đến định nghĩa của chính phủ về nợ công. Cần lưu ý rằng trên thực tế không có cái gọi là chuẩn quốc tế về định nghĩa nợ công. Ở các quốc gia, tùy theo cách thức tổ chức bộ máy quản lý hành chính, điều kiện thể chế và phân cấp ngân sách để đưa ra định nghĩa về nợ công riêng mà không phải bao giờ cũng đồng nhất với các quốc gia khác. Sự khác biệt trong định nghĩa, và từ đó là số liệu thống kê nợ công, có thể làm cho việc so sánh quy mô nợ công giữa các nước trở nên khó khăn và khập khiễng, ngay cả khi đã sử dụng các chỉ tiêu nợ tương đối, chẳng hạn như nợ công so với GDP, nợ công so với doanh thu thuế, v.v... Trong báo cáo *Giám sát Tài khóa* (2014), IMF đưa ra định nghĩa nợ gộp (gross debt) là các nghĩa vụ nợ đòi hỏi con nợ phải thanh toán lãi và/hoặc gốc trong tương lai cho chủ nợ. Các nghĩa vụ nợ này bao gồm nợ dưới dạng quyền rút vốn đặc biệt (SDRs), tiền, và tiền gửi; các chứng khoán nợ; các khoản vay; bảo hiểm; hưu trí; và các chương trình bảo lãnh tiêu chuẩn; và các khoản phải trả khác (xem Hình 7). Cũng theo IMF (2014b), thuật ngữ “nợ công” được sử dụng trong báo cáo *Giám sát Tài khóa*, hiểu đơn giản thì giống như khái niệm nợ gộp được áp dụng cho chính phủ, trừ trường hợp có định nghĩa khác trong báo cáo áp dụng cho từng nước hay từng bối cảnh cụ thể. Một cách hiểu chặt chẽ hơn là nợ công liên quan đến nợ của khu vực công nói chung, trong đó bao gồm cả các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp phi tài chính và cả ngân hàng trung ương.¹⁷

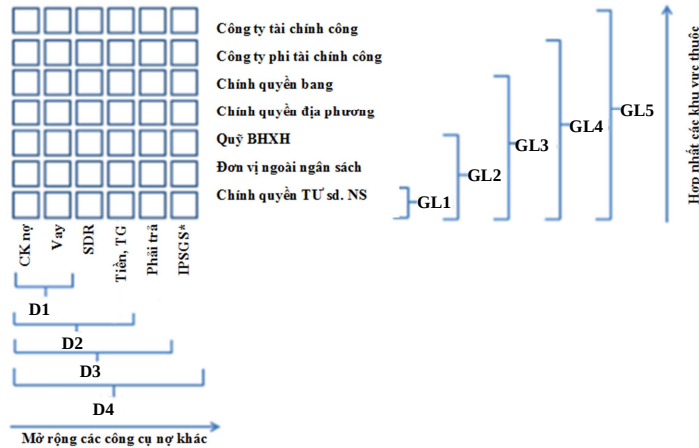
Nói chung, định nghĩa *nợ gộp* trong báo cáo *Giám sát Tài khóa* là nhất quán với định nghĩa trong *Sổ tay Thống kê Tài chính Chính phủ* (GFSM 2001) cũng như trong *Sổ tay Thống kê nợ Khu vực công* (PSDSM 2013) của IMF. Trong tài liệu này, IMF định nghĩa *nợ gộp* bao gồm tất cả các nghĩa vụ nợ có dạng là các công cụ nợ (debt instruments). Một công cụ nợ được định nghĩa là một sản quyền tài chính trong đó chủ nợ có quyền yêu cầu các khoản thanh toán lãi và/hoặc vốn gốc từ con nợ vào một ngày, hoặc các ngày trong tương lai.¹⁸ Nợ gộp có thể được chia thành nợ trong nước và nợ nước ngoài. Nợ trong nước là nghĩa vụ nợ mà người cư trú này mắc nợ người cư trú kia trong cùng một nền kinh tế, và nợ nước ngoài là nghĩa vụ nợ mà người cư trú mắc nợ người không cư trú. Như đã nói, các định nghĩa này

¹⁷ Xem IMF (2014b), *Fiscal Monitoring*, trang 89 và 90.

¹⁸ Xem IMF (2013), *Public Sector Debt Statistics – Guide for Compilers and Users*, trang 3.

không nhất thiết là chuẩn mực về định nghĩa nợ công, càng không có tính ràng buộc mà mọi quốc gia thành viên hay không thành viên của IMF phải tuân thủ. Các định nghĩa này như là một sự chỉ dẫn cho các thống kê về nợ công mà những người làm nghiên cứu, các chuyên gia thống kê, hay người sử dụng số liệu biết để sử dụng đúng số liệu phù hợp với mục tiêu phân tích. Hiển nhiên, các quốc gia thành viên IMF được khuyến khích thu thập, tổng hợp và báo cáo số liệu nợ công theo chuẩn định nghĩa này của IMF nhằm tạo ra sự nhất quán trong thống kê, tổng hợp, phân loại, và so sánh dữ liệu nợ công giữa các nước. Hình 7 trình bày các cách định nghĩa nợ công tùy vào phạm vi các công cụ nợ và cấp độ chính quyền.

Hình 7. Định nghĩa nợ công theo cấp chính quyền và công cụ nợ



Ghi chú: quỹ bảo hiểm, quỹ hưu trí, và các cơ chế bảo lãnh tiêu chuẩn hóa

Nguồn: IMF 2012

Trên thực tế, tùy vào khuôn khổ thể chế, chính trị và cấu trúc của bộ máy tổ chức nhà nước mà phạm vi nợ khu vực công có thể khác nhau, có thể bao gồm hay không bao gồm nghĩa vụ nợ của chính quyền địa phương, bao gồm hay không bao gồm nghĩa vụ nợ của doanh nghiệp nhà nước (SOEs), của quỹ bảo hiểm xã hội, bảo hiểm hưu trí, và cả các nghĩa vụ nợ tiềm ẩn khác (như nghĩa vụ tài trợ thông qua mô hình đối tác công tư PPP). Ngay cả các thống kê nợ công của IMF cho các nước cũng không nhất quán dù được áp dụng chung một định nghĩa. Chẳng hạn như trường hợp Trung Quốc, như đã phân tích ở phần I, cho đến năm 2009, thống kê nợ công của nước này chỉ bao gồm nợ của chính quyền trung ương như báo cáo của Bộ Tài chính Trung Quốc. Đến năm 2011, khi có Báo cáo Kiểm toán Quốc gia thì dữ liệu nợ công 2010 của Trung Quốc mới bao gồm thêm nợ của chính quyền địa phương. Hay đối với trường hợp Bra-xin, thống kê nợ của nước này liên quan đến khu vực công phi tài chính, không bao gồm Eletrobras và Petrobras¹⁹ nhưng bao gồm nợ được nắm giữ trên bảng cân đối tài sản của ngân hàng trung ương nước này. Ngược lại, nợ công của Cô-lôm-bia liên quan đến khu vực công kết hợp, bao gồm cả nợ của công ty Ecopetrol,²⁰ nhưng loại trừ dư nợ nước ngoài của ngân hàng trung ương nước này (có tên gọi là Banco de la República). Đối với Hy Lạp – một nước đã và đang trải qua khủng hoảng nợ công – nợ gộp của chính phủ bao gồm nợ ngắn hạn và các khoản vay của các SOEs. Đối với Mê-hi-cô, nợ gộp được thống kê bao gồm nợ của chính quyền trung ương, bảo hiểm xã hội, doanh nghiệp công cộng, ngân

¹⁹ Đây là hai công ty điện và năng lượng có quy mô lớn hàng đầu của Bra-xin cũng như của khu vực châu Mỹ Latinh.

²⁰ Một công ty xăng dầu lớn nhất của Cô-lôm-bia.

hàng phát triển, công ty bảo hiểm quốc gia, và quỹ cơ sở hạ tầng quốc gia, nhưng không bao gồm nợ chính quyền địa phương. Đối với Việt Nam, Luật Quản lý nợ công (2009) định nghĩa nợ công gồm nợ của chính phủ, nợ của chính quyền địa phương, và nợ được chính phủ bảo lãnh, nhưng không bao gồm nợ của SOEs không được chính phủ bảo lãnh.

Bất luận các thông kê nợ công gồm các khoản mục nợ nào được bao hàm trong tính toán thì một điều khuyến cáo là chính phủ vẫn nên theo dõi và xem xét tất cả các rủi ro tiềm tàng có thể phát sinh từ các cam kết bảo lãnh nợ cho chính quyền địa phương hoặc các SOEs chính thức hoặc ngay cả là ngầm định. Kinh nghiệm các cuộc khủng hoảng tài chính trong lịch sử đã chứng minh, ngay cả khi không có bảo lãnh chính thức, là khoản nợ của tư nhân nhưng cũng có thể gây rủi ro hệ thống buộc chính phủ phải can thiệp và gánh lấy nghĩa vụ nợ đó, tránh cho nền kinh tế khỏi đổ vỡ.

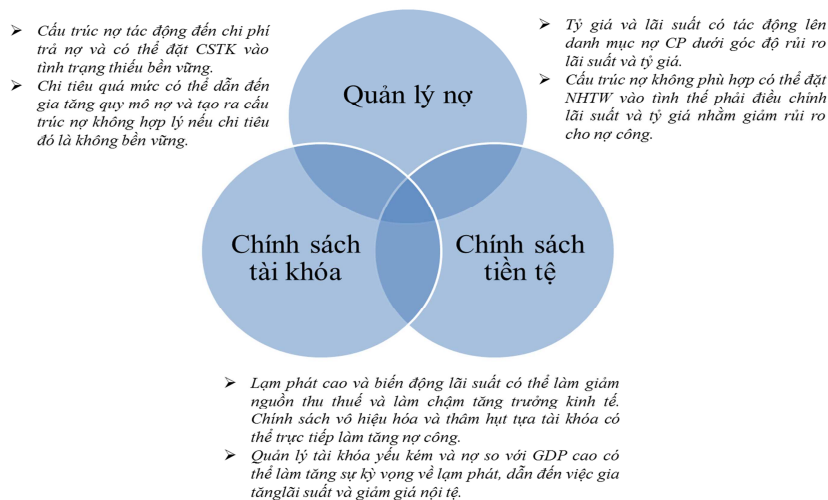
III.3. Điều phối với các chính sách kinh tế vĩ mô khác

Như đã phân tích ở phần III.2, để chính sách quản lý nợ phát huy hiệu quả đòi hỏi phải có sự độc lập nhất định nhưng không phải vì thế mà cô lập nó với các chính sách kinh tế vĩ mô khác. Nói khác đi, chính sách quản lý nợ cần phải được đặt trong bối cảnh chung của các mục tiêu và chính sách kinh tế vĩ mô khác, bao gồm chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa, chính sách cơ cấu và các chính sách khác thuộc khu vực tài chính. Các kinh nghiệm cho thấy một trong những nguyên nhân khiến cho chính sách quản lý nợ trở nên không hiệu quả hoặc quá tốn kém là do năng lực điều hành các chính sách kinh tế vĩ mô yếu kém. Chẳng hạn, một chính sách tài khóa yếu kém và lỏng lẻo có thể khiến cho cán cân ngân sách luôn bị thâm hụt và phải được bù đắp bằng một khoản nợ vay. Trong trường hợp này, bất luận chính sách quản lý nợ định hướng khoản vay vào một danh mục an toàn về kỳ hạn và lãi suất như thế nào thì việc gánh nặng nợ công tăng lên là điều không được khuyến khích. Tương tự, một chính sách tiền tệ thắt chặt dù chủ định hoặc “bất cần” cũng đều làm tăng chi phí nợ của chính phủ. Nói chung, các chính sách tài khóa, tiền tệ hay tỷ giá không hiệu quả có thể khiến cho các nỗ lực quản lý nợ công trở nên vô nghĩa. Việc thực thi các chính sách kinh tế vĩ mô luôn tạo ra các biến động nhất định trên thị trường tài chính, mà trong nhiều trường hợp làm tăng tính bất định cho nhà đầu tư tham gia thị trường. Một sự bất định tăng lên cũng có nghĩa là rủi ro tăng lên và nhà đầu tư sẽ đòi hỏi một phần bù rủi ro (risk premium) lớn hơn khiến cho chi phí vay nợ và rủi ro tái tài trợ của chính phủ cũng tăng lên. Điều này hàm ý rằng một thành tích điều hành các chính sách vĩ mô tốt có thể sẽ giúp tránh được hoặc giảm bớt sự không chắc chắn cho nhà đầu tư và từ đó giảm áp lực lên chính sách quản lý nợ của chính phủ.

Để có được sự phối hợp tốt giữa chính sách quản lý nợ với các chính sách kinh tế vĩ mô khác, yêu cầu đặt ra là cơ quan quản lý nợ và cơ quan thực thi chính sách tài khóa (Bộ Tài chính), cơ quan thực thi chính sách tiền tệ (Ngân hàng trung ương), và một số cơ quan liên quan cần phải chia sẻ thông tin, quan điểm và sự hiểu biết của nhau về các mục tiêu của quản lý nợ, mục tiêu chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa... nhằm tạo ra các mối liên kết và tương trợ lẫn nhau qua đó giúp phát huy hiệu quả của từng chính sách. Các nhà hoạch định chính sách cần hiểu cách thức mà các công cụ chính sách khác nhau hoạt động, nhận thức được các tác động tiềm năng của các công cụ chính sách đó nhằm để củng cố và hỗ trợ lẫn nhau, và cả

những căng thẳng hay mâu thuẫn chính sách có thể nảy sinh. Chẳng hạn, ngân hàng trung ương nên thông báo cho cơ quan quản lý nợ và Bộ Tài chính biết được các tác động tiềm năng lên quy mô của khoản nợ công khi chính sách tiền tệ được thực thi hướng đến các mục tiêu của nó. Ngược lại, một khoản thâm hụt ngân sách của Bộ Tài chính và một nhu cầu vay nợ mới tiếp sau đó cũng có thể ảnh hưởng lên xu hướng đường cong lợi suất, tác động đến định hướng mục tiêu của chính sách tiền tệ. Do đó, việc thông báo trước cho ngân hàng trung ương biết các kế hoạch tài khóa và nhu cầu vay nợ mới sẽ giúp cơ quan này thiết kế chính sách tiền tệ tốt hơn, chẳng hạn như cân đối lượng cung tiền cung cấp ra nền kinh tế hay định hướng lãi suất mục tiêu phù hợp. Nói chung, tất cả các chính sách thuộc các lĩnh vực, từ tài khóa, tiền tệ đến quản lý nợ công cần được tiến hành trong khuôn khổ của các chính sách kinh tế vĩ mô hiệu quả và chính sách quản lý nợ lành mạnh. Hình 8 trình bày các kết quả tương tác giữa các chính sách quản lý nợ với chính sách tài khóa và tiền tệ trong quá trình điều phối hoạt động.

Hình 8. Điều phối giữa các chính sách kinh tế vĩ mô và chính sách quản lý nợ



Nguồn: Togo (2007)

Mặc dù sự điều phối chính sách là quan trọng nhưng cần phải lưu ý rằng, giữa các chính sách quản lý nợ, tài khóa và tiền tệ vẫn cần phải có sự phân tích rạch ròi giữa các mục tiêu, công cụ, biện pháp và cả trách nhiệm giải trình. Việc tách biệt vai trò và mục tiêu giữa các chính sách này sẽ giúp giảm thiểu các xung đột tiềm tàng khiến cho các mục tiêu chính sách khác nhau không thể phát huy hiệu quả và hiệu lực. Chẳng hạn, trong điều kiện lạm phát cao thì chính sách tiền tệ về mặt nguyên lý là cần phải được thắt chặt. Tuy nhiên, cơ quan quản lý nợ hiểu rằng việc thắt chặt tiền tệ có thể đẩy lãi suất lên cao khiến cho chi phí nợ chính phủ cũng tăng lên. Rõ ràng trong trường hợp này đã có xung đột lợi ích. Nếu Ngân hàng trung ương không được độc lập so với chính phủ (cũng thường là đại diện cho quan điểm của Bộ Tài chính hoặc cơ quan quản lý nợ quốc gia) thì chính sách tiền tệ khó có thể được chủ động trong việc theo đuổi các mục tiêu riêng có của mình. Khi đó, lợi ích chi phí của nợ công đã trở thành gánh nặng chi phí cho nền kinh tế. Trong trường hợp này, lạm phát giống như một thứ thuế đánh lên thu nhập của người dân và cả lên thu nhập lãi của người nắm giữ trái phiếu chính phủ. Ở các nước có thị trường tài chính phát triển tốt, các kế hoạch

vay mượn của chính phủ được thiết lập dựa trên những dự báo kinh tế và tài chính được thể hiện trong bảng cân đối ngân sách của chính phủ, và chính sách tiền tệ có thể được thực hiện độc lập với chính sách quản lý nợ cũng như chính sách tài khóa. Điều này vừa giúp phát huy tính hiệu quả và hiệu lực của chính sách tiền tệ, vừa tránh xung đột lợi ích và tâm lý y lại trong việc tuân thủ tính kỷ luật tài khóa và chính sách vay nợ thận trọng của cơ quan quản lý nợ. Rõ ràng mục tiêu giảm thiểu chi phí vay nợ cho chính phủ liên quan đến mức độ quản lý rủi ro thận trọng thay vì là nhiệm vụ hạ lãi suất xuống thấp của chính sách tiền tệ. Tương tự như vậy là chính sách tỷ giá đối với các khoản nợ nước ngoài. Giảm rủi ro tỷ giá của các khoản nợ ngoại tệ nên là một mục tiêu của cơ quan quản lý nợ, chẳng hạn như hạn chế vay nợ nước ngoài không được bảo hiểm rủi ro tỷ giá hoặc chỉ vay nợ nước ngoài khi đảm bảo có nguồn thu bằng ngoại tệ (xuất khẩu chẳng hạn) để cân đối trả nợ, thay vì xem đây là nhiệm vụ của ngân hàng trung ương trong việc theo đuổi mục tiêu tỷ giá cố định.

Một yêu cầu nữa đặt ra cho các nhà quản lý nợ và các cơ quan thực thi chính sách tài khóa và tiền tệ là họ cần được chia sẻ với nhau thông tin về nhu cầu dòng tiền hiện tại cũng như tương lai của chính phủ. Chúng ta biết rằng một trong những công cụ của chính sách tiền tệ là nghiệp vụ thị trường mở OMO, ở đó ngân hàng trung ương sẽ mua hoặc bán ngắn hạn tín phiếu Kho bạc (Treasury Bills)²¹ hoặc trái phiếu chính phủ (Government Bonds) để từ đó làm thay đổi cung tiền theo hướng mục tiêu. Như vậy, việc sử dụng biện pháp OMO đòi hỏi phải có công cụ nợ của chính phủ và cả thị trường nợ trong nước phát triển đủ độ sâu cần thiết. Quy mô thị trường công cụ nợ của chính phủ cũng sẽ ảnh hưởng đến quy mô vận hành nghiệp vụ OMO cũng như tính hiệu lực của chính sách tiền tệ. Như vậy, việc thực hiện có hiệu quả chính sách tiền tệ đòi hỏi một sự hiểu biết tốt về các dòng tài chính ngắn hạn và dài hạn của chính phủ, bao gồm các khoản thu thuế, các khoản vay mượn và các khoản chi trả nợ vay, v.v... Để làm được điều này, các cơ quan quản lý nợ, tài khóa và tiền tệ cần có các cơ chế cho phép họ gặp gỡ và trao đổi thông tin trên nhiều vấn đề chính sách khác nhau. Ở cấp độ hoạt động, việc chia sẻ thông tin giúp đảm bảo rằng không ai trong số họ đồng thời hoạt động trong cùng một phân khúc thị trường ở cùng một thời điểm cả. Rõ ràng việc phối hợp trong thực thi chính sách giữa các cơ quan một mặt cần phải được đẩy mạnh nhưng mặt khác vẫn phải đảm bảo tính độc lập và trách nhiệm giải trình đầy đủ. Ở một số nước, chính phủ lập ra ủy ban tư vấn nhằm chia sẻ các kiến thức có giá trị và lời khuyên hữu ích cho chính phủ cũng như các nhà hoạch định chính sách về những gì là phù hợp cần được điều phối và những gì là giới hạn mà các cơ quan của chính phủ không thể làm thay cho nhau.

Về phương diện tổ chức và phân chia trách nhiệm, mặc dù việc thực thi chính sách tài khóa và ngân sách thuộc về Bộ Tài chính nhưng tình trạng của cán cân ngân sách sẽ ảnh hưởng đến mức nợ công. Chính vì vậy, cơ quan quản lý nợ cần có trách nhiệm theo dõi thường xuyên để kịp thời nhận ra bất kỳ vấn đề nào nảy sinh liên quan đến tính bền vững của nợ, mức rủi ro và chi phí của nợ mới, bao gồm cả những tác động tiềm năng của nó lên các chính sách kinh tế vĩ mô, và kịp thời cảnh báo cho chính phủ cũng như các cơ quan liên quan biết để nhận thức vấn đề. Nếu được tổ chức tốt, kết quả phân tích của cơ quan quản lý nợ liên quan đến chi phí và rủi ro của nợ mới có thể chứa đựng các thông tin hữu ích cho việc phân

²¹ Tín phiếu Kho bạc được định nghĩa là giấy tờ có giá do Kho bạc phát hành nhằm bù đắp thiếu hụt tạm thời ngân sách, có kỳ hạn dưới 1 năm.

tính bền vững của nợ nhìn ở góc độ của chính sách tài khóa và tiền tệ. Ngoài ra, các nhà quản lý nợ cũng đóng một vai trò quan trọng trong việc giúp định hình một cấu trúc nợ phù hợp với nhu cầu tài trợ ngân sách của Bộ Tài chính. Các nhà quản lý nợ cũng có thể giúp quan sát thái độ của nhà đầu tư và hành vi của thị trường, bao gồm cả thị trường sơ cấp lẫn thị trường thứ cấp, liên quan đến nhu cầu tài trợ của chính phủ. Rõ ràng, sự hiểu biết về thái độ của các nhà đầu tư có thể là thông tin đầu vào hữu ích cho việc đánh giá tính bền vững nợ của cơ quan quản lý nợ và có thể giúp các nhà hoạch định chính sách chẳng hạn như Bộ Tài chính nhận diện được bất kỳ mối quan ngại nào đang nổi lên ảnh hưởng đến tính bền vững của nợ. Không chỉ hữu ích cho cơ quan tài khóa, các thông tin này cũng rất hữu ích cho cả Ngân hàng trung ương, vì nó làm cơ sở cho điều hành chính sách tiền tệ, bao gồm các điều chỉnh chính sách lãi suất, chính sách tỷ giá, v.v... Do đó, một sự điều phối các chính sách kinh tế vĩ mô với chính sách quản lý nợ là rất quan trọng và không thể thiếu, nhằm giúp cho các chính sách đó trở nên linh hoạt, chủ động và có hiệu lực và hiệu quả hơn trong việc đạt được các mục tiêu của từng chính sách.

IV. Tại sao cần phải công khai và minh bạch trong quản lý nợ công?

Nợ công có bản chất là nợ của quốc gia mà suy cho cùng cũng là nợ của người dân. Chính vì vậy, người dân phải có quyền được biết và có ý kiến về vấn đề nợ công. Do đó, Chính phủ cũng như cơ quan quản lý nợ phải có trách nhiệm công khai, minh bạch và trách nhiệm giải trình về nợ công, các hoạt động quản lý nợ công và cả những rủi ro liên quan đến tính bền vững của nợ công. Ở bất kỳ quốc gia nào, với bất kỳ mô hình quản lý nợ nào, công khai, minh bạch và trách nhiệm giải trình đầy đủ là những yếu tố có tính then chốt trong hoạt động quản lý nợ công.²² Lý lẽ của điều này dựa trên 4 tiền đề quan trọng: *Thứ nhất*, như đã nói, người dân, với tư cách là người chịu trách nhiệm cuối cùng cho các khoản nợ công, chính vì vậy họ phải có quyền được biết về thực trạng các khoản nợ đó như thế nào và tính bền vững của nó ra sao; *Thứ hai*, hiệu quả của quản lý nợ chỉ có thể được củng cố nếu các mục tiêu, công cụ, và các biện pháp chính sách được công chúng biết đến, hơn nữa niềm tin của công chúng chỉ có thể có được khi các cam kết mà chính phủ và cơ quan quản lý nợ đưa ra là đáng tin cậy được thể hiện bằng hành động cụ thể; *Thứ ba*, tính minh bạch có thể giúp nâng cao khả năng quản trị tốt nhờ tăng cường ý thức trách nhiệm của các cơ quan liên quan đến quản lý nợ; và *Thứ tư*, công khai và minh bạch giúp ngăn ngừa các hành vi rủi ro đạo đức (moral hazard) và trục trặc của vấn đề ủy quyền – thừa hành (agency problem) do sự bất cân xứng thông tin. Cơ quan quản lý nợ là tổ chức đại diện cho chính phủ để quản lý nợ công, trong khi chính phủ là tổ chức đại diện cho người dân để quản lý một phần nguồn lực quốc gia. Chính vì vậy, nếu không có sự công khai, minh bạch và trách nhiệm giải trình đầy đủ thì ngay chính nó cũng đã là một nguồn rủi ro nội bộ của nợ công, chưa kể các rủi ro bên ngoài khác như rủi ro lãi suất, rủi ro tỷ giá, rủi ro thanh khoản, v.v...

Việc công khai, minh bạch về nợ công sẽ phải bắt đầu bằng các tuyên bố chính thức về vai trò, trách nhiệm, quyền hạn, thẩm quyền và mục tiêu của các cơ quan chịu trách nhiệm quản lý nợ công. Sự phân định trách nhiệm giữa các cơ quan như Bộ Tài chính, Ngân hàng trung ương và các cơ quan quản lý nợ sẽ phải được công khai một cách rõ ràng để tránh nhập

²² Xem Quy tắc Thực hành tốt về minh bạch trong tài chính tiền tệ và chính sách: Tuyên bố về các nguyên tắc (MFP Transparency Code) của IMF.

những các mục tiêu và trách nhiệm vì nó sẽ gây ra sự đùn đẩy, thoái thác trách nhiệm hoặc các nỗ lực không tương xứng với yêu cầu đề ra. Các quy trình và quy định liên quan đến hoạt động quản lý nợ phải được minh bạch hóa một cách thường xuyên và liên tục. Điều này có thể làm phát sinh thêm một số chi phí quản lý nhưng không đáng kể, trong khi đó tính minh bạch và sự đơn giản trong hoạt động quản lý nợ cũng có thể giúp chính phủ giảm bớt các chi phí giao dịch đáng kể. Chúng cũng có thể làm giảm sự không chắc chắn giữa các nhà đầu tư, chi phí giao dịch thấp hơn, khuyến khích sự tham gia của nhà đầu tư lớn hơn, và qua thời gian giúp chính phủ giảm được chi phí vay nợ.

Trong số các nội dung cần công khai và minh bạch thì mục tiêu quản lý nợ giữ vai trò quan trọng. Mục tiêu quản lý nợ cần phải rõ ràng và phải được công khai để người dân có thể giám sát được, qua đó giúp giảm đi sự không chắc chắn trong các kế hoạch và hành vi trong tương lai của chính phủ. Các kinh nghiệm ở nhiều nước cho thấy, mục tiêu và khung chính sách quản lý nợ không rõ ràng thường dẫn đến các quyết định sai lầm. Trong những thời kỳ thị trường bất ổn, các chi phí bù rủi ro tăng lên trong khi chính phủ đang gặp khó khăn tài khóa, sẽ có thể càng khiến chính phủ có những hành động gây thêm rủi ro, chẳng hạn như vay nợ ngắn hạn, nợ lãi suất thả nổi, hoặc gia tăng vay nợ nước ngoài. Các chính sách này một khi không được công khai rõ ràng, các tuyên bố chính sách không đủ mạnh và thiếu niềm tin, nhà đầu tư sẽ suy đoán hành vi theo những hướng như trên, trong khi không nhất thiết chính phủ cũng sẽ hành động như vậy. Điều này sẽ càng khiến cho chính sách quản lý nợ của chính phủ trở nên khó khăn hơn trong việc đạt được các mục tiêu, làm gia tăng các rủi ro tiềm ẩn và tính dễ tổn thương trước các nguy cơ khủng hoảng nợ và tài chính. Nhìn ở khía cạnh tài chính hành vi, sự thiếu rõ ràng trong các thông điệp chính sách và mục tiêu quản lý nợ cũng sẽ tạo ra sự bất định đối với các nhà đầu tư tài chính. Tính bất định tăng lên cũng có nghĩa là nhà đầu tư sẽ phải mất thêm chi phí cho các nỗ lực theo dõi các động thái chính sách của chính phủ. Chi phí bù rủi ro tăng lên sẽ dồn gánh nặng trực tiếp lên các khoản tài trợ của chính phủ, bao gồm cả các khoản nợ hiện hữu lẫn các kế hoạch tái tài trợ trong tương lai.

Để có thể công khai và minh bạch đòi hỏi chính phủ phải tạo điều kiện nâng cao khả năng tiếp cận dễ dàng các thông tin báo cáo về mục tiêu, chiến lược và cả các hoạt động quản lý nợ công của cơ quan quản lý nợ và chính phủ. Người dân cần được thông báo về các kết quả và nỗ lực quản lý nợ công trong một báo cáo thường niên được thiết kế và biên soạn một cách đầy đủ và hệ thống. Các nội dung của báo cáo thường niên không chỉ bao gồm các thông kê về quy mô và thành phần nợ (như nợ trong nước so với nợ nước ngoài, nợ ngắn hạn so với nợ dài hạn, nợ chính phủ so với nợ chính phủ bảo lãnh và nợ chính quyền địa phương, nợ lãi suất cố định so với lãi suất thả nổi, nợ chính thức so với nợ tiềm ẩn, cơ cấu lãi suất...) mà còn cả các phân tích về rủi ro (các loại rủi ro khác nhau) và tính bền vững của nợ công (khả năng thanh toán nợ và chi phí nợ), các trách nhiệm về quản lý nợ và giám sát tính bền vững của nợ công, v.v... Ngoài báo cáo thường niên, một số cơ quan quản lý nợ ở các nước còn thường xuyên xuất bản các báo cáo quý, thậm chí báo cáo tháng, về các số liệu thống kê các khoản nợ chính thức, nợ bảo lãnh cho vay trong nước và ngoài nước, các số dư trái phiếu phát hành và trả nợ, thời hạn nợ trung bình, chi phí trung bình của nợ, nợ đến hạn trong một năm hoặc ít hơn, cơ cấu nợ theo đồng tiền, theo chủ nợ...

IMF đã công bố bản *Quy tắc Thực hành tốt về Minh bạch Tài khóa - Tuyên bố về Nguyên tắc*, trong đó nêu bật tầm quan trọng và cần thiết cho một khuôn khổ pháp lý và hành chính rõ ràng để quản lý nợ, bao gồm cả cơ chế điều phối và quản lý hoạt động ngân sách và hoạt động ngoài ngân sách. Bản Quy tắc này đặt ra yêu cầu phải công bố công khai quy trình đầu giá nợ chính phủ, từ việc cấp giấy phép làm đại lý tham gia vào các giao dịch trái phiếu chính phủ, cho đến việc lựa chọn các tiêu chí, quyền và nghĩa vụ của tổ chức tham gia. Ngoài ra, các quy định và thủ tục liên quan đến các hoạt động trên thị trường trái phiếu chính phủ thứ cấp cũng phải được công bố công khai. Chẳng hạn như sự tham gia và can thiệp của ngân hàng trung ương trên thị trường trái phiếu chính phủ phải được phân tách rõ ràng giữa hai chức năng, hoặc trong vai trò là người đại diện tìm nguồn tài trợ cho chính phủ hoặc là người đại diện cho chính phủ trong điều hành chính sách tiền tệ.

Ngoài ra, chính phủ cũng cần đảm bảo rằng, mọi người dân bất kỳ lúc nào cũng có thể dễ dàng tiếp cận các tài liệu mô tả về cơ sở pháp lý cho chính sách quản lý nợ và các báo cáo đánh giá kết quả của các hoạt động quản lý nợ của chính phủ. Đối với các nhà đầu tư trái phiếu chính phủ, một bản mô tả về chiến lược quản lý nợ trung hạn đi kèm với các chỉ báo về chi phí và rủi ro sẽ đặc biệt có giá trị cho họ. Để giúp cho nhà đầu tư trái phiếu chính phủ có thông tin đầy đủ và cập nhật cho việc ra quyết định của họ, cơ quan quản lý nợ hay chính phủ sẽ phải thường xuyên công bố các báo cáo định kỳ đặt trong bối cảnh của các chiến lược và mục tiêu quản lý nợ đã đề ra, nhằm đảm bảo tính minh bạch và trách nhiệm giải trình của chính phủ. Điều này không chỉ giúp cải thiện khả năng quản trị của chính phủ mà còn cho phép người dân hiểu rõ hơn về các nỗ lực, kết quả và trách nhiệm quản lý nợ của chính phủ.

Bên cạnh việc công khai và minh bạch hóa các thông tin bằng cách công bố các tài liệu liên quan đến mục tiêu, quy trình và hoạt động quản lý nợ, cơ quan quản lý nợ cũng có thể chủ động thúc đẩy thường xuyên các cuộc đối thoại với các nhà tài trợ, các nhà đầu tư trái phiếu chính phủ nhằm không chỉ thông báo cho họ các thông tin cập nhật về tình hình nợ chính phủ, các định hướng chính sách tiếp theo, mà còn để có được thông tin phản hồi từ các nhà đầu tư và cộng đồng tài trợ liên quan đến thái độ, quan điểm và cảm nhận của họ về tính bền vững nợ của chính phủ. Các con số thống kê về nợ công được cung cấp không chỉ dừng lại ở các số thô, chẳng hạn như quy mô nợ, cơ cấu nợ... mà còn là phương pháp để tính toán các con số nợ công đó, cách đo lường lợi suất và rủi ro lãi suất, rủi ro thanh khoản, rủi ro tái tài trợ, các cấu trúc kỳ hạn, thời lượng và độ lỗi của trái phiếu...

Trong nhiều trường hợp, mặc dù có thể trên danh nghĩa chính phủ không bảo lãnh chính thức cho một số nghĩa vụ nợ của chính quyền địa phương hay SOEs, nhưng thực tế chính phủ vẫn phải can thiệp để tránh làm gia tăng chi phí cho xã hội và rủi ro đổ vỡ cho nền kinh tế hay hệ thống tài chính. Đây thường là những khoản nợ phát sinh có tính chất “too big to fail” nên chính phủ thường khó thoái thác trách nhiệm. Các khoản nợ này được gọi là nợ tiềm tàng (contingent liabilities) và chúng cũng cần phải được thông tin đầy đủ trong các danh mục quản lý nợ công.

Nhìn ở khía cạnh động cơ, rõ ràng các chính phủ và các nhà quản lý nợ thường không muốn công khai hoặc cố tình không công khai đầy đủ các thông tin và dữ liệu như phân tích trên đây. Chính vì vậy, việc tổ chức một cơ quan quản lý nợ trước hết đòi hỏi phải đảm bảo

tính liêm chính của những người được giao trách nhiệm quản lý nợ quốc gia. Tuy nhiên, nếu chỉ kêu gọi cho sự liêm chính là không đủ, vì vậy cần phải có những biện pháp tăng cường. Chẳng hạn, cơ quan quản lý nợ phải chịu sự kiểm toán độc lập hàng năm về kết quả hoạt động. Các kết quả kiểm toán cũng phải được công khai để đảm bảo rằng hoạt động kiểm toán là có chất lượng và các kiểm toán viên cũng hành xử theo đúng chuẩn mực về đạo đức nghề nghiệp của một nhà kiểm toán.

V. Các khuôn khổ thể chế cho quản lý nợ công

Như đã nhiều lần phân tích, khuôn khổ cho quản lý nợ công cần phải được cụ thể hóa bằng các chính sách, các quy định pháp lý cụ thể, chuẩn mực hóa chúng thành các quy tắc cho thực hành quản lý nợ công. Một nội dung quan trọng trong các quy định pháp lý là phải làm rõ được quyền vay mượn của từng cơ quan, tổ chức trong bộ máy chính phủ, trong đó phải xác định rõ thẩm quyền của người đứng đầu cơ quan, tổ chức đó. Điều này nhằm tránh tình trạng lạm dụng quyền được vay của các cơ quan và cấp chính quyền, trên danh nghĩa chính phủ, nhằm mở rộng nguồn lực cho các cơ quan họ mà không tính đến hiệu quả, các cân đối ngân sách nhà nước và khả năng thanh toán nợ trong tương lai. Một danh mục nợ công được thiết lập với các thẩm quyền vay được xác định rõ ràng là một trong những cơ sở để đảm bảo rằng nợ công đang được phân cấp và quản lý một cách thận trọng và hiệu quả. Các khoản nợ của chính phủ trong trường này được xem là những tài sản tài chính an toàn và nó sẽ giúp củng cố tính lành mạnh cũng như độ tin cậy của toàn hệ thống tài chính.

V.1. Cơ sở và địa vị pháp lý

Các quy định pháp lý cũng cần phải được làm rõ về thẩm quyền pháp lý của cơ quan quản lý nợ, các cơ quan thuộc chính quyền trung ương và chính quyền địa phương trong việc đại diện cho chính phủ thực hiện chức năng quản lý nợ, phát hành nợ và trả nợ. Các khuôn khổ pháp lý này phải được làm rõ thường xuyên trong các báo cáo về quản lý nợ, trong các bản cáo bạch phát hành của các cơ quan phát hành nợ thuộc chính phủ trung ương cũng như chính quyền địa phương. Đối với việc phát hành nợ của chính quyền địa phương, chẳng hạn trái phiếu địa phương, các thẩm quyền phân cấp trong việc quản lý và phê duyệt phương án phát hành phải rõ ràng và nhất thiết phải có sự tham gia ý kiến của cơ quan quản lý nợ.

Kinh nghiệm của các nước cho thấy việc hợp nhất các chức năng quản lý nợ trong cùng một cơ quan, thay vì để phân tán trong nhiều cơ quan khác nhau, có thể giúp nâng cao hiệu quả hoạt động quản lý nợ. Việc tập trung vào một đầu mối sẽ giúp tăng cường trách nhiệm của cơ quan quản lý nợ, đồng thời tránh tình trạng không thể xác định và quy trách nhiệm một khi có trục trặc nảy sinh. Điều quan trọng là các khuôn khổ pháp lý phải minh bạch, rõ ràng, trong đó trách nhiệm của cơ quan quản lý nợ cũng như nhiệm vụ phối hợp của các bên liên quan phải được quy định cụ thể, để sao cho cơ quan quản lý nợ có thể được độc lập trong các quyết định, và các cơ quan khác cũng không thể chối bỏ vai trò hợp tác và hỗ trợ của họ. Cơ quan quản lý nợ, một khi được trao quyền độc lập quyết định thì mới có thể quy được trách nhiệm, còn nếu vẫn dè dặt về quyền lợi và không dám mạnh dạn trao quyền độc lập thì rất khó để quy trách nhiệm cho cơ quan quản lý nợ. Tuy nhiên, việc trao

quyền độc lập nhiều hơn cũng có nghĩa là phải tăng cường chức năng giám sát, kiểm toán độc lập, và cả trách nhiệm giải trình đầy đủ hơn.

Một phương cách để cơ quan quản lý nợ thực hiện nhiệm vụ giải trình của mình là họ phải có trách nhiệm phát hành các báo cáo nợ thường xuyên và cập nhật, trong đó phải thể hiện rõ các hoạt động quản lý nợ trong năm trước và cả những định hướng chính sách quản lý nợ trong năm tiếp theo. Các khuôn khổ pháp lý cần phải được thiết kế sao cho trách nhiệm công khai hoạt động này của cơ quan quản lý nợ được tiến hành thường xuyên và liên tục. Báo cáo thường niên về quản lý nợ là tài liệu quan trọng, vừa thể hiện trách nhiệm giải trình của cơ quan quản lý nợ trước công chúng, vừa cung cấp thông tin kịp thời và đầy đủ để các chủ nợ, các nhà đầu tư hiểu về vị thế tài chính của chính phủ, biết được thực trạng và tính bền vững của nợ công, qua đó giúp họ có cơ sở điều chỉnh các hành vi tài trợ và đầu tư của họ.

V.2. Quản trị các hoạt động nội bộ

Cơ quan quản lý nợ dù được tổ chức dưới hình thức gì và tinh vi như thế nào thì cũng rất khó tránh được rủi ro hoạt động. Chính vì vậy, các khuôn khổ pháp lý cần phải được xây dựng để đảm bảo cơ quan quản lý nợ có một hệ thống kiểm soát và kiểm toán nội bộ hoạt động tốt, đảm bảo các cơ chế tác nghiệp được vận hành hoàn hảo. Một hệ thống quản trị nội bộ tốt phải bao gồm các phân định trách nhiệm rõ ràng giữa các bộ phận và nhân viên trong tổ chức cũng như trong quy trình tác nghiệp, các chính sách kiểm soát và giám sát phải minh bạch và rõ ràng, đi cùng với chế độ báo cáo thường xuyên. Trách nhiệm và trách nhiệm giải trình của các bên liên quan tham gia vào các hoạt động quản lý nợ cần phải được xác lập rõ ràng, tránh chồng chéo và mâu thuẫn. Sự tách biệt như vậy sẽ giúp thúc đẩy tính độc lập của những người có trách nhiệm thiết lập, quản lý và giám sát các quy trình hoạt động và khuôn khổ quản lý rủi ro ra khỏi những nhân viên thừa hành chỉ có trách nhiệm tổ chức thực hiện các giao dịch nợ với thị trường. Những người có trách nhiệm đưa ra các quyết định liên quan đến hoạt động quản lý nợ công, dù ở cấp độ nào cũng phải đảm bảo rằng các quyết định của họ đều được hỗ trợ bởi các cơ sở pháp lý rõ ràng. Trên thực tế vẫn có những quyết định vượt giới hạn của thẩm quyền được phép mặc dù thoạt nhìn thì các quyết định đó tưởng như vẫn có những cơ sở đầy đủ. Các hành vi vượt thẩm quyền hay lạm quyền đều có thể gây nguy hại cho uy tín của chính phủ, và thường để lại các kết quả yếu kém trong quản lý nợ.

Trong khi đó, đối với các nhân viên tham gia vào các giao dịch nợ cần phải tuân thủ các chuẩn mực đạo đức. Cơ quan quản lý nợ cần phải xây dựng và công bố công khai các chuẩn mực đạo đức cho nhân viên và phải đảm bảo rằng tất cả các nhân viên đều hiểu và hành xử đúng theo các chuẩn mực này. Các xung đột lợi ích riêng với lợi ích chung cũng có thể nảy sinh, do vậy cơ quan quản lý nợ ở các nước cũng xây dựng cả các chỉ dẫn về cách thức xử lý các xung đột đó. Điều quan trọng là làm sao các lợi ích cá nhân của nhân viên không thể gây tổn hại đến các hoạt động quản lý nợ lành mạnh của cơ quan quản lý nợ.

Kinh nghiệm ở các nước ở giai đoạn đầu của quá trình xây dựng năng lực quản lý nợ công cho thấy các nước này thường chấp nhận đầu tư chi phí cao cho việc phát triển hệ thống ghi chép, thống kê nợ có tính chuẩn mực cao, kể cả hệ thống các báo cáo nợ hoàn chỉnh và có thể cập nhật nhất. Điều này là cần thiết vì nó không chỉ giúp cho việc xây dựng cơ sở dữ liệu

nợ để chính phủ có thể đảm bảo thực hiện nghĩa vụ thanh toán nợ kịp thời cho các chủ nợ, mà còn nâng cao chất lượng của báo cáo ngân sách và tính minh bạch của các tài khoản ngân sách của chính phủ. Tất nhiên, đầu tư chi phí lớn cho một hệ thống quản lý nợ như vậy là rất cần thiết cho quản lý nợ và phân tích rủi ro, nhưng nó cũng thường đặt ra nhiều thách thức khác liên quan đến vấn đề chi phí, thời gian quản lý, khả năng khai thác, vận hành và tối ưu hóa các tính năng.

VI. Chiến lược quản lý nợ công

Quản lý nợ công không phải là việc làm một lần mà đó là công việc thường xuyên và liên tục. Quản lý nợ công cũng liên quan đến nhiều lĩnh vực, nhiều đối tượng, và nhiều khía cạnh phức tạp. Nợ công có thể có nợ ngắn hạn nhưng cũng có nợ dài hạn, ở đó thời gian trả nợ có thể kéo dài đến 10 năm 20 năm, hoặc thậm chí 50 năm. Hơn nữa, ngay cả khi các khoản nợ công đã được trả, hoặc giả định hoàn hảo là chính phủ không mắc nợ thì cũng không có nghĩa là không cần phải quản lý nợ công. Chính vì vậy không thể thiết kế một kế hoạch quản lý nợ công đơn giản và mang tính ngắn hạn mà thay vào đó phải có một chiến lược quản lý nợ công tổng thể và hoàn thiện với tầm nhìn dài hạn hoặc thậm chí rất dài hạn. Một chiến lược quản lý nợ bao gồm các kế hoạch hành động khác nhau nhằm cụ thể hóa các biện pháp và cách thức để đạt được các mục tiêu quản lý nợ. Một chiến lược quản lý nợ công phải thể hiện rõ quan điểm của việc quản lý nợ công, đặc biệt là các nguyên tắc xử lý các tình huống mâu thuẫn có tính đánh đổi, chẳng hạn như đánh đổi giữa rủi ro và chi phí. Mặc dù những rủi ro của nợ cần được giảm thiểu tới mức thấp nhất có thể trên cơ sở điều chỉnh cơ cấu nợ, tuy nhiên, việc điều chỉnh cơ cấu nợ đòi hỏi phải có một khoản chi phí đi kèm, chẳng hạn như việc chuyển từ nợ ngắn hạn sang nợ dài hạn đòi hỏi chính phủ phải chấp nhận bù đắp chi phí kỳ hạn của cấu trúc lãi suất. Sự đánh đổi giữa các chiến lược quản lý nợ khác nhau có thể được đánh giá bằng cách sử dụng khái niệm chi phí tài chính và những biến động dự kiến dưới một loạt các kịch bản kinh tế và tài chính có thể xảy ra trong tương lai.

Ở các nước không có thị trường trái phiếu trong nước phát triển tốt, chính phủ thường phải đối mặt với sự lựa chọn hoặc là phát hành nợ ngắn hạn hoặc là phát hành nợ ngoại tệ, tức là đi vay bên ngoài. Phát hành nợ ngắn hạn có thể giảm được chi phí thanh toán lãi nhưng sẽ phải gặp rủi ro thanh khoản và rủi ro tái tài trợ. Tương tự, phát hành nợ ra bên ngoài cũng có thể giảm được chi phí thanh toán lãi do một số đồng tiền có thể có mức lãi suất thấp hơn lãi suất trong nước. Tuy nhiên khi phát hành nợ ngoại tệ, chính phủ sẽ phải đánh đổi với rủi ro tỷ giá, tùy vào chế độ tỷ giá mà quốc gia đó theo đuổi. Như vậy, sự phát triển của thị trường trái phiếu trong nước là hết sức quan trọng, vì nó giúp giảm thiểu được rủi ro đáng kể cho chính phủ, cho phép chính phủ có thêm nhiều lựa chọn hơn trong việc tiếp cận các khoản vay có cấu trúc kỳ hạn ít rủi ro hơn. Ở một số nước, trong điều kiện thị trường trái phiếu trong nước chưa phát triển, chính phủ áp dụng một số phương pháp để giảm rủi ro tài trợ, chẳng hạn như sử dụng các tài sản khác của chính phủ để đảm bảo cho nghĩa vụ nợ. Điều này vừa có thể giúp giảm rủi ro tài trợ do giảm được phí bù rủi ro của nhà đầu tư đối với các trái phiếu nợ của chính phủ. Các nhà đầu tư cũng nắm giữ được một danh mục tài sản trái phiếu chính phủ an toàn hơn. Chẳng hạn, một số chính phủ phát hành nợ ngoại tệ và dùng dự trữ ngoại hối để đảm bảo cho các nghĩa vụ nợ đó. Điều này có thể phù hợp cho một số quốc gia nhưng nhiều nước khác thì có thể không áp dụng được, vì cần phải cân nhắc đến chính sách

mục tiêu tỷ giá hối đoái, các khuôn khổ pháp lý cho phép chính phủ được làm điều đó, và cả khía cạnh về tính độc lập của Ngân hàng trung ương.

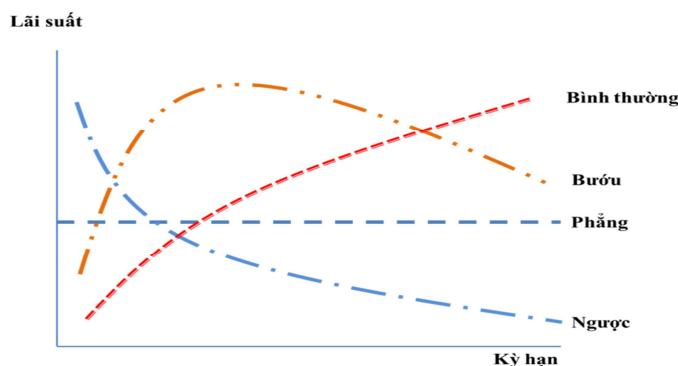
VI.1. Chiến lược quản lý nợ vay bằng ngoại tệ

Các khủng hoảng nợ công cho thấy đặc tính mang tính kích hoạt rủi ro của các khoản nợ ngoại tệ, đặc biệt là nợ có kỳ hạn ngắn hạn. Chẳng hạn, việc chính phủ đi vay bằng ngoại tệ nhưng lại không có nguồn thu bằng ngoại tệ tương ứng để trả nợ thì sẽ vô cùng rủi ro. Đối với một doanh nghiệp, việc đi vay trên thị trường vốn quốc tế có thể cân đối được bằng nguồn thu bằng xuất khẩu của doanh nghiệp đó, hoặc nếu không, doanh nghiệp đó vẫn có thể bảo hiểm được rủi ro tỷ giá bằng các công cụ phái sinh như hợp đồng kỳ hạn (forwards) hay hợp đồng quyền chọn (options). Trừ một số chính phủ có nguồn thu ngoại tệ bằng việc bán tài nguyên quốc gia như dầu, khoáng sản, phần lớn các chính phủ khác có nguồn thu chủ yếu là từ các khoản thuế bằng đồng nội tệ. Khi đó, việc vay nợ bằng ngoại tệ sẽ mang lại những rủi ro tiềm ẩn rất lớn. Một số chính phủ vẫn chấp nhận đi vay nợ ngoại tệ vì cho rằng có lãi suất nợ thấp hơn, tuy nhiên chi phí này rõ ràng đã không bao gồm các rủi ro khi thị trường vốn trái phiếu quốc tế biến động hoặc ngay cả khi đồng nội tệ bị mất giá. Rủi ro tỷ giá còn liên quan đến cơ chế tỷ giá hối đoái của từng quốc gia. Với cơ chế tỷ giá hối đoái cố định thì rủi ro gần như đã được bảo hiểm và ngược lại rủi ro sẽ không được bảo hiểm dưới cơ chế tỷ giá thả nổi. Tuy nhiên, trong nhiều trường hợp ngay cả với tỷ giá cố định thì cũng không đảm bảo rằng nợ ngoại tệ sẽ không có rủi ro một khi nguy cơ chế độ tỷ giá không trụ được dưới sức ép của sự phá giá do tấn công đầu cơ hoặc do lạm phát trong nước quá cao được duy trì trong thời gian dài. Cũng giống như doanh nghiệp, các cơ quan quản lý nợ vẫn có thể dùng các công cụ phái sinh để bảo hiểm rủi ro tỷ giá, tuy nhiên khi đó các chi phí để bảo hiểm sẽ phải được tính vào trong chi phí của nợ công.

VI.2. Chiến lược quản lý nợ vay ngắn hạn hoặc nợ có lãi suất thả nổi

Trong điều kiện bình thường thì đường cong lợi suất (yield curve) có hướng dốc lên (Hình 9). Khi đó, việc đi vay ngắn hạn sẽ có lãi suất thấp hơn so với đi vay dài hạn. Điều này có thể hấp dẫn chính phủ thích đi vay ngắn hạn nhằm giảm được chi phí tài trợ. Tuy nhiên việc đi vay ngắn hạn sẽ mang lại ít nhất rủi ro khác cho chính phủ đó là rủi ro thanh khoản và rủi ro tái tài trợ.

Hình 9. Các dạng đường cong lợi suất



Việc đi vay ngắn hạn quá mức cũng có thể khiến cho ngân hàng trung ương gặp khó khăn một khi cơ quan này có nhu cầu tăng lãi suất ngắn hạn, chẳng hạn để giải quyết áp lực lạm phát. Nếu một ngân hàng trung ương không được độc lập thì sự dè dặt trong việc tăng lãi suất sẽ khiến cho lạm phát gia tăng thực sự, khi đó lãi suất cũng sẽ phải tăng lên để bù vào sự mất giá của đồng tiền. Tuy nhiên điều cũng cần lưu ý rằng, lạm phát tăng cũng sẽ làm giảm giá trị thực của nghĩa vụ nợ và như vậy con nợ sẽ được lợi, trừ khi lãi suất danh nghĩa cũng phải tăng để bù vào sự mất giá của khoản nợ đó. Đối với khoản nợ của chính phủ, việc có lợi hay không khi lạm phát tăng lên còn tùy thuộc vào cơ chế định giá lãi suất, tức thả nổi hay là cố định. Nếu trái phiếu chính phủ có lãi suất cố định, chính phủ sẽ tránh được rủi ro định giá lại lãi suất và như vậy sẽ có lợi khi lạm phát tăng lên, và hiển nhiên nhà đầu tư trái phiếu sẽ chịu thiệt. Ngược lại khi trái phiếu có lãi suất thả nổi thì chính phủ sẽ chịu rủi ro tái định giá lãi suất để bù vào sự mất giá của khoản thanh toán nợ nhìn từ quan điểm của nhà đầu tư trái phiếu. Trường hợp thứ nhất, tức lãi suất trái phiếu cố định, sẽ giúp trái phiếu giảm được rủi ro định giá lại, nhưng sẽ làm xói mòn niềm tin của nhà đầu tư nếu như tình trạng lạm phát thường xuyên xuất hiện. Khi đó, việc phát hành trái phiếu nợ của chính phủ sẽ trở nên khó khăn hơn và cuối cùng chính phủ cũng buộc phải tăng lãi suất trái phiếu (dù là cố định) để phản ánh lạm phát kỳ vọng của nhà đầu tư khi nhìn vào triển vọng của nền kinh tế. Chính vì vậy, mấu chốt của vấn đề chính là việc chính phủ phải giữ được sự ổn định vĩ mô cần thiết để hỗ trợ cho các chính sách quản lý nợ, và cũng để tránh cho cơ quan quản lý nợ rơi vào tình huống khó xử khi phải đối diện với lạm phát cao và gánh nặng nợ công lớn.

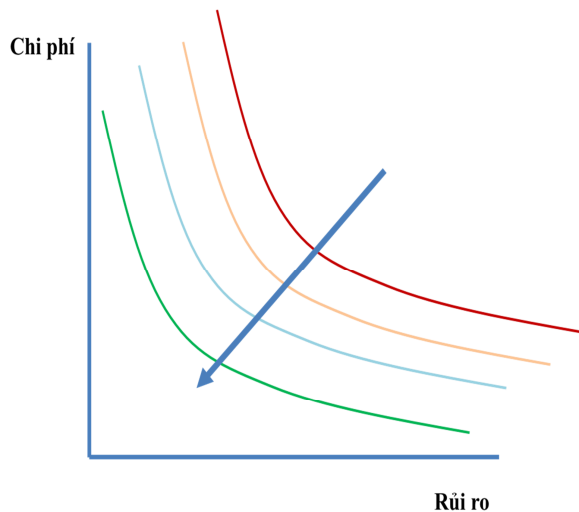
Các thống kê cho thấy chính phủ ở các nước có thị trường mới nổi thường có quá nhiều nợ ngắn hạn và nợ có lãi suất thả nổi. Thực tế này sẽ đặt ra rất nhiều thách thức không chỉ cho cơ quan quản lý nợ mà còn cho việc điều hành chính sách kinh tế vĩ mô, bao gồm chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa, chính sách tỷ giá... Tuy nhiên, việc quá phụ thuộc vào nguồn tài trợ có lãi suất cố định hay nợ dài hạn cũng không hẳn đã tốt. Bởi vì, như đã phân tích trước, chính phủ có thể bị cám dỗ để tìm cách giảm giá trị thực của khoản nợ xuống bằng chính sách lạm phát cao. Trong trường hợp này, chi phí của nợ công không chỉ bao gồm các khoản chi phí thanh toán lãi của chính phủ mà còn chi phí phân phối lại nguồn lực và thu nhập của nền kinh tế. Do vậy, việc lựa chọn một cấu trúc kỳ hạn nợ như thế nào phải phù hợp với bối cảnh khác nhau của từng quốc gia và tùy từng thời điểm.

VI.3. Chiến lược quản lý đánh đổi giữa nợ ngắn hạn nội tệ với nợ dài hạn ngoại tệ

Như đã phân tích, ở nhiều nước kém phát triển và mới nổi, thị trường trái phiếu nội địa của những nước này rất kém phát triển và có độ sâu tài chính rất thấp. Một số nước có hệ thống tài chính dựa chủ yếu vào ngân hàng cũng thường gặp một tình trạng tương tự, do ngân hàng thường chủ yếu huy động vốn ngắn hạn. Do đó, chính phủ cũng thường chỉ có thể đi vay vốn ngắn hạn. Hành vi này còn được dẫn dắt bởi động cơ tìm kiếm nguồn vốn rẻ của chính phủ. Trong trường hợp này chính phủ sẽ gặp rủi ro tái tài trợ. Một lần nữa, chính phủ sẽ phải giải bài toán đánh đổi giữa rủi ro và chi phí. Chính phủ có thể làm giảm rủi ro tái tài trợ và chi phí đi vay bằng cách phát hành nợ theo từng phân khúc khác nhau của thị trường trái phiếu phù hợp với khẩu vị của từng nhóm nhà đầu tư. Điều này có nghĩa là chính phủ đang tìm cách dịch chuyển vào phía trong góc tọa độ như được biểu thị ở Hình 10. Chính phủ cũng có thể giảm rủi ro tái tài trợ bằng cách kéo dài kỳ hạn các khoản nợ phát hành mới hoặc phát

hành trái phiếu có lãi suất thả nổi hay trái phiếu có lãi suất được điều chỉnh theo lạm phát. Trong giai đoạn chuyển tiếp, việc tăng dần kỳ hạn của các khoản nợ nội tệ có lãi suất cố định có thể làm tăng chi phí trong ngắn hạn, nhưng chúng sẽ làm giảm rủi ro tái tài trợ và có thể xem là một bước đi quan trọng trong việc phát triển thị trường nợ trong nước. Về mặt dài hạn, chính phủ cần phải thúc đẩy sự phát triển một thị trường trái phiếu trong nước. Trong chiến lược quản lý nợ công phải đặt mục tiêu này lên ngang hàng với các mục tiêu khác.

Hình 10. Đánh đổi giữa rủi ro và chi phí



Một cách khác là chính phủ sẽ tìm kiếm nguồn tài trợ từ bên ngoài. Đây cũng là cách mà nhiều nước đang phát triển có xu hướng thử nghiệm ngay cả trong giai đoạn đầu của sự phát triển. Các khoản tài trợ từ bên ngoài thường có lãi suất thấp hơn so với lãi suất nợ trong nước trong khi vẫn có thể huy động được vốn có kỳ hạn dài hơn. Tuy nhiên, lãi suất này vẫn chưa tính đến các chi phí phát hành khác, chẳng hạn như chi phí xếp hạng tín nhiệm quốc gia, chi phí bảo lãnh và môi giới phát hành, v.v... Hơn nữa, trong điều kiện tài khoản vốn của nhiều nước ngày càng mở, dòng vốn tư nhân lưu chuyển ngày càng nhiều và ngày càng linh hoạt, việc chính phủ đi vay thêm ở bên ngoài có thể sẽ làm khuyếch đại các chu kỳ của dòng vốn quốc tế, làm trầm trọng hơn các rủi ro tỷ giá lên các khoản nợ ngoại tệ của chính phủ. Điều này lại đặt ra một thách thức khác về mặt quản lý tỷ giá hối đoái của Ngân hàng trung ương. Trong điều kiện chính sách tiền tệ cần sự độc lập để theo đuổi mục tiêu ổn định giá cả thì việc mở cửa tài khoản vốn, đi vay nợ nước ngoài, kiểm soát tỷ giá neo sẽ khó có thể cùng khả thi. Đây là tình huống ba điều không thể xảy ra đồng thời mà phần trước đã phân tích.

VI.4. Chiến lược quản lý tiền mặt và thanh khoản nợ

Đảm bảo khả năng thanh khoản cho các khoản nợ công rất quan trọng vì nó liên quan đến uy tín vay nợ của quốc gia. Mặc dù về mặt lý thuyết, chính phủ sẽ rất khó có khả năng vỡ nợ, đặc biệt là các khoản nợ nội tệ, vì chính phủ có đặc quyền “đúc” tiền (seigniorage). Tuy nhiên, chính phủ vẫn có thể rơi vào tình trạng mất khả năng thanh toán tạm thời do chưa dàn xếp được nguồn trả nợ. Một phần lý do là vì phải trải qua quá trình lập pháp khó khăn, do gặp phải sự bất đồng giữa các nhóm đại biểu quốc hội về việc phân bổ ngân sách, hoặc trong

nhiều trường hợp là Ngân hàng trung ương có tính độc lập cao khiến cho việc tiền tệ hóa các nghĩa vụ nợ đến hạn không hề dễ dàng, hoặc do danh mục tài sản nắm giữ của chính phủ có tính thanh khoản thấp khiến cho việc bán đi để đáp ứng nghĩa vụ nợ tức thời gặp khó khăn. Chính vì vậy, một chiến lược quản trị thanh khoản nợ công là hết sức quan trọng. Việc quản trị thanh khoản nợ công bằng cách tạo ra một bộ đệm thanh khoản gồm tiền mặt và các tài sản tài chính thanh khoản (như chứng chỉ tiền gửi CDs) sẽ giúp chính phủ linh hoạt hơn trong những trường hợp thị trường tài chính gặp bất ổn tạm thời hoặc quá tốn kém để tìm nguồn tài trợ mới. Việc xây dựng một chiến lược quản trị thanh khoản nợ công đòi hỏi cơ quan quản lý nợ phải dự phòng các tài sản không thể hoặc rất ít có khả năng sinh lợi. Điều này một lần nữa lại đặt cơ quan quản lý nợ vào một tình huống lựa chọn: hoặc là dự trữ thanh khoản cao để giảm rủi ro thanh khoản nhưng sẽ chịu tổn kém do phát sinh chi phí dự trữ, hoặc tận dụng khả năng sinh lời của nguồn tiền và chịu rủi ro thanh khoản. Ở cấp độ doanh nghiệp, một số mô hình tài chính có thể giúp quản trị tiền mặt tồn quỹ sao cho tối thiểu hóa chi phí trong điều kiện vẫn đáp ứng được yêu cầu thanh khoản, chẳng hạn như mô hình Tobin-Baumol (hay còn gọi là mô hình EOQ), mô hình Miller-Orr... Ở cấp độ chính phủ, các cơ quan quản lý nợ vẫn có thể áp dụng các mô hình này để quản trị tiền mặt tồn quỹ sao cho vừa đáp ứng được yêu cầu giảm chi phí nhưng vẫn đảm bảo khả năng thanh toán nợ tức thời của chính phủ. Điểm chung trong các mô hình này là nhà quản lý tồn quỹ phải cân nhắc giữa việc nắm giữ nhiều tiền mặt hay chuyển một phần tiền mặt sang các tài sản tài chính ngắn hạn (như CDs hay T-Bills) nhưng khi cần vẫn có thể bán được ngay nhằm đáp ứng nghĩa vụ thanh toán. Đối với chính phủ, việc quản trị tồn quỹ cũng phức tạp không kém so với các doanh nghiệp dù lịch trình vay và trả nợ đều được theo dõi, song cơ quan quản lý nợ vẫn có thể dễ dàng hơn trong việc cân đối tiền mặt và nắm giữ các tài sản ngắn hạn với kỳ hạn phù hợp. Tuy nhiên, điều này đòi hỏi phải có một thị trường tiền tệ (monetary market) trong nước phát triển, đi kèm là sự đa dạng của các tài sản tài chính ngắn hạn và yêu cầu tính thanh khoản cao.

Ở một số quốc gia, nơi có thị trường tài chính phát triển, thay vì nắm giữ các tài sản thanh khoản, chính phủ thường tìm cách thiết lập các khoản vay ngắn hạn, các khoản vay thấu chi hoặc các khoản vay theo hạn mức cấp trước (như cho vay theo hạn mức tín dụng – credit line – của doanh nghiệp) để quản lý sự biến động hàng ngày trong cấu trúc nguồn thu, chi của kho bạc. Rõ ràng việc quản lý tiền mặt là không hề đơn giản và tất nhiên không thể quản lý theo kiểu thủ công truyền thống. Ở một số nước đang phát triển, nơi việc quản lý tiền mặt thường không được chú trọng, các quy tắc quản lý tiền mặt và thanh khoản quá tốn kém và thiếu chuyên nghiệp, có xu hướng cản trở hoạt động quản lý nợ hiệu quả và ngay cả đối với việc điều hành chính sách tiền tệ. Trong trường hợp Ngân hàng trung ương không có sự độc lập, việc tích hợp chức năng quản lý tiền mặt với chức năng của chính sách tiền tệ sẽ tạo ra một thách thức rất lớn cho tính an toàn và lành mạnh của cả chính sách tiền tệ lẫn chính sách quản lý nợ công của chính phủ.

Đối với các khoản nợ ngoại tệ hay nợ nước ngoài, việc quản lý thanh khoản và tiền mặt đòi hỏi chính phủ phải duy trì một mức dự trữ ngoại hối phù hợp với nhu cầu thanh toán nợ, đặc biệt là các khoản nợ ngắn hạn đến hạn trong từng kỳ, phù hợp với khả năng tiếp cận vốn ngoại tệ mới của chính phủ, phù hợp với chế độ tỷ giá, phù hợp với tính dễ bị tổn thương trước các cú sốc kinh tế và tài chính, và phù hợp với nền tảng kinh tế vĩ mô của đất nước.

Cần lưu ý rằng, việc tăng cường dự trữ ngoại hối luôn đi kèm với chi phí dự trữ phát sinh và cả các rủi ro liên quan, chẳng hạn như rủi ro lạm phát của quốc gia phát hành đồng tiền dự trữ. Chính vì vậy cần phải tính toán được mức dự trữ hợp lý thay vì “nhắm mắt” theo đuổi mục tiêu càng nhiều càng tốt. Ở nhiều nước do không thể tiếp cận được thị trường vốn quốc tế nên các nước này thường duy trì một mức dự trữ phù hợp với quy mô nợ ngoại tệ ngắn hạn đến hạn trong kỳ, bất kể nợ ngoại tệ vay từ nước ngoài hay vay từ người dân trong nước. Để giúp quản lý thanh khoản nợ tốt hơn, các cơ quan quản lý nợ cũng xây dựng các chỉ số cảnh báo sớm rủi ro thanh khoản của nợ chẳng hạn như tỷ lệ nợ so với GDP, tỷ lệ nợ so với doanh thu thuế hàng năm, nợ ngoại tệ so với dự trữ ngoại tệ, nợ ngoại tệ so với xuất khẩu, hệ số thanh toán nợ ngắn hạn, hệ số thanh toán lãi vay, lãi suất vay nợ bình quân, chỉ số cơ cấu kỳ hạn danh mục nợ, v.v...

VII. Xác lập khuôn khổ cho quản lý rủi ro

VII.1. Nhận diện các rủi ro của nợ công

Nhìn ở góc độ nhà đầu tư, các trái phiếu chính phủ thường được xem là công cụ đầu tư tài chính an toàn nhất. Tuy nhiên nói vậy không có nghĩa là trái phiếu chính phủ hoàn toàn không có rủi ro. Thực tế các nhà đầu tư trái phiếu cũng chịu nhiều rủi ro liên quan đến việc nắm giữ trái phiếu chính phủ như rủi ro vỡ nợ (dù rất thấp), rủi ro lãi suất, rủi ro thanh khoản, v.v... Đứng ở góc độ chính phủ, việc đi vay nợ nói chung cũng như phát hành trái phiếu nói riêng cũng mang lại cho chính phủ rất nhiều rủi ro tương tự, chẳng hạn như rủi ro thị trường, rủi ro lãi suất, rủi ro tái tài trợ, rủi ro thanh khoản, rủi ro tỷ giá (nợ ngoại tệ), rủi ro hoạt động, rủi ro dòng tiền... Khả năng phơi nhiễm rủi ro của các khoản nợ chính phủ tùy thuộc vào thành phần và cơ cấu nợ, như nợ ngắn hạn so với nợ dài hạn, nợ bằng nội tệ hay nợ ngoại tệ, nợ có lãi suất cố định hay lãi suất thả nổi, nợ tư nhân hay nợ chính phủ, v.v...

Rủi ro thị trường (Market risk)

Rủi ro thị trường nảy sinh khi tình hình thị trường biến động làm thay đổi các chỉ số kinh tế như lạm phát, lãi suất hay tỷ giá ảnh hưởng đến tình trạng nợ công của chính phủ. Cần lưu ý rằng, khái niệm rủi ro không nhất thiết phải là một sự thiệt hại mà ngay cả khi được lợi ngoài dự kiến cũng được xem là rủi ro.²³ Chẳng hạn, trái phiếu chính phủ khi được phát hành trong điều kiện bình thường sẽ mang lãi suất 10% nhưng do thị trường bất ổn khiến cho nhà đầu tư đòi hỏi phải được bù đắp bằng một phần bù rủi ro tương ứng là 2%. Khi đó lợi suất mà nhà đầu tư đòi hỏi sẽ tăng lên 12% làm cho chi phí huy động vốn của chính phủ cũng tăng lên.²⁴ Rủi ro thị trường liên quan đến nhiều yếu tố nằm ngoài phạm vi chính phủ có thể can thiệp. Tuy nhiên, các chính sách quản lý và bình ổn kinh tế của chính phủ có thể giúp giảm nhẹ các biến động của thị trường và rủi ro của nó đến tính an toàn và bền vững của nợ công. Rủi ro lãi suất và rủi ro tỷ giá là hai hình thức biểu hiện phổ biến của rủi ro thị trường.

²³ Rủi ro thường được đo bằng độ lệch chuẩn của giá trị thực tế so với giá trị kỳ vọng.

²⁴ Theo các mô hình định giá trái phiếu, khi lợi suất trái phiếu nhà đầu tư đòi hỏi tăng lên sẽ làm giá phát hành trái phiếu giảm xuống. Nếu lợi suất trái phiếu nhà đầu tư đòi hỏi lớn hơn lãi suất danh nghĩa (coupon rate) trái phiếu mà chính phủ trả cho nhà đầu tư thì giá trái phiếu sẽ thấp hơn mệnh giá. Khi đó, chính phủ đã không huy động đủ số nợ cần thiết tính theo mệnh giá. Như vậy việc chính phủ đi vay với số tiền thực nhận thấp hơn mệnh giá nhưng vẫn phải trả lãi suất coupon tính trên mệnh giá, tức chi phí vay vốn đã tăng lên.

Rủi ro lãi suất (Interest rate risk hay Refixing risk)

Rủi ro lãi suất là rủi ro do sự thay đổi của lãi suất khiến cho chi phí nợ của chính phủ thay đổi ngoài dự kiến. Bất kỳ khoản nợ nào của chính phủ, cả nội tệ lẫn ngoại tệ, đều phải chịu rủi ro lãi suất. Lãi suất thay đổi có thể do cung cầu thị trường tiền tệ thay đổi hoặc do sự kỳ vọng của thị trường về mức giá dự kiến trong tương lai (tức lạm phát kỳ vọng), song cũng có thể do chính sách chủ động điều chỉnh lãi suất của ngân hàng trung ương. Khi lãi suất thay đổi sẽ tác động trực tiếp đến chi phí vay nợ mới của chính phủ hoặc ngay cả các khoản nợ hiện hữu có lãi suất thả nổi khi đến kỳ xác định lại lãi suất. Các khoản nợ ngắn hạn hoặc nợ có lãi suất thả nổi thường được xem là có rủi ro lãi suất lớn so với nợ dài hạn và nợ có lãi suất cố định. Với đặc điểm này, việc đi vay dài hạn hoặc vay nợ có lãi suất cố định sẽ giúp chính phủ giảm bớt rủi ro lãi suất. Tuy nhiên, trong trường hợp vay nợ dài hạn thì chính phủ thường phải chịu chi phí vay nợ cao hơn để bù đắp rủi ro kỳ hạn cho nhà đầu tư theo lý thuyết đường cong lợi suất (yield curve). Tương tự, các trái phiếu có lãi suất cố định không chỉ giúp chính phủ bảo hiểm được rủi ro lãi suất mà bản thân nhà đầu tư cũng có nguồn thu nhập cố định.²⁵ Tuy nhiên trái phiếu lãi suất cố định trong một số trường hợp cũng khó phát hành thành công chẳng hạn như trong thời kỳ lạm phát kỳ vọng cao, đặc biệt là khi trái phiếu có kỳ hạn dài. Do vậy, các trái phiếu có lãi suất cố định thường bị đánh đổi với kỳ hạn ngắn. Trái phiếu kỳ hạn ngắn về mặt nào đó cũng tương tự như trái phiếu có lãi suất thả nổi, và chính phủ lúc đó sẽ phải chịu rủi ro tài trợ tựa như rủi ro tái xác định lãi suất.

Rủi ro tỷ giá (Exchange rate risk)

Khác với rủi ro lãi suất có thể phát sinh cho cả nợ nội tệ và nợ ngoại tệ, rủi ro tỷ giá chỉ phát sinh đối với nợ ngoại tệ. Trong điều kiện các nước có độ mở tài chính ngày càng lớn, dòng vốn quốc tế chu chuyển vào và ra ngày càng nhiều sẽ tác động trực tiếp lên cung cầu ngoại tệ của nền kinh tế. Khi đó sự biến động của tỷ giá sẽ diễn ra thường xuyên và rủi ro tỷ giá sẽ khó tránh khỏi. Ở một số quốc gia, chính phủ thường duy trì cơ chế tỷ giá cố định nhằm nhiều mục đích khác nhau, chẳng hạn như duy trì sự ổn định của thị trường ngoại hối nhằm ổn định thị trường tài chính hoặc bảo đảm môi trường đầu tư hấp dẫn nhằm thu hút nhà đầu tư quốc tế. Dưới cơ chế tỷ giá hối đoái cố định, rủi ro tỷ giá xem như đã được ngân hàng trung ương bảo hiểm. Tuy nhiên trong trường hợp tài khoản vốn mở cửa, việc theo đuổi cơ chế tỷ giá cố định có thể sẽ làm cho chính sách tiền tệ trở nên không có đủ hiệu lực trong việc theo đuổi các mục tiêu riêng như kiềm chế lạm phát, ổn định mục tiêu cung tiền... Tình huống này, như đã nói ở trên, được gọi là bộ ba bất khả thi. Điều nguy hiểm hơn, như các mô hình khủng hoảng tiền tệ (currency crisis) đã chứng minh, cơ chế tỷ giá cố định thường là mục tiêu tấn công của các nhà đầu cơ.²⁶ Một khi đã bị tấn công đầu tư, trong nhiều trường hợp ngân hàng trung ương không có đủ dự trữ ngoại hối để can thiệp (như Thái Lan, Indonesia trong cuộc khủng hoảng Đông Á 1997-1998), song trong một số trường hợp ngay cả khi có đủ dự trữ ngoại hối (như trường hợp nước Anh trong cuộc khủng hoảng Cơ chế tỷ giá châu Âu ERM 1992) thì Ngân hàng trung ương cũng có thể sẽ phải từ bỏ cơ chế tỷ giá cố định (vì quá tốn kém để duy trì) và chuyển sang cơ chế tỷ giá thả nổi hoặc neo ở mức mới.

²⁵ Chính vì vậy các nhà đầu tư cũng thường gọi trái phiếu là chứng khoán thu nhập cố định (fixed income) bên cạnh một số loại chứng khoán khác nữa.

²⁶ Xem Đỗ Thiên Anh Tuấn (2010), *Khủng hoảng tiền tệ: Vấn đề Việt Nam và một số gợi ý chính sách*. FETP.

Khi đó, gánh nặng chi phí nợ công bằng ngoại tệ sẽ tăng vọt, thậm chí có nguy cơ dẫn đến khủng hoảng nợ công.

Rủi ro tái tài trợ (Refinancing risk hay Rollover risk)

Các chính phủ hầu như không bao giờ chỉ đi vay chỉ một lần duy nhất mà thay vào đó việc đi vay và trả nợ luôn diễn ra thường xuyên. Khi các khoản nợ đáo hạn, chính phủ thường phải đi vay khoản nợ mới để tái tài trợ cho nhu cầu đầu tư công. Trong trường hợp này chính phủ phải đối mặt với khả năng tìm được nguồn tài trợ mới và/hoặc với chi phí hợp lý. Cần nhớ rằng, không phải bất kỳ khoản nợ nào của chính phủ khi đáo hạn cũng có thể ngay lập tức được tái tài trợ. Điều này còn tùy thuộc vào sự phát triển của thị trường trái phiếu trong nước. Một số chính phủ phát hành trái phiếu có kỳ hạn không hợp lý do không được lập kế hoạch rõ ràng và thống nhất dẫn đến việc một lượng lớn trái phiếu chính phủ cùng đáo hạn trong một thời hạn gần nhau. Điều này sẽ đặt ra thách thức rất lớn cho chính phủ không chỉ liên quan đến việc thu xếp nguồn tiền trả nợ mà còn là rủi ro tái tài trợ với chi phí thấp. Khi nhiều trái phiếu cùng đến hạn và đều có nhu cầu tái tài trợ sẽ làm tăng cung trái phiếu trên thị trường. Hệ quả là nhà đầu tư sẽ tăng lãi suất để đáp ứng lại với lượng cung trái phiếu tăng đó. Tất nhiên điều này còn tùy thuộc vào mặt bằng lãi suất trên thị trường lúc đó như thế nào. Trong trường hợp này có thể xem như một dạng của rủi ro lãi suất. Tuy nhiên ở đây cũng cần phải bóc tách rủi ro này ra dưới góc độ là rủi ro tái tài trợ thay vì là rủi ro lãi suất vì nó liên quan đến khả năng chính phủ gặp khó khăn trong việc tìm nguồn tài trợ mới cho các khoản nợ cũ đến hạn. Ở một số quốc gia, để tăng tính hấp dẫn và giảm rủi ro thanh khoản cho nhà đầu tư, đặc biệt khi thị trường trái phiếu trong nước còn kém phát triển, chính phủ thường trao cho nhà đầu tư một quyền chọn bán khi có nhu cầu tài chính. Trái phiếu này được gọi là trái phiếu có quyền chọn bán (puttable bond), tức trái chủ có quyền bán lại trái phiếu cho chính phủ trước khi đáo hạn. Thông thường đối với các trái phiếu này, trái chủ chỉ thường chọn bán lại khi mặt bằng lãi suất có xu hướng tăng lên, vì khi đó việc tái cho vay mới sẽ có lợi hơn cho các trái chủ. Khi trái chủ làm như vậy thì cũng có nghĩa là chính phủ sẽ bị thiệt hại nhiều hơn, không chỉ là rủi ro tái tài trợ mà còn là rủi ro thanh khoản, tức khả năng dự trữ thanh khoản để đảm bảo thực hiện nghĩa vụ mua lại khi có yêu cầu của trái chủ.

Rủi ro thanh khoản (Liquidity risk)

Như đã đề cập ở phần cuối của rủi ro tái tài trợ, trong trường hợp các khoản nợ đến hạn cùng lúc quá nhiều sẽ khiến cho chính phủ không thể xoay trở kịp nguồn tiền để trả nợ cho các chủ nợ và trái chủ. Trong trường hợp này chính phủ buộc phải bán đi các tài sản dự trữ của mình để trả nợ. Tuy nhiên không phải lúc nào việc bán các tài sản cũng diễn ra nhanh chóng với chi phí thanh lý thấp. Điều này còn tùy thuộc vào tính thanh khoản của các tài sản dự trữ của chính phủ cũng như khả năng chính phủ có thể huy động tạm thời nguồn tiền mặt trên thị trường tiền tệ trong thời gian ngắn để đáp ứng nghĩa vụ nợ đến hạn hay không. Trong trường hợp này chính phủ xem như đã gặp phải rủi ro thanh khoản. Lưu ý rằng, rủi ro thanh khoản không có nghĩa là chính phủ không đủ khả năng thanh toán nghĩa vụ nợ đến hạn mà chỉ là rủi ro khi chính phủ không thể ngay lập tức bán đi các tài sản dự trữ để thanh toán nợ đến hạn ngay lập tức. Tức là, khả năng chính phủ vẫn có đủ nguồn tài sản cần thiết để trả hết nghĩa vụ nợ chứ không phải là không đủ khả năng thanh toán nợ đến hạn. Trường hợp chính

phủ không đủ khả năng thực hiện nghĩa vụ nợ cam kết với nhà đầu tư, chẳng hạn như thanh toán lãi và/hoặc nợ gốc trái phiếu đến hạn thì được gọi là rủi ro tín dụng.

Rủi ro tín dụng (Credit risk hay default risk)

Như đã định nghĩa ở trên, rủi ro tín dụng là rủi ro liên quan đến khả năng chính phủ không thực hiện được cam kết thanh toán các khoản vay hay thực hiện các nghĩa vụ tài chính liên quan khác cho chủ nợ khi đến hạn hoặc khi có yêu cầu. Về mặt lý thuyết, trái phiếu chính phủ có rủi ro tín dụng thấp nhất so với hầu hết tất cả các tài sản khác trên thị trường tài chính. Điều này là vì chính phủ có hai đặc quyền đó là đánh thuế và in tiền. Tuy nhiên cần nhớ rằng không phải khi nào chính phủ cũng có thể dễ dàng thực hiện được hai quyền đó, chẳng hạn như khi cơ sở thuế bị cạn kiệt hoặc Ngân hàng trung ương độc lập. Trong khi đó, các cải cách thuế hay đề xuất tăng thuế thường phải trải qua quá trình lập pháp và chính trị khó khăn. Nói chung, trong điều kiện bình thường thì rủi ro tín dụng hiếm khi xảy ra đối với nợ bằng nội tệ, nhưng đối với nợ bằng ngoại tệ thì hoàn toàn có thể xảy ra. Đối với nợ bằng ngoại tệ, chính phủ không thể có đặc quyền in “đô la” và đánh thuế bằng đồng ngoại tệ được. Để thực hiện nghĩa vụ nợ bằng ngoại tệ, chính phủ sẽ phải dùng dự trữ ngoại tệ hoặc mua ngoại tệ trên thị trường ngoại hối. Rủi ro tín dụng ngoại tệ sẽ phát sinh khi dự trữ ngoại hối của quốc gia không đủ trong khi khả năng tiếp cận dòng vốn quốc tế mới của chính phủ cũng bị trở ngại. Ngoài ra, nếu nhìn ở góc độ của chủ nợ, khi đề cập đến rủi ro tín dụng của chính phủ, cần phải lưu ý thêm trường hợp rủi ro phát sinh khi chính phủ đưa ra quá nhiều các cam kết bảo lãnh tín dụng nhưng trong nhiều trường hợp là không có cơ sở để đảm bảo chắc rằng chính phủ sẽ thực hiện đúng lời hứa cam kết đó. Trong một số trường hợp, các cam kết bảo lãnh được tuyên bố bởi cơ quan hoặc cá nhân không đúng thẩm quyền hoặc chỉ là các cam kết bằng miệng thay vì bằng hợp đồng bảo lãnh rõ ràng. Những cam kết này sẽ không đủ cơ sở pháp lý để ràng buộc nghĩa vụ nợ của chính phủ.

Rủi ro hoạt động (Operational risk)

Ngoài các rủi ro nêu trên, quản lý nợ công của chính phủ còn gặp một loại rủi ro khác phát sinh trong quá trình hoạt động và tác nghiệp. Các rủi ro này liên quan đến các yếu tố thuộc về cách thiết kế mô hình tổ chức, các nội quy và quy trình tác nghiệp bên trong của cơ quan quản lý nợ cũng như các tương tác với các cơ quan có chức năng điều phối chính sách khác chẳng hạn như Ngân hàng trung ương hay Bộ Tài chính. Có rất nhiều loại rủi ro hoạt động có thể xuất hiện như rủi ro do lỗi giao dịch phát sinh trong các giai đoạn khác nhau của quy trình thực hiện và ghi chép các giao dịch nợ (như vay và trả nợ), sự bất cập hay thất bại trong hoạt động kiểm soát nội bộ nhằm ngăn ngừa các hành vi lạm dụng thẩm quyền hoặc cố tình vi phạm các chuẩn mực đạo đức của nhân viên. Ngoài ra còn một loạt các rủi ro hoạt động khác như rủi ro danh tiếng; rủi ro pháp lý; vi phạm an ninh hệ thống; hoặc thậm chí là rủi ro do thiên tai làm tăng gánh nặng chi phí ngoài dự kiến cũng như khả năng quản lý nợ công của chính phủ.

VII.2. Xây dựng khuôn khổ cho quản lý rủi ro nợ công

Các mô thức chung

Rủi ro nợ công là một đặc tính cố hữu ở bất kỳ quốc gia nào mà ở đó chính phủ có đi vay nợ. Vấn đề quan trọng không phải là tìm cách loại bỏ rủi ro mà thay vào đó là giảm thiểu các rủi ro đến mức có thể. Các khuôn khổ quản lý nợ được thiết kế nhằm giúp cơ quan quản lý nợ có thể nhận dạng và quản trị được các rủi ro đó, để sao cho chúng không gây ra những tác động bất lợi lên hoạt động vay và trả nợ của chính phủ cũng như những tác động tiêu cực lên nền kinh tế. Các tác động bất lợi của rủi ro nợ công được biểu thị dưới dạng là các chi phí, bao gồm các chi phí tài chính và cả chi phí kinh tế. Chi phí tài chính của nợ công thường được đo lường như là các gánh nặng trả nợ của chính phủ trong dài hạn, trong khi chi phí kinh tế của rủi ro nợ công chính là các tác động tiềm tàng của nó lên nền kinh tế thực, tức khu vực sản xuất hàng hóa vật chất của nền kinh tế. Chi phí tài chính và chi phí kinh tế thường có tác động qua lại với nhau, chẳng hạn như khi chi phí tài chính quá cao có thể làm suy giảm khả năng thanh toán nợ của chính phủ. Giả sử một khi chính phủ vỡ nợ, các tác động của nó đối với hoạt động đầu tư và sản xuất kinh doanh của nền kinh tế sẽ bị ảnh hưởng ngay lập tức. Chính vì vậy, để kịp thời ngăn ngừa các rủi ro vỡ nợ, các chính phủ thường đưa ra các mô hình và kịch bản dự báo cho tương lai. Các thử nghiệm căng thẳng (stress testing) cũng có thể được áp dụng để đánh giá khả năng chịu đựng rủi ro của chính phủ khi gánh nặng nợ công tăng lên. Các cuộc thử nghiệm căng thẳng thường được xây dựng dựa trên cơ sở các cú sốc tài chính và kinh tế mà ở đó chính phủ sẽ có tiềm năng phải đối mặt. Có nhiều mô hình toán, các kỹ thuật ước lượng, thống kê cũng như các phần mềm máy tính được lập trình phép mô phỏng tình vi để giúp kiểm nghiệm căng thẳng. Bản chất của các phép mô phỏng này là xem xét mối tương quan và độ nhạy của các biến số có ảnh hưởng đến tính động của nợ công, qua đó giúp cơ quan quản lý nợ có thể tìm ra các yếu tố hình thành nên rủi ro cho nợ công. Các kịch bản xấu nhất hay các tình huống mang tính thái cực cũng thường được sử dụng để kiểm tra sức chịu đựng khả năng thanh toán và đảm bảo an toàn nghĩa vụ nợ của chính phủ.

Điều cần lưu ý rằng, các khuôn khổ quản lý rủi ro nợ công không chỉ tập trung vào các chi phí và rủi ro gây ra cho khu vực tài chính công mà còn cho cả khu vực tư nhân. Trong nhiều trường hợp chính phủ cũng có thể sẵn sàng chấp nhận chi phí tăng thêm của khoản nợ thay vì đặt gánh nặng chi phí đó lên vai khu vực tư nhân. Điều này là vì có khả năng chính phủ có năng lực chấp nhận và hấp thụ rủi ro tốt hơn so với các doanh nghiệp khu vực tư nhân, hoặc cũng có thể do các chi phí mà khu vực tư nhân gánh chịu là quá cao, hoặc các tác động tiềm tàng của nó lên nền kinh tế thực là quá lớn.

Nói chung, chiến lược đánh đổi hoặc gánh chịu thay rủi ro như thế nào sẽ tùy thuộc vào thái độ chấp nhận rủi ro và khả năng hấp thụ rủi ro của chính phủ. Mức độ rủi ro mà chính phủ có thể chấp nhận được tùy thuộc vào nhiều yếu tố, chẳng hạn như quy mô các khoản nợ hay tính dễ bị tổn thương trước các cú sốc tài chính trong và ngoài nước. Kinh nghiệm của nhiều nước cho thấy khi quy mô nợ công tăng lên thì tính dễ bị phơi nhiễm trước các rủi ro sẽ rất lớn, hay nguy cơ vỡ nợ của chính phủ sẽ càng cao. Trong trường hợp đó, chính phủ sẽ phải chấp nhận đánh đổi giữa rủi ro và chi phí và lời khuyên là giảm rủi ro thay vì tìm cách giảm chi phí. Chiến lược quản lý nợ theo hướng mục tiêu này sẽ tập trung vào

Kinh nghiệm ở nhiều nước cũng cho thấy cơ quan quản lý nợ thường được giao nhiệm vụ nhận dạng các rủi ro và đánh giá những khả năng mà các rủi ro đó có thể phát triển lên và trở thành một mối đe dọa trực tiếp cho tính ổn định và bền vững của nợ công. Trong trường hợp này, một chiến thuật quản lý rủi ro nợ tạm thời thường được thiết kế nhằm quản lý và/hoặc bảo hiểm các rủi ro ngay khi chúng vừa phát sinh. Các chiến thuật quản lý rủi ro sau khi được chính phủ phê duyệt sẽ ngay lập tức được cơ quan quản lý nợ triển khai và trong quá trình vận hành có thể sẽ phải tu chỉnh thêm một cách kịp thời các khiếm khuyết khi thấy cần thiết.

The diagram shows the following components and their relationships:

- Central Node:** Chiến lược QL nợ công (Public Debt Management Strategy)
- Top Node:** Phân tích rủi ro – chi phí (Risk – Cost Analysis)
 - Arrow from Central to Top: Tăng cường độ sâu TT (Strengthening the depth of the market)
 - Arrow from Top to Central: Giới hạn/sự gắn kết (Limit/commitment)
- Left Node:** Khuôn khổ KTVM/bên vững nợ (Sound KTVM framework/robust debt)
 - Arrow from Central to Left: Thông tin về chi phí và rủi ro (Information on costs and risks)
 - Arrow from Left to Central: Dự báo ngân sách (Budget forecast)
- Right Node:** Nguồn tài trợ/phát triển TT (Source of financing/market development)
 - Arrow from Central to Right: Giới hạn cầu/ yếu tố định giá (Limit demand/ pricing factors)
 - Arrow from Right to Central: Yếu tố phát triển TT (Market development factors)
- Bottom Node:** Kế hoạch tài trợ (Financing plan)
 - Arrow from Central to Bottom: Thành phần công cụ hợp lý (Reasonable instrument mix)

Ứng xử với nghĩa vụ nợ tiềm ẩn

Ở nhiều nước đang phát triển trong đó có Việt Nam, dựa trên các tiền lệ cũ, người dân sẽ suy đoán rằng chính phủ sẽ phải can thiệp bằng cách thanh toán nợ thay cho các SOEs khi

chúng rơi vào tình trạng không thể trả được nợ hoặc nếu không sẽ dẫn đến các đổ vỡ kinh tế nghiêm trọng. Trong nhiều trường hợp, ngay cả đối với nợ của khu vực tư nhân, chẳng hạn như nợ của các doanh nghiệp tư, đặc biệt là của các ngân hàng thương mại, chính phủ cũng có thể sẽ phải can thiệp bằng cách nhận lấy trách nhiệm thanh toán nợ thay. Thông thường các doanh nghiệp này có quy mô lớn mà nếu để đổ vỡ sẽ có thể gây ra các tác hại nghiêm trọng lên nền kinh tế thực. Thuật ngữ kinh tế gọi các doanh nghiệp này là “quá lớn để thất bại” (“too big to fail”). Lịch sử các cuộc khủng hoảng cho thấy, hoạt động của các công ty dạng “too big to fail” thường là tác nhân làm tăng chi phí lên nền kinh tế ngay cả khi chúng chưa rơi vào đổ vỡ. Lý do là vì các công ty này biết rằng chính phủ sẽ không thể để cho chúng sụp đổ được và do vậy chúng có thiên hướng chấp nhận rủi ro quá mức. Thuật ngữ gọi đây là hành vi rủi ro đạo đức (moral hazard) hay tâm lý ỷ lại. Để đối phó với tâm lý ỷ lại, một nguyên tắc quan trọng là không nên đưa ra các cam kết giải cứu đầy tổn kém, thay vào đó là áp dụng nguyên tắc “quá lớn để có thể tồn tại” (“too big to exist”).

Điều quan trọng để giảm thiểu rủi ro phát sinh các nghĩa vụ nợ tiềm ẩn là chính phủ cần hạn chế các cam kết bảo lãnh của mình, từ công khai cho đến ngầm định. Từ các thẩm quyền được cấp bảo lãnh chính phủ cho đến các ràng buộc đi kèm để chính phủ thực hiện nghĩa vụ bảo lãnh phải được thiết kế một cách rõ ràng, chặt chẽ, tránh tạo ra kẽ hở để lợi dụng cấp bảo lãnh tùy tiện. Tương tự, đối với bảo lãnh ngầm định, chính phủ phải có thông điệp rõ ràng và dứt khoát trong trường hợp nào thì chính phủ sẽ giải cứu và trường hợp nào thì không, tránh sự kỳ vọng và rủi ro suy đoán của thị trường.

Nói chung, các nghĩa vụ nợ tiềm ẩn thường là nguyên nhân của nhiều trục trặc về rủi ro nợ công do chúng làm phát sinh các nghĩa vụ nợ ngoài dự tính của cơ quan quản lý nợ cũng như kế hoạch phân phối dòng tiền của ngân sách. Do đó, việc tăng cường chức năng giám sát các khoản nợ này là hết sức quan trọng. Một nguyên tắc là chính phủ phải chú ý đến các điều kiện làm kích hoạt nợ tiềm ẩn, chẳng hạn như sự giám sát lỏng lẻo trong quy trình cấp bảo lãnh hoặc chấp nhận thanh toán nợ thay một cách dễ dãi. Kinh nghiệm của các nước là chính phủ cần xây dựng một quy trình riêng để giám sát các nghĩa vụ nợ tiềm ẩn này. Đồng thời cũng phải thiết lập một khuôn khổ pháp lý rõ ràng trong việc trao thẩm quyền cấp bảo lãnh, cũng như các điều kiện thực hiện nghĩa vụ thay không thể quá tùy tiện. Ngoài ra, các biện pháp khác cũng được tiến hành đồng thời nhằm giảm nguy cơ phơi nhiễm nợ tiềm ẩn cho chính phủ, chẳng hạn như tăng cường giám sát và đảm bảo tuân thủ các quy định như là điều kiện tiên quyết để chính phủ cấp bảo lãnh và chấp nhận nghĩa vụ nợ thay; thực hiện các cải cách về mặt quản trị đối với các SOEs, nâng cao trách nhiệm báo cáo và giải trình các kết quả hoạt động đối với SOEs hay chính quyền địa phương có nghĩa vụ nợ được bảo đảm bởi chính phủ. Cuối cùng chính phủ cũng cần phải nâng cao chất lượng quản lý kinh tế vĩ mô và các chính sách điều tiết kinh tế sao cho có thể tạo ra được một môi trường kinh doanh thuận lợi, tránh các cú sốc có thể phát sinh gây bất lợi cho hoạt động của đơn vị có nợ được bảo lãnh. Kết quả này sẽ giúp hạn chế khả năng chính phủ sẽ phải đứng ra thực hiện nghĩa vụ nợ thay cho các đơn vị đó, làm tăng gánh nặng nợ công cho chính phủ.

VIII. Vai trò của sự phát triển thị trường trái phiếu chính phủ

Trái phiếu chính phủ không chỉ là kênh đầu tư ưa thích của các ngân hàng, các quỹ hưu trí cũng như các nhà đầu tư mà còn là một công cụ huy động vốn quan trọng của chính phủ. Các ngân hàng xem trái phiếu chính phủ như một công cụ để dự trữ thanh khoản và dùng để tái cấp vốn từ ngân hàng trung ương khi cần thiết. Bản thân các ngân hàng trung ương cũng điều hành thị trường mở OMO bằng cách sử dụng công cụ trái phiếu chính phủ cũng như tín phiếu kho bạc. Các quỹ hưu trí xem trái phiếu chính phủ là một danh mục đầu tư an toàn của họ, trong khi các nhà đầu tư sử dụng trái phiếu chính phủ như một công cụ để đa dạng hóa danh mục đầu tư tài chính. Ở các nước đang phát triển nơi thiếu vắng sự phát triển của thị trường vốn nói chung, thị trường trái phiếu nói riêng, các chính phủ chủ yếu sử dụng kênh ngân hàng để tài trợ vốn. Việc huy động vốn qua ngân hàng thường khá tốn kém chi phí trong khi các khoản nợ chính phủ lại không có tính thanh khoản. Kinh nghiệm của các nước cho thấy, để hỗ trợ cho quá trình quản lý nợ công, góp phần giảm thiểu chi phí tài trợ, phát triển một thị trường trái phiếu chính phủ hiệu quả là rất quan trọng. Một thị trường trái phiếu phát triển, có độ sâu và thanh khoản tốt sẽ cung cấp cho chính phủ một cơ chế tài trợ hữu hiệu thay vì dựa quá nhiều vào ngân hàng trung ương. Việc tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách qua vai trò của ngân hàng trung ương cũng sẽ làm giảm tính hiệu lực của chính sách tiền tệ. Chi phí tài trợ của chính phủ có thể sẽ giảm đi đáng kể khi nợ được huy động trên thị trường trái phiếu có tính cạnh tranh và thanh khoản tốt. Khi trái phiếu chính phủ có rủi ro tín dụng thấp hơn những trái phiếu doanh nghiệp trên thị trường, chúng sẽ đóng vai trò như một chuẩn mực trong định giá các tài sản tài chính khác, và cũng là một chất xúc tác cho sự phát triển của thị trường trái phiếu cũng như thị trường tiền tệ có độ sâu và thanh khoản hơn.

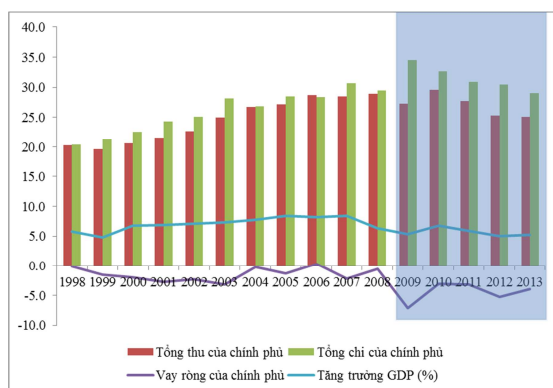
Trái phiếu chính phủ có độ sâu lớn sẽ giúp tạo ra cái đệm (buffer) hấp thụ xung lực của các bất ổn trên thị trường tài chính, hoặc các cú sốc đến từ thị trường vốn bên ngoài. Chẳng hạn khi thị trường tài chính quốc tế bị khủng hoảng, các khoản tài trợ từ bên ngoài lúc đó thường trở nên khó tiếp cận hoặc nếu muốn vay được thì chính phủ buộc phải bù đắp rủi ro tăng thêm cho nhà đầu tư. Ở một số nước, ngay cả khi chính phủ không có nhu cầu tài trợ thâm hụt ngân sách nhưng để hỗ trợ cho sự phát triển của thị trường trái phiếu trong nước, chính phủ cũng có thể định kỳ phát hành trái phiếu ra thị trường nhằm tạo công cụ đầu tư tài chính cho thị trường hoặc đáp ứng nhu cầu dự trữ thanh khoản, hay để giúp đa dạng hóa danh mục đầu tư của các quỹ đầu tư tài chính. Tất nhiên, để duy trì hoạt động này của chính phủ thường rất tốn kém và chính phủ phải luôn đánh giá, cân nhắc mọi chi phí và lợi ích liên quan.

Trên thế giới có nhiều mô hình phát triển thị trường trái phiếu chính phủ khác nhau và không có kinh nghiệm nào là hoàn hảo để các nước đang phát triển sao chép một cách máy móc. Để có một thị trường trái phiếu phát triển, có độ sâu và thanh khoản tốt như ở các nước phát triển đòi hỏi phải có một quá trình phát triển lâu dài đi cùng với các chính sách khuyến khích phát triển phù hợp của chính phủ. Các nóng vội thường dẫn đến thất bại nhưng không làm gì cũng tức là đã thất bại. Để có thị trường trái phiếu phát triển điều quan trọng không chỉ có các chính sách khuyến khích phát triển thị trường mà còn là các chính sách kinh tế vĩ mô lành mạnh, các chính sách tiền tệ và tài khóa được thiết kế tốt và được thực thi hiệu quả.

IX. Khái lược bức tranh nợ công của Việt Nam

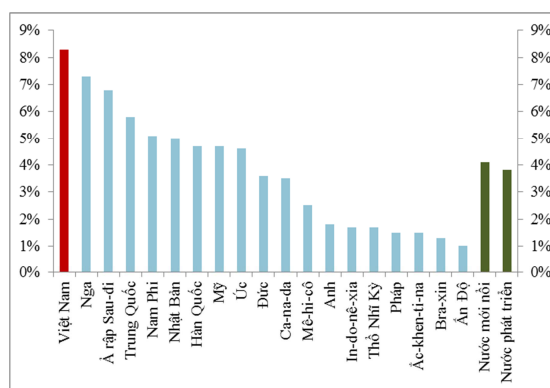
Có lẽ những tranh luận về nợ công ở Việt Nam bắt đầu trở nên sôi nổi kể từ năm 2009 khi thâm hụt ngân sách trong năm này của Việt Nam lên đến 6,9% GDP chưa kể các khoản thâm hụt khác đã được đưa ra ngoài ngân sách,²⁷ khiến cho tỷ lệ nợ công tăng lên đến 52,6% GDP, tức lần đầu tiên nợ công đã vượt ngưỡng 50% GDP – mức mà các tổ chức tài chính quốc tế thường dựa vào để khuyến cáo về tính bền vững nợ công của các nước, đặc biệt là các nước đang phát triển. Năm 2009 dưới tác động lan rộng của khủng hoảng kinh tế-tài chính thế giới đi cùng với những yếu kém nội tại của kinh tế trong nước khiến cho tốc độ tăng trưởng đã bị suy giảm rõ rệt, sức cầu tiêu dùng và đầu tư của khu vực hộ gia đình và doanh nghiệp đều yếu. Trong bối cảnh đó, có thể nhiều người đồng ý rằng các chính sách tiền tệ hay tài khóa nghịch chu kỳ (counter-cyclical policies) là rất quan trọng nhằm vực dậy nền kinh tế trong nước. Tuy nhiên có hai thứ mà người ta đã tranh cãi chính là: *Thứ nhất*, Việt Nam đã “vung tay quá trán” trong bối cảnh không gian tài khóa không còn nhiều, và *thứ hai*, hiệu quả của gói kích thích kinh tế là rất thấp.²⁸

Hình 12. Thu – chi của chính phủ, vay ròng và tăng trưởng GDP



Nguồn: Dữ liệu thống kê tài chính quốc tế của IMF.

Hình 13. Quy mô gói kích thích kinh tế 2009-2010 của Việt Nam và các nước



Nguồn: IMF 2010 đối với các nước. Tác giả ước tính đối với trường hợp Việt Nam.

Ghi chú: Các số liệu so sánh chỉ để tham khảo vì cách tính quy mô gói kích thích kinh tế của các nước rất khác nhau nên khó so sánh có ý nghĩa.

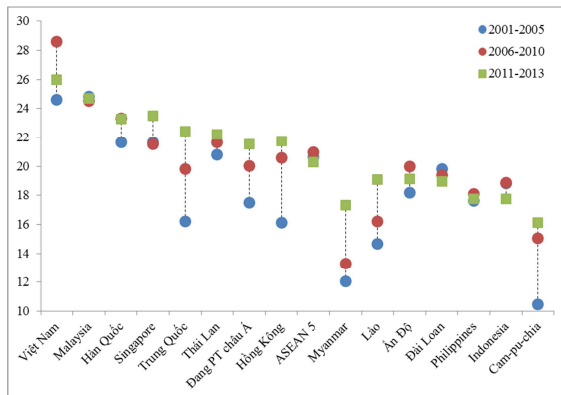
Không gian tài khóa đã thu hẹp rất nhiều bởi trong thời gian rất dài Việt Nam hầu như không có thặng dư ngân sách. Thâm hụt ngân sách cơ bản của Việt Nam thường khá cao và đó chính là lý do chính dẫn đến việc nợ công tích tụ ngày càng lớn. Thâm hụt ngân sách hiểu đơn giản là do thu không đủ bù chi. Tuy nhiên đối với Việt Nam thì không thể chỉ hiểu một cách đơn giản như vậy được. Tổng thu ngân sách chính phủ Việt Nam hàng năm tương đương khoảng 25% GDP, trừ một số nước phát triển, đặc biệt là các nước Bắc Âu, thì mức

²⁷ Số liệu quyết toán ngân sách của Bộ Tài chính. Theo dự toán ngân sách từ đầu năm 2009, mức bộ chi ngân sách là 5% GDP. Trước tình hình khó khăn, Chính phủ đề xuất bội chi ngân sách là 8% GDP. Quốc hội ra Nghị quyết 32/2009/QH12 ngày 19/6/2009 cho phép mức bội chi không quá 7% GDP. Cuối cùng mức bội chi quyết toán là 6,9%.

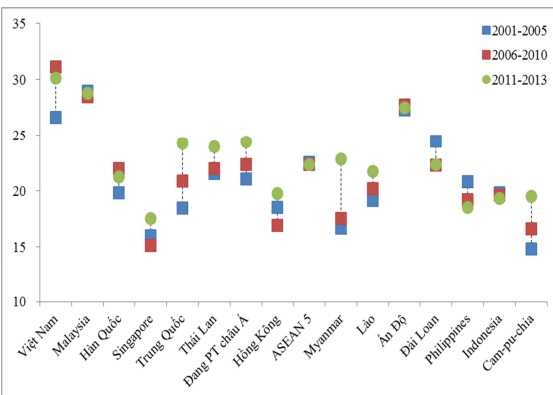
²⁸ Xem Bài thảo luận chính sách *Cải cách cơ cấu vì mục tiêu tăng trưởng, công bằng và chủ quyền quốc gia*. Chương trình Lãnh đạo cao cấp Việt Nam (VELP), Harvard Kennedy School, 2/2012.

thu này là rất cao so với các nước đang phát triển cũng như nhiều nước trong khu vực. Do vậy, khả năng tăng thêm nguồn thu là rất khó khả thi, mặc dù Việt Nam hoàn toàn có thể thay đổi cấu trúc nguồn thu bằng các chính sách cải cách thuế khóa.²⁹ Trong khi đó, tổng chi ngân sách hàng năm của chính phủ Việt Nam cũng rất cao so với nhiều nước trong khu vực và các nước đang phát triển ở châu Á, làm cho khả năng tiếp tục tăng chi sẽ trở nên rất khó khăn. Trên cơ sở so sánh như vậy để thấy rằng biện pháp giảm thâm hụt ngân sách không phải cứ mãi theo mô thức chung là tăng thu và/hoặc giảm chi mà đối với Việt Nam cần nhấn mạnh là phải giảm chi mà không nhất thiết phải tăng thu nữa.³⁰ Đối với Việt Nam, giảm chi là một bài toán khó giải hơn là bài toán tăng thu nên trong bao nhiêu năm qua Chính phủ thường tìm cách tăng thu hơn là giảm chi. Có nhiều bằng chứng cho thấy điều này mà một ví dụ điển hình là thu ngân sách hàng năm luôn vượt dự toán trong khi chi ngân sách cũng vượt dự toán. Căn bệnh thành tích “vượt dự toán” không chỉ có ở cấp trung ương mà ở các địa phương cũng trầm trọng không kém. Bản thân Bộ Tài chính cũng như chính quyền các địa phương luôn xem nhiệm vụ thu thuế vượt chỉ tiêu được giao là nhiệm vụ ưu tiên hàng đầu, trong khi không thấy địa phương nào báo cáo đã cắt giảm được tổng chi của địa phương mình, mặc dù ở đâu đó cũng có tuyên bố phần đầu tiết giảm chi tiêu. Bộ Tài chính thậm chí còn có chính sách thưởng cho các địa phương có thành tích vượt thu, trong khi không thấy thưởng cho thành tích giảm chi.³¹ Nhiều lãnh đạo địa phương xem nhiệm vụ thu ngân sách như một nhiệm vụ chính trị thay vì là nhiệm vụ kinh tế.³²

Hình 14. Tổng thu chính phủ của Việt Nam và các nước (% GDP)



Hình 15. Tổng chi chính phủ của Việt Nam và các nước (% GDP)



Nguồn: Cơ sở dữ liệu thống kê tài chính quốc tế của IMF

²⁹ Chẳng hạn như thuế thu nhập cá nhân, thuế bất động sản (Việt Nam hiện chỉ mới đánh thuế lên đất phi nông nghiệp, không bao gồm nhà ở và các công trình xây dựng trên đất, và do vậy cơ sở thuế - tax base - bị thu hẹp đi rất nhiều so với cơ sở thuế bất động sản.)

³⁰ Lưu ý, nói không tăng thu là nói không tăng so với GDP, nhưng số thu tuyệt đối vẫn phải tăng và các cải cách cơ cấu nguồn thu thuế vẫn phải được tiến hành.

³¹ Xem bài “Bộ Tài chính: Hai tỉnh vượt thu xin thưởng trăm tỷ đúng luật” trên Báo Đất Việt, truy cập tại

<http://baodatviet.vn/ chinh-tri-xa-hoi/tin-tuc-thoi-su/bo-tai-chinh-hai-tinh-vuot-thu-xin-thuong-tram-ty-dung-luat-3002696/>

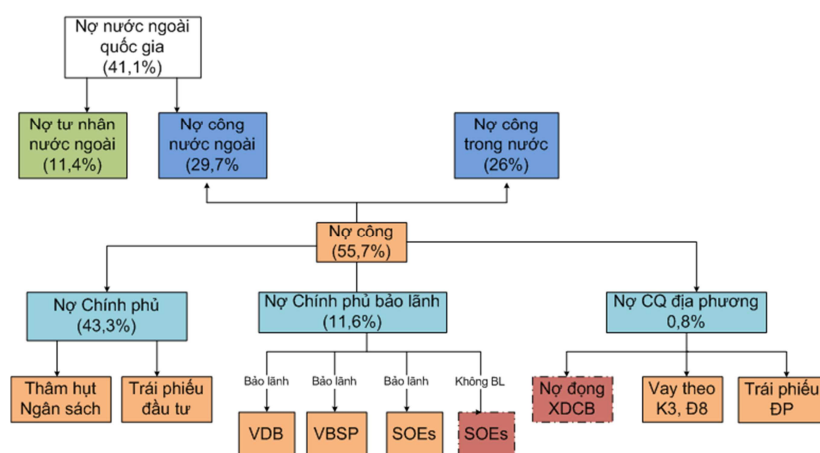
³² Trong bài “Thu ngân sách 2013 đã vượt dự toán phút chót” đăng trên Báo Người Lao Động ngày 31/12/2013, có nêu trường hợp lãnh đạo của một địa phương tại hội nghị ngành tài chính, theo đó lãnh đạo này cho biết: “Đúng báo cáo mà chân vẫn run vì đến ngày 30/12, đã đạt mức thu 162.035 tỉ đồng, không ngờ đến phút cuối lại có thể vượt thu ngân sách 0,73% so với kế hoạch”. Truy cập tại <http://gafin.vn/20131231093331521p0c33/thu-ngan-sach-2013-da-vuot-du-toan-phut-chot.htm>

Những phân tích này cho thấy rằng nhiệm vụ cắt giảm chi để tiến đến thăng bằng ngân sách chỉ để nhằm không làm gia tăng thêm nợ mới cũng đã không khả thi, chưa nói đến khả năng có thặng dư để trả nợ. Chính điều này cho thấy bức tranh nợ công của Việt Nam sẽ vẫn còn rất ảm đạm, ít nhất là trong trung hạn. Nghiên cứu của Đỗ Thiên Anh Tuấn (2013) cho thấy rằng, dù trong bất kỳ kịch bản nào thì xu hướng nợ công của Việt Nam cũng sẽ gia tăng trong tương lai, mặc dù trong một số kịch bản lạc quan thì Việt Nam có thể cải thiện được tỷ lệ nợ công nhưng đó là câu chuyện trung hạn.³³ Phần tiếp theo của bài viết sẽ phân tích một vài đặc điểm cơ bản của nợ công Việt Nam.

IX.1. Quy mô và tốc độ tăng nợ công

Quy mô nợ công có lẽ sẽ là con số đầu tiên gây tranh cãi. Việt Nam định nghĩa nợ công gồm ba thành phần là nợ chính phủ, nợ do chính phủ bảo lãnh, và nợ của chính quyền địa phương. Ngay cả khi sử dụng chung một định nghĩa như vậy thì trên thực tế các con số công bố về nợ công của Việt Nam cũng thường không thống nhất, ngay cả với cơ quan chịu trách nhiệm quản lý nợ công ở Việt Nam là Bộ Tài chính. Bản tin nợ công mới nhất của Việt Nam được công bố cho đến hiện nay (6/2014) là bản tin nợ công số 2, trong đó số liệu nợ công chỉ được cập nhật đến năm 2012. Theo bản tin này, quy mô nợ công của Việt Nam đến cuối năm 2012 là khoảng 1,28 triệu tỉ VND (tương đương 61,03 tỉ USD), trong đó nợ trong nước chiếm tỷ trọng 43,14% và nợ nước ngoài là 56,86%.

Hình 16. Cấu trúc hình thành nợ công của Việt Nam



Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ Bản tin nợ công của Bộ Tài chính.

So với quy mô nền kinh tế (GDP), cũng theo bản tin nợ công số 2, nợ công thống kê đến cuối năm 2012 là 55,7% GDP, trong khi đó con số mà Bộ trưởng Tài chính trả lời trước Quốc hội là 50,8%.³⁴ Các con số này cũng đều khác so với các thống kê về nợ công của các tổ chức như IMF, WB, EIU (50,3%), CIA Factbook (48,1%). Mặc dù sự chênh lệch có thể là do một vài sự điều chỉnh nhỏ trong các cách thống kê phân loại nợ nhưng cái mà các chuyên gia tranh luận nhiều trong thời gian qua chính là liệu Chính phủ Việt Nam đã tính đúng tính

³³ Đỗ Thiên Anh Tuấn (2013), Tương lai nợ công của Việt Nam: xu hướng và thử thách. WP201304, FETP.

³⁴ Xem tại

http://www.mof.gov.vn/portal/page/portal/mof_vn/tsk/3312584?pers_id=2177092&item_id=130714970&p_details=1

đủ hết được các khoản nợ công hay chưa, đặc biệt là các khoản nợ tiềm ẩn, nợ của các tập đoàn kinh tế, các doanh nghiệp nhà nước hoạt động yếu kém, mà cuối cùng sẽ đặt gánh nặng trả nợ lên vai ngân sách Chính phủ.

Như vậy, một cách thận trọng, nếu tính cả nợ của SOEs thì quy mô nợ công của Việt Nam đã xấp xỉ 100% GDP,³⁵ vượt xa mục tiêu 65% GDP mà Chính phủ đề ra trong Chiến lược quản lý nợ công đến năm 2020, tầm nhìn đến năm 2030.³⁶ Việc tính cả nợ của SOEs vào nợ công trong bối cảnh Việt Nam có một vài cơ sở: *Thứ nhất*, khác với nhiều nước, quy mô khu vực công nói chung, SOEs nói riêng ở Việt Nam là vô cùng lớn so với quy mô nền kinh tế và so với các thành phần còn lại trong nền kinh tế, do đó không thể vẫn áp dụng cùng một định nghĩa như ở các nước khi mà ở đó khu vực công không quá lớn và không quá quan trọng như ở Việt Nam. *Thứ hai*, quy mô vay nợ của các SOEs rất lớn, chiếm tỷ trọng trên dưới 50% tổng tín dụng của nền kinh tế³⁷ nên rủi ro nợ của khu vực này có tác động rất lớn đến rủi ro nợ của nền kinh tế, và do vậy chính phủ sẽ có nhiều động cơ để giải cứu. *Thứ ba*, đối với SOEs 100% vốn nhà nước, cũng giống như một doanh nghiệp tư nhân chịu trách nhiệm vô hạn, chính phủ vẫn phải có nghĩa vụ nợ cuối cùng đối với các doanh nghiệp này. *Thứ tư*, ngay cả khi chính phủ cho rằng SOEs tự vay tự trả (như đối với công ty TNHH Nhà nước Một thành viên hoặc hai thành viên trở lên) thì thực tế vẫn cho thấy khi chi phí vỡ nợ quá tốn kém đối với nền kinh tế thì chính phủ vẫn sẽ phải giải cứu trực tiếp hoặc tái cơ cấu lại nợ thông qua vai trò của Công ty Quản lý nợ và Tài sản tồn đọng của Bộ Tài chính (DATC), như thực tế mà chính phủ đã làm đối với nợ của Vinashin và Vinalines thời gian qua. *Thứ năm*, đối với các doanh nghiệp mà chính phủ đã cổ phần hóa và vẫn còn nắm giữ cổ phần (dù chi phối hoặc không), thì về nguyên tắc chính phủ sẽ chịu trách nhiệm hữu hạn trên phần vốn góp như các cổ đông góp vốn khác trong doanh nghiệp đó. Do các doanh nghiệp này thường vay nợ vượt quá vốn chủ sở hữu, nên về nguyên tắc các nghĩa vụ nợ tiềm ẩn mà chính phủ sẽ chịu phải tối thiểu bằng với số vốn cổ phần của Nhà nước trong doanh nghiệp đó. *Thứ sáu*, việc bao gồm nợ của SOEs cũng phù hợp với quan điểm chặt về nợ công của IMF (2014b).³⁸

Tuy nhiên, việc đưa hết nợ của SOEs vào nợ công cũng có thể gây tranh cãi bởi vì: *Thứ nhất*, chính phủ thường có quan điểm doanh nghiệp tự vay tự trả, và chính phủ không can thiệp và khả năng trả nợ của doanh nghiệp trừ khi chính phủ có bảo lãnh. Mặc dù trên thực tế ngay cả khi chính phủ không cam kết bảo lãnh thì chính phủ vẫn có thể giải cứu thông qua vai trò tái cơ cấu nợ của DATC. Tuy nhiên, thông điệp không trả nợ thay này đã làm giảm độ tin cậy của khả năng mà chính phủ sẽ gánh chịu nghĩa vụ nợ trực tiếp cho SOEs. *Thứ hai*, chúng ta không biết được lúc nào chi phí đổ vỡ sẽ quá lớn để khiến cho chính phủ phải giải cứu SOEs, biến nghĩa vụ nợ của doanh nghiệp thành của chính phủ. Trường hợp nợ của Vinashin hay Vinalines có thể dự đoán nhưng nhiều trường hợp khác thì rất khó. *Thứ ba*, theo nguyên tắc bảng cân đối tài sản, các nghĩa vụ nợ ở phần nguồn vốn (Liabilities) đều được cân

³⁵ Sau khi điều chỉnh phần nợ SOEs được chính phủ bảo lãnh đã tính trong nợ công và tính thêm cả nợ đọng xây dựng cơ bản. Xem Phạm Thế Anh (2013), *Nợ công của Việt Nam: Nguồn hình thành và rủi ro vĩ mô*.

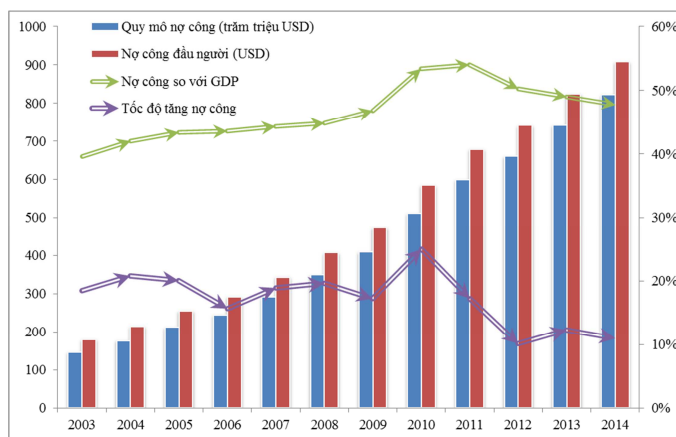
³⁶ Nghị quyết số 10/2011/QH13 của Quốc hội ngày 08/11/2011 về Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm 2011-2015 thậm chí đặt chỉ tiêu nợ công đến năm 2015 không quá 65% GDP thay vì 65 % trong Chiến lược nợ công đến năm 2020.

³⁷ Báo cáo của Chính phủ cho thấy tính đến cuối 2012, tổng số nợ của các doanh nghiệp nhà nước đã lên đến hơn 1,68 triệu tỷ đồng. Riêng nợ của 105 tập đoàn, tổng công ty đã là 1,35 nghìn tỷ đồng, chiếm khoảng 80% tổng dư nợ của khối doanh nghiệp nhà nước. Nhiều doanh nghiệp có hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu lên đến 53 lần như Tổng công ty Lắp máy Việt Nam Lílama, Công ty XD Bạch Đằng (21 lần)...

³⁸ Xem IMF (2014b), *Fiscal Monitoring*, tr.89-90.

đối bằng danh mục tài sản ở phần tài sản (Assets) nên về mặt nào đó các khoản nợ này đều được đảm bảo bằng tài sản. Chính vì vậy, trong trường hợp này khái niệm nợ gộp (gross debts) cần được phân biệt với khái niệm nợ ròng (net debts), tức là nợ đã trừ đi các tài sản tài chính liên quan đến các công cụ nợ.³⁹ Việc điều chỉnh này đòi hỏi phải đánh giá lại giá trị danh mục tài sản của các SOEs theo nguyên tắc giá trị thị trường, và đây là điều rất khó khả thi khi quy mô các danh mục tài sản này là quá lớn, các ghi chép sổ sách kế toán không rõ ràng và đang bị phân tán ở nhiều bộ ngành, địa phương khác nhau. Ngay cả việc đánh giá giá trị tài sản của một SOE làm cơ sở cho cổ phần hóa đã khó khăn thì yêu cầu này có thể không khả thi. Thứ tư, không phải SOEs nào cũng hoạt động kém hiệu quả để luôn phải tạo gánh nặng nợ nần cho ngân sách. Thực tế cho thấy vẫn còn nhiều SOEs hoạt động có hiệu quả và có những đóng góp tích cực cho nền kinh tế và đóng góp ngân sách hàng năm.

Hình 17. Quy mô và tốc độ tăng nợ công của Việt Nam



Nguồn: EIU

Như vậy, quy mô nợ công hiện nay ở Việt Nam bao nhiêu vẫn còn là con số đang được tranh luận. Tuy nhiên, việc tập trung quá nhiều vào con số nợ công trong khi bỏ qua các rủi ro của nó mà phần nhiều không phải đến từ con số quy mô nợ công sẽ khiến cho trọng tâm chính sách quản lý nợ công bị lệch hướng. Như đã thảo luận, nhiều nước có quy mô nợ công rất cao (so với GDP) nhưng vẫn chưa rơi vào khủng hoảng như trường hợp của Nhật Bản (2013: 230%), Singapore (2013: 100%); trong khi nhiều nước khác trong khu vực Eurozone có quy mô nợ công đến trước khủng hoảng chưa phải quá lớn nhưng vẫn rơi vào khủng hoảng như Tây Ban Nha (2009: 46,8%), Ai Len (2009: 54,4%), trong khi so với Pháp (2009: 73,5%), Đức (2009: 70,5%), Anh (62,1%) có mức nợ công cao hơn nhưng vẫn chưa bị khủng hoảng hoặc tác động lây lan của khủng hoảng. Tất nhiên đối với Hy Lạp thì nợ công cao (2009: 120,9%) rõ ràng là trực tiếp chính dẫn đến khủng hoảng, hay ngay cả nước Ý (2009: 110,6%) cũng bị phơi nhiễm nặng do tác động lây lan từ Hy Lạp cũng như các nước khác trong khu vực Eurozone.

Ngoài quy mô nợ công tăng cao gây quan ngại cho nhiều người thì tốc độ tăng nợ công rất nhanh trong những năm gần đây cũng gây lo ngại không kém. Tính bình quân trong

³⁹ Xem IMF (2014b), *Fiscal Monitoring*, tr.90.

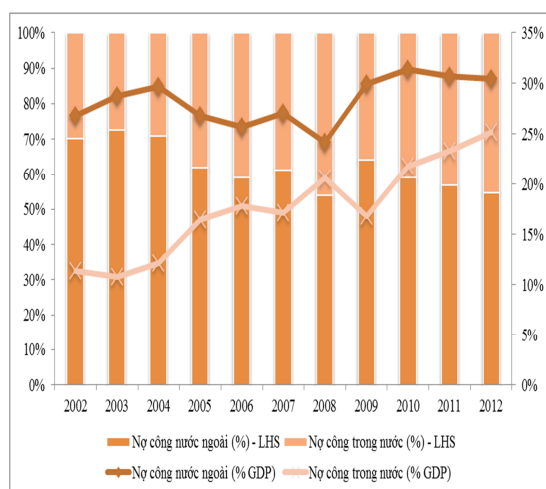
hơn 10 năm qua, nợ công của Việt Nam đã liên tục tăng tốc mạnh, đạt mức tăng bình quân xấp xỉ 20% một năm, cao hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng kinh tế cùng thời kỳ. Hệ quả tất yếu của tình trạng này là nợ công so với GDP và so với quy mô dân số cũng sẽ liên tục tăng lên.

IX.2. Cấu trúc nợ công và rủi ro

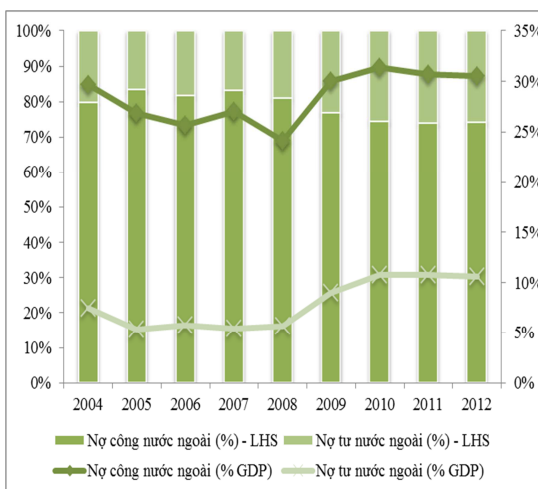
Nợ trong nước so với nợ nước ngoài

Trong cơ cấu nợ công của Việt Nam, tính bình quân giai đoạn 2002 – 2012, nợ công nước ngoài chiếm 62%, nợ công trong nước chiếm 38%. Tỷ trọng dư nợ công nước ngoài đã giảm mạnh từ mức trên 70% năm 2002 xuống còn xấp xỉ 55% năm 2012, trong khi tỷ trọng nợ công trong nước tăng tương ứng từ 30% năm 2002 lên 45% năm 2012. Như vậy, mặc dù có xu hướng giảm nhưng nhìn chung nợ công của Việt Nam chủ yếu vẫn là nợ nước ngoài. Điều này một phần là do đặc điểm lịch sử kinh tế Việt Nam. Cụ thể là, cho đến cuối thập niên 1980, Việt Nam vẫn dựa vào nguồn viện trợ từ bên ngoài để phát triển kinh tế, đặc biệt là viện trợ của các nước thuộc khối Xã hội chủ nghĩa, thông qua Hội đồng Tương trợ Kinh tế (COMECON). Trong khi đó, các hoạt động đầu tư công trong nước và nguồn bù đắp thâm hụt ngân sách vẫn chủ yếu được tài trợ bằng kênh phát hành tiền của NHNN. Cho đến năm 1992, Chính phủ mới chấm dứt việc trực tiếp phát hành tiền để bù đắp bội chi ngân sách,⁴⁰ song các hoạt động tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách vẫn tiếp diễn thông qua một số cách thức khác, chẳng hạn như NHNN mua trái phiếu chính phủ trong vai trò là nhà bảo lãnh phát hành và tài trợ thay vì trong vai trò của một ngân hàng trung ương điều hành nghiệp vụ thị trường mở OMO.

Hình 18. Quy mô và cơ cấu nợ công nước ngoài và nợ công trong nước



Hình 19. Quy mô và cơ cấu nợ công nước ngoài và nợ tư nước ngoài



Nguồn: Tổng hợp từ Bản tin nợ công số 1, số 7; Bản tin nợ nước ngoài số 2 của Bộ Tài chính.

⁴⁰ Xem *Tài chính Việt Nam 10 năm đổi mới*. Truy cập tại Cổng thông tin Bộ Tài chính: http://www.mof.gov.vn/portal/page/portal/mof_vn/1370588/1821545/1827366

Cho đến nay, quy mô thị trường trái phiếu chính phủ nội địa vẫn còn rất thấp, chỉ chiếm khoảng 15% GDP (gồm cả trái phiếu chính phủ, trái phiếu được chính phủ bảo lãnh, và trái phiếu chính quyền địa phương), thấp hơn rất nhiều so với các nước trong khu vực như Malaysia (64%), Thái Lan (60%), Singapore (50%), Hàn Quốc (48%). Quy mô thị trường trái phiếu chính phủ quá nhỏ cũng gây trở ngại cho khả năng điều hành chính sách tiền tệ của NHNN thông qua nghiệp vụ thị trường mở.⁴¹ Ngoài ra, cho đến nay các điều khoản về nghĩa vụ tạm ứng ngân sách của NHNN được quy định trong Luật NHNN 2010 (Điều 26) và cả trong Luật Ngân sách Nhà nước 2002 (Điều 23) vẫn còn duy trì, cũng góp phần làm cho tính kỷ luật tài khóa trở nên lỏng lẻo. Hơn nữa, chính điều khoản này cũng đã làm cho chính sách tiền tệ trở nên bị động và lệ thuộc vào chính sách tài khóa, khiến cho tính hiệu lực và hiệu quả của chính sách tiền tệ cũng bị suy giảm.

Đối với các khoản nợ nước ngoài, phần lớn đều là các khoản nợ chính thức vay từ các chủ nợ đa phương và song phương, chiếm tỷ trọng hơn 91%, trong khi các khoản vay thương mại từ các chủ nợ tư nhân chỉ chiếm chưa tới 9%. Theo Bộ Tài chính, các khoản nợ chính thức phần lớn là các khoản vay ODA ưu đãi có thời hạn trả nợ còn lại khoảng 14-15 năm. Ngoài ra, do các khoản nợ chính thức thường có lãi suất thấp từ 1-3% và chủ yếu có lãi suất cố định nên tạm thời gánh nặng và rủi ro lãi suất nợ nước ngoài của Việt Nam không lớn. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng, đối với nợ nước ngoài thì chi phí và rủi ro không chỉ là lãi suất mà còn là tỷ giá. Các chi phí và rủi ro này sẽ được phân tích trong phần sau của bài viết. Hơn nữa, theo cảnh báo, từ năm 2010 khi Việt Nam bắt đầu chuyển sang nhóm nước có thu nhập trung bình thì các điều khoản vay ưu đãi đối với Việt Nam từ các tổ chức quốc tế đa phương cũng như từ các chính phủ song phương sẽ bị thắt chặt lại. Khi đó, chi phí vay vốn của Việt Nam sẽ tăng lên ngay cả với các khoản vay ưu đãi, và Việt Nam sẽ phải tiếp cận dần với các khoản vay thương mại trên thị trường vốn quốc tế. Đối với vay thương mại, năm 2005, Chính phủ Việt Nam đã lần đầu tiên phát hành trái phiếu ra thị trường trái phiếu quốc tế và đã huy động được 750 triệu USD, kỳ hạn 10 năm với lãi suất 7,125%/năm. Hầu hết khoản vay này sau đó được chuyển cho Vinashin sử dụng nhưng với kết quả tài chính yếu kém đã tạo ra một núi nợ công khổng lồ dành cho Chính phủ Việt Nam. Đầu năm 2010, Chính phủ cũng đã phát hành 1 tỉ đô la Mỹ trái phiếu ra thị trường vốn quốc tế cũng với kỳ hạn 10 năm, lãi suất 6,95%. Số tiền thu được một phần dùng để hoàn trả vốn ngân sách nhưng phần lớn vẫn được giao cho các tập đoàn, tổng công ty nhà nước sử dụng. Đến nay vẫn chưa thấy Chính phủ báo cáo về tình hình sử dụng nguồn thu từ việc phát hành trái phiếu đợt này. Hiện Chính phủ cũng đang cân nhắc phát hành thêm 1 tỉ đô la Mỹ trái phiếu quốc tế nhưng vẫn chưa ấn định thời gian cụ thể.

Xét về chủ nợ đối với nợ nước ngoài của chính phủ, theo Bản tin nợ nước ngoài số 1, tính đến cuối năm 2010, nợ đa phương của chính phủ chiếm 45%, nợ song phương chiếm 47%, còn lại 8% là chủ nợ tư nhân. Trong số các chủ nợ song phương, nợ Chính phủ Nhật Bản chiếm đến gần 35% tổng dư nợ công nước ngoài, vượt xa rất nhiều so với chủ nợ song phương lớn thứ hai là Pháp (khoảng 4%). Trong các chủ nợ đa phương, Việt Nam nợ Hiệp hội Phát triển Quốc tế (IDA – thuộc nhóm WB) đến gần 25% tổng dư nợ công nước ngoài,

⁴¹ Điều này phần nào được phản ánh qua tình huống nửa tháng 3/2008, khi đó NHNN buộc phải bán 20.300 tỉ đồng tín phiếu NHNN bắt buộc thay vì tín phiếu Kho bạc (T-bills) trong nỗ lực nhằm kiềm chế lạm phát phi mã.

đứng sau IDA là Ngân hàng Phát triển châu Á (ADB) với 15% dư nợ. Từ năm 2010 Việt Nam bắt đầu tiếp cận các vay của Ngân hàng Tái thiết và Phát triển quốc tế (IBRD – cũng thuộc nhóm WB nhưng chủ yếu dành cho các nước có thu nhập trung bình) với tổng trị giá 700 triệu đô la Mỹ, tương đương 2,5% tổng dư nợ công nước ngoài. Tuy nhiên, đối với nợ nước ngoài của doanh nghiệp được Chính phủ bảo lãnh thì bức tranh rất khác. Số liệu cũng tính đến cuối 2010, trong khi nợ song phương chiếm đến 36,4% tổng dư nợ nước ngoài của doanh nghiệp được chính phủ bảo lãnh thì nợ đa phương chỉ chiếm chưa tới 1%, song con số này vẫn chưa thấm vào đâu so sánh nợ của các chủ nợ tư nhân, chiếm gần 63%. Điều đặc biệt là trong các chủ nợ song phương chính thức, nợ chính phủ Trung Quốc chiếm tỷ trọng lên đến hơn 24%, còn Nhật Bản chỉ chiếm chưa tới 8%, Mỹ chiếm 4,4%.

Xét về cơ cấu đồng tiền định giá, tính đến cuối 2010, nợ nước ngoài của Việt Nam chủ yếu bằng các đồng tiền mạnh như yên Nhật, quyền rút vốn đặc biệt SDR, đô la Mỹ, euro. Trong đó, nợ bằng đồng yên Nhật chiếm tỷ trọng gần 39%, tiếp đó là quyền rút vốn đặc biệt SDR chiếm khoảng 27%, đô la Mỹ chiếm 22%, đồng euro đứng thứ tư nhưng chỉ chiếm 9%, trong khi đó đồng nhân dân tệ (CNY) chỉ chiếm 0,58%. Trong khi cơ cấu đồng tiền của nợ nước ngoài đa dạng, trong đó đồng USD chỉ chiếm khoảng 1/5, nhưng việc điều hành chính sách tỷ giá hiện nay của NHNN vẫn chủ yếu tập trung vào quan hệ tỷ giá song phương giữa VND với USD. Điều này hàm ý rằng, Chính phủ cũng như NHNN nên xem xét điều chỉnh cách thức điều hành chính sách tỷ giá trên cơ sở chế độ tỷ giá đa phương, dựa vào cơ cấu rổ tiền tệ đa dạng, phù hợp với quan hệ thương mại theo hướng đa phương hóa mà Chính phủ đề ra.

Một điều cũng cần lưu ý rằng, nợ chính phủ bằng ngoại tệ không chỉ phát sinh từ các khoản vay nước ngoài, vay trên thị trường vốn quốc tế mà còn cả các khoản vay trong nước bằng cách phát hành trái phiếu ngoại tệ theo tinh thần của Quyết định 211/QĐ-TTg năm 2009 của Thủ tướng Chính phủ. Quyết định này có thể tạm thời giúp Chính phủ huy động được một lượng ngoại tệ ngay trên thị trường tài chính trong nước thay vì phải đi vay nước ngoài. Tuy nhiên quyết định này đã gây ra một số tranh cãi. Chẳng hạn như một trong những mục tiêu sử dụng nguồn thu trái phiếu là nhằm bù đắp thâm hụt ngân sách, thay vì đầu tư cho dự án có khả năng xuất khẩu, trong khi nguồn thu ngân sách chủ yếu là bằng đồng nội tệ sẽ có thể gây rủi ro sai lệch đồng tiền định giá tài sản nợ và tài sản vốn. Hơn nữa, việc này còn gây quan ngại về nguy cơ làm trầm trọng hơn vấn đề đô la hóa nền kinh tế.

Nợ ngắn hạn so với nợ dài hạn

Bản tin nợ công của Bộ Tài chính không trình bày phân loại nợ công theo kỳ hạn nợ. Tuy nhiên, theo báo cáo của Bộ trưởng Tài chính trước Kỳ họp thứ 7 của Quốc hội khóa XIII (6/2014) thì các khoản nợ bằng trái phiếu trong nước của Chính phủ cũng như các khoản vay khác thường có kỳ hạn ngắn chỉ từ 2 đến 5 năm, trong đó bình quân 30% nợ có kỳ hạn chỉ từ 1-3 năm. Điều này đặt ra nhiều thách thức cho Chính phủ trong việc cân đối ngân sách để trả nợ trong những năm sắp tới. Trong những năm gần đây cũng như năm 2014 này, chính phủ đã phải đi vay để đảo nợ mà theo giải thích từ lãnh đạo Bộ Tài chính là do kỳ hạn trái phiếu phát hành quá ngắn nên tiền vay chưa dùng đã phải trả nợ. Thực trạng này cho thấy có sự không ổn trong quản trị nợ công, đặc biệt là quản trị dòng tiền. Theo nguyên tắc, khi ngân

sách tạm thời thiếu hụt thì Kho bạc có thể phát hành tín phiếu (T-bills) để bù đắp cho sự thiếu hụt đó, nhưng khoản nợ sẽ phải được cân đối từ các nguồn thu ngân sách để hoàn trả trong năm tài khóa. Đối với các trái phiếu phát hành để bổ sung nguồn vốn cho đầu tư phát triển thì kỳ hạn trái phiếu phải gắn với kỳ hạn của từng dự án cụ thể, trên cơ sở cân đối ngân lưu dự án với ngân lưu thanh toán lãi và hoàn gốc trái phiếu. Việc trái phiếu phát hành về nhưng chưa sử dụng hoặc dự án chưa vận hành đã phải trả nợ sẽ tạo ra nhiều rủi ro rất lớn cho Chính phủ. Chẳng hạn, rủi ro khi tiền thu từ phát hành trái phiếu sẽ bị lạm dụng để sử dụng cho mục đích khác, đến khi dự án cần tiền thì không có. Ngoài ra, điều này có thể khiến cho chủ đầu tư dự án có cơ hội để giải thích cho sự chậm trễ. Sự chậm trễ cũng là nguyên nhân làm cho dự án không tạo ra dòng tiền kịp để hoàn trả nợ theo kế hoạch trả nợ như đã định trước. Hơn nữa, ngay cả khi tiền vay không bị lạm dụng nhưng việc chậm trễ đưa tiền vay vào sử dụng cũng khiến cho Chính phủ chịu gánh nặng chi phí lãi không đáng có.

Nợ chính phủ, nợ chính phủ bảo lãnh, và nợ chính quyền địa phương

Theo báo cáo của Bộ Tài chính, tính đến cuối năm 2012, số dư nợ công là 1,64 triệu tỉ đồng, trong đó nợ chính phủ khoảng 1,28 triệu tỉ đồng (chiếm 77,7%), nợ chính phủ bảo lãnh khoảng 0,34 triệu tỉ đồng (chiếm 20,8%), và nợ chính quyền địa phương gần 23,7 nghìn tỉ đồng (chiếm khoảng 1,44%). Mặc dù nợ chính phủ bảo lãnh hiện chỉ chiếm 1/5 tổng dư nợ, song theo lãnh đạo Bộ Tài chính gánh nặng bảo lãnh nợ vay của Chính phủ đã tăng 50%/năm trong vòng 4 năm trở lại đây.⁴² Các thông tin gần đây cũng cho thấy việc trả nợ thay của Chính phủ cũng đang có xu hướng gia tăng. Theo báo cáo của Chính phủ về nợ công vào tháng 5/2013, trong năm 2013, Chính phủ thông qua Quỹ tích lũy trả nợ đã phải ứng ra số tiền 993 tỉ đồng trả nợ thay cho 6 dự án đến hạn không trả được. Tính chung đến hết năm 2013, tổng số dư nợ mà Quỹ tích lũy trả nợ đã phải trả thay lên đến 4.754 tỉ đồng. Đối với các khoản bảo lãnh trong nước, tổng số dư cam kết bảo lãnh của Chính phủ lên đến 368 nghìn tỉ đồng, trong đó dư nợ thực tế phát sinh đến cuối 2013 là 207 nghìn tỉ đồng, tương đương 5,8% GDP. Đối với các khoản bảo lãnh nước ngoài, tổng giá trị cam kết bảo lãnh đến hết năm 2013 lên đến 16,1 tỉ đô la Mỹ (tương đương 338,7 nghìn tỉ đồng), trong đó tổng dư nợ bảo lãnh phát sinh là 187 nghìn tỉ đồng, tương đương 5,24% GDP. Tính chung, các khoản nợ bảo lãnh phát sinh đã lên đến trên 394 nghìn tỉ đồng, tương đương hơn 11% GDP.⁴³ Chính các khoản nợ bảo lãnh ngày càng tăng này đang tạo ra nghĩa vụ nợ tiềm ẩn rất lớn cho Chính phủ, và chúng sẽ là một mối nguy lớn cho tính bền vững nợ công của Chính phủ trong tương lai gần.

Trong khi đó, nợ của chính quyền địa phương chủ yếu phát sinh do chính quyền địa phương đi vay để bổ sung vốn đầu tư xây dựng công trình kết cấu hạ tầng theo quy định tại Khoản 3, Điều 8 của Luật NSNN năm 2002. Một số địa phương như TP.HCM, Hà Nội, Đồng Nai, Đà Nẵng đã và/hoặc đang phát hành trái phiếu chính quyền địa phương theo quy định tại Nghị định 141/2003/NĐ-CP của Chính phủ. Trong xu hướng đẩy mạnh tính tự chủ và phân cấp tài khóa, việc phát hành trái phiếu của chính quyền địa phương có thể sẽ tiếp tục được mở rộng thêm ở nhiều địa phương khác.⁴⁴ Điều này sẽ đặt ra nhiều thách thức mới cho Chính phủ

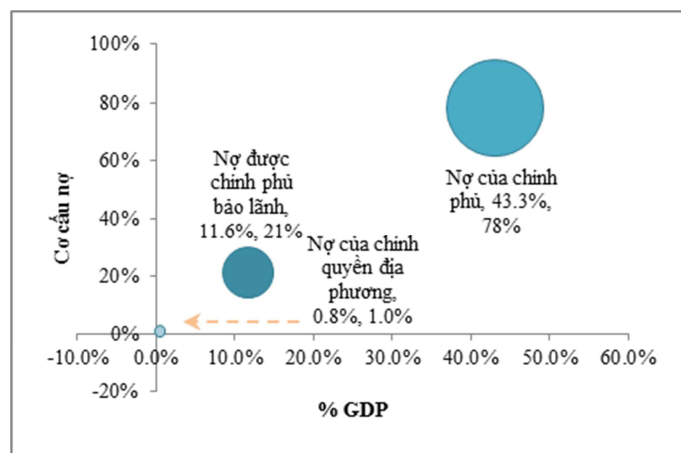
⁴² Xem tại <http://www.thesaigontimes.vn/116657/Quoc-hoi-yeu-cau-han-che-vay-moi-de-dao-no-cu.html>

⁴³ Xem thêm các dự án mà Chính phủ đã phải trả nợ thay tại <http://www.thesaigontimes.vn/115760/Chinh-phu-da-tra-no-thay-doanh-nghiep-4754-ti-dong.html>

⁴⁴ Bình Dương, Bắc Ninh và một số địa phương phía Bắc cũng đang lên kế hoạch xin phép phát hành trái phiếu địa phương.

trong việc vừa đẩy mạnh phân cấp ngân sách vừa đảm bảo nâng cao năng quản lý nợ của chính quyền địa phương, tránh lặp lại “vết xe đổ” trong phân cấp và quản lý nợ của chính quyền địa phương ở Trung Quốc những năm gần đây.

Hình 20. Quy mô và cơ cấu nợ công của Việt Nam 2012



Nguồn: Bản tin nợ công số 2

Nợ của chính quyền địa phương mặc dù chiếm tỷ trọng nhỏ nhưng các khoản nợ này được cho là vẫn chưa tính đúng và tính đủ. Trong những năm qua, tình trạng nợ đọng xây dựng cơ bản nổi lên như một mối nguy mới cho việc quản lý ngân sách và nợ công. Con số nợ đọng xây dựng cơ bản cũng thiếu thống nhất. Đầu năm 2012, các con số ước tính của Bộ Kế hoạch và Đầu tư là từ 85.000 đến 90.000 tỉ đồng, tuy nhiên trong báo cáo của Chính phủ trình Quốc hội cho thấy số nợ đọng tính đến cuối 2012 đã giảm xuống còn khoảng 46,7 nghìn tỉ đồng, tương đương 1,58% GDP.⁴⁵ Trong cơ cấu nợ đọng xây dựng cơ bản, nợ đọng của chính quyền địa phương chiếm đến 93,8%. Trong một dự thảo báo cáo của Thanh tra Chính phủ đầu năm 2014 cho thấy, đối với đầu tư từ NSNN, nợ đọng XDCCB tính đến cuối 2012 chiếm 19,9% kế hoạch năm 2013; nợ đọng XDCCB nguồn vốn trái phiếu Chính phủ chiếm 19,8% kế hoạch vốn trái phiếu Chính phủ năm 2013. Đến cuối 2012, có 15 bộ và địa phương có nợ đọng xây dựng cơ bản nguồn vốn NSNN và trái phiếu Chính phủ cao trên 1.000 tỉ đồng. Rõ ràng, các khoản nợ đọng xây dựng cơ bản này không thể không tính vào nợ công bởi vì cuối cùng chính quyền địa phương hay Chính phủ vẫn phải có nghĩa vụ thanh toán các khoản nợ đó.

Về cơ cấu lãi suất nợ

Bình quân 5 năm giai đoạn 2006-2010, nợ nước ngoài có lãi suất cố định chiếm tỷ trọng đến trên 95%, nợ có lãi suất thả nổi chỉ chiếm chưa tới 5%. Tuy nhiên, điều cần lưu ý là tỷ trọng nợ có lãi suất cố định đã giảm từ mức trên 98% năm 2006 xuống còn 93% vào năm 2010. Nợ có lãi suất thả nổi mặc dù vẫn còn chiếm tỷ trọng nhỏ nhưng với xu hướng ngày càng tăng cũng đặt ra một cảnh báo về rủi ro lãi suất của các khoản nợ nước ngoài trong tương lai. Một lưu ý nữa đối với các khoản nợ có lãi suất cố định là tỷ trọng nợ có lãi suất

⁴⁵ Báo cáo số 480/BC-CP của Chính phủ ngày 18/11/2013.

thấp dưới 1% chỉ chiếm khoảng 1,5%; trong khi nợ có lãi suất trên 3% chiếm đến 15%, đặc biệt các khoản nợ có lãi suất cao từ 6-10% chiếm hơn 6%. Chiếm tỷ trọng lớn nhất vẫn là nợ có lãi suất cố định ở mức từ 1 đến 3%, chiếm gần 84%. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng đây chỉ là lãi suất danh nghĩa, trong khi việc đánh giá chi phí nợ nói chung cần phải dựa vào lãi suất hiệu dụng (effective rate) thay vì lãi suất danh nghĩa (nominal interest rate).

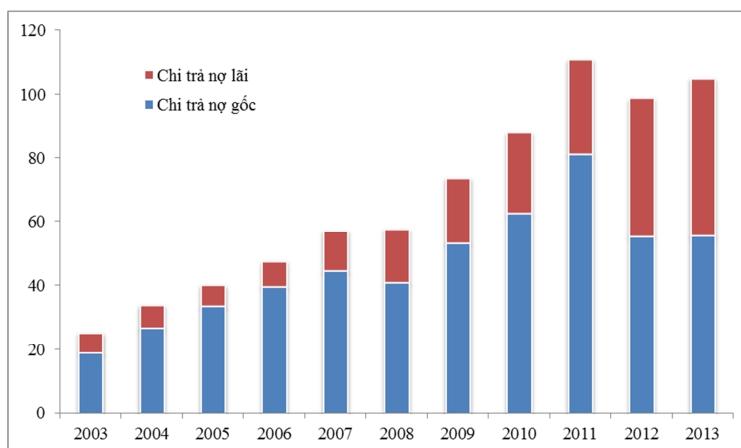
Bảng 5. Lãi suất vay nợ hiệu dụng

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Trung bình
Nợ công nước ngoài												
Nợ CP	2,03%	1,80%	2,16%	1,68%	2,05%	1,98%	1,68%	1,53%	1,62%	1,63%	1,61%	1,80%
Nợ CP BL	6,80%	4,89%	4,12%	4,97%	4,44%	4,34%	4,94%	4,54%	4,59%	3,92%	3,61%	4,65%
Nợ công trong nước												
Nợ CP	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	4,83%	4,45%	9,16%	6,14%
Nợ CP BL	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	6,43%	8,83%	10,16%	8,47%

Nguồn: Tính từ Bản tin nợ nước ngoài số 1 và số 7, và Bản tin nợ công số 2.

Tính toán ở Bảng 5 cho thấy lãi suất vay nợ hiệu dụng đối với các khoản nợ trong nước và nợ nước ngoài, nợ chính phủ và nợ chính phủ bảo lãnh. Theo đó, lãi suất hiệu dụng nợ trong nước cao hơn gần 2,3 lần so với lãi suất hiệu dụng nợ nước ngoài. Tương tự, lãi suất hiệu dụng đối với các khoản nợ chính phủ bảo lãnh, cả trong và ngoài nước, đều cao hơn hẳn so với nợ trực tiếp do chính phủ vay. Điều này cho thấy rằng, không chỉ là rủi ro vỡ nợ như đã phân tích mà còn là gánh nặng chi phí đặt lên vai ngân sách sẽ rất lớn khi các khoản bảo lãnh nợ của chính phủ trong cơ cấu nợ công ngày càng tăng. Bên cạnh đó, số liệu trả nợ cũng cho thấy chi trả nợ lãi đã bắt đầu tăng tốc trong những năm gần đây.

Hình 21. Cơ cấu thanh toán nợ gốc và nợ lãi của Việt Nam



Nguồn: Tổng hợp từ các bản tin nợ công của Bộ Tài chính

Nếu tính bình quân giai đoạn 2003-2013, chi trả lãi chỉ chiếm 28% tổng chi trả nợ hàng năm. Tuy nhiên, chỉ trong hai năm gần đây 2012-2013, tỷ trọng khoản chi trả lãi đã tăng

lên đến xấp xỉ 45% tổng chi trả nợ. Thực tế này đang đặt ra một thách thức quá lớn cho tính bền vững của nợ công. Khi khoản thanh toán lãi tăng lên đến một quy mô nào đó, việc đi của chính phủ chỉ đủ để trả lãi. Lúc này chính phủ đã rơi vào một tình huống mà các nhà phân tích tài chính gọi là trò chơi Ponzi.⁴⁶ Tức là chính phủ chỉ có thể đi vay mới để trả nợ cũ nhưng cũng chỉ trả được nợ lãi mà không thể trả được nợ gốc. Đến một lúc nào đó chính phủ buộc sẽ phải tuyên bố vỡ nợ và không còn đủ khả năng thanh toán các khoản nợ khổng lồ đến hạn. Rõ ràng chính phủ Việt Nam không thể không đặt rủi ro này vào trong chiến lược quản lý nợ công hiện nay.

IX.3. Mối rủi ro chính của nợ công Việt Nam

Như phần trước đã phân tích, trong bối cảnh Việt Nam thì việc tập trung sự chú ý vào các rủi ro của nợ công sẽ quan trọng hơn so với các tranh luận về con số nợ công. Hiện nợ công của Việt Nam đang tiềm ẩn nhiều rủi ro cả trong ngắn hạn lẫn dài hạn. Điều này được chứng minh qua một số phân tích như sau:

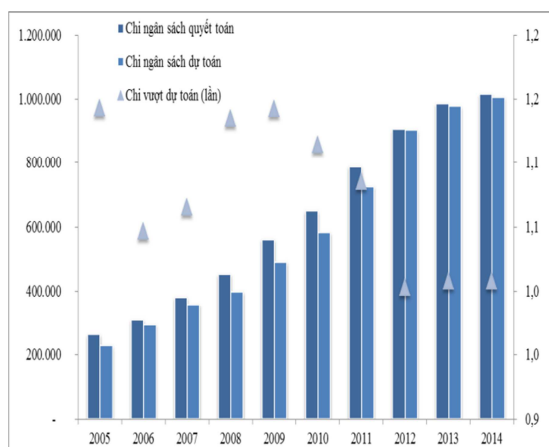
Thứ nhất, trong hơn chục năm qua và cả triển vọng trong trung và dài hạn như các kịch bản đã dự báo, chúng ta không thấy dấu hiệu lạc quan rằng quy mô nợ công sẽ được cải thiện. Qua gần 30 năm đổi mới kinh tế, không năm nào Việt Nam có thặng dư ngân sách để có thể tích lũy trả nợ. Thâm hụt ngân sách cơ bản cao và kéo dài là nguyên nhân chính dẫn đến tình trạng nợ công tích tụ ngày càng lớn. Trong Chiến lược quản lý nợ công đến năm 2020 và tầm nhìn 2030 cũng cho thấy thâm hụt ngân sách sẽ vẫn còn tiếp tục kéo dài. Việc vay nợ thì phải trả dù kỳ hạn có dài đến như thế nào. Hàng chục năm trước người dân từng nghe các quan chức ngành tài chính phát biểu rằng nợ của Việt Nam chủ yếu có kỳ hạn dài nên chưa phải lo trả nợ trong ngắn hạn. Hiện nay điệp khúc này cũng được lặp lại, song có vẻ như các quan chức chỉ nhớ đến khoản nợ mới ký hôm qua thay vì chục năm trước mà bây giờ đã là lúc Việt Nam sẽ phải trả các khoản nợ đó. Theo kế hoạch dự toán ngân sách 2014, Việt Nam sẽ phải dành ra 120.000 tỉ VND, tương đương 15,3% thu ngân sách để trả nợ vay. Khoản ngân sách dành cho trả nợ này đã xấp xỉ 73,6% tổng chi đầu tư phát triển dự toán 2014. Tuy nhiên ngay cả phải dành một phần ngân sách lớn như vậy để trả nợ thì vẫn không đủ, buộc Chính phủ phải trích thêm 70.000 tỉ VND (gần 20%) trong tổng số nợ dự tính sẽ vay thêm trong năm nay lên đến 367.000 tỉ VND. Việc đi vay để đảo nợ cho thấy rằng khả năng trả nợ của Việt Nam đang gặp trục trặc về cả tính cân đối và thanh khoản. Nếu giả sử chính phủ không vay đảo nợ trong khi cũng không thể giảm thêm phần chi thường xuyên thì như vậy sẽ phải lấy bớt từ chi cho đầu tư phát triển, và như vậy phần còn lại cho khoản chi này chỉ còn khoảng 90.000 tỉ VND. Số tiền ít ỏi như vậy khó có thể gọi là chi để cho đầu tư phát triển được.

Thứ hai, các ràng buộc ngân sách của Việt Nam quá lỏng lẻo mà giới chuyên môn thường gọi là *ràng buộc ngân sách mềm* (soft budget constraint). Ràng buộc ngân sách lỏng lẻo cũng là biểu hiện của tình trạng kỷ cương, kỷ luật tài khóa kém. Chính điều này đã làm cho các quyết định chi tiêu hay vay nợ trở nên dễ bị tùy tiện và lạm dụng. Điều này trước hết biểu hiện ở con số quyết toán chi ngân sách hàng năm luôn cao hơn nhiều so với dự toán đề

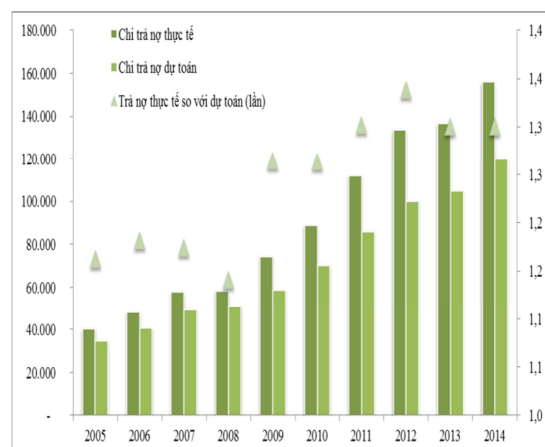
⁴⁶ Để hiểu hơn về tình huống trò chơi Ponzi trong quản lý rủi ro nợ công, xem Đỗ Thiên Anh Tuấn (2013), *Tương lai nợ công của Việt Nam: Xu hướng và Thử thách*. WP201304, FETP.

ra, và tình trạng này kéo dài trong rất nhiều năm. Thậm chí số chi trả nợ thực tế còn lớn hơn nhiều so với số dự toán, và điều này không những không có dấu hiệu cải thiện mà còn nặng nề hơn trong những năm gần đây. Điều này cũng cho thấy rằng công tác quản lý nợ đến hạn của Việt Nam đang có vấn đề. Thông thường, các khoản nợ phải trả trong kỳ tới đều phải có thể tổng hợp được trên cơ sở lịch trình trả nợ hợp nhất dự kiến của các khoản vay. Tuy nhiên, việc lập dự toán ngân sách chi trả nợ hiện nay của Việt Nam gần như là một sự mô phỏng ảo thay vì trên cơ sở số liệu nợ đến hạn trong năm thực tế căn cứ vào lịch biểu trả nợ đã được lên kế hoạch. Thực trạng này đặt ra mối nghi ngại rằng Bộ Tài chính đã không thể quản lý, kiểm soát và thống kê đầy đủ, kịp thời các khoản nợ hiện đang nằm rải rác ở nhiều bộ ngành, địa phương, SOEs... cũng như chưa có sẵn một kế hoạch hợp nhất các lịch biểu trả nợ làm cơ sở cân đối nguồn lực thanh toán cũng như lập dự toán ngân sách nhà nước hàng năm.⁴⁷ Việc quản lý nợ như vậy là hết sức rủi ro, vì nó khó có thể cân đối được nhu cầu nắm giữ tài sản thanh khoản với khả năng thanh toán nợ tức thời một khi có yêu cầu. Trong trường hợp này có vẻ như “kết tiền” dùng để trả nợ đã bị trộn lẫn và như vậy việc quản lý nợ đã vi phạm nguyên tắc minh bạch và rõ ràng. Tức là, khi có một khoản nợ đến hạn, cơ quan chịu trách nhiệm chi trả nợ chỉ việc rút từ trong kết ra một khoản tiền để trả mà không cần biết việc này có thể ảnh hưởng đến khả năng trả các khoản nợ tiếp theo như thế nào. Khó khăn thanh khoản chỉ đến khi kết tiền bắt đầu cạn trong khi vẫn còn nhiều khoản nợ đang chờ xếp hàng thanh toán. Một khi kết tiền không còn thì khả năng “mượn” tạm ở đâu đó rất dễ xảy ra, hoặc có thể sử dụng điều khoản buộc NHNN phải có nghĩa vụ “tạm ứng” cho NSNN theo yêu cầu của Thủ tướng như trong quy định của Luật Ngân sách Nhà nước 2002 (Điều 23) cũng như Luật NHNN 2010 (Điều 26).

Hình 22. Chi ngân sách quyết toán so với chi ngân sách dự toán



Hình 23. Chi trả nợ thực tế so với chi trả nợ dự toán



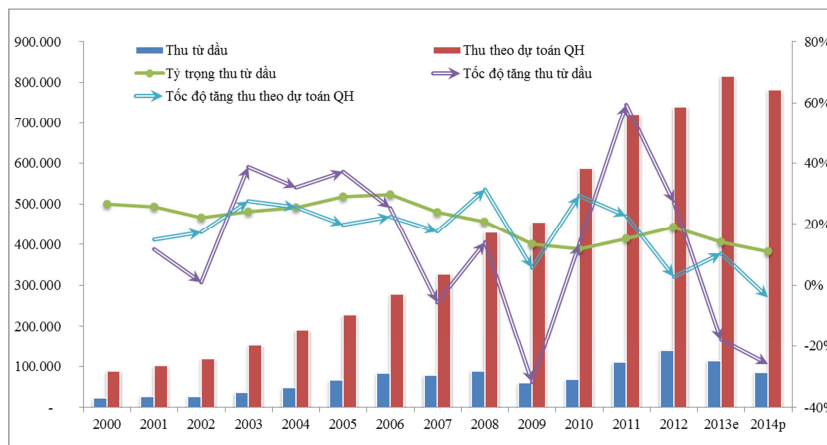
Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo dự toán, quyết toán ngân sách các năm của Bộ Tài chính

Ghi chú: Số liệu chi ngân sách quyết toán năm 2014 là do tác giả dự báo. Số liệu chi trả nợ quyết toán 2013 và 2014 là do tác giả dự báo.

⁴⁷ Báo cáo của Kiểm toán Nhà nước năm 2012 cho biết công tác quản lý nợ công của Bộ Tài chính chưa tập trung vào một đầu mối là Cục Quản lý nợ và tài chính đối ngoại nên việc tổng hợp số liệu nợ công theo một đầu mối còn khó khăn, dẫn đến số liệu tổng hợp còn sai sót. Xem tại <http://nld.com.vn/thoi-su-trong-nuoc/no-cong-hon-16-trieu-ti-dong-20140609221750163.htm>

Thứ ba, tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong nhiều năm qua bị chậm lại, không chỉ làm cho hệ số nợ so với GDP tăng lên mà quan trọng hơn nó làm xói mòn cơ sở thuế, trong khi lại đặt ra yêu cầu chính phủ phải tăng thêm chi tiêu để kích thích kinh tế, duy trì sức chịu đựng và niềm tin của người dân và thị trường. Nhiều doanh nghiệp ngưng hoạt động, giải thể, phá sản hoặc thu hẹp quy mô hoạt động đã tác động trực tiếp đến nguồn thu ngân sách. Ngay cả các doanh nghiệp còn duy trì hoạt động nhưng lợi nhuận giảm sút hoặc không có cũng đã ảnh hưởng đến nguồn thu của chính phủ. Tốc độ tăng thu ngân sách ba năm 2011-2013 chỉ đạt xấp xỉ 11%, chỉ bằng một nửa so với thập niên trước. Những năm qua, một phần nguồn thu ngân sách được đóng góp đáng kể nhờ nguồn thu từ dầu. Thực tế cho thấy, nguồn thu từ dầu sau thời kỳ suy giảm 2006-2010 nay lại tiếp tục tăng lên để bổ sung cho các nguồn thu ngân sách bị suy giảm khác.⁴⁸ Tuy nhiên, như đã được cảnh báo từ lâu, nguồn thu từ dầu sẽ không bền vững do sản lượng khai thác không còn nhiều. Trong khi đó, các nỗ lực tiềm kiếm các nguồn thu thay thế bằng các chính sách cải cách thuế đến nay diễn ra khá chậm, đặc biệt là thuế bất động sản (được gọi là thuế sử dụng đất phi nông nghiệp) và thuế thu nhập cá nhân.

Hình 24. Thu từ dầu so với thu ngân sách hàng năm



Nguồn: Tổng hợp từ số liệu quyết toán ngân sách hàng năm của Bộ Tài chính.

Ghi chú: Số liệu 2013 là ước thực hiện, số 2014 là dự toán.

Thứ tư, hàng năm Chính phủ chi cho đầu tư rất lớn, không chỉ từ ngân sách mà còn từ trái phiếu Chính phủ, vốn tín dụng nhà nước, và cả đầu tư của SOEs, nhưng hiệu quả đầu tư rất thấp do lãng phí, thất thoát, hoặc thậm chí là tham nhũng. Tỷ trọng vốn đầu tư công mặc dù đã giảm, từ mức bình quân 53,4% thời kỳ 2001-2005 xuống 43,4% thời kỳ 2006-2010, và tiếp tục giảm còn 37,5% năm 2013 so với vốn đầu tư ngoài nhà nước. Tuy nhiên, tỷ trọng này vẫn còn khá cao và rất rủi ro khi đặt trong bối cảnh thực trạng đầu tư công kém hiệu quả.

Nếu giả sử các khoản chi này có hiệu quả thì có lẽ nó đã không quá gây lo ngại và đặt quá nhiều gánh nặng nợ cho quốc gia, chưa kể nó cũng có thể có đóng góp tích cực hơn vào tăng trưởng kinh tế. Trên thực tế, tình trạng đầu tư kém hiệu quả trong khu vực công đã trở

⁴⁸ Một phần nguồn thu từ dầu tăng lên trong giai đoạn 2011-2013 là nhờ giá dầu thế giới tăng cao. Tuy nhiên một lý do khác là Việt Nam chủ động tăng sản lượng khai thác và xuất khẩu nhằm bổ sung thêm nguồn thu cho ngân sách, trong điều kiện các nguồn thu khác đang bị thu hẹp dưới tác động của suy giảm kinh tế.

thành căn bệnh kinh niên. Hệ số ICOR trong khu vực nhà nước nói chung luôn cao hơn so với các khu vực còn lại trong nền kinh tế. Tính toán của Bùi Trinh (2011) cho thấy ICOR của khu vực nhà nước tính theo phương pháp vốn đầu tư đã lên đến 9,68 lần trong giai đoạn 2006-2010, cao hơn so với mức 6,94 lần của giai đoạn 2000-2005, và cao mức bình quân chung 7,43 lần của toàn nền kinh tế và cao hơn nhiều so với mức 4,01 lần của khu vực ngoài nhà nước.

Tình trạng “ổng bở thùng” trong đầu tư công đã được đề cập nhiều nhưng đến nay vẫn chậm cải thiện. Trong chừng mực mà các lập luận cho rằng Việt Nam là nước đang phát triển với nhu cầu đầu tư lớn nên cần phải đi vay để đầu tư là điều tất yếu, có thể dẫn đến sự ngộ nhận cho rằng chúng ta vẫn phải chấp nhận tăng nợ công để phát triển mà không lưu ý đến tính hiệu quả và rủi ro đi kèm, chưa kể lập luận này vô hình trung đang chối bỏ vai trò của khu vực đầu tư tư nhân. Một nguyên tắc tài khóa vàng (golden rule) như đã nói là chính phủ chỉ được phép đi vay để đầu tư thay vì chi tiêu.⁴⁹ Tuy nhiên, điều quan trọng mà chính phủ không thể bỏ qua là các dự án đầu tư công vẫn cần phải có suất sinh lợi trên vốn đầu tư (ROI) lớn hơn chi phí vốn kinh tế, hay giá trị hiện tại ròng (NPV) kinh tế phải dương. Việc chính phủ tăng phát hành trái phiếu để tăng đầu tư công sẽ gây chèn lấn đầu tư khu vực tư nhân.⁵⁰ Điều đáng nói là hiệu quả đầu tư của khu vực tư nhân thường cao hơn khu vực công, do đó rõ ràng nguồn lực hạn hữu của nền kinh tế đã bị phân bổ không hiệu quả do ý chí của cơ quan nhà nước thay vì là thị trường quyết định. Như vậy, các khoản vay thông qua phát hành trái phiếu Chính phủ để bù đắp thâm hụt ngân sách, để đầu tư, và kể cả cho vay lại các SOEs đều đang và sẽ tạo ra các rủi ro rất lớn cho tính bền vững nợ công của Việt Nam hiện nay cũng như trong tương lai.

Thứ năm, không chỉ chính phủ đi vay mà còn các SOEs, đặc biệt là các tập đoàn kinh tế Nhà nước cũng đi vay nhưng không mấy doanh nghiệp này hoạt động hiệu quả cũng tạo ra các thách thức rất lớn lên nghĩa vụ nợ tiềm ẩn của Chính phủ. Mặc dù về mặt định nghĩa, chỉ những khoản nợ SOEs được Chính phủ bảo lãnh trực tiếp thì mới tính vào nợ công, song như đã phân tích ở phần trước bài viết, có nhiều cơ sở để cho rằng ngay cả những khoản nợ không được Chính phủ bảo đảm cũng có thể biến thành nợ công. Hầu hết các doanh nghiệp SOEs vay nợ rất nhiều với hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu bình quân cuối năm 2012 lên đến 1,82 lần (cao hơn năm 2011: 1,77 lần).⁵¹ Đặc biệt nhóm các tập đoàn, tổng công ty nhà nước có hệ số nợ lên đến 1,46 lần; đặc biệt có Tổng công ty có hệ số nợ lên đến trên 53 lần (Lilama), 20 lần (Cienco 8), 18,4 lần (Cienco 1), v.v... Về phương diện lý thuyết, vay nợ nhiều, tức sử dụng đòn bẩy tài chính cao, có thể giúp tăng ROE của doanh nghiệp nếu sử dụng vốn hiệu quả, song ngược lại sẽ rất tồi tệ nếu vốn vay không hiệu quả. Trên thực tế, nhiều SOEs vay nợ nhiều nhưng hoạt động kém hiệu quả đã khiến cho không chỉ tình hình tài chính của doanh

⁴⁹ Luật Ngân sách Nhà nước 2002 cũng đưa ra quy định tương tự, đó là vay bù đắp bội chi ngân sách nhà nước phải bảo đảm nguyên tắc không sử dụng cho tiêu dùng, chỉ được sử dụng cho mục đích phát triển và bảo đảm bố trí ngân sách để chủ động trả hết nợ khi đến hạn (Điều 8).

⁵⁰ Hiện tượng này được các nhà kinh tế mô tả là hiện tượng “hắt ra” (crowding out) đầu tư tư nhân. Cơ chế của nó có thể được mô tả ngắn gọn là: Khi chính phủ tăng chi tiêu sẽ làm tăng tổng cầu vì chi tiêu của chính phủ là một thành phần có tính tự định của tổng cầu. Do hàm cầu tiền tỷ lệ thuận với thu nhập nhưng tỷ lệ nghịch với lãi suất thực. Do đó khi tổng cầu tăng lên làm tăng thu nhập và làm tăng cầu tiền, tuy nhiên lúc đó thì lãi suất thực sẽ cũng tăng lên để đảm bảo thị trường tiền tệ cân bằng (cung tiền bằng cầu tiền). Khi lãi suất thực tăng lên sẽ làm giảm đầu tư tư nhân. Như vậy khi chi tiêu chính phủ tăng lên sẽ gây chèn lấn đầu tư tư nhân.

⁵¹ Xem tại <http://www.ipsi.org.vn/TinTucChiTiet.aspx?nId=891&nCate=3>

ng nghiệp trở nên khó khăn mà còn đặt gánh nặng giải cứu trực tiếp lên vai ngân sách Chính phủ hoặc hỗ trợ tái cấu trúc nợ thông qua vai trò của DATC hoặc SCIC.⁵² Thực trạng bảo lãnh ngầm của Chính phủ đối với các khoản nợ của SOEs đã tạo ra tình trạng tâm lý ỷ lại (moral hazard) nguy hiểm. Điều đáng nói đối với các SOEs là trong quá trình hoạt động các doanh nghiệp này luôn nhận được rất nhiều đặc quyền, lại hoạt động trong môi trường gần như được bảo hộ khỏi áp lực cạnh tranh theo nguyên tắc thị trường lời ăn lỗ chịu, cả trong nước lẫn quốc tế, nhưng vẫn kém hiệu quả. Thực trạng này là do chính sách bảo hộ và trợ cấp đã nuôi dưỡng sự thụ động và nỗ lực cải thiện hiệu quả và năng lực cạnh tranh mà Chính phủ kỳ vọng.⁵³

Thứ sáu, trong cơ cấu nợ công thì nợ công nước ngoài chiếm khoảng 55% tổng nợ công và gần 73% tổng nợ nước ngoài của quốc gia. Nợ công nước ngoài cộng với nợ tư nhân nước ngoài hiện đã chiếm trên 41% GDP. Tình trạng nợ nước ngoài lớn đã đặt ra rất nhiều thách thức trong việc trả nợ nước ngoài. Nợ nước ngoài có rủi ro rất khác so với nợ trong nước. Rủi ro thứ nhất cần phải nói đến là rủi ro tỷ giá. Khi tỷ giá biến động, cụ thể là khi đồng nội tệ mất giá, nợ nước ngoài tính bằng nội tệ sẽ tăng lên, khiến cho việc thanh toán nợ của chính phủ sẽ trở nên khó khăn.⁵⁴ Điều này cũng đặt ra thách thức rất lớn cho bài toán điều hành tỷ giá hiện nay. Việc điều chỉnh tỷ giá⁵⁵ trong điều kiện hiện nay có thể không giúp cải thiện nhiều cho cán cân thương mại song nó lại giúp gieo mầm và nuôi dưỡng các ngành sản xuất nội địa. Trên thực tế, không chỉ khu vực Chính phủ vay nợ ngoại tệ nhiều mà các SOEs cũng vay nợ nhiều không kém. Do vậy, bản thân các SOEs này sẽ có nhiều động cơ gây áp lực và vận động để sao cho NHNN không điều chỉnh hoặc điều chỉnh không quá mạnh tỷ giá. Như vậy công cụ điều hành tỷ giá của NHNN vô hình trung đã bị biến thành công cụ quản lý rủi ro tỷ giá cho nhóm các SOEs mắc nợ nước ngoài nhiều. Nhìn rộng ra, chính cơ chế tỷ giá hiện nay đang khuyến khích nền kinh tế vay thêm nợ nước ngoài mới. Và một khi nợ nước ngoài mới tiếp tục tăng lên thì động cơ điều chỉnh tỷ giá càng không có. Đây là một rủi ro rất lớn đối với chiến lược quản lý nợ công nước ngoài của Chính phủ nói riêng, nợ nước ngoài của quốc gia nói chung.

Một rủi ro khác có liên quan đến rủi ro tỷ giá, nhưng cần phân biệt, là rủi ro ngoại hối. Rủi ro ngoại hối phát sinh khi Chính phủ Việt Nam không tích lũy đủ ngoại tệ để trả nợ. Rủi ro này thực ra có liên quan đến rủi ro về đồng tiền định giá, tức là rủi ro phát sinh do sự không tương thích giữa đồng tiền định giá tài sản so với đồng tiền định giá nợ. Nói một cách cụ thể là khi nợ vay bằng ngoại tệ trong khi nguồn thu của ngân sách chủ yếu bằng đồng nội

⁵² Xem các đề nghị tái cơ cấu SBIC gần đây tại <http://dantri.com.vn/kinh-doanh/chu-tich-sbic-de-nghi-xoa-70-no-goc-va-toan-bo-no-lai-863543.htm>

⁵³ Xem thêm Bài thảo luận chính sách *Khơi thông những nút thắt thể chế để phục hồi tăng trưởng*. Chương trình Lãnh đạo cao cấp Việt Nam (VELP), Harvard Kennedy School, 8/2013.

⁵⁴ Cần nhấn mạnh rằng, khi đồng nội tệ giảm giá thì chỉ nợ nước ngoài tính bằng nội tệ là tăng lên nhưng tính bằng ngoại tệ thì không đổi. Các doanh nghiệp có nguồn thu ngoại tệ đủ để cân đối trả nợ thì không bị ảnh hưởng, thậm chí còn có lợi khi trạng thái ngoại tệ của họ dương. Hơn nữa, đứng ở bình diện chung cả nền kinh tế, mỗi năm Việt Nam vẫn đang đi vay ròng chứ không phải trả nợ ròng, do vậy khoản vay ròng đó khi tính bằng đồng nội tệ đang giảm giá vẫn sẽ có lợi hơn cho người đi vay.

⁵⁵ Tác giả dùng từ điều chỉnh tỷ giá mà không gọi là phá giá vì thực tế VND đang bị định giá cao so với USD do chênh lệch lạm phát Việt Nam và Hoa Kỳ rất lớn và kéo dài trong rất nhiều năm trong khi mức điều chỉnh tỷ giá danh nghĩa của NHNN không tương xứng. Chính vì vậy, việc điều chỉnh tỷ giá hiện nay phải được hiểu là đưa tỷ giá về điểm cân bằng cần thiết. Thuật ngữ phá giá (devaluation) nên được hiểu là chính sách chủ động làm mất giá đồng tiền so với điểm cân bằng vốn có của nó.

tệ thì Chính phủ sẽ phải gặp rủi ro đồng tiền định giá. Chính phủ cũng có nguồn thu bằng ngoại tệ, chẳng hạn như xuất khẩu tài nguyên, khoáng sản, dầu thô... để có thể cân đối ngoại tệ trả nợ. Tuy nhiên một khi các nguồn thu xuất khẩu này trở nên dần hạn hẹp thì nhu cầu tích lũy ngoại tệ để trả nợ của chính phủ sẽ là một thách thức lớn. Khi đó, chính phủ buộc phải mua ngoại tệ trên thị trường ngoại hối để trả nợ và do vậy sẽ gây áp lực lên cầu ngoại tệ và tăng tỷ giá. Khi cung ngoại tệ không đáp ứng đủ trong khi NHNN vẫn muốn duy trì cơ chế tỷ giá ổn định thì buộc phải giảm dự trữ ngoại hối. Trong khi mức dự trữ ngoại hối vẫn còn mỏng thì khả năng duy trì sức chịu đựng của NHNN là rất thấp và khi đó chi phí duy trì tỷ giá cố định sẽ rất lớn đối với nền kinh tế.

Thứ bảy, nợ công nước ngoài của Việt Nam hiện vẫn chủ yếu là nợ ưu đãi, chẳng hạn các khoản vay ODA nhưng vay thương mại cũng đã tăng lên mà một phần lý do là Việt Nam đã chuyển sang nước có thu nhập trung bình thấp. Ngay cả các khoản ODA thì tỷ trọng ODA vốn vay đang chiếm tỷ trọng ngày càng lớn,⁵⁶ từ mức gần 80% giai đoạn 1993-2000, lên 93% giai đoạn 2006-2010, và 95,7% giai đoạn 2011-2012.⁵⁷ Trong khi đó, vay thương mại tăng lên cũng có nghĩa là chi phí vay nợ cũng sẽ tăng lên. Ngay cả ODA thì tỷ trọng ODA vốn vay hiện cũng đã chiếm trên 95% trong khi chỉ 5% là ODA không hoàn lại. Trong tương lai, Việt Nam sẽ không thể tiếp tục dựa mãi vào vốn ODA để phát triển kinh tế mà thay vào đó sẽ phải tham gia vào thị trường vốn quốc tế như một nhà đầu tư thực sự. Khi đó, lãi suất vay vốn sẽ phải tăng lên và điều đó tùy thuộc vào hạng mức tín nhiệm nợ của quốc gia. Đến tháng 6/2014, Việt Nam được các tổ chức xếp hạng tín nhiệm nợ quốc gia đánh giá triển vọng ở mức ổn định (Stable), trong đó S&P xếp hạng BB-, Moody's xếp hạng B2, và Fitch xếp hạng B+. Mặc dù vậy, đây là các mức xếp hạng khá thấp trong thang đo về mức độ khuyến cáo đầu tư. Theo đó, lạc quan nhất là xếp hạng của S&P nhưng vẫn thuộc nhóm không khuyến khích đầu tư vì mang tính đầu cơ (non-investment grade speculative), trong khi hai xếp hạng của Moody's và Fitch thậm chí thuộc nhóm có tính chất đầu cơ cao (highly speculative). Khi bị xếp hạng tín nhiệm thấp, Việt Nam vừa bỏ lỡ cơ hội tiếp cận vốn từ các quỹ hưu trí thế giới – vốn luôn có quan điểm đầu tư thận trọng và an toàn, vừa chịu phí rủi ro quốc gia cao, làm tăng chi phí trả nợ quốc gia.

Thứ tám, nợ công tăng lên sẽ làm giảm hạng mức tín nhiệm nợ của chính phủ không chỉ đối với nợ nước ngoài như đã nói ở trên mà còn ngay cả đối với nợ trong nước. Giảm hạng mức tín nhiệm nợ có nghĩa là Chính phủ sẽ phải đi vay với lãi suất cao hơn trong điều kiện các yếu tố khác không đổi. Khi lãi suất chính phủ phải trả tăng lên thì tư nhân không thể tìm được vốn tín dụng giá rẻ hơn được. Điều này cũng có nghĩa là tư nhân cũng đang gánh một phần chi phí nợ công cho chính phủ. Trong cấu trúc nợ công, các khoản nợ chính phủ có lãi suất hiệu dụng thấp hơn, trong khi các khoản nợ do chính phủ bảo lãnh có lãi suất cao hơn rất nhiều, kể cả nợ trong nước lẫn nợ nước ngoài (xem Bảng 5). Điều đáng quan ngại là tỷ trọng dư nợ chính phủ bảo lãnh mặc dù chỉ chiếm khoảng 21% nhưng tỷ trọng lãi và phí phải trả cho khoản nợ này đã chiếm gần 35% tổng lãi và phí phải trả hàng năm. Ngoài ra, tỷ trọng của nợ chính phủ bảo lãnh đang có xu hướng tăng lên trong những năm qua. Điều này đang đặt ra rất nhiều thách thức cho Chính phủ trong công tác quản lý nợ công, đặc biệt là cơ chế

⁵⁶ ODA gồm 2 loại: ODA không hoàn lại và ODA vay ưu đãi có yếu tố không hoàn lại đạt ít nhất 25%.

⁵⁷ Lê Đăng Doanh (2014), “Cảnh báo sau nghi án tham nhũng”. Báo Tia Sáng. Truy cập tại <http://vietnamnet.vn/vn/tuanvietnam/171393/canh-bao-sau-nghi-an-tham-nhung.html>

phân cấp thẩm quyền vay nợ, thẩm quyền cấp bảo lãnh cũng như việc nâng cao năng lực giám sát và kiểm toán các khoản vay do Chính phủ bảo lãnh.

Thứ chín, mặc dù bản tin nợ công không thể hiện cơ cấu nợ theo kỳ hạn nhưng theo báo cáo của Bộ Tài chính thì tính bình quân, 30% các khoản vốn huy động trong nước có kỳ hạn chỉ từ 1 đến 3 năm. Các trái phiếu Chính phủ phát hành gần đây thường có kỳ hạn ngắn chỉ từ 2 đến 5 năm. Chẳng hạn trong khoản vay 150.000 tỉ VND từ trái phiếu trong 5 tháng đầu năm 2014, theo Bộ Tài chính, có kỳ hạn ngắn nên nghĩa vụ nợ sẽ “dồn cục” vào năm 2016, 2017. Trước thực trạng này, lãnh đạo Bộ Tài chính cũng thừa nhận rằng “Đây thực sự là vấn đề hệ trọng cần phải có giải pháp cơ cấu lại.”⁵⁸ Mặc dù Bộ Tài chính cũng có phương án tăng dần tỷ trọng nợ dài hạn thông qua phát hành trái phiếu có kỳ hạn dài hơn, như 5 năm hoặc 10 năm, thậm chí 15 năm. Tuy nhiên, thực tế cho thấy các đợt phát hành trái phiếu có kỳ hạn dài thường có tỷ lệ đăng ký dự thầu thấp.⁵⁹ Vấn đề này phần nào cũng cho thấy rằng thị trường trái phiếu chính phủ trong nước còn kém phát triển và thanh khoản cũng rất thấp. Đối với các trường hợp trái phiếu chính phủ phát hành không thành công thì vấn đề không hẳn là trái phiếu chính phủ kỳ hạn dài không hấp dẫn nhà đầu tư mà vấn đề quan trọng chính là lãi suất trái phiếu chính phủ có hấp dẫn hay không so với các kênh đầu tư khác, có đủ bù đắp rủi ro kỳ hạn cho nhà đầu tư không. Điều này có nghĩa là chính phủ phải chấp nhận trả lãi suất cao hơn cho trái phiếu có kỳ hạn dài so với trái phiếu kỳ hạn ngắn. Tất nhiên trong trường hợp này chính phủ sẽ phải cân nhắc giữa rủi ro và chi phí. Nếu vẫn theo đuổi mục tiêu giảm nhẹ chi phí vay nợ như hiện nay bằng cách đi vay ngắn hạn thì Chính phủ sẽ phải chấp nhận rủi ro thanh toán và rủi ro tái tài trợ.

Thứ mười, nợ công xét cho cùng cũng là nợ của người dân, tức cuối cùng người dân cũng phải “chìa hầu bao” để trả các hóa đơn nợ cho Chính phủ bằng cách này hoặc bằng cách khác. Chính sách tăng thuế trong tương lai cũng có nghĩa là Chính phủ sẽ lấy đi một phần thu nhập của người dân để trả các khoản nợ đó. Nếu lấy quy mô nợ công hiện nay, khoảng 83 tỉ đô la Mỹ, chia cho dân số gần 90,7 triệu người, thì tính ra mỗi người dân đang gánh số nợ công tương đương 910 đô la Mỹ, xấp xỉ 55% thu nhập. Tất nhiên việc so sánh này cũng chỉ có ý nghĩa tương đối vì nợ sẽ phải trả làm nhiều đợt trong tương lai và khi đó người dân sẽ kỳ vọng kiếm được thêm thu nhập. Như vậy, điều quan trọng ở đây chính là khả năng người dân có kiếm được thêm thu nhập để chi tiêu và tích lũy trả nợ hay không. Xét về nhân khẩu học, Việt Nam vừa trải qua giai đoạn được gọi là cơ cấu dân số vàng (từ năm 2007).⁶⁰ Thế nhưng lợi thế này có vẻ như đã không được Việt Nam tận dụng và khai thác tốt cho chính sách công nghiệp hóa. Điều đáng quan tâm là hiện Việt Nam đã bắt đầu bước vào giai đoạn dân số già hóa với tốc độ nhanh hơn bất cứ một quốc gia nào trên thế giới. Nhiều nghiên cứu ước tính

⁵⁸ Xem tại <http://baodatviet.vn/kinh-te/tai-chinh/viet-nam-vay-no-de-tra-no-boc-ngan-can-dai-3043934/>

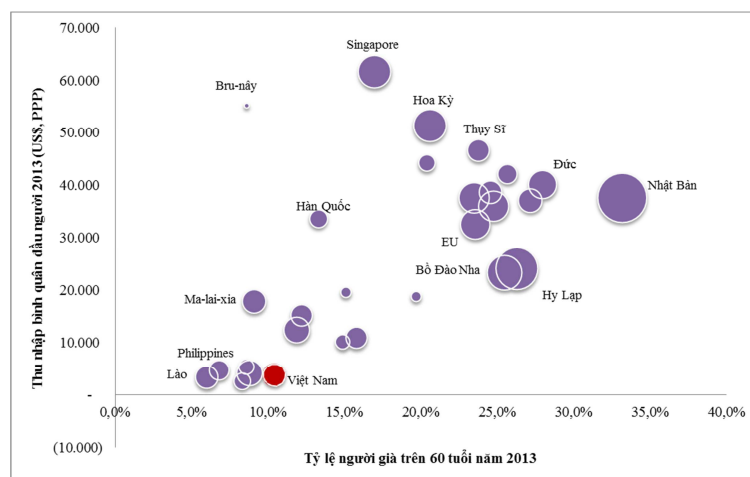
⁵⁹ Chẳng hạn, trong đợt phát hành trái phiếu từ tuần 23/6/2014, KBNN chào thầu 7.000 tỷ VND thông qua các trái phiếu kỳ hạn 2, 3, 5 và 10 năm. Trong số đó là 1.000 tỷ VND trái phiếu kỳ hạn 2 năm và 2.000 tỷ VND cho mỗi loại trái phiếu kỳ hạn 3, 5 và 10 năm. Tỷ lệ đăng ký dự thầu đối với trái phiếu kỳ hạn 2 năm cao nhất với 3,68 lần, theo sau là tỷ lệ 2,45 lần đối với trái phiếu 3 năm và tỷ lệ 2,14 lần đối với trái phiếu 5 năm. Trong khi đó chỉ có 1.370 tỷ VND đăng ký dự thầu cho trái phiếu 10 năm ghi nhận mức đăng ký là 0,69 lần, không thay đổi so với phiên đầu thầu trước đó đối với trái phiếu kỳ hạn này. Dẫn lại từ <http://baodautu.vn/loi-suot-giam-tren-thi-truong-trai-phieu.html>.

⁶⁰ Theo định nghĩa của Quỹ dân số Liên Hiệp quốc (UNFPA), dân số vàng được hiểu là giai đoạn dân số khi có 2 người trong độ tuổi lao động mới có 1 người trong độ tuổi phụ thuộc (dưới 15 tuổi và trên 60 tuổi). Cơ cấu dân số già (còn gọi là già hóa dân số) được chia thành 2 giai đoạn. Khi tỷ lệ người từ 60 tuổi trở lên đạt 10% hoặc người từ 65 tuổi trở lên đạt 7% thì gọi là dân số đang già. Còn khi tỷ lệ này lần lượt đạt 20% và 14% thì là giai đoạn dân số đã già.

Việt Nam sẽ cần khoảng 25-30 năm để chuyển từ dân số vàng sang già hóa dân số, thậm chí có thể chỉ khoảng 15 năm.⁶¹ Tình trạng này không chỉ đặt ra thách thức cho Chính phủ trong việc thực hiện các chính sách an sinh xã hội, chính sách hưu trí cho người dân mà còn là nguy cơ thiếu hụt lực lượng lao động, đặc biệt là lao động có năng suất cao cho chính sách công nghiệp hóa, hiện đại hóa đất nước.

Báo cáo gần đây của Tổ chức Lao động Quốc tế (ILO) cho thấy năng suất lao động của Việt Nam thuộc nhóm thấp nhất châu Á – Thái Bình Dương, thấp hơn Singapore gần 15 lần, Nhật Bản 11 lần, Hàn Quốc 10 lần, Malaysia 5 lần, Thái Lan 2,5 lần. Điều đáng chú ý là tốc độ tăng năng suất lao động của Việt Nam lại có xu hướng giảm. Nếu trong giai đoạn 2002-2007, năng suất lao động tăng trung bình 5,2% một năm thì từ năm 2008 tốc độ tăng năng suất lao động trung bình chỉ còn 3,3% một năm. Khi so sánh Việt Nam với các nước trên thế giới về ba chỉ tiêu thu nhập trung bình, tỷ lệ dân số già, và quy mô nợ công cho thấy Việt Nam khó tránh khỏi bẫy của quốc gia chưa giàu, đã già, lại nợ nần nhiều (xem Hình 25). Nếu muốn thoát khỏi chiếc bẫy này, lựa chọn duy nhất đúng là Chính phủ Việt Nam cần phải có các nỗ lực cải cách kinh tế mạnh mẽ hơn nữa so với những gì đã và đang làm như hiện nay.

Hình 25. Quan hệ giữa thu nhập, già hóa dân số và nợ công



Nguồn: Tác giả tính toán từ số liệu của WB và IMF

X. Chính sách quản lý nợ công của Việt Nam

X.1. Khuôn khổ pháp lý

Hiện nay Việt Nam đã ban hành rất nhiều các quy định pháp lý có liên quan đến nợ công và quản lý nợ công như Luật NSNN năm 2002, Nghị định 60/2003/NĐ-CP về quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành Luật NSNN, Luật NHNN năm 2010; Các quy định liên quan đến việc phát hành trái phiếu chính phủ như Pháp lệnh số 12/1999/PL-UBTVQH10 năm 1999 của Ủy ban Thường vụ Quốc hội về phát hành công trái xây dựng Tổ quốc trong đó quy

⁶¹ Pháp mắt 115 năm, Thụy Điển mất 70 năm. Xem tại <http://baotintuc.vn/xa-hoi/viet-nam-co-toc-do-gia-hoa-dan-so-nhanh-nhat-the-gioi-20110708094726258.htm>

định về mục đích huy động và sử dụng nguồn vốn từ công trái, Nghị định số 141/2003/NĐ-CP về phát hành trái phiếu Chính phủ, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và trái phiếu chính quyền địa phương, trong đó quy định về chủ thể phát hành, điều kiện phát hành, nguyên tắc phát hành, quản lý sử dụng vốn, phân công trách nhiệm quản lý nhà nước đối với việc phát hành trái phiếu; Liên quan đến vay nợ nước ngoài như Pháp lệnh ngoại hối số 28/2005/PL-UBTVQH11 năm 2005 của Ủy ban Thường vụ Quốc hội, Pháp lệnh số 06/2013/UBTVQH13 năm 2013 về sửa đổi, bổ sung một số điều của Pháp lệnh Ngoại hối số 28, Nghị định số 38/2013/NĐ-CP về quản lý và sử dụng nguồn hỗ trợ phát triển chính thức ODA và nguồn vốn vay ưu đãi của các nhà tài trợ, Quyết định số 181/2007/QĐ-TTg về việc ban hành Quy chế cho vay lại từ nguồn vốn vay, viện trợ nước ngoài của Chính phủ; Liên quan đến SOEs như Luật Doanh nghiệp 2005 (phần quy định về SOEs), Nghị định 206/2013/NĐ-CP năm 2013 về quản lý nợ của doanh nghiệp do Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ; v.v...

Điều đáng chú ý là từ năm 2009 Việt Nam đã ban hành Luật Quản lý nợ công làm cơ sở pháp lý cực kỳ quan trọng cho các khuôn khổ về quản lý nợ công mà vốn dĩ trước đó Việt Nam chưa có. Luật Quản lý nợ công không chỉ đưa ra các định nghĩa mang tính thống nhất về nợ công, nợ chính phủ, nợ được chính phủ bảo lãnh, nợ chính quyền địa phương, và cả nợ nước ngoài của quốc gia. Luật Quản lý nợ công cũng đưa ra các nguyên tắc về quản lý nợ công, trong đó nêu rõ Nhà nước sẽ quản lý thống nhất, toàn diện nợ công, từ việc huy động, phân bổ, sử dụng vốn vay đến việc trả nợ. Điều đặc biệt là các hành vi bị cấm trong quản lý nợ công cũng được quy định cụ thể. Nhiệm vụ, quyền hạn của các cơ quan liên quan trong quản lý nợ công, bao gồm Quốc hội, Chính phủ, các cơ quan nhà nước; trách nhiệm của tổ chức, cá nhân trong quản lý nợ công cũng được quy định. Các quy định cụ thể về quản lý nợ của chính phủ, quản lý bảo lãnh chính phủ, và quản lý nợ của chính quyền được phương cũng được quy định chi tiết thành từng chương riêng. Nói chung, sự ra đời của Luật Quản lý nợ công là một nỗ lực đáng ghi nhận của Việt Nam nhằm giúp tạo ra một khuôn khổ pháp lý rõ ràng hơn trong quản lý nợ công, tránh tình trạng phân mảnh về chức năng vay, trả nợ, giám sát an toàn nợ giữa các cơ quan nhà nước khác nhau cũng như ở các chính quyền địa phương, kiểm soát sự lạm dụng thẩm quyền vay nợ, và hạn chế tâm lý ỷ lại trong việc đảm bảo tính bền vững và giám sát tính an toàn, lành mạnh của nợ công.

Bảng 6. Các chỉ tiêu quản lý nợ công của Việt Nam

Các chỉ tiêu	2015	2016-2020	2020	2030
Nợ công so với GDP			65%	60%
Nợ chính phủ so với GDP			55%	50%
Nợ nước ngoài quốc gia			50%	45%
Nợ nước ngoài của chính phủ trong tổng nợ công			50%	
Nợ vay ODA so với tổng nợ nước ngoài của chính phủ			60%	
Nghĩa vụ trả nợ trực tiếp của Chính phủ (không kê cho vay lại) so với thu NSNN			25%	
Nghĩa vụ trả nợ nước ngoài của quốc gia hàng năm so với kim ngạch xuất khẩu			25%	
Tỷ lệ dự trữ ngoại hối của nhà nước so với tổng dư nợ nước ngoài ngắn hạn			200%	
Bội chi ngân sách (cả trái phiếu)	4,50%	4,00%	3%	

Nguồn: Tổng hợp từ Quyết định 958/2012/QĐ-TTg

Sau khi có Luật Quản lý nợ công 2009, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 79/2010/NĐ-CP về nghiệp vụ quản lý nợ công trong đó quy định khá rõ về các công cụ quản lý nợ công, các chiến lược dài hạn về nợ công, các chương trình quản lý nợ trung hạn, và cả các kế hoạch vay, trả nợ chi tiết hàng năm của Chính phủ. Nghị định 79 còn quy định hệ thống các chỉ tiêu giám sát nợ công và cả nợ nước ngoài của quốc gia, cách thức tổ chức giám sát nợ công, quy định về quản lý quỹ tích lũy trả nợ, quy định việc quản lý danh mục nợ và rủi ro danh mục nợ của chính phủ; các quy định về quản lý vay và trả nợ của chính quyền địa phương như hạn mức vay nợ, kế hoạch vay trả nợ, quản lý giám sát nợ của chính quyền địa phương cũng được quy định khá chi tiết.

Năm 2012 vừa qua, Chính phủ cũng đã ban hành Quyết định 958/QĐ-TTg về Chiến lược nợ công và nợ nước ngoài của quốc gia giai đoạn 2011 – 2020 và tầm nhìn 2030. Nội dung của Quyết định 958 về cơ bản đã thể hiện tương đối đầy đủ về những vấn đề quan trọng liên quan đến quản lý nợ công như được thể hiện trong tài liệu *Hướng dẫn về Quản lý nợ công* của IMF và WB. Các nội dung chủ yếu của Quyết định 958 bao gồm các quy định liên quan đến quan điểm và mục tiêu của quản lý nợ. Theo đó, mục tiêu của quản lý nợ công được xác định là nhằm “Tổ chức huy động vốn vay với chi phí và mức độ rủi ro phù hợp.” Mục tiêu này nói chung cũng nhất quán với mục tiêu quản lý nợ của nhiều nước, tức là tập trung và quản lý chi phí vay nợ đặt trong mối quan hệ với rủi ro có thể chấp nhận được. Ngoài ra, các chỉ tiêu cụ thể của quản lý nợ công cũng được quy định khá đầy đủ với một lộ trình tương đối cụ thể và rõ ràng. Quyết định 958 cũng quy định về các định hướng huy động và sử dụng vốn vay, đi kèm với các giải pháp thực hiện chiến lược quản lý nợ trong từng giai đoạn cụ thể, bao gồm cả việc thực hiện các đề án cụ thể để triển khai thực hiện.

Nói chung, khuôn khổ pháp lý cho quản lý nợ công của Việt Nam đã được ban hành tương đối đầy đủ và ngày càng hoàn thiện và đồng bộ hơn, tiến dần đến các chuẩn mực quốc tế về quản lý nợ công. Đặc biệt kể từ năm 2009, sau khi Việt Nam có Luật Quản lý nợ công, nhiều quy định pháp lý liên quan đến quy trì và chiến lược quản lý nợ công cũng đã được ban hành nhằm cụ thể hóa các nguyên tắc, quan điểm, mục tiêu, chỉ tiêu, và cả các giải pháp thực hiện chiến lược.

Tuy nhiên các khuôn khổ pháp lý về quản lý nợ công hiện vẫn còn một số hạn chế và bất cập. Chẳng hạn, mặc dù đã có Luật Quản lý nợ công trong đó có quy định Chính phủ sẽ chịu trách nhiệm thống nhất việc quản lý nhà nước đối với nợ công, song lại chưa quy định một cơ quan quản lý nợ thống nhất và chuyên biệt thuộc Chính phủ. Các quy định về nhiệm vụ và quyền hạn của các cơ quan liên quan như Bộ Tài chính, Bộ Kế hoạch và Đầu tư, NHNN, chính quyền các địa phương, v.v... cho thấy thẩm quyền vay nợ, trả nợ, và quản lý nợ nhìn chung vẫn đang và sẽ tiếp tục nằm phân mảnh ở nhiều bộ, ngành, cơ quan khác nhau. Chính sự phân mảnh như vậy sẽ dẫn đến khó khăn trong việc quản lý nợ theo hướng thống nhất, cũng như khả năng quy trách nhiệm của các cơ quan liên quan khi có rủi ro vỡ nợ xảy ra. Như đã phân tích, rõ ràng sự điều phối giữa cơ quan quản lý nợ với các cơ quan thực thi chính sách vĩ mô khác là hết sức quan trọng. Tuy nhiên, sự điều phối không nên đồng nhất với sự pha trộn giữa chính sách quản lý nợ với chính sách điều hành kinh tế vĩ mô, như chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa, chính sách tỷ giá... Thực tế các quy định trong Luật Quản lý nợ cho thấy việc phân định nhiệm vụ, quyền hạn giữa các cơ quan liên quan trong quản lý nợ

đã bị lồng ghép vào các chính sách điều hành kinh tế vĩ mô, và do vậy có tiềm năng sẽ làm cho các chính sách kinh tế vĩ mô đó trở nên bị động và phụ thuộc vào mục tiêu của chính sách quản lý nợ, thay vì cần phải có sự độc lập trong thực thi các chính sách vĩ mô theo các mục tiêu riêng có khác nhau. Trong trường hợp mục tiêu của chính sách quản lý nợ với các chính sách kinh tế vĩ mô như tiền tệ và tài khóa bị mâu thuẫn thì hướng lựa chọn mục tiêu ưu tiên nên như thế nào? Đây sẽ là một thách thức và là điều mà các cơ quan quản lý nhà nước có thể sẽ nghi ngại. Giả sử chính sách tỷ giá của NHNN sẽ nên như thế nào trong bối cảnh cơ quan này cũng chịu trách nhiệm tham gia vào quản lý nợ công và đảm bảo tính bền vững của nợ công? Tương tự, các chính sách điều hành lãi suất và chính sách bình ổn lạm phát của NHNN liệu có bị ảnh hưởng khi việc điều hành các chính sách này đi ngược lại với mục tiêu bền vững nợ công trong khi có lợi cho ổn định hệ thống tài chính?

X.2. Một số vấn đề thảo luận thêm

Phạm vi quản lý nợ công

Luật Quản lý nợ công quy định nợ công bao gồm nợ chính phủ, nợ được Chính phủ bảo lãnh, và nợ của chính quyền địa phương. Do vậy phạm vi nợ công cần quản lý là ba thành phần nợ này. Như đã phân tích, Luật Quản lý nợ công cũng đã dành những chương riêng để quy định về mục đích, điều kiện hình thức vay, đối tượng được phép vay, vay lại, cấp bảo lãnh chính phủ, việc sử dụng vốn, trả nợ và trách nhiệm của các cơ quan liên quan đối với nợ chính phủ, nợ được Chính phủ bảo lãnh và nợ của chính quyền địa phương. Các quy định trong Luật nhìn chung là tương đối đầy đủ và phù hợp với nguyên tắc và chuẩn mực chung về quản lý nợ. Tuy nhiên, có lẽ cách tiếp cận trong thiết kế của Luật Quản lý nợ công đã bị thuộc vào cách định nghĩa và phân chia nợ công gồm ba thành phần như đã nói. Ngoài cách tiếp cận này, Luật cũng có thể sử dụng cách tiếp cận khác dựa trên quy trình và phân hành quản lý nợ hạn như thẩm quyền phê duyệt kế hoạch vay nợ, ra quyết định vay và trả nợ, lập các giới hạn an toàn về nợ vay, bảo lãnh nợ vay, phân tích an toàn nợ, giám sát các chỉ tiêu đảm bảo an toàn và bền vững nợ, và trách nhiệm giải trình. Trong các phân hành đó, có những thứ cần phải hợp nhất nhưng cũng có những thứ phải được tách rời, chẳng hạn như việc đi vay và trả nợ phải là một chủ thể, nhưng việc phê duyệt kế hoạch vay nợ với quyết định vay nợ không thể cùng một cơ quan quyết định được. Bên cạnh đó, Luật Quản lý nợ công hiện vẫn chưa đưa ra được các quan điểm và nguyên tắc khi có sự đánh đổi giữa rủi ro và chi phí nợ, các nguyên tắc về quản trị thanh khoản, quản trị dòng tiền, quản trị danh mục nợ, yêu cầu xây dựng đệm dự phòng cho nghĩa vụ nợ trong những tình huống khẩn cấp, v.v... Nói chung cách tiếp cận của Luật hiện mới chỉ dừng ở góc độ quản lý nợ công (public debt management) mà chưa chú trọng đến khía cạnh quản trị nợ công (public debt governance).

Về tính minh bạch

Như đã phân tích ở trên, minh bạch trong quản lý nợ công là một đòi hỏi chính đáng và vô cùng quan trọng đối với Chính phủ cũng như các cơ quan tham gia vào quy trình quản lý nợ công. Đáp ứng yêu cầu này, Luật Quản lý nợ công cũng đưa ra quy định về trách nhiệm báo cáo thông tin về nợ công cũng như đặt ra các yêu cầu về công khai thông tin về nợ công. Về báo cáo thông tin nợ công, Luật quy định Bộ Tài chính có trách nhiệm tổng hợp, trình

Chính phủ để báo cáo Quốc hội các thông tin về nợ công. Lịch trình cung cấp thông tin là hàng năm hoặc khi có yêu cầu của Quốc hội hoặc các cơ quan của Quốc hội. Như vậy, với quy định này thì thậm chí đại biểu Quốc hội cũng không có thẩm quyền yêu cầu cơ quan liên quan cung cấp thông tin, chưa kể là người dân có nhu cầu. Hơn nữa, nội dung thông tin cũng bị bó hẹp trong các nhóm thông tin được quy định sẵn, thay vì để mở theo đề nghị của Quốc hội, cơ quan Quốc hội hoặc đại biểu Quốc hội.

Tương tự như vậy, Luật quy định Bộ Tài chính có trách nhiệm thực hiện công khai thông tin về nợ công nhưng không quy định rõ thời hạn chậm nhất phải cung cấp. Liên quan đến trách nhiệm này, Nghị định 79/2010/QĐ-TTg có quy định chi tiết hơn, theo đó định kỳ 6 tháng một lần Bộ Tài chính phải phát hành bản tin nợ công dưới dạng ấn phẩm và dữ liệu trên Trang điện tử của Bộ Tài chính. Tuy nhiên đến nay các bản tin nợ công số 1 và số 2 là bản tin thường niên, thay vì là bản tin bán niên. Hơn nữa đến nay (6/2014), Bộ Tài chính cũng chỉ mới phát hành bản tin nợ công số 2, trong đó dữ liệu nợ công chỉ mới được cập nhật đến năm 2012. Điều này phần nào cho thấy cách tổ chức cơ sở dữ liệu về nợ công của Việt Nam không được tốt, các báo cáo tổng kê về tình hình vay, trả nợ, dư nợ từ các bộ, ngành, địa phương nằm rải rác khó tổng hợp và cập nhật kịp thời. Thực trạng này cũng đặt ra một yêu cầu phải nhanh chóng xây dựng và tổ chức lại hệ cơ sở dữ liệu nợ công quốc gia một cách thống nhất theo hướng tập trung và cập nhật kịp thời. Luật Quản lý nợ công cũng đã đặt ra yêu cầu cần phải xây dựng cơ sở dữ liệu về nợ công. Nghị định 79 cũng quy định khá chi tiết về cách thức tổ chức thông tin về nợ công. Vấn đề quan trọng hiện nay là các cơ quan liên quan, trong phạm vi chức năng của mình, cần phải khẩn trương tiến hành xây dựng và tổ chức lại các quy trình của mình, sao cho các yêu cầu cung cấp thông tin nợ công phải được tiến hành một cách đầy đủ, kịp thời và chuyên nghiệp theo hướng nâng dần các chuẩn mực về báo cáo thông tin.

Ngoài ra, nội dung thông tin được công khai cũng phải được mở rộng ra, bao gồm nhiều thông tin được quy định trong tổ chức thông tin về nợ công (Điều 24, Nghị định 79) thay vì chỉ bó hẹp với các thông tin cơ bản được phép công bố (theo Điều 47, Luật Quản lý nợ công) như tổng số dư nợ, cơ cấu nợ, và một số chỉ tiêu giám sát an toàn nợ. Rõ ràng các thông tin được phép cung cấp như vậy là rất hạn chế và rất thiếu chiều sâu. Thông thường trong một báo cáo về nợ công, điều quan trọng không chỉ là các thông tin về nợ công mà còn là các phân tích đánh giá của cơ quan quản lý nợ về tính bền vững của nợ công, phân tích các kế hoạch vay, trả nợ trong tương lai và khả năng cân đối dòng tiền để trả nợ. Báo cáo cũng phân tích các chi phí và rủi ro của nợ công, quan điểm và các cách ứng xử của cơ quan quản lý nợ trong những tình huống giả định phát sinh, chẳng hạn như khi thị trường trái phiếu biến động, lãi suất tăng cao do thắt chặt chính sách tiền tệ, các rủi ro hối đoái khi tỷ giá thay đổi, v.v... Theo dõi nội dung hai bản tin nợ công đã được công bố đến nay cho thấy các thông tin cực kỳ nghèo nàn, nhiều nội dung quan trọng đã bị bỏ qua, trong khi lại có nhiều nội dung không cần thiết lại được trình bày một cách cẩn thận và công phu.

Mô hình quản lý nợ

Việt Nam thiếu một mô hình quản lý nợ tập trung và rõ ràng, mặc dù Luật Quản lý nợ công gần đây đã nỗ lực tập trung hóa các hoạt động quản lý nợ công theo hướng thống nhất

và xuyên suốt. Theo quy định của Luật Quản lý nợ công, Quốc hội là cơ quan có thẩm quyền cao nhất trong quản lý nợ công, theo đó nhiệm vụ của cơ quan này là quyết định các chỉ tiêu an toàn về nợ công trong kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm; quyết định mục tiêu, định hướng huy động, sử dụng vốn vay và quản lý nợ công trong từng giai đoạn năm năm nhằm bảo đảm chỉ tiêu an toàn về nợ; quyết định tổng mức, cơ cấu vay và trả nợ hàng năm của Chính phủ gắn với dự toán ngân sách nhà nước; quyết định chủ trương đầu tư đối với dự án, công trình quan trọng quốc gia từ nguồn vốn vay của Chính phủ; giám sát việc huy động, phân bổ, sử dụng vốn vay, trả nợ và quản lý nợ công. Trong vai trò quản lý chung, Chính phủ có nhiệm vụ và thẩm quyền thống nhất về quản lý về nợ công; quyết định chính sách, giải pháp cụ thể nhằm thực hiện các chỉ tiêu an toàn về nợ công được Quốc hội thông qua; phê duyệt đề án phát hành trái phiếu quốc tế của Chính phủ; thanh tra, kiểm tra về huy động, phân bổ, sử dụng vốn vay, trả nợ và quản lý nợ công. Thủ tướng Chính phủ có nhiệm vụ và thẩm quyền phê duyệt kế hoạch vay, trả nợ chi tiết hàng năm; phê duyệt chương trình quản lý nợ trung hạn cho giai đoạn ba năm liên kề; phê duyệt đề án xử lý nợ, cơ cấu lại khoản nợ, danh mục nợ; quyết định cấp bảo lãnh chính phủ, và một số thẩm quyền khác.

Bộ Tài chính sẽ là cơ quan giúp Chính phủ thống nhất quản lý nhà nước về nợ công. Bộ Tài chính là cơ quan đầu mối xây dựng mục tiêu, định hướng huy động, sử dụng vốn vay và quản lý nợ công trong từng giai đoạn năm năm; chương trình quản lý nợ trung hạn; hệ thống các chỉ tiêu giám sát nợ chính phủ, nợ công, nợ nước ngoài của quốc gia và kế hoạch vay, trả nợ chi tiết hàng năm của Chính phủ. Bộ Tài chính còn chịu trách nhiệm trực tiếp quản lý các khoản vay của Chính phủ như xây dựng, ban hành chế độ quản lý tài chính đối với các khoản vay; thực hiện cấp phát từ nguồn vốn vay của Chính phủ cho các chương trình, dự án đầu tư và các mục tiêu khác đã được cấp có thẩm quyền phê duyệt; hướng dẫn và tổ chức cho vay lại nguồn vốn vay nước ngoài của Chính phủ. Bộ Tài chính cũng là cơ quan chịu trách nhiệm thực hiện nghĩa vụ trả nợ của Chính phủ và nghĩa vụ của người bảo lãnh đối với các khoản bảo lãnh chính phủ; quản lý danh mục nợ công, tổ chức việc phân tích nợ bền vững, quản lý rủi ro; quản lý Quỹ tích lũy trả nợ, v.v...

Các cơ quan liên quan như Bộ KH-ĐT và NHNN chịu trách nhiệm tham gia với Bộ Tài chính trong một số công việc liên quan đến quản lý nợ công trong phạm vi chức năng quản lý nhà nước được giao thuộc thẩm quyền của Bộ. Điều đáng lưu ý là, ngoài các chức năng phối hợp theo thẩm quyền quản lý, cả Bộ KH-ĐT và NHNN đều cùng được giao nhiệm vụ tham gia với Bộ Tài chính trong việc xây dựng mục tiêu, định hướng huy động, sử dụng vốn vay và quản lý nợ công trong từng giai đoạn 5 năm; chương trình quản lý nợ trung hạn và kế hoạch vay, trả nợ chi tiết hàng năm của Chính phủ; tham gia xây dựng hệ thống các chỉ tiêu giám sát nợ chính phủ, nợ công và nợ nước ngoài của quốc gia... Quy định chung như vậy sẽ rất khó để tạo động cơ cho các cơ quan liên quan trong việc chủ động tham gia và phối hợp tích cực với Bộ Tài chính cũng như rất khó để minh định giữa trách nhiệm phối hợp với trách nhiệm cuối cùng trong quản lý nợ công. Ngoài ra, một số quy định khác cũng không rõ ràng trong việc phân chia thẩm quyền và chức năng, chẳng hạn trong khi Bộ KH-ĐT được giao trách nhiệm tham gia với Bộ Tài chính trong việc xây dựng đề án phát hành trái phiếu công trình trung ương trong nước, đề án huy động và kế hoạch sử dụng vốn vay thương mại nước ngoài. Trong khi đó, NHNN cũng được giao nhiệm vụ phối hợp với Bộ Tài chính trong

việc xây dựng phương án huy động vốn trong nước, nước ngoài của Chính phủ gắn với điều hành chính sách tiền tệ - tín dụng.

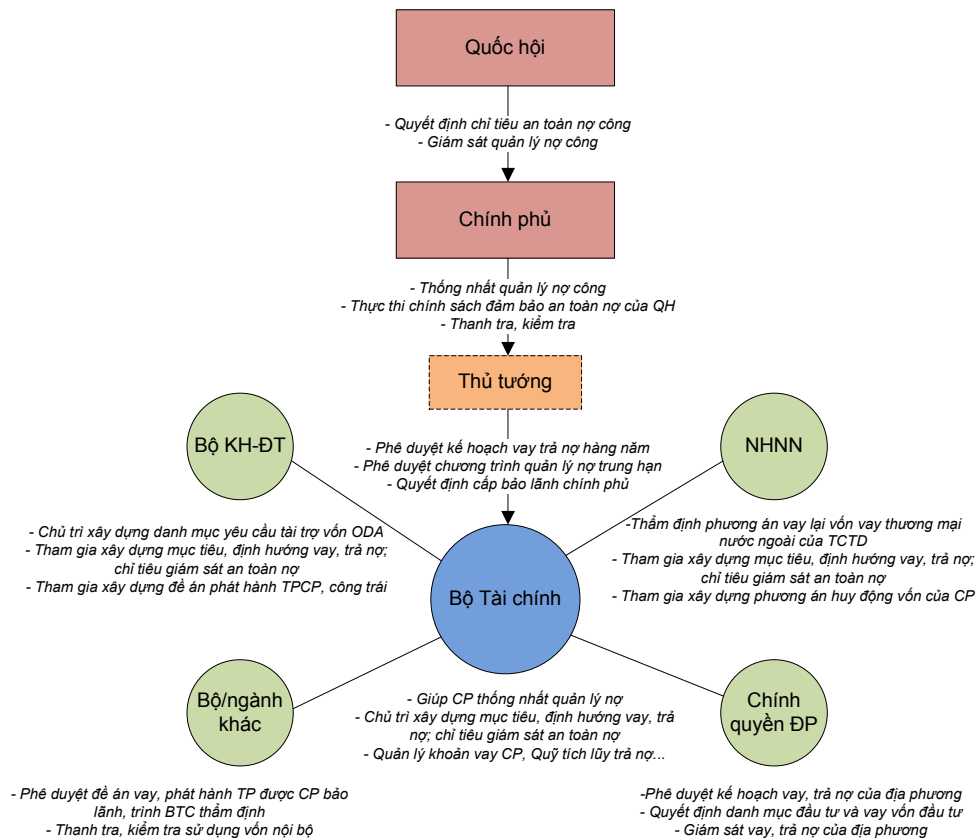
Đối với các bộ và cơ quan ngang bộ khác, Luật Quản lý nợ công cũng trao quyền phê duyệt đề án vay, phát hành trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh, đề án vay lại vốn vay của Chính phủ thuộc thẩm quyền. Quy định này thực ra đang trao quyền hạn mở rộng cho các bộ trong việc chủ động xây dựng và thực hiện các đề án vay nợ. Mặc dù Luật cũng yêu cầu các đề án này phải được trình cho Bộ Tài chính thẩm định, song không có tiêu thức kinh tế nào được quy định để Bộ Tài chính dựa vào đó để đưa ra ý kiến. Điều cũng cần lưu ý đối với việc quản lý nợ của các bộ, ngành, đó là các cơ quan này không có nguồn thu được phân cấp như các địa phương mà chỉ được phân bổ ngân sách từ ngân sách trung ương. Chính vì vậy, việc quản lý các phương án vay nợ, quyết định đi vay và trả nợ của các bộ, ngành cần phải được kiểm soát chặt chẽ, nâng cao tính tự chủ cho các bộ, ngành nhưng phải đi liền với cơ chế ràng buộc trách nhiệm “cứng” và trách nhiệm giải trình đầy đủ.

Luật Quản lý nợ công cũng trao nhiệm vụ và quyền hạn cho các chính quyền địa phương được tự chủ hơn trong việc lập và phê duyệt các kế hoạch vay và trả nợ của chính quyền địa phương. Điều đặc biệt là Luật đã phân tách khá rõ giữa thẩm quyền phê duyệt thuộc Hội đồng Nhân dân (HĐND) tỉnh với thẩm quyền lập kế hoạch của Ủy ban Nhân dân (UBND) tỉnh. Cụ thể, Luật quy định chính quyền địa phương được phép lập (UBND) và tự phê duyệt (HĐND) kế hoạch vay, trả nợ hàng năm; xây dựng danh mục (UBND) và tự phê duyệt (HĐND) danh mục dự án thuộc cấp tỉnh đầu tư từ nguồn vay lại vốn vay nước ngoài của Chính phủ, nguồn vốn vay trong nước. Ngoài ra, chính quyền địa phương còn được trao quyền tự chủ trong việc xây dựng kế hoạch vay vốn để đầu tư, lập đề án vay, phát hành trái phiếu và trả nợ (UBND) và tự quyết định vay vốn để đầu tư, thông qua đề án vay, phát hành trái phiếu và trả nợ (HĐND). Đối với các trường hợp này, vai trò của Bộ Tài chính và Bộ KH-ĐT chỉ là theo dõi và tổng hợp thông tin thay vì là vai trò giám sát. Điều cũng lưu ý rằng, mặc dù Luật đã cố gắng bóc tách thẩm quyền lập và phê duyệt kế hoạch vay, trả nợ giữa UBND với HĐND nhưng trên thực tế không phải lúc nào vai trò và thẩm quyền của hai cơ quan này cũng được phân định một cách rõ ràng. Trong trường hợp này sự phân tách giữa quyền lập và phê duyệt sẽ dễ rơi vào hình thức, đặc biệt đối với các nguồn vay lại vốn vay của Chính phủ. Khi đó, vai trò giám sát và thanh tra của Chính phủ hoặc của Bộ Tài chính với tư cách là cơ quan quản lý nợ công thống nhất cần phải được phát huy.

Nguyên tắc này thực tế đang được áp dụng đối với trường hợp vay thông qua phát hành trái phiếu, khi đó đề án phát hành trái phiếu phải được Bộ Tài chính chấp thuận bằng văn bản trước khi thực hiện. Tuy nhiên điều quan trọng là để tránh cơ chế xin-cho, quy định cũng cần ban hành các tiêu chí vay nợ trái phiếu của chính quyền địa phương mà dựa vào đó Bộ Tài chính đưa ra các báo cáo thẩm tra và có ý kiến khuyến cáo, thay vì quyền chấp thuận. Hơn nữa, trong khi các kế hoạch vay nợ phi trái phiếu không phải thông qua Bộ Tài chính thì việc phát hành trái phiếu địa phương lại phải thông qua Bộ Tài chính có thể sẽ tạo ra động cơ các địa phương tăng cường hoạt động vay nợ thay vì chứng khoán hóa các khoản nợ đó thông qua trái phiếu địa phương. Cần lưu ý rằng, trái phiếu địa phương cũng là một dạng tài sản tài chính và nó cũng góp phần làm tăng độ sâu tài chính cho thị trường trái phiếu trong nước.

Như vậy, Luật Quản lý nợ công đã tiến thêm một bước trong tiến trình mở rộng phân cấp ngân sách cho chính quyền địa phương, đặc biệt ở phương diện vay nợ để tài trợ ngân sách. Việc trao thêm quyền chủ động này là phù hợp với xu thế nâng cao tính tự chủ, tự chịu trách nhiệm cho chính quyền địa phương. Song, đi liền với việc mở rộng phân cấp ngân sách, đặc biệt là phân cấp về thẩm quyền phê duyệt kế hoạch vay nợ, thực hiện vay nợ và trả nợ cho chính quyền địa phương thì Chính phủ cũng phải tăng cường chức năng giám sát để đảm bảo nợ công nằm trong giới hạn cho phép và bền vững. Các lãnh đạo địa phương thường có vai trò quan trọng trong các quyết định vay nợ của địa phương mặc dù về mặt cơ chế có vẻ như là một quyết định tập thể (thông qua UBND hay HĐND). Chính vì vậy, điều quan trọng là phải ràng buộc được trách nhiệm và trách nhiệm giải trình cụ thể của người có thẩm quyền ra quyết định vay nợ, tránh tư duy nhiệm kỳ dẫn đến tình trạng vay nợ và đầu tư gấp gáp, dẫn đến tình trạng nợ quá mức như kinh nghiệm của Trung Quốc gần đây, hoặc ngay cả tình trạng nợ đọng xây dựng cơ bản của các chính quyền địa phương ở Việt Nam những năm qua.

Hình 26. Tổ chức quản lý nợ công ở Việt Nam



Nguồn: Tác giả sơ đồ hóa từ Luật Quản lý nợ công 2009

Về phát triển thị trường trái phiếu chính phủ

Như đã phân tích, thị trường trái phiếu chính phủ có vai trò hết sức quan trọng trong việc hỗ trợ cho nhu cầu phát hành, giao dịch và quản lý rủi ro danh mục nợ trái phiếu của

chính phủ. Chính vì vậy, trong chiến lược quản lý nợ công, điều quan trọng không thể không đề cập là phải xây dựng một thị trường trái phiếu nội địa nói chung, thị trường trái phiếu chính phủ nói riêng theo hướng ngày càng tăng dần độ sâu và thanh khoản. Rất tiếc là cả Luật Quản lý nợ công và Nghị định 79 đều không đề cập đến vai trò của việc phát triển thị trường trái phiếu chính phủ. Chỉ đến năm 2012, yêu cầu phát triển một thị trường trái phiếu chính phủ mới được đề cập trong Quyết định 958/QĐ-TTg về Chiến lược nợ công và nợ nước ngoài của quốc gia giai đoạn 2011-2020, tầm nhìn đến năm 2030. Nhìn chung các quan điểm phát triển thị trường trái phiếu chính phủ được quy định trong Quyết định 958 là phù hợp, song điều quan trọng hơn nữa là chiến lược cũng cần phải đề ra giải pháp, lộ trình và nguồn lực cho sự phát triển đó. Hơn nữa, chiến lược phát triển thị trường trái phiếu chính phủ cũng phải được đặt trong tổng thể đề án tái cơ cấu thị trường tài chính, trong đó có cả thị trường cổ phiếu và thị trường trái phiếu nội địa.

Chuẩn mực báo cáo nợ

Việt Nam hiện nay hầu như không có một chuẩn mực báo cáo nợ đầy đủ, kịp thời và chuyên nghiệp. Tính đến thời điểm hiện nay (6/2014) Bộ Tài chính mới công bố 2 bản tin nợ công, trong đó bản tin nợ công gần nhất cũng chỉ mới có số liệu đến cuối năm 2012. Kết cấu và nội dung của bản tin nợ công bất hợp lý và nghèo nàn thông tin. Chẳng hạn, toàn bộ Bản tin nợ công số 2 gồm có 20 trang, trong đó đã bao gồm 4 trang bìa (2 trang đầu và 2 trang cuối) và 2 trang trống. Nội dung quan trọng nhất của bản tin chỉ thể hiện ở ba trang (trang 11, 12, và 13), trong khi trang 14 chỉ vẽ 2 đồ thị đơn giản về cơ cấu nợ chính phủ và nợ chính phủ bảo lãnh trong nước với nước ngoài mà dữ liệu ở 2 trang trước đã trình bày. Phần còn lại của bản tin nợ công là lời nói đầu, danh mục chữ viết tắt, các thống kê tỷ giá và phần định nghĩa khái niệm. Riêng phần định nghĩa khái niệm đã chiếm đến 4 trang nhưng nội dung cũng chỉ lặp lại các khái niệm đã được định nghĩa trong các văn bản luật. Hơn nữa, nhiều thuật ngữ nợ công được giải thích nhưng không hiểu để làm gì khi phần thống kê dữ liệu nợ không có. Nói chung, phần định nghĩa này như một quyển từ điển thuật ngữ về nợ công hơn là một bản tin nợ công. Nếu so với nội dung Bản tin nợ nước ngoài (từ số 1 đến số 7) trước đó cũng do Bộ Tài chính phát hành thì các nội dung trong Bản tin nợ công sau này lại nghèo nàn hơn hẳn. Nếu so sánh với các báo cáo nợ công của nhiều nước trên thế giới, ngay cả ở những nước đang phát triển khác, thì bản tin nợ công của Việt Nam là không thể so sánh. Đây có thể xem là một sự thụt lùi trong việc thiết kế chuẩn mực báo cáo nợ công của Bộ Tài chính. Thực ra, theo đánh giá về năng lực thì Bộ Tài chính vẫn có thể thiết kế một chuẩn mực báo cáo về nợ công tốt hơn nhiều so với hiện nay, song vấn đề là động cơ liệu Bộ Tài chính có sẵn lòng cung cấp nhiều hơn các thông tin về nợ công cho công chúng hay không.

XI. Tạm kết

Cho đến trước năm 2009, các khuôn khổ pháp lý cho hoạt động quản lý nợ công của Chính phủ không đầy đủ và thiếu đồng bộ. Các quy định về vay nợ, trả nợ, sử dụng nợ vay được quy định rải rác ở nhiều nghị định, thông tư khác nhau, thiếu nhất quán và thống nhất. Từ khi Quốc hội thông qua Luật Quản lý nợ công năm 2009, Chính phủ đã nhanh chóng ban hành một loạt các quy định liên quan nhằm tạo cơ sở pháp lý cho hoạt động quản lý nợ công quốc gia. Tuy nhiên, các quy định này vẫn còn ở giai đoạn đầu triển khai và thường mất nhiều thời gian để có thể đi vào thực tiễn và phát huy tác dụng. Trong chừng mực đó, các thói

quen, các quy tắc thường lệ liên quan đến quản lý nợ trước đây sẽ vẫn chi phối. Hơn nữa, như kinh nghiệm thực thi Luật Ngân sách từ năm 2002 đến nay cho thấy, mặc dù nhìn chung các quy định trong luật ngân sách là phù hợp với nguyên tắc và chuẩn mực quản lý ngân sách quốc gia, song trên thực tế việc áp dụng các quy định đó vào thực tiễn như thế nào để phù hợp với tinh thần của Luật vẫn còn là một điều thách thức. Chẳng hạn như tính kỷ luật tài khóa, các ràng buộc ngân sách “mềm” vẫn tiếp tục diễn ra trong khi Luật Ngân sách từ khi ban hành đã cố gắng áp đặt một kỷ luật ngân sách nghiêm khắc hơn. Chính vì vậy, việc áp dụng Luật Quản lý nợ công hiện nay có khả năng cũng không phải là ngoại lệ. Chính phủ cũng như các cơ quan liên quan có thẩm quyền và trách nhiệm trong quản lý nợ công cần phải nỗ lực nhiều, đặc biệt là phải có quyết tâm và ý chí chính trị, mới có thể làm cho các tinh thần của Luật được tuân thủ một cách trọn vẹn trên thực tế.

Có một điều đáng chú ý là năm 2009, khi Luật Quản lý nợ công ra đời, cũng là từ năm đó nợ công của Việt Nam liên tục tăng cao, gây quan ngại cho nhiều người. Gánh nặng và rủi ro nợ công đã bắt đầu được người dân chú ý hơn, trong khi Chính phủ có vẻ như cũng đang cảm thấy “thấm đòn” nợ công. Năm 2014, Chính phủ phải dành một phần ngân sách không nhỏ để cho trả nợ nhưng vẫn không đủ buộc phải đi vay thêm để đảo nợ. Tình trạng đảo nợ cho thấy rằng Chính phủ đang gặp trục trặc về khả năng trả nợ của mình. Tuy nhiên, ngay cả như vậy thì các rủi ro nợ công của Việt Nam vẫn chưa thực sự được bộc lộ hết qua các con số nợ công được Bộ Tài chính công bố hiện nay. Các thách thức và rủi ro nợ công của Việt Nam nằm ở triển vọng cải cách ngân sách và giảm thâm hụt ngân sách; các ràng buộc ngân sách lỏng lẻo, cùng với tình trạng thiếu kỷ cương, kỷ luật tài khóa; tăng trưởng kinh tế chậm lại trong khi các nỗ lực tái cơ cấu kinh tế có vẻ như đang bị trì hoãn; các khoản chi cho đầu tư từ ngân sách và nguồn trái phiếu chính phủ quá lớn và nhưng hiệu quả đầu tư lại quá thấp do tình trạng “ống bơ thùng”; bản thân các SOEs cũng đi vay nợ quá nhiều trong khi kết quả hoạt động lại nghèo nàn, làm tăng nghĩa vụ nợ tiềm ẩn cho ngân sách; nợ nước ngoài quá cao cũng gây sức ép lên chính sách tỷ giá, trong khi cơ chế tỷ giá hiện nay vừa khuyến khích vay nợ mới vừa làm giảm động lực cho việc gây dựng và nuôi dưỡng ngành công nghiệp phụ trợ trong nước, v.v...

Các thách thức này không thể chỉ được giải quyết bằng chính sách quản lý nợ trong khuôn khổ của Luật Quản lý nợ công đã có cũng như các quy định kèm theo đó. Các quy định quản lý nợ công hiện nay nếu được áp dụng tốt nhất cũng chỉ giúp cho Việt Nam quản lý tốt hơn các khoản nợ công của mình và từ đó phần nào giảm được một số rủi ro liên quan, song nó vẫn không đủ và không thể loại bỏ hết được các nguyên nhân hình thành nợ công vốn có nguồn gốc sâu xa ở phương diện thượng tầng thể chế kinh tế. Việt Nam sẽ không thể giảm được gánh nặng nợ công nếu chừng nào kinh tế không thể tăng trưởng được một cách bền vững. Chính vì vậy, các nỗ lực kiểm soát không làm cho quy mô nợ công tăng lên và tăng nhanh là quan trọng, song vấn đề quan trọng hơn là phải thúc đẩy được tăng trưởng kinh tế nhanh và bền vững. Do đó, các nỗ lực tái cấu trúc kinh tế hiện nay, đặt trọng tâm vào cải cách thể chế, phải được tiến hành một cách mạnh mẽ và dứt khoát hơn nếu muốn thoát khỏi mối lo đổ vỡ của bong bóng nợ công, và cả mối nguy của bẫy thu nhập trung bình mà Việt Nam có thể sẽ dẫm phải./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Austin D. A., and Levit M. R. (2013), The Debt Limit: History and Recent Increases. Congressional Research Service 7-5700.
2. Barro R. J. (1999), Notes on Optimal Debt Management. Harvard University.
3. Bartkowiak (2008). Public debt management. Theory and practice in the EU countries.
4. Brownlee H. and Scott O. (1963), Utility, Liquidity, and Debt Management, *Econometrica*, XXXI, 349-62.
5. Các bản tin nợ công và nợ nước ngoài của Bộ Tài chính.
6. Cherif R. and Hasanov R. (2012), Public Debt Dynamics: The Effects of Austerity, Inflation, and Growth Shocks. IMF Working Paper WP/12/230.
7. Cohen, J., (1955), A Theoretical Framework for Treasury Debt Management, *American Economic Review*, 45, 320-344.
8. Currie, Dethier and Togo (2003), Institutional Arrangement for Public Debt Management. World Bank Policy Research Working Paper 3021, April 2003.
9. Dadush U. et al. (2010), Paradigm Lost: the Euro in Crisis. Carnegie Endowment.
10. Denes M., Eggertsson G. E., Gibukh S. (2012), Defi cits, Public Debt Dynamics, and Tax and Spending Multipliers. Federal Reserve Bank of New York. Staff Report No. 551.
11. Đỗ Thiên Anh Tuấn (2010), Khủng hoảng tiền tệ: Vấn đề Việt Nam và một số gợi ý chính sách. Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright.
12. Đỗ Thiên Anh Tuấn (2013), Tương lai nợ công của Việt Nam: Xu hướng và Thử thách. WP201304, Chương trình Giảng dạy kinh tế Fulbright.
13. Dooley M. P. (2000), Debt Management and Crisis in Developing Countries. *Journal of Development Economics*, Vol. 63 (2000) 45-58.
14. ECB (2005), Government Debt Management in the Euro Area-Recent Theoretical Developments and Changes in Practices. By Guido Wolswijk and Jakob de Haan. Occasional Paper Series N.25.
15. ECB (2010), The Impact of High and Growing Government Debt on Economic Growth: an Empirical Investigation for the Euro Area. By Cristina Checherita and Philipp Rother. Working Paper Series No. 1237.
16. Eichengreen et al. (2011), Public Debt: Nuts, Bolts, and Worries. Geneva Reports on the World Economy 13. ICMB, Centre for Economic Policy Research. ISBN: 978-1-907142-31-4.
17. Favero C., Alessandro M. và Gustavo Piga (2000), EMU and Public Debt Management: One Money, One Debt? Centre for Economic Policy Research Policy Paper.
18. Friedman, B.M., (1978), Crowding Out or Crowding In? The Economic Consequences of Financing Government Deficits. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1978:3, 593-654
19. Garcia et al. (2000), Debt management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead. Policy Research Working Paper Series 2402, The World Bank.

19. Gill I. and Pinto B. (2005), Public Debt in Developing Countries: Has the Market-Based Model Worked? World Bank Policy Research Working Paper 3674.
20. Golebiowski và Bartkowiak (2010), Governance of the Public Debt Management Agency in Selected OECD Countries.
21. Goto Yasuo (2008), Governance of the Management of Public Debt in Japan. Policy Research Institute, Ministry of Finance, Japan. Public Policy Review, Vol. 4, No.1, December.
22. Grechyna D. (2012), Public Corruption and Public Debt: Some Empirical Evidence. University of Auckland, Department of Economics.
23. Harvard Kennedy School and FETP (2012), Bài thảo luận chính sách *Cải cách cơ cấu vì mục tiêu tăng trưởng, công bằng và chủ quyền quốc gia*. Chương trình Lãnh đạo cao cấp Việt Nam (VELP), tháng 2/2012.
24. Harvard Kennedy School and FETP (2013), Bài thảo luận chính sách *Khởi thông những nút thắt thể chế để phục hồi tăng trưởng*. Chương trình Lãnh đạo cao cấp Việt Nam (VELP), tháng 8/2013.
25. Honkapohja S. (2013), The Euro Crisis: a View from the North. Bank of Finland Research, Discussion Papers.
26. IMF (2000), Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies (MFP Transparency Code)".
27. IMF (2013), Public Sector Debt Statistics – Guide for Compilers and Users.
28. IMF (2014a), Revised Guidelines for Public Debt Management.
29. IMF (2014b), Fiscal Monitoring.
30. Lê Đăng Doanh (2014), “Cảnh báo sau nghi án tham nhũng”. Báo Tia Sáng.
31. Lora E. and Olivera M. (2006), Public Debt and Social Expenditure: Friends or Foes? Inter-American Development Bank, Working Paper #563.
32. Mansori 2010, What Really Caused the Eurozone Crisis?
33. Melecky M. (2007), A Cross-Country Analysis of Public Debt Management Strategies. Policy Research Working Paper 4287.
34. Mongolli F.P. (2013), The Mutating Euro Area Crisis: Ss the Balance between “Sceptics” and “Advocates” Shifting? Occasion Paper Series, No. 144. ECB Feb 2013.
35. Musgrave, R.A., (1959), The Theory of Public Finance, McGraw-Hill Book Company, New York.
36. OECD (2010), “Economic Survey of the Euro Area”, OECD, Paris.
37. Phạm Thế Anh (2013), Nợ công của Việt Nam: Nguồn hình thành và rủi ro vĩ mô.
38. Roley, V.V., (1979), A Theory of Federal Debt Management". American Economic Review, 69, 915-926.
39. Rolph, E. R. (1957), "Principles of Debt Management," American Economic Review, XLVII, 302-20.
40. Shambaugh, J.C. (2012), “The Euro’s Three Crises”, Brookings Papers on Economic Activity, Spring.
41. Soros, G. (2012a), “The Tragedy of the European Union and How to Resolve It”, The New York Review of Books, <http://www.nybooks.com/articles/archives/2012/sep/27/tragedy-europeanunion-and-how-resolve-it/>

42. Tobin J. (1963), An Essay on the Principles of Debt Management," Commission on Money and Credit, *Fiscal and Debt Management Policies*, Englewood Cliffs: Prentice-Hall.
43. Tobin, J. (1963), "An Essay on Principles of Debt Management", *Fiscal and Debt Management Policies*, Englewood Cliffs.
44. Togo, E. (2007). Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies: An Analytical Framework. manuscript, Banking and Debt Management Department, World Bank. Washington, D.C.
45. Tokuka K. (2010), The Outlook for Financing Japan's Public Debt. IMF Working Paper WP/10/19.
46. Udaibir S. D., Michael G. P., Christoph T. (2012), Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Review Survey, Data, and Stylized Facts. IMF Working Paper WP/12/203.
47. UNCTAD (2002), Role and Organization of a Debt Office. By Borresen and Pascal. UN, New York and Geneva.
48. UNCTAD (2008), Domestic and External Public Debt in Developing Countries. Discussion Paper No. 188.

PHỤ LỤC

Phụ lục 1. Tổng thu và chi chính phủ ở một số nước/nhóm nước năm 2013 (% GDP)

TT	Quốc gia	Thu của chính phủ	Chi của chính phủ	TT	Quốc gia	Thu của chính phủ	Chi của chính phủ
1	Na Uy	56.4%	44.1%	20	Trung bình TG	31.7%	33.6%
2	Đan Mạch	54.8%	57.6%	21	Nhật Bản	31.6%	41.4%
3	Phần Lan	54.2%	56.2%	22	Mới nổi và ĐPT	27.8%	29.7%
4	Pháp	52.9%	56.6%	23	Việt Nam	25.0%	29.0%
5	Thụy Điển	49.9%	50.7%	24	Malaysia	24.0%	28.1%
6	Ý	48.2%	50.8%	25	Hàn Quốc	23.3%	20.9%
7	Eurozone	46.5%	49.4%	26	Singapore	22.8%	17.8%
8	Đức	44.4%	44.7%	27	Trung Quốc	22.1%	24.2%
9	Hy Lạp	43.0%	47.5%	28	Thái Lan	21.6%	24.3%
10	Bồ Đào Nha	42.6%	48.1%	29	Đang PT châu Á	21.3%	24.4%
11	Anh	38.6%	45.6%	30	Hồng Kông	20.3%	18.6%
12	G7	37.1%	42.9%	31	ASEAN 5	20.0%	22.8%
13	Tây Ban Nha	37.1%	43.7%	32	Myanmar	19.8%	25.0%
14	Nga	36.2%	36.5%	33	Lào	19.7%	22.2%
15	New Zealand	34.6%	36.5%	34	Ấn Độ	19.5%	27.8%
16	Úc	34.5%	35.6%	35	Đài Loan	19.0%	22.0%
17	Ai Len	34.0%	41.6%	36	Philippines	18.1%	18.9%
18	Thụy Sĩ	33.2%	33.0%	37	Indonesia	17.6%	20.5%
19	Mỹ	32.9%	39.5%	38	Cam-pu-chia	16.6%	19.4%

Nguồn: Cơ sở dữ liệu thống kê tài chính quốc tế của IMF

Phụ lục 2. Cơ cấu vốn đầu tư xã hội (tỉ VND)

	2001-05	2006-10	2011	2012	2013e
Tổng đầu tư xã hội	1243.9	3132.7	924.5	1010.1	1075.5
<i>So với GDP (%)</i>	39	42.7	33.3	31.1	29.1
Đầu tư công	664.2	1341.6	341.6	394.5	403.6
<i>Tỷ trọng</i>	53.4%	42.8%	36.9%	39.1%	37.5%
Vốn đầu tư từ nguồn NSNN	285.3	664.5	178	205	201.6
<i>Tỷ trọng</i>	22.9%	21.2%	19.3%	20.3%	18.7%
Vốn TPCP	19.5	169.2	44.9	62.2	57.8
<i>Tỷ trọng</i>	1.6%	5.4%	4.9%	6.2%	5.4%
Vốn tín dụng nhà nước	174.2	197	69.2	40.3	53.4
<i>Tỷ trọng</i>	14.0%	6.3%	7.5%	4.0%	5.0%
Đầu tư của DNNN	185.2	310.9	49.5	87	90.8
<i>Tỷ trọng</i>	14.9%	9.9%	5.4%	8.6%	8.4%
Vốn đầu tư nhân	579.7	1791.1	582.9	615.6	671.9
<i>Tỷ trọng</i>	46.6%	57.2%	63.1%	60.9%	62.5%
Đầu tư tư nhân trong nước	403.7	1155.4	356	385	407.4
<i>Tỷ trọng</i>	32.5%	36.9%	38.5%	38.1%	37.9%
Đầu tư trực tiếp nước ngoài	176	606.2	226.9	218.6	241.5
<i>Tỷ trọng</i>	14.1%	19.4%	24.5%	21.6%	22.5%
Đầu tư khác		29.5		12	23
<i>Tỷ trọng</i>		0.9%		1.2%	2.1%

Nguồn: Số liệu của Bộ Kế hoạch và Đầu tư