

Bài 21

## Nợ nước ngoài, nợ công và bất ổn tài chính - Hàm ý chính sách



*"The time bomb was the debt burden and grotesquely high interest rates being carried by the Third World to the profit of the Western banks."*

*"If you owe your bank a hundred pounds, you have a problem. But if you owe your bank a million pounds, it has." - John Maynard Keynes*

*"If you owe your bank a billion pounds everybody has a problem." - The Economist*

## Chúng ta đã và đang chứng kiến

- Nợ nước ngoài và **khủng hoảng nợ** thập niên 1980s
- **Khủng hoảng tài chính** thị trường mới nổi thập niên 1990s

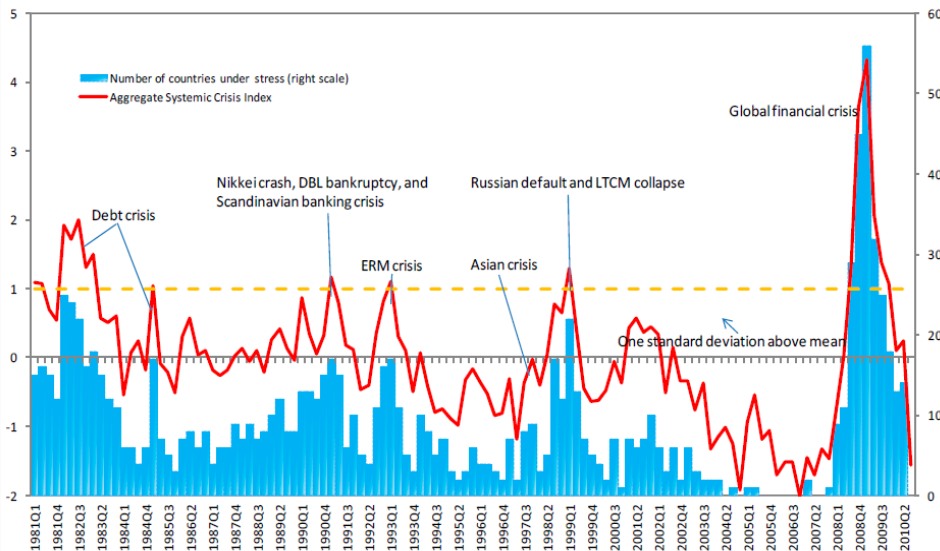
### Khủng hoảng 2007-08 khởi nguồn ở Hoa Kỳ:

*“Cuộc khủng hoảng 2007-08 không giống như những gì chúng ta đã từng nhìn thấy trước đây – nó dường như tương tự như mọi thứ chúng ta đã từng thấy trước đây, tất cả cùng xảy ra một lúc”.*

Paul Krugman (2009)

### 2009 - đến nay: Nợ công châu Âu và nguy cơ suy thoái toàn cầu

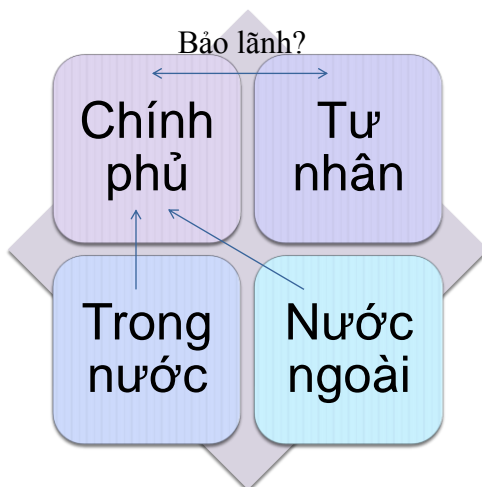
Figure 2. Systemic Crisis Index and Countries under Stress 1/



1/ The aggregate systemic crisis index is a simple average of each country's (normalized) systemic crisis index, defined as the simple average of normalized quarterly FSI (for advanced economies) or EMP (for emerging markets) and normalized quarterly real GDP growth (yoy). A country is under stress if its systemic crisis index is above one standard deviation from its mean.

Source: Forthcoming Board paper on the *Role of Global Financial Safety Nets in Systemic Crises*<sup>1</sup>

## Khái niệm - Nợ công



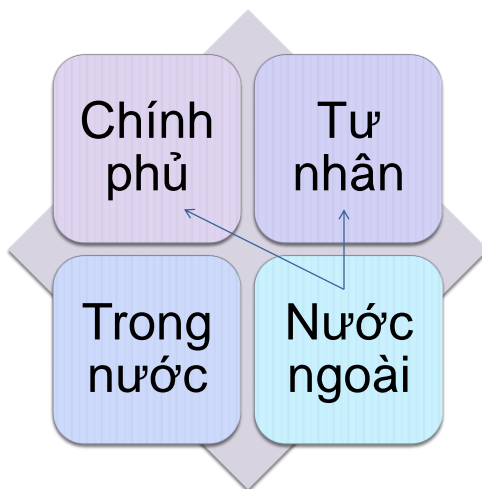
*Tất cả các khoản nợ của chính phủ và nợ được bảo lãnh bởi chính phủ (IMF).*

## Điều 9. Hạn mức nợ công

Thông tư Bộ Tài Chính, Số: 56/2011/TT-BTC, 29/04/2011

1. Hạn mức nợ công là mức trần tỷ lệ giữa số dư nợ công tại từng thời điểm so với GDP được cấp có thẩm quyền quyết định.
2. Cơ cấu hạn mức nợ công, bao gồm:
  - a) **Nợ của Chính phủ** bao gồm cả nợ trong nước và nước ngoài ;
  - b) **Nợ của các doanh nghiệp**, tổ chức được Chính phủ **bảo lãnh** bao gồm cả trong nước và nước ngoài.
  - c) **Nợ của chính quyền địa phương** phát sinh từ việc phát hành, uỷ quyền phát hành trái phiếu chính quyền địa phương, vay từ các nguồn tài chính hợp pháp khác theo quy định của pháp luật.

## Khái niệm - Nợ nước ngoài



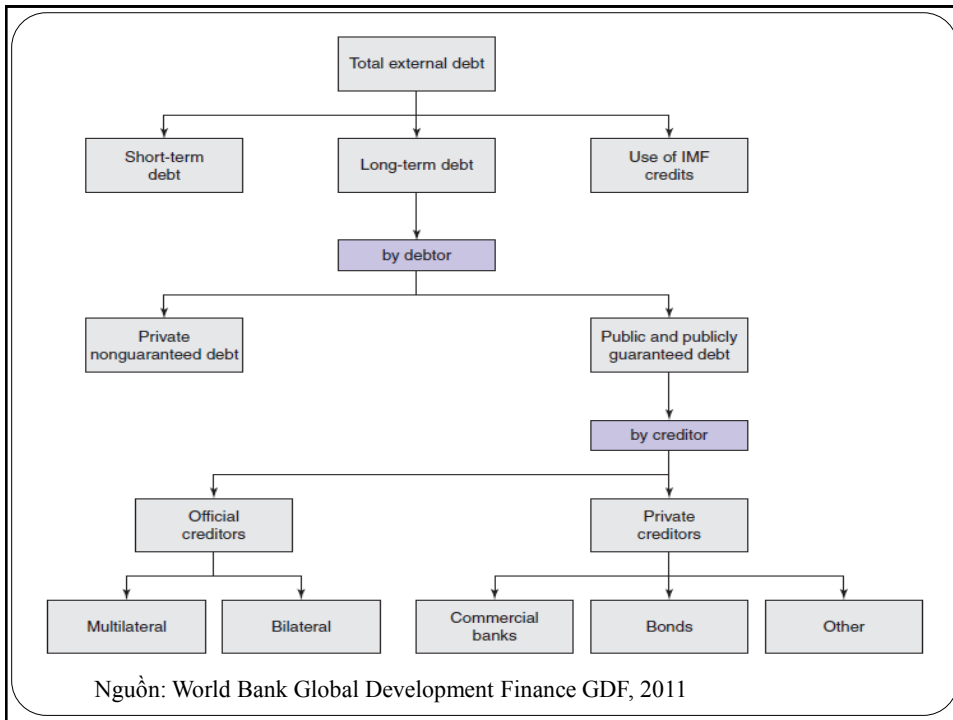
## Nợ nước ngoài hay nợ bên ngoài - External Debt

Ba cách định nghĩa:

1. Nợ *ngoại tệ* (foreign currency debt).
2. Nợ mà *chủ nợ không phải là cư dân* (debts owed to non-residents).
3. Nợ *phát hành ở các nước bên ngoài*.

Nguồn: UNCTAD/ OSG/DP/2010/3

Vấn đề: số liệu thống kê và mức độ phù hợp



## Ổn định tài chính – Financial Stability

Ổn định thị trường tài chính, thể hiện **mức biến động thấp của các chỉ báo tài chính và kinh tế:**

- Giá cả, cung tiền, tín dụng cho khu vực tư, tỷ giá hối đoái, giá cổ phiếu, sinh lợi trái phiếu, lãi suất, tỷ lệ hoán đổi tiền tệ, và tương tác giữa chúng.
- Biến động chỉ số chứng khoán, sinh lợi trái phiếu, hợp đồng tương lai các mặt hàng nhập lượng quan trọng (dầu, đồng...), và các hợp đồng công cụ phái sinh...

Udaibir S. Das, Michael Papapioannou, Guilherme Pedras, Faisal Ahmes, and Jay Surti (2010)

## Ổn định tài chính – Financial Stability

Schinasi (2004) đưa ra 3 quan sát có thể được sử dụng định nghĩa *ổn định tài chính*:

1. Khái niệm rộng lớn bao gồm các khía cạnh khác nhau về tài chính (CSHT, định chế, thị trường).
2. Nguồn lực, rủi ro được phân bổ và định giá hiệu quả, và hệ thống thanh toán thực hiện chức năng trơn tru.
3. Không chỉ không xuất hiện khủng hoảng tài chính mà còn có *khả năng tránh, ngăn chặn, đối phó với bất cân bằng đe dọa* hệ thống và các tiến trình kinh tế.

## Thâm hụt ngân sách và nợ công

- Quan hệ vĩ mô:
  - $(Sp - I) + (T - G) = (X - M)$
  - BOP: CA, KA và FR
  - Các trường hợp có thể xảy ra
  - Đây là nguyên nhân và đây là kết quả?
- Thâm hụt ngân sách =  $T - G < 0$ 
  - Tài trợ:
    - Thuế
    - Vay (trong, ngoài)
    - In thêm tiền
  - Hệ quả từng lựa chọn tài trợ?

## Ba triết lý về ngân sách

- Ngân sách *cân bằng hàng năm* (The annually balanced budget)
- Ngân sách *cân bằng theo chu kỳ* (The cyclically balanced budget)
- Ngân sách đóng vai trò *tài chính chức năng* (Functional finance)
  - Chính sách tài khóa nhằm đạt GDP toàn dụng mà không làm tăng lạm phát bất kể nó tác động đến tình trạng nợ công

## Các quan tâm

- *Chính phủ không thể bị phá sản*
  - Không cần tăng thuế cũng như in tiền mà có thể tái tài trợ bằng bán trái phiếu
  - Quyên lức chính sách thuế và thu thuế
- *Gánh nặng nợ thế hệ tương lai*
  - Nợ công liên quan quan đến *nghĩa vụ* người đóng thuế và *tài sản* của người giữ trái phiếu (hiện tại và tương lai)
  - Phân phối thu nhập
  - Gánh nặng thuế và giảm động cơ làm việc
  - Nợ nước ngoài và gánh nặng kinh tế người dân trong nước
- *Nợ công và “sự lấn át” đầu tư tư nhân*

## Các quan tâm

- Ảnh hưởng tích cực nợ công
  - Đầu tư công (CSHT, giáo dục, y tế...) nâng cao năng lực sản xuất tương lai
  - Đầu tư công giúp đầu tư tư nhân trở nên hấp dẫn hơn (đường xá tốt hơn giúp vận chuyển hàng hóa thuận lợi)

## The global debt clock (The Economist)

Our interactive overview of government debt across the planet

19/09/2011 – 3:52 PM

\$ 4 0, 2 7 2, 8 7 8, 2 8 2, 7 8 0

14/10/2011 – 3:05 PM

\$ 4 0, 4 3 2, 6 6 7, 8 9 5, 8 9 4

09/11/2011 – 2:50 PM

\$ 4 0, 5 9 9, 0 0 1, 3 1 8, 3 9 7

01/12/2011 – 2:50 PM

\$ 4 0, 7 3 9, 8 0 1, 3 2 5, 0 3 7



## Nợ công, chuyển nhức nhỏi

Lê Hoàng Hải (DNSG cuối tuần) - 03/09/2011

- 31/12/2010, nợ nước ngoài (chính phủ và các khoản vay của doanh nghiệp được chính phủ bảo lãnh) lên đến 32,5 tỉ USD (#42,2%GDP).
- Đến 2015 mỗi năm trả nợ gốc và lãi 1,5 tỉ USD, mức trả nợ cao nhất vào 2020: 2,4 tỉ USD.
- Năm 2011, nợ công (vay nước ngoài lẫn trong nước): 1.375 tỉ đồng, # 58,7% GDP.
- 2020, nợ công # 100% GDP (theo cách tính WB và IMF sẽ cao hơn).

## Nợ công Việt Nam có thực sự an toàn?

Nguyễn Minh Phong , 20/04/2012

- Qui mô nợ tăng nhanh vượt dự báo
- Điều kiện vay nợ ngày càng ngặt nghèo hơn
- Dịch vụ nợ tăng nhanh, hệ số an toàn nợ giảm
- *Đầu tư công cao và kém hiệu quả trong bối cảnh tiết kiệm của Việt Nam giảm là một trong những nguyên nhân chính dẫn đến lạm phát tăng, lãi suất thị trường tăng cao và nhất là làm nợ công tăng nhanh. Đặc biệt, nợ của DNNN đang và sẽ gia tăng không chỉ tạo hệ quả tăng nợ công, mà còn làm tăng nợ xấu ngân hàng và chuỗi nợ liên hoàn, cùng tình trạng chiếm dụng vốn lẫn nhau.*

## Tính bền vững của nợ

- Nợ bền vững = nợ có thể trả mà không cần:
  - tài trợ ngoại lệ (bảo lãnh đặc biệt); và
  - điều chỉnh lớn thu nhập, chi tiêu tương lai
- Vấn đề quan tâm:
  - *Khả năng trả nợ*
  - *Tính bền vững của nợ*
    - Nợ bao nhiêu?
      - Tổng nợ (mệnh giá toàn bộ nợ)
      - Dịch vụ nợ (vốn gốc + lãi đến hạn)
    - *Năng lực trả nợ*
      - GDP (năng lực sản xuất),
      - Xuất khẩu (khả năng tạo ngoại tệ, dự trữ ngoại hối)
      - Số thu thuế (huy động từ hộ gia đình, doanh nghiệp)
- Nợ bao nhiêu thì bị trục trặc? *Không có câu trả lời*
- Các chỉ báo này sẽ diễn ra như thế nào khi có dấu hiệu bất ổn hay khủng hoảng ?

## Các chỉ báo tính bền vững của nợ

*The joint World Bank–International Monetary Fund (IMF) Debt Sustainability Framework (DSF) was introduced in April 2005, and is periodically reviewed,*

	Institutional strength and quality of policies		
	Weak CPIA<3.25	Medium 3.25<CPIA<3.75	Strong CPIA>3.75
NPV of debt-to-GDP	<b>30</b>	<b>40</b>	<b>50</b>
NPV of debt-to-exports	<b>100</b>	<b>150</b>	<b>200</b>
NPV of debt-to-revenue	<b>200</b>	<b>250</b>	<b>300</b>
Debt service-to-exports	<b>15</b>	<b>20</b>	<b>25</b>
Debt service-to-revenue	<b>25</b>	<b>30</b>	<b>35</b>

Notes: Thresholds apply to public and publicly guaranteed (PPG) external debt, only. The Country Policy and Institutional Assessment (CPIA) assesses the quality of a country's present policy and institutional framework. "Quality" means how conducive that framework is to fostering sustainable, poverty-reducing growth and the effective use of development assistance.

## Nợ chính phủ ở một số nước tiên tiến (% GDP)

	United States	Japan	Greece	Ireland	Portugal	Spain
<b>Government gross debt, 2011, %GDP (ước tính)</b> (Nợ gộp của chính phủ)	100	229	152	114	91	64
<b>Government net debt, 2011, %GDP (ước tính)</b> (Nợ ròng của chính phủ)	72	128	n.a.	95	86	53
<b>Government debt held abroad, 2010</b> (Nợ bên ngoài của chính phủ so tổng nợ gộp)	32	7	61	59	57	50
<b>GDP (2009, tỷ USD)</b> Cả thế giới: 57920	14119	5033	327	222	234	1468

Nguồn: Global Financial Stability Report, IMF, April 2011

## Nợ công ở mức 60% sẽ là “giới hạn an toàn”? (Vneconomy.vn - Thứ năm, 30/12/2010)

- Theo Ủy ban Tài chính - Ngân sách, các nước phát triển cũng như các nước đang phát triển đều vay nợ. Giới hạn nợ được cho là an toàn ở mỗi nước cũng khác nhau, không có công thức hay tỷ lệ chung cho nợ chính phủ, nợ nước ngoài của quốc gia, cũng như nợ công của mọi nền kinh tế mà **tùy thuộc vào khả năng kinh tế, tài chính của từng nền kinh tế, đặc biệt là tùy thuộc vào hiệu quả sử dụng vốn vay và khả năng trả nợ khi đến hạn**. Tuy nhiên, theo khuyến cáo của một số nhà kinh tế và kinh nghiệm một số nước, thì **nợ công ở mức 60% GDP là giới hạn an toàn**.

Ngày 8/11/2011, Quốc hội đã thông qua nâng trần Nợ công của Việt Nam đến 2015 không quá 65% GDP. (Nguyễn Minh Phong, 2011)

## Ngưỡng nợ là quan trọng?

Benedict Bingham (2010)

Nhiều nước phải đối mặt khủng hoảng tài khóa với mức nợ thấp hơn ngưỡng nợ:

- Argentina (2001; 45% GDP, FX debt)
- Ukraine (2007; 13% GDP; SOE debt)
- Thailand (1996; 15% GDP; corporate/banking system)
- Venezuela (1981; 15% GDP, short term debt)
- Romania (2007; 20% GDP; fiscal deficit)

## Cơ cấu nợ và khủng hoảng nợ

- Khủng hoảng thập niên 1990s cho thấy rủi ro cao đi kèm với vay **nợ ngắn hạn** và **vay bằng ngoại tệ**.
- Mức nợ công (so GDP) bình quân nước đang phát triển thường thấp hơn nước phát triển, nhưng không nói lên khả năng khủng hoảng.
  - Nhật vẫn an toàn với mức nợ rất cao (cơ cấu nợ và lãi suất gần 0%).
  - Các nước đang phát triển rơi vào khủng hoảng nợ khi tỷ lệ nợ/GDP khoảng 30%.

(Reinhart, Rogoff and Savastano, 2003).

## Cơ cấu nợ và *chất lượng thể chế* và *chính sách* với khủng hoảng nợ

- *Nợ ngoại tệ làm giảm tính bền vững nợ*  
(Eichengreen and Hausmann, 1999; Eichengreen, Hausmann and Panizza, 2003).
- *Nợ ngắn hạn tương quan với xác suất xảy ra khủng hoảng nợ*  
(Detragiache and Spilimbergo, 2001).
- *Cơ cấu nợ xấu không phải là nguyên nhân căn cơ của khủng hoảng nợ. Có quan hệ giữa cơ cấu nợ với chất lượng chính sách và thể chế*  
(Burger and Warnock, 2006; Guscina and Jeanne, 2006; and Claessens, Klingebiel and Schmukler, 2007)

**Managing Public Debt and Its Financial Stability Implications**  
Udaibir S. Das, Michael Papapioannou, Guilherme Pedras, Faisal Ahmes, and Jay Surti (2010)

Quan hệ giữa nợ công và ổn định tài chính

- **Ổn định tài chính** = f (...)
  - ✓ *Trữ lượng nợ*
  - ✓ *Thành phần và cơ cấu nợ* (thành phần công cụ nợ và kỳ hạn thanh toán)
  - ✓ *Thành phần và cơ sở phía nhà đầu tư* (ngân hàng, quỹ đầu tư, nhà đầu tư trong/ngoài nước, ...)
  - ✓ *Giai đoạn phát triển của thị trường vốn* (cấu trúc thị trường vốn và nợ)
  - ✓ *Các yếu tố thể chế* (khuôn khổ luật pháp, phối hợp cơ quan quản lý nợ và chính sách tài khóa tiền tệ, hệ thống thông tin và chất lượng đội ngũ...)

## Managing Public Debt and Its Financial Stability Implications

Udaibir S. Das, Michael Papapioannou, Guilherme Pedras, Faisal Ahmes, and Jay Surti (2010)

Cơ cấu nợ không bền vững và quản lý nợ yếu kém tác động đến nhận thức rủi ro quốc gia của nhà đầu tư và gia tăng áp lực bất ổn tài chính.

- **Quản lý nợ** yếu kém làm xấu đi sự ổn định tài chính.
- **Bất ổn tài chính** làm trầm trọng khả năng vỡ nợ.
- **Rủi ro vỡ nợ** gia tăng làm **giảm khả năng của chính phủ** trong việc hỗ trợ sự ổn định tài chính.

## Bài học

1. Cảnh giác **tự do hoá tài chính** nhanh chóng và cần thiết xây dựng thể chế vững mạnh
2. Tính dễ tổn thương của **tỷ giá cố định**, dòng vốn tư nhân chảy vào lớn
3. Khác biệt giữa FDI, vốn dài hạn, **ngắn hạn**
4. Tình trạng bị **tấn công** giảm thông qua giảm dòng vốn ngắn hạn, tích lũy **dự trữ ngoại hối**
5. **Phản ứng** của thị trường tài chính và cộng đồng quốc tế có thể làm tăng tính khốc liệt
6. Vấn đề của **nợ công và ổn định tài chính không chỉ là cố gắng giảm trừ lượng nợ so GDP**, mà còn là thành phần và cơ cấu nợ, ổn định tâm lý nhà đầu tư, phát triển thị trường vốn và phát triển thể chế .

## Câu hỏi 1

- *Ngưỡng nợ là quan trọng và an toàn?*



## Câu hỏi 2

- *“Các nước phát triển cũng như các nước đang phát triển đều vay nợ. Giới hạn nợ được cho là an toàn ở mỗi nước cũng khác nhau, không có công thức hay tỷ lệ chung cho nợ chính phủ, nợ nước ngoài của quốc gia, cũng như nợ công của mọi nền kinh tế mà tùy thuộc vào khả năng kinh tế, tài chính của từng nền kinh tế, đặc biệt là tùy thuộc vào hiệu quả sử dụng vốn vay và khả năng trả nợ khi đến hạn. Tuy nhiên, theo khuyến cáo của một số nhà kinh tế và kinh nghiệm một số nước, thì nợ công ở mức 60% GDP là giới hạn an toàn...”*

Ba quan điểm đồng ý và không đồng ý của bạn là gì? Giải thích thật đầy đủ vì sao?

### Câu hỏi 3

- “Các nước phát triển cũng như các nước đang phát triển đều vay nợ. Giới hạn nợ được cho là an toàn ở mỗi nước cũng khác nhau, không có công thức hay tỷ lệ chung cho nợ chính phủ, nợ nước ngoài của quốc gia, mà tùy thuộc vào...”. Theo bạn, sẽ tiếp nối câu lập luận này nên là những gì và giải thích rõ vì sao?

### Câu hỏi 4

- “Vấn đề của nợ công và ổn định tài chính không chỉ là cố gắng giảm trừ lượng nợ so GDP, mà còn là thành phần và cơ cấu nợ, ổn định tâm lý nhà đầu tư, phát triển thị trường vốn và phát triển thể chế”.
1. Giải thích rõ vì sao ngưỡng nợ không phải là tất cả?
  2. Chi tiết hơn hàm ý của từng ý được liệt kê bên cạnh trừ lượng nợ so GDP của lập luận trên?
  3. Mối quan hệ giữa nợ công và ổn định tài chính diễn ra như thế nào?
  4. Bài học gì cho vấn đề nợ công Việt Nam?