

NỢ CÔNG VIỆT NAM: RỦI RO VÀ THÁCH THỨC

Phạm Thế Anh[†]

Dẫn nhập

Kinh tế Việt Nam đang trải qua những năm tháng có lẽ được coi là khó khăn nhất kể từ sau khi bắt đầu đổi mới vào những năm đầu thập niên 1990. Những biến động của kinh tế thế giới gần đây đã làm bộc lộ những khiếm khuyết cố hữu của nền kinh tế đang say sưa với mục tiêu tăng trưởng cao trước mắt mà coi nhẹ sự ổn định lâu dài. Tăng trưởng kinh tế đã có dấu hiệu chậm lại, đồng thời giá cả leo thang dai dẳng. Đặc biệt, những mất cân đối được coi là gây rủi ro với tăng trưởng và sự ổn định dài hạn như thâm hụt thương mại và nợ công đang ngày càng tăng nhanh.

Việt Nam, cũng như nhiều quốc gia đang phát triển khác, đang có nhu cầu vay nợ cao để thực hiện nhiều dự án kinh tế - xã hội khác nhau. Thông thường, có nhiều lý do để các nhà hoạch định chính sách tham gia vào các chương trình vay nợ lớn ví dụ như: đầu tư vào cơ sở hạ tầng công cộng nhằm làm tăng năng lực sản xuất của nền kinh tế; chi tiêu cho y tế và giáo dục nhằm làm tăng nguồn vốn con người và thúc đẩy tăng trưởng trong dài hạn; hoặc đơn giản là tạm thời thực hiện các chính sách tài khóa mở rộng nhằm chống lại các chu kỳ suy thoái kinh tế. Tuy nhiên, các cuộc khủng hoảng nợ ở các nền kinh tế mới nổi trong thập kỷ 1990 và gần đây là khu vực châu Âu với những hậu quả nghiêm trọng của chúng đang là bài học quý giá nhắc nhở các quốc gia cần cẩn trọng với các quyết định ngân sách của mình.

Trong bài báo này, trước tiên chúng tôi cố gắng đánh giá tổng quan về thực trạng nợ công, đặc biệt là nợ nước ngoài của Việt Nam trong những năm gần đây, đồng thời phân tích những rủi ro có thể có. Tiếp theo, những phân tích về mối quan hệ giữa công với các biến số vĩ mô cơ bản khác như tăng trưởng và lạm phát cũng được xem xét. Cuối cùng, bài viết cố gắng đưa ra một vài dự báo đối với nợ công của Việt Nam trong thời gian tới.

[†]Giảng viên khoa Kinh tế học & Viện Chính sách Công và Quản lý, Đại học Kinh tế Quốc dân. Email: pham.theanh@neu.edu.vn.

Những con số không nhất quán

Theo luật quản lý nợ công áp dụng từ ngày 01/01/2010, khái niệm nợ công bao gồm các khoản nợ của Chính phủ, nợ được Chính phủ bảo lãnh, và nợ của chính quyền địa phương. Tổng nợ công có thể được phân tách thành nợ trong nước và nợ nước ngoài. Trong đó nợ nước ngoài là những khoản nợ bằng các loại ngoại tệ khác nhau thông qua các hợp đồng song phương, đa phương hoặc qua thị trường tài chính quốc tế. Tình trạng tài khóa của khu vực công và hoạt động của mỗi nền kinh tế có mối quan hệ chặt chẽ với nhau thông qua những biến số kinh tế vĩ mô cơ bản. Nguyên nhân chủ yếu của nợ trong nước là do tình trạng thâm hụt ngân sách kéo dài. Ngược lại, nợ nước ngoài phát sinh khi có sự thiếu hụt của tiết kiệm so với đầu tư trong nước. Sự gia tăng nhanh của nợ công cũng sẽ làm giảm hiệu quả của các chính sách tiền tệ, tài khóa, và tỷ giá hối đoái.

Thâm hụt ngân sách hàng năm được định nghĩa là sự chênh lệch giữa tổng thu và tổng chi trong năm đó của Chính phủ. Trong khi đó, nợ công được tính toán dựa trên giá trị cộng dồn của các khoản thâm hụt ngân sách qua các năm. Thống kê về thâm hụt ngân sách và nợ công của Việt Nam hiện có nhiều nguồn khác nhau. Số liệu từ Bộ Tài Chính (MoF) những năm gần đây cho thấy một điều đáng ngạc nhiên là con số thâm hụt ngân sách từ quyết toán ngân sách nhà nước (NSNN) luôn trùng sát với số liệu dự toán ban đầu! Thâm hụt ngân sách theo quyết toán NSNN luôn dao động quanh mức 5% GDP, ngoại trừ năm 2009 tăng vọt lên 6,9% do Chính phủ Việt Nam thực hiện gói kích thích ngăn chặn suy giảm kinh tế. Tuy nhiên, những con số báo cáo của MoF lại khác xa so với các tổ chức quốc tế như Ngân hàng Phát triển châu Á (ADB) hay Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF). Ví dụ, chỉ tính riêng năm 2009, con số thâm hụt ngân sách theo báo cáo của MoF là 6,9% GDP trong khi đó con số tương ứng của ADB và IMF lần lượt là 7,7% và 8,9% GDP. Cùng với sự khác biệt về thống kê thâm hụt ngân sách đó là sự khác biệt về thống kê nợ công. Mặc dù có số liệu có khác nhau, nhưng cả MoF và IMF đều báo cáo con số nợ công của Việt Nam hiện nay đã vượt 55% GDP.

Nguyên nhân của sự khác nhau giữa các con số báo cáo nằm ở cách hạch toán. Việt Nam có những cách hạch toán riêng không theo thông lệ quốc tế. Thứ nhất, Việt Nam tính cả các khoản chi trả nợ gốc vào tổng chi và do vậy là thâm hụt ngân sách hàng năm. Ngược lại, nhiều khoản chi ngân sách từ nguồn trái phiếu Chính phủ cho các dự án giáo dục, thủy lợi, y tế,... lại không được tính vào thâm hụt ngân sách và nợ công như thông lệ quốc tế. Ngoài ra, chi cho những công trình lớn kéo dài cũng được phân bổ dần vào quyết toán ngân sách nhiều năm chứ không tính cả vào năm trái phiếu được phát hành để vay nợ. Sự bất nhất trong số liệu về nợ công đang gây nhiễu loạn thông tin cho những người tham gia thị trường. Đồng

thời nó khiến cho việc so sánh quốc tế, đánh giá, và quản lý rủi ro nợ công của Việt Nam gặp khó khăn.

Bảng 1: Thâm hụt ngân sách và nợ công của Việt Nam qua các năm

Đơn vị tính: %GDP

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Thâm hụt ngân sách | | | | | | | | | | | |
| MoF | | | | -4,9 | -4,9 | -4,9 | -5,0 | -5,7 | -4,6 | -6,9 | -5,8 |
| IMF | -4,3 | -3,8 | -3,3 | -4,8 | -1,8 | -3,7 | -0,4 | -1,9 | -0,9 | -8,9 | -6,0 |
| ADB | -4,3 | -3,5 | -2,3 | -2,2 | 0,2 | -1,1 | 1,3 | -1,0 | -1,9 | -7,7 | na |
| Nợ công | | | | | | | | | | | |
| MoF | | | | | | | | 33,8 | 36,2 | 41,9 | 57,3 |
| IMF | n/a | 31,7 | 32,5 | 33,3 | 38,9 | 42,2 | 43,0 | 45,6 | 43,9 | 49,0 | 57,1 |

Nguồn: MoF, IMF, ADB qua các năm

Bảng 2: Nợ nước ngoài của Việt Nam

Đơn vị tính: %GDP

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| MoF | | | | | 37,2 | 32,2 | 31,4 | 32,5 | 29,8 | 39,0 | 42,2 |
| IMF | 39,7 | 41,6 | 35,0 | 33,7 | 33,5 | 32,2 | 31,5 | 32,3 | 33,5 | 40,7 | 40,8 |
| ADB | 42,1 | 39,4 | 38,4 | 40,8 | 39,8 | 36,3 | 33,2 | 33,6 | 29,9 | na | na |

Nguồn: MoF, IMF, ADB qua các năm

Bảng 3: Nợ công nước ngoài của Việt Nam

Đơn vị tính: %GDP

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| MoF | | | 26,9 | 28,9 | 29,9 | 27,8 | 26,7 | 28,2 | 25,1 | 29,3 | 31,1 |
| IMF | | | | 28,0 | 27,0 | 26,0 | 25,7 | 28,0 | 26,8 | 30,6 | 31,1 |

Nguồn: MoF, IMF qua các năm

Tương tự như với thâm hụt ngân sách và nợ công, các thống kê về tổng nợ nước ngoài và nợ công nước ngoài của Việt Nam cũng cho thấy sự không thống nhất giữa các nguồn báo cáo. Các con số tuy có khác nhau ở từng năm nhưng đều cho thấy một xu hướng chung là nợ nước ngoài của Việt Nam đang tăng nhanh. Vào thời điểm cuối năm 2008, nợ nước ngoài và nợ công nước ngoài của Việt Nam lần lượt vào khoảng 30% và 25% GDP. Tuy nhiên, tính đến hết năm 2010, các con số này đã lần lượt vượt 40% và 30% GDP - một xu hướng tăng nhanh đáng cảnh báo.

Hộp 1: Bài học Hy Lạp và khủng hoảng nợ công châu Âu

Hy Lạp, sau nhiều năm đạt tốc độ tăng trưởng kinh tế ấn tượng nhờ sự phát triển của khu vực dịch vụ, đang đứng trên bờ vực phá sản do những chính sách chi tiêu bừa bãi trong gần thập kỉ qua. Thâm hụt ngân sách của nước này đã lên tới 13,6% GDP và tỷ lệ nợ/GDP hiện nay xấp xỉ 120% trong năm 2009. Nguy cơ mất khả năng thanh toán đồng thời kéo theo sự sụp đổ dây chuyền của các tổ chức

tài chính liên quan đang là những lo ngại chính khiến cho thị trường tài chính thế giới bất ổn trong thời gian vừa qua.

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

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

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

Ngay cả khi nhận đã được gói cứu trợ, Hy Lạp vẫn phải đối mặt với nhiều vấn đề liên quan đến việc tìm kiếm các giải pháp thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong thời gian tới. Ngoài hiện trạng thâm hụt ngân sách cao khiến lãi suất trái phiếu Chính phủ Hy Lạp tăng vọt lên trên 12,4%, cao gấp 4 lần so với trái phiếu Chính phủ Đức, Hy Lạp còn đang phải đối mặt với một nền kinh tế yếu với khả năng cạnh tranh thấp. Khác với ở Đức, sự gia tăng tiền lương ở Hy Lạp trong thời gian qua không tương ứng với sự gia tăng năng suất. Khả năng cạnh tranh kém đã làm giảm cầu về hàng hóa Hy Lạp và dẫn đến thâm hụt cán cân thương mại cao. Hơn nữa, do sử dụng đồng tiền chung châu Âu nên Hy Lạp không có khả năng phá giá tiền tệ nhằm khôi phục khả năng cạnh tranh.

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

Đánh giá rủi ro nợ công

Sau những cuộc khủng hoảng nợ trong thập niên 1980 và 1990 đã có nhiều nghiên cứu xác định các yếu tố quyết định đến một cuộc khủng hoảng nợ và xây dựng các mô hình cảnh báo. Ví dụ như Reinhart (2002) phát hiện ra rằng 84% các quốc gia trong mẫu nghiên cứu của

ông có khủng hoảng nợ xảy ra sau khủng hoảng tiền tệ. Do vậy các chỉ số kinh tế dùng để dự báo khủng hoảng tiền tệ cũng rất thích hợp cho việc cảnh báo khủng hoảng nợ. Ngoài ra, Catão và Sutton (2002) còn cho rằng sự biến động của các chính sách tài khóa, tiền tệ, và tỷ giá hối đoái cũng là những nguy cơ đáng ngại đối với một cuộc khủng hoảng nợ. Dựa trên nghiên cứu của Manasse và Roubini (2005), trong phần này chúng tôi sẽ thực hiện việc đánh giá nợ công của Việt Nam theo các thước đo: (i) khả năng thanh toán nợ, ví dụ như tỷ lệ nợ công và nợ nước ngoài/GDP; (ii) khả năng thanh khoản, ví dụ như tỷ lệ nợ ngắn hạn và nghĩa vụ trả nợ/dự trữ ngoại hối và; (iii) sự bất ổn của những biến số vĩ mô quan trọng, ví dụ như tăng trưởng kinh tế, lạm phát, cán cân vãng lai, và tỷ giá hối đoái.

Một số chỉ tiêu cơ bản về nợ công và hiện trạng vĩ mô của Việt Nam được trình bày trong Bảng 4. Ngưỡng an toàn được lấy từ nghiên cứu của Manasse và Roubini (2005). Trong nghiên cứu của mình, Manasse và Roubini (2005) đã sử dụng một phương pháp thống kê mới xem xét một cách có hệ thống những tín hiệu cảnh báo ở những quốc gia trước khi xảy ra khủng hoảng nợ. Nghiên cứu của họ chỉ ra rằng, hầu hết mọi khủng hoảng nợ xảy ra là do quốc gia đó: (i) mất khả năng thanh toán (do nợ cao và lạm phát cao); (ii) mất khả năng thanh khoản và; (iii) do suy yếu kinh tế và định giá đồng nội tệ quá cao. Mô hình của họ khá thành công trong việc đưa ra các tín hiệu cảnh báo các cuộc khủng hoảng trong quá khứ. Hay nói cách khác, xác suất không cảnh báo được trước khi một cuộc khủng hoảng nợ xảy ra, hay còn gọi là sai lầm loại 1, là rất thấp. Tuy nhiên, xác suất đưa ra cảnh báo khi khủng hoảng nợ không thực sự xảy ra, hay còn gọi là sai lầm loại 2, cũng khá lớn. Mặc dù có những nhược điểm nhất định, nhưng nghiên cứu của họ khá toàn diện và thành công trong việc đưa ra những tín hiệu cảnh báo ở các nước trước khi xảy ra khủng hoảng nợ. Do vậy, các ngưỡng an toàn gợi ý trong nghiên cứu của Manasse và Roubini (2005) sẽ được đưa ra so sánh với các chỉ tiêu tương ứng của Việt Nam nhằm có cái nhìn chính xác hơn về thực trạng nợ công và kinh tế vĩ mô của Việt Nam.

Khả năng thanh toán

Khả năng thanh toán một khoản nợ công phụ thuộc vào quy mô của khoản nợ đó so với khả năng chi trả đo lường theo GDP, giá trị xuất khẩu, hoặc tổng thu của Chính phủ. Nợ Chính phủ được coi là có khả năng thanh toán nếu như giá trị chiết khấu của cán cân ngân sách, không tính chi trả lãi và nợ gốc, trong tương lai lớn hơn hoặc bằng giá trị hiện tại của khoản nợ. Tương tự như vậy, nợ nước ngoài của quốc gia được coi là có khả năng thanh toán nếu như giá trị chiết khấu của cán cân thương mại trong tương lai lớn hơn so với giá trị của khoản nợ nước ngoài ròng. Do vậy, việc xem xét cán cân tài khóa và cán cân thương mại là

vô cùng quan trọng đối với việc đánh giá khả năng thanh toán các khoản nợ công và nợ quốc gia. Thâm hụt tài khóa và thâm hụt thương mại kéo dài sẽ tích lũy thêm vào các khoản nợ hiện tại. Việc định giá đồng nội tệ quá cao so với giá trị thực sẽ làm tăng thâm hụt thương mại và nợ nước ngoài. Ngược lại, tốc độ tăng trưởng GDP cao sẽ giúp làm tăng khả năng thanh toán các khoản nợ.

Các thước đo khả năng thanh toán nợ của Việt Nam cho thấy, ước tính cho tới hết năm 2010, tỷ lệ nợ công/GDP, nợ nước ngoài/GDP, và nợ công nước ngoài/GDP của Việt Nam lần lượt ở mức trên 55%, 40%, và 30%. Rất khó có thể đưa ra được ngưỡng an toàn với các chỉ tiêu này bởi mỗi nghiên cứu thường đưa ra các khuyến cáo khác nhau với từng quốc gia cụ thể. Ví dụ như nghiên cứu của Li và cộng sự (2010) chỉ ra rằng, các nước Đông Âu và Trung Á rơi vào khủng hoảng nợ với tỷ lệ nợ nước ngoài/GDP tăng vọt từ 42 lên tới 88%. Ngược lại, các nước thu nhập thấp và trung bình thấp lại rơi vào khủng hoảng nợ với các tỷ lệ nợ nước ngoài thấp hơn nhiều. Tổng nợ nước ngoài và nợ công nước ngoài ở các nước này khi rơi vào khủng hoảng chỉ chưa đến 40% GDP. Tuy nhiên, có thể dễ dàng nhận thấy rằng khả năng thanh toán nợ của Việt Nam đang giảm nhanh trong những năm gần đây. Theo số liệu của MoF, chỉ trong vòng hai năm từ 2008-2010, tỷ lệ nợ công/GDP đã tăng khoảng trên 20 điểm phần trăm, từ 36,2% lên 57,3%. Trong khi đó tỷ lệ nợ công nước ngoài/GDP cũng tăng hơn 6 điểm phần trăm, từ 25,1% lên tới hơn 31,1%. Xu hướng này rõ ràng đang ảnh hưởng nghiêm trọng đến an toàn tài chính và Việt Nam cần phải có những định hướng điều chỉnh kịp thời.

Tương tự như vậy, tỷ lệ nợ công/tổng thu ngân sách nhà nước cũng tăng nhanh. Ước tính đến hết năm 2010, tổng nợ công đã gấp hơn 2 lần tổng thu ngân sách nhà nước, tăng nhanh so với con số 1,6 lần của năm 2008. Trong khi đó, cán cân ngân sách liên tục thâm hụt cao trong những năm gần đây và chưa có dấu hiệu được cải thiện trong những năm tới. Kế hoạch ngân sách cho thấy Chính phủ đang tiếp tục theo đuổi chính sách tài khóa lỏng với mức thâm hụt ngân sách hàng năm vào khoảng 5% GDP. Nếu điều này xảy ra, con số nợ công sẽ không dừng ở mức trên 57% như hiện nay.

Bảng 4: Một số chỉ tiêu nợ công

| | | | | | | | <i>Đơn vị tính: %</i> | |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|-----------------------|--|
| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | Ngưỡng an toàn | |
| Nợ công nước ngoài/GDP | 27,8 | 26,7 | 28,2 | 25,1 | 29,3 | 31,1 | 49,7 | |
| Tổng nợ công/GDP | | | 33,8 | 36,2 | 41,9 | 57,3 | | |

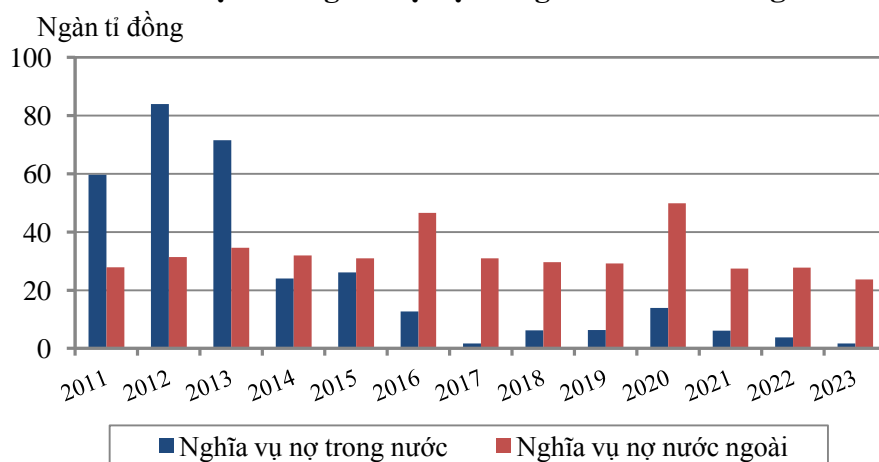
| | | | | | | | |
|---|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Nợ công nước ngoài/Xuất khẩu | 45,2 | 40,7 | 41,2 | 35,0 | 47,4 | 43,6 | |
| Nợ công nước ngoài/Tổng thu | 97,7 | 90,0 | 95,9 | 89,4 | 124,4 | 113,9 | 214 |
| Nợ nước ngoài ngắn hạn/Dự trữ ngoại hối | 27,9 | 18,4 | 19,7 | 18,3 | -- | -- | 130 |
| Nghĩa vụ nợ nước ngoài/Dự trữ ngoại hối | 9,8 | 6,7 | 5,1 | 5,4 | 7,4 | 11,0 | |
| Thâm hụt vãng lai/GDP | -1,1 | -0,3 | -10,0 | -11,8 | -7,7 | -9,2 | |
| Tỷ lệ mất giá của nội tệ | 0,7 | 0,9 | 0,7 | 1,2 | 4,7 | 11,1 | |
| Lãi suất trái phiếu Chính phủ | | | | | | 11,0 | 9,7 |
| Lạm phát | 8,4 | 6,6 | 12,6 | 19,9 | 6,5 | 11,8 | 10,5 |
| Tăng trưởng | 8,4 | 8,2 | 8,5 | 6,3 | 5,3 | 6,8 | -5,45 |

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ nguồn số liệu của MoF và ADB

Khả năng thanh khoản

Khả năng thanh khoản phản ánh khả năng trả nợ nhanh của Việt Nam đối với các khoản nợ nước ngoài. Do có tới trên 80% nợ nước ngoài là nợ dài hạn và với lãi suất ưu đãi nên khả năng thanh khoản nợ nước ngoài của Việt Nam là khá an toàn. Tỷ lệ nợ nước ngoài/dự trữ ngoại hối chỉ xấp xỉ 20% trong khi nghĩa vụ trả nợ nước ngoài/dự trữ ngoại hối hàng năm cũng ở mức thấp, dưới 10%. So với ngưỡng an toàn được khuyến cáo thì các chỉ tiêu này còn thấp hơn khá nhiều.

Hình 1: Dự kiến nghĩa vụ nợ trong nước và nước ngoài



Nguồn: Tính toán của tác giả với số liệu từ Báo cáo Nợ Nước ngoài số 7 (MoF) và Bloomberg

Nghĩa vụ nợ trong nước được tính toán dựa trên lượng trái phiếu Chính phủ và trái phiếu Chính phủ bảo lãnh phát hành trong nước hiện đang lưu hành. Trong khi đó, dự kiến nghĩa vụ nợ nước ngoài của Chính phủ được lấy từ Báo cáo Nợ Nước ngoài số 7 của MoF. Có thể thấy rằng, từ năm 2011 đến 2013, nghĩa vụ nợ của Chính phủ chủ yếu là từ nợ trong nước. Tổng nghĩa vụ nợ trong nước vào khoảng 215 ngàn tỷ đồng (hơn 10 tỷ USD) trong vòng 3 năm tới. Con số này tương đương với hơn 40% tổng thu NSNN trong năm 2010 và xấp xỉ bằng với dự trữ ngoại hối hiện nay của Việt Nam. Nghĩa vụ nợ trong nước lớn cộng với thâm hụt ngân

sách có thể sẽ gây sức ép tiêu cực đối với kế hoạch phát hành trái phiếu Chính phủ, chính sách tiền tệ, và lạm phát trong thời gian tới.

Nghĩa vụ nợ nước ngoài tương đối ổn định trong những năm tới. Trong vòng 3 năm tới, trung bình mỗi năm Việt Nam phải trả nợ gốc và lãi nợ gốc khoảng 32 ngàn tỷ đồng (1,5 tỷ USD). Con số này chỉ tương đương khoảng trên 10% dự trữ ngoại hối hiện nay. Tuy nhiên, thâm hụt thương mại kéo dài đang là nguy cơ làm thâm thủng dự trữ ngoại hối và đe dọa đến an toàn nợ nước ngoài ngắn hạn của Việt Nam trong dài hạn.

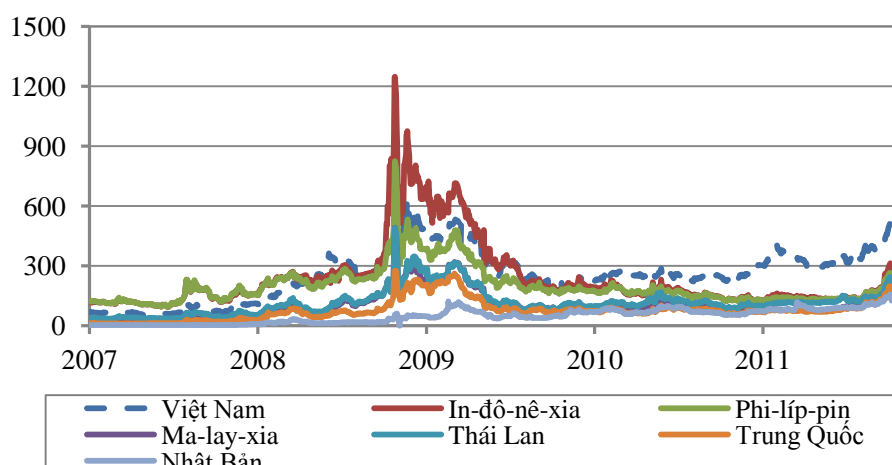
Bất ổn Vĩ mô

Điểm sáng duy nhất trong bức tranh kinh tế của Việt Nam đó là tốc độ tăng trưởng được duy trì ở mức khá cao ngay cả trong điều kiện suy thoái kinh tế toàn cầu. Những chỉ tiêu phản ánh khả năng thanh toán và khả năng thanh khoản của nợ công vẫn trong ngưỡng an toàn. Tuy nhiên, sau nhiều năm theo đuổi mục tiêu tăng trưởng cao nhờ kích thích tổng cầu mà không chú trọng đến cải thiện năng suất khiến bức tranh vĩ mô của Việt Nam đang xấu nhanh hơn dự kiến. Trong 3 năm vừa qua, tốc độ tăng trưởng kinh tế đang chậm lại rõ nét và triển vọng hầu như không thể trở lại mức tăng trưởng cao trước đó ngay cả khi khủng hoảng kinh tế toàn cầu qua đi.

Trong những năm gần đây, thâm hụt cán cân vãng lai của Việt Nam tăng vọt lên xấp xỉ 10% GDP đồng thời kéo theo sự mất giá liên tiếp của đồng nội tệ. Chỉ tính từ đầu năm 2010 đến nay, đồng nội tệ đã mất giá khoảng xấp xỉ 20% so với USD. Đồng thời, thâm hụt ngân sách kéo dài và cung tiền trong nước tăng mạnh khiến vòng xoáy tăng giá khó kiểm soát. Từ đầu năm 2008 đến nay, chỉ số giá tiêu dùng của Việt Nam đã tăng tới trên 75%. Trong khi đó lãi suất trái phiếu Chính phủ của Việt Nam hiện đã vượt 12%/năm, một dấu hiệu thường xảy ra ở các nước trước khi có khủng hoảng nợ.

Những bất ổn vĩ mô đã khiến Việt Nam liên tiếp bị hạ bậc xếp hạng tín nhiệm và triển vọng kinh tế bởi các tổ chức quốc tế. Chỉ số CDS (Credit Default Swap), phản ánh mức độ rủi ro của trái phiếu Chính phủ Việt Nam trên thị trường quốc tế, đã tăng mạnh và duy trì ở mức cao trong hai năm qua. Trong khi đó, chỉ số tương ứng của các nước trong khu vực lại giảm mạnh kể từ đầu năm 2009. Triển vọng kinh tế Việt Nam trong con mắt của các nhà đầu tư quốc tế đã xấu đi rất nhiều. Có lẽ đã đến lúc Việt Nam cần gác lại tham vọng tăng trưởng cao trước mắt để giải quyết những bất ổn nội tại.

Hình 2: CDS của Trái phiếu Chính phủ Việt Nam và các nước trong khu vực



Nguồn: Bloomberg

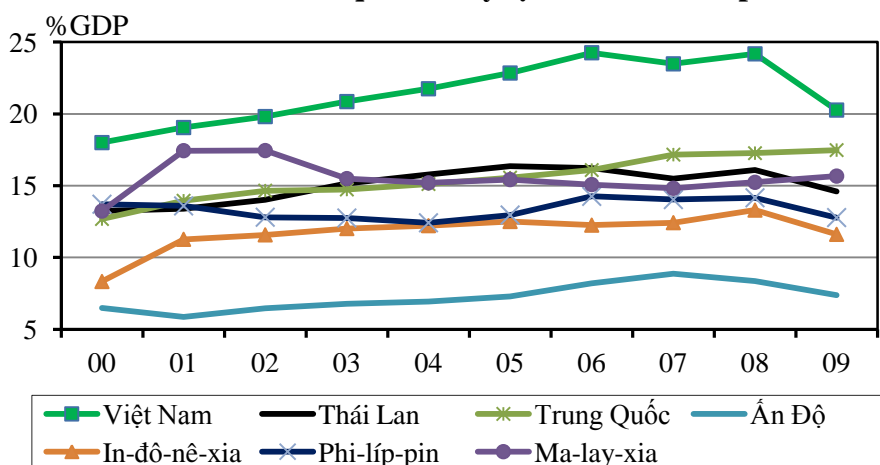
Thực trạng nguồn thu

Tổng thu của Chính phủ là một trong những chỉ tiêu được sử dụng để đánh giá khả năng thanh toán các khoản nợ công. Tuy nhiên, do tầm quan trọng của nó và những đặc thù riêng biệt nên chúng tôi thực hiện việc đánh giá sâu rủi ro nguồn thu. Để duy trì cân bằng cán cân ngân sách hàng năm và từ đó giảm tỷ lệ nợ công, Chính phủ có hai cách lựa chọn: cắt giảm chi tiêu công hoặc tăng thu ngân sách. Trong khi các khoản chi tiêu công, trong một chừng mực nào đó, có thể được kiểm soát ngay bởi các chính sách thắt chặt chi tiêu và dễ nhận được sự ủng hộ của công chúng thì ngược lại, việc tăng thu có lẽ sẽ gặp khó khăn hơn nhiều bởi sự hạn chế của nguồn thu, và chắc chắn nó không nhận được sự ủng hộ của doanh nghiệp cũng như cá nhân chịu thuế trong nền kinh tế.

Theo thống kê của ADB, trung bình trong thập kỉ qua, tổng thu không tính viện trợ của Chính phủ Việt Nam lên tới khoảng 25,3% GDP. Nếu chỉ tính riêng các khoản thu từ thuế và phí thì con số này là khoảng 21,5% GDP, cao hơn rất nhiều so với các nước khác trong khu vực. Cụ thể, tỷ lệ này của Thái Lan chỉ là 15%, Trung Quốc và Ma-lay-xia là 15,5%, Phi-líp-pin là 13,3%, In-đô-nê-xia là 11,8%, và của Ấn Độ chỉ là 7,3%. Ngoại trừ năm 2009 khi Chính phủ thực hiện hàng loạt các biện pháp cắt và miễn giảm thuế nhằm kích thích tổng cầu thì tỷ lệ thuế/GDP của Việt Nam chưa có dấu hiệu giảm. Những ước tính sơ bộ của năm 2010 và dự toán năm 2011 cho thấy tỷ lệ này tiếp tục duy trì ở mức cao, khoảng 23% GDP. Như vậy, ngoài việc chịu “thuế” lạm phát hàng năm hơn 10%, những chính sách bảo hộ và thuế chồng lên thuế đang khiến mỗi người dân Việt Nam gánh chịu tỷ lệ thuế/thu nhập cao

gấp từ 1,4 đến 3 lần so với các nước trong khu vực. Khả năng tăng thu từ thuế và phí nhằm thu hẹp thâm hụt ngân sách của Việt Nam rõ ràng là rất hạn chế.

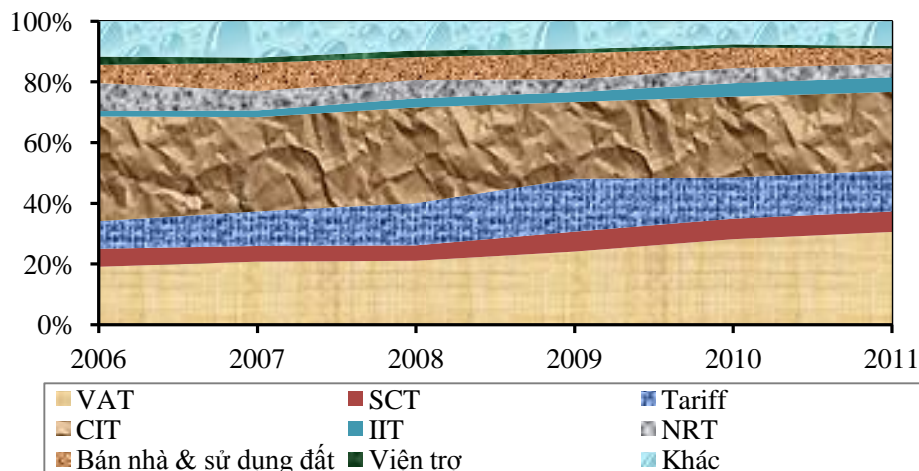
Hình 3: So sánh quốc tế - tỷ lệ thu từ thuế và phí



Nguồn: ADB

Phân tích kỹ hơn cấu phần của tổng thu ngân sách nhà nước hàng năm trong 5 năm gần đây, chúng ta có thể thấy rằng khoảng 2/3 tổng thu ngân sách nhà nước hàng năm đến từ ba loại thuế chính là thuế giá trị gia tăng, VAT (23%), thuế thu nhập doanh nghiệp, CIT (30%), và thuế xuất nhập khẩu & tiêu thụ đặc biệt đối với hàng nhập khẩu, Tariff (13%). Việc các khoản thu từ thuế xuất nhập khẩu & tiêu thụ đặc biệt đối với hàng nhập khẩu đang tăng nhanh, từ 9% trong năm 2006 lên tới 17% trong năm 2009 và 14% trong năm 2010, một mặt cho thấy sự gia tăng nhanh chóng của hoạt động thương mại quốc tế, mặt khác phản ánh mức độ bảo hộ thương mại cao của Việt Nam. Sự phụ thuộc lớn vào nguồn thuế này khi lộ trình cắt giảm thuế được thực hiện theo cam kết với WTO sẽ khiến cho mức độ thâm hụt ngân sách của Việt Nam trở nên trầm trọng hơn trong những năm tới.

Hình 4: Tỷ trọng các nguồn thu qua các năm



Nguồn: Quyết toán và Dự toán NSNN các năm (MoF)

Với đặc thù của một nước có thu nhập thấp, thu từ thuế thu nhập cá nhân, IIT, chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ (3-4%) và ngược với CIT, nó có xu hướng tăng dần trong những năm gần đây. Ngoài ra, thuế tiêu thụ đặc biệt đối với hàng sản xuất trong nước, SCT, cũng chiếm khoảng 6% tổng thu và đang có xu hướng tăng dần. Đặc biệt, thu từ bán nhà thuộc sở hữu nhà nước chuyên quyền sử dụng đất đang có xu hướng ngày càng giảm dần về quy mô tuyệt đối cũng như tỷ trọng trong tổng thu khi các tài sản loại này thuộc sở hữu nhà nước đang dần cạn. Nhiều nhà kinh tế cho rằng để phản ánh đúng tình trạng tài khóa, chúng ta không nên đưa những khoản thu từ việc bán tài sản vào tính toán cán cân ngân sách hàng năm. Việc đưa những khoản thu này vào tính toán cán cân ngân sách sẽ làm giảm mức độ nghiêm trọng của tình trạng bội chi từ những con số báo cáo. Về bản chất, việc làm này cũng giống như việc một cá nhân bán tài sản đi để chi tiêu. Khoản vay nợ của anh ta có thể giảm nhưng tài sản của anh ta cũng giảm tương ứng. Tức là anh ta đã nghèo đi.

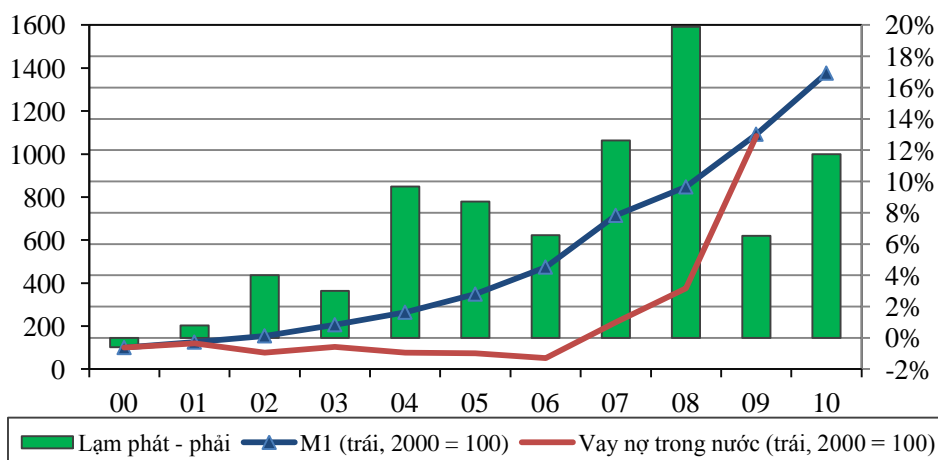
Hộp 2: Thuế lạm phát

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

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

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

Hình B2: Cung tiền, vay nợ trong nước và lạm phát



Nguồn: ADB & GSO

Ở Việt Nam, lương thực & thực phẩm luôn có giá cả gia tăng nhanh hơn những hàng hóa khác.

Trong khi đó, chi tiêu cho lương thực & thực phẩm chiếm tỷ trọng lớn trong tổng chi tiêu của người nghèo. Điều này hàm ý, thuế lạm phát có thể làm giảm gánh nặng nợ công cho Chính phủ nhưng nó cũng đang chuyển giao thu nhập từ người nghèo sang người giàu, và khiến cho khoảng cách giàu nghèo trong nền kinh tế ngày càng gia tăng.

Với mức nợ công hiện nay khoảng trên 50 tỷ USD, và còn có xu hướng tăng khi Chính phủ tiếp tục có thâm hụt ngân sách hàng năm, thì lạm phát tiếp tục là một công cụ chủ chốt để giảm gánh nặng nợ công. Ứng trước ngân sách của năm sau để chi tiêu trong năm hiện tại và việc gián tiếp mua lại trái phiếu Chính phủ của NHNN là những kênh khiến cung tiền và lạm phát tăng nhanh.

Thuế lạm phát có thể tránh được bằng một cán cân ngân sách cân bằng. Và điều này chỉ có thể được thực hiện thông qua các chương trình cắt giảm chi tiêu công quyết liệt và lâu dài.

Phân chia nguồn thu theo khu vực kinh tế cho thấy, trung bình trong 5 năm qua, khu vực quốc doanh mặc dù có quy mô lớn nhưng chỉ đóng góp khoảng 17% vào tổng thu và chỉ cải thiện chậm chạp qua các năm. Thu từ khu vực có vốn đầu tư nước ngoài, trừ dầu thô, và thu từ khu vực ngoài quốc doanh đều chiếm tỷ trọng 10% tổng thu. Trong khi đó thu từ dầu thô và khu vực khác chiếm lần lượt 20% và 42% tổng thu ngân sách nhà nước trung bình trong 5 năm qua. Đáng lưu ý là thu từ dầu thô đang có xu hướng giảm mạnh từ 29% trong năm 2006 xuống chỉ còn khoảng 13% trong năm 2010. Về bản chất, thu từ khai thác dầu thô và các tài nguyên khác cũng tương tự như thu từ việc bán tài sản quốc gia. Một mặt nó giúp cải hạn chế thâm hụt ngân sách hiện tại nhưng lại làm giảm tài sản thuộc sở hữu nhà nước. Hơn nữa, nguồn thu này cũng kém bền vững khi nguồn tài nguyên là hữu hạn.

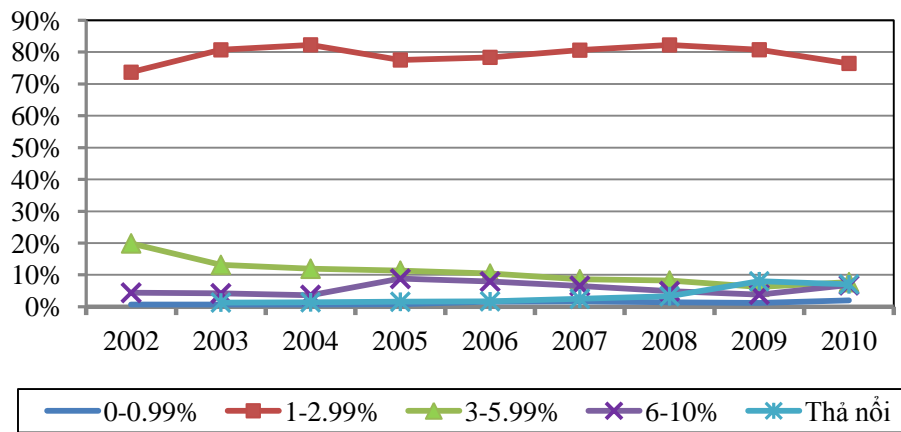
Ngoài ra, nhiều nhà kinh tế còn cho rằng để thấy được chính xác hiện trạng của thâm hụt ngân sách chúng ta còn phải tính đến những nghĩa vụ của ngân sách nhà nước trong tương lai. Một trong những nghĩa vụ quan trọng nhất đối với chi ngân sách hàng năm của Việt Nam đó là chi trả lương hưu & đảm bảo xã hội. Một phần thu nhập của người lao động hiện tại đang được trích lại dưới dạng phí bảo hiểm xã hội. Về bản chất, điều này giống như việc Chính phủ đang vay nợ người lao động. Và nghĩa vụ chi trả lương hưu trong tương lai đối với những người lao động này không khác gì việc Chính phủ trả nợ. Con số chi lương hưu & đảm bảo xã hội của Việt Nam trong vòng 5 năm qua đã tăng hơn 3 lần, từ hơn 22 ngàn tỷ đồng (chiếm 8,25% tổng chi ngân sách) trong năm 2006 lên tới gần 71 ngàn tỷ đồng (chiếm 12,2% tổng chi ngân sách) trong năm 2010. Gánh nặng ngân sách từ khoản chi này được dự báo còn tiếp tục tăng mạnh khi số người về hưu trong những năm tới ngày càng lớn, đặc biệt là khi thời kỳ dân số vàng hiện tại của Việt Nam qua đi. Theo một dự báo gần đây của Viện Khoa học Lao động và Xã hội (ILSSA), tổng số người hưởng lương hưu của Việt Nam đến năm 2020 sẽ tăng gấp hơn 2,5 lần con số của năm 2010.

Những phân tích về nguồn thu ở trên cho thấy tỷ lệ thu ngân sách/GDP của Việt Nam hiện đã ở mức rất cao so với các nước trong khu vực. Khả năng tăng thu là rất nhỏ trong khi nhiều nguồn thu mang tính kém bền vững và có nguy cơ giảm sút và mất đi trong những năm tới. Những nỗ lực hạn chế và dần xóa bỏ thâm hụt ngân sách có lẽ chỉ còn khả năng xuất phát việc thắt chặt chi tiêu công – một công việc đòi hỏi có sự cải cách toàn diện hệ thống chi tiêu ngân sách và tái cấu trúc nền kinh tế.

Lãi suất và tỷ giá

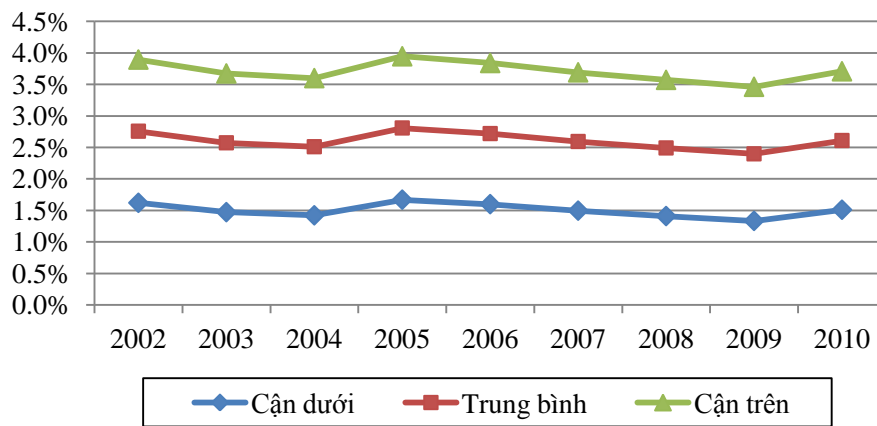
Trong giai đoạn từ 2000-2007, trong con mắt của các tổ chức quốc tế Việt Nam nổi lên là một trong những nền kinh tế đạt tốc độ tăng trưởng cao và ổn định nhất trong khu vực. Theo số liệu của ADB, trung bình trong giai đoạn này, kinh tế Việt Nam tăng trưởng tốc độ 7,6%/năm trong khi tỷ lệ lạm phát và thâm hụt ngân sách/GDP dao động quanh mức thấp, lần lượt chỉ khoảng 4,6% và 1,6%. Nằm trong số những quốc gia có thu nhập thấp cộng với những thành tựu kinh tế kể trên đã khiến giúp Việt Nam được hưởng các khoản vay ưu đãi với mức lãi suất thấp từ các tổ chức quốc tế. Các nhà đầu tư quốc tế lẫn trong nước đều tin tưởng vào khả năng trả nợ của Việt Nam. Trong giai đoạn này, lãi suất trái phiếu Chính phủ Việt Nam phát hành trong nước chỉ dưới 10%. Trong khi đó, những tính toán đơn giản từ Báo cáo Nợ Nước ngoài số 7 của MoF cho thấy, tính đến 31/12/2010, có tới gần 80% nợ nước ngoài của Chính phủ có mức lãi suất cố định ưu đãi dưới 3%. Do báo cáo này không cung cấp chi tiết mức lãi suất của từng khoản nợ nên việc tính chính xác mức lãi suất hữu hiệu (trung bình) của nợ nước ngoài của Chính phủ là không thể. Tuy nhiên, mức lãi suất hữu hiệu có thể được ước tính dựa trên các biên độ lãi suất cung cấp bởi báo cáo này. Kết quả tính toán cho thấy mức lãi suất hữu hiệu của nợ nước ngoài của Chính phủ Việt Nam chỉ xấp xỉ 2,6%, chưa bằng 1/3 so với mức 9,45% tương ứng của nợ trong nước. Điều này hàm ý gánh nặng lãi suất của các khoản nợ nước ngoài của Việt Nam là khá nhỏ. Tuy nhiên, những số liệu từ báo cáo này cũng cho thấy, trong vài năm trở lại đây quy mô của các khoản vay thương mại với lãi suất cao đang có xu hướng tăng lên. Tính đến hết ngày 31/12/2010, đã có gần 6,8% tổng nợ nước ngoài của Chính phủ có lãi suất lên tới 6-10% và hơn 7,0% tổng nợ nước ngoài của Chính phủ có lãi suất thả nổi.

Hình 5: Tỷ trọng các khoản nợ nước ngoài theo các mức lãi suất khác nhau



Nguồn: Báo cáo Nợ Nước ngoài số 7 (MoF)

Hình 6: Lãi suất hữu hiệu của nợ công nước ngoài



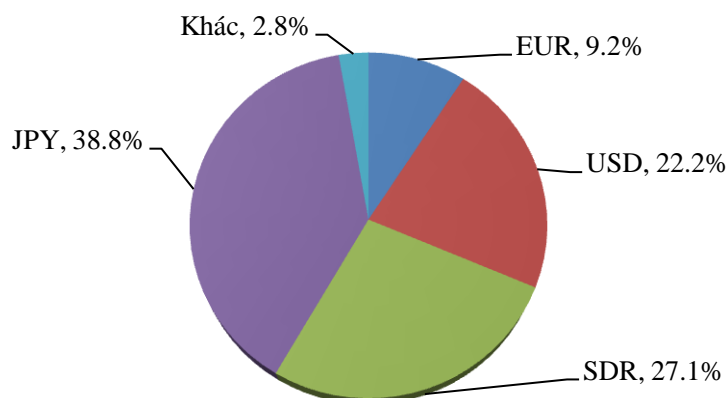
Nguồn: Báo cáo Nợ Nước ngoài số 7 (MoF)

Sau nhiều năm, mô hình tăng trưởng chạy theo số lượng thay vì chất lượng bắt đầu bộc lộ những yếu điểm khi tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế bắt đầu chậm lại trong khi tiền đồng liên tục mất giá trong nước cũng như trên thị trường quốc tế. Tiếp sau khủng hoảng kinh tế là nguy cơ phá sản của hàng loạt Chính phủ các nước châu Âu đã khiến cho giới đầu tư quốc tế bắt đầu nghi ngại về khả năng chi trả của các nước có nợ công cao và thâm hụt kéo dài. Trong vòng 3 năm qua, Fitch Ratings – một tổ chức xếp hạng tín nhiệm quốc tế – đã hai lần hạ mức tín nhiệm của Việt Nam xuống còn BB- vào tháng 5/2008 rồi B vào tháng 7/2010, đồng thời khuyến cáo Việt Nam đang phải đối mặt với tình trạng bất ổn về kinh tế và tài chính. Tăng trưởng cung tiền và tín dụng cao của Việt Nam trong nhiều năm liên tiếp đã khiến cho hệ thống ngân hàng tiềm ẩn nhiều khoản nợ xấu. Theo số liệu của cả ADB và IMF, trung bình trong giai đoạn 2000-2010, tăng trưởng cung tiền và tín dụng của Việt Nam đã ở

con số cao kỉ lục, lần lượt ở mức xấp xỉ 30% và 33%. Cùng với việc trở thành nước có mức thu nhập trung bình, việc nền kinh tế đang bộc lộ những rủi ro ngày càng rõ nét sẽ khiến cho Việt Nam khó có thể tiếp tục thu hút được những khoản nợ với lãi suất thấp trong thời gian tới.

Mặc dù nợ nước ngoài có thể được hưởng lãi suất thấp tuy nhiên nó lại tiềm ẩn đầy rủi ro về tỷ giá. Sự mất giá của đồng nội tệ sẽ khiến cho gánh nặng nợ nước ngoài tính theo nội tệ tăng lên. Cũng theo Báo cáo Nợ Nước ngoài số 7, trong nhiều năm qua, cơ cấu nợ nước ngoài của Chính phủ Việt Nam theo các đồng tiền khác nhau khá ổn định. Nhìn theo loại tiền, tính đến hết tháng 12/2010, cơ cấu nợ nước ngoài của Chính phủ Việt Nam chủ yếu bao gồm những đồng tiền mạnh như JPY (38,8%), SDR (27,1%), USD (22,2%) và EUR (9,2%). Nợ theo các đồng tiền khác chỉ chiếm một tỷ lệ rất nhỏ (chưa đến 3%). Nếu phân theo chủ nợ, các chủ nợ lớn của Chính phủ Việt Nam bao gồm Nhật (34,3% tổng nợ) và các tổ chức quốc tế như IDA (24,9%) và ADB (15,0%). Nước Mỹ và khối EU chỉ chiếm lần lượt 0,3% và gần 6,9% tổng nợ của Chính phủ Việt Nam, tuy nhiên nợ theo đồng tiền của các nước/khu vực này lại chiếm tỷ trọng lớn. Điều này cho thấy các chủ nợ thường có xu hướng sử dụng những đồng tiền mạnh, và việc vay nợ theo các đồng tiền mạnh này khiến nợ nước ngoài chịu rủi ro cao khi chúng có xu hướng lên giá theo thời gian.

Hình 7: Tỷ trọng nợ công nước ngoài tính đến 31/12/2010 theo các đồng tiền khác nhau



Nguồn: Báo cáo Nợ Nước ngoài số 7 (MoF)

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

việc tính toán tỷ giá hữu hiệu danh nghĩa (NEER) của VND so với các đồng tiền nằm trong giỏ nợ nước ngoài của Chính phủ Việt Nam. Kết quả tính toán cho thấy, kể từ năm 2002 đến hết năm 2010, đồng VND đã mất giá tới 41% so với các đồng tiền này. Tuy nhiên, nếu tính theo giá trị thực, giá trị các khoản nợ này lại giảm khi lạm phát trong giai đoạn này của Việt Nam lên tới 110%. Tức là, gánh nặng nợ của Chính phủ đang được san sẻ sang người dân thông qua thuế lạm phát.

Hộp 3: Tỷ giá hữu hiệu danh nghĩa

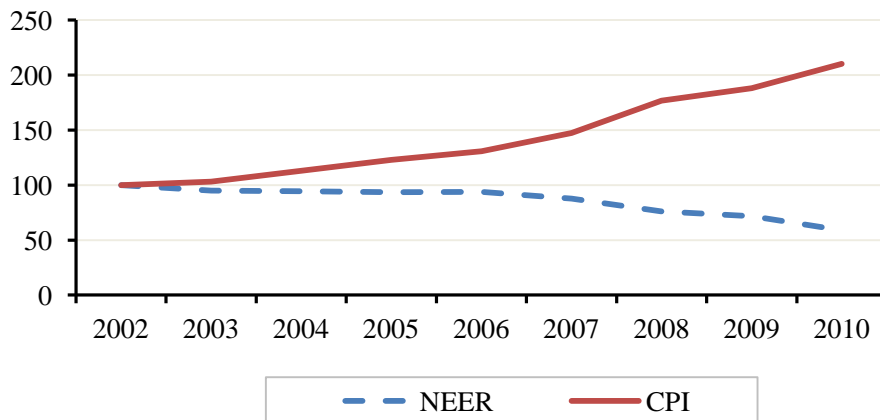
Tỷ giá hữu hiệu danh nghĩa (NEER) được sử dụng để đánh giá sự lên giá/mất giá của đồng nội tệ so với một giỏ các đồng tiền khác. Ở đây, NEER được tính theo tỷ giá danh nghĩa trung bình có tỷ trọng của đồng nội tệ với đồng tiền nằm trong giỏ nợ nước ngoài của Việt Nam. Cụ thể, NEER được tính như sau:

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

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

Sự gia tăng NEER có hàm ý VND đã lên giá, còn sự giảm sút của NEER phản ánh sự mất giá của VND so với 18 đồng tiền khác trong giỏ nợ nước ngoài của Việt Nam. Khi NEER giảm, nó hàm ý gánh nặng nợ nước ngoài của Việt Nam đã tăng lên. Kết quả tính toán NEER áp dụng với số liệu nợ nước ngoài của Chính phủ Việt Nam trong giai đoạn 2002-2010 được trình bày trong Hình B3.

Hình B3: Tỷ giá hối đoái hữu hiệu danh nghĩa (NEER) và CPI



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

Bức tranh nợ công 2011-2020

Thâm hụt ngân sách và nợ công đôi khi là cần thiết đối với một quốc gia, đặc biệt là đối với những nước đang phát triển khi mà nhu cầu đầu tư cho cơ sở hạ tầng rất lớn, hoặc trong những thời kì nền kinh tế cần các gói kích thích để chống lại chu kì suy thoái do những cú sốc bên ngoài. Tuy nhiên việc kéo dài thâm hụt ngân sách và kéo theo nợ công tăng nhanh,

ngoài những nguy cơ về một cuộc khủng hoảng nợ, trong dài hạn nó còn tác động tiêu cực đến sự ổn định kinh tế vĩ mô và thịnh vượng của một quốc gia.

Với tỷ lệ tiết kiệm trong nước trung bình chỉ chiếm khoảng 28% trong khi tổng đầu tư toàn xã hội lên tới xấp xỉ 36% GDP đã khiến tốc độ vay nợ nước ngoài của Việt Nam tăng nhanh trong vòng 10 năm qua. Vay nợ nước ngoài tạm thời có thể giúp tổng đầu tư tăng nhanh nhưng cuối cùng những khoản vay này và tiền lãi sẽ phải được trả trong tương lai. Hay nói đơn giản là vay nợ càng lớn hôm nay thì phải trả nợ càng nhiều ngày mai.

Thâm hụt ngân sách và vay nợ kéo dài còn gây nguy cơ lạm phát cao, đặc biệt khi ngân hàng trung ương không có sự độc lập. Về nguyên tắc, để tài trợ cho thâm hụt ngân sách Chính phủ có thể lựa chọn tăng thuế hoặc/và vay nợ. Khả năng tăng thu là khó khi mức thu của Việt Nam thuộc diện cao nhất trong khu vực và có nhiều khoản thu kém bền vững. Việc vay nợ thông qua phát hành trái phiếu một mặt làm tăng lãi suất và khiến cho đầu tư của khu vực tư nhân chịu chi phí cao, mặt khác nó làm cung tiền tăng nhanh qua các cửa sổ tái chiết khấu và nghiệp vụ thị trường mở.

Nhiều số liệu thống kê cho thấy mối tương quan cao giữa thâm hụt ngân sách và lạm phát ở những nước đang phát triển. Lạm phát cao là gốc rễ của sự mất lòng tin vào đồng nội tệ và gây ra hiện tượng đô la hóa và bất ổn trên thị trường ngoại hối.

Đã đến lúc Việt Nam cần thận trọng và có trách nhiệm hơn với những quyết định chi tiêu ngân sách của mình nhằm giảm thiểu những nguy cơ về một cuộc khủng hoảng tài chính. Để làm được điều này, các chương trình cắt giảm chi tiêu cần phải được thực hiện triệt để nhằm đảm bảo tốc độ tăng của nợ công phải chậm hơn tốc độ tăng trưởng kinh tế. Hay nói cách khác, giống như một hộ gia đình muốn duy trì khả năng thanh toán thì tốc độ vay nợ không thể tăng nhanh hơn thu nhập của họ.

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

$$\Delta D = G - T + rD, \quad (1)$$

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

$$\frac{\Delta D}{Y} = \frac{G-T}{Y} + r \frac{D}{Y}. \quad (2)$$

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

$$\Delta \left[\frac{D}{Y} \right] = \frac{G-T}{Y} + r - g \frac{D}{Y}, \quad (3)$$

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

Hộp 4: Câu chuyện Vinashin và bài học cho các tập đoàn kinh tế nhà nước

Tổng Công ty Công nghiệp Tàu thủy Việt Nam được thành lập ngày 31/01/1996 trên cơ sở sắp xếp lại các cơ sở đóng tàu trong cả nước. Mục tiêu chính của công ty là phát triển ngành công nghiệp tàu thủy lớn mạnh, có trình độ công nghệ tiên tiến, hiện đại và trở thành ngành kinh tế mũi nhọn của đất nước.

Đến ngày 15/5/2006, Thủ tướng Chính phủ đã có Quyết định số 103 và 104/QĐ-TTg về việc phê duyệt đề án thí điểm thành lập Tập đoàn Kinh tế Vinashin trên cơ sở tổ chức lại Tổng công ty Công nghiệp tàu thủy Việt Nam với mục đích kinh doanh đa ngành. Trong đó, ngành công nghiệp đóng mới sửa chữa tàu thủy và vận tải biển là ngành kinh doanh chính, có gắn kết chặt chẽ với với khoa học công nghệ, nghiên cứu & phát triển.

Với sự hậu thuẫn của Chính phủ, Vinashin đã nhanh chóng phát triển và được kỳ vọng trở thành một trong những tập đoàn đóng tàu và vận tải biển lớn nhất trong khu vực và trên thế giới. Trong giai đoạn 1996-2006, nhờ tận dụng tốt đội ngũ công nhân và kỹ sư lành nghề trong lĩnh vực đóng tàu, Vinashin liên tục có lãi với tốc độ tăng trưởng từ 35-40% mỗi năm. Tính đến năm 2010, Vinashin đã có mạng lưới hàng trăm các tổng công ty, công ty con, và công ty liên doanh & liên kết. Tổng số lao động làm việc tại Vinashin ước lên tới khoảng 70 ngàn người, chiếm hơn 1,5% lực lượng lao động của cả nước.

Trong số những tập đoàn kinh tế nhà nước, Vinashin cũng nhận được sự ưu ái hơn cả từ Chính phủ về mặt tài chính. Vào năm 2005, tập đoàn này đã được giao lại 750 triệu USD từ nguồn vốn trái phiếu Chính phủ phát hành trên thị trường quốc tế với mức lãi suất 7,125%/năm. Năm 2007, tập đoàn tiếp tục được phép phát hành 600 triệu USD trái phiếu trên thị trường quốc tế dưới sự dàn xếp của tập đoàn Credit Suisse. Trong thời gian 5 năm qua, Vinashin còn xin được rất nhiều đất để phát triển các dự án và dùng nó để thế chấp vay nợ từ các ngân hàng trong nước.

Tuy nhiên, thay vì tập trung vào các hoạt động kinh doanh cốt lõi, Vinashin lại nhanh chóng đầu tư dàn trải vào các ngành nghề kinh doanh không phải thế mạnh của mình, bao gồm từ đầu tư tài chính, khai thác khoáng sản, xây dựng... đến salon ô tô, khu nghỉ dưỡng, và thậm chí là trang trại nuôi lợn. Những dự án đầu tư phiêu lưu khiến nợ nần của Vinashin ngày càng lớn và nhanh chóng lâm vào tình trạng thua lỗ. Sự buông lỏng giám sát từ cấp trên và quản lý yếu kém của lãnh đạo tập đoàn đã dẫn đến hàng loạt các hoạt động sử dụng vốn kém hiệu quả và sai trái như: vay nợ mới để trả nợ cũ, dùng vốn vay ngắn hạn để trả nợ dài hạn, và thậm chí là sử dụng vốn lưu động để đầu tư.

Cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới 2008-2009 đã giáng một đòn chí mạng vào tình trạng tài chính thiếu lành mạnh của Vinashin. Nhu cầu đóng tàu và vận tải trên thế giới sụt giảm mạnh và Vinashin cũng không nằm ngoài cơn bão. Chỉ tính riêng năm 2008, khách hàng đã hủy bỏ các hợp

đồng trị giá khoảng 8 tỷ USD với Vinashin. Tuy nhiên, tập đoàn này vẫn tiếp tục che giấu lỗ khi liên tiếp báo cáo lãi trong năm 2009 và quý đầu của năm 2010. Tính đến tháng 6/2010, mặc dù có tổng tài sản ước tính trị giá khoảng 104 ngàn tỷ đồng (5,4 tỷ USD) nhưng những khoản nợ của Vinashin cũng đã lên tới 86 ngàn tỷ đồng (4,5 tỷ USD).

Tháng 12/2010 Vinashin chính thức mất khả năng thanh toán 60 triệu USD vốn gốc, một phần trong khoản nợ 600 triệu USD phát hành năm 2007, cho các chủ nợ quốc tế. Các tổ chức xếp hạng tín dụng như Moody ngay lập tức hạ bậc tín nhiệm đối với Việt Nam và các tập đoàn kinh tế nhà nước khác. EVN, PVN, và Vinacomin cũng buộc phải tạm hoãn hoặc hủy bỏ kế hoạch phát hành trái phiếu của mình trên thị trường quốc tế sau sự kiện này.

Tháng 8/2010 Chính phủ Việt Nam thành lập ủy ban điều hành để bắt đầu công cuộc tái cấu trúc con tàu đang chìm dần Vinashin. Các công ty con không đúng ngành nghề được chuyển giao sang những doanh nghiệp nhà nước khác. Vinashin “mới” sẽ chỉ tập trung vào mảng kinh doanh lõi là đóng tàu, sửa chữa và công nghiệp phụ trợ. Tuy nhiên khả năng trả nợ của nó trong những năm tới vẫn là dấu hỏi lớn.

Đằng sau những hậu quả và bài học từ Vinashin là những quan ngại về tính hiệu quả và sức khỏe tài chính của các tập đoàn kinh tế nhà nước khác. Cơ chế tài chính hiện nay cho phép các doanh nghiệp nhà nước được phép giữ lại lợi nhuận sau thuế để thực hiện các hoạt động đầu tư mà họ mong muốn. Nhiều tập đoàn kinh tế, đặc biệt là những tập đoàn hoạt động trong lĩnh vực khai thác tài nguyên có lợi nhuận lớn như PVN và Vinacomin, cũng đang có những hoạt động đầu tư dàn trải ngoài lĩnh vực hoạt động kinh doanh chính mà không bị kiểm soát.

Nợ nần và thua lỗ của Vinashin cùng với các tập đoàn và tổng công ty nhà nước khác đang đẩy lên những hồi chuông cảnh báo về tính hiệu quả và sự buông lỏng giám sát ở các đơn vị kinh tế nhà nước.

Theo số liệu thống kê những năm gần đây về tổng vốn đầu tư công, ngoài vốn từ phân bổ ngân sách nhà nước và vốn vay, thì vốn đầu tư của các doanh nghiệp nhà nước có nguồn gốc từ lợi nhuận sau thuế và tài sản nhà nước cũng chiếm tỷ trọng lớn, từ 24-30% tổng vốn đầu tư. Việc cắt giảm đầu tư công có lẽ phải bắt đầu từ những con số này.

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

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

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

có thể giảm do Y cao hơn, hoặc D/Y có thể tăng do thâm hụt ngân sách cao hơn. Trong kịch bản tiêu chuẩn chúng tôi giả định rằng trung bình trong giai đoạn 2011-2020, Việt Nam đạt tốc độ tăng trưởng 6%/năm.

Lạm phát là một loại thuế tàng hình, nó có thể giúp làm giảm D/Y do làm tăng GDP danh nghĩa. Tuy nhiên, lưu ý rằng lạm phát chủ yếu làm giảm giá trị thực của các khoản nợ bằng nội tệ. Đối với các khoản nợ bằng ngoại tệ, khi lạm phát gia tăng cũng thường kèm theo sự mất giá của nội tệ và làm tăng gánh nặng nợ công nước ngoài. Ngoài ra, lạm phát bị chi phối bởi tăng trưởng cung tiền, và tăng trưởng cung tiền thường có mối quan hệ chặt với thâm hụt ngân sách. Trong kịch bản tiêu chuẩn, ngoại trừ năm 2011 lạm phát được dự báo khoảng 18%, trong các năm còn lại chúng tôi giả định rằng lạm phát của Việt Nam ở mức 6%/năm.

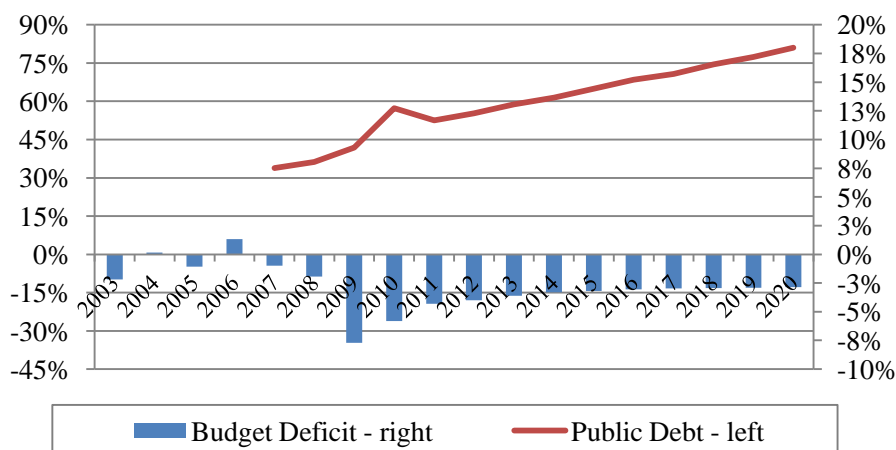
Tỷ giá hối đoái có quan hệ chặt chẽ với D/Y do nó có ảnh hưởng đến gánh nặng nợ công nước ngoài. Sự mất giá của đồng nội tệ có vai trò quan trọng đến D/Y do nợ nước ngoài chiếm khoảng 2/3 tổng nợ công của Việt Nam. Trong kịch bản tiêu chuẩn, chúng tôi giả định trong giai đoạn 2011-2020 đồng VND mất giá mỗi năm 5% so với USD.

Lãi suất là chi phí vay nợ. Lãi suất càng lớn thì thâm hụt ngân sách, và do vậy là nợ công, càng lớn. Lãi vay nợ trong nước có thể được tính toán chi tiết dựa trên thông tin về lượng và lãi suất trái phiếu Chính phủ và trái phiếu Chính phủ bảo lãnh hiện đang lưu hành. Lãi vay nợ nước ngoài phải trả hàng năm được khai thác từ Báo cáo Nợ Nước ngoài số 7 của Bộ Tài Chính.

Thâm hụt ngân sách cơ bản được tính toán bằng cách lấy thâm hụt ngân sách tổng thể (không gồm chi trả nợ gốc) trừ đi trả lãi nợ gốc. Ví dụ trong năm 2009, số liệu thâm hụt ngân sách tổng thể của Việt Nam từ nguồn ADB là 7,71% GDP và chi trả lãi nợ gốc lấy từ ước thực hiện (lần 2) quyết toán NSNN năm 2009 là khoảng 1,42% GDP. Do vậy, thâm hụt ngân sách cơ bản trong năm đó là 6,29% GDP. Con số ước thực hiện (lần 1) tương ứng của năm 2010 vào khoảng 4,5% GDP. Thâm hụt ngân sách cơ bản sẽ tích lũy vào các khoản nợ công hiện tại. Trong kịch bản tiêu chuẩn, chúng tôi giả định rằng Việt Nam cố gắng duy trì tỷ lệ thâm hụt ngân sách cơ bản/GDP ở mức 2,5%/năm trong giai đoạn 2011-2020. Để đạt được tỷ lệ này tất nhiên phải đòi hỏi Chính phủ Việt Nam thực hiện các chương trình cắt giảm chi tiêu công quyết liệt và với định hướng lâu dài.

Ngoài ra chúng tôi cũng giả định rằng tỷ lệ nợ công nước ngoài/nợ công trong nước tiếp tục duy trì ở mức khoảng 2:1 như hiện nay. Đồng thời lãi suất của những khoản nợ công bằng nội tệ và ngoại tệ phát sinh mới sẽ lần lượt là 10% và 5%.

Hình 8: Dự báo thâm hụt ngân sách và nợ công 2011-2020



Nguồn: ADB và tính toán của tác giả

Kết quả dự báo thâm hụt ngân sách tổng thể và nợ công được trình bày trong Hình 8. Kịch bản này hàm ý chi tiêu công cần được cắt giảm mạnh và lâu dài để thâm hụt ngân sách tổng thể giảm dần từ 7,7% trong năm 2009 xuống còn 4,3% năm 2011, 3,2% trong năm 2015 và 2,9% GDP trong năm 2020. Nợ công theo kịch bản này sẽ tạm chững lại trong năm 2011 nhờ lạm phát tăng mạnh (ước khoảng 18%). Tuy nhiên, những năm tiếp theo tỷ lệ nợ công sẽ tăng dần đều và đạt mức 65,5% GDP vào năm 2015, và 81,7% GDP vào năm 2020.

Chúng tôi cũng thực hiện mô phỏng thâm hụt ngân sách và nợ công theo các kịch bản khác nhau đối với các giả định trên. Kết quả cho thấy, trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, cứ mỗi điểm phần trăm tăng/giảm thêm của tỷ lệ lạm phát hoặc tăng trưởng kinh tế so với kịch bản tiêu chuẩn sẽ làm giảm/tăng tỷ lệ thâm hụt ngân sách tổng thể/GDP xấp xỉ 0,65 điểm phần trăm mỗi năm. Và kết quả là tỷ lệ nợ công/GDP sẽ giảm/tăng thêm khoảng 6,5 điểm phần trăm vào năm 2020. Tương tự như vậy, cứ mỗi điểm phần trăm mất giá thêm của đồng nội tệ so với kịch bản tiêu chuẩn sẽ làm tỷ lệ thâm hụt tổng thể/GDP tăng thêm 0,4 điểm phần trăm mỗi năm và nợ công tăng lên 85,6% GDP vào năm 2020.

Đặc biệt, nếu tỷ lệ thâm hụt ngân sách cơ bản/GDP tăng thêm 1 điểm phần trăm so với kịch bản tiêu chuẩn thì sẽ làm tỷ lệ thâm hụt ngân sách tổng thể/GDP tăng thêm 1,0 điểm phần trăm mỗi năm, và nợ công sẽ đạt 91,5% GDP vào năm 2020. Ngay cả khi Chính phủ duy trì được cán cân ngân sách cơ bản cân bằng hàng năm thì thâm hụt ngân sách tổng thể vẫn xảy ra do chi trả lãi nợ gốc và do sự mất giá của đồng nội tệ. Với kịch bản này, nợ công

sẽ duy trì ở mức 55% GDP vào năm 2020, một kịch bản không thể xảy ra trong bối cảnh nguồn thu và chi tiêu công như hiện nay.

Những mô phỏng về bức tranh triển vọng nợ công cho thấy muốn duy trì tỷ lệ nợ công ổn định, ngoại trừ việc gây lạm phát cao, Chính phủ cần phải duy trì được cán cân ngân sách cơ bản cân bằng. Trong điều kiện tỷ lệ thu/GDP đã ở mức rất cao như hiện nay, điều này chỉ có thể thực hiện bằng các chương trình cắt giảm chi tiêu công.

Tài liệu tham khảo

ADB Key Indicators for Asia and The Pacific (2010);
Báo cáo Nợ Nước ngoài số 7 (2010), Bộ Tài Chính;
Catão L. và Sutton B. (2002), Sovereign Defaults the Role of Volatility, IMF Working Paper No. 02/149;
IMF Country Report: Vietnam Statistical Appendix các năm 2003, 2007, 2010;
International Monetary Fund, World Economic Outlook Database (2010);
Li Y., Olivares-Caminal R., và Panizza U., (2010), Avoiding Avoidable Debt Crises: Lessons from Recent Defaults, trong cuốn sách Sovereign Debt and the Financial Crisis: Will This Time Be Different? Của các tác giả Carlos A. Primo Braga and Gallina A. Vincelette, World Bank;
Manasse P. và Roubini N. (2005), Rules of Thumb for Sovereign Debt Crises, IMF working paper No. 05/42;
Quyết toán và Dự toán Ngân sách Nhà nước, Bộ Tài chính, (2003 – 2011);
Reinhart, C. M. (2002), Default, Currency Crises and Sovereign Credit Ratings, NBER Working Paper 8738;
Vũ Tuấn Anh (2010), Tóm tắt Tình hình Đầu tư Công Việt Nam trong 10 năm qua, Viện Kinh tế Việt Nam;