

Đánh giá khả năng xảy ra khủng hoảng nợ dựa trên bền vững nợ công tại Việt Nam

Lê Thị Diệu Huyền

Học viện Ngân hàng

Nguyễn Diệu Linh

Sinh viên K19CLCA, Học viện Ngân hàng

Ngày nhận: 06/07/2020

Ngày nhận bản sửa: 11/08/2020

Ngày duyệt đăng: 25/08/2020

Trong bối cảnh khó khăn, Chính phủ các nước sử dụng nhiều chính sách để hỗ trợ nền kinh tế khắc phục hậu quả của Covid-19 khiến các quốc gia đang lâm vào tình trạng nguồn thu sụt giảm, nhu cầu chi tiêu công gia tăng khiến nợ công tăng cao. Trước tình hình đó, các quốc gia không có nhiều sự lựa chọn như giãn nợ, tái cấu trúc khoản nợ, nguy cơ vỡ nợ và khủng hoảng nợ xảy ra là điều tất yếu. Việt Nam mặc dù kiểm soát được tình hình nợ công nhưng còn tiềm ẩn nhiều rủi ro, như áp lực trả nợ nước ngoài dưới hình thức trả nợ trái phiếu quốc tế, khoản vay ít ưu đãi với điều kiện vay thương mại khắt khe và nguy cơ rủi ro về lãi suất do nhiều khoản vay có lãi suất thả nổi, rủi ro tỷ giá... Bài nghiên cứu xem xét nguy cơ xảy ra khủng hoảng nợ công tại Việt Nam dựa trên mức độ bền vững nợ công theo mô hình Cây nhị phân. Kết quả cho thấy, nguy cơ xảy ra khủng hoảng nợ còn thấp nhưng để đảm bảo bền vững nợ, Chính phủ cần tăng cường kiểm soát vĩ mô, kiểm soát hiệu quả

Assess the possibility of debt crisis based on public debt sustainability in Vietnam

Abstract: In the difficult context, governments of many countries use policies to support the economy to overcome the consequences of Covid-19, These leads to reduce revenues and rise public expenditure, causing to high public debt. Under these circumstances, countries do not have many options such as debt restructuring, debt rescheduling, the risk of default and the debt crisis is inevitable. Vietnam has managed to control the public debt but there are still many risks: the pressure to repay foreign debt, the less favorable and commercial loans, interest rate and exchange rate risks... The study examines the possibility of public debt crisis in Vietnam based on public debt sustainability under Binary Recursive Tree methodology. Therefore, the Government has controlled macro economy, effectively loans and improved fiscal discipline as well as coordinated policies to avoid public debt crisis.

Keywords: Public debt sustainability, Public debt crisis, State budget.

Huyen Thi Dieu Le

Email: huyenltd@hvn.edu.vn

Banking Academy of Vietnam

Linh Dieu Nguyen

Email: dieulinh.2710@gmail.com

Banking Academy of Vietnam

các khoản vay nợ và nâng cao kỷ luật tài khóa cũng như cơ chế phối hợp chính sách nhằm tránh khủng hoảng nợ công có thể xảy ra trong tương lai.

Từ khóa: Bền vững nợ công, khủng hoảng nợ công, Ngân sách Nhà nước.

1. Cơ sở lý thuyết và tổng quan nghiên cứu về tính bền vững nợ công và khủng hoảng nợ

Theo quan điểm của Ngân hàng Thế giới (World Bank- WB, 2002), nợ công là toàn bộ những khoản nợ của Chính phủ và những khoản nợ được Chính phủ bảo lãnh. Theo quan điểm của Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF, 2012), nợ công là tất cả các nghĩa vụ trả nợ của Chính phủ và các tổ chức công. Tại Việt Nam, Luật Quản lý nợ công năm 2017, sửa đổi đã quy định, nợ công bao gồm: nợ chính phủ; nợ được Chính phủ bảo lãnh; nợ chính quyền địa phương. Bên cạnh đó, theo quan điểm của tổ chức phát triển tài chính quốc tế, nợ bền vững chính là khả năng thực hiện nghĩa vụ trả nợ của một quốc gia mà không cần phải xóa nợ hay lũy kế nợ. Theo WB (2006) định nghĩa “Nợ công nước ngoài của một quốc gia được coi là bền vững nếu như các nghĩa vụ nợ (trả gốc và lãi) được thực hiện một cách đầy đủ mà không cần sử dụng đến các biện pháp tài trợ ngoại lệ hoặc không cần phải thực hiện những điều chỉnh lớn đối với cán cân thu nhập và chi tiêu của mình”. Theo IMF (2011) thì nợ được coi là bền vững khi người đi vay nợ kỳ vọng có khả năng chi trả mà không cần phải thay đổi quá nhiều giữa nguồn thu nhập và cân đối chi tiêu trong tương lai. Ngoài ra, WB đã xây dựng khung nợ bền vững (DSF) áp dụng cho các nước thu nhập thấp (2006), IMF hướng dẫn toàn cầu về thống kê nợ của khu vực công, cung cấp hướng dẫn tính bền vững nợ công, những công cụ để phân tích bền vững nợ dựa trên các chỉ số. Với các nghiên cứu cho thấy đảm bảo tính bền vững nợ để

phòng tránh khủng hoảng nợ có thể xảy ra. Cho đến hiện nay, nhiều nghiên cứu liên quan đến nợ công, tính bền vững của nợ công và nguy cơ khủng hoảng nợ:

Bài nghiên cứu “*The future of public debt: prospects and implications*” của các tác giả Stephen G Cecchetti, M.S. Mohanty và Fabrizio Zampolli (2010) đã phân tích các chỉ số thực trạng cán cân ngân sách, vay nợ của Chính phủ, nợ công ở một số quốc gia và đưa ra những dự báo về tương lai, nguy cơ khủng hoảng nợ công ở các nước phát triển như Anh, Mỹ, Đức, Nhật Bản, Pháp... khi nhận thấy tính không bền vững của nợ công. Đồng thời, chỉ ra một số gợi ý chính sách để nhằm kiểm soát nợ công và ngăn chặn những khủng hoảng có thể xảy ra do mất bền vững nợ công tại các nước. Bên cạnh đó, báo cáo “*Debt and Deleveraging: The Global Credit Bubble and Its Economic Consequences*” của McKinsey (2010) đã nghiên cứu về tác động của nợ và các đòn bẩy tài chính tới tín dụng toàn cầu và hệ quả kinh tế của nó tại các nước phát triển như Canada, Pháp, Đức, Ý... và các nền kinh tế mới nổi như Brazil, Trung Quốc, Ấn Độ. Nghiên cứu cho thấy cách ngăn chặn các cuộc khủng hoảng tài chính thế giới trong tương lai dựa vào tỷ lệ nợ trên GDP. Ngoài ra, nghiên cứu của Reinhart và Rogoff (2010) đã chứng minh rằng tỷ trọng vay nợ bằng ngoại tệ càng cao, rủi ro vỡ nợ và mức độ tác động tiêu cực của nợ công đến tăng trưởng kinh tế càng lớn. Trong nghiên cứu về khủng hoảng nợ công tại Châu Âu của Sandoval và cộng sự (2011), Nelson và cộng sự (2010) đã chỉ ra rằng nguyên nhân phổ biến ở hầu hết các nước đang lâm vào

tình trạng khủng hoảng nợ ở châu Âu đó là: Chi tiêu Chính phủ cao trong khi nguồn thu yếu dẫn đến thâm hụt ngân sách kéo dài; kỷ luật ngân sách lỏng lẻo; năng lực cạnh tranh toàn cầu suy giảm; cơ cấu chính sách bộc lộ nhiều yếu kém... Ngoài ra, do việc tiếp cận các nguồn vốn giá rẻ trước khủng hoảng dễ dàng đã dẫn đến tình trạng các nước thành viên lạm dụng nợ công để tài trợ cho thâm hụt ngân sách. Điều này lý giải rằng tác động của khủng hoảng nợ công châu Âu có thể lan truyền sang các khu vực khác thông qua các kênh: (i) khu vực tài chính; (ii) tác động đến chi phí phát hành trái phiếu quốc tế của các nước khác; (iii) tác động thông qua kênh thương mại quốc tế do sự sụt giảm cầu của các nước châu Âu đối với hàng hóa và dịch vụ của các nước khác...

Tại Việt Nam, vấn đề về nợ công hay tính bền vững của nợ công đã được đề cập trong một số nghiên cứu. Cuốn sách “*Nợ công và tính bền vững ở Việt Nam: Quá khứ, hiện tại và tương lai*” của nhóm tác giả Phạm Thế Anh và cộng sự (2013) đã xem xét kinh nghiệm quốc tế về các cuộc khủng hoảng nợ công, từ đó rút ra bài học dành cho Việt Nam. Nhóm tác giả phân tích thực trạng, những tác động tiêu cực của thâm hụt tài khóa và nợ công tăng nhanh đối với các biến số vĩ mô. Đồng thời, đề xuất một số gợi ý chính sách nhằm nâng cao khả năng giám sát và quản lý nợ công theo hướng bền vững trong tương lai ở Việt Nam. Bài nghiên cứu “*Đánh giá tính bền vững của nợ công Việt Nam theo mô hình Cây nhị phân*” của Nguyễn Thị Lan (2017) đã sử dụng mô hình Cây nhị phân để đánh giá tính bền vững của nợ công Việt Nam. Dựa trên Cây nhị phân, tác giả cho rằng nợ công Việt Nam vẫn đang thỏa mãn điều kiện an toàn với các số liệu được đưa ra cho đến năm 2016. Tác giả Vũ Thành Tự

Anh nghiên cứu trong bài giảng “*Tính bền vững của nợ công Việt Nam*” (2012) đã chỉ ra các yếu tố vĩ mô như cán cân ngân sách, tăng trưởng kinh tế, lãi suất, lạm phát, tỷ giá, nghĩa vụ trả nợ... ảnh hưởng đến tính bền vững của nợ công.

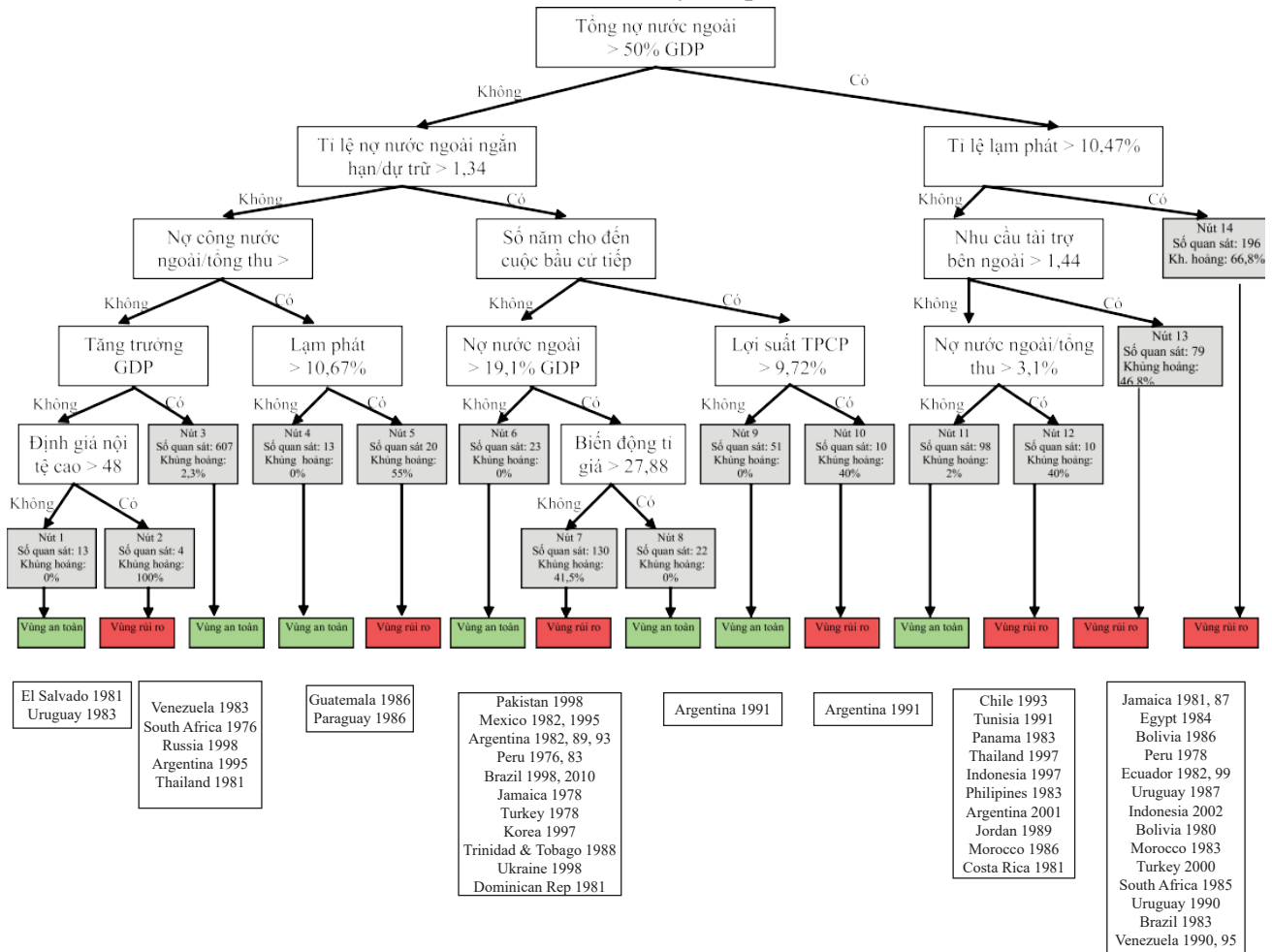
Tuy nhiên, để tránh khủng hoảng nợ có thể xảy ra trong tương lai, đòi hỏi đảm bảo tính bền vững nợ công. Mô hình Cây nhị phân được xây dựng và phát triển bởi Manasse và Roubini (2005) dựa trên CART (Classification and Regression Trees) là phương pháp cây nhị phân để phân loại và dự báo theo dạng hình cây nhằm đánh giá khả năng hay xác suất xảy ra khủng hoảng nợ ở một quốc gia sử dụng số liệu ở một thời điểm. Mỗi điểm nút mẹ được phân tách thành 2 điểm nút con, sau đó mỗi điểm nút con lại được phân tách thành hai điểm nút cháu và cứ tiếp tục như vậy cho đến nút cuối cùng. Cây nhị phân (Hình 1) được phân tách thành hai nhánh: (i) nhánh các nước có nợ nước ngoài cao (>50% GDP) ở bên phải với xác suất xảy ra khủng hoảng tăng từ 20,5% trong toàn bộ mẫu lên tới 45,4%; (ii) nhánh với nợ nước ngoài thấp với xác suất xảy ra khủng hoảng là 9,7%. Tiếp theo, nhánh các nước có nợ nước ngoài cao (> 50% GDP) lại tiếp tục được phân tách thành hai nhánh nhỏ với lạm phát cao và thấp (lớn hơn hoặc nhỏ hơn 10,47%). Các nước thuộc nhánh có lạm phát cao có xác suất xảy ra khủng hoảng nợ lên tới 66,8%. Hơn một nửa số cuộc khủng hoảng trong mẫu nghiên cứu thỏa mãn hai điều kiện này. Bất chấp nợ nước ngoài chỉ ở mức trung bình (từ 19 - 49,7% GDP), hiệu ứng kết hợp giữa nợ ngắn hạn (lớn hơn 130% dự trữ), tỉ giá hối đoái tương đối cứng nhắc (mức độ biến động thấp) và sự bất ổn chính trị đã làm cho xác suất xảy ra khủng hoảng lên tới 41%. Ngược lại, dọc theo phía bên trái của cây,

chúng ta có thể thấy rằng các trường hợp có rủi ro thấp, đó là những nước có nợ nước ngoài thấp, tỉ lệ nợ ngắn hạn/dự trữ thấp (< 130%) và tỉ lệ nợ công nước ngoài/tổng thu (< 210%), cùng với nền kinh tế không ở trong tình trạng suy thoái. Khoảng 58,4% những nước không có khủng hoảng nợ thỏa mãn các điều kiện này.

Manasse và Roubini (2005), sử dụng phương pháp Cây nhị phân dựa trên số liệu quan sát theo năm của 47 nền kinh tế mới nổi trong giai đoạn 1970 - 2002 để giải thích cho khả năng xảy ra khủng hoảng nợ công. Manasse và Roubini (2005), đã sử

dụng khoảng 50 biến và được chia thành ba nhóm: (i) nhóm biến vĩ mô căn bản; (ii) nhóm biến phản ánh sự bất ổn; (iii) nhóm biến phản ánh kinh tế - chính trị. Trong đó, Manasse và Roubini chú ý sử dụng đến các chỉ số phản ánh gánh nặng nợ nước ngoài và tổng nợ công, các chỉ số về khả năng thanh khoản và các biến nằm trong hệ thống cảnh báo sớm của IMF nhằm xem xét đến khả năng liên kết giữa khủng hoảng tiền tệ và khủng hoảng nợ công. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rằng, các chỉ số phản ánh gánh nặng nợ nước ngoài (bao gồm cả nghĩa vụ nợ) là tương đối thấp ở những năm không có khủng hoảng nợ, chúng tăng dần

Hình 1. Sơ đồ Cây nhị phân



Nguồn: Manasse và Roubini (2005)

ở những năm trước khi xảy ra khủng hoảng nợ và tăng tiếp trong những năm diễn ra khủng hoảng. Các chỉ số này lại giảm dần trong năm trước khi nước đó thoát khỏi khủng hoảng mặc dù chúng vẫn còn cao hơn so với mức trước khi khủng hoảng nợ xảy ra.

Điểm nổi bật của mô hình Cây nhị phân là xem xét rủi ro dưới nhiều góc độ khác nhau. Bằng quá trình phân tích này có thể thấy không phải một quốc gia có tỷ lệ vay nợ cao đã có khả năng xảy ra khủng hoảng nợ cao, ngược lại một quốc gia có tỷ lệ nợ vừa phải, thậm chí là thấp lại có khả năng xảy ra khủng hoảng nợ cao. Nguyên nhân của sự khác biệt này là do nhiều yếu tố khác nhau tại một thời kỳ quyết định như khoản vay sắp đáo hạn, chính sách tỷ giá, sự bất ổn chính trị của quốc gia khiến cho khủng hoảng thanh khoản của một quốc gia có thể xảy ra ngay cả khi tỷ lệ nợ của quốc gia đó đang ở mức thấp. Ngược lại, những nước có tỷ lệ nợ cao có thể có xác suất xảy ra khủng hoảng thấp khi quốc gia đó thực hiện hiệu quả chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ, cán cân vãng lai thặng dư... Hạn chế của phương pháp này là do dựa trên các quy tắc phân nhánh, các quan sát có thể được xếp vào vùng rủi ro hoặc vùng an toàn. Các quan sát trong một nút nào đó được phân vào vùng rủi ro hay an toàn nếu trong nút đó tỉ lệ số quan sát có khủng

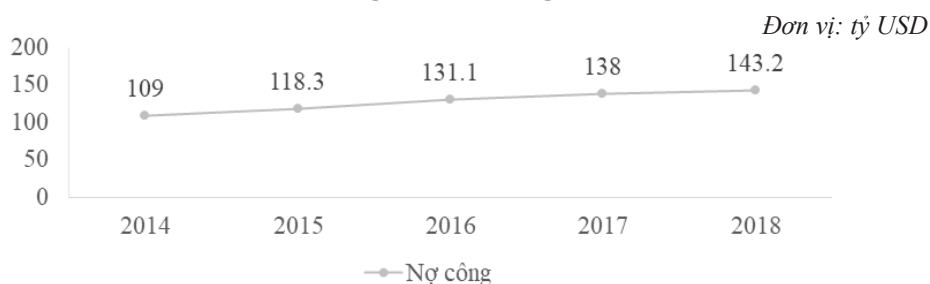
hoảng lớn hơn hay thấp hơn tỉ lệ trung bình đó trong cả mẫu nghiên cứu. Do đó, phương pháp này không có khả năng phân tích thực trạng liên quan đến các rủi ro về cơ cấu, kì hạn, lãi suất, khả năng thanh toán hay thanh khoản... của nợ công và nợ nước ngoài mà nó chỉ có khả năng chỉ ra nguy cơ hay xác suất xảy ra khủng hoảng nợ của một quốc gia nào đó dựa trên các bằng chứng thực nghiệm trong quá khứ.

2. Thực trạng nợ công và mức độ bền vững nợ công tại Việt Nam

Theo thống kê được Bộ Tài chính (2019) công bố, tổng nợ công giai đoạn 2014 - 2018 của Việt Nam tăng khoảng 1,3 lần, từ 109 tỷ USD năm 2014 tăng mạnh lên 131,1 tỷ USD năm 2016, sau đó lên mức 143,2 tỷ USD năm 2018 (Hình 2). Từ năm 2016 đến 2018, tổng nợ công tăng nhanh và cao hơn. Tuy nhiên, năm 2018 nợ công dù tăng cao nhưng vẫn được kiểm soát khá tốt và thấp hơn mức dự kiến của Chính phủ.

Về quy mô nợ công, từ năm 2014 đến năm 2018, theo số liệu tổng hợp từ Bản tin nợ công của Bộ Tài chính, quy mô nợ công ở Việt Nam đã tăng nhanh từ 2.318 nghìn tỷ VND vào năm 2014 lên 3.256 nghìn tỷ VND vào năm 2018 do nhu cầu ngân sách lớn vì bội chi ngân sách tăng và phải vay nợ. Nợ công giảm nhẹ, năm 2014 chiếm

Hình 2. Tình hình nợ công ở Việt Nam giai đoạn 2014- 2018



Nguồn: Tổng hợp từ Bản tin Nợ công số 08- Bộ Tài chính

khoảng 58% GDP, năm 2015 chiếm 61% GDP, năm 2016 tỷ lệ nợ công cao nhất trong giai đoạn này chiếm 63,7% GDP, đến năm 2017 chiếm 61,4% GDP và năm 2018 giảm xuống chiếm còn 58,4% GDP (Hình 3).

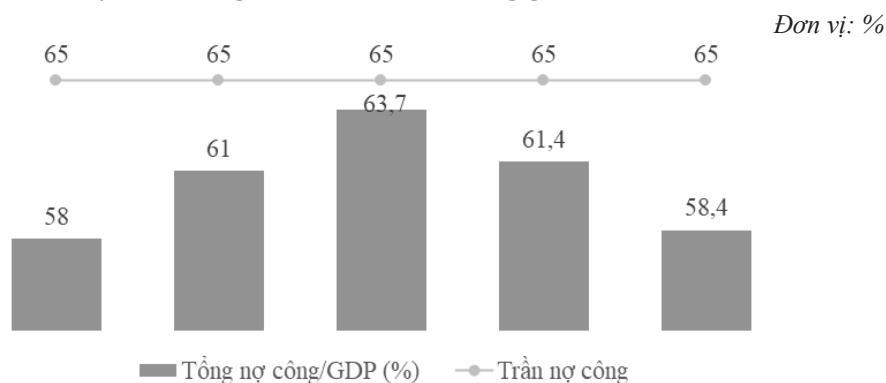
Nếu theo chỉ tiêu giới hạn nợ thì nợ công ở Việt Nam vẫn đang được kiểm soát chặt chẽ khi tất cả các chỉ số giới hạn đều đang duy trì trong ngưỡng an toàn được Quốc hội cho phép. Báo cáo của Cục Quản lý nợ và Tài chính đối ngoại - Bộ Tài chính đầu năm 2019 đã cho thấy tốc độ tăng của nợ công của Việt Nam ở mức bình quân là 18,1%/năm vào giai đoạn 2014- 2015, sang đến giai đoạn sau là 2016- 2018 thì mức bình quân này đã giảm còn ở mức 8,6%/năm.

Về cơ cấu nợ công, trong giai đoạn 2014-2018, Bộ Tài chính thực hiện tái cơ cấu nợ công chiều hướng bền vững hơn, cho thấy nợ Chính phủ và nợ được Chính phủ bảo lãnh chiếm phần lớn (khoảng 96- 98%), còn lại là nợ chính quyền địa phương (khoảng 1,6% - 3,1%) (Bảng 1). Nợ Chính phủ có xu hướng gia tăng khi năm 2014 chiếm 78,7% và đến 2018 thì chiếm đến 85% tổng nợ công. Cả nợ được Chính phủ bảo lãnh và nợ chính quyền địa phương lại có xu hướng giảm lần lượt là 18,2% xuống

13,4% và 3,1% xuống 1,6%. Nợ công tăng, đồng nghĩa với việc cơ cấu nợ công cũng thay đổi bởi khi nhu cầu huy động ngày càng cao, khả năng tiếp cận nguồn vốn ưu đãi nước ngoài lại hạn chế, Chính phủ dần phải dựa vào nguồn vốn vay trong nước. Các nguồn huy động vốn cũng có sự thay đổi khi mà trái phiếu Chính phủ trước đây chủ yếu hút vốn từ các ngân hàng, tổ chức tài chính đã giảm. Các khoản vay vốn được huy động đa dạng hơn từ các nguồn bảo hiểm, quỹ đầu tư với kỳ hạn dài và lãi suất hấp dẫn hơn.

Giai đoạn 2014 - 2018, Chính phủ đã kéo dài hơn thời hạn của trái phiếu, tập trung nhiều hơn vào các loại có kỳ hạn từ 5 năm trở lên. Từ năm 2015 đã không phát hành các loại kỳ hạn dưới 1 năm và từ 2017-2018 đã không phát hành các loại trái phiếu có kỳ hạn dưới 3 năm nữa. Thay vào đó Chính phủ tập trung vào phát hành các loại trái phiếu có kỳ hạn từ 15 - 30 năm. Nếu ở năm 2014, Chính phủ chỉ phát hành khoảng 6,1% trên tổng số trái phiếu là trái phiếu kỳ hạn dài thì đến 2018, con số này đã lên đến 48% trái phiếu có kỳ hạn từ 5 năm trở lên. Chỉ số kỳ hạn phát hành bình quân theo năm cũng tăng đều, từ 4,85 năm ở năm 2014 lên 12,69 năm ở năm 2018. Điều này giúp làm giảm bớt áp lực trả nợ ngắn hạn

Hình 3. Tỷ lệ nợ công/GDP và trần nợ công giai đoạn 2014- 2018



Nguồn: Bản tin nợ công số 08- Bộ Tài chính

Bảng 1. Cơ cấu nợ của các cấp theo GDP giai đoạn 2014- 2018

Chỉ tiêu	2014	2015	2016	2017	2018
NỢ CÔNG (nghìn tỷ VND)	2.318,9	2.593,3	2.900,8	3.100,9	3.256,9
Nợ Chính phủ	1.826,1	2.064,6	2.373,1	2.587,3	2.767,2
Nợ được Chính phủ bảo lãnh	422,6	455,1	461,6	455,9	437,3
Nợ chính quyền địa phương	70,2	73,6	66,1	57,7	52,4
NỢ CÔNG/GDP (%)	58	61	63,7	61,4	58,4
Nợ Chính phủ/GDP	46,4	49,2	52,7	51,7	50
Nợ được Chính phủ bảo lãnh/GDP	10,7	10,9	10,3	9,1	7,9
Nợ chính quyền địa phương/GDP	1,8	1,8	1,5	1,1	0,9
CƠ CẤU NỢ CÔNG (%)	100	100	100	100	100
Nợ Chính phủ	78,7	79,6	81,8	83,5	85
Nợ được Chính phủ bảo lãnh	18,2	17,5	15,9	14,7	13,4
Nợ chính quyền địa phương	3,1	2,9	2,3	1,8	1,6

Nguồn: *Bản tin Nợ công số 08- Bộ Tài chính (2019)*

Bảng 2. Cơ cấu theo kỳ hạn của trái phiếu Chính phủ từ 2014- 2018

Đơn vị: %

Kỳ hạn	2014	2015	2016	2017	2018
Tổng	100	100	100	100	100
Tín phiếu	10,5	0	0	0	0
Từ 2-3 năm	43,3	23,4	8,1	0	0
Từ 5-10 năm	40	61,6	72,2	56,2	52
Từ 15-30 năm	6,1	15	19,7	43,8	48
Kỳ hạn phát hành bình quân (năm)	4,85	7,12	8,74	13,52	12,04

Nguồn: *Báo cáo “Thị trường trái phiếu năm 2018” của Bộ Tài chính (2019)*

trong những năm tiếp theo của Chính phủ.

Bên cạnh đó, theo Báo cáo thị trường trái phiếu năm 2018 của Bộ Tài chính (2019), lãi suất trái phiếu Chính phủ cũng có xu hướng giảm ở tất cả các loại kỳ hạn vào cuối năm 2018 khi mà lãi suất cho kỳ hạn 5 năm là 4,2%/năm; kỳ hạn 10 năm là 5,1%/năm; kỳ hạn 15 năm là 5,3%/năm. So với thời điểm cuối năm 2017, lãi suất phát hành tại thời điểm cuối năm 2018 giảm từ 0,18% đến 0,98% đối với tất cả các kỳ hạn. Lãi suất phát hành bình quân năm

2018 là 4,71%/năm, thấp hơn 1,27%/năm so với mức 5,98%/năm của năm 2017. Mức lãi suất phát hành trung bình của giai đoạn này là 5,9%/năm. Đến cuối năm 2018, dư nợ nước ngoài chiếm khoảng 38,6% tổng dư nợ Chính phủ, trong đó, giá trị các khoản vay ODA, vay ưu đãi có kỳ hạn với lãi suất thấp là chiếm vào khoảng hơn 96% với quy mô huy động vốn có tính ổn định (khoảng 12%/năm). Lãi suất bình quân của danh mục nợ nước ngoài của Chính phủ là 2,0%/năm. Lãi suất bình quân các khoản nợ trong nước cao hơn so với lãi suất bình quân các

khoản nợ nước ngoài (5,9%/năm và 2,0%/năm), tức là gánh nặng lãi suất nước ngoài hơn ít hơn một nửa so với lãi suất trong nước. Tuy nhiên, với nhiều khoản vay nợ nước ngoài với lãi suất thả nổi nên tiềm ẩn rủi ro về lãi suất trong tương lai.

Chỉ tiêu bền vững nợ, trong giai đoạn 2014-2018 nợ công/GDP vẫn đang thấp hơn mức Quốc hội cho phép (<65%), tỷ lệ nợ nước ngoài/GDP trừ năm 2014, lần lượt là 42%, 44,8%, 48,9% và 46%, vượt khỏi mức khuyến nghị là 40%. Mặc dù vượt ngoài ngưỡng cảnh báo nhưng vẫn chưa ảnh hưởng quá lớn đến vị thế bền vững của nợ công Việt Nam, bằng chứng là Việt Nam vẫn đang kiểm soát tốt nợ công, các chỉ tiêu nghĩa vụ nợ nước ngoài so với xuất khẩu và so với thu ngân sách đều ở mức tương đối an toàn, đảm bảo khả năng thanh toán khoản nợ khi đến hạn.

Trong bối cảnh Việt Nam trở thành nước có mức thu nhập trung bình, khoản vay ODA có xu hướng giảm, việc vay vốn nước ngoài sẽ chuyển dần sang vay thương mại và phát hành trái phiếu trên thị trường quốc tế. Khi đó, qui mô vay nợ có xu hướng gia tăng, cấu trúc khoản nợ phải tập trung vay trong nước, mức lãi suất trái phiếu phát hành trên thị trường quốc tế tăng mạnh. Điều này sẽ

gây ra rủi ro cho nợ công Việt Nam, nguy cơ mất tính bền vững và khả năng xảy ra khủng hoảng nợ là điều có thể trong thời gian sắp tới nếu không có kiểm soát tốt các khoản vay nợ công.

3. Khả năng xảy ra cuộc khủng hoảng nợ dựa trên bền vững nợ công của Việt Nam

Mặc dù theo đánh giá, các chỉ tiêu về bền vững nợ vẫn đang trong khả năng kiểm soát nhưng nguy cơ tồn tại nhiều rủi ro. Hơn nữa, nền kinh tế đang chịu tác động của Covid-19, các chính sách hỗ trợ nền kinh tế từ phía ngân sách lớn, áp lực bội chi khi giảm thuế đối với nhiều ngành trong nền kinh tế, tiềm ẩn khủng hoảng nợ công có thể xảy ra và nguy cơ khủng hoảng kinh tế. Nhóm tác giả dựa trên mô hình Cây nhị phân của Manasse và Roubini (2005) để xem xét khả năng xảy ra khủng hoảng nợ dựa trên tính bền vững nợ công Việt Nam.

Theo đó, nhóm tiến hành tính toán ảnh hưởng nợ công dựa trên chỉ số cơ bản theo mô hình này cho nợ công năm 2018 của Việt Nam (Bảng 4). Nguồn dữ liệu được dựa trên 3 nhóm chỉ tiêu được nhóm tác giả tổng hợp từ số liệu của Bộ Tài chính, Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia (UBGSTCQG), Tổng cục Thống kê và

Bảng 3. Gánh nặng nợ công của Việt Nam giai đoạn 2014- 2018

Đơn vị: %

Chỉ số	2014	2015	2016	2017	2018
Nợ công/GDP	58	61	63,7	61,4	58,4
Nợ công/thu ngân sách nhà nước	205	200	206	239	229
Nợ nước ngoài/GDP	38,3	42	44,8	48,9	46
Nợ nước ngoài/xuất khẩu	47,3	49,7	52	51	45,8
Nghĩa vụ nợ nước ngoài/ xuất khẩu	2,2	1,5	1,8	1,4	1,4
Nghĩa vụ nợ nước ngoài/thu ngân sách	6	4,3	5	5,2	5,4

Nguồn: Nhóm tác giả tự tính toán dựa trên số liệu tổng hợp từ các báo cáo và nghiên cứu của MOF, GSO, WorldBank Data và IMF

Bảng 4. Các chỉ số nợ của Việt Nam năm 2018

Đơn vị: %

STT	Các chỉ số nợ	Năm 2018
1	Nợ nước ngoài/GDP	46
2	Nợ nước ngoài ngắn hạn/ dự trữ ngoại hối	32,5
3	Tốc độ tăng trưởng GDP	7,1
4	Nợ công nước ngoài/Tổng thu ngân sách	193
5	Tỷ lệ lạm phát	3,54
6	Lãi suất trái phiếu kho bạc Mỹ	2,5
7	Nhu cầu tài trợ từ bên ngoài	50
8	Mức độ định giá quá cao của VND/USD	10
9	Sự biến động của tỉ giá VND/USD	1,5

Nguồn: Tổng hợp từ các số liệu của Bộ Tài chính, UBGSTCQG, GSO và NHNN

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) để xem xét những yếu tố có khả năng ảnh hưởng đến các kịch bản về khủng hoảng nợ công tại Việt Nam.

(i) *Nhóm chỉ tiêu phản ánh mức độ rủi ro trong khả năng thanh toán nợ.* Để xem xét nhóm chỉ tiêu này, dựa vào chỉ số của nợ nước ngoài/GDP, sự mất cân đối giữa tài khóa và thâm hụt tài khoản vãng lai cùng với lượng lớn của nợ công ngắn hạn. Chỉ tiêu nợ công nước ngoài/GDP của Việt Nam tính đến cuối năm 2018 là 46%, vẫn đang nằm trong vùng an toàn chưa chạm đến mức trần. Về thâm hụt ngân sách, năm 2018 có dấu hiệu tăng trở lại vào khoảng 191,5 nghìn tỷ VNĐ. Điều này làm ảnh hưởng đến sự cân đối của chính sách tài khóa nếu như mức bội chi ngân sách không giảm xuống mà tăng mạnh ở những năm tiếp theo. Về cán cân vãng lai, năm 2018 có dấu hiệu thâm hụt, nếu tình trạng thâm hụt kéo dài, NHNN buộc phải bơm ngoại tệ dự

trữ ra thị trường để ổn định giá trị của đồng tiền, tránh tỷ giá VND/USD quá lớn khiến VND mất giá.

(ii) *Nhóm chỉ tiêu phản ánh tính rủi ro thanh khoản.* Tính rủi ro được quyết định bởi quy mô nợ công ở mức vừa phải nhưng chỉ số nợ nước ngoài ngắn hạn/dự trữ ngoại hối lại vượt quá cao. Năm 2018, nợ nước ngoài ngắn hạn so với dự trữ ngoại hối chiếm khoảng 32,5%. Điều này một phần là do lượng dự trữ ngoại hối của Việt Nam tăng cao khi NHNN mua được một lượng lớn ngoại tệ nhằm củng cố chính sách tiền tệ. Ngoài ra, các dòng vốn FDI cũng đã góp phần tăng một lượng lớn dự trữ ngoại tệ cho Việt Nam. Các yếu tố này góp phần làm mức rủi ro nợ công trở nên thấp hơn, duy trì nền kinh tế ổn định. Ngược lại, nếu như lượng dự trữ ngoại hối thấp mà nợ nước ngoài trong ngắn hạn lại tăng cao sẽ khiến cho sức ép phải trả nợ của Chính phủ tăng, điều này có thể dẫn đến sự mất ổn định của nợ công.

(iii) *Nhóm chỉ tiêu phản ánh rủi ro bất ổn trên phương diện vĩ mô.* Kinh tế của Việt Nam năm 2018 thuộc vào nhóm những nước có tốc độ phát triển nhanh nhất khi tốc độ tăng GDP đạt 7,1%; tốc độ tăng trưởng GDP bình quân là 6,5%/năm giai đoạn 2014- 2018. Bên cạnh đó, tỷ giá VND/USD năm 2018 tuy chịu nhiều biến động do chịu nhiều áp lực bởi các đồng tiền khác trên thế giới nhưng vẫn tăng 1,5% so với đầu năm, cho thấy VND vẫn khá ổn định. Mức thâm hụt vãng lai đã được cải thiện do mức định giá VND đã không còn quá cao mà đã giảm xuống đáng kể. Nếu mức định giá của VND/USD quá cao thì trong bối cảnh dự trữ ngoại hối thấp sẽ dễ dẫn đến các cuộc tấn công về tiền tệ gây nên lạm phát, làm giảm giá trị của đồng tiền. Như vậy, dựa vào các chỉ tiêu nợ (Bảng 4) và dựa vào so

đồ Cây nhị phân của Manasse và Roubini (2005), nhóm tác giả xem xét mức độ rủi ro khủng hoảng nợ công Việt Nam. Chỉ số đầu tiên cần được xem xét đến là “Tổng nợ nước ngoài/GDP”. Có hai trường hợp xảy ra ở đây, nếu chỉ số này lớn hơn 50%, ta sẽ đi xuống nhánh bên phải và xét tiếp đến tỷ lệ lạm phát, còn nếu ngược lại chỉ số nhỏ hơn 50% thì ta sẽ đi xuống nhánh bên trái và xét tiếp đến “Nợ nước ngoài ngắn hạn/GDP”. Năm 2018, chỉ số này là 46%, nhỏ hơn hạn mức là 50% nên ta sẽ đi xuống theo nhánh bên trái là xét đến tỷ lệ “Nợ nước ngoài ngắn hạn/GDP”. Ở nhánh trái này, nếu tỷ lệ “Nợ nước ngoài ngắn hạn/dự trữ ngoại hối” vượt 134%, ta sẽ đi xuống nhánh phải và xét tiếp, còn nếu không vượt 134% thì sẽ xuống đến nhánh trái là tỷ lệ “Nợ công nước ngoài/tổng thu ngân sách”. Ở đây tỷ lệ này được tính là 32,5% dựa trên số liệu được Bộ Tài chính công bố, nhỏ hơn rất nhiều so với con số hạn mức là 130% nên câu trả lời sẽ là “Không” và tiếp tục xét ở nhánh bên trái là “Tăng trưởng GDP”. Theo Manasse và Roubini (2005) dành cho tăng trưởng GDP là -5,45%. Nếu như không lớn hơn -5,45% thì sẽ xuống bên trái và xét đến “Định giá nội tệ cao quá mức”, còn nếu có lớn hơn -5,45% sẽ rơi vào nút 3, tức là khả năng xảy ra khủng hoảng vào khoảng 2,3%. Năm 2018, tăng trưởng GDP của Việt Nam là 7,1% > -5,45% cho nên ta có thể đưa ra kết luận cho đến cuối 2018 đầu 2019 thì khả năng xảy ra khủng hoảng nợ công ở Việt Nam trong khoảng thời gian tới là rất thấp, chỉ dưới 2,3%. Chính vì vậy, với đánh giá về nợ nước ngoài cho thấy Việt Nam trong tương lai gần chưa có nguy cơ gặp khủng hoảng về nợ công, nhưng do sự khác biệt trong phạm vi về nợ công ở Việt Nam so với cách tính toán của các tổ chức tài chính trên thế giới (quan niệm về phạm vi nợ công của IMF, WB khác so với Việt Nam: theo định nghĩa, nợ công của Việt

Nam không bao gồm nợ của DNNN) nên những số liệu tính toán tổng hợp ở Bảng 4 có thể chưa phản ánh chính xác nhất khả năng xảy ra rủi ro trong tương lai của nợ công Việt Nam. Vì thế, cần xây dựng thêm những tình huống có khả năng sẽ xảy ra nếu các chỉ số bên trên thay đổi để đánh giá được khả năng xảy ra khủng hoảng nợ công của Việt Nam.

Kịch bản 1: Nếu tỷ lệ “Tổng nợ nước ngoài/GDP” không phải 46% mà vượt quá 50% (điều này có thể xảy ra nếu Việt Nam vay nợ nước ngoài quá nhiều nhưng lại đầu tư vào những dự án lớn khó có khả năng hồi vốn nhanh hay thậm chí là khó hồi vốn) thì ta sẽ phải xét đến nhánh bên phải theo sơ đồ Cây nhị phân là “Tỷ lệ lạm phát”. Theo báo cáo của GSO, tỷ lệ lạm phát của Việt Nam năm 2018 là 3,54% thấp hơn rất nhiều so với hạn mức là 10,47% nên câu trả lời cho mức này là không và tiếp tục xét đến mức nhu cầu tài trợ từ bên ngoài. Mặc dù hiện tại mức phụ thuộc vào việc cần có tài trợ từ bên ngoài của Việt Nam đã giảm xuống đáng kể do kinh tế đã phát triển hơn trước nhưng mức độ phụ thuộc vẫn nằm trong khoảng 50%. Ở đây 50% nhỏ hơn hạn mức đưa ra là 144% nên ta sẽ xét xuống nhánh trái là tỷ lệ “Nợ nước ngoài/tổng thu ngân sách”. Theo thu thập từ báo cáo của Bộ Tài chính thì tỷ lệ này của năm 2018 là 193% lớn hơn rất nhiều so với hạn mức là 3,1%. Tới đây thì nợ công Việt Nam sẽ rơi vào nút 12 nằm trong vùng rủi ro với khả năng xảy ra khủng hoảng là 40% (các cuộc khủng hoảng từng xảy ra ở trong nút này gồm Chile 1993, Thailand 1997).

Kịch bản 2: Khi tỷ lệ “Tổng nợ nước ngoài/GDP” vẫn nhỏ hơn 50% nhưng tỷ lệ “Nợ công nước ngoài/Tổng thu ngân sách” lớn hơn 215%, điều này cũng có khả năng xảy ra vì trong những năm gần đây, tỷ lệ này

liên tục có chiều hướng gia tăng và năm 2018 đã gần với mức 200%. Khi đó ta tiếp tục xét đến lạm phát của quốc gia, mặc dù tỷ lệ lạm phát năm 2018 được kiểm soát dưới 4%, nhưng vẫn có thể tăng lại trên hai con số trong tương lai nếu Chính phủ không thể điều tiết chính sách tiền tệ tốt. Khi đó thì Việt Nam sẽ rơi ở nút 5 với tỷ lệ xảy ra khủng hoảng là 55%.

Kịch bản 3: Khi tỷ lệ “Nợ nước ngoài ngắn hạn/dự trữ ngoại hối” vượt quá 134%, trường hợp này dù khó xảy ra nhưng nó sẽ đến sẽ nếu như nợ nước ngoài ngắn hạn tiếp tục tăng trong khi dự trữ ngoại hối ở NHNN càng ngày ít đi. Lúc đó ta sẽ xét tiếp, nên xét xuống nhánh trái để quan sát nợ nước ngoài có lớn hơn 19,1% GDP hay không. Câu trả lời là có vì tỷ lệ này năm 2018 là 46%. Vì vậy xét tiếp xuống bên phải liên quan đến “Biến động tỷ giá”. Mức độ biến động này của Việt Nam là 1,5%, không đáng kể so với hạn mức là 27,88%, kết quả rơi vào nút 7, rủi ro xảy ra khủng hoảng nợ công là vô cùng cao, ở mức 41,5%.

Dựa trên các kịch bản sử dụng số liệu của năm 2018, với các giả thuyết của nền kinh tế Việt Nam cho thấy hiện nay khả năng xảy ra khủng hoảng nợ công còn thấp. Tuy nhiên, với biến động khó lường trong tương lai, việc kiểm soát tính bền vững nợ công cùng với các biến số kinh tế vĩ mô được dự báo chuẩn xác hơn sẽ tránh cho Việt Nam rơi vào khủng hoảng nợ không đáng có. Mặc dù vậy, nhóm tác giả cho rằng theo mô hình Cây nhị phân chỉ đưa ra nguy cơ rơi vào khủng hoảng nợ tại một thời điểm dựa trên dữ liệu của quá khứ, nhưng cũng trên cơ sở đó để dự báo, cũng như khuyến nghị chính sách cùng phối hợp nhằm tránh nguy cơ xảy ra một cuộc khủng hoảng nợ công trong tương lai.

4. Một số khuyến nghị chính sách đảm bảo bền vững nợ tránh khủng hoảng nợ công tại Việt Nam

Dựa trên phân tích đánh giá nguy cơ tiềm ẩn khủng hoảng nợ công dựa trên các chỉ số bền vững nợ công cũng như bối cảnh vĩ mô của Việt Nam, nhóm tác giả đề xuất một số khuyến nghị như sau:

Thứ nhất, kiểm soát chặt chẽ nền kinh tế vĩ mô, trước những diễn biến phức tạp của nền kinh tế thế giới, Chính phủ ổn định tiền tệ, kiểm soát giá cả nhằm hạn chế những biến động của thị trường, chính sách thu hút đầu tư nước ngoài, hỗ trợ doanh nghiệp, chống thất thu thuế, gian lận thương mại... Bên cạnh đó, đảm bảo cân bằng cán cân ngân sách, để hạn chế mức tài trợ nợ, giúp nợ công không tăng thêm, giảm đi lượng vay nợ, không để xảy ra tình trạng vay thêm nợ mới. Từ đó, ổn định nền kinh tế, góp phần giảm nguy cơ xảy ra cuộc khủng hoảng nợ trong tương lai.

Thứ hai, nâng cao hiệu quả và kiểm soát khoản vay, thực hiện đầu tư khoản vay một cách hiệu quả, tình trạng sử dụng vay dự án đầu tư cơ sở hạ tầng cần phải được kiểm soát chặt chẽ hơn nhằm tăng tính minh bạch đối với khoản đầu tư công, từ đó tăng cường hiệu quả sử dụng các khoản vay nhằm đảm bảo nguồn để trả nợ

Thứ ba, nâng cao kỷ luật tài khóa, cần tuân thủ các mức trần, hạn mức về chi tiêu, nợ và thâm hụt ngân sách, tiến tới thu hẹp mức độ thâm hụt ngân sách, tăng thu dùng để giảm bội chi. Các khoản chi tiêu công của các bộ ngành và chính quyền địa phương chỉ được phép với giới hạn trong dự toán và đảm bảo trần chi tiêu theo xu hướng giảm bội chi ngân sách để giảm gánh nặng nợ công trong tương lai.

Thứ tư, phối hợp hài hòa giữa chính sách tài khóa và chính sách tiền tệ. Các chính sách nhằm hướng tới mục tiêu an toàn nợ, đối với chính sách tiền tệ đảm bảo ổn định, lãi suất, tỷ giá, chính sách tài khóa cùng phối hợp giảm thâm hụt ngân sách để

không tăng thêm gánh nặng nợ. Ngoài ra, để đề phòng trường hợp khủng hoảng nợ công xảy ra, cần phải nghiên cứu và xây dựng thêm các phương án phản ứng nhằm đáp ứng mọi tình huống ■

Tài liệu tham khảo

- Bộ Tài chính (2019), *Bản tin nợ công số từ 01-08*, Hà Nội.
- Bộ Tài Chính (2014-2018), *Báo cáo quyết toán NSNN 2014 - 2018*, Hà Nội.
- Bộ Tài chính (2019), *Thị trường trái phiếu Việt Nam năm 2018*, NXB Hồng Đức, Hà Nội.
- Chính phủ (2012), *Quyết định số 958/QĐ-TTg về phê duyệt Chiến lược nợ công và nợ nước ngoài của quốc gia giai đoạn 2011 - 2020 và tầm nhìn đến năm 2030*.
- Hakan Tokaç & Mike Williams (2013), *Government debt management and operational risk: a risk management framework and its application in turkey*, Sigma paper No.50, OECD.
- IMF & World Bank (2011), *Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users*
- IMF & World Bank IMF (2012), *Guideline for public debt management*
- McKinsey (2010), *Debt and Deleveraging: The Global Credit Bubble and Its Economic Consequences*, McKinsey Global Institute, January 2010.
- Manasse P. & Roubini N (2005), *Rules of Thumb for Sovereign Debt Crises*, IMF Working Paper No. 05/42.
- Nelson và cộng sự (2010), *Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications*, Congressional Research Service, 7-5700 www.crs.gov, R41167
- Nguyễn Thị Lan (2017), *Đánh giá tính bền vững của nợ công Việt Nam theo mô hình DSF của Quỹ Tiền tệ Quốc tế và Ngân hàng Thế giới*, Tạp chí Kinh tế & Phát triển, số 244, tháng 10/2017.
- Phạm Thế Anh và cộng sự (2013), *Quản lý nợ công và tính bền vững ở Việt Nam: Quá khứ, hiện tại và tương lai*, Ủy ban Kinh tế.
- Philip R. Lane (2012), *The Europe Sovereign debt crisis*, Journal of Economic Perspectives -Volume 26, Number 3, Pages 49-68.
- Quốc hội (2017), *Luật Quản lý nợ công sửa đổi 2017*.
- Reihart và Rogoff (2010), *Growth in a Time of Debt*, American Economic Review Paper & Proceedings 100 (May 2010): pp 573-578.
- Reihart và Rogoff (2013), *Financial and Sovereign debt crises: Some lessons learned and those forgotten*, Working Paper No.13/266.
- Sandoval và cộng sự (2011), *The European sovereign crisis: Responses to the financial crisis*, New voices in public policy, ISSN: 1947-2633
- Stephen G Cecchetti, M.S. Mohanty & Fabrizio Zampolli (2010), *The future of public debt: prospects and implications*, BIS working paper No.300.
- Tổng cục thống kê (2014-2018), *Niên giám thống kê Việt Nam 2014-2018*, NXB Thống kê, Hà Nội.
- Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia. (2018). *Báo cáo tổng quan thị trường tài chính năm 2017*.
- Vũ Thành Tự Anh (2012), *Tính bền vững của nợ công Việt Nam*, Chương trình giảng dạy kinh tế Fullbright, Đại học Quốc gia Hà Nội.
- WB (2002), *Guideline for public debt management: Accompanying Document*.
- WB (2006), *A Guide to LIC Debt Sustainability Analysis*.
- Trang web: <https://www.imf.org/en/Countries/VNM>;
<https://www.worldbank.org/en/country/vietnam>