

Đánh giá tính bền vững của nợ công Việt Nam theo mô hình cây nhị phân

Nguyễn Thị Lan¹

Tóm tắt

Nợ công của Việt Nam đã ở mức 64,7% GDP (năm 2016), là "tiệm cận" của mức trần cho phép của Quốc hội (65% GDP). Về mặt danh nghĩa, nợ công của Việt Nam vẫn ở mức an toàn, tuy nhiên, theo các nhà kinh tế thì nợ công Việt Nam đang tiềm ẩn nhiều rủi ro, thiếu bền vững. Vấn đề đặt ra là liệu mức nợ công hiện nay của Việt Nam có thực sự an toàn hay không? Chính phủ Việt Nam cần có những quyết sách gì trong quản lý nợ công? Nội dung bài báo này nhằm mục đích trả lời những câu hỏi trên. Dựa trên bộ số liệu về quy mô và cơ cấu nợ công của Việt Nam giai đoạn 2011-2016 được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy, bài nghiên cứu này đã sử dụng phương pháp nghiên cứu định tính kết hợp với phương pháp định lượng theo mô hình cây nhị phân của Manasse, P. và Roubini, N. (2005) để đánh giá tính bền vững của nợ công Việt Nam, trên cơ sở đó đề xuất một số giải pháp nhằm nâng cao tính bền vững của nợ công Việt Nam trong thời gian tới.

Từ khóa: Nợ công, tính bền vững của nợ công, cây nhị phân.

Abstract:

Vietnam's public debt rate is at 64,7% of GDP in 2016, which is "asymptotic" of the ceiling allowed by the National Assembly (65% of GDP). Thus, in nominal terms, Vietnam's public debt ratio remains at a safe level. However, according to economists, Vietnam's public debt is potentially at risks, unsustainable. The question is whether Vietnam's current public debt levels are really safe? Which policies the Vietnamese Government should take to manage the public debt in the future? Content of this article aims to answer these questions. The article is based on a set of data about the size and composition of Vietnam's public debt in the period of 2011-2016, collected from reliable sources combined with qualitative and quantitative methods - regards to the Binary Recursive Tree model of Manasse, P. và Roubini, N. (2005) to assess the sustainability of Vietnam's public debt and proposes solutions to improve the sustainability of Vietnam public debt in the coming time.

Keywords: Public debt, public debt sustainability, the Binary Recursive Tree.

1. Giới thiệu

Theo báo cáo của Bộ Tài chính, tính đến 31/12/2016 nợ công của Việt nam đã ở mức 64,7% GDP, là "tiệm cận" của mức trần cho phép của Quốc hội (65% GDP). Như vậy, về mặt danh nghĩa chỉ số nợ công của Việt Nam vẫn ở mức an toàn, tuy nhiên, theo các chuyên gia nếu tính cả số nợ của doanh nghiệp nhà nước (DNNN) thì thực tế nợ công Việt Nam đã vượt

¹ Trường Đại học Ngoại thương, Email: buichuclinh@gmail.com

quá xa mức trần Quốc hội cho phép. Thêm nữa, nợ công Việt Nam lại có xu hướng tăng nhanh trong những năm gần đây, áp lực trả nợ trong ngắn hạn đang đến gần, trong khi năng lực trả nợ rất hạn chế. Do vậy, nợ công của Việt Nam đang tiềm ẩn nhiều rủi ro, nên triển vọng là không bền vững. Nếu không có một chương trình và kế hoạch hành động ứng phó kịp thời và hiệu quả thì nguy cơ mất kiểm soát nợ công thậm chí vỡ nợ công trong tương lai là điều có thể xảy ra. Vấn đề đặt ra là: liệu mức nợ công hiện nay của Việt Nam có thực sự an toàn và bền vững hay không? Chính phủ Việt Nam cần có những quyết sách gì trong quản lý nợ công?

Thực tế nói trên đã đặt ra một yêu cầu cấp thiết là cần có các nghiên cứu về tính bền vững của nợ công Việt Nam, để trên cơ sở đó đề xuất một số giải pháp để nâng cao tính bền vững của nợ công Việt Nam thời gian tới.

Mô hình Cây nhị phân (Binary Recursive Tree) đã được Paolo Manasse và Nouriel Roubini nghiên cứu và đưa vào sử dụng (2005) để phân tích rủi ro nợ công của các nước và đã đem lại kết quả đáng tin cậy, đã được thừa nhận rộng rãi. Chính vì vậy, tác giả đã thực hiện nghiên cứu: "*Đánh giá tính bền vững của nợ công ở Việt Nam theo mô hình cây nhị phân*".

Nghiên cứu này nhằm đạt được 3 mục tiêu sau:

- (1) Đánh giá tổng quan tình hình nợ công của Việt Nam giai đoạn 2011-2016.
- (2) Đánh giá tính bền vững của nợ công ở Việt Nam theo mô hình cây nhị phân của Manasse, P. và Roubini, N. (2005).
- (3) Đề xuất một hệ thống các giải pháp nhằm nâng cao tính bền vững của nợ công Việt Nam trong thời gian tới.

2. Tổng quan nghiên cứu, cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

2.1 Tổng quan nghiên cứu, cơ sở lý thuyết và khung phân tích

a. Tổng quan nghiên cứu

Nghiên cứu về các phương pháp đánh giá tính bền vững của nợ công đã và đang thu hút được sự quan tâm của nhiều nhà khoa học trong và ngoài nước. Trong đó có thể kể đến: Nghiên cứu của Quỹ Tiền tệ quốc tế (IMF) và của Ngân hàng Thế giới (WB) về xây dựng khung nợ bền vững áp dụng cho các nước thu nhập thấp (Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries, IMF/WB, 2005), khung nợ này được cập nhật vào các năm 2006, 2009 và 2012. Nghiên cứu của Manasse, P. và Roubini, N. (2005) đã dựa trên số liệu quan sát theo năm của 47 nền kinh tế mới nổi trong giai đoạn 1970-2002, để tiến hành xây dựng mô hình cây nhị phân (Binary Recursive Tree)² để phân tích rủi ro nợ công của các nước. Nghiên cứu của Giancarlo Corsetti và Nouriel Roubini (1991) dựa trên nguyên lý: nếu chuỗi thời gian của nợ công không dừng, nghĩa là tỷ lệ nợ thực/GDP liên tục tăng và vượt quá giá trị hiện tại của các khoản thặng dư ngân sách trong tương lai thì nợ công sẽ không bền vững. Nghiên cứu của

² Xem: "*Rules of Thumb for Sovereign Debt Crises*", (IMF working paper, 2005, No. 05/42).

Greiner A & Semmler W. (1999) và của Campbell và Shiller (1987) lại đánh giá tính bền vững của nợ công dựa trên sự kiểm định điều kiện giới hạn ngân sách liên thời gian.

Trong các phương pháp nói trên, phương pháp đánh giá theo mô hình Cây nhị phân của Manasse, P. và Roubini, N. (2005) là một trong những phương pháp nghiên cứu có độ tin cậy cao, được IMF, WB và các nhà nghiên cứu thừa nhận. Do vậy, tác giả sử dụng mô hình Cây nhị phân của Manasse, P. và Roubini, N. (2005) là khung phân tích phục vụ cho bài nghiên cứu này.

Liên quan đến đánh giá tính bền vững của nợ công ở Việt Nam, cho đến nay cũng có một số công trình nghiên cứu như: Nghiên cứu của Phạm Thế Anh và cộng sự (2013) đã sử dụng phương pháp đánh giá tính bền vững của nợ công (DSA) của WB (World Bank, 2006, *A Guide to LIC Debt Sustainability Analysis*) và Cây nhị phân của Manasse, P. và Roubini, N. (2005) để đánh giá tính bền vững của nợ công Việt Nam năm 2011 và nhóm nghiên cứu đã chỉ ra rằng: Trong ngắn hạn khả năng xảy ra khủng hoảng nợ công ở Việt Nam là thấp, rủi ro nợ công của Việt Nam chủ yếu đến từ phần nợ trong nước. Nghiên cứu của Habib, R. (2014) cũng đã chỉ ra rằng tình hình nợ công hiện tại của Việt Nam vẫn bền vững nhưng khối nợ đang tăng nhanh khiến khả năng ứng phó với các cú sốc tương lai có thể bị suy giảm đáng kể. Nghiên cứu của Đào Văn Hùng và cộng sự (2014) cũng đã đưa ra đánh giá: Nợ công của Việt Nam hiện nay có mức độ rủi ro vỡ nợ thấp nhưng còn tiềm ẩn nhiều rủi ro, nên triển vọng là không bền vững.

Gần đây nhất là nghiên cứu của nhóm chuyên gia của IMF (2016) đã chỉ ra: Nợ công của Việt Nam đã tăng mạnh và nguy cơ khủng hoảng nợ đã tăng lên, chủ yếu là từ nợ trong nước. Dự báo sơ bộ của nhóm nghiên cứu của IMF, nợ công của Việt Nam đến năm 2021 có thể sẽ tăng lên 70% GDP, rủi ro về nợ công sẽ gia tăng trong thời gian tới. Tỷ lệ nợ nước ngoài của Việt Nam so với GDP dự kiến sẽ tăng trong ngắn hạn nhưng vẫn ở mức vừa phải. Tuy nhiên, nợ nước ngoài của Việt Nam có thể bị tổn thương do sự mất giá của đồng nội tệ và những cú sốc tài khoản vãng lai.

Nhìn chung, các nghiên cứu, báo cáo hiện tại ở trong nước mới chỉ dừng lại ở việc đánh giá tính bền vững của nợ công Việt Nam theo các khung nợ cũ của IMF và WB (2005, 2006) thiếu tính cập nhật, chưa phù hợp với tình hình nợ công của Việt Nam hiện tại. Nghiên cứu của nhóm chuyên gia của IMF (2016) tuy dựa trên khung nợ bền vững DSF được cập nhật (2012) nhưng số liệu nghiên cứu mới chỉ đến 2015. Vì vậy cần phải có một nghiên cứu cập nhật đầy đủ, phù hợp với thực tế và theo cách tiếp cận khác để có thêm cách nhìn mới về tính rủi ro của nợ công Việt Nam hiện nay.

b. Cơ sở lý thuyết

- Nợ công

Theo Quỹ Tiền tệ quốc tế (IMF) và Ngân hàng Thế giới (WB), nợ công là toàn bộ nghĩa vụ trả nợ của khu vực công, bao gồm nghĩa vụ trả nợ của khu vực Chính phủ và của khu

vực các tổ chức công. Khu vực Chính phủ bao gồm Chính phủ trung ương, chính quyền liên bang và chính quyền địa phương. Các tổ chức công là các tổ chức công phi tài chính, các tổ chức tài chính công, ngân hàng trung ương (NHTW), các tổ chức nhà nước nhận tiền gửi (trừ NHTW) và các tổ chức tài chính công khác (IMF and WB, 2011). Như vậy, định nghĩa về nợ công của IMF và WB khá đầy đủ và chi tiết. Phạm vi của nợ công, theo quan điểm của hai tổ chức trên, không chỉ bao gồm nợ của Chính phủ mà còn bao gồm các khoản nợ được chính phủ kiểm soát hay các khoản nợ chính phủ chịu trách nhiệm liên đới.

Theo Luật Quản lý nợ công hiện hành (năm 2009) của Việt Nam, nợ công bao gồm nợ Chính phủ, nợ được Chính phủ bảo lãnh và nợ của chính quyền địa phương. *Nợ Chính phủ*, là khoản nợ phát sinh từ các khoản vay trong nước, nước ngoài, được ký kết, phát hành nhân danh Nhà nước, nhân danh Chính phủ hoặc các khoản vay khác do Bộ Tài chính ký kết, phát hành, ủy quyền phát hành theo quy định của pháp luật. Nợ Chính phủ không bao gồm khoản nợ do Ngân hàng Nhà nước (NHNN) Việt Nam phát hành nhằm thực hiện chính sách tiền tệ (CSTT) trong từng thời kỳ. *Nợ được Chính phủ bảo lãnh*, là khoản nợ của doanh nghiệp, tổ chức tài chính, tín dụng vay trong nước, nước ngoài được Chính phủ bảo lãnh. *Nợ chính quyền địa phương*, là khoản nợ do ủy ban nhân dân tỉnh, thành phố trực thuộc trung ương ký kết, phát hành hoặc ủy quyền phát hành.

Như vậy, có thể thấy quan điểm về nợ công của Việt Nam có sự khác biệt đáng chú ý về việc xác định phạm vi của nợ công. Theo quan điểm của IMF và WB thì nợ công là nợ của khu vực công, trong đó bao gồm cả nợ của NHTW để thực hiện CSTT và nợ của DNNN, trong khi nợ công của Việt Nam không bao gồm nợ của NHNN và nợ của DNNN³. Từ đó dẫn đến sự khác nhau trong cách tính nợ công của Việt Nam so với IMF và WB.

- *Tính bền vững của nợ công*

Theo Ngân hàng Thế giới thì: “Nợ công nước ngoài của một quốc gia được coi là bền vững nếu như các nghĩa vụ nợ (trả gốc và lãi) được thực hiện một cách đầy đủ mà không cần sử dụng đến các biện pháp tài trợ ngoại lệ (ví dụ như xin miễn giảm), hoặc không cần phải thực hiện những điều chỉnh lớn đối với cán cân thu nhập và chi tiêu của mình” (WB, 2006, *A Guide to LIC Debt Sustainability Analysis*).

Như vậy, tính bền vững nợ công được hiểu là việc vay nợ công vẫn được quốc gia đảm bảo trả nợ gốc và lãi theo định kỳ như trong cam kết hợp đồng vay trả và việc trả nợ nằm trong tầm kiểm soát chi trả của một quốc gia.

c. *Phương pháp đánh giá tính bền vững của nợ công theo mô hình cây nhị phân*

Hiện nay, có ba phương pháp đánh giá tính bền vững nợ công được biết đến, đó là: Phương pháp đánh giá theo khung nợ bền vững DSF (Debt Sustainability Framework) của IMF và WB; Phương pháp đánh giá theo mô hình Cây nhị phân của Manasse và Roubini (2005) và

³ chỉ những khoản nợ của DNNN được Chính phủ bảo lãnh mới được coi là nợ công

phương pháp định lượng kiểm tra tính dừng của chuỗi thời gian của nợ công của Corsetti, G. và Roubini, N. (1991) và kiểm định theo điều kiện giới hạn ngân sách liên thời gian của Campbell và Shiller (1987).

Trong khuôn khổ của bài nghiên cứu này, tác giả sử dụng mô hình Cây nhị phân của Manasse và Roubini (2005) để đánh giá tính bền vững của nợ công Việt Nam. Còn việc đánh giá nợ công Việt Nam dựa vào các phương pháp khác không đề cập trong nghiên cứu này.

Phương pháp đánh giá nợ công theo mô hình cây nhị phân được Manasse và Roubini công bố (2005) tại công trình nghiên cứu: "*Rules of Thumb for Sovereign Debt Crises*", (IMF working paper, 2005, No. 05/42). Trong đó, Manasse và Roubini đã dựa trên số liệu quan sát theo năm của 47 nền kinh tế mới nổi trong giai đoạn 1970-2002 để tiến hành xây dựng mô hình Cây nhị phân để phân tích rủi ro nợ công của các nước.

Để giải thích cho khả năng xảy ra khủng hoảng nợ công, Manasse và Roubini đã sử dụng khoảng 50 biến và được chia thành ba nhóm: (1) nhóm biến vĩ mô căn bản, (2) nhóm biến phản ánh sự bất ổn, (3) nhóm biến phản ánh kinh tế - chính trị. Trong đó, Manasse và Roubini đặc biệt 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 (EWS) 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 ở những năm trước khi xảy ra khủng hoảng nợ và hầu hết tăng tiếp trong những năm diễn ra khủng hoảng. Sau đó, 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. Các thước đo về tổng nợ công cũng có hiện tượng tương tự. Từ đó, Manasse và Roubini đã chỉ ra: nợ công nước ngoài là tác nhân chính gây ra sự biến động của tổng nợ công bởi chúng thường chiếm tỉ trọng lớn trong tổng nợ công ở nhiều quốc gia mới nổi.

Để xây dựng mô hình Cây nhị phân, Manasse và Roubini đã lựa chọn ra 10 biến số quan trọng nhất trong số 50 biến thuộc ba nhóm nói trên, có tác động mạnh nhất đến rủi ro của nợ công, đó là: tỷ lệ nợ nước ngoài trên GDP, tốc độ tăng trưởng GDP thực, nợ ngắn hạn trên dự trữ ngoại hối, nợ công nước ngoài trên tổng thu ngân sách nhà nước (NSNN), số năm đến cuộc bầu cử tổng thống, lãi suất trái phiếu kho bạc Mỹ, lạm phát, nhu cầu tài trợ đầu tư từ nước ngoài, định giá tỷ giá, và sự biến động của tỷ giá. Đồng thời, nhóm nghiên cứu cũng xác định ba loại rủi ro có thể gây ra khủng hoảng nợ là: (1) rủi ro về tính không bền vững của nợ công; (2) Rủi ro thanh khoản và (3) Rủi ro tỷ giá hối đoái. Trong đó, rủi ro về tính không bền vững của nợ công được phản ánh bởi các chỉ số: nợ nước ngoài vượt quá 49,7% GDP⁴, sự mất cân

⁴ Manasse và Roubini đã làm tròn số là 50% GDP khi mô phỏng cây nhị phân (ở hình 1)

đổi về tài khóa hoặc tiền tệ và nhu cầu tài trợ từ bên ngoài lớn. Rủi ro thanh khoản được xác định bởi quy mô nợ vừa phải nhưng có nợ ngắn hạn vượt quá 134% dự trữ ngoại hối quốc gia, cộng với sự bất ổn chính trị và các thị trường vốn quốc tế bị kiểm soát chặt chẽ. Còn rủi ro tỉ giá hối đoái là sự kết hợp của tăng trưởng thấp và tỉ giá tương đối cố định. Mỗi một loại rủi ro này sẽ là tác nhân gây ra khủng hoảng nợ công ở những khả năng khác nhau.

Các quốc gia trong mẫu nghiên cứu sẽ được xếp vào vùng an toàn hoặc rủi ro tùy thuộc vào giá trị của các biến số nói trên của quốc gia đó. Ví dụ, một quốc gia được coi là nằm trong vùng an toàn nếu như nó có tổng nợ nước ngoài thấp ($< 49,7\%$ GDP); nợ ngắn hạn nước ngoài thấp ($< 134\%$ dự trữ ngoại hối); nợ công nước ngoài thấp ($< 215\%$ tổng thu ngân sách), và tỉ giá không bị định giá quá cao ($< 48\%$).

Cây nhị phân là phương pháp được dùng chủ yếu để phân loại và dự báo rủi ro khủng hoảng nợ công theo dạng hình cây, mỗi điểm nút mẹ được phân tách thành hai điểm nút con sau đó mỗi điểm nút con này lại tiếp tục được phân thành hai điểm nút con nữa, quá trình cứ như vậy cho đến khi đến được điểm nút cuối cùng chính là kết quả cần tìm (xem Hình 1). Dựa trên các quy tắc phân nhánh này, các mẫu quan sát có thể được xếp vào vùng rủi ro hoặc vùng an toàn. Các mẫu quan sát trong một nút nào đó được phân vào vùng rủi ro (hoặc an toàn) nếu trong nút đó tỉ lệ số quan sát có khủng hoảng lớn hơn (hoặc thấp hơn) tỉ lệ trung bình đó trong cả mẫu nghiên cứu.

Ưu điểm rõ nhất của mô hình cây nhị phân trong phân tích tính bền vững của nợ công là ở chỗ nó xem xét rủi ro dưới nhiều góc độ khác nhau. Bằng quá trình phân tích này chúng ta 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, ví dụ: Thái Lan (1981); Argentina (1995) và Nga (1998). 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 CSTT, cán cân vãng lai thặng dư và mô hình tài chính công hiệu quả.

Tuy nhiên, cần phải lưu ý là mô hình cây nhị phân chỉ đưa ra được dự báo về nguy cơ rơi vào khủng hoảng nợ tại một thời điểm nào đó dựa trên số liệu trong quá khứ mà không chỉ ra được những nguyên nhân tiềm ẩn ảnh hưởng đến tính bền vững của nợ công như các rủi ro về cơ cấu, kì hạn, lãi suất, khả năng thanh toán... của nợ công nói chung và nợ nước ngoài nói riêng. Do vậy, việc đánh giá tính bền vững của nợ công bằng mô hình cây nhị phân cần được kết hợp với nghiên cứu đánh giá các rủi ro liên quan đến các khía cạnh cơ cấu, kì hạn, lãi suất, khả năng thanh toán... của nợ công, trên cơ sở đó có thể đưa ra kết luận nghiên cứu có độ tin cậy cao.

d. Khung phân tích sử dụng trong bài nghiên cứu

Bài nghiên cứu này sử dụng mô hình "cây nhị phân" của Manasse và Roubini (2005) là khung khổ phân tích.

2.2 Phương pháp nghiên cứu

2.2.1. Phương pháp thu thập dữ liệu

- Với các số liệu liên quan tới thâm hụt ngân sách và nợ công tại Việt Nam, bài nghiên cứu chủ yếu sử dụng các số liệu trên trang web của Bộ Tài chính, các Bản tin nợ công 1 – 4 và Bản tin Nợ nước ngoài 1 – 7, Ủy ban giám sát Tài chính quốc gia (UBGSTCQG), cơ sở dữ liệu của Ngân hàng Thế giới (*The World Bank Data*), Trading Economics.

- Ngoài ra, đối với các số liệu khác tác giả tổng hợp từ các nguồn khác như: Niên giám thống kê hàng năm, Ngân hàng Nhà nước, Bộ Kế hoạch và Đầu tư, *The World Bank Data*, IMF Country Report,...

2.2.2. Phương pháp phân tích số liệu

- Đối với mục tiêu (1): sử dụng phương pháp thống kê mô tả để đánh giá một cách tổng quát tình hình nợ công của Việt Nam giai đoạn 2011-2016.

- Đối với mục tiêu (2): sử dụng mô hình cây nhị phân của Manasse và Roubini (2005) để đánh giá tính bền vững của nợ công của Việt Nam

- Đối với mục tiêu (3): diễn giải kết quả của mục tiêu (1) và (2) làm căn cứ để đề xuất một số giải pháp chủ yếu nhằm nâng cao tính an toàn của nợ công ở Việt Nam thời gian tới.

3. Kết quả và thảo luận

3.1 Kết quả nghiên cứu

3.1.1 Thực trạng quy mô, cơ cấu nợ công của Việt Nam từ 2011-2016

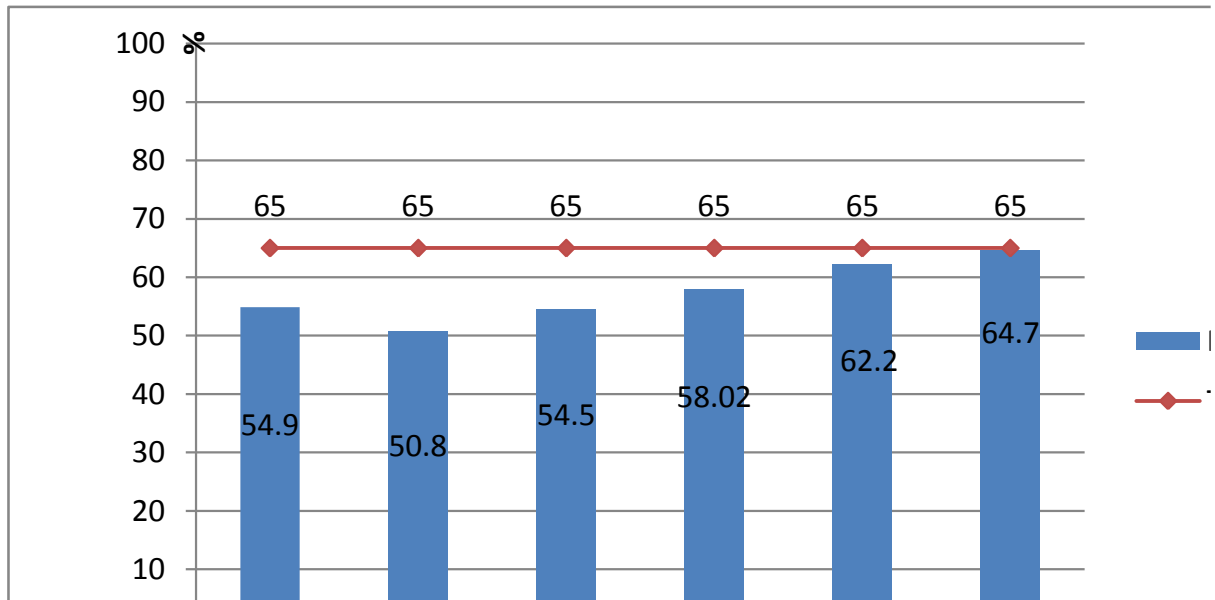
a. Quy mô nợ công Việt Nam

Theo số liệu từ Bộ Tài chính, từ năm 2011 đến năm 2016, quy mô nợ công đã tăng hơn 2 lần từ 1.391 nghìn tỷ đồng (năm 2011) đến 2.921 nghìn tỷ đồng (năm 2016) (*xem Bảng 3*). Nếu tính theo tỷ lệ so với GDP thì nợ công đã tăng từ mức 54,9% GDP năm 2011 lên mức 64,73% năm 2016, đang tiến sát ngưỡng cho phép (65%GDP) của Quốc hội (*xem Hình 2*). Tốc độ tăng bình quân nợ công giai đoạn 2011 – 2016 vào khoảng 17,5%, gấp gần 3 lần tốc độ tăng trưởng GDP trong giai đoạn này (UBGSTCQG, 2016). Thực trạng này đang đe dọa đến sự an toàn của nợ công Việt Nam.

Bảng 3. Nợ công Việt Nam từ 2011 đến 2016

Năm	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Dư nợ công(1.000 tỷ đồng)	1.391	1.647	1.952	2.283	2.608	2.921
Nợ công/GDP (%)	54,9	50,8	54,5	58,02	62,2	64,73

Nguồn: Bản tin nợ công số 4 và các báo cáo khác của Bộ Tài chính(2016, 2017)



Hình 2. Nợ công Việt Nam và trần nợ công từ 2011 đến 2016

Nguồn: Bản tin nợ công số 4 và các báo cáo khác của Bộ Tài chính, Nghị quyết số 10/2011/QH13 và Nghị quyết số 25/2016/QH14 của Quốc hội.

b. Cơ cấu nợ công của Việt Nam

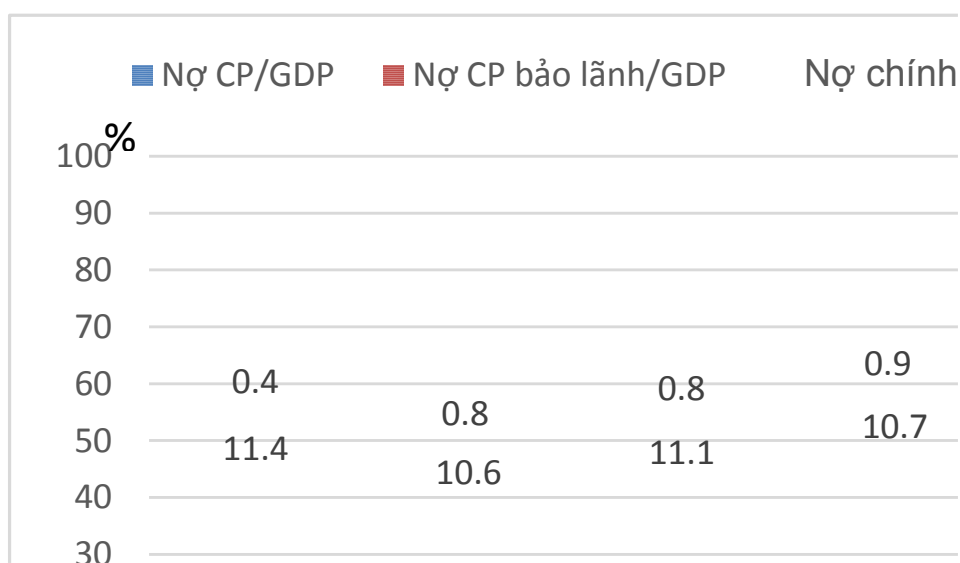
- Cơ cấu nợ công theo các cấp vay nợ

Số liệu từ Bộ Tài chính cho thấy, trong giai đoạn 2011-2016, nợ chính phủ luôn chiếm tỷ trọng lớn (khoảng 80%), tiếp đến là nợ do chính phủ bảo lãnh (16-20%) và thấp nhất là nợ chính quyền địa phương (chiếm khoảng 0,6-1,5%) trong tổng nợ công (xem Bảng 4). Nếu so sánh các loại nợ của các cấp với GDP, có thể thấy rằng: trong khi nợ của chính quyền địa phương ít biến động, nợ được chính phủ bảo lãnh có xu giảm mạnh, thì nợ Chính phủ/GDP có xu hướng tăng nhanh từ năm 2013, cùng xu hướng với tỷ lệ nợ công/GDP (xem Hình 3). Đặc biệt, tỷ lệ nợ 53,6%GDP của năm 2016 đã sát ngưỡng kiểm soát 54% của Quốc Hội (theo Nghị quyết số 25/2016/QH14 của Quốc hội) Vậy là năm 2016 đánh dấu cả tỷ lệ nợ công/GDP và nợ Chính phủ/GDP đều sắp chạm trần quy định của Quốc hội.

Bảng 4. Cơ cấu nợ của các cấp theo GDP giai đoạn 2011-2016

CHỈ TIÊU	2011	2012	2013	2014	2015	2016
A - NỢ CÔNG (nghìn tỷ đ)	1.391	1.647	1.952	2.283	2.608	2.921
1. Nợ Chính phủ (nghìn tỷ)	1.093	1.279	1.527	1.826	2.108	2.419
2. Nợ được Chính phủ bảo lãnh (nghìn tỷ)	287	343	396	422	464	461
3. Nợ chính quyền địa phương (nghìn tỷ)	11	25	28	35	36	41
B - NỢ CÔNG/GDP (%)	54,9	50,8	54,5	58,0	62,2	64,7
1. Nợ Chính phủ/GDP (%)	43,2	39,4	42,6	47,4	50,3	53,6
2. Nợ được CP bảo lãnh/GDP (%)	11,4	10,6	11,1	10,7	11,0	10,2
3. Nợ CQĐP/GDP (%)	0,4	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9
C - CƠ CẤU NỢ CÔNG (%)	100	100	100	100	100	100
1. Nợ Chính phủ (%)	78,5	77,7	78,2	80,0	80,8	82,8
2. Nợ được Chính phủ bảo lãnh(%)	20,7	20,8	20,3	18,5	17,8	15,8
3. Nợ chính quyền địa phương (%)	0,8	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4

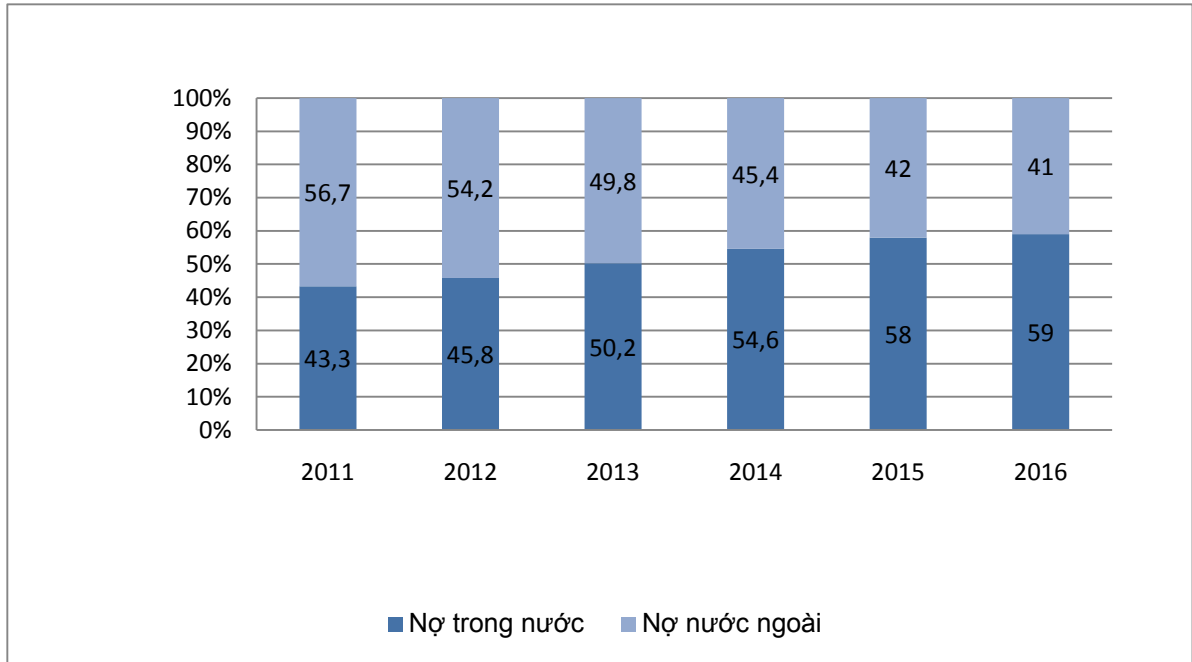
Nguồn: Tổng hợp từ Bản tin nợ công số 4 và báo cáo khác của Bộ Tài chính (2016, 2017)

**Hình 3. Tỷ lệ dư nợ của các cấp so với GDP giai đoạn 2011 – 2016 (%)**

Nguồn: Tổng hợp từ Bản tin nợ công số 4 và báo cáo khác của Bộ Tài chính (2016, 2017)

- Cơ cấu nợ công theo nợ trong nước và nợ nước ngoài

Theo Bản tin Nợ công số 4 và từ các báo cáo khác của Bộ Tài chính (2016, 2017), trong cơ cấu nợ của Chính phủ tỷ trọng nợ trong nước đang có xu hướng tăng từ 43,3% năm 2011 lên 59% năm 2016 và tỷ trọng nợ nước ngoài giảm tương ứng từ 56,7% năm 2011 xuống còn 41% năm 2016 (xem Hình 4) Xu hướng này phù hợp với chiến lược nợ công và nợ nước ngoài của quốc gia giai đoạn 2011-2020 tầm nhìn đến năm 2030.



Hình 4. Cơ cấu nợ công giữa trong nước và nợ nước ngoài (2011–2016)

Nguồn: Tổng hợp từ Bảng tin nợ công số 4 và các báo cáo của Bộ Tài chính (2016, 2017)

Tuy nhiên, cần phải lưu ý rằng, mặc dù tỷ lệ nợ nước ngoài trong tổng nợ của Chính phủ có xu hướng giảm, nhưng nếu so với GDP thì nợ nước ngoài có xu hướng tăng nhanh trong những năm gần đây. Theo thông tin từ Bộ Tài chính, nợ công nước ngoài/GDP của Việt Nam từ năm 2011 đến hết năm 2016 lần lượt là 41,5%, 37,4%, 37,3%, 38,3%, 43,1% và 44,3. Như vậy, có thể thấy tỷ lệ Nợ nước ngoài/GDP từ 2011 có chiều hướng tăng từ năm 2014 và tăng mạnh ở năm 2015 và 2016 và có xu hướng tiến gần đến mức trần (50%GDP) do Quốc hội quy định. Điều này là đáng lo ngại khi nó còn được dự báo tiếp tục tăng vào các năm tới.

- *Cơ cấu nợ công theo kỳ hạn và lãi suất*

Về kỳ hạn và lãi suất có sự khác nhau giữa nợ trong nước và nợ nước ngoài.

Với nợ trong nước, Trong giai đoạn 2011-2013, trước áp lực huy động vốn trong nước tăng nhanh đột biến so với giai đoạn 2006-2010, vượt quá khả năng cung ứng nguồn vốn trung, dài hạn của thị trường, Chính phủ phải huy động vốn ngắn hạn từ các ngân hàng thương mại cho đầu tư dài hạn. Trong giai đoạn 2011-2013, khối lượng phát hành trái phiếu Chính phủ (TPCP) kỳ hạn ngắn chiếm tỷ trọng lớn (kỳ hạn dưới 3 năm bình quân chiếm khoảng 70% tổng khối lượng phát hành) nên đã tạo sức ép trả nợ tập trung cao vào các năm 2014-2016⁵.

Từ năm 2014 đến nay, Chính phủ đã điều chỉnh kéo dài kỳ hạn trái phiếu, tập trung phát hành từ 5 năm trở lên. Kết quả, kỳ hạn phát hành trái phiếu bình quân tăng từ 3,9 năm vào năm 2011 lên gần 7,0 năm vào năm 2015. Thời hạn phát hành bình quân của TPCP giai đoạn 2011-2015 là 4,8 năm (xem Bảng 5). Thời gian đáo hạn bình quân (ATM) của Danh mục nợ

⁵ Áp lực nghĩa vụ trả nợ Chính phủ tăng cao, năm 2013 là 148 nghìn tỷ đồng, năm 2014 là 208 nghìn tỷ đồng.

trong nước của Chính phủ đã được cải thiện đáng kể, tăng từ 4,4 năm vào năm 2013 lên 5,6 năm tại thời điểm cuối năm 2015 (Bộ Tài chính, 2016).

Bảng 5. Cơ cấu theo kỳ hạn của trái phiếu Chính phủ giai đoạn 2011-2015

Kỳ hạn	2011	2012	2013	2014	2015	Bình quân (2011-2015)
Tổng (%)	100	100	100	100	100	100
Tín phiếu (%)	3,2	21,0	20,3	10,6	0,0	10,3
Từ 2-3 năm (%)	59,6	54,8	57,2	43,3	23,4	43,2
Từ 5-10 năm (%)	37,2	24,2	20,1	40,0	61,6	39,9
Từ 15-30 năm (%)	0,0	0,0	2,3	6,1	15,0	6,6
Kỳ hạn PH bình quân (năm)	3,9	3,0	3,2	4,8	7,0	4,8

Nguồn: Báo cáo của Bộ Tài chính (3/2016)

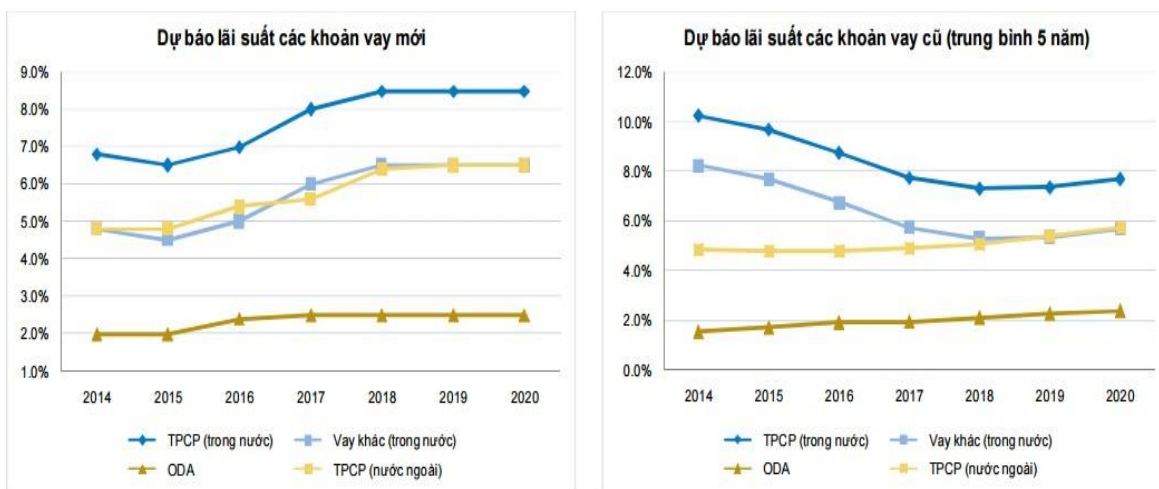
Trong năm 2016 Chính phủ tiếp tục cơ cấu lại nợ trong nước, tập trung phát hành TPCP kỳ hạn từ 5 năm trở lên (chiếm 91,1% tổng khối lượng phát hành năm 2016) nên kỳ hạn bình quân trái phiếu tăng lên là 8,77 năm (cao hơn 1,82 năm so năm 2015), nâng thời gian đáo hạn bình quân (ATM) của Danh mục nợ trong nước của Chính phủ đến cuối năm 2016 lên 5,71 năm, dài hơn so với năm 2015 và dài gấp 3 lần so với năm 2011 (UBGSTCQG, 2016).

Về mức lãi suất của các khoản vay trong nước từ 2010 đến 2016 cũng có sự chuyển biến tích cực. Mức lãi suất phát hành TPCP trên thị trường vốn trong nước bình quân giảm từ mức 12%/năm vào năm 2011 xuống còn khoảng 6,5% vào năm 2014 và khoảng 6% vào năm 2015. Lãi suất trái phiếu bình quân năm 2016 là 6,49%/năm, giảm 45,8% so với năm 2011 và bình quân giai đoạn 2011 – 2016 là 7,6%/năm (UBGSTCQG, 2016).

Đối với các khoản vay nước ngoài, trước năm 2010 được xếp vào các quốc gia có thu nhập thấp cộng với những tiềm năng phát triển to lớn đã giúp Việt Nam có được những khoản vay ưu đãi ODA với kỳ hạn dài (bình quân 30-40 năm bao gồm thời gian ân hạn) và lãi suất thấp (khoảng 0,7 -0,8%/năm). Nhưng từ năm 2010 Việt Nam đã trở thành nước có thu nhập trung bình nên các ưu đãi về cho vay đối với Việt Nam đã giảm đi. Tính đến cuối năm 2015, nợ nước ngoài chiếm 43% danh mục nợ Chính phủ với trên 94% trị giá là các khoản vay ODA, vay ưu đãi có kỳ hạn dài, lãi suất thấp với quy mô huy động vốn tương đối ổn định (tốc độ tăng bình quân cả giai đoạn khoảng 12%/năm). Lãi suất bình quân của danh mục nợ nước ngoài của Chính phủ là 2,2%/năm và ATM là 12,4 năm. Các khoản vay có lãi suất cố định chiếm 90% tổng trị giá nợ nước ngoài của Chính phủ, vì vậy rủi ro lãi suất đối với các khoản nợ nước ngoài ở mức độ vừa phải.

Như vậy có thể thấy rằng, trong thời gian qua, lãi suất bình quân của các khoản nợ công trong nước ở mức khá cao (7,6%/năm), còn lãi suất bình quân của các khoản nợ nước ngoài

khá thấp, chỉ khoảng 2%, bằng gần 1/3 so với mức lãi suất trong nước. Như vậy, hiện nay gánh nặng lãi suất của các khoản nợ nước ngoài thấp hơn nhiều so với nợ trong nước. Tuy nhiên, trong thời gian tới khi mà các khoản vay ODA ưu đãi có xu hướng giảm dần, việc vay vốn nước ngoài chủ yếu bằng phương thức vay thương mại và phát hành trái phiếu trên thị trường vốn quốc tế, thêm vào đó là dự báo mức lãi suất trái phiếu phát hành trên thị trường vốn quốc tế sẽ tăng dần từ 4,8% năm 2015 lên 6,5% giai đoạn 2018-2020⁶ (xem Hình 5) thì gánh nặng lãi suất của các nguồn vốn vay nước ngoài sẽ có xu hướng tăng mạnh, sẽ gây ra rủi ro cao cho nợ công Việt Nam trong thời gian tới.



Nguồn: Dự báo từ số liệu cập nhật của GSO, World Bank, Fed, và MOF

Hình 5. Dự báo lãi suất các khoản vay công Việt Nam giai đoạn 2014-2020

Nguồn: BVSC, (2015) (Trích dẫn từ: <http://ndh.vn/buc-tranh-no-cong-cua-viet-nam-qua-goc-nhin-bvsc-20151130043241403p4c149.news>)

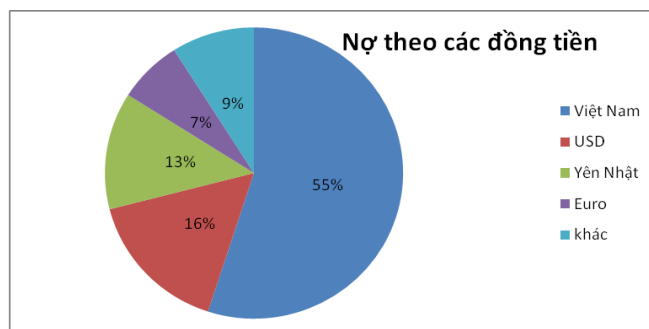
- Cơ cấu nợ công theo đồng tiền thanh toán

Để tránh rủi ro cho nợ công do sự biến động tỷ giá, trong những năm gần đây Chính phủ có xu hướng cơ cấu lại danh mục nợ công theo hướng tập trung vào đồng tiền Việt Nam (VNĐ), do đó từ năm 2013 đến nay⁷ những khoản nợ công bằng VNĐ luôn chiếm trên 50% trong danh mục nợ của chính phủ, tiếp đến là các khoản nợ bằng USD, đồng Yên Nhật và đồng Euro. Theo ông Võ Hữu Hiền⁸, tính đến tháng 12/2015, cơ cấu đồng tiền trong danh mục của Chính phủ tập trung chủ yếu vào các đồng tiền chính: đồng Việt Nam chiếm tỷ trọng 55%, USD chiếm tỷ trọng 16%, Yên Nhật chiếm tỷ trọng 13%, Euro chiếm tỷ trọng khoảng 7% còn lại là các đồng tiền khác (xem Hình 6).

⁶ Dự báo dựa trên lộ trình tăng lãi suất của Fed

⁷ Tính đến 31/12/2016

⁸ Phó Cục trưởng Cục Quản lý nợ và Tài chính đối ngoại (Bộ Tài chính)



Hình 6. Cơ cấu nợ công theo các đồng tiền (2015)

Nguồn: Tổng hợp theo bài phỏng vấn ông Võ Hữu Hiến - Phó Cục trưởng Cục Quản lý nợ và Tài chính đối ngoại (Bộ Tài chính) của Cổng thông tin điện tử của Bộ tài chính.

Trong cơ cấu đồng tiền đối với nợ nước ngoài của Chính phủ thì các khoản nợ tính bằng USD, Yên chiếm tỷ trọng cao, khoảng trên 70% tổng nợ nước ngoài (Bộ Tài chính, 2017). Nếu như xảy ra những biến động bất thường về tỷ giá của 2 loại tiền tệ này, Việt Nam sẽ gặp rất nhiều khó khăn trong việc trả nợ và ảnh hưởng đến tính bền vững của nợ công.

3.1.2 Đánh giá tính bền vững của nợ công Việt Nam theo mô hình Cây nhị phân của Manasse và Roubini (2005)

Để đánh giá tính bền vững của nợ công Việt Nam theo mô hình cây nhị phân như đã nêu ở trên, tác giả tiến hành tính toán 10 chỉ số cơ bản có ảnh hưởng đến nợ công theo mô hình cây nhị phân của Manasse và Roubini (2005) cho nợ công năm 2016 của Việt Nam.

Bảng 6. Chỉ số nợ cơ bản của Việt nam năm 2016

	Các chỉ số nợ	Năm 2016
1	Nợ nước ngoài/GDP	44,3%
2	Nợ nước ngoài ngắn hạn/Dự trữ ngoại hối	34,7%
3	Tốc độ tăng trưởng GDP	6,21%
4	Nợ công nước ngoài/ Thu NSNN	188,4%
5	Tỉ lệ lạm phát	4,74%
6	Số năm đến cuộc bầu cử tiếp theo	4
7	Lãi suất trái phiếu kho bạc Mỹ	2,45%
8	Nhu cầu tài trợ từ bên ngoài	55%
9	Mức độ định giá quá cao của VND/USD	11%
10	Sự biến động của tỉ giá VND/USD	1,15%

Nguồn: Tác giả tính toán từ các số liệu của Bộ Tài chính, GSO, UBGSTCQG, NHNN và U.S. Department of the treasury (2016, 2017)

Dựa vào các chỉ tiêu trong Bảng 6 trên, chúng ta có thể tiến hành đánh giá rủi ro khủng hoảng nợ công của Việt Nam năm 2016. Cụ thể:

Chỉ số đầu tiên được tính đến là *Tổng nợ nước ngoài/GDP*. Manasse và Roubini đề cập đến hai trường hợp: *Thứ nhất*, tổng nợ nước ngoài/GDP lớn hơn 50% ở nhánh bên phải làm cho khả năng xảy ra khủng hoảng nợ tăng từ 20,5% lên đến 45,4%; *Thứ hai*, ngược lại nếu tổng nợ nước ngoài/GDP nhỏ hơn 50% là nhánh bên trái làm cho xác suất xảy ra khủng hoảng nợ giảm xuống chỉ còn 9,7%. Như đã mô tả số liệu ở trên, năm 2016 nợ công nước ngoài/GDP của Việt Nam là 44,3% <50%, do vậy chúng ta sẽ đi xuống nhánh bên trái.

Nhánh tiếp theo là đánh giá *tỷ lệ nợ nước ngoài ngắn hạn/Dự trữ ngoại hối quốc gia*, nếu tỷ lệ này lớn hơn 1,34 thì chúng ta sẽ đi tiếp tục đi đến nhánh bên trái có tỷ lệ Nợ công nước ngoài/Tổng thu NSNN, ngược lại nếu tỷ lệ này nhỏ hơn 1,34 thì sẽ đi theo nhánh bên phải “số năm cho đến cuộc bầu cử tiếp theo”. Theo báo cáo của Bộ Tài chính (tháng 8/2017), tỷ số dự trữ ngoại hối/nợ ngắn hạn nước ngoài của Việt Nam năm 2016 là 288,5%, do đó ta tính được tỷ số *nợ ngắn hạn nước ngoài/dự trữ ngoại hối quốc gia* năm 2016 xấp xỉ bằng 0,347 thấp hơn rất nhiều so với con số cảnh báo (1,34) ở mô hình Cây nhị phân. Hay nói cách khác trong ngắn hạn Việt Nam không thể bị vỡ nợ và chúng ta sẽ tiếp tục di chuyển theo nhánh bên trái.

Ở nhánh này, chỉ số *Nợ công nước ngoài/Tổng thu NSNN* được Manasse và Roubini so sánh với mức cảnh báo là 2,15. Nếu chỉ số này lớn hơn 2,15 thì chúng ta sẽ di chuyển theo nhánh phải, xem xét tiếp đến chỉ số lạm phát của Việt Nam, còn nếu chỉ số này nhỏ hơn 2,15 ta sẽ di chuyển sang nhánh trái để xem xét đến tỷ lệ tăng trưởng GDP của Việt Nam. Theo báo cáo thu ngân sách của Bộ Tài chính (2016), tổng thu ngân sách của Việt Nam năm 2016 là 1101 nghìn tỷ đồng (tương đương khoảng 48,28 tỷ USD), trong khi Tổng nợ công nước ngoài năm 2016 là khoảng 2.074 nghìn tỷ đồng (tương đương khoảng 90,96 tỷ USD). Từ những số liệu nói trên, chúng ta xác định được tỷ lệ *Nợ công nước ngoài/tổng thu NSNN* năm 2016 của Việt Nam là 1,88 thấp hơn mức cảnh báo là 2,15. Như vậy, chúng ta tiếp tục di chuyển theo nhánh trái của Cây nhị phân để đánh giá tiếp chỉ số tăng trưởng GDP của Việt Nam.

Ở nhánh bên trái này, chỉ số tiếp theo được xem xét là *mức tăng trưởng GDP*. Chỉ số tăng trưởng GDP được so sánh với mức cảnh báo là -5,45%. Nếu chỉ số này lớn hơn mức (-5,45%) thì chúng ta sẽ dừng lại ở Nút thứ 3 của Cây nhị phân. Ngược lại, nếu chỉ số này thấp hơn mức (-5,45%) thì sẽ tiếp tục rẽ trái và xem xét định giá nội tệ cao hay thấp. Do Việt Nam là một trong những nước có tốc độ tăng trưởng GDP cao và mức tăng trưởng GDP của Việt Nam năm 2016 là 6,21% (GSO, 2016). Do vậy, cây nhị phân dùng để phân tích nợ công của Việt Nam dừng lại ở Nút số 3 với khả năng xảy ra khủng hoảng là 2,3% (tức là gần như không có nguy cơ xảy ra khủng hoảng nợ công trong ngắn hạn).

Như vậy, bằng phương pháp phân tích nợ công theo mô hình Cây nhị phân, có thể thấy rằng: Nợ công của Việt Nam hiện tại vẫn an toàn khi mà các số liệu cho đến năm 2016 đều thỏa mãn điều kiện an toàn nợ công của mô hình Cây nhị phân nói trên.

3.2 Thảo luận kết quả nghiên cứu

Thông qua kết quả phân tích nợ công theo mô hình cây nhị phân của Manasse và Roubini (2005), chúng có thể nhận định rằng: *Việt Nam hoàn toàn khó có khả năng xảy ra khủng hoảng nợ công trong ngắn hạn.*

Tuy nhiên, cần phải lưu ý là phương pháp đánh giá nợ công theo mô hình cây nhị phân chỉ đưa ra nguy cơ rơi vào khủng hoảng nợ tại một thời điểm nào đó dựa vào dữ liệu quá khứ mà không chỉ ra được những nguyên nhân tiềm ẩn ảnh hưởng đến tính bền vững của nợ công như: tốc độ nợ công tăng nhanh, rủi ro về lãi suất, kỳ hạn nợ, khả năng thanh toán... Do vậy, kết quả nói trên cần được xem xét trong mối liên hệ với kết quả nghiên cứu thực trạng về các rủi ro tiềm ẩn về quy mô và cơ cấu nợ công (ở mục 3.1.1) và những yếu tố bất ổn làm gia tăng rủi ro nợ công trong thời gian tới.

Kết quả nghiên cứu về thực trạng quy mô và cơ cấu nợ công Việt Nam giai đoạn 2011-2016 (mục 3.1.1) ở trên cho thấy: Nợ công của Việt Nam đang có biểu hiện tính thiếu bền vững, do nợ công Việt Nam đã bộc lộ các rủi ro tiềm ẩn như: tốc độ gia tăng nợ công ở mức đáng báo động (tăng 17,5%/năm), lãi suất vay trong nước khá cao (7,6%/năm), kỳ hạn vay bình quân thấp (4,8 năm) nên rủi ro lãi suất cao, áp lực trả nợ lớn, buộc Chính phủ phải tiếp tục vay để đảo nợ... Hơn nữa, trong thời gian tới, rủi ro nợ công Việt Nam có thể gia tăng, do những *yếu tố bất ổn* sau đây:

Thứ nhất, *mức độ thâm hụt ngân sách* trong nhiều năm trở lại đây đang có dấu hiệu gia tăng và ở mức độ cao⁹, cộng thêm áp lực huy động vốn cho mục tiêu đầu tư phát triển kinh tế-xã hội rất lớn, dẫn đến Chính phủ buộc phải tiếp tục gia tăng nợ để trang trải ngân sách và cho đầu tư phát triển. Trong khi đó, nợ công năm 2016 (64,73% GDP) đã tiệm cận trần cho phép của Quốc hội và tốc độ gia tăng nợ 17,5%/năm trong giai đoạn 2011-2016 (UBGSTCQG, 2016) đang đe dọa đến khả năng trả nợ của Chính phủ, khiến cho tình hình nợ công càng thêm khó kiểm soát và rơi vào tình trạng báo động.

Thứ hai, *về huy động vốn vay nước ngoài*, sau khi Việt Nam thoát khỏi nhóm nước có thu nhập thấp và được xếp vào các nước có thu nhập trung bình, cộng với khả năng tốt nghiệp chương trình IDA¹⁰ kể từ tháng 07/2017 thì cơ hội tiếp cận nguồn vốn vay nước ngoài với hàm lượng ưu đãi cao từ các nhà tài trợ song phương và đa phương sẽ giảm xuống. Việc vay vốn nước ngoài của Chính phủ chủ yếu bằng phương thức vay thương mại và phát hành trái phiếu trên thị trường vốn quốc tế, do đó gánh nặng lãi suất của các nguồn vốn vay nước ngoài sẽ có xu hướng tăng mạnh. Điều này sẽ ảnh hưởng đến tính bền vững của nợ công Việt Nam trong thời gian tới.

Thứ ba, *về huy động vốn vay trong nước*, với tỷ trọng vay nước ngoài của Chính phủ ngày càng giảm, khiến áp lực huy động vốn từ kênh phát hành TPCP ngày càng lớn. Tuy nhiên

⁹ Mức thâm hụt NSNN bình quân giai đoạn 2010-2015 là 5,58% , đặc biệt năm 2015 là 6,28%.

¹⁰Tốt nghiệp IDA” là việc dùng nhận các khoản vay ưu đãi từ Hiệp hội Phát triển Quốc tế (IDA) thuộc WB

quy mô thị trường TPCP trong nước còn nhỏ, thanh khoản trên thị trường thứ cấp ở mức thấp, cơ sở nhà đầu tư dài hạn còn mỏng¹¹ nên rủi ro tái cấp vốn đối với nợ trong nước vẫn đáng kể¹². Hơn nữa, việc tăng mạnh khối lượng phát hành TPCP sẽ tạo áp lực tăng mặt bằng lãi suất huy động, gây bất ổn đến thị trường tài chính và tăng thêm gánh nặng trả lãi của nợ Chính phủ.

Thứ tư, gánh nặng đến từ chi phí dùng để tái cơ cấu hệ thống ngân hàng và các tổ chức tín dụng. Việc thực hiện các khoản nợ tiềm tàng từ việc tái cơ cấu ngân hàng có thể làm tăng nợ thêm 2,5% GDP (IMF, 2016) làm tăng nguy cơ mất an toàn của nợ công trong thời gian tới.

Thứ năm, việc huy động, phân bổ và sử dụng vốn vay của Chính phủ còn dàn trải, kém hiệu quả, chưa được gắn kết chặt chẽ với các hạn mức nợ công. Nhiều dự án đầu tư sử dụng vốn kém hiệu quả, không trả được nợ, phải tái cơ cấu tài chính hoặc chuyển sang cơ chế nhà nước đầu tư vốn, làm tăng nghĩa vụ trả nợ trực tiếp của Chính phủ (như một số dự án đường bộ cao tốc, xơ sợi, thép ...).

Thứ sáu, Việt nam thiếu một mô hình quản lý, giám sát nợ tập trung và rõ ràng¹³, các công cụ quản lý nợ còn mang tính bị động, thiếu các công cụ kiểm soát và phòng ngừa rủi ro nợ, dẫn đến công tác xử lý các rủi ro các khoản nợ còn bị động, không phù hợp với diễn biến thị trường vốn luôn biến động, làm mất cơ hội thực hiện nghiệp vụ xử lý rủi ro mà có thể đem lại lợi ích đáng kể cho quốc gia.

4. Kết luận và gợi ý chính sách

4.1 Kết luận

Từ những kết quả nghiên cứu nói trên chúng ta có thể đưa ra kết luận sau:

Thứ nhất, trong ngắn hạn Việt Nam khó có khả năng xảy ra khủng hoảng nợ công.

Thứ hai, trong dài hạn, nợ công Việt nam thể hiện tính thiếu bền vững, do từ năm 2015 đến nay¹⁴ các chỉ số phản ánh gánh nặng nợ chủ yếu của Việt nam (nợ công/GDP, nợ chính phủ/GDP và nợ nước ngoài) đang tiệm cận mức trần quy định của Quốc hội, cộng với khối nợ đang tăng nhanh cùng với thâm hụt ngân sách cao và kéo dài nhiều năm và bằng chứng là Chính phủ liên tục có động thái bán trái phiếu chính phủ để đảo nợ thì mặc dù nguy cơ vỡ nợ tuy hiện tại là khá thấp nhưng nếu tình trạng như trên kéo dài thì trong trung và dài hạn khả năng xảy ra khủng hoảng nợ công ở Việt Nam là khá cao.

Thứ ba, rủi ro nợ công của Việt Nam hiện nay, chủ yếu là từ nợ trong nước do nợ trong nước có kỳ hạn ngắn, lãi suất cao nên áp lực trả nợ lớn. Nợ nước ngoài tuy quy mô khá lớn (44,3%GDP) nhưng nhờ có được các khoản vay ưu đãi từ các tổ chức quốc tế, được hưởng lãi

¹¹ Nhà đầu tư TPCP chủ yếu là các NHTM (nắm giữ 86% dư nợ TPCP tính đến cuối năm 2015); khối nhà đầu tư phi NH với khả năng cung ứng vốn dài hạn như quỹ BHXH, quỹ hưu trí chỉ nắm giữ khoảng 13,5%.

¹² Tính đến cuối năm 2015, thời gian đáo hạn trung bình (ATM) danh mục nợ trong nước của Chính phủ ở mức 5,0 năm; tỷ lệ nợ trong nước đến hạn trong vòng 1 năm tiếp theo ở mức 11,0% danh mục nợ.

¹³ Theo Luật Quản lý nợ công hiện hành (2009) thì nhiệm vụ quản lý nợ công thuộc 3 cơ quan: Bộ Tài chính, Bộ Kế hoạch và đầu tư và NHNN.

¹⁴ Tính đến 31/12/2016

suất thấp và kì hạn dài nên gánh nặng trả nợ hàng năm là tương đối thấp trong những năm tới. Do vậy, rủi ro nợ nước ngoài của Việt Nam trong thời gian tới là khá thấp. Tuy nhiên, trạng thái an toàn này chỉ có được khi Việt Nam ổn định được tỉ giá hối đoái và cán cân thanh toán.

Kết luận trên được đưa ra trong phạm vi bài nghiên cứu sử dụng khái niệm nợ công và các số liệu do Bộ Tài chính cung cấp không tính đến các khoản vay nợ của các DNNN và khoản phát hành trái phiếu của NHNN dùng để tái cấu trúc lại hệ thống NHTM lên đến hàng nghìn tỷ đồng. Do vậy, nếu hạch toán nợ công Việt Nam theo thông lệ quốc tế khi mà tính đến các khoản nợ của các DNNN và nợ của NHNN thì nợ công Việt Nam thực sự trong tình trạng cảnh báo cao. Chính phủ cần có những biện pháp kiểm soát nợ công quyết liệt và kịp thời, nếu không nợ công Việt Nam sẽ dần bị mất kiểm soát và có thể rơi vào tình trạng khủng hoảng.

4.2 Khuyến nghị chính sách

Mục tiêu của việc quản lý nợ công thời gian tới là nhằm đáp ứng nhu cầu vốn của Chính phủ với chi phí thấp gắn liền với mức độ rủi ro hợp lý, đảm bảo khả năng trả nợ, từng bước tái cơ cấu nợ công, nhằm duy trì sự bền vững của nợ công và an ninh tài chính quốc gia trong trung và dài hạn.

Để đạt được mục tiêu trên, Chính phủ cần thực hiện một số biện pháp chủ yếu sau:

Thứ nhất, thành lập cơ quan giám sát nợ công độc lập và khách quan trực thuộc Quốc hội. Sự ra đời của cơ quan giám sát nợ công sẽ giúp việc kiểm soát nợ công trở nên sát sao và chuyên nghiệp hơn, từ đó có những phản ứng kịp thời trước những biến động liên quan đến nợ công. Các chức năng giám sát quản lý nợ công cần được hợp nhất cho cơ quan giám sát này thay vì để phân tán trong quá nhiều cơ quan khác nhau (Bộ Tài chính, Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Ngân hàng Nhà nước). Cơ quan này có thẩm quyền chỉ đạo và giám sát các đơn vị tham gia quản lý nợ công hiện nay và phải có trách nhiệm giải trình một cách công khai tình hình nợ công, đồng thời phát hành và cập nhật báo cáo nợ thường xuyên.

Thứ hai, thực hiện xây dựng phương án thực cơ chế quản lý nợ công chủ động: Đó là xây dựng chiến lược nợ, quản lý rủi ro tiềm ẩn cũng như đánh giá nợ bền vững. Bảo đảm hình thức quản lý các món nợ theo một chiến lược rõ ràng dựa trên khả năng dự báo được các khoản nợ, có sự kết hợp chặt chẽ với các chính sách vĩ mô. Đẩy mạnh hoạt động của thị trường nợ, tạo sự chủ động khi tiếp cận với thị trường để nắm bắt thông tin thị trường nhanh chóng, chuẩn xác và chủ động lên kế hoạch vay nợ.

Thứ ba, ban hành hệ thống các chỉ tiêu cảnh báo về ngưỡng rủi ro của nợ công và kiểm soát chặt chẽ nợ công ở mức an toàn. Hệ thống chỉ tiêu này cần được thiết lập với đầy đủ các chỉ tiêu đánh giá gánh nặng nợ công và khả năng thanh toán nợ công theo giá trị danh nghĩa và giá trị thực tế, phù hợp với các hướng dẫn được cập nhật của IMF và WB và thực trạng của nền kinh tế Việt Nam.

Thứ tư, thực hiện cân đối ngân sách nhà nước theo hướng tích cực, kiên quyết cắt giảm bội chi NSNN theo lộ trình đã được xác định. NSNN cần được cân đối tích cực theo hướng: tăng thu bền vững, tăng tỷ trọng thu nội địa; cơ cấu lại chi NSNN bảo đảm tỷ lệ hợp lý giữa chi thường xuyên, chi đầu tư và chi trả nợ. Kiên quyết cắt giảm bội chi NSNN xuống dưới 4%GDP theo lộ trình đã được xác định¹⁵, tiếp tục giảm bảo lãnh Chính phủ.

Thứ năm, thắt chặt kỷ cương, kỷ luật ngân sách nhà nước. Những thay đổi dự toán lớn cần được phê duyệt thông qua hình thức bổ sung dự toán ngân sách do cơ quan lập pháp các cấp phê duyệt. Điều này sẽ giúp đảm bảo trách nhiệm giải trình cao hơn đối với cơ quan lập pháp và nâng cao hiệu quả chi tiêu.

Thứ sáu, hạch toán nợ công và NSNN theo chuẩn mực quốc tế, tăng cường công khai, minh bạch nợ công và NSNN. Việt Nam cần điều chỉnh cách hạch toán nợ công cho phù hợp với chuẩn mực quốc tế, đặc biệt là nợ của khu vực DNNN cũng cần phải được tính toán, phân tích và báo cáo đầy đủ, do những rủi ro tiềm tàng của nó đang trở thành mối đe dọa lớn đối với an toàn nợ công Việt Nam. Bên cạnh đó, cơ quan quản lý nợ phải có trách nhiệm giải trình về nợ công, những rủi ro liên quan đến tính bền vững của nợ công, một cách công khai, minh bạch trước công chúng để tăng cường trách nhiệm của cơ quan quản lý nợ công.

Thứ bảy, thay đổi cơ cấu nợ công theo hướng tăng tỷ trọng nợ dài hạn trong nước nhằm giảm sự lệ thuộc vào nợ nước ngoài có rủi ro cao. Chính phủ Việt Nam nên tập trung phát hành TPCP dài hạn (10-30 năm) bằng nội tệ. Đồng thời, Chính phủ nên phát triển thị trường nợ trong nước bao gồm cả thị trường sơ cấp và thứ cấp TPCP, điều này sẽ giúp cho Chính phủ huy động được vốn với kì hạn dài, lãi suất cố định và đặc biệt là bằng nội tệ, từ đó sẽ hạn chế các rủi ro liên quan đến lãi suất, tỉ giá.

Thứ tám, tăng cường kiểm tra, giám sát chặt chẽ, thường xuyên quá trình sử dụng các khoản vay nợ. Các khoản vay nợ, các khoản vay được Chính phủ bảo lãnh, nhất là các đơn vị sử dụng trực tiếp vốn vay như: tập toàn kinh tế, DNNN, NHTM, các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng cần phải được thường xuyên kiểm soát chặt chẽ, tránh sử dụng lãng phí kém hiệu quả, đảm bảo mức vay nợ nằm trong giới hạn Quốc hội, Chính phủ phê duyệt hàng năm.

Thứ chín, đẩy mạnh cắt giảm đầu tư công. Việc cắt giảm đầu tư công sẽ làm giảm áp lực vay nợ. Chính phủ chỉ nên ưu tiên các chương trình dự án trọng điểm của Nhà nước hoặc các dự án ưu tiên cao của quốc gia. Những dự án đầu tư thiếu hiệu quả, chưa thật sự cần thiết cần kiên quyết cắt bỏ, khuyến khích phát triển mô hình hợp tác công – tư (PPP) để giảm nhẹ gánh nặng đầu tư công từ NSNN.

Trên đây là những biện pháp cơ bản để tăng cường tính bền vững của nợ công Việt nam trong thời gian tới. Ngoài các biện pháp cơ bản nói trên Chính phủ cần thực hiện đồng bộ với các giải pháp như: Quản lý chặt chẽ nợ của khối DNNN, cắt giảm số lượng các DNNN; Tăng năng xuất lao động; Đảm bảo tăng trưởng nhanh và bền vững.

¹⁵ theo Nghị quyết của Quốc hội về kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm giai đoạn 2016-2020 về bội chi ngân sách đến năm 2020 về dưới 4% GDP

Tài liệu tham khảo

1. Bộ Kế hoạch và Đầu tư - Trung tâm thông tin và dự báo kinh tế xã hội quốc gia (2016), "*Triển vọng kinh tế Việt Nam 2017*", Tài liệu tham khảo đặc biệt số 118, tháng 12/2016.
2. Bộ Tài chính (2016), *Bản tin nợ công số từ 1- 7*.
3. Bộ Tài chính - Cổng thông tin điện tử (2016), "*Cơ cấu nợ công của Việt Nam đang từng bước điều chỉnh theo hướng bền vững hơn*"- Bài phỏng vấn ông Võ Hữu Hiền- Phó Cục trưởng Cục QLN&TCĐN (Bộ Tài chính), Truy cập từ http://www.mof.gov.vn/webcenter/portal/tttc/r/o/ttsk/ttsk_chitiet;jsessionid=WQ3BZ8shL331MD
4. Bộ Tài chính (2016), *Báo cáo: "Tình hình thực hiện kế hoạch vay, trả nợ công giai đoạn 2011-2015 và định hướng kế hoạch vay, trả nợ công giai đoạn 2016-2020"* (tháng 3/2016).
5. Bộ Tài chính (2017), *Báo cáo "Các chỉ tiêu giám sát nợ công năm 2016"*, số 968-BC/BTC, ngày 06/8/2017 (Báo cáo phục vụ lãnh đạo).
6. Chính phủ (2012), *Quyết định số 958/QĐ-TTg ngày 27/07/2012 về phê duyệt Chiến lược nợ công và nợ nước ngoài của quốc gia giai đoạn 2011 - 2020 và tầm nhìn đến năm 2030*.
7. Campbell, John and Robert J. Shiller (1987), "*Cointegration and Tests of Present Value Models*," *Journal of Political Economy*, Vol. 95, No. 5, October 1987, pp. 1062-1088. Retrieved from <http://www.eco.uc3m.es/~jgonzalo/teaching/UnitRootCointegration/CampbellShiller.pdf>.
8. Corsetti, G & Roubini, N. (1991), "*Fiscal deficits, public debt, and government solvency: Evidence from OECD countries*", *Journal of the Japanese and International Economies*, Volume 5, Issue 4, December 1991, pages 354-380.
9. Greiner A & Semmler W. (1999), *An endogenous growth model with public capital and government borrowing*, *Annals of Operations Research*, January 1999, Volume 88, pp 65-79.
10. Đào Văn Hùng và cộng sự (2014), *Xác định phạm vi nợ công, trần nợ công an toàn của Việt Nam giai đoạn 2014 – 2020*, Đề tài nghiên cứu cấp Bộ, Học viện Chính sách và Phát triển, Bộ Kế hoạch và Đầu tư.
11. Habib Rab (2014), "*A Modern State Budget System for a Middle-Income Vietnam*", Retrieved from <http://www.worldbank.org/en/news/opinion/2014/11/20/a-modern-statebudget-system-for-a-middle-income-Vietnam>.

12. IMF and World Bank (2005), *Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries*. April 2005. Retrieved from: <http://siteresources.worldbank.org/EXTDEBTDEPT/Resources/DSFLeafletEng.PDF>
13. IMF and World Bank (2012), "*Revisiting the Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries*", January 12, 2012, pages 18-25. Retrieved from: www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/011212.pdf.
14. IMF and World Bank (2011), "*Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users*", International Monetary Fund, Publication Services P.O. Box 92780, Washington, D.C. 20090, U.S.A, 2011, ISBN 978-1-61635-156-4. Retrieved from <http://www.tffs.org/pdf/method/2013/psds2013.pdf>.
15. IMF (2016), *IMF Country Report- Việt Nam: Appendix 1. Public and External Debt Sustainability Analysis*, (No. 16/240). P.9-10; P.49-56, Truy cập từ <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16240.pdf>.
16. Ngân hàng Nhà nước (2011-2016), các báo cáo về tỷ giá, cán cân vãng lai, dự trữ ngoại hối hàng năm (2011-2016), truy cập từ <https://www.sbv.gov.vn>.
17. Manasse P. & Roubini N (2005), *Rules of Thumb for Sovereign Debt Crises*, IMF working paper No. 05/42.
18. Phạm Thế Anh, Đinh Tuấn Minh, Nguyễn Trí Dũng, & Tô Trung Thành (2013), *Nợ công và tính bền vững của nợ công VN: Quá khứ, hiện tại và tương lai*, Hà Nội, NXB Tri thức.
19. Quốc hội (2016), *Nghị quyết số 25/2016/QH14 ngày 09/11/2016 về kế hoạch tài chính 5 năm quốc gia giai đoạn 2016-2020*.
20. Tổng cục Thống kê (2011-2016), *Các báo cáo về xuất nhập khẩu*, GDP hàng năm (2010-2016), truy cập từ <http://gso.gov.vn/default.aspx?tabid=715>.
21. Trading Economics (2015), *Vietnam - Principal repayments on external debt, public and publicly guaranteed (PPG) in 2015*, Retrieved from <https://tradingeconomics.com/vietnam/principal-repayments-on-external-debt-public-and-publicly-guaranteed-ppg-amt-us-dollar-wb-data.html>.
22. Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia (2016a), *Báo cáo tình hình kinh tế năm 2016 và dự báo năm 2017* (Tài liệu phục vụ phiên họp Chính phủ tháng 12/2016), Truy cập ngày 25/12/2016, từ tysc.gov.vn/sites/default/files/bccp-t12.2016-final.pdf.
23. Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia (2016b), *Báo cáo Tình hình chính sách tài khóa một số nước trên thế giới và Việt Nam năm 2016, triển vọng năm 2017* (Tài liệu lưu hành nội bộ).

24. U.S. Department of the treasury (2016), *Daily Treasury Long Term Rate Data*, Retrieved from: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=longtermrate>.
25. World Bank (2006), *A Guid to LIC Debt Sustainability Analysis*, Retrieved from: http://siteresources.worldbank.org/INTDEBTDEPT/Resources/DSAGUIDE_EXT200610.pdf.
26. World Bank (2016), *International Debt Statistics" -Debt service on external debt, public and publicly guaranteed (PPG)*, Retrieved from <http://data.worldbank.org/indicator/DT.TDS.DECT.CD?locations=VN>.