

Khủng hoảng nợ công tại một số nền kinh tế trên thế giới

**Nguyên nhân, diễn biến, hậu quả, biện pháp khắc phục
và những hàm ý chính sách cho Việt Nam**

Vũ Minh Long

Khủng hoảng nợ công tại một số nền kinh tế trên thế giới nguyên nhân, diễn biến, hậu quả, biện pháp khắc phục và những hàm ý chính sách cho Việt Nam¹

Vũ Minh Long²

*Quan điểm được trình bày trong bài nghiên cứu này là của tác giả và không nhất thiết
phản ánh quan điểm của VEPR*

¹ Bài nghiên cứu thực hiện theo hợp đồng hợp tác nghiên cứu với Vụ Tổng hợp Kinh tế, Bộ Ngoại giao. Tác giả chân thành cảm ơn TS. Nguyễn Đức Thành cùng các đồng nghiệp đã có những góp ý nhận xét trong Seminar Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách số 03 tháng 9/2012 nhằm hoàn thiện bài nghiên cứu này.

² Nghiên cứu viên, Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách (VEPR). Email: vu.minhlong@vepr.org.vn

Mục lục

Danh mục hình.....	5
Danh mục bảng.....	6
Danh mục hộp.....	7
Tóm tắt.....	8
Dẫn nhập.....	9
I. Nợ công và khủng hoảng nợ công.....	10
1.1. Khái niệm và phân loại nợ công.....	10
1.2. Bản chất kinh tế của nợ công.....	15
1.3. Rủi ro nợ công.....	18
1.3.1. Rủi ro thanh toán.....	18
1.3.2. Rủi ro thanh khoản.....	25
1.3.3. Rủi ro từ bất ổn vĩ mô.....	26
II. Nguyên nhân, diễn biến và các phản ứng chính sách sau một số cuộc khủng hoảng nợ trong lịch sử.....	29
2.1. Khủng hoảng nợ khu vực Mỹ Latinh những năm 1980s.....	29
2.1.1. Nguyên nhân và diễn biến.....	29
2.1.2. Phản ứng của các quốc gia Mỹ Latinh trong và sau thời gian khủng hoảng....	32
2.2. Khủng hoảng tài chính Đông Á những năm 1990s.....	34
2.2.1. Nguyên nhân và diễn biến.....	34
2.2.2. Phản ứng chính sách.....	36
2.3. So sánh hai cuộc khủng hoảng thập niên 80 và 90.....	37
III. Khủng hoảng nợ công châu Âu.....	41
3.1. Thực trạng.....	41
3.2. Nguyên nhân.....	42
3.3. Hậu quả.....	44
3.4. Phản ứng chính sách.....	45
IV. Nợ công ở Việt Nam.....	47
4.1. Thực trạng nợ công Việt Nam.....	47
4.1.1. Thu và chi ngân sách nhà nước.....	47
4.1.2. Thâm hụt ngân sách và nợ công.....	52
4.1.3. Rủi ro nợ công Việt Nam.....	58
4.2. Gợi ý chính sách.....	60
4.2.1. Công khai minh bạch thông tin về ngân sách nhà nước và nợ công.....	61

4.2.2.	Tăng nguồn thu ngân sách và cắt giảm chi tiêu công	63
4.2.3.	Nâng cao hiệu quả kinh tế.....	64
4.2.4.	Phát triển thị trường nợ trong nước	66
Tài liệu tham khảo		68

Danh mục hình

Hình 1: Các thành phần của khu vực công theo định nghĩa của IMF	11
Hình 2: Nợ chính phủ tại một số quốc gia trong khối OECD 1995-2010 (% GDP)	22
Hình 3: Tổng chi tiêu, nguồn thu từ thuế và trái phiếu chính phủ của Nhật Bản 1975-2010 (nghìn tỉ Yên)	23
Hình 4: Tỷ lệ nợ nước ngoài/tổng nợ công tại một số quốc gia phát triển năm 2010 (%)	23
Hình 5: Lãi suất trái phiếu chính phủ Nhật Bản và Hy Lạp 1998-2011 (%)	24
Hình 6: Tăng trưởng và lạm phát Nhật Bản 1996-2011 (%)	24
Hình 7: Tăng trưởng GDP và cán cân thương mại tại Mỹ Latinh 1961-2010 (%).....	31
Hình 8: Nợ nước ngoài tại các quốc gia Mỹ Latinh 1970-2010 (% GNI)	38
Hình 9: Nợ nước ngoài tại các quốc gia Đông Á 1970-2010 (% GNI)	38
Hình 10: Các nguồn thu trong NSNN của Việt Nam 2003-2012 (% GDP)	47
Hình 11: Doanh thu thuế tại Việt Nam và một số quốc gia châu Á 2001-2012 (% GDP)	48
Hình 12: Cơ cấu nguồn thu NSNN 2003-2012 phân theo từng khu vực (% tổng thu).....	49
Hình 13: Đóng góp vào GDP theo từng khu vực 2001-2010 (%)	50
Hình 14: Tỷ trọng thu từ dầu thô (% tổng thu).....	50
Hình 15: Cơ cấu chi cân đối NSNN 2003-2012 (% GDP)	51
Hình 16: Chi tiêu công tại Việt Nam và một số quốc gia châu Á 2001-2011 (% GDP)	52
Hình 17: Thâm hụt ngân sách tại Việt Nam và một số quốc gia châu Á 2009-2011 (% GDP) ...	53
Hình 18: Cấu trúc nợ Việt Nam tính đến cuối năm 2011 (% GDP)	55
Hình 19: Tổng nợ công Việt Nam từ năm 2001 đến nay (% GDP).....	56
Hình 20: Nợ công nước ngoài và tổng dư nợ nước ngoài Việt Nam 2004-2010 (% GDP).....	57
Hình 21: Cơ cấu nợ công nước ngoài của Việt Nam năm 2010 phân theo loại tiền.....	57
Hình 22: Tỷ trọng đầu tư toàn xã hội phân theo các khu vực kinh tế 2006-2011 (%)	59
Hình 23: Chỉ số ICOR Việt Nam phân theo từng khu vực	60

Danh mục bảng

Bảng 1: Tổng hợp các kết quả nghiên cứu về ngưỡng nợ nguy hiểm	21
Bảng 2: Tổng vốn đầu tư các quốc gia lớn, các quốc gia nhỏ và Mỹ Latinh qua nhiều giai đoạn (% GDP).....	31
Bảng 3: Cán cân ngân sách tại một số quốc gia Đông Á 1990-1996 (% GDP).....	39
Bảng 4: Tổng tiết kiệm trong nước tại Đông Á và Mỹ Latinh 1980 và 1995 (% GDP).....	39
Bảng 5: Nợ công và thâm hụt ngân sách nhóm PIIGS 2006-2011 (% GDP).....	41
Bảng 6: Bốn kịch bản của khu vực châu Á - Thái Bình Dương đối với khu vực đồng tiền chung châu Âu	44
Bảng 7: Thâm hụt ngân sách Việt Nam 2001-2011 (% GDP).....	53
Bảng 8: Cơ cấu nguồn bù đắp bội chi NSNN 2003-2011 (tỉ đồng).....	54
Bảng 9: Nợ công Việt Nam theo định nghĩa Việt Nam và định nghĩa quốc tế (số liệu gần nhất)	55

Danh mục hộp

Hộp 1: Nợ công Nhật Bản, tuy cao nhưng không nguy hiểm.....	22
---	----

Tóm tắt

Nghiên cứu này được xây dựng nhằm mục đích tổng hợp lý thuyết cùng những diễn biến và phản ứng chính sách thực tế từ các cuộc khủng hoảng nợ lớn trong lịch sử cũng như cuộc khủng hoảng nợ công châu Âu gần đây nhằm đưa ra được một cái nhìn toàn cảnh về khủng hoảng nợ công. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng sẽ phân tích thực trạng nhằm đánh giá về tình hình cũng như rủi ro nợ công của Việt Nam dựa trên những số liệu cập nhật nhất. Cuối cùng, nghiên cứu sẽ đưa ra một số gợi ý chính sách giúp cải thiện tình hình nợ công của nhằm tránh những rủi ro khủng hoảng mà Việt Nam có thể gặp phải trong thời gian sắp tới.

Dẫn nhập

Cuộc khủng hoảng nợ công châu Âu bắt nguồn từ năm 2010 tại Hy Lạp và tiếp tục lan mạnh sang các quốc gia châu Âu khác trong năm 2011 đang trở thành một vấn đề nóng bỏng và thu hút sự quan tâm của rất nhiều các nhà nghiên cứu kinh tế cũng như hoạch định chính sách trên thế giới. Cuộc khủng hoảng này được xem như giai đoạn thứ hai và là hệ quả tất yếu của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008. Tuy nhiên, bản chất nguyên nhân cùng những hậu quả của nó đến nền kinh tế quốc gia cũng như trong toàn khu vực chưa hề được nghiên cứu một cách nghiêm túc và sâu sắc ở Việt Nam.

Trong một vài năm trở lại đây, sau khoảng thời gian tăng trưởng nhanh, kinh tế Việt Nam đã có dấu hiệu chững lại. Điều này được giải thích bởi những tác động bên ngoài ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu và việc Việt Nam đã bước sang giai đoạn không thể sử dụng dòng vốn đầu tư nhằm thúc đẩy tăng trưởng được nữa. Những số liệu thống kê cả của Việt Nam và quốc tế đều cho thấy Việt Nam thường xuyên có thâm hụt ngân sách và nợ công của Việt Nam cũng đang có xu hướng tăng lên. Tuy nhiên, hiệu quả đầu tư của Việt Nam lại đang có xu hướng giảm xuống. Đặc biệt là việc các tập đoàn nhà nước như Vinashin, Vinalines hay Petro Vietnam thua lỗ và đứng trên bờ vực phá sản lại càng đẩy lên hồi chuông cảnh tỉnh đối với các nhà kinh tế và hoạch định chính sách của Việt Nam.

Trước thực tiễn đó, nghiên cứu được xây dựng nhằm tổng hợp các cuộc khủng hoảng nợ lớn trong lịch sử cũng như cuộc khủng hoảng nợ công châu Âu gần đây nhằm đưa ra được một cái nhìn toàn cảnh cả về lý thuyết cũng như thực tế về khủng hoảng nợ công. Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng sẽ phân tích thực trạng nhằm đánh giá về tình hình cũng như rủi ro nợ công của Việt Nam. Cuối cùng, nghiên cứu sẽ đưa ra một số gợi ý chính sách giúp cải thiện tình hình nợ công của nhằm tránh những rủi ro khủng hoảng mà Việt Nam có thể gặp phải trong thời gian sắp tới.

I. Nợ công và khủng hoảng nợ công

1.1. Khái niệm và phân loại nợ công

- *Định nghĩa nợ công theo pháp luật Việt Nam và theo thông lệ quốc tế*

Để có được một cái nhìn tổng thể về bức tranh nợ công của Việt Nam, chúng ta cần có được một khung lý thuyết cơ bản và đầy đủ về nợ công cũng như các khái niệm liên quan. Tuy nhiên, bên cạnh những lý thuyết này, chúng ta còn cần đến những số liệu thực tế cũng như bằng chứng thực nghiệm về nợ công của Việt Nam cũng như của các quốc gia khác trên thế giới. Những số liệu và bằng chứng này sẽ được lấy từ rất nhiều nguồn khác nhau, chính vì thế, bài nghiên cứu này sẽ xây dựng khung lý thuyết dựa trên việc tổng hợp những định nghĩa về nợ công và những khái niệm xung quanh nó của Việt Nam, của Ngân hàng Thế giới (WB) và của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF).

Năm 2009, Quốc hội đã ban hành Luật quản lý nợ công, được xem là một bước tiến bộ lớn trong hệ thống văn bản pháp luật của Việt Nam về vấn đề này. Theo Bộ Luật này thì 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 các khoản nợ do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam phát hành nhằm thực hiện chính sách tiền tệ trong từng thời kỳ

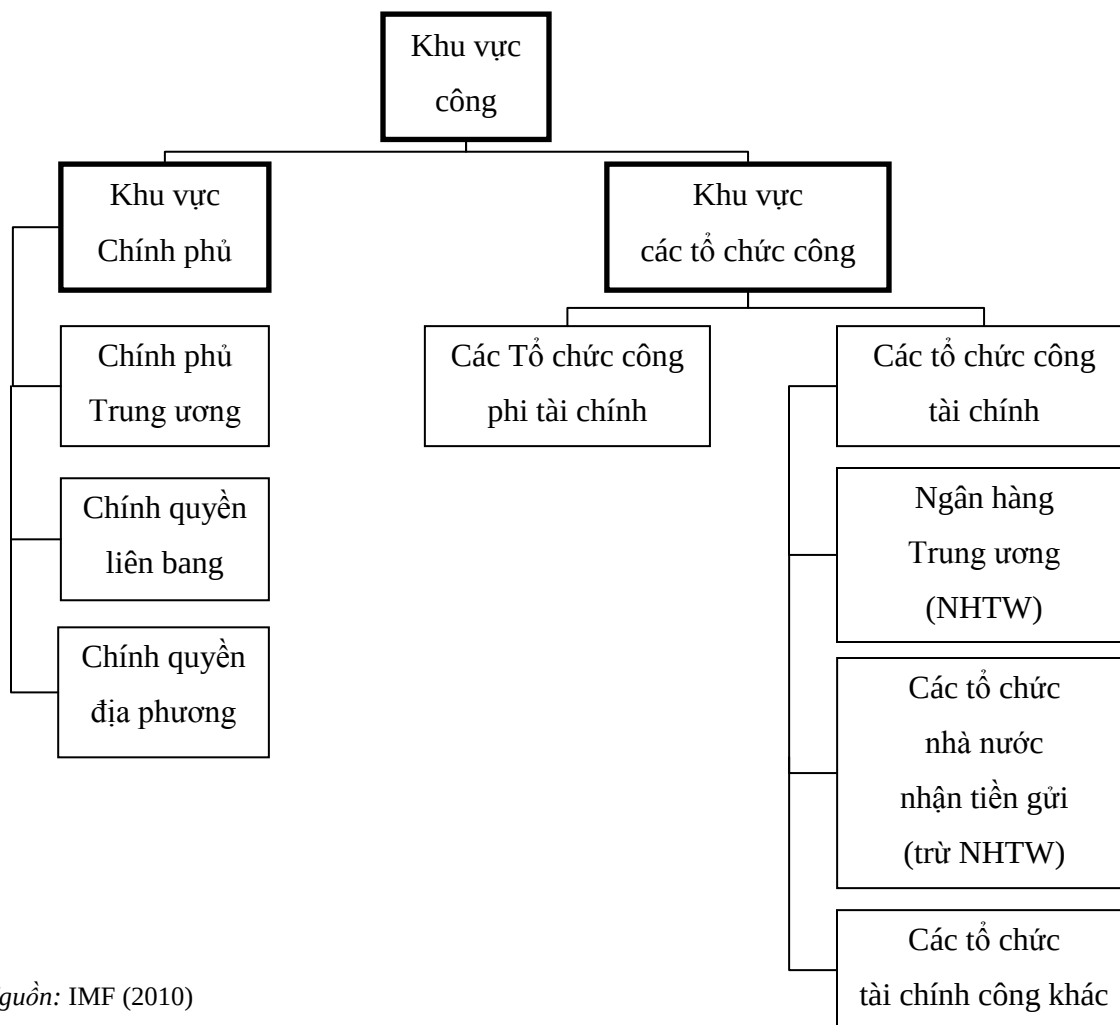
- Nợ được chính phủ bảo lãnh là khoản nợ của doanh nghiệp, tổ chức tài chính, tín dụng vay trong nước, nước ngoài được chính phủ bảo lãnh

- Nợ chính quyền địa phương là khoản nợ do Ủy ban Nhân dân cấp tỉnh, thành phố trực thuộc trung ương ký kết, phát hành hoặc ủy quyền phát hành.

Theo WB (2002) thì nợ công là toàn bộ những khoản nợ của Chính phủ và những khoản nợ được Chính phủ bảo lãnh. Với định nghĩa như thế này, nếu như hiểu nợ của Chính phủ bao gồm nợ của Chính phủ Trung ương và nợ của chính quyền địa phương thì có thể thấy định nghĩa của WB giống với định nghĩa được đưa ra trong Luật quản lý nợ công của Việt Nam.

Còn theo IMF (2010), thì nợ công được hiểu là nghĩa vụ trả nợ của khu vực công. Đi kèm với đó là định nghĩa cụ thể về khu vực công, bao gồm khu vực Chính phủ và khu vực các tổ chức công (Hình 1).

Hình 1: Các thành phần của khu vực công theo định nghĩa của IMF



Nguồn: IMF (2010)

Nhánh bên trái, bao gồm nợ chính phủ tại các cấp chính quyền, từ trung ương đến địa phương. Nhánh bên phải, hay khu vực các tổ chức công bao gồm các tổ chức công tài chính và phi tài chính. Các tổ chức công phi tài chính được có thể là các tập đoàn nhà nước không hoạt động trong lĩnh vực tài chính như điện lực, viễn thông..., hoặc cũng có thể là các tổ chức như bệnh viện và các trường đại học công lập. Các tổ chức công tài chính là các tổ chức nhận hỗ trợ

từ Chính phủ và hoạt động trong lĩnh vực tài chính, thực hiện các dịch vụ nhận tiền gửi và trả lãi thuộc khu vực công, cung cấp các dịch vụ tư vấn tài chính, bảo hiểm hay quỹ lương hưu.

Định nghĩa của IMF đầy đủ và chi tiết hơn nhiều so với Luật quản lý nợ công của Việt Nam và của WB. Tuy nhiên khó có thể nói là có sự khác biệt lớn giữa các cách định nghĩa này, do có thể coi các khoản nợ của khu vực các tổ chức công là các khoản nợ mà chính phủ sẽ bảo lãnh trong trường hợp các tổ chức này vỡ nợ.

- Phân loại nợ công

Trước khi phân loại nợ công, cần có sự phân biệt rõ ràng giữa nợ công và nợ tư. Nếu như nợ công là nợ do Chính phủ trực tiếp đi vay hoặc Chính phủ bảo lãnh cho các tổ chức khác đi vay, thì nợ tư thuần túy là nghĩa vụ nợ của các tổ chức tư nhân. Nợ công và nợ tư sẽ hợp thành tổng dư nợ của nền kinh tế.

Nghĩa vụ nợ nói chung được phân chia thành hai loại, là nợ trong nước và nợ nước ngoài. Sự phân loại này không chỉ mang ý nghĩa địa lý, mà nhiều khi còn bao hàm về đơn vị sử dụng tiền tệ sử dụng để vay. Do có cả nợ công và nợ tư, nên có thể phân chia nghĩa vụ nợ thành nợ công nước ngoài, nợ tư nước ngoài, nợ công trong nước và nợ tư trong nước. Chúng ta chỉ quan tâm đến nợ công, tức là nợ công trong nước và nợ công nước ngoài.

Công cụ để thực hiện các khoản vay nợ trong nước bao gồm tín phiếu, hối phiếu, trái phiếu, công trái và các công cụ khác làm phát sinh nghĩa vụ trả nợ, trong đó phổ biến nhất vẫn là trái phiếu. Phân theo cấp quản lý thì trái phiếu sẽ được phân thành trái phiếu chính phủ, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và trái phiếu chính quyền địa phương. Việc phát hành các trái phiếu này cũng chính là cách để các cấp quản lý có thể thực hiện việc vay nợ của mình.

Theo định nghĩa trong Luật quản lý nợ công thì trái phiếu chính phủ là loại trái phiếu do Bộ Tài chính phát hành nhằm huy động vốn cho ngân sách nhà nước hoặc huy động vốn cho công trình, dự án đầu tư cụ thể. Trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh là loại trái phiếu có kỳ hạn từ một năm trở lên, do doanh nghiệp phát hành nhằm huy động vốn cho dự án đầu tư theo chỉ định của Thủ tướng Chính phủ và được Chính phủ bảo lãnh. Trái phiếu chính quyền địa phương

là loại trái phiếu có kỳ hạn từ một năm trở lên, do Ủy ban nhân dân cấp tỉnh phát hành hoặc ủy quyền phát hành nhằm huy động vốn cho công trình, dự án đầu tư của địa phương.

Vay nợ nước ngoài theo quy định của Luật quản lý nợ công Việt Nam được phân chia thành vay hỗ trợ phát triển chính thức (vay ODA), vay ưu đãi và vay thương mại. Vay ODA là khoản vay nhân danh Nhà nước và Chính phủ Việt Nam từ nhà tài trợ là chính phủ nước ngoài, tổ chức tài trợ song phương, tổ chức liên quốc gia hoặc tổ chức liên chính phủ có yếu tố không hoàn lại (thành tố ưu đãi) đạt ít nhất 35% đối với khoản vay có ràng buộc, 25% đối với khoản vay không ràng buộc. Vay ưu đãi là khoản vay có điều kiện ưu đãi hơn so với vay thương mại nhưng thành tố ưu đãi chưa đạt tiêu chuẩn của vay ODA. Vay thương mại là khoản vay theo điều kiện thị trường thông qua phát hành trái phiếu quốc tế.

So sánh về rủi ro tín dụng, trái phiếu trong nước phát hành bằng nội tệ có thể xem như không có rủi ro khi chính phủ hoàn toàn có thể thực thi những chính sách như tăng thuế, cắt giảm chi tiêu hoặc thậm chí in thêm tiền để thanh toán đầy đủ cả vốn lẫn lãi khi đáo hạn. Tại hầu hết các quốc gia phát triển, việc in tiền không được phép tiến hành một cách trực tiếp mà phải thông qua ngân hàng trung ương. Tuy nhiên, để cung cấp tiền nhằm giải ngân cho các khoản vay nợ của chính phủ, ngân hàng trung ương hoàn toàn có thể mua trái phiếu chính phủ, đây chính là cách để ngân hàng trung ương bơm thêm tiền vào nền kinh tế bởi những tác động tăng tỉ lệ lạm phát và hạ giá đồng nội tệ. Điều này đã xảy ra nhiều lần trong lịch sử, một ví dụ điển hình vào những năm 1920s, Đức đã rơi vào tình trạng siêu lạm phát khi chính phủ không có khả năng trả các khoản nợ không lồ sau chiến tranh thế giới thứ nhất.

Ngược lại, trái phiếu quốc tế phát hành bằng ngoại tệ lại có rủi ro tín dụng lớn hơn. Khi lượng dự trữ ngoại tệ của chính phủ là có hạn, nhiều khả năng chính phủ sẽ không trả nổi nợ khi đáo hạn. Bên cạnh đó, việc đi vay bằng ngoại tệ còn đi kèm với những rủi ro liên quan đến tỉ giá hối đoái. Sự dao động của tỉ giá hối đoái hoàn toàn có thể khiến cho các khoản vay bằng nợ nước ngoài cao hơn dự tính ban đầu của chính phủ.

Còn một rủi ro khác nếu nhìn vào cuộc khủng hoảng nợ công Hy Lạp, sau khi quốc gia này gia nhập khu vực đồng tiền chung châu Âu, đó chính là việc mặc dù sử dụng đồng euro, các khoản vay đều bằng đồng euro nhưng chính phủ lại không thể tự do in tiền để trả các khoản nợ này nếu không có sự đồng thuận từ các quốc gia thành viên khác trong khối eurozone. Trước tình

hình nợ công Hy Lạp, nhiều ý kiến đã cho rằng một cách giải quyết tình trạng này chính là quay trở lại sử dụng đồng tiền riêng Drachma. Tuy nhiên không cần tính đến rủi ro này do Việt Nam không sử dụng đồng tiền chung như Hy Lạp.

- *Mục đích vay nợ công*

Không phải dễ dàng mà Chính phủ, các tập đoàn hay doanh nghiệp nhà nước hoặc các cấp chính quyền địa phương có thể vay nợ. Mục đích của việc vay nợ được quy định rất rõ trong Luật quản lý nợ công.

Theo đó Quốc hội quy định Chính phủ chỉ được phép vay nợ với các mục đích như sau: đầu tư phát triển kinh tế - xã hội thuộc nhiệm vụ chi của ngân sách trung ương theo quy định của Luật ngân sách nhà nước; bù đắp thiếu hụt tạm thời của ngân sách nhà nước từ vay ngắn hạn; cơ cấu lại khoản nợ, danh mục nợ chính phủ và nợ được chính phủ bảo lãnh; cho doanh nghiệp, tổ chức tài chính, tín dụng, chính quyền địa phương vay lại theo quy định của pháp luật; hoặc các mục đích khác nhằm bảo đảm an ninh tài chính quốc gia (Điều 18 Luật quản lý nợ công).

Các khoản vay nợ mà Chính phủ bảo lãnh cũng không phải tùy tiện. Cụ thể, Chính phủ chỉ bảo lãnh cho các doanh nghiệp thực hiện: các chương trình dự án đầu tư được Quốc hội hoặc Thủ tướng Chính phủ quyết định chủ trương đầu tư; các chương trình, dự án ứng dụng công nghệ cao, dự án trong lĩnh vực năng lượng, khai thác, chế biến khoáng sản hoặc sản xuất hàng hóa, cung ứng dịch vụ xuất khẩu phù hợp với định hướng phát triển kinh tế - xã hội của đất nước; các chương trình, dự án thuộc lĩnh vực, địa bàn được Nhà nước khuyến khích đầu tư theo quy định của pháp luật về đầu tư và các quy định của pháp luật có liên quan; hoặc các chương trình dự án được tài trợ bằng khoản vay thương mại gắn với nguồn vốn ODA dưới dạng tín dụng hỗn hợp (Điều 33 Luật quản lý nợ công).

Tương tự như thế, các khoản vay nợ của chính quyền địa phương cũng phải phục vụ cho những mục đích đã quy định: đầu tư phát triển kinh tế - xã hội thuộc nhiệm vụ chi của ngân sách địa phương theo quy định của Luật ngân sách nhà nước; hoặc đầu tư vào các dự án có khả năng hoàn vốn tại địa phương (Điều 37 Luật quản lý nợ công).

1.2. Bản chất kinh tế của nợ công

- Nợ công xuất phát từ thâm hụt ngân sách

Xét về bản chất kinh tế, nợ công xuất phát từ thâm hụt ngân sách, hay tổng chi tiêu của chính phủ nhiều hơn tổng các nguồn thu của mình. Để làm giảm mức thâm hụt này, chính phủ phải tăng nguồn thu ngân sách, hoặc cắt giảm chi tiêu. Cắt giảm chi tiêu không phải là một việc dễ dàng trong ngắn hạn, khi những kế hoạch chi tiêu của chính phủ đã được hoạch định cụ thể. Chính vì thế, chính phủ chỉ có thể tìm cách gia tăng nguồn thu của mình.

Có hai cách để gia tăng nguồn thu chính phủ. Thứ nhất, chính phủ có thể tăng thuế, vốn là nguồn thu trực tiếp và lớn nhất của mình. Tuy nhiên, tăng thuế có thể có ảnh hưởng tiêu cực, đó là làm giảm tiêu dùng, giảm động lực lao động và sản xuất dẫn đến suy thoái kinh tế. Thứ hai, chính phủ có thể tăng nguồn thu thông qua vay nợ, cả vay trong nước và vay quốc tế. Để làm được việc này, chính phủ sẽ yêu cầu Ngân hàng trung ương bán cổ phiếu cho giới đầu tư tư nhân trong nước và quốc tế. Các khoản vay này sẽ làm gia tăng nợ công. Như vậy có thể thấy nợ công là hệ quả trực tiếp của thâm hụt ngân sách.

- Tác động của thâm hụt ngân sách và nợ công

Thâm hụt ngân sách hàm ý rằng thu ngân sách của chính phủ suy giảm hoặc có sự gia tăng trong chi tiêu. Điều này đồng nghĩa với sự gia tăng tổng cầu trong nền kinh tế. Nếu như nền kinh tế đang ở mức sản lượng tiềm năng, sự gia tăng tổng cầu này sẽ đẩy GDP thực tế lên cao hơn mức GDP tiềm năng. Cùng với đó, giá cả và lạm phát cũng sẽ tăng lên. Về dài hạn, khi lạm phát gia tăng, người lao động sẽ yêu cầu mức lương cao hơn, và các doanh nghiệp sẽ buộc phải có chính sách cắt giảm sản xuất trước mức tiền lương mới này. Chính vì thế, tổng cung trong nền kinh tế sẽ suy giảm, và GDP thực tế của nền kinh tế sẽ quay trở lại mức GDP tiềm năng. Tuy nhiên, giá cả sẽ không quay lại thời điểm ban đầu và tiếp tục leo thang.

Nếu như ngân sách chính phủ bị thâm hụt, chứng tỏ tiết kiệm của chính phủ đang suy giảm, đồng nghĩa với việc tổng tiết kiệm của nền kinh tế giảm theo. Do đó nguồn cung vốn vay hay tổng tiết kiệm của nền kinh tế suy giảm do thâm hụt ngân sách sẽ đẩy lãi suất tăng lên. Lãi suất gia tăng sẽ gây khó khăn cho khu vực tư nhân trong việc tiếp cận nguồn vốn đầu tư. Chính vì thế, khu vực tư nhân sẽ bị thu hẹp, chính bởi sự chi tiêu không hiệu quả của chính phủ. Đây chính là hiệu ứng đầu tư công lấn át đầu tư tư nhân. Giải thích theo một cách khác, nếu như

chính phủ đi vay để bù đắp thâm hụt ngân sách bằng cách phát hành trái phiếu, lãi suất cũng sẽ gia tăng. Điều này là do để khuyến khích mua trái phiếu, chính phủ sẽ buộc phải tăng lãi suất.

Lãi suất gia tăng không chỉ thu hút giới đầu tư trong nước mà còn hoàn toàn có thể thu hút giới đầu tư nước ngoài. Các nhà đầu tư nước ngoài sẽ có nhu cầu nắm giữ tài sản nội địa, do hiệu suất sinh lời cao hơn, điều này đồng nghĩa với việc dòng vốn ngoại tệ chảy vào nền kinh tế, làm cho nguồn cung ngoại tệ tăng lên. Khi cung ngoại tệ tăng lên, giá trị của đồng ngoại tệ tính theo đồng nội tệ sẽ giảm đi, hay nói cách khác, đồng nội tệ có thể tăng giá trị. Tuy nhiên dòng vốn nước ngoài vào thị trường nội địa có thể bị hạn chế do giới đầu tư lo ngại vào một môi trường lạm phát cao do thâm hụt ngân sách mang lại. Việc đồng nội tệ tăng giá sẽ khuyến khích nhập khẩu thay vì xuất khẩu, và điều này sẽ dẫn đến thâm hụt thương mại và thâm hụt cán cân vãng lai.

Như vậy có thể thấy thâm hụt ngân sách có những tác động tiêu cực lên nền kinh tế. Nếu như ngân sách chính phủ được cân bằng, không những tối ưu hóa toàn bộ nguồn vốn, mà còn làm giảm những chi tiêu hoang phí của chính phủ. Bên cạnh đó, điều này còn hạn chế được tình trạng lạm thu và tham nhũng. Chính vì thế, các nhà kinh tế học cổ điển luôn cho rằng chính phủ cần phải duy trì cân bằng ngân sách.

Tuy nhiên, như đã phân tích ở phần trên, thâm hụt ngân sách làm gia tăng tổng cầu và làm tăng GDP hay nói cách khác là kích thích tăng trưởng. Đây là điều mà chính phủ các quốc gia có thể làm trong thời gian suy thoái kinh tế, đó là tăng chi tiêu, đầu tư vào các công trình công cộng, chấp nhận thâm hụt ngân sách ở một mức nhất định nhằm giúp sản lượng trong nước tăng trở lại. Nhưng điều này không đồng nghĩa với việc thâm hụt ngân sách luôn luôn kích thích tăng trưởng. Nếu như nền kinh tế đã ở gần mức sản lượng tiềm năng, sự gia tăng tổng cầu về dài hạn sẽ kéo theo những hệ quả tiêu cực về lạm phát, lãi suất và cán cân thương mại như đã giải thích ở trên.

Dựa vào toàn bộ những tác động của thâm hụt ngân sách lên các yếu tố vĩ mô kể trên, có thể cộng thêm việc chính phủ gia tăng vay nợ để bù đắp thâm hụt ngân sách, có thể đưa ra một bức tranh tổng thể về tình huống xấu nhất xảy ra cho nền kinh tế nếu như có thâm hụt ngân sách và nợ công kéo dài. Cụ thể, lãi suất gia tăng sẽ khiến cho gánh nặng nợ càng thêm trầm trọng. Các nhà đầu tư sẽ lo ngại về khả năng thanh toán của chính phủ, dẫn đến việc họ tháo chạy ra

khỏi các tài sản nội địa. Hậu quả là giá tài sản sẽ giảm, cộng thêm gánh nặng lãi suất sẽ khiến thu hẹp khu vực tư nhân, nhiều doanh nghiệp tiến đến phá sản. Điều này làm giảm nguồn thu từ thuế doanh nghiệp của chính phủ, dẫn đến càng làm gia tăng thâm hụt ngân sách. Nhằm đối phó với sự suy giảm nguồn thu này, chính phủ thường phải tìm cách gia tăng các nguồn thu thuế từ thu nhập người dân hoặc thuế tài sản. Tuy nhiên, những chính sách này sẽ làm giảm tiêu dùng và gây ra suy thoái kinh tế. Hoặc chính phủ cũng có thể in tiền để bù đắp thâm hụt ngân sách và trả nợ, nhưng điều này sẽ làm lạm phát còn lên cao hơn nữa. Ngoài ra, nợ xấu đến từ các doanh nghiệp phá sản cũng có thể gây nguy hại đến hệ thống ngân hàng. Trong một kịch bản xấu nhất, một cuộc khủng hoảng tín dụng sẽ đánh sập các ngân hàng cũng như các tổ chức tài chính. Nền kinh tế sẽ càng chìm sâu khủng hoảng và suy thoái trầm trọng.

- *Vay nợ nước ngoài tại các quốc gia đang phát triển – Original Sin*

Tại các quốc gia đang phát triển, nhu cầu nhập khẩu máy móc thiết bị công nghệ cao từ các quốc gia phát triển là rất lớn. Để trả cho lượng nhập khẩu này, các quốc gia này phải chi trả bằng các đồng ngoại tệ mạnh. Trong khi đó, do nền kinh tế chưa phát triển nên các quốc gia này thường chỉ xuất khẩu những mặt hàng thô có giá trị gia tăng thấp, chịu nhiều biến động của thị trường. Chính vì thế, việc thâm hụt thương mại là điều không thể tránh khỏi tại các quốc gia này. Có hai nguồn tiền có thể hỗ trợ cho sự thâm hụt thương mại này, đó là lượng kiều hối từ nước ngoài gửi về, hoặc nhận viện trợ FDI từ nước ngoài. Tuy nhiên, ngoài hai nguồn tiền này, nhiều quốc gia đang phát triển vẫn có nhu cầu phải vay thêm từ nước ngoài.

Việc các quốc gia đang phát triển phải đi vay nợ bằng các đồng tiền nước ngoài được các nhà kinh tế học gọi là ***original sin***. Thuật ngữ này được giải thích là việc các quốc gia đang phát triển không có cơ hội được vay và trả nợ bằng đồng tiền nội tệ của mình. Họ buộc phải vay bằng các đồng tiền mạnh hơn, đồng nghĩa với việc ngay từ thời điểm ban đầu đã có sự không đồng nhất về tiền tệ trong quá trình phát triển. Với các khoản vay nước ngoài, đến thời điểm đáo hạn, nhiều khả năng các quốc gia đang phát triển vẫn chưa thể trả nợ đúng hạn, do vẫn chưa đủ phát triển để có thặng dư thương mại. Chính vì thế, các quốc gia này thường lại phải đi vay tiếp, dùng nợ mới để trả nợ cũ. Chính vì thế, nợ nần nước ngoài của các quốc gia này ngày càng chồng chất.

Vậy tình trạng nợ nần chồng chất bằng các đồng ngoại tệ mạnh của các quốc gia đang phát triển khi nào mới có thể chấm dứt? Để có thể trả các khoản vay này, các quốc gia đang phát triển phải hy vọng vào thặng dư thương mại, đi kèm với đó là tích cực phát triển kinh tế. Đây chính là điều mà Trung Quốc đã và đang đạt được để tiến tới trở thành một cường quốc phát triển.

1.3. Rủi ro nợ công

Bản chất kinh tế của nợ công đã cho thấy những hậu quả mà nợ công cũng như thâm hụt ngân sách mang lại cho nền kinh tế. Mặc dù trong nhiều trường hợp việc tồn tại nợ công và thâm hụt ngân sách có thể kích thích tăng trưởng, nhưng rõ ràng hậu quả mà nó để lại khó có thể coi thường mà không có một sự cảnh giác nào. Việc sử dụng nợ công để bù đắp cho thâm hụt ngân sách có thể xem là một điều không thể tránh khỏi tại bất cứ một quốc gia nào. Chính vì thế, đánh giá rủi ro nợ công đóng một vai trò rất quan trọng. Rất nhiều nhà kinh tế đã đưa ra được những kết luận dựa trên nghiên cứu về các cuộc khủng hoảng nợ trong lịch sử.

Khó có thể đưa ra một thước đo cụ thể về rủi ro nợ công cho tất cả các quốc gia, do những khác biệt về nền kinh tế cũng như những thể chế đi kèm với nó. Dựa trên nghiên cứu của Manasse và Roubini (2005), những rủi ro của nợ công đến từ ba nguồn chính: (i) rủi ro thanh toán; (ii) rủi ro thanh khoản và; (iii) rủi ro do bất ổn vĩ mô.

1.3.1. Rủi ro thanh toán

- *Thâm hụt ngân sách và thâm hụt thương mại*

Khi một quốc gia có thâm hụt ngân sách và buộc phải đi vay nợ để bù đắp sự bội chi này, rủi ro đầu tiên đến từ việc liệu quốc gia đó có thể trả được các khoản nợ công này trong tương lai hay không. Điều này phụ thuộc vào khối lượng nợ, có thể được so sánh trên GDP, xuất khẩu (thường đối với nợ nước ngoài), hoặc thu ngân sách chính phủ. Đối với tổng toàn bộ nợ công, chính phủ được xem là có khả năng thanh toán nếu như giá trị chiết khấu của cán cân ngân sách trong tương lai sẽ lớn hơn hoặc bằng giá trị hiện tại của khối lượng nợ. Tương tự đối với nợ công nước ngoài, do vay bằng ngoại tệ nên sẽ phải chi trả bằng ngoại tệ, mà nguồn ngoại tệ bền vững đến từ xuất khẩu ròng hay cán cân thương mại. Chính vì vậy, chính phủ được xem là có khả năng thanh toán nợ công nước ngoài nếu như giá trị chiết khấu của cán cân thương mại trong

tương lai lớn hơn hoặc bằng giá trị hiện tại của khối lượng nợ công nước ngoài. Điều này có thể được mô tả một cách đơn giản và dễ hiểu hơn. Lấy ví dụ về tổng nợ công, xuất phát từ khoản nợ công đầu tiên tại thời điểm $t-1$, ký hiệu là B_{t-1} , khi đó ràng buộc ngân sách thời kỳ t sẽ được biểu diễn bởi phương trình:

$$G_t + r_t B_{t-1} = T_t + \Delta B_t \quad (1.4)$$

Trong đó G_t là chi tiêu chính phủ, T_t là thu ngân sách chính phủ, $r_t B_{t-1}$ là dư nợ phải trả, và $\Delta B_t = B_t - B_{t-1}$ là khoản nợ công vay thêm, tất cả đều ở thời kỳ t . Biến đổi phương trình này ta có phương trình biểu diễn cán cân ngân sách tại thời kỳ này:

$$T_t - G_t = r_t B_{t-1} - \Delta B_t \quad (1.5)$$

Cho dù cán cân ngân sách đang cân bằng tại thời điểm t thì cũng chứng tỏ chính phủ đang ngày một vay nợ nhiều hơn, do tốc độ vay nợ $(B_t - B_{t-1})/B_{t-1} = r_t$ và điều này là rất nguy hiểm. Để duy trì không vay thêm nợ và có khả năng chi trả nợ cũ, đồng nghĩa với việc giữ cho ΔB_t ít nhất bằng 0 hoặc nhỏ hơn. Do đó:

$$T_t - G_t \geq r_t B_{t-1} \text{ hay } (T_t - G_t)/r_t \geq B_{t-1} \quad (1.6)$$

Chính vì vậy, thâm hụt ngân sách và thâm hụt thương mại kéo dài không những không thể bù đắp được nợ công cũng như nợ công nước ngoài mà còn có khả năng làm gia tăng nợ công. Việc định giá đồng nội tệ quá cao sẽ làm giảm xuất khẩu, tăng nhập khẩu dẫn đến thâm hụt thương mại và gia tăng nợ công nước ngoài. Do đó, một quốc gia có khối lượng nợ công nước ngoài lớn, sẽ thực sự miễn cưỡng với những thay đổi trong tỉ giá đồng nội tệ so với các đồng tiền ngoại tệ khác. Xét đến quy mô nợ công trên GDP, thì tốc độ tăng trưởng GDP cũng ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng trả nợ. Nếu như tốc độ tăng trưởng GDP lớn hơn tốc độ gia tăng nợ công, đồng nghĩa với việc quy mô nợ sẽ giảm đi.

- Quy mô nợ

Ngưỡng nợ nguy hiểm thường được định nghĩa như một mức độ mà nếu như khối lượng nợ (tính trên phần trăm GDP) vượt quá ngưỡng này, nền kinh tế sẽ gặp nhiều rủi ro bất ổn vĩ mô, mà điển hình nhất là suy giảm tăng trưởng. Chính vì vậy, nhiều nghiên cứu sử dụng các mô hình

định lượng để xác định mối quan hệ giữa mức nợ công và tăng trưởng. Bên cạnh đó, khối lượng nợ nước ngoài cũng đóng một vai trò quan trọng trong việc đánh giá rủi ro của nền kinh tế, đặc biệt là tại các quốc gia đang phát triển, khi các quốc gia này khó có thể, hoặc không có điều kiện, vay nợ nước ngoài bằng đồng tiền của mình (original sin).

Một nghiên cứu tiên phong được xây dựng bởi Reinhart và Rogoff (2010) dựa trên số liệu quan sát của 44 nền kinh tế tiên bộ và mới nổi cùng số liệu thống kê trong khoảng hai thế kỷ đã đưa ra các ngưỡng nợ cơ bản nhất, thu hút được rất nhiều sự quan tâm của giới kinh tế cũng như các nhà hoạch định chính sách. Cụ thể hơn, mối quan hệ giữa tỉ lệ nợ công, tăng trưởng và lạm phát được phân tích dựa trên hơn 3700 số liệu định kỳ hàng năm về hệ thống chính trị, thể chế, những thay đổi về tỉ giá cũng như hệ thống tiền tệ, và các điều kiện lịch sử khác. Kết quả chỉ ra rằng ngưỡng nợ nguy hiểm là 90% GDP, khi các quốc gia có mức nợ công vượt quá con số này, tăng trưởng kinh tế sẽ bắt đầu suy giảm. Tuy nhiên, các tác giả lại không cho rằng có một mối quan hệ chắc chắn giữa việc nợ công cao có thể dẫn đến lạm phát đối với các nền kinh tế tiên bộ. Còn đối với các nền kinh tế mới nổi, lạm phát thường leo thang mạnh khi nợ công gia tăng.

Reinhart và Rogoff cũng phân tích thêm dựa trên những số liệu kể từ sau khủng hoảng về nợ nước ngoài, bao gồm cả nợ công và nợ tư. Do các nền kinh tế tiên bộ thường không phụ thuộc nhiều vào các khoản vay nước ngoài, nên nghiên cứu này chỉ tập trung vào các nền kinh tế mới nổi. Kết quả chỉ ra rằng, khi dư nợ nước ngoài chạm mức 60% GDP, tăng trưởng kinh tế sẽ bắt đầu suy giảm 2%, và nếu như vượt quá 90% GDP, mức tăng trưởng sẽ giảm một nửa.

Một nghiên cứu khác của Caner, Grennes và Koehler-Geib (2011) tiếp tục đi sâu phân tích thêm về ngưỡng nợ nguy hiểm. Nghiên cứu này sử dụng số liệu nhiều hơn so với nghiên cứu của Reinhart và Rogoff, bao gồm các số liệu về nợ công, tăng trưởng, độ mở của nền kinh tế, lạm phát và GDP trong thời kỳ trước của 101 quốc gia (75 đang phát triển và 26 đã phát triển) trong giai đoạn 1980-2008, đồng thời sử dụng mô hình kinh tế lượng. Kết quả cho thấy ngưỡng nợ nguy hiểm trung bình cho tất cả các quốc gia đã được lấy số liệu là 77% GDP, vượt qua ngưỡng này tăng trưởng kinh tế bắt đầu suy giảm. Bên cạnh đó, áp dụng tương tự mô hình cho nhóm các quốc gia đang phát triển thì con số này là 64% GDP.

Kumar và Woo (2010) cũng thực hiện một nghiên cứu tương tự, với số liệu của 38 nền kinh tế tiên bộ và mới nổi với dân số trên 5 triệu người, kéo dài trong 4 thập kỷ và cũng sử dụng

mô hình kinh tế lượng. Giống như Reinhart và Rogoff, các tác giả cũng chỉ tìm thấy một mối quan hệ đối nghịch giữa nợ công và tăng trưởng nếu như nợ công vượt quá 90% GDP. Các tác giả cũng tìm ra rằng, đối với các nền kinh tế mới nổi, tác động của nợ công lớn hơn so với các nền kinh tế tiên bộ. Cụ thể, nếu quy mô nợ công tăng thêm 10% GDP, tăng trưởng kinh tế sẽ suy giảm từ 0,15% đến 0,2% tại các nền kinh tế tiên bộ, trong khi con số này tại các nền kinh tế mới nổi là từ 0,3% đến 0,4%. Ngoài ra, mức nợ ban đầu cao cũng sẽ tạo nên nhiều rủi ro hơn. Đối với các quốc gia mà nợ công đã vượt quá 90% GDP, một mức gia tăng nợ công thêm 10% GDP sẽ đi kèm với tăng trưởng giảm 0,19%; còn nếu mức nợ ban đầu chỉ từ 30% đến 60% GDP thì con số này chỉ là 0,11%. Ngoài ra, Kumar và Woo cũng mở rộng mô hình của mình nhằm xác định những kênh khác mà hệ quả từ nợ công có thể chuyển đến. Kết luận cho thấy rằng nợ công cao sẽ làm giảm đầu tư, làm chậm tốc độ tăng trưởng trong lượng vốn tư bản cho mỗi lao động, dẫn đến hệ quả là suy giảm năng suất.

Một nghiên cứu nữa của Presbitero (2010) dựa trên số liệu tổng nợ công tại 92 quốc gia có thu nhập thấp và trung bình trong khoảng thời gian 1990-2007 cũng nhằm tìm kiếm ngưỡng nợ nguy hiểm. Nghiên cứu này tìm ra hệ quả xấu đối với tăng trưởng nếu nợ công vào mức khoảng 90% GDP. Vượt trên mức này, một hệ quả xấu hơn rất nhiều sẽ xảy ra với tăng trưởng bởi quản lý kinh tế kinh tế nghèo nàn cũng như những thể chế tồi tệ. Presbitero kết luận rằng những quốc gia công nghiệp thành công hơn nhiều so với các quốc gia đang phát triển trong việc vay mượn và sử dụng những khoản tài chính trong nước và quốc tế mà không phải hứng chịu những rủi ro có thể gây ra cho đầu tư bởi sự tháo vốn, xoay vòng chính sách hay lấn át đầu tư thường xuyên xảy ra với mức nợ công lớn. Ngược lại, đối với các quốc gia đang phát triển, hệ quả xấu từ vay nợ quá nhiều thường có xu hướng lấn át những lợi ích có thể đạt được từ những nguồn lực khác.

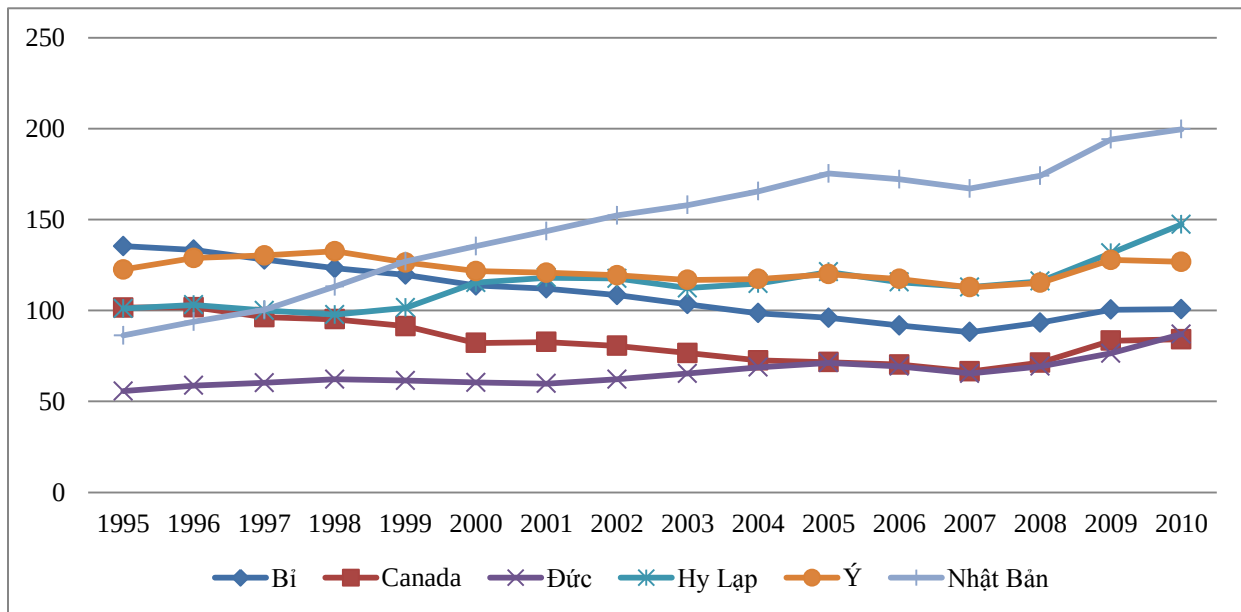
Bảng 1: Tổng hợp các kết quả nghiên cứu về ngưỡng nợ nguy hiểm

Nghiên cứu	Reinhart & Rogoff (2010)	Reinhart & Rogoff (2010)	Caner, Geenes & Koehler-Gelb (2011)	Caner, Geenes & Koehler-Gelb (2011)	Kumar & Woo (2010)	Presbitero (2010)
Ứng dụng	Các nền kinh tế tiên bộ và mới nổi	Các nền kinh tế mới nổi	Các quốc gia đã và đang phát triển	Các quốc gia đang phát triển	Các nền kinh tế tiên bộ và mới nổi	Các quốc gia thu nhập thấp và trung bình
Ngưỡng nợ nguy hiểm (% GDP)	90% (nợ công)	60% (nợ nước)	77% (nợ công)	64% (nợ công)	90% (nợ công)	90% (nợ công)

Hộp 1: Nợ công Nhật Bản, tuy cao nhưng không nguy hiểm

Nhật Bản từ lâu đã luôn tồn tại một mức nợ công cao và tiềm ẩn rất nhiều rủi ro. Nhìn vào Hình 2 có thể thấy tỉ lệ nợ công từ năm giữa thập niên 90 không ngừng gia tăng và vượt xa so với các quốc gia phát triển khác trong khối OECD. Tính đến năm 2010, nợ công Nhật Bản đã xấp xỉ 200% GDP. Mức nợ công này vượt xa, thậm chí nhiều hơn hai lần con số 90% GDP mà các nhà kinh tế học cảnh báo về ngưỡng nợ nguy hiểm. Tuy nhiên, thực tế cho thấy Nhật Bản chưa bao giờ phải lo lắng về vấn đề nợ công của mình. Vậy điều gì khiến cho Hy Lạp và các quốc gia châu Âu khác với mức nợ công thấp hơn đã nguy hiểm, trong khi Nhật Bản với mức nợ công cao như vậy lại hoàn toàn tự tin về khả năng trả nợ của mình.

Hình 2: Nợ chính phủ tại một số quốc gia trong khối OECD 1995-2010 (% GDP)

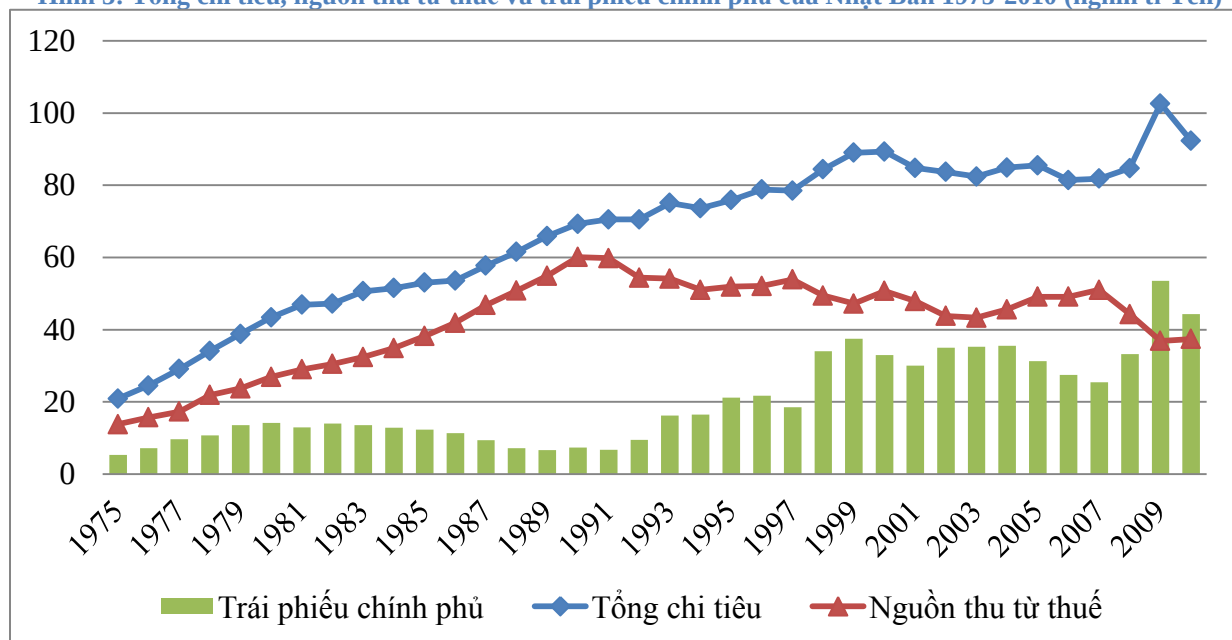


Nguồn: OECD Statistics

Khối lượng nợ khổng lồ của Nhật Bản bắt nguồn từ việc gia tăng thâm hụt ngân sách bắt đầu từ những năm 1990s khi bong bóng tài sản bắt đầu vỡ tung và quốc gia này bước vào giai đoạn “Thập kỷ mất mát”. Sau đây cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu cùng với hàng loạt những thiên tai phải hứng chịu cũng khiến chính phủ Nhật Bản buộc phải bơm một khối lượng tiền lớn nhằm phục hồi nền kinh tế.

Những lý do dẫn đến việc thâm hụt ngân sách của Nhật Bản có thể kể đến như: (i) suy thoái kéo dài và sự suy giảm của nguồn thu từ thuế; (ii) chính phủ thực thi hàng loạt chính sách giảm thuế vào cuối thập niên 90; (iii) sai lầm trong lý thuyết kinh tế học của Keynes dựa vào bàn tay nhà nước nhằm cải thiện đà phục hồi của nền kinh tế; (iv) sự gia tăng chi tiêu chính phủ cho những phúc lợi xã hội do sự già hóa dân số. Chính vì thế, thâm hụt ngân sách đã nhảy vọt lên quá 170% GDP kể từ mức chỉ 70% GDP vào năm 1993 (Yoshino, 2008). Nhìn vào Hình 3 có thể thấy rõ chi tiêu của chính phủ đã liên tục gia tăng, trong khi nguồn thu từ thuế lại có xu hướng giảm bắt đầu từ thập niên 90, đi kèm với đó là sự gia tăng nợ công đến từ trái phiếu chính phủ.

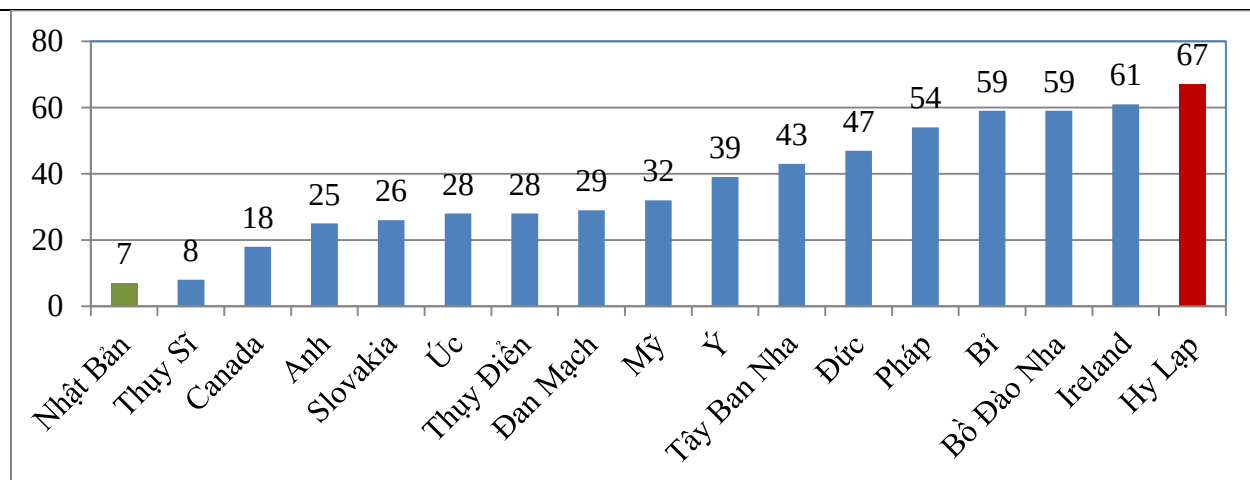
Hình 3: Tổng chi tiêu, nguồn thu từ thuế và trái phiếu chính phủ của Nhật Bản 1975-2010 (nghìn tỉ Yên)



Nguồn: Ministry of Finance, Japan (2009)

Một trong những lý do giải thích cho sự an toàn nợ công Nhật Bản chính là việc hầu hết trái phiếu chính phủ do các nhà đầu tư nội địa nắm giữ. Theo nghiên cứu của ngân hàng Deutsche Bank (2011) thì trong các quốc gia phát triển, Nhật Bản là quốc gia có tỉ lệ nợ nước ngoài/tổng nợ công thấp nhất, trong khi đó Hy Lạp là quốc gia đứng đầu về chỉ số này (Hình 4).

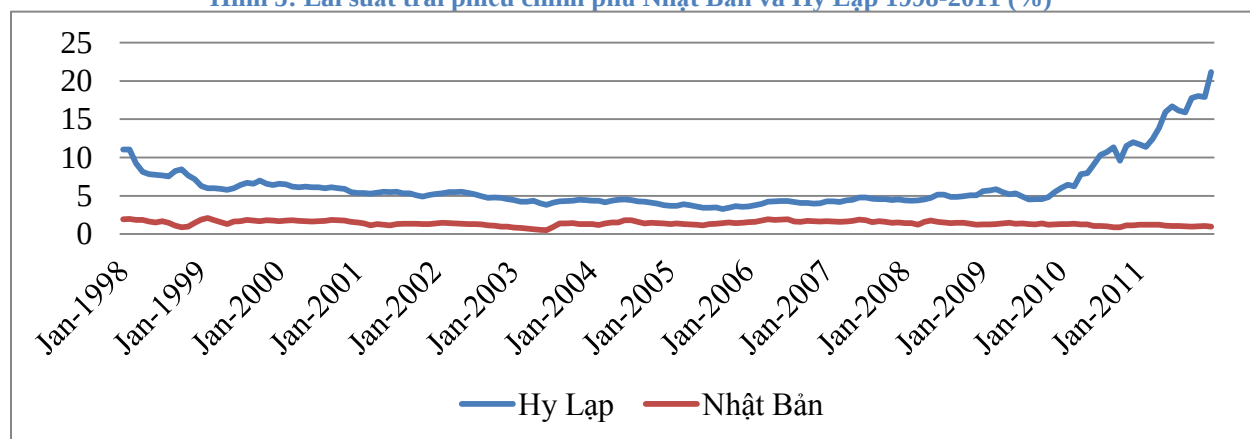
Hình 4: Tỉ lệ nợ nước ngoài/tổng nợ công tại một số quốc gia phát triển năm 2010 (%)



Nguồn: Deutsche Bank Research (2011)

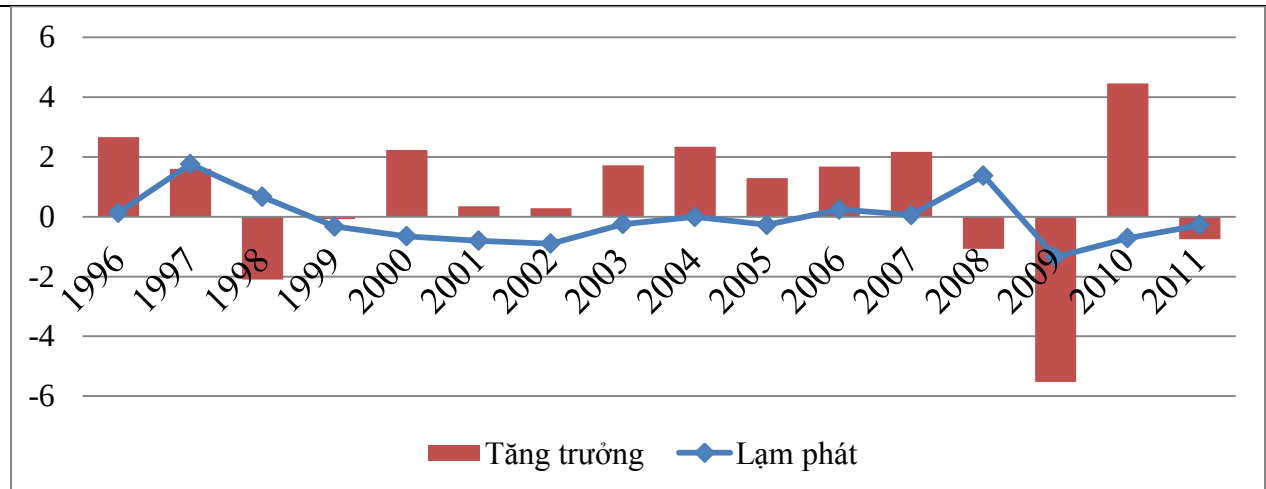
Với việc phần lớn nợ công Nhật Bản là các khoản vay nội địa thông qua trái phiếu chính phủ, thông thường lãi suất phải gia tăng. Tuy nhiên, ngược lại với sự leo dốc mạnh của lãi suất trái phiếu Hy Lạp kể từ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, lãi suất trái phiếu Nhật Bản luôn giữ được sự ổn định (Hình 5). Điều này không chỉ được giải thích bởi sự ổn định của tỉ lệ lạm phát và mức tăng trưởng kỳ vọng thấp (Hình 6) cũng như những chính sách thi hành lãi suất thấp. Từ cuối năm 2008, khi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu bắt đầu ảnh hưởng vào châu Á, Ngân hàng Trung ương Nhật Bản đã hạ lãi suất qua đêm liên ngân hàng (OCR) xuống mức từ 0,5% xuống còn 0,3% vào ngày 31 tháng 10 và tiếp tục giảm xuống chỉ còn 0,1% vào 19 tháng 12 (Vollmer & Bebenroth, 2012).

Hình 5: Lãi suất trái phiếu chính phủ Nhật Bản và Hy Lạp 1998-2011 (%)



Nguồn: OECD Statistics

Hình 6: Tăng trưởng và lạm phát Nhật Bản 1996-2011 (%)



Nguồn: OECD Statistics

Lý do giải thích cho việc gần như toàn bộ trái phiếu chính phủ của Nhật Bản được mua bởi các nhà đầu tư nội địa chính là do thặng dư vốn trên toàn quốc gia. Khu vực công và các tổ chức phi tài chính luôn tồn tại dư nợ (tổng tài sản lớn hơn tổng nợ). Trong khi đó, khu vực các hộ gia đình lại có một khối lượng lớn thặng dư tài sản. Trong số thặng dư tài sản này, một phần nhỏ ở dưới dạng tiền gửi và dự trữ bảo hiểm và hưu trí. Theo báo cáo của Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ (2011) thì khối lượng dự trữ trực tiếp trái phiếu chính phủ của khu vực các hộ gia đình chỉ vào khoảng 33 tỉ yên, chiếm 2,2% trong tổng số tài sản tài chính. Tuy nhiên, bảng cân đối kế toán của các ngân hàng tiền gửi cùng các tổ chức bảo hiểm và hưu trí, có thể thấy khối lượng trái phiếu chính phủ khá lớn. Từ đó có thể kết luận rằng khối lượng tiền gửi từ các hộ gia đình được dùng để đầu tư vào khu vực tài chính công thông qua các tổ chức tài chính.

1.3.2. Rủi ro thanh khoản

Rủi ro từ nợ công còn được đo lường thông qua khả năng thanh khoản, hay khả năng trả nợ nhanh của chính phủ. Chỉ mình khả năng thanh toán không đủ đảm bảo cho sự an toàn của một quốc gia khi vay nợ, mà còn cần phải có khả năng thanh khoản. Một quốc gia có thể có khả năng thanh toán về lý thuyết bởi quốc gia đó có thể gia tăng nguồn thu của mình trong tương lai để chi trả cho các khoản nợ của mình cũng như để bù đắp cho thâm hụt ngân sách. Tuy nhiên, cũng quốc gia đó hoàn toàn có khả năng vỡ nợ ngay trong ngắn hạn do đánh mất khả năng thanh khoản của mình. Điều này xảy ra khi các thị trường đánh mất niềm tin vào quốc gia này, khiến nó không thể tiếp cận được các nguồn tài chính cần thiết để trả nợ trong ngắn hạn, hoặc có thể tiếp cận được với lãi suất rất cao. Chính vì vậy, một cuộc khủng hoảng thanh khoản hoàn toàn có

thể chuyển thành một cuộc khủng hoảng thanh toán, và đây là điều mà Hy Lạp đã gặp phải trong năm 2010.

Nhằm đo lường tính thanh khoản, có thể sử dụng tỉ lệ nợ ngắn hạn so với lượng dự trữ. Theo như Manasse và Roubini (2005) thì tính thanh khoản chỉ thực sự nghiêm trọng nếu nợ ngắn hạn vượt quá 130% lượng dự trữ. Đối với nợ công trong nước, chính phủ có thể dễ dàng trả nợ bằng cách tăng cung tiền và chấp nhận lạm phát. Do đó, rủi ro thanh khoản thường đến từ các khoản nợ nước ngoài. Rất nhiều bằng chứng có thể kể ra về việc nợ nước ngoài ngắn hạn có thể dẫn đến khủng hoảng. Những cuộc khủng hoảng tại Mexico và Đông Á đã nổ ra tại những thời điểm mà dư nợ ngắn hạn vượt quá khối lượng tài sản tại các quốc gia này.

Tuy nhiên, vẫn cần phải thận trọng với mối quan hệ nhân quả này, bởi không phải nợ ngắn hạn nhiều là nguyên nhân chính dẫn đến khủng hoảng. Nếu một quốc gia có lịch sử nợ công tốt cùng một lượng dự trữ ngoại hối lớn đột nhiên bị đẩy ra khỏi các thị trường tài chính vì một vài lý do nào đó không liên quan đến thời gian đáo hạn các khoản nợ của mình, dự trữ ngoại hối có thể suy giảm và quốc gia đó sẽ gặp khó khăn trong việc trả các khoản nợ trong dài hạn.

Mỹ Latinh là minh họa điển hình cho điều này. Sau cuộc khủng hoảng kinh tế tại Mexico năm 1994, chính phủ và các tập đoàn kinh tế tại các quốc gia trong khu vực mong muốn kéo dài thời gian đáo hạn cho các khoản nợ đồng thời giám sát mối quan hệ giữa dư nợ và các tài sản trong ngắn hạn. Theo sự tổng hợp của Eichengreen & Hausmann (1999), nợ ngắn hạn trung bình cho toàn khu vực Mỹ Latinh năm 1998 chiếm 26% tổng dư nợ, chỉ khoảng một nửa so với khu vực Đông Á. Tỉ lệ này còn đặc biệt thấp tại Argentina và Brazil. Tuy nhiên, điều này cũng không cho phép các quốc gia Mỹ Latinh có thể duy trì khả năng tiếp tục vay từ các thị trường tài chính quốc tế khi các quốc gia này bị ảnh hưởng bởi những cú sốc thương mại. Khi dòng vốn tài chính chảy vào bị ảnh hưởng, các quốc gia này bị buộc phải thực hiện những chính sách thắt chặt để thúc đẩy xuất khẩu nhằm gia tăng thặng dư thương mại, điều này làm cho đồng tiền bị trượt giá nghiêm trọng.

1.3.3. Rủi ro từ bất ổn vĩ mô

Ngoài những rủi ro trong khả năng thanh toán nợ và khả năng thanh khoản, nền kinh tế còn gặp nhiều rủi ro do những bất ổn từ các biến số vĩ mô có thể ảnh hưởng trực tiếp lên nợ

công. Các biến số này bao gồm tăng trưởng, nguồn thu ngân sách chính phủ, lạm phát và tỉ giá. Những biến số thể hiện khả năng thanh toán cũng như khả năng sẵn sàng trong việc trả nợ của nền kinh tế.

Tăng trưởng kinh tế có thể ảnh hưởng đến khả năng trả nợ của nền kinh tế, bởi nó thể hiện rằng liệu quốc gia đó có đang phát triển bền vững và ổn định hay không. Điều này sẽ quyết định đến khả năng tiếp cận với các nguồn tài chính mới nhằm bù đắp các khoản nợ công cũng như thâm hụt ngân sách của mình.

Thông thường các quốc gia có nợ công cao là các quốc gia đang phát triển hoặc các nền kinh tế mới nổi, nơi chính phủ còn đóng vai trò quan trọng thúc đẩy kinh tế. Các quốc gia hay các nền kinh tế này thường xuất khẩu các hàng hóa thô, giá trị gia tăng thấp, trong khi lại có nhu cầu nhập khẩu máy móc thiết bị công nghệ cao với chi phí lớn. Chính vì vậy, thâm hụt thương mại là chuyện thường thấy, đồng nghĩa với việc các quốc gia này phải có thặng dư cán cân vốn để bù đắp mức thâm hụt này. Do các khoản tín dụng nước ngoài từ xuất khẩu thường không bù đắp đủ, các quốc gia này phải thường xuyên vay nợ mới để trả các khoản nợ cũ. Và để có điều kiện tiếp tục vay nợ, các quốc gia này phải thể hiện một bộ mặt tích cực trong phát triển kinh tế. Nếu mức tăng trưởng đang suy giảm hoặc thậm chí nền kinh tế tăng trưởng âm, sẽ rất khó cho các quốc gia này trong việc tiếp cận thêm các nguồn vốn tín dụng mới.

Nguồn thu ngân sách cũng có ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng trả nợ. Việc tăng nguồn thu ngân sách sẽ làm giảm thâm hụt tài khóa, giúp giảm gánh nặng nợ công cho chính phủ. Theo như ước tính của Reinhart và Rogoff (2009), nợ công thường tăng khoảng hai phần ba trong khoảng thời gian ngay sau khi diễn ra khủng hoảng tài chính. Đồng thời, dư âm của khủng hoảng tài chính cũng dẫn đến một giai đoạn tăng trưởng dưới mức trung bình, nền kinh tế bị thu hẹp và bước vào giai đoạn suy thoái. Điều này làm cho nguồn thu ngân sách của chính phủ suy giảm, trong khi nhu cầu vay nợ lại tăng mạnh. Phương thức giải quyết cho tình trạng này có thể là cắt giảm chi tiêu công hoặc tìm cách gia tăng nguồn thu của mình. Tuy nhiên, cả hai điều này lại rất khó có thể được thực hiện trong ngắn hạn mà không tránh khỏi gây ra những bất ổn trong xã hội.

Reinhart và Rogoff (2009) cũng chỉ ra rằng 84% cuộc khủng hoảng nợ đến ngay sau cuộc một cuộc khủng hoảng tiền tệ. Do vậy, các biến số tạo rủi ro cho một cuộc khủng hoảng tiền tệ cũng có thể là tác nhân gây nên một cuộc khủng hoảng nợ. Trong đó, lạm phát cao cùng cú sốc tỉ

giá có thể làm giảm giá trị của đồng tiền nội địa, đồng nghĩa với việc dư nợ nước ngoài sẽ tăng lên, đi kèm với rủi ro vỡ nợ.

II. Nguyên nhân, diễn biến và các phản ứng chính sách sau một số cuộc khủng hoảng nợ trong lịch sử

2.1. Khủng hoảng nợ khu vực Mỹ Latinh những năm 1980s

2.1.1. Nguyên nhân và diễn biến

Cuộc khủng hoảng nợ cuối thập niên 70 và trong thập niên 80 ở các quốc gia Mỹ Latinh được xem là thảm họa lớn nhất trong lịch sử khu vực này kể từ sau cuộc Đại khủng hoảng những năm 1930s. Cơn bão khủng hoảng bắt đầu từ Mexico vào năm 1982 khi quốc gia này tuyên bố vỡ nợ, sau đó hầu hết các quốc gia khác trong khu vực cũng đều không tránh khỏi cuốn vào vòng xoáy này. Rất nhiều các cuộc khủng hoảng nợ khác nhau có thể kể đến như Argentina (1982, 1989), Bolivia (1980, 1986, 1989), Brazil (1983, 1986-1987), hay Ecuador (1982, 1984).

Có rất nhiều nguyên nhân dẫn đến cuộc khủng hoảng nợ tại Mỹ Latinh trong thời gian này. Đầu tiên, việc đầu tư quá nhiều vào các cơ sở hạ tầng nhằm đẩy mạnh công nghiệp hóa dẫn đến việc chính phủ bội chi một cách trầm trọng. Bên cạnh đó, để thực hiện được mục tiêu công nghiệp hóa của mình, các quốc gia này phải nhập khẩu nhiều nguyên vật liệu cũng như công nghệ sản xuất từ nước ngoài, làm cho tỉ lệ nhập siêu ngày càng tăng. Hai điều này dẫn đến một nhu cầu lớn về nguồn vốn của chính phủ, và họ đã thực hiện việc đi vay từ các quốc gia phát triển khác và các tổ chức tài chính quốc tế.

Mô hình công nghiệp hóa do nhà nước dẫn dắt ở khu vực Mỹ Latinh bắt đầu nhận được nhiều lời phê bình từ các nhà kinh tế cũng như các chính trị gia trong thập niên 60 (Hirschman, 1971; Fishlow; 1988, Love, 1994). Các nhà kinh tế cho rằng mô hình này, với sự can thiệp quá nhiều của nhà nước, thiếu những tự do thông thường của thị trường, thể hiện sự không hiệu quả thông qua việc tăng thuế và sử dụng những hàng rào mậu dịch hạn chế nhập khẩu. Trong khi đó, giới chính trị gia lại phê bình sự yếu kém của nền kinh tế trong việc thoát khỏi sự phụ thuộc vào thế giới bên ngoài, và quan trọng hơn, họ cho rằng sự mất cân bằng trong xã hội vẫn là hệ quả được kế thừa trong quá khứ ở khu vực này. Hirschman (1971), mặc dù không chia sẻ quan điểm với giới chính trị gia, nhưng ông cũng thể hiện được suy nghĩ của mình về mô hình này ở khu vực Mỹ Latinh, đó là: “Công nghiệp hóa được kỳ vọng sẽ thay đổi trật tự xã hội, tuy nhiên tất cả những gì nó làm được chỉ là phát triển sản xuất”.

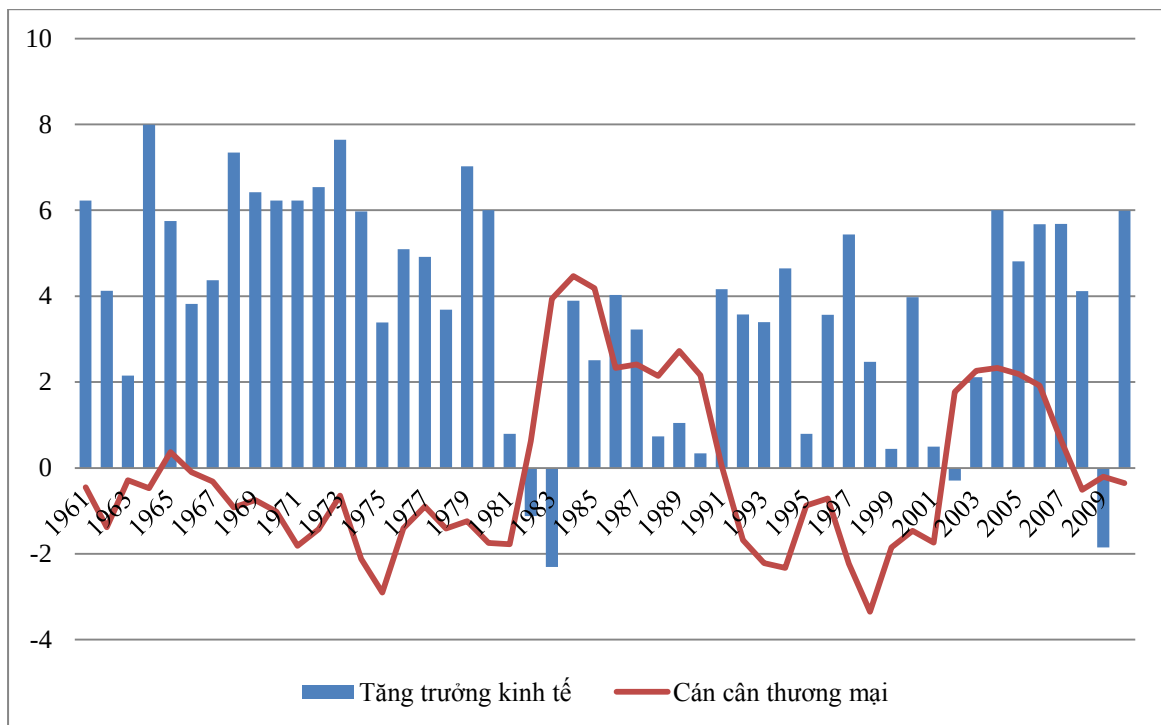
Theo thời gian, sự yếu kém của mô hình này dần dần ảnh hưởng đến tất cả các lĩnh vực kinh tế, chính trị và xã hội. Sự mâu thuẫn xuất hiện đầu tiên ở nhóm các quốc gia trong khối Southern Cone (Argentina, Chile, Paraguay, Uruguay), là nơi chứng kiến những sự thay đổi rõ rệt trong xã hội đi kèm với sự chậm lại của tốc độ tăng trưởng. Theo như phân tích của Fishlow (1988), điều này xuất phát từ việc các quốc gia này vẫn duy trì một chế độ quân chủ độc tài trong quá trình chuyển dịch lên nền kinh tế thị trường, dẫn đến sự mâu thuẫn căn bản giữa tự do thị trường và sự can thiệp của chính phủ trên con đường phát triển.

Tại các quốc gia khác, mặc dù cũng có nhiều sự thay đổi trong xã hội, nhưng lại không phải bắt nguồn trực tiếp từ việc chuyển dịch lên nền kinh tế thị trường. Khu vực Trung Mỹ, nơi trở thành trung tâm của cuộc khủng hoảng những năm 1980s, lại gặp phải vấn đề về sở hữu đất trong nông nghiệp và việc áp dụng mô hình tăng trưởng phụ thuộc vào xuất khẩu thay vì mô hình công nghiệp hóa do nhà nước dẫn dắt (Bertola & Ocampo, 2012). Colombia là một ví dụ điển hình, khi kể từ sau chiến tranh thế giới thứ hai, sự mâu thuẫn trong xã hội ở quốc gia này được giải thích bởi sự mất cân bằng trong sở hữu ruộng đất, tồn tại kể từ sau chiến tranh thế giới thứ hai. Những mâu thuẫn này càng bùng nổ mạnh vào thập niên 80 và 90 bởi sự can thiệp của giới buôn lậu.

Không phải tất cả các quốc gia Mỹ Latinh đều chịu ảnh hưởng bởi sự yếu kém trong điều hành kinh tế vĩ mô. Thực tế, đây chỉ là vấn đề nghiêm trọng xảy đến với Brazil và nhóm các quốc gia Southern Cone, ít nhất là cho đến trước thập niên 70. Tuy nhiên, sự tồn tại thâm hụt ngân sách ngày càng phát triển mạnh ở hầu hết các quốc gia Mỹ Latinh trong thời kỳ cuối của mô hình công nghiệp hóa dưới sự dẫn dắt chủ đạo của nhà nước. Điều này là kết quả của cả sự mất cân bằng cán cân thương mại lẫn sự gia tăng nhu cầu đầu tư tại khu vực này. Chính những điều này là động lực chính khiến các quốc gia này càng tích cực đi vay từ nước ngoài.

Nhìn vào Hình 7, có thể thấy rõ ràng rằng khoảng thời gian hai thập kỷ bắt đầu từ đầu những năm 1960s áp dụng mô hình công nghiệp hóa, mặc dù thường xuyên tồn tại thâm hụt thương mại nhưng nhìn chung tăng trưởng trong thời gian này vẫn ở mức cao, trung bình vào khoảng 5% mỗi năm. Tuy nhiên bắt đầu vào khoảng cuối thập niên 70 cho đến giữa thập niên 80, tăng trưởng kinh tế bắt đầu suy giảm, thậm chí tăng trưởng âm. Và mặc dù trong thập niên 80 này tồn tại thặng dư thương mại, nhưng tăng trưởng kinh tế dù có phục hồi vẫn không thể quay lại so với mức trong hai thập niên trước đó.

Hình 7: Tăng trưởng GDP và cán cân thương mại tại Mỹ Latinh 1961-2010 (%)



Nguồn: World Bank Database

Tăng trưởng kinh tế khu vực trong thời gian này cũng phụ thuộc nhiều vào mức đầu tư từ nước ngoài. Kể từ sau chiến tranh thế giới thứ hai đến giữa thập niên, tỉ lệ đầu tư chỉ dao động khoảng 20% GDP, đã tăng lên xấp xỉ 25% trong giai đoạn 1975-1980. Ngay sau đó, bước sang thập niên 80 là khoảng thời gian bắt đầu xảy ra khủng hoảng toàn khu vực, tỉ lệ đầu tư giảm mạnh xuống còn gần 19% trong thập niên 90 và tiếp tục giảm xuống chỉ còn khoảng 18% trong thập niên tiếp theo (Bảng 2). Điều này càng chứng tỏ sự nhảy vọt của vốn vay nước ngoài trong khoảng thời gian diễn ra cuộc khủng hoảng nợ ở khu vực này.

Bảng 2: Tổng vốn đầu tư các quốc gia lớn, các quốc gia nhỏ và Mỹ Latinh qua nhiều giai đoạn (% GDP)

	Tổng vốn đầu tư (% GDP)								
	1950-57	1958-67	1968-74	1975-80	1981-90	1991-97	1998-03	2004-08	2008-10
<u>Trung bình công</u>									
Các quốc gia lớn	23,9	20,1	21,6	24,3	19,1	19,6	18,3	21,5	23,3
Các quốc gia nhỏ	14,2	15,7	18,1	21,5	17,0	19,2	20,0	19,8	19,1
Mỹ Latinh	19,1	17,6	19,5	22,6	17,8	19,4	19,4	20,5	20,8

<u>Trung bình trong số</u>									
Các quốc gia lớn	21,0	19,5	22,2	25,1	18,9	18,2	18,0	19,9	20,9
Các quốc gia nhỏ	15,8	16,8	17,7	22,2	16,9	18,6	19,3	19,1	18,7
Mỹ Latinh	20,7	19,1	21,9	24,9	18,8	18,2	18,1	19,8	20,7

Nguồn: Bertola & Ocampo (2012)

Mô hình công nghiệp hóa dưới sự dẫn dắt của nhà nước đồng thời cũng mang đến nhiều khó khăn liên quan đến chính sách tài khóa ở các quốc gia này. FitzGerald (1978) đã diễn giải điều này qua ba xu hướng: (i) sự gia tăng nhu cầu chi tiêu của chính phủ, trong khi phần trăm chi tiêu cho các chương trình phúc lợi xã hội lại có xu hướng giảm; (ii) sự chuyển dịch của cơ cấu thuế từ thuế tài sản và thu nhập sang các loại thuế gián tiếp; (iii) sự gia tăng nhu cầu vay vốn nước ngoài nhằm hỗ trợ khu vực tư nhân.

Việc vay nợ nước ngoài với quy mô lớn tiềm ẩn nhiều rủi ro và không thể diễn ra được mãi. Vào năm 1979, Mỹ thực hiện hàng loạt chính sách thắt chặt và đẩy lãi suất gia tăng. Điều này tương tự xảy ra với các quốc gia châu Âu, khiến dòng vốn đầu tư toàn cầu bắt đầu chảy ngược ra khỏi các quốc gia đang phát triển. Đồng thời, lãi suất gia tăng làm cho nghĩa vụ nợ tại các quốc gia Mỹ Latinh tăng lên. Ngoài ra, khả năng trả nợ nước ngoài của các quốc gia Mỹ Latinh lại phụ thuộc chủ yếu vào xuất khẩu. Do suy thoái kinh tế đầu thập niên 80 làm thu hẹp thương mại quốc tế cũng như giá cả hàng hóa thế giới, đặc biệt là giá cả các nguyên liệu thô, khiến nguồn thu từ xuất khẩu tại các quốc gia này giảm mạnh.

Không thể duy trì được sự ổn định kinh tế, trong khi giá trị các khoản nợ lại gia tăng mạnh, những điều này làm cho rủi ro nợ nước ngoài của khu vực Mỹ Latinh trở nên vượt quá khỏi tầm kiểm soát. Sau đó, việc Mexico tuyên bố vỡ nợ đã đánh một hồi chuông cảnh tỉnh đối với các ngân hàng thương mại và tổ chức tài chính quốc tế, học lập tức siết chặt và trì hoãn vô thời hạn đối với các khoản vay đến khu vực Mỹ Latinh. Do phần lớn các khoản nợ đều trong ngắn hạn, việc không được bơm tiếp tín dụng làm cho các quốc gia này nhanh chóng bị cuốn vào vòng xoáy, dẫn đến một cuộc khủng hoảng dây chuyền.

2.1.2. Phản ứng của các quốc gia Mỹ Latinh trong và sau thời gian khủng hoảng

Cuộc khủng hoảng nợ tại khu vực Mỹ Latinh có thể được chia thành ba giai đoạn. Giai đoạn đầu tiên từ trước diễn ra khủng hoảng cho đến năm 1985. Trong giai đoạn này, nhiều thay

đổi vĩ mô đã được thực hiện với việc các nhà kinh tế và hoạch định chính sách dự đoán rằng cuộc khủng hoảng sẽ diễn ra trong một khoảng thời gian ngắn, cuộc khủng hoảng sẽ kết thúc ngay khi các nền kinh tế có dấu hiệu phục hồi (họ cho rằng đây là một cuộc khủng hoảng thanh khoản hơn là một cuộc khủng hoảng trong khả năng thanh toán) (Cline, 1984).

Tại một số quốc gia, chính phủ thể hiện lập trường cứng rắn của mình trong việc đối phó với cuộc khủng hoảng nợ, như trường hợp thủ tướng Alan García đưa ra quyết định giới hạn sự vay nợ của Peru dưới mức 10% doanh thu từ xuất khẩu. Bên cạnh đó là những cố gắng thành lập một liên hiệp giữa những chủ nợ của khu vực này. Diễn hình là cuộc hội nghị diễn ra tại Cartagena, Chile vào năm 1984 (sau này gọi là sự đồng thuận Cartagena). Sau hội nghị này, các khoản nợ của Bolivia và Ecuador đều đã được hoãn lại, trong khi các con nợ lớn như Mexico, Brazil hay Venezuela vẫn phải tiếp tục thỏa hiệp trực tiếp với các ngân hàng của họ, còn Argentina vẫn tỏ thái độ cứng rắn và không chịu thỏa hiệp. Điều này có thể thấy rằng dù đã cố gắng nhưng khu vực này vẫn chưa có được một sự đồng thuận nhất định trong khu vực, nhiều quốc gia muốn tự mình giải quyết các khoản nợ của mình. Chính sự bảo thủ này đã dẫn đến việc trong khi Mỹ dần dần phục hồi sau cuộc khủng hoảng ngân hàng, thì khu vực Mỹ Latinh lại càng lún sâu thêm vào khủng hoảng.

Bắt đầu từ tháng 9 năm 1985, cuộc khủng hoảng nợ bước vào giai đoạn hai, với sự khởi xướng của kế hoạch Baker lần thứ nhất (Baker Plan) tại Seoul nhằm đưa ra được những điều chỉnh trong việc tạo ra những điều luật cho vay hiệu quả hơn cùng với một gói tín dụng đi kèm với nó. Gói cứu trợ này vào thời điểm đó vẫn chưa đủ để giải quyết hoàn toàn cuộc khủng hoảng, và hai năm tiếp theo, được thay thế bằng kế hoạch Baker lần thứ hai, đổi mới trong việc tạo điều kiện cho các hoạt động mua lại hoặc trao đổi nợ và cho phép phát hành trái phiếu với lãi suất thấp.

Giai đoạn ba của bắt đầu vào tháng 3 năm 1989 (gần bảy năm sau kể từ ngày bắt đầu cuộc khủng hoảng) với kế hoạch Brady (Brady Plan), bao gồm việc giảm bớt cán cân nợ, đi kèm với việc tạo điều kiện cho khu vực Mỹ Latinh được vay mượn từ các nguồn tài chính tư nhân quốc tế. Đây là giai đoạn cuối cùng của cuộc khủng hoảng, và các quốc gia Mỹ Latinh cũng dần đi vào phục hồi nền kinh tế. Tuy nhiên, một thập kỷ suy thoái vì khủng hoảng đã làm cho mức đóng góp của khu vực này vào GDP thế giới giảm 1,5%, cùng với việc GDP đầu người trong khu

vực giảm 8% so với các quốc gia công nghiệp và 23% so với mức trung bình chung toàn thế giới.

2.2. Khủng hoảng tài chính Đông Á những năm 1990s

2.2.1. Nguyên nhân và diễn biến

Cuộc khủng hoảng tài chính Đông Á bắt đầu năm 1997 bắt đầu tại Thái Lan được xem là cuộc khủng hoảng dữ dội nhất xảy ra tại các quốc gia đang phát triển kể từ sau cuộc khủng hoảng nợ năm 1982 tại Mỹ Latinh. Không chỉ dừng lại ở một quốc gia, nó tiếp tục lan rộng sang hầu hết các quốc gia khác trong khu vực Đông Á, từ Nhật Bản, Hàn Quốc, Hong Kong, đến các quốc gia Đông Nam Á như Indonesia, Malaysia và Philippines. Các quốc gia như Trung Quốc, Ấn Độ, Đài Loan, Singapore và cả Việt Nam mặc dù ít bị ảnh hưởng hơn nhưng cũng chịu nhiều tác động tiêu cực.

Có thể thấy cuộc khủng hoảng tài chính Đông Á là hệ quả trực tiếp từ việc các dòng đầu tư nước ngoài liên tục đổ vào khu vực này trong thập niên 90. Lượng đầu tư nước ngoài khổng lồ này mang lại một thời kỳ phát triển thần kỳ cho các quốc gia Đông Á, nhưng lại tiềm ẩn rất nhiều rủi ro. Cụ thể, vốn nước ngoài đổ vào sẽ làm tăng tỉ giá thực tế giữa đồng nội tệ và ngoại tệ, dẫn đến việc các ngành ngoài xuất khẩu sẽ có điều kiện được phát triển và mở rộng, trong khi các ngành trọng điểm xuất khẩu lại gặp nhiều khó khăn do đồng nội tệ quá cao. Hơn nữa, vốn nước ngoài đổ vào cũng sẽ tạo áp lực cho hệ thống tài chính kém phát triển ở các quốc gia Đông Á này, cả ngân hàng trung ương lẫn các ngân hàng thương mại đều sẽ gặp nhiều khó khăn trong việc đối phó với những vấn đề quản lý rủi ro cho những hoạt động của mình. Các dòng vốn tín dụng phần lớn đổ vào thị trường bất động sản và chứng khoán, khiến nền kinh tế dễ bị tổn thương nếu như dòng tín dụng bị chặn lại hoặc có xu hướng chảy ngược ra khỏi các thị trường này. Những áp lực này tích tụ dần dần làm tăng rủi ro tài chính của toàn bộ nền kinh tế.

Bước sang thập niên 90, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ bắt đầu nâng lãi suất, khiến cho dòng đầu tư nước ngoài chuyển hướng dần ra khỏi thị trường Đông Á. Chính điều này là khởi nguồn cho khủng hoảng bởi sự suy giảm tốc độ tăng trưởng của khu vực này, khi mà nguồn vốn suy giảm trong khi năng suất không còn tăng nhanh so với khoảng thời gian trước đó. Sự mất giá của đồng baht ở Thái Lan đánh dấu điểm khởi đầu của cuộc khủng hoảng này do các dòng vốn rút

mạnh ra khỏi quốc gia này. Trước thời điểm đó, Thái Lan đã chính thức vỡ nợ do gánh nặng nợ nước ngoài khổng lồ của mình. Với sự mất giá của đồng baht, các đồng tiền khác trong khu vực cũng chịu ảnh hưởng theo, do giới đầu tư nhận định được rủi ro và rút dần vốn, khiến các đồng tiền khác như đồng won của Hàn Quốc, đồng peso của Philippines, đồng rupiah của Indonesia hay đồng ringgit của Malaysia cũng lần lượt bị phá giá trầm trọng (Radelet & Sachs, 1998).

Sự sụt giảm đồng nội tệ khiến cho giá trị các khoản nợ nước ngoài của các tổ chức này nhảy vọt. Bên cạnh đó, sự mất giá của đồng tiền cũng làm cho lạm phát thực tế và lạm phát kỳ vọng đều tăng, khiến cho lãi suất trên thị trường cũng tăng theo với tốc độ chóng mặt. Chính vì thế, kể cả các khoản nợ trong nước cũng tăng mạnh vượt quá tầm kiểm soát so với giá trị thực tế trước đó. Chính điều này đã thúc đẩy các doanh nghiệp và tổ chức này đứng trên bờ vực phá sản, mặc dù giá trị tài sản của họ không hề suy giảm.

Một tác nhân quan trọng nữa thúc đẩy cuộc khủng hoảng tài chính Đông Á chính là sự có mặt của giới đầu cơ. Khi thị trường chứng khoán suy giảm, sự bất ổn tăng lên thì vấn đề thông tin bất đối xứng chỉ là hệ quả tất yếu. Chính sự bất đối xứng giữa những luồng thông tin khác nhau càng làm gia tăng rủi ro và sự bất ổn chung của nền kinh tế. Đây là động lực cho các hoạt động đầu cơ ồ ạt đánh sập cả một nền kinh tế. Sự phá sản của tổ chức tài chính lớn nhất ở Thái Lan là Finance One có thể được xem như một cột mốc đánh dấu sự sụp đổ của thị trường tài chính quốc gia này, tạo thành hiệu ứng domino lan sang các quốc gia khác. Malaysia, tương tự như Thái Lan, cũng chịu ảnh hưởng mạnh mẽ bởi sự tấn công của giới đầu cơ khi lãi suất liên ngân hàng nhảy vọt từ 8% lên đến hơn 40% chỉ trong một đêm (Radelet & Sachs, 1998).

Tất cả những rủi ro kể trên, về mặt lý thuyết, đều được các nhà nghiên cứu chỉ ra trước đó, đặc biệt là Paul Krugman (1994), tuy nhiên họ lại không hề nghĩ rằng nó sẽ dẫn đến một cuộc khủng hoảng. Kể cả các tổ chức đánh giá tín dụng như Standard & Poor's và Moody cũng không hề hạ điểm của khu vực này cho đến sau khi cuộc khủng hoảng xảy ra (Radelet & Sachs, 1998). Trong báo cáo về viễn cảnh kinh tế thế giới vào tháng 10 năm 1997, IMF đã đưa ra dự đoán rằng mức tăng trưởng năm 1998 ở Hàn Quốc sẽ là 6,0%, các quốc gia đang phát triển ở Đông Á trung bình là 7,4% (5,4% nếu ngoại trừ Trung Quốc và Ấn Độ) (IMF, 1997). Mặc dù mức tăng trưởng dự đoán này đã thể hiện sự suy giảm kinh tế, nhưng nhìn chung IMF cũng không hề lường trước được cuộc khủng hoảng, bởi nhìn vào thực tế, mức tăng trưởng thấp hơn nhiều so với những con số trên.

2.2.2. Phản ứng chính sách

Quỹ Tiền tệ Quốc tế IMF luôn được xem là người cho vay cuối cùng nhằm cứu lấy các quốc gia khủng hoảng, và cuộc khủng hoảng Đông Á cũng không phải là ngoại lệ, thông qua những gói cứu trợ SAP (structural adjustment package). Cùng với những gói cứu trợ này, IMF cũng bắt các quốc gia trong khu vực phải có những điều chỉnh chính sách. Đầu tiên là việc thi hành chính sách tiền tệ thắt chặt nhằm kiềm chế lạm phát. Bên cạnh đó các quốc gia phải thực hiện tái cấu trúc hệ thống ngân hàng tài chính, đóng cửa hoặc sáp nhập các tổ chức hoặc ngân hàng phá sản, xây dựng một hệ thống mới minh bạch hơn giống như ở Mỹ và châu Âu tại khu vực Đông Á này, cung cấp những thông tin tài chính đáng tin cậy hơn. Ngoài ra IMF cũng khuyến khích các quốc gia Đông Á thực hiện cải cách hệ thống doanh nghiệp, nhằm tạo một môi trường cạnh tranh tự do hơn. Cụ thể, các quốc gia chịu nhiều ảnh hưởng bởi cuộc khủng hoảng đã có những chính sách giải thể nhiều doanh nghiệp kém hiệu quả, tạo điều kiện cho những hoạt động mua lại và sáp nhập giữa các tập đoàn, giải quyết gánh nặng nợ.

Sự hỗ trợ của IMF, về mặt lý thuyết, gây ra nhiều tranh cãi bởi nó trái với những tư tưởng mà Keynes đã xây dựng trước đó. Theo như Keynes, quốc gia muốn khắc phục hậu quả của khủng hoảng phải tăng cường chi tiêu của chính phủ, thúc đẩy và phát triển các lĩnh vực sản xuất trọng điểm nhằm định hướng chung cho nền kinh tế, song hành với những chính sách tiền tệ làm giảm lãi suất. Thực hiện những chính sách kích thích này, chính phủ sẽ khôi phục được lòng tin chung và hạn chế được những tổn thất cho nền kinh tế. Điều này đã được rút kinh nghiệm và được thể hiện trong những chính sách của tổng thống Bush và Obama khi Mỹ rơi vào tình trạng suy thoái năm 2001 và ảnh hưởng bởi cuộc khủng hoảng toàn cầu gần đây. Tuy nhiên, IMF lại khuyến khích các quốc gia thực thi chính sách thắt chặt cả tài khóa và tiền tệ, điều này có thể khiến nền kinh tế tiếp tục rơi vào suy thoái. Việc gián tiếp nâng cao lãi suất nhằm thu hút nguồn vốn nước ngoài và ổn định lại đồng tiền nội địa có thể gây ảnh hưởng xấu lên tín dụng của các doanh nghiệp. Ngoài ra, việc tái cơ cấu và cải cách hệ thống ngân hàng và doanh nghiệp tư nhân nên được thực hiện sau khủng hoảng chứ không phải trong giai đoạn khủng hoảng.

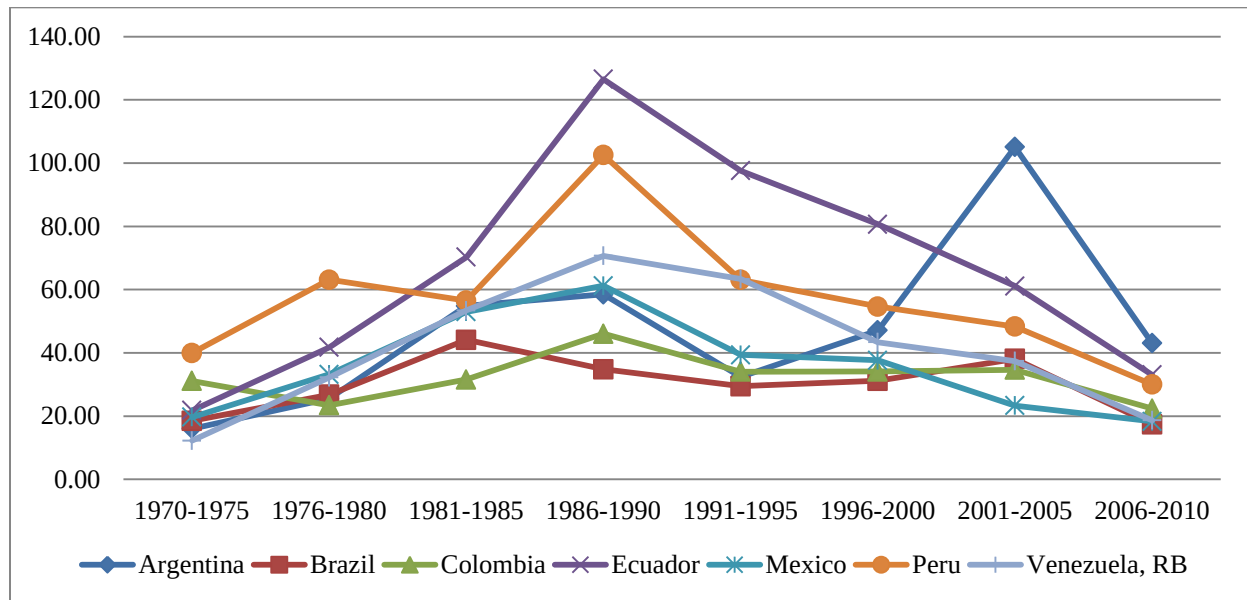
Xét về thực tế, việc làm của IMF cũng gặp phải nhiều lời phê bình, điển hình là những vấn đề liên quan đến sự điều tiết lại hệ thống ngân hàng nước ngoài trong thị trường tài chính khu vực. Trong đó, vấn đề về thời gian cải cách được đưa ra tranh cãi nhiều nhất. Bên cạnh đó,

việc tiến hành tự do hóa với những sự can thiệp từ nước ngoài vào hệ thống ngân hàng có thể hỗ trợ tái cơ cấu hệ thống tài chính, tuy nhiên, điều này sẽ tạo điều kiện cho các ngân hàng nước ngoài sở hữu tài sản nội địa với mức giá rất thấp do ảnh hưởng bởi khủng hoảng. Đây chính là thể tiền thoái lương nan của hầu hết các quốc gia Đông Á trong việc đồng ý nhận những khoản viện trợ từ IMF.

2.3. So sánh hai cuộc khủng hoảng thập niên 80 và 90

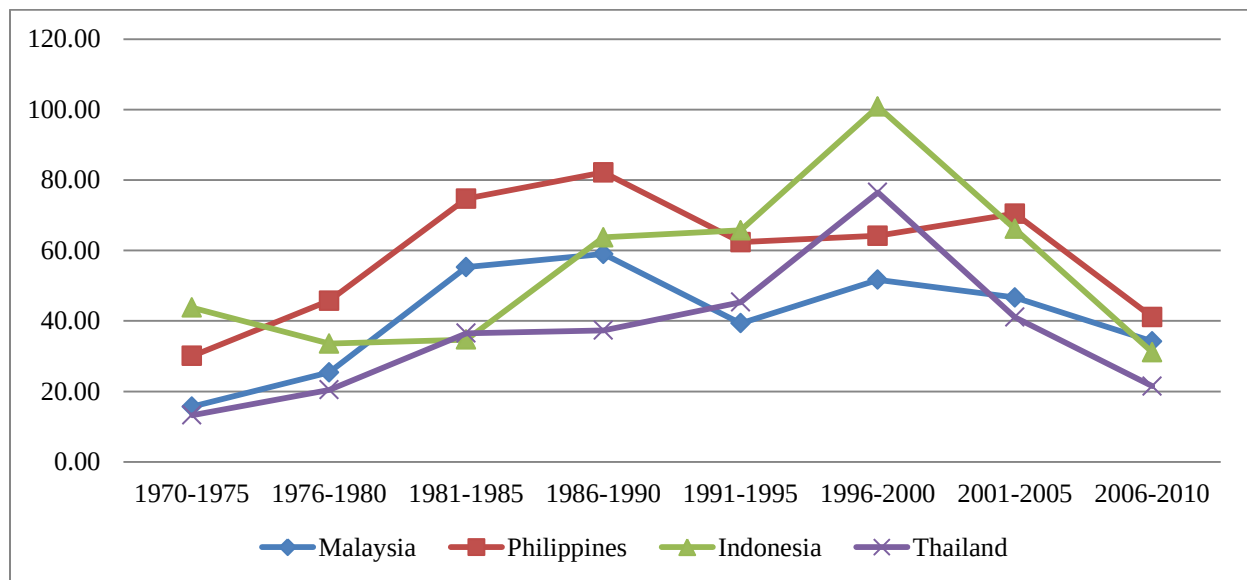
Khủng hoảng nợ tại Mỹ Latinh thập niên 80 và khủng hoảng tài chính Đông Á thập niên 90 đều có nguồn gốc từ các khoản vay nợ nước ngoài. Khu vực Mỹ Latinh gặp phải vấn đề nợ nước ngoài từ phía chính phủ nhằm phục vụ cho quá trình công nghiệp hóa và phát triển kinh tế. Việc các chủ nợ như Mỹ và châu Âu thực hiện những chính sách thắt chặt đẩy lãi suất gia tăng, nghĩa vụ nợ chính vì thế mà tăng lên. Trong khi đó, suy thoái kinh tế làm các quốc gia này dần mất đi khả năng trả nợ. Ngoài ra các khoản vay nợ lại không được sử dụng hợp lý do vẫn còn phụ thuộc nhiều vào sự điều tiết của chính phủ, dẫn đến có dấu hiệu của tham nhũng (Fishlow, 1988). Còn cuộc khủng hoảng tài chính Đông Á lại bắt nguồn từ nợ nước ngoài của khu vực tư nhân. Sự yếu kém trong quản lý của hệ thống tài chính ngân hàng khu vực này đã góp phần tạo nên những bong bóng tài sản không bền vững. Sự đổ vỡ của bong bóng tài sản và thị trường chứng khoán kéo theo hàng loạt công ty vỡ nợ, tâm lý bất an của các nhà đầu tư thoái lui ồ ạt khỏi thị trường tài chính khu vực dẫn đến khủng hoảng.

Hình 8: Nợ nước ngoài tại các quốc gia Mỹ Latinh 1970-2010 (% GNI)



Nguồn: World Bank Database

Hình 9: Nợ nước ngoài tại các quốc gia Đông Á 1970-2010 (% GNI)



Nguồn: World Bank Database

Theo Nunnenkamp (1998), có hai sự khác biệt quan trọng giữa Mỹ Latinh và Đông Á. Thứ nhất, ngoại trừ Philippines, các quốc gia còn lại của Đông Á chưa bao giờ bị phê bình vì những chính sách quản lý vĩ mô trước khi cuộc khủng hoảng diễn ra. Tại các quốc gia này, thâm hụt ngân sách liên tục giảm và tiến tới thặng dư vào những năm 1990s (Bảng 3). Ngược lại, các

quốc gia Mỹ Latinh lại thường xuyên có thâm hụt ngân sách rất lớn, là do những chi tiêu quá lớn của chính phủ nhằm thúc đẩy công nghiệp hóa phát triển kinh tế. Thứ hai, các quốc gia Mỹ Latinh lại không khuyến khích tiết kiệm nội địa, trong khi các quốc gia Đông Á thì ngược lại. Có thể thấy trong Bảng 4, từ năm 1980 đến năm 1995, tỉ lệ tiết kiệm tại Đông Á có xu hướng tăng lên trong khi tại Mỹ Latinh lại có chiều hướng giảm. Đây cũng là lý do mà khu vực Đông Á phục hồi nhanh hơn so với khu vực Mỹ Latinh khi xảy ra khủng hoảng.

Bảng 3: Cán cân ngân sách tại một số quốc gia Đông Á 1990-1996 (% GDP)

Năm	Indonesia	Malaysia	Philippines	Thailand	Hàn Quốc
1990	0,4	-3,0	-3,5	4,5	-0,7
1991	0,4	-2,0	-2,1	4,7	-1,6
1992	-0,4	-0,8	-1,2	2,8	-0,5
1993	0,6	0,2	-1,5	2,1	0,6
1994	0,9	2,3	1,1	1,9	0,3
1995	2,2	0,9	0,5	2,9	0,3
1996	1,2	0,7	0,3	2,3	-0,1

Nguồn: Radelet & Sachs (1998)

Bảng 4: Tổng tiết kiệm trong nước tại Đông Á và Mỹ Latinh 1980 và 1995 (% GDP)

	1980	1995		1980	1995
Đông Á			Mỹ Latinh		
Trung bình*	28	38	Trung bình	23	19
Indonesia	37	36	Argentina	24	18
Hàn Quốc	25	36	Brazil	21	21
Malaysia	33	37	Chile	20	29
Philippines	24	15	Mexico	25	19
Thailand	23	36	Venezuela	33	21

* Ngoại trừ Hong Kong, Hàn Quốc và Singapore

Nguồn: Nunnenkamp (1998)

Từ những lý do trên, có thể kết luận nguyên nhân của cuộc khủng hoảng nợ tại Mỹ Latinh là một thất bại về chính sách. Đó là do chiến lược vay nợ không hợp lý và sử dụng các khoản đầu tư không hiệu quả. Trong khi đó, cuộc khủng hoảng tài chính Đông Á lại đến từ thất bại của thị trường, do quá trình tự do hóa quá độ trong khi thị trường tài chính khu vực chưa phát triển đủ mạnh và bền vững cũng như thiếu những cơ chế giám sát và quản lý minh bạch. Cả hai khu vực này đều bao gồm các quốc gia đang phát triển, chính vì vậy một cú sốc làm chuyển dịch dòng vốn đầu tư nước ngoài cũng đủ khiến cho cả nền kinh tế lao đao và rơi vào khủng hoảng.

Từ những phân tích trên, có thể rút ra một số bài học kinh nghiệm, đó là phải cẩn trọng với những khoản vay nợ nước ngoài để tránh những rủi ro. Để làm được điều này chính phủ cần có những chính sách kinh tế vĩ mô lành mạnh và đáng tin cậy. Thứ nhất, cần có một chiến lược chi tiêu và vay nợ hợp lý từ phía chính phủ. Bên cạnh đó, cũng cần phải sử dụng các khoản vay này nhằm phát triển kinh tế, thúc đẩy xuất khẩu nhằm nâng cao khả năng thanh toán và trả nợ. Thứ hai, cần phải nâng cao sức khỏe của khu vực tài chính ngân hàng trong nước, duy trì lượng dự trữ ngoại hối đủ lớn nhằm tránh sự tấn công của giới đầu cơ nước ngoài. Thêm nữa, cần xây dựng cơ chế giám sát tài chính nhằm kiểm soát hiệu quả tín dụng của các công ty tư nhân hoặc các hoạt động vay nợ tư nhân có bảo lãnh của chính phủ, tránh xảy ra bong bóng tài sản.

III. Khủng hoảng nợ công châu Âu

3.1. Thực trạng

Cuộc khủng hoảng nợ công châu Âu bắt đầu từ nửa sau năm 2009 với sự gia tăng mức nợ công của nhóm PIIGS (Bồ Đào Nha, Ireland, Ý, Hy Lạp và Tây Ban Nha). Hy Lạp là quốc gia đầu tiên bước vào vòng xoáy này, với việc mức thâm hụt ngân sách đạt tới 13,6% GDP. Nợ công Hy Lạp cũng lên tới 236 tỉ euro, chiếm khoảng 115% GDP của Hy Lạp vào năm 2009. Đây là kết quả của một quá trình thực hiện chính sách tài khóa không bền vững nhằm kích thích kinh tế sau suy thoái toàn cầu cuối năm 2007. Những con số chính thức về thâm hụt ngân sách và nợ công Hy Lạp là một cú sốc lớn đối với giới đầu tư. Mặc dù chính phủ Hy Lạp đã đưa ra những kế hoạch nhằm cắt giảm thâm hụt ngân sách năm 2010 xuống chỉ còn 8,7% bằng cách các biện pháp giảm chi tiêu công và tăng thuế từ 19 lên 21%, nhưng các nhà đầu tư vẫn nghi ngờ khả năng thanh toán của quốc gia này.

Bước sang năm 2010, EU và IMF đã phải đưa ra một gói cứu trợ trị giá 110 tỉ euro nhằm cứu lấy Hy Lạp. Đi kèm với gói cứu trợ này là các điều khoản buộc Hy Lạp phải cắt bỏ nhiều khoản lương thưởng đối với nhân công, không tăng lương chính phủ trong vòng 3 năm, thuế giá trị gia tăng tăng từ 21% lên 23%. Ngoài ra chính phủ cũng nâng tuổi nghỉ hưu từ 60 lên 65 đối với nam và 55 lên 60 đối với nữ.

Tình hình của Hy Lạp lúc này làm dấy lên nỗi bất an trong giới đầu tư vào các quốc gia như Ireland, Bồ Đào Nha và Tây Ban Nha do đây cũng là các quốc gia vay nợ nhiều. Vào tháng 11/2010, Ireland chính thức trở thành nạn nhân thứ hai của cơn bão khủng hoảng nợ công khi phải cầu viện tới EU và IMF. Bản chất của khủng hoảng ở Ireland vẫn là thâm hụt ngân sách trầm trọng, nhưng nguồn gốc chính lại không giống như Hy Lạp. Chính phủ Ireland đã phải bỏ ra 50 tỉ euro nhằm cứu lấy sáu ngân hàng lớn của quốc gia này trước sự đổ vỡ của bong bóng tài sản. Nguồn chi này làm cho thâm hụt ngân sách lên tới 32% GDP. Cụ thể hơn, chính phủ đã tạo ra một định chế tài chính mới, gọi tắt là NAMA (National Asset Management Agency) nhằm biến những khoản nợ tư nhân thành những tài sản công.

Bảng 5: Nợ công và thâm hụt ngân sách nhóm PIIGS 2006-2011 (% GDP)

2006		2007		2008		2009		2010		2011	
Nợ công	Thâm hụt	Nợ công	Thâm hụt	Nợ công	Thâm hụt	Nợ công	Thâm hụt	Nợ công	Thâm hụt	Nợ công	Thâm hụt

Bồ Đào Nha	64,7	-3,9	63,6	-2,6	66,3	-2,8	76,8	-9,4	85,8	-8,5	91,1	-7,9
Ireland	24,9	3,0	25,0	0,1	43,9	-7,3	64,0	14,3	98,6	-32,0		
Ý	106,5	-3,3	103,5	-1,5	106,1	-2,7	115,8	-5,3	118,2	-5,3	118,9	-5,0
Hy Lạp	97,8	-3,6	95,7	-5,1	99,2	-7,7	115,1	-13,6	133,3	-8,1	145,1	-7,6
Tây Ban Nha	39,6	2,0	36,2	1,9	39,7	-4,1	53,2	-11,2	64,9	-9,8	72,5	-8,8

Nguồn: Featherstone (2011)

Bước sang năm 2011, Bồ Đào Nha tiếp tục là quốc gia thứ ba rơi vào khủng hoảng khi tuyên bố mức thâm hụt ngân sách đã lên tới 8,5% GDP, cùng với đó nợ công cũng đã vượt quá 90% GDP. Đây tiếp tục là hậu quả của việc chi tiêu công không hiệu quả của chính phủ quốc gia này. Vào tháng 5/2011, EU và IMF đã quyết định viện trợ 78 tỉ euro nhằm giúp Bồ Đào Nha thoát khỏi khủng hoảng, với điều kiện quốc gia này phải có lộ trình cắt giảm thâm hụt ngân sách xuống định mức chung của khối eurozone xuống còn 3% vào năm 2013.

Ý và Tây Ban Nha mặc dù chưa thực sự rơi vào khủng hoảng nhưng cũng ở vào trong vòng nguy hiểm. Thâm hụt ngân sách của Ý vào năm 2011 mới chỉ ở mức 5% GDP nhưng nợ công đã xấp xỉ 120% GDP. Tây Ban Nha thì mặc dù nợ công chỉ mới ở mức 72% GDP nhưng thâm hụt ngân sách lại rất cao, gần 9% GDP.

3.2. Nguyên nhân

Nguyên nhân đầu tiên của cuộc khủng hoảng này chính là do dư âm từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu cuối năm 2007 đánh mạnh vào nền kinh tế tại các quốc gia phát triển. Sự suy thoái kinh tế khiến cho các quốc gia phải thực hiện các biện pháp kích thích kinh tế thông qua việc tăng chi và giảm thu ngân sách, khiến cho ngân sách chính phủ thâm hụt mạnh.

Những chính sách kích thích tăng trưởng tại các quốc gia này không đi kèm với một chính sách tài khóa bền vững và sự mất cân đối trong việc vay nợ của mình. Hy Lạp, kể từ khi gia nhập khối đồng tiền chung eurozone vào năm 2001 cho đến khủng hoảng tài chính năm 2008, mức thâm hụt ngân sách được công bố trung bình vào khoảng 5% mỗi năm, trong khi con số này của cả khối eurozone chỉ là khoảng 2% (IMF, 2009). Chính vì thế, Hy Lạp đã không thể duy trì được những chỉ số theo quy định chuẩn của Ủy ban Kinh tế và Tiền tệ của EU (EMU), với mức

trần thâm hụt ngân sách là 3% và nợ nước ngoài là 60%. Tuy nhiên, Hy Lạp không phải là quốc gia duy nhất, bởi có đến 25 trên 27 thành viên EU không đạt được cam kết này (Kirkegaard, 2009).

Sự thâm hụt tài khóa của các quốc gia trong khối PIIGS đến từ nhiều nguyên nhân. Tại Hy Lạp là việc thu ngân sách không đảm bảo trong khi chính phủ lại chi tiêu quá nhiều. Quốc gia này được báo chí nhắc đến rất nhiều về nạn trốn thuế, khi tăng trưởng GDP danh nghĩa trong giai đoạn 2000-2007 đạt mức trung bình 8,25% thì mức tăng về thu thuế chỉ là 7% (Servera & Moschovis, 2008). Ngoài mức chi tiêu công thông thường, Hy Lạp còn phải trả giá cho khoản đầu tư công khổng lồ từ Olympic 2004. Trường hợp của Ireland, như đã nói ở trên, là do chính phủ thực thi việc cứu lấy các ngân hàng, biến nợ xấu ngân hàng thành các khoản nợ công. Trường hợp của Bồ Đào Nha cũng là do sự chi tiêu hoang phí của chính phủ vào quá nhiều dự án công không bền vững.

Một nguyên nhân nữa liên quan đến chính sách tài khóa chính là sự hạn chế trong cơ chế phối hợp điều hành trong khu vực sử dụng đồng tiền chung eurozone. Các quốc gia trong khu vực chủ yếu hợp tác trong các chính sách tiền tệ, nhằm đảm bảo duy trì giá trị đồng euro, trong khi các chính sách tài khóa lại chưa có được một sự đồng thuận và hài hòa tương ứng. Rõ ràng, mặc dù đã có những quy định cụ thể về mức thâm hụt ngân sách cũng như nợ công nhưng lại không có một cơ chế giám sát và quản lý hiệu quả đối với từng quốc gia thành viên. Chính vì vậy, sự vỡ nợ tại một quốc gia là Hy Lạp đã kéo theo khủng hoảng niềm tin lan sang các quốc gia có chính sách tài khóa lỏng lẻo khác.

Cuối cùng, nguyên nhân khiến cuộc khủng hoảng lan rộng và có nguy cơ trầm trọng hơn chính là việc thiếu cơ chế phối hợp ứng phó giữa các quốc gia trong khu vực. Thứ nhất, mức độ nghiêm trọng cũng như rủi ro khủng hoảng kể từ khi bắt đầu chưa được nhận thức đầy đủ do giới chính trị gia vẫn cố chấp và không chịu thừa nhận thực trạng của nền kinh tế. Ví dụ như việc Hy Lạp che giấu thông tin về mức thâm hụt ngân sách của mình. Sự hỗ trợ ban đầu của EU lại bị từ chối thẳng thừng, để đến khi Hy Lạp chính thức phải cầu cứu viện trợ thì khủng hoảng niềm tin ngay lập tức đã lan sang các quốc gia thành viên khác. Thứ hai, các quốc gia rơi vào khủng hoảng cũng không có một sự đồng thuận nhất trí chung nào trong việc tìm kiếm nguyên nhân và có những chính sách giải cứu thích hợp. Hầu hết các quốc gia đều cố gắng thực hiện những chính

sách của riêng mình trước khi khó khăn chồng chất và phải nhờ đến sự viện trợ của EU và IMF, không hề có một chiến lược xử lý về dài hạn được đưa ra.

3.3. Hậu quả

Tác động đầu tiên của cuộc khủng hoảng nợ công châu Âu chính là việc đồng euro liên tục trượt giá so với các đồng tiền khác. Điều này gây thiệt hại nặng nề cho tất cả các quốc gia thành viên trong khối eurozone. Biến động tỉ giá ảnh hưởng trực tiếp lên cán cân thương mại, do chi phí cho các hàng hóa nhập khẩu gia tăng theo đà suy giảm của đồng euro. Thêm nữa, bên cạnh việc nhận viện trợ từ EU và IMF, các quốc gia này cũng phải tập trung nguồn lực tài khóa để chống chọi với cuộc khủng hoảng, trong khi dư âm từ cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu cuối năm 2007 vẫn chưa hoàn toàn được dập tắt. Hậu quả trực tiếp từ những chính sách thắt chặt ngân sách tại khu vực này làm cho tăng trưởng kinh tế đều thấp và thậm chí có tăng trưởng âm. Nền tài chính của nhiều nước suy yếu nghiêm trọng và có thể phải mất nhiều năm mới phục hồi. Các ngân hàng và các tổ chức tài chính cũng có nguy cơ phá sản hàng loạt nếu như khu vực đồng tiền chung châu Âu tan vỡ.

Cuộc khủng hoảng nợ công châu Âu cũng tác động lên nhóm các quốc gia đang phát triển. Sự sụt giá của đồng euro làm cho giá trị xuất khẩu của các quốc gia này sụt giảm, dẫn đến suy giảm kinh tế. Theo đánh giá của UNESCAP (Bảng 4), nếu như khu vực châu Âu thi hành các chính sách tài khóa nghiêm ngặt, tăng trưởng của khu vực châu Á – Thái Bình Dương sẽ chỉ vào khoảng 6,5% trước khi tăng trưởng trở lại vào năm 2013. Trong khi đó, nếu khu vực eurozone xử lý nợ thiếu hiệu quả hoặc tồi tệ hơn là tan vỡ, mức tăng trưởng sẽ còn thấp hơn nhiều vào năm 2012 và tiếp tục giảm vào năm 2013. Về lạm phát, trong tất cả các kịch bản, đến năm 2013, đều không phải là vấn đề lớn đối với khu vực châu Á – Thái Bình Dương.

**Bảng 6: Bốn kịch bản của khu vực châu Á - Thái Bình Dương
đối với khu vực đồng tiền chung châu Âu**

	Tăng trưởng GDP			Lạm phát		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Kịch bản cơ sở	7,3	6,9	8,0	5,8	4,0	3,4
Kịch bản kỷ luật tài khóa nghiêm ngặt	7,3	6,5	7,4	5,8	3,9	2,9

Kịch bản xử lý nợ thiếu hiệu quả	7,3	5,8	5,1	5,8	3,8	1,4
Kịch bản khu vực đồng Euro đổ vỡ	7,3	5,1	4,2	5,8	3,4	0,5

Nguồn: UNESCAP (2012), trích bởi Phạm Thế Anh và các cộng sự (2012)

Tác động của cuộc khủng hoảng khu vực eurozone về dài hạn vẫn rất khó có thể dự đoán, khi mà triển vọng xử lý nợ công chưa thực sự rõ ràng. Nếu quá trình phục hồi kéo dài hoặc thậm chí tiếp tục lan rộng thêm ra các quốc gia khác, tình hình còn diễn biến phức tạp hơn nữa và khu vực châu Âu cũng như các quốc gia khác sẽ càng khó khăn trong việc phục hồi kể từ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu. Trường hợp tồi tệ nhất vẫn là việc khu vực đồng tiền chung châu Âu tan vỡ, điều này sẽ làm sụp đổ niềm tin về việc hội nhập kinh tế quốc tế ở tầm khu vực cũng như toàn thế giới. Việc một khu vực kinh tế với các quốc gia phát triển mạnh và bền vững như khu vực đồng euro mà còn rơi vào khủng hoảng sẽ rất khó để các quốc gia và khu vực đang phát triển có thể mơ ước vào một hình thức hội nhập kinh tế cao hơn.

3.4. Phản ứng chính sách

Nhằm đối phó với cuộc khủng hoảng, các quốc gia châu Âu đã phải thực hiện hàng loạt những chính sách thắt chặt ngân sách một cách hết sức khắc khổ nhằm chứng minh quyết tâm giảm thâm hụt ngân sách xuống chỉ còn 3% GDP và nợ công dưới mức 60% GDP, bên cạnh sự hỗ trợ trực tiếp từ EU và IMF.

EU không hề có ý định muốn khu vực đồng tiền chung châu Âu tan vỡ, bởi nó sẽ gây hậu quả tiêu cực đến toàn bộ các quốc gia khác không chỉ ở châu Âu mà còn trên toàn thế giới. Tuy nhiên, nhằm kéo các quốc gia thành viên ra khỏi cơn bão khủng hoảng là một vấn đề hết sức khó khăn và tốn kém. Bên cạnh việc hỗ trợ trực tiếp thông qua việc thành lập Quỹ bình ổn tài chính châu Âu EFSF (European Financial Stability Facility), EU yêu cầu các quốc gia này phải tự mình có những biện pháp nhằm cắt giảm mức thâm hụt ngân sách hiện có. Những chính sách này phải có lộ trình rõ ràng và được công bố chi tiết.

Tại Hy Lạp, bắt đầu từ năm 2010 đến nay, quốc gia này đã thực hiện liên tục năm đợt chính sách nhằm tăng nguồn thu cũng như giảm chi tiêu chính phủ. Cụ thể, đợt đầu tiên vào tháng hai năm 2010, chính phủ quyết định không tăng lương công chức, cắt giảm 10% phụ cấp, cắt lương làm thêm giờ... Đợt thứ hai diễn ra chỉ một tháng sau đó, tiền phụ cấp giảm tiếp 12%,

lương công chức cũng giảm 7%, thuế giá trị gia tăng tăng từ 19% lên 21%, cùng hàng loạt các loại thuế mới được đặt thêm. Hai tháng sau đó, lại một đợt chính sách khác được ban hành. Lần này chính phủ giảm cả lương hưu, tăng tuổi về hưu, thuế giá trị gia tăng lại tăng tiếp lên 23%. Sang đến giữa năm 2011, lương hưu lại tiếp tục bị cắt giảm, các đối tượng có thu nhập cao bị đánh thuế mạnh hơn, cùng với việc gia tăng thuế bất động sản cùng các tài sản có giá trị khác. Cuối cùng đầu năm 2012, chính phủ lại tiếp tục cắt giảm tiền lương tối thiểu, sửa đổi luật tạo điều kiện cho các doanh nghiệp cạnh tranh nhiều hơn và sa thải được nhiều nhân công hơn, các chi tiêu cơ bản cho y tế và quốc phòng cũng bị cắt giảm. Việc liên tục phải có những chính sách mới nhằm làm giảm thâm hụt là do khi đã thực hiện chính sách thắt chặt, kinh tế suy thoái dẫn đến nguồn thu không nhiều, hiệu quả của các chính sách không cao và chính phủ lại tiếp tục phải có những chính sách mới thắt chặt hơn nữa (Nelson, Belkin & Mix, 2010).

Ireland cũng tương tự Hy Lạp, phải thi hành hàng loạt chính sách cắt giảm chi tiêu công và cố gắng gia tăng nguồn thu ngân sách của mình. Cụ thể thông qua việc giảm lương tối thiểu, cắt giảm biên chế trong các tổ chức công, tăng thuế giá trị gia tăng, đánh thuế mạnh vào bất động sản và các tài sản có giá trị, đồng thời thiết lập hàng loạt các loại thuế mới. Các quốc gia khác như Bồ Đào Nha, Ý hay Tây Ban Nha cũng đều phải thực hiện những chính sách tương tự. Ngoài ra, Ireland còn phải bắt tay vào tái thiết lại hệ thống ngân hàng. Những chính sách và quy định mới nhằm giám sát và quản lý hệ thống tài chính ngân hàng đã được đưa ra.

Ngoài ra, do những tác động gián tiếp đẩy mạnh cuộc khủng hoảng của các cơ quan đánh giá tín dụng (Featherstone, 2011), Ủy ban châu Âu EC còn đề xuất thành lập một tổ chức mới giám sát các cơ quan xếp hạng tín dụng và coi đó là một trong những nỗ lực nhằm đẩy mạnh hệ thống giám sát tài chính trong khu vực. EC cũng sẽ xem xét việc thành lập một cơ quan xếp hạng tín dụng độc lập châu Âu, đồng thời can thiệp tích cực hơn vào các tổ chức xếp hạng tín dụng chung.

IV. Nợ công ở Việt Nam

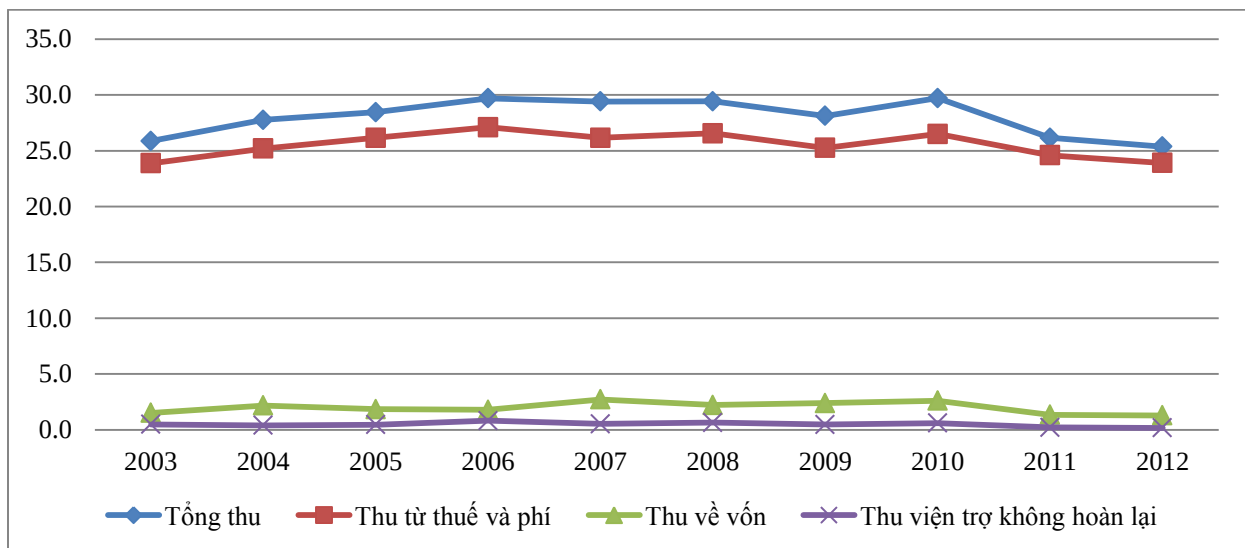
4.1. Thực trạng nợ công Việt Nam

4.1.1. Thu và chi ngân sách nhà nước

- Thu Ngân sách Nhà nước

Theo các Báo cáo Quyết toán NSNN giai đoạn 2003-2010, có thể thấy nguồn thu NSNN của Việt Nam khá ổn định, dao động trong khoảng từ 25-30% GDP. Tổng nguồn thu được phân chia thành ba khoản bao gồm thu từ thuế và phí, thu về vốn, và thu viện trợ không hoàn lại. Trong số này thì phần lớn vẫn đến từ nguồn thu thuế và phí, thu về vốn chiếm khoảng 2% và thu viện trợ không hoàn lại chỉ chiếm khoảng 0,5% (Hình 10). Năm 2009 nguồn thu từ thuế có dấu hiệu suy giảm nhẹ do Chính phủ thực hiện hàng loạt các biện pháp cắt giảm nhằm kích thích tổng cầu. Tuy nhiên sang năm 2010 thì tỉ lệ thu thuế lại gia tăng trở lại, lên đến gần 30%. Theo như Dự toán NSNN trong hai năm gần nhất là 2011 và 2012 thì tỉ lệ thu thuế đang có xu hướng giảm xuống chỉ còn khoảng 25%. Mặc dù vậy những con số của năm 2011 và 2012 chưa thể phản ánh đúng xu hướng này, do nếu căn cứ vào thực trạng tổng thu NSNN từ năm 2003 đến 2010 thì những số liệu quyết toán luôn luôn vượt so với những số liệu dự toán.

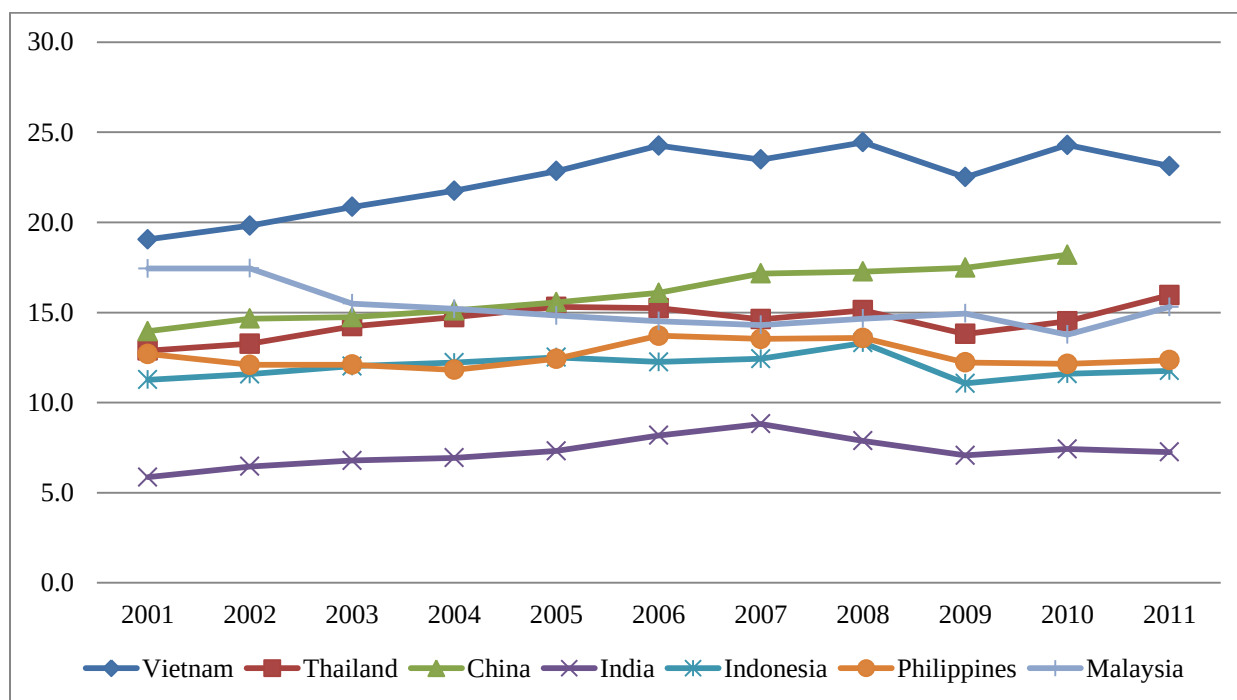
Hình 10: Các nguồn thu trong NSNN của Việt Nam 2003-2012 (% GDP)



Nguồn: Quyết toán NSNN (2003-2010) và Dự toán NSNN (2011-2012), Bộ Tài chính

So sánh với các quốc gia khác ở châu Á khác có thể thấy Việt Nam luôn là quốc gia có tỉ lệ thu thuế cao nhất (Hình 11). Trung Quốc, mặc dù có sự gia tăng liên tục nhưng cũng chỉ ở mức khoảng 17-18% GDP; Thái Lan hay Malaysia vào khoảng 15%; Indonesia và Philippines vào khoảng 12%; trong khi Ấn Độ chỉ thu thuế vào khoảng 7%. Tổng mức thu thuế cao đã hạn chế khả năng tích lũy của doanh nghiệp, làm giảm đầu tư phát triển cũng như việc nâng cao năng lực cạnh tranh của khu vực tư nhân. Bên cạnh đó, mặc dù có mức thu thuế cao nhất trong số các quốc gia châu Á nhưng có vẻ như các khoản thu thuế này lại không tương xứng với tốc độ phát triển cơ sở hạ tầng cũng như các phúc lợi xã hội cho người dân. Điều này có thể tạo nên những rào cản lớn trong việc phát triển kinh tế trong dài hạn.

Hình 11: Doanh thu thuế tại Việt Nam và một số quốc gia châu Á 2001-2012 (% GDP)



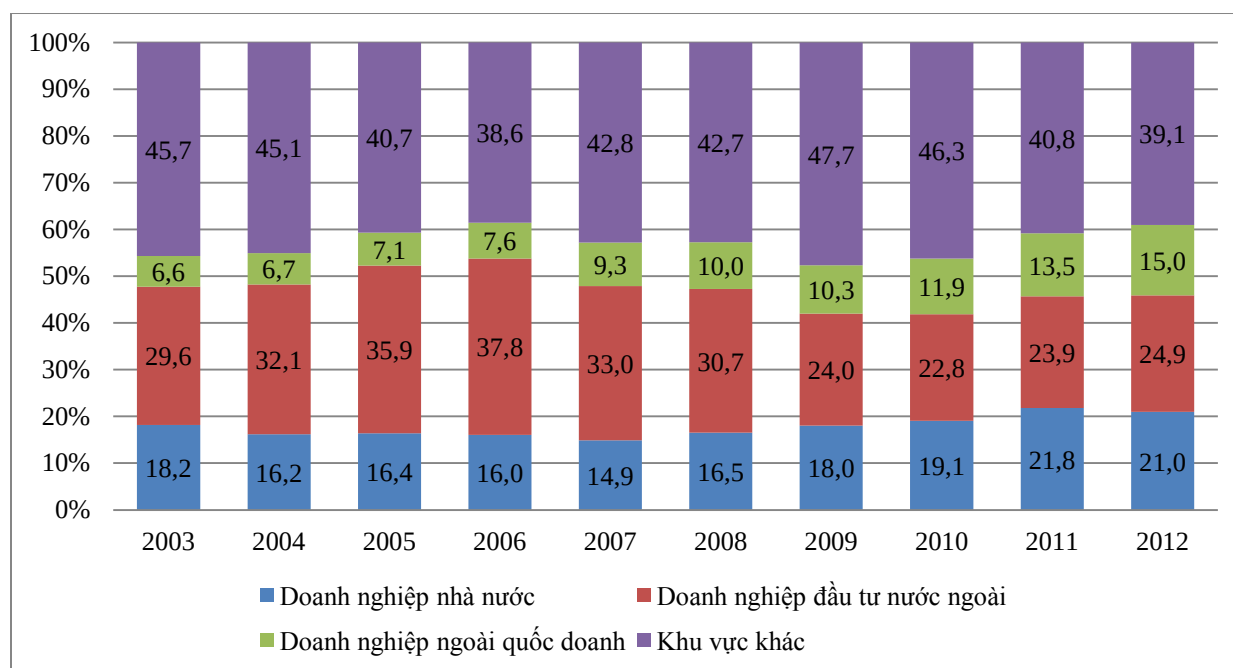
Nguồn: ADB (Key Economic Indicators 2012)

Về cơ cấu các nguồn thu trong NSNN, có thể thấy nguồn thu từ các doanh nghiệp ngoài quốc doanh đang có xu hướng tăng lên. Nếu căn cứ vào số liệu Dự toán của Bộ Tài chính thì nguồn thu từ khu vực này đã tăng gấp hơn hai lần nếu như so với một thập kỷ trước, từ khoảng 7% vào năm 2003 lên đến 15% vào năm 2012 (Hình 12).

Tuy nhiên bất chấp việc đã có đóng góp nhiều hơn cho tổng nguồn thu của NSNN, thì mức độ đóng góp của khu vực này vẫn nhỏ hơn nhiều so với mức đóng góp của khu vực này vào GDP cả nước, gần 50% (Hình 13). Tương tự như thế, nghịch lý được đầu tư nhiều nhưng đóng góp vào nguồn thu kém càng được thể hiện trong khu vực nhà nước, khi đóng góp của khu vực này vào GDP cả nước vào khoảng 40%, nhưng nguồn thu từ khu vực này lại chỉ ở mức trên dưới 20%. Nghịch lý này có thể được giải thích bằng các hoạt động tham nhũng và trốn thuế của các doanh nghiệp Việt Nam.

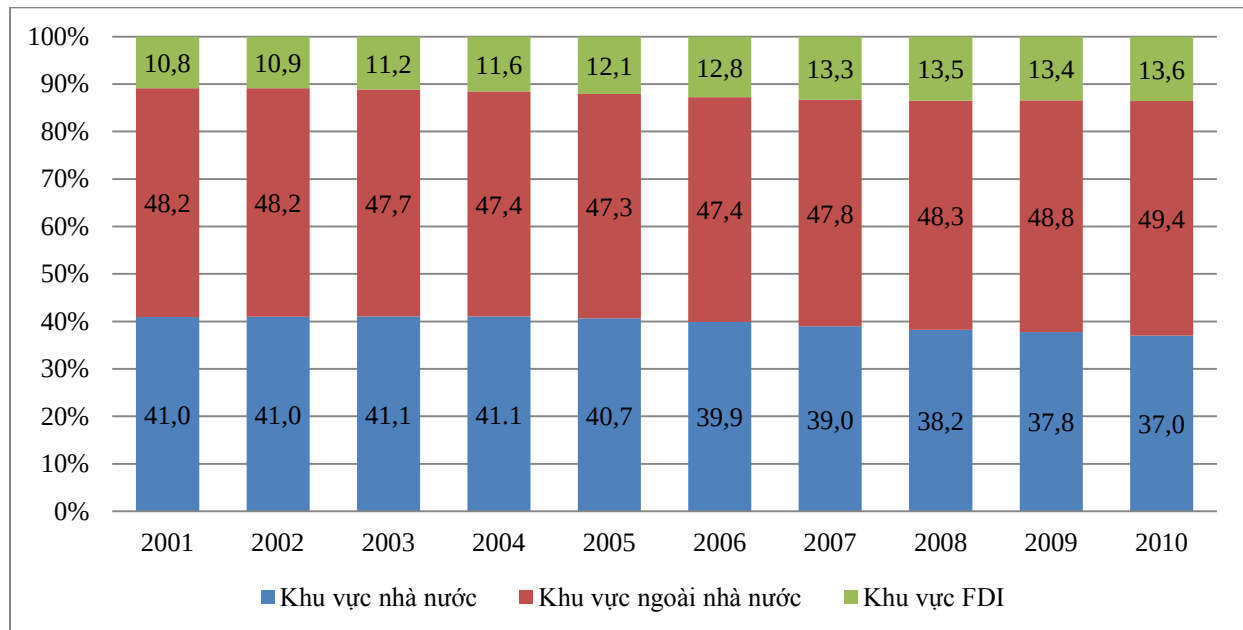
Ngoài ra, nguồn thu từ khu vực các doanh nghiệp đầu tư nước ngoài lại đang suy giảm, từ chỗ khoảng 35% vào năm 2005 đã giảm xuống chỉ còn vào khoảng 25% tổng nguồn thu. Trong khu vực này đáng chú ý là nguồn thu từ dầu thô đã suy giảm đáng kể và chỉ còn ở mức khoảng 12% tổng nguồn thu (Hình 14). Điều này là dấu hiệu tích cực khi nguồn thu NSNN đã không còn lệ thuộc nhiều vào dầu thô như trước đây, mặc dù vẫn giữ được sự ổn định.

Hình 12: Cơ cấu nguồn thu NSNN 2003-2012 phân theo từng khu vực (% tổng thu)



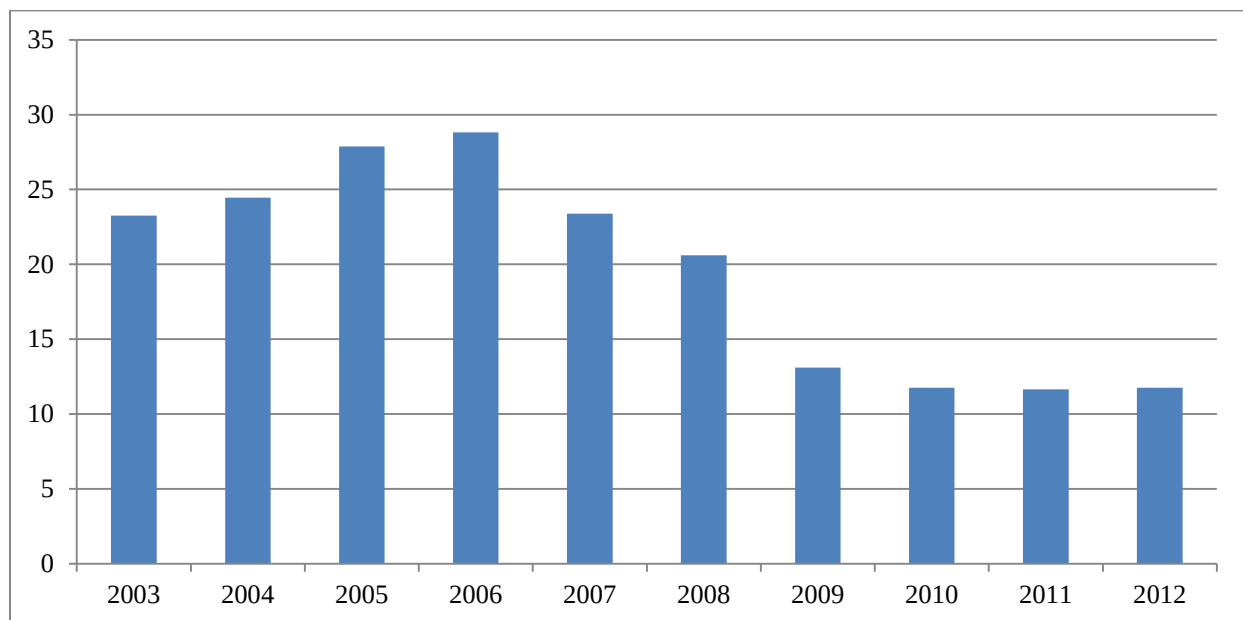
Nguồn: Quyết toán NSNN (2003-2010) và Dự toán NSNN (2011-2012), Bộ Tài chính

Hình 13: Đóng góp vào GDP theo từng khu vực 2001-2010 (%)



Nguồn: Tổng cục thống kê

Hình 14: Tỷ trọng thu từ dầu thô (% tổng thu)

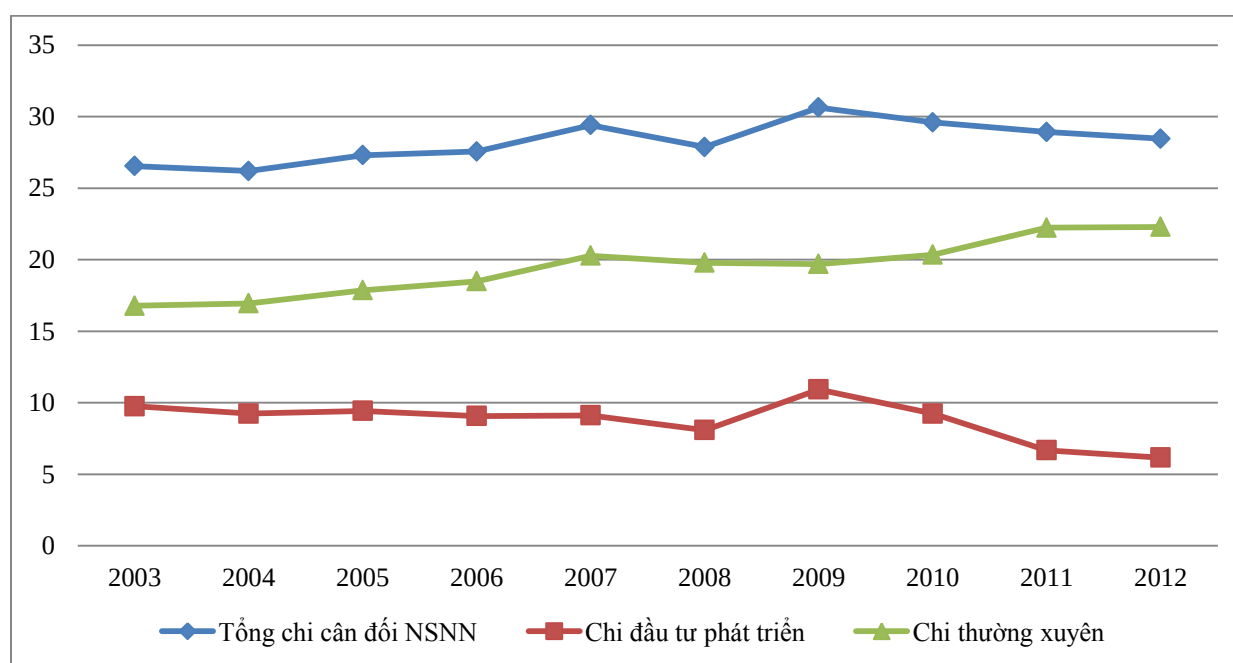


Nguồn: Quyết toán NSNN (2003-2010) và Dự toán NSNN (2011-2012), Bộ Tài chính

- Chi Ngân sách Nhà nước

Theo các Báo cáo Dự toán và Quyết toán của Bộ Tài chính thì tổng chi cân đối NSNN sẽ bao gồm chi tiêu cho đầu tư phát triển và chi thường xuyên. Bắt đầu từ năm 2009, tổng chi tiêu NSNN đã có xu hướng giảm do chính phủ thực hiện những chính sách thắt lưng buộc bụng nhằm bình ổn nền kinh tế. Tuy nhiên, nhìn vào thực trạng chi tiêu trong Hình 15, có thể thấy rằng bất chấp sự thu hẹp của tổng chi tiêu, các khoản chi thường xuyên lại đang có xu hướng tăng lên, trong khi các khoản chi cho đầu tư phát triển lại đang có xu hướng giảm xuống. Rõ ràng điều này phản ánh sự không hiệu quả trong chi tiêu của chính phủ. Việc chi thường xuyên tăng lên chứng tỏ rằng chính phủ vẫn đang phải gồng gánh một bộ máy nhà nước cồng kềnh và hoạt động kém hiệu quả.

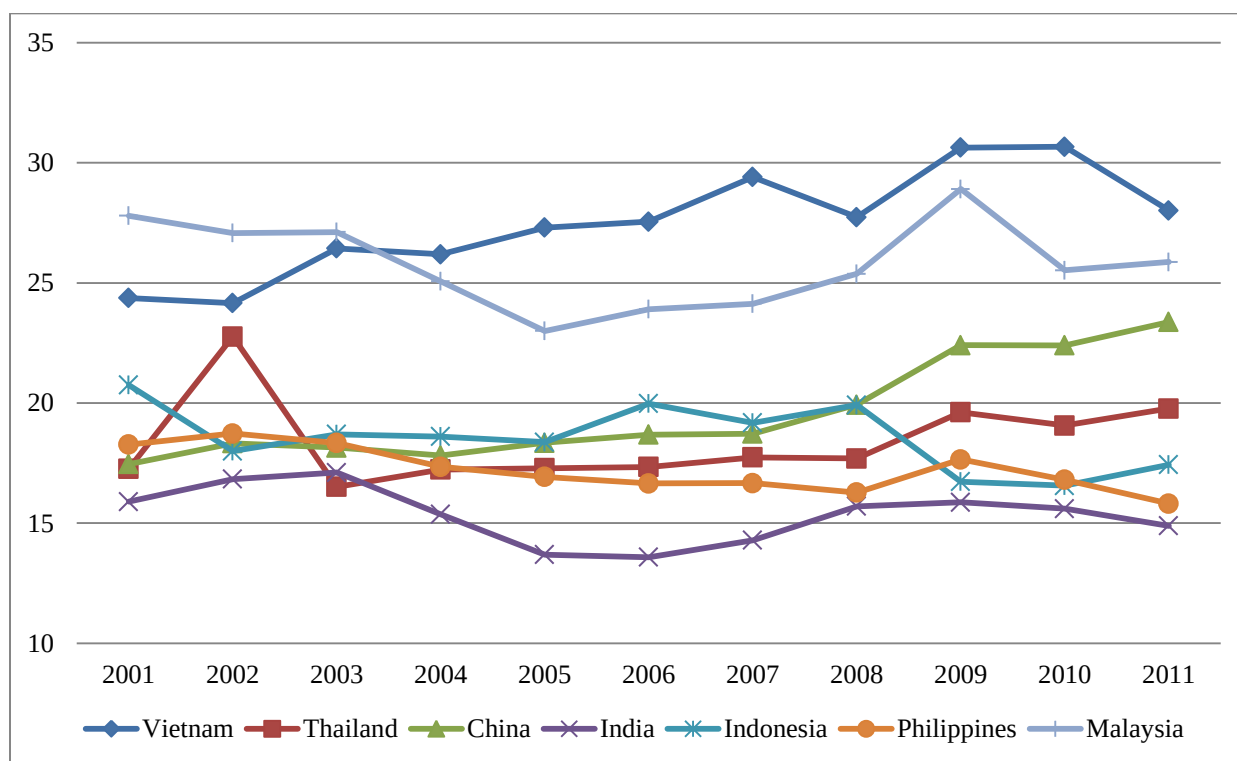
Hình 15: Cơ cấu chi cân đối NSNN 2003-2012 (% GDP)



Nguồn: Quyết toán NSNN (2003-2010) và Dự toán NSNN (2011-2012), Bộ Tài chính

Nhìn vào hình 16 có thể thấy nếu như so sánh với các quốc gia khác trong khu vực cũng như các quốc gia khác ở châu Á, chi tiêu công của Việt Nam cũng vượt trội, vào khoảng trên dưới 30% GDP. Trong khi đó, ngoại trừ Malaysia và Trung Quốc vào khoảng 25% thì tỉ lệ này tại các quốc gia còn lại như Thái Lan, Indonesia, Philippines hay Ấn Độ chỉ vào khoảng 15-20%.

Hình 16: Chi tiêu công tại Việt Nam và một số quốc gia châu Á 2001-2011 (% GDP)



Nguồn: ADB (Key Economic Indicators 2012)

4.1.2. Thâm hụt ngân sách và nợ công

- Thâm hụt ngân sách

Mặc dù có nguồn thu khá cao nhưng Việt Nam cũng vẫn không tránh khỏi việc thường xuyên bị thâm hụt ngân sách trong khoảng một thập kỷ trở lại đây. Số liệu Quyết toán và Dự toán NSNN của Bộ Tài chính phân biệt hai khái niệm bội chi NSNN. Đó là bội chi theo tiêu chuẩn quốc tế (không bao gồm chi trả nợ gốc) và theo tiêu chuẩn Việt Nam (bao gồm cả chi trả nợ gốc). Nếu tính theo tiêu chuẩn quốc tế thì mức thâm hụt hay bội chi của Việt Nam thấp hơn nhiều, và cũng khá gần với thống kê của IMF và ADB (Bảng 7). Tuy nhiên, nếu theo như tiêu chuẩn Việt Nam thì thâm hụt Việt Nam vào khoảng 5% GDP, duy chỉ có năm 2009 Việt Nam thâm hụt cao hơn hẳn là 6,9% GDP do ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính toàn cầu.

Bảng 7: Thâm hụt ngân sách Việt Nam 2001-2011 (% GDP)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
MoF ¹			-1,8	-1,1	-0,9	-0,9	-1,76	-1,81	-3,69	-2,36	-3,14
MoF ²			-4,9	-4,9	-4,86	-4,99	-5,65	-4,58	-6,9	-5,5	-4,9
IMF	-2,78	-2,35	-3,25	-0,19	-1,31	0,30	-2,18	-0,54	-7,17	-5,19	-2,69
ADB	-3,5	-2,3	-2,2	0,2	-1,1	1,3	-1,0	0,7	-3,9	-4,5	-2,5

Chú thích:

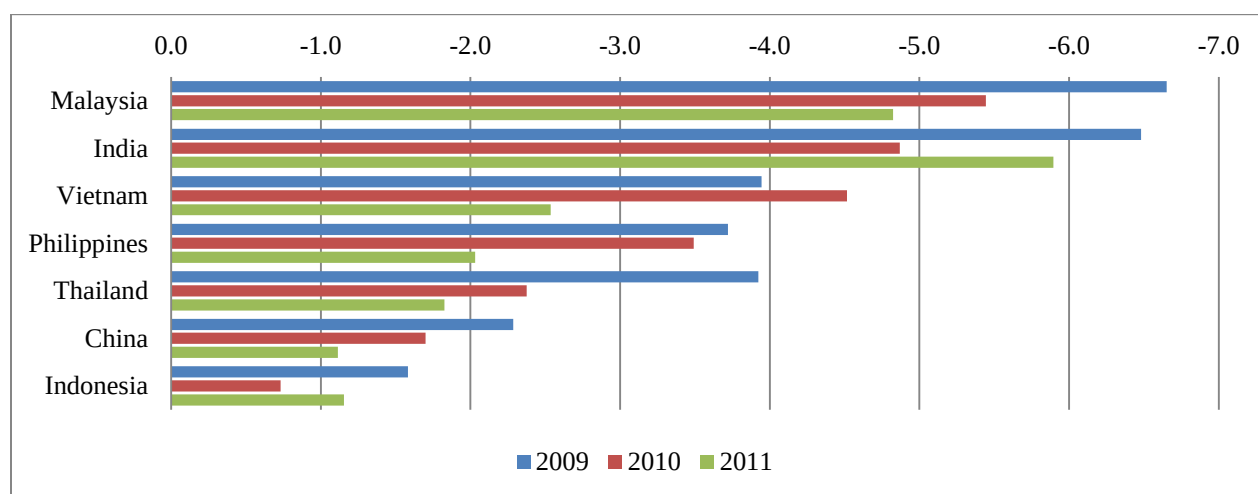
- MOF¹ – thông lệ quốc tế (không bao gồm chi trả nợ gốc)

- MOF² – thông lệ Việt Nam (bao gồm cả chi trả nợ gốc)

Nguồn: World Economic Outlook 2012 (IMF) và Key Economic Indicators (ADB)

Mức độ thâm hụt ngân sách của Việt Nam được xem là cao so với các quốc gia khác trong khu vực. Nhìn vào Hình 17 có thể thấy trong giai đoạn kể từ khủng hoảng năm 2009, tỉ lệ thâm hụt của Việt Nam chỉ thua Malaysia và Ấn Độ. Bước sang năm 2010, Việt Nam là quốc gia duy nhất tiếp tục gia tăng thâm hụt ngân sách, trong khi các quốc gia còn lại đều bắt đầu cải thiện tình hình của mình. Tuy nhiên có thể thấy đến năm 2011, theo xu hướng chung, Việt Nam đã giảm được một nửa mức thâm hụt ngân sách của mình. Điều này có thể được giải thích do các nền kinh tế đều có xu hướng phục hồi và ổn định trở lại sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu.

Hình 17: Thâm hụt ngân sách tại Việt Nam và một số quốc gia châu Á 2009-2011 (% GDP)



Nguồn: ADB (Key Economic Indicators 2012)

Số liệu của Bộ Tài chính cũng chỉ rõ nguồn bù đắp bội chi NSNN của Việt Nam, bao gồm các khoản vay trong nước và vay nước ngoài (Bảng 8). Theo đó, thông thường Việt Nam

phụ thuộc nhiều vào các khoản vay trong nước, hơn là các khoản vay nước ngoài. Ngoại trừ năm 2009, Việt Nam vay nợ nước ngoài khá nhiều để bù đắp cho thâm hụt ngân sách.

Bảng 8: Cơ cấu nguồn bù đắp bội chi NSNN 2003-2011 (tỉ đồng)

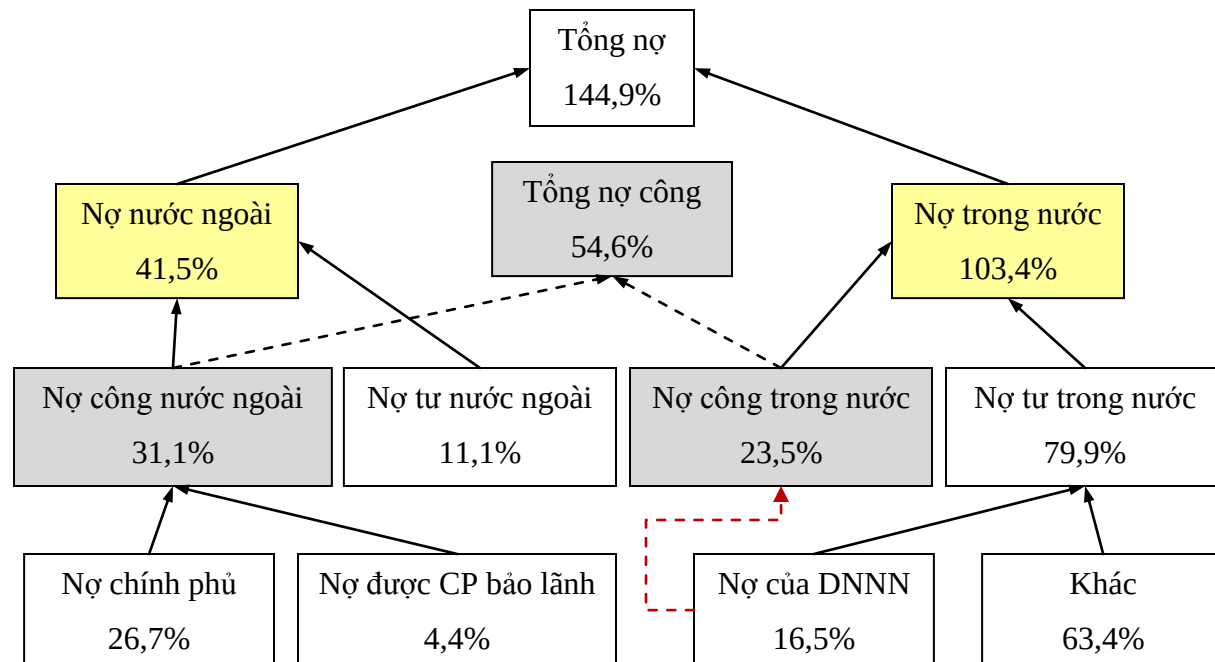
Theo thông lệ quốc tế (không gồm chi trả nợ gốc)									
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Tổng	10,904	7,881	7,140	8,964	20,094	26,746	61,198	74,370	71,360
Nợ trong nước	6,327	4,671	4,525	3,160	13,315	11,710	30,860	63,100	55,050
Nợ nước ngoài	4,577	3,210	2,615	5,804	6,779	15,037	30,338	11,270	16,310
Theo thông lệ VN (gồm cả chi trả nợ gốc)									
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Tổng	29,936	34,703	40,746	48,613	64,567	67,677	114,442	119,700	120,600
Nợ trong nước	22,895	27,450	32,420	35,864	51,572	48,009	78,150	98,700	92,600
Nợ nước ngoài	7,041	7,253	8,326	12,749	12,995	19,668	36,292	21,000	28,000

Nguồn: Quyết toán và Dự toán NSNN 2003-2011

- Nợ công

Về nợ công Việt Nam, tồn tại rất nhiều khó khăn trong việc đưa ra một con số đo lường cụ thể. Theo như thống kê của Phạm Thế Anh (2012) trong Hình 18, thì tổng nợ công Việt Nam tính đến cuối năm 2011 là khoảng 55% GDP, trong đó 31% là nợ nước ngoài và 24% là nợ trong nước. Theo như khuyến cáo của Caner, Grennes và Koehler-Geib (2011) thì mức nợ công nguy hiểm cho các quốc gia đang phát triển như Việt Nam là 64%. Có thể thấy, nợ công Việt Nam đã ở khá gần, và có lẽ tính đến thời điểm hiện tại đã vượt qua ngưỡng nguy hiểm này. Điều này là do các khoản nợ xấu của khu vực DNNN, chưa có số liệu rõ ràng, nhiều khả năng chính phủ sẽ phải sử dụng thêm ngân sách nhà nước để trả. Thêm nữa, nợ trong nước của khu vực DNNN theo ghi nhận trong đề án Tái cấu trúc DNNN của Bộ Tài chính (2012) cũng chiếm đến 16,5% GDP.

Hình 18: Cấu trúc nợ Việt Nam tính đến cuối năm 2011 (% GDP)



Nguồn: Phạm Thế Anh (2012)

Theo báo cáo gần nhất của Bộ trưởng Vương Đình Huệ gửi lên Chính phủ tháng 10/2012 và văn bản trả lời của Bộ trưởng tại kỳ họp thứ 4, Quốc hội khóa XIII, tháng 11/2012 thì tình hình nợ công Việt Nam có thể được mô tả trong bảng dưới đây:

Bảng 9: Nợ công Việt Nam theo định nghĩa Việt Nam và định nghĩa quốc tế (số liệu gần nhất)

	Tỉ đồng	% GDP
Nợ công theo định nghĩa Việt Nam	1.391.478	55%
Nợ chính phủ	1.095.654	43,1%
Nợ được chính phủ bảo lãnh	285.124	11,3%
Nợ chính quyền địa phương	19.699	0,6%
Nợ công theo định nghĩa quốc tế	2.683.878	106%
Nợ công theo định nghĩa Việt Nam	1.391.478	55%
Nợ của DNNN	1.292.400	51%

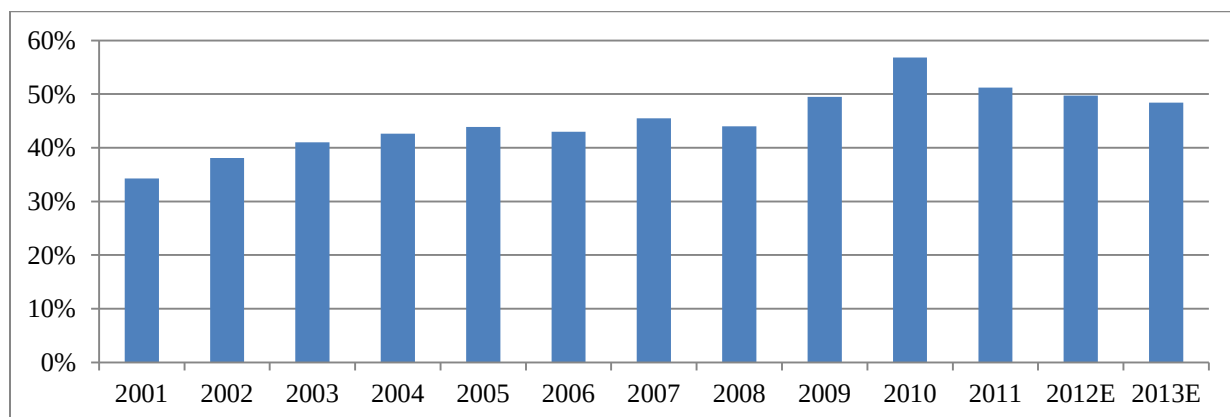
Nguồn:

- Số liệu nợ công theo định nghĩa Việt Nam lấy từ Báo cáo Chính phủ từ bộ trưởng Vương Đình Huệ tháng 10/2012
- Số liệu nợ của DNNN lấy từ văn bản trả lời của Bộ trưởng Vương Đình Huệ tại kỳ họp thứ 4, Quốc hội khóa XIII, tháng 11/2012

Như vậy có thể thấy, nếu tính đúng theo định nghĩa quốc tế, nợ công Việt Nam đã vượt quá tất cả các ngưỡng nguy hiểm được đề cập ở phần trên. Mặc dù vậy, cách tính này còn chưa hề tính đến nợ của khu vực công tài chính trong biểu đồ khu vực công của IMF. Nói cách khác, nếu như cộng cả nợ của ngân hàng trung ương và các tổ chức công tài chính khác thì nợ công của Việt Nam sẽ còn vượt con số 106% GDP. Mức nợ công này vượt xa so với các ngưỡng nguy hiểm được đề cập ở phần trên, thậm chí, nó còn gần gấp đôi ngưỡng 64% GDP mà Caner, Grennes và Koehler-Geib (2011) đã đưa ra.

Dựa vào số liệu nước ngoài trên đồng hồ nợ toàn cầu (The Global Debt Clock) của tạp chí *The Economist* về mức nợ công Việt Nam từ năm 2001 đến nay, được minh họa trong Hình 19, có thể thấy nợ công Việt Nam đã liên tục gia tăng đến năm 2010 và cũng đã vượt qua ngưỡng 50% GDP. Tuy nhiên, nhìn vào số liệu chính thức năm 2011 cùng với số liệu dự báo của các năm 2012 và 2013 có thể thấy tổng dư nợ của Việt Nam đang có xu hướng giảm. Cụ thể tạp chí *The Economist* cho rằng nợ công của Việt Nam năm 2012 sẽ vào khoảng 50% và đến năm 2013 sẽ tiếp tục giảm xuống còn 48,7% GDP.

Hình 19: Tổng nợ công Việt Nam từ năm 2001 đến nay (% GDP)

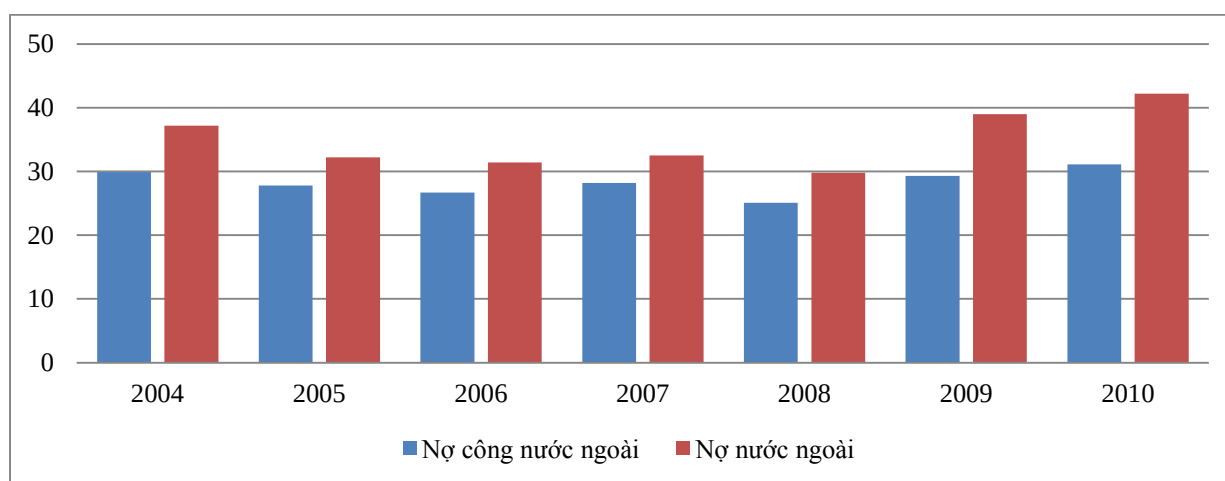


Nguồn: The Global Debt Clock (The Economist)

Trong tổng số nợ công của Việt Nam, đáng quan tâm hơn cả vẫn là dư nợ nước ngoài. Bắt đầu từ năm 2007, Bộ Tài chính đã cho ra Bản tin Nợ nước ngoài thường niên và công bố những số liệu liên quan. Nhìn vào Hình 20 có thể thấy phần lớn nợ nước ngoài đều là nợ công, theo đó nợ công nước ngoài dao động trong khoảng 25-30% GDP. Trong tổng số nợ công nước

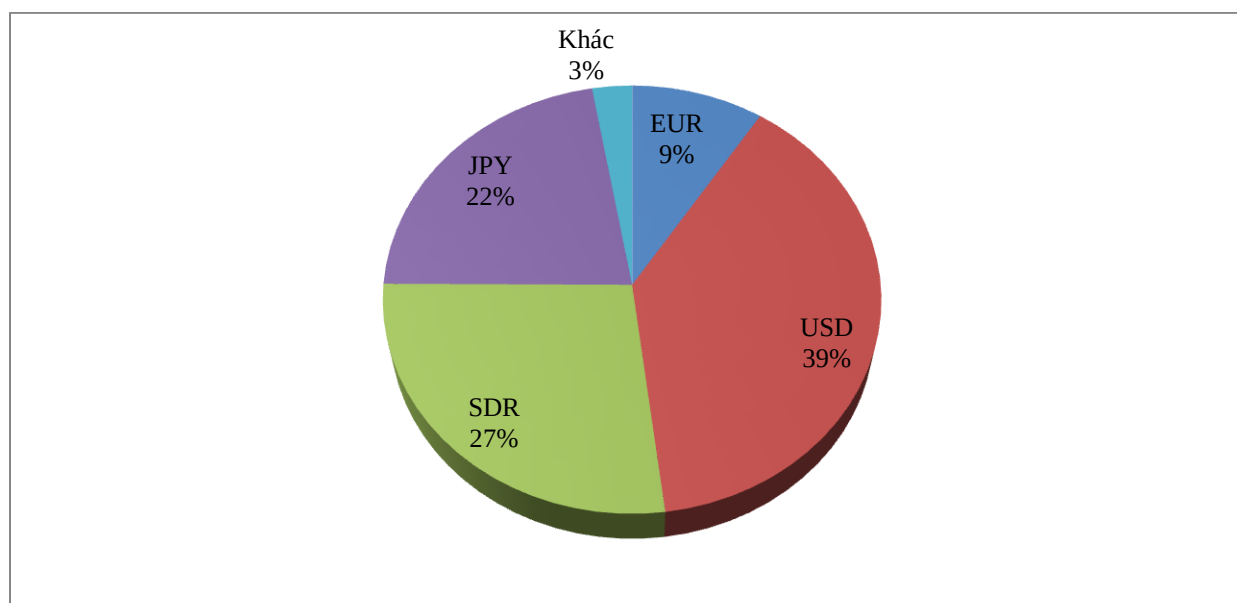
ngoài của Việt Nam, thì ngoài các khoản nợ từ IMF, phần lớn các khoản vay nợ nước ngoài của Việt Nam đến từ ba đồng tiền lớn là Euro, USD và JPY (hình 21). Cả ba đồng tiền này đang có xu hướng lên giá theo đà phục hồi của nền kinh tế toàn cầu là một mối lo ngại đối với Việt Nam khi giá trị của các khoản nợ sẽ gia tăng theo.

Hình 20: Nợ công nước ngoài và tổng dư nợ nước ngoài Việt Nam 2004-2010 (% GDP)



Nguồn: Bản tin Nợ nước ngoài 1-7, Bộ Tài chính

Hình 21: Cơ cấu nợ công nước ngoài của Việt Nam năm 2010 phân theo loại tiền



Nguồn: Bản tin Nợ nước ngoài 07, Bộ Tài chính

4.1.3. Rủi ro nợ công Việt Nam

Để chi trả cho các khoản vay nợ của mình, chính phủ bắt buộc phải có một nguồn thu ổn định nếu như không muốn phải cắt giảm chi tiêu của mình. Tuy nhiên, thực tế có vẻ như tăng nguồn thu bởi các khoản thuế trực tiếp từ doanh nghiệp hoặc người dân gặp rất nhiều khó khăn đến từ sự không ủng hộ của người dân dẫn đến nhiều bất ổn trong xã hội. Điển hình như gần đây Bộ Giao thông đưa ra ý kiến muốn thu thêm thuế đường bộ, điều này đã nhận được rất nhiều sự phản đối của dư luận. Còn nếu như thực hiện thắt chặt chi tiêu, chính phủ có thể phải đánh đổi bằng việc suy giảm tăng trưởng kinh tế do không còn thực hiện được mục tiêu kích cầu như trước.

Bên cạnh khó khăn nội tại, Việt Nam cũng giống như nhiều quốc gia khác trên toàn thế giới, chịu ảnh hưởng bởi khủng hoảng tài chính toàn cầu. Tiền đồng Việt Nam bắt đầu mất giá so với các đồng tiền có sức mạnh khác, điều này vô hình chung đẩy giá trị các khoản nợ nước ngoài của Việt Nam lên cao. Song song với đó, giới đầu tư đã không còn xem Việt Nam là một điểm đến hấp dẫn như trước nữa. Mặc dù việc tiền đồng mất giá có thể gia tăng xuất khẩu và cán cân thương mại, nhưng tác động tích cực này không nhiều do Việt Nam vẫn chỉ xuất khẩu những hàng hóa thô với giá cả thấp.

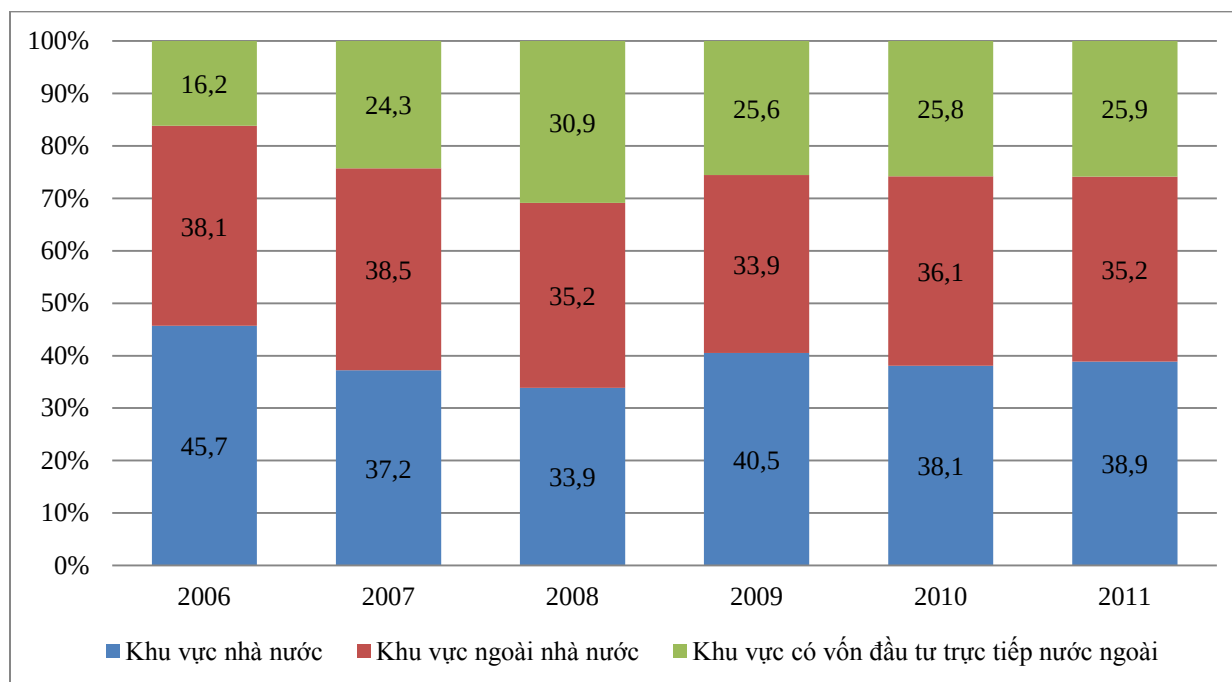
Tất cả các tác động trên là lý do khiến Việt Nam không thể trông đợi vào các khoản vay nợ của nước ngoài như trước đây nữa. Cuộc khủng hoảng nợ công châu Âu không chỉ làm giảm lòng tin của giới đầu tư mà còn đẩy lên hồi chuông cảnh tỉnh đối với các quốc gia đang phát triển cho thấy, kể các khu vực đồng euro lớn mạnh cũng có thể bị đánh sập, các quốc gia đang phát triển lại càng phải đề cao cảnh giác với các khoản nợ của mình. Chính vì thế, với một nguồn vốn vay nước ngoài hạn chế và không thể tăng thêm, Việt Nam sẽ phải sử dụng một cách hiệu quả đúng mục đích nhằm thúc đẩy sự phát triển của toàn bộ nền kinh tế mới có hy vọng trả được nợ trong tương lai và khôi phục lại niềm tin cho giới đầu tư.

Từ lâu Việt Nam chỉ chú trọng vào việc giải ngân cho các khoản vay của mình, cố gắng bán trái phiếu để thu tiền về, còn hiệu quả của vốn đầu tư ít khi được xem là thành công. Căn bệnh kinh niên của Việt Nam vẫn đến từ nạn quan liêu, tham nhũng với việc sử dụng không hợp lý nguồn vốn công, mang tính dàn trải, chậm tiến độ, thất thoát và lãng phí lớn đi kèm với sự quản lý lỏng lẻo dẫn đến việc cả những khoản vốn được sử dụng cũng chưa mang lại kết quả như mong đợi. Điển hình trong số này có thể kể đến trường hợp của các tập đoàn nhà nước lớn như

Vinashin, Vinalines hay Petro Vietnam. Thất thoát từ các tập đoàn này đã lên đến hàng chục nghìn tỉ đồng. Chính vì thế, rủi ro tài khóa và nợ công của Việt Nam càng trở nên trầm trọng khi không hy vọng gì các tập đoàn này có thể nhanh chóng vực dậy và trả được các khoản vay đầu tư của mình.

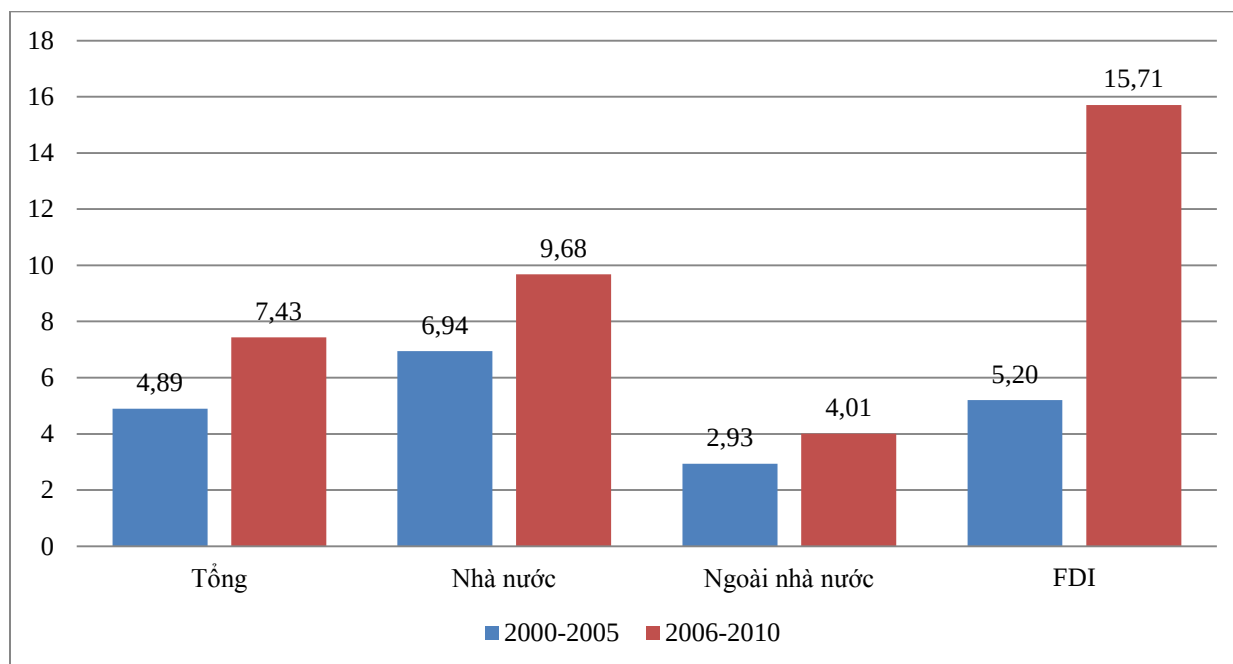
Hiệu quả đầu tư của Việt Nam được thể hiện rõ nét nhất qua chỉ số ICOR, thể hiện sự suy giảm hiệu quả đầu tư của Việt Nam không chỉ trong khu vực công mà trong cả nền kinh tế. Nhìn vào Hình 23 có thể thấy hiệu quả đầu tư của Việt Nam đã suy giảm đáng kể. Nếu xét về tổng nền kinh tế thì chỉ số ICOR đã tăng từ 4,89 lên đến 7,43 từ giai đoạn 2000-2005 đến giai đoạn 2006-2010. Còn nếu so sánh hiệu quả giữa khu vực nhà nước và khu vực ngoài nhà nước có thể dễ dàng nhìn thấy nghịch lý. Trong khi khu vực nhà nước luôn nhận được tỉ trọng đầu tư nhiều hơn (Hình 22), nhưng chỉ số ICOR lại gấp hơn hai lần. Cụ thể trong giai đoạn 2000-2005, trong khi khu vực ngoài nhà nước chỉ cần gần 3 đồng vốn để tạo ra 1 đồng doanh thu thì khu vực nhà nước trung bình cần đến gần 7 đồng. Tương tự như thế, sang đến giai đoạn 2006-2010, khu vực ngoài nhà nước cần 4 đồng thì khu vực ngoài nhà nước cần đến gần 10 đồng.

Hình 22: Tỉ trọng đầu tư toàn xã hội phân theo các khu vực kinh tế 2006-2011 (%)



Nguồn: Tính toán từ số liệu của TCTK

Hình 23: Chỉ số ICOR Việt Nam phân theo từng khu vực



Nguồn: Bùi Trinh (2011)

4.2. Gợi ý chính sách

Tỉ lệ nợ công tăng nhanh trong khi thâm hụt ngân sách không hề có dấu hiệu suy giảm, đầu tư công không hiệu quả, lạm phát và sự sụt giá của tiền đồng đặt Việt Nam trước rất nhiều thách thức. Chính xác thì Việt Nam đang gặp phải một thế tiến thoái lưỡng nan trong việc xử lý vấn đề này. Nếu như chính phủ in thêm tiền để mua trái phiếu, lãi suất các loại trái phiếu dài hạn sẽ tăng cao thay vì hạ thấp và tiếp tục đẩy mạnh lạm phát. Trong tình hình nền kinh tế vẫn còn yếu, nếu thực hiện thắt chặt ngân sách có thể dẫn đến một thời kỳ suy thoái khác. Chính vì thế, cố gắng sử dụng và quản lý hiệu quả nguồn vốn hiện nay có thể xem như phương cách để Việt Nam tránh được những rủi ro về khủng hoảng. Do vậy, phần này sẽ đưa ra một số gợi ý chính sách có thể giúp Việt Nam thực hiện được điều này.

4.2.1. Công khai minh bạch thông tin về ngân sách nhà nước và nợ công.

Nhằm quản lý tốt thâm hụt ngân sách cũng như nợ công, điều quan trọng đầu tiên cho mỗi quốc gia chính là thực hiện công khai minh bạch về những vấn đề này. Những nguyên tắc chủ đạo nhằm giúp các quốc gia thực hiện những chính sách cải thiện tính minh bạch trong quản lý tài khóa của mình được tóm tắt đầy đủ trong Cẩm nang Minh bạch Tài khóa (IMF, 2007).

Theo IMF, các quốc gia cần xác định và phân biệt rõ vai trò và trách nhiệm của các tổ chức chính phủ. Theo đó khu vực chính phủ nên được tách bạch rõ ràng với khu vực các tổ chức công, cũng như toàn bộ hai khu vực này cũng cần phải được tách bạch so với phần còn lại của nền kinh tế. Bên cạnh đó vai trò chính sách và quản lý của khu vực công cũng cần rõ ràng và được công khai. Để làm được điều này, IMF đưa ra cấu trúc cho khu vực công, được mô tả trong hình 1, phân chia rạch ròi giữa từng cơ quan chính phủ, phân theo cấp bậc cũng như có sự phân loại rõ ràng giữa các hình thức hoạt động của các tổ chức công. Ngoài ra, tất cả các hoạt động tài khóa liên quan đến ngân sách nhà nước cũng đều cần được tường trình và minh bạch rõ ràng, và điều này cần được thực hiện không chỉ ở cấp chính phủ trung ương, mà cần áp dụng tại tất cả các cấp, từ trung ương đến địa phương.

Về quản lý nợ công, chính phủ cũng cần phải đưa ra một khuôn khổ pháp luật quản trị rõ ràng và giao trách nhiệm cho một cơ quan chuyên trách. Cơ quan này thường là Bộ Tài chính, với vai trò lựa chọn các công cụ và hình thức vay nợ cần thiết, xây dựng chiến lược và lộ trình vay nợ hợp lý, nghiên cứu về các chiến lược quản lý nợ công bền vững thông qua các chỉ số về giới hạn nợ và các thông số về rủi ro mà nợ công mang lại, đồng thời với đó cơ quan này cũng cần thiết lập một bộ phận làm nhiệm vụ kiểm tra giám sát nhằm đưa ra được những con số thống kê cập nhật rõ ràng và xác thực.

Bên cạnh một cơ quan quản lý chuyên trách như Bộ Tài chính, IMF cũng đưa ra những khuyến cáo về vai trò của Ngân hàng Trung ương trong những vấn đề này. Theo đó, Ngân hàng Trung ương với tư cách là một cơ quan tài khóa của chính phủ không được nhầm lẫn trong việc thực hiện các chính sách tiền tệ cùng với việc quản lý một phần nguồn quỹ chứng khoán của chính phủ. Tất cả các khoản vay phải được ghi lại trong một tài khoản ngân hàng dưới sự kiểm tra và giám sát của Bộ Tài chính. Cùng với đó, các điều khoản vay nợ đi kèm cũng cần được minh bạch và công bố và cập nhật đầy đủ. Ngoài ra theo IMF thì tại nhiều quốc gia, việc thực

hiện kiểm toán các hoạt động vay nợ hàng năm của chính phủ được giao cho một cơ quan độc lập nhằm nâng cao tính khách quan và minh bạch về những thông tin này.

Mối quan hệ giữa khu vực chính phủ và khu vực công cũng cần được minh bạch rõ ràng, đặc biệt về vấn đề tài chính công. Cụ thể hơn, do các tổ chức công được nắm giữ toàn bộ hoặc một phần bởi chính phủ, và chính vì thế, cần có sự rõ ràng trong việc làm thế nào lợi nhuận thu được từ các tổ chức này có thể đóng góp cho chính phủ. Những báo cáo tài chính hàng năm của các tổ chức công cần phải công khai về lợi nhuận và phần sẽ đóng góp vào ngân sách nhà nước, thông tin này cũng cần được ghi lại trong báo cáo hàng năm về ngân sách nhà nước. Tương tự như thế, các nguồn chi của chính phủ nhằm phục vụ lợi ích của các tổ chức công cần phải được công khai trong báo cáo về ngân sách nhà nước cũng như báo cáo tài chính hàng năm của các tổ chức này.

Về quản lý tại Việt Nam

Về mặt pháp luật, cho đến năm 2010, Việt Nam mới bắt đầu có Luật quản lý nợ công. Tuy nhiên, nhiều điều khoản trong Bộ luật này lại liên quan đến các văn bản pháp lý khác, như Luật Ngân sách Nhà nước cùng các hàng loạt các nghị định và thông tư khác, dẫn đến cơ chế quá chồng chéo và chồng chéo trong việc thực thi. Ngoài ra, Luật quản lý nợ công Việt Nam cũng không hề đề cập đến chiến lược vay nợ và quản lý một cách rõ ràng, mà chỉ đưa ra một quy định chung chung không rõ ràng, cụ thể như Chính phủ phải trình Quốc hội quy định các chỉ tiêu an toàn về nợ, mục tiêu, định hướng huy động, sử dụng vốn vay và quản lý nợ công trong từng giai đoạn 5 năm. Rõ ràng khoảng thời gian 5 năm là quá lâu để làm minh bạch hóa những thông tin cần thiết liên quan đến vấn đề tài khóa và nợ công của Việt Nam.

Về mặt thống kê, Việt Nam cũng chưa có được một hệ thống thống kê điển hình nhằm quản lý về ngân sách nhà nước và nợ công Việt Nam. Những số liệu mà Bộ Tài chính đưa ra chỉ là những con số tổng hợp về từng khoản lớn, chứ chưa hề được phân chia thành nhiều khoản nhỏ cũng như ghi rõ sự chuyển giao giữa Chính phủ và các tổ chức công như khuyến nghị của IMF. Các số liệu về nợ công cũng rất thiếu, chưa có một nguồn số liệu cụ thể nào. Về các số liệu quan trọng về nợ nước ngoài, nguồn đáng tin cậy nhất được lấy từ các bản tin nợ nước ngoài của Bộ Tài chính trong vài năm trở lại đây. Tuy nhiên, bản tin này chỉ mang tính chất thống kê thuần túy, chưa đưa ra được những thông tin cần thiết về rủi ro của Việt Nam, đặc biệt số liệu dự đoán

cho năm tiếp theo không hề được đưa ra, giống như những số liệu dự toán ngân sách nhà nước. Bên cạnh đó, bản tin này có vẻ như không được cập nhật thường xuyên, bằng chứng là đã bước sang quý 4 năm 2012 nhưng bản tin phản ánh những số liệu năm 2011 vẫn chưa được đưa ra. Do bản tin năm 2010 cũng đã thiếu những số liệu dự toán cho năm kế tiếp, nên đến thời điểm hiện tại vẫn không hề có một số liệu nào có thể tin cậy được về nợ nước ngoài của Việt Nam năm 2011.

Về mặt kiểm toán các hoạt động vay nợ của Chính phủ cũng như các chính quyền địa phương, Luật quản lý nợ công cũng chỉ quy định chung chung về việc được thực hiện bởi Kiểm toán Nhà nước hoặc kiểm toán độc lập. Trong khi đó, trách nhiệm cụ thể cho Kiểm toán Nhà nước hay các tổ chức kiểm toán độc lập lại không hề được đề cập.

Có thể thấy, việc quản lý nợ công Việt Nam vẫn còn rất nhiều hạn chế so với nhiều quốc gia trên thế giới theo khuyến nghị của IMF. Trách nhiệm giải trình của các cơ quan Chính phủ vẫn chưa rõ ràng, mặc dù đã được quy định trong Luật quản lý nợ công nhưng lại không có một cơ chế giám sát, khiến cho chất lượng minh bạch và công khai thông tin tài khóa vẫn chưa đạt yêu cầu. Dựa trên phân tích về cây nhị phân cũng như các kịch bản xấu mà Việt Nam có thể gặp phải, việc xây dựng minh bạch và sát sao các chỉ tiêu này sẽ là thực sự cần thiết trong công tác đánh giá và có những điều chỉnh phù hợp. Mặc dù hiện nay Việt Nam vẫn đang ở vùng an toàn, nhưng việc phòng ngừa những rủi ro trong tương lai cần phải được thực hiện sớm nhằm phòng ngừa những biến động bất thường có thể xảy ra trong tương lai, hoặc do sự nhập nhằng trong các con số thống kê chưa thể lường trước được.

4.2.2. Tăng nguồn thu ngân sách và cắt giảm chi tiêu công

Mặc dù có tỉ lệ thu NSNN ở mức cao trong khu vực nhưng Việt Nam vẫn thường xuyên phải chịu thâm hụt, điều này là do mức chi tiêu công quá cao mà phần lớn lại được chi cho các khoản chi thường xuyên mà không phải là chi cho đầu tư phát triển. Chính vì vậy, nếu như có thể cắt giảm và phân bổ lại các khoản chi thường xuyên của mình một cách hiệu quả, cụ thể là giảm thiểu đi cơ chế hành chính công kênh đang là gánh nặng của nền kinh tế, Việt Nam hoàn toàn có thể khắc phục được tình trạng bội chi ngân sách của mình.

Việc thực thi những chính sách làm giảm gánh nặng thâm hụt ngân sách và nợ công kéo dài đã được rất nhiều các quốc gia áp dụng. Cụ thể là các chính sách thắt lưng buộc bụng mà các quốc gia châu Âu đang sử dụng để đối phó với cơn bão nợ công tại khu vực này. Các biện pháp nhằm tăng nguồn thu ngân sách có thể là tiến hành tăng thuế giá trị gia tăng hoặc đặt thêm các khoản thuế mới, đánh thuế mạnh tay vào các đối tượng có thu nhập cao, tăng thuế với bất động sản hoặc các tài sản có giá trị cao.

Hiện nay Việt Nam chưa rơi vào khủng hoảng như các quốc gia châu Âu. Chính vì vậy, việc áp dụng các chính sách gia tăng nguồn thu này khó có thể được thực hiện một cách thận trọng, có lộ trình, tránh gây phản ứng của dư luận cũng như tạo thêm những bất ổn xã hội. Tuy nhiên, có vẻ như Việt Nam đã và đang thực hiện những chính sách nhất định làm gia tăng nguồn thu thông qua việc đánh thêm thuế đường bộ, thuế và phí phương tiện, tăng giá xăng dầu... và thực hiện một cách khá liên tục.

Một cách khác để giảm thâm hụt ngân sách, chính là cắt giảm chi tiêu công. Cụ thể trong phần phân tích về thực trạng thâm hụt ngân sách của Việt Nam có thể thấy cắt giảm chi tiêu công đồng nghĩa với việc cắt giảm các khoản chi thường xuyên. Đây là các khoản chi cho một bộ máy hành chính công kênh vẫn đang tồn tại ở Việt Nam và không mang lại lợi nhuận, do là những khoản chi bắt buộc và mang tính cố định. Tuy nhiên, việc xu hướng các khoản chi này đang ngày một gia tăng thực sự là một dấu hiệu xấu, cho thấy bộ máy này đang ngày càng một phát triển, và việc phát triển này không mang lại lợi ích khi nó càng làm phình to các khoản chi ngân sách. Chính vì vậy, việc tinh giản khu vực này, có thể thông qua tư nhân hóa một số bộ phận của khu vực công cung cấp các hàng hóa và dịch vụ công như giáo dục, giao thông công cộng, thông tin... Tuy nhiên, tương tự như việc nâng cao nguồn thu, việc cắt giảm này cũng cần phải được thực hiện dưới một lộ trình, bởi tinh giản bộ máy hành chính nhà nước đồng nghĩa với việc để lại hậu quả xấu, đặc biệt về vấn đề giải quyết việc làm.

4.2.3. Nâng cao hiệu quả kinh tế

Một trong những vấn đề lớn của Việt Nam chính là việc các khoản nợ công và đầu tư công không mang lại lợi ích cần thiết, không hiệu quả dẫn đến thất thoát và ảnh hưởng nghiêm trọng đến nền kinh tế. Việc các tập đoàn lớn thay phiên nhau công bố vỡ nợ hoặc phá sản lại

càng gây nên tâm lý lo ngại cho giới đầu tư trong nước cũng như quốc tế. Hàng loạt các khoản nợ xấu có thể khiến chính phủ phải sử dụng ngân sách của mình để trả nợ, điều này có thể khiến cho ngân sách chính phủ thâm hụt nặng hơn. Chính vì vậy, việc tái cấu trúc hệ thống DNNN cũng cần được đặt lên hàng đầu trong việc cải thiện tình hình nợ công của Việt Nam. Vấn đề tái cấu trúc nâng cao hiệu quả đầu tư công cũng rất quan trọng, cụ thể như đã phân tích trong phần bản chất kinh tế của thâm hụt ngân sách và nợ công, đó là hiệu ứng đầu tư công lấn át đầu tư tư nhân. Điều này cũng rất đúng với Việt Nam khi hiệu quả đầu tư vào khu vực chỉ bằng một nửa so với hiệu quả đầu tư vào khu vực ngoài nhà nước. Những khuyến nghị trực tiếp nhằm cải thiện hai quá trình tái cấu trúc này được đề cập trong hai chương của *Báo cáo Thường niên Kinh tế Việt Nam 2012: Đối diện thách thức tái cơ cấu kinh tế* (Nguyễn Đức Thành, 2012).

Việc tái cấu trúc DNNN, bên cạnh việc tinh giản số lượng, thu hẹp khu vực nhà nước và mở rộng khu vực tư nhân như đã nói ở trên, cũng cần phải có những cơ chế quản lý thích hợp để nâng cao hiệu quả khu vực này. Thứ nhất, cần định vị lại vai trò của DNNN, liệu khu vực này có phải thành phần kinh tế chủ đạo, hay sẽ chỉ đóng vai trò hỗ trợ cho sự phát triển? Thứ hai, mục tiêu của khu vực DNNN cũng cần xác định rõ, các lĩnh vực hoạt động công ích và cung cấp các hàng hóa công cần được chỉ định cụ thể.

Những chính sách nhằm nâng cao hiệu quả của khu vực phải bao gồm cả cơ chế quản trị bên trong lẫn bên ngoài. Cụ thể, cần có những cơ chế đánh giá, khích lệ, đồng thời xây dựng và bổ nhiệm đội ngũ lãnh đạo một cách công khai thông qua năng lực cũng như các tiêu chí khác. Cùng với đó có thể xây dựng thị trường CEO/giám đốc mang tính cạnh tranh để hạn chế việc bổ nhiệm thông qua các kênh hành chính. Về cơ chế quản trị bên ngoài, khu vực DNNN cũng cần phải minh bạch thông tin cũng như các hệ thống văn bản liên quan đến quản trị và hoạt động, có những điều chỉnh cần thiết khi xuất hiện những dấu hiệu tiêu cực nhằm cải thiện một cách có hiệu quả hơn. Ngoài ra cũng có thể bóc tách các mảng kinh doanh, mang tính cạnh tranh trong các ngành độc quyền tự nhiên để tiến hành cải cách thị trường hóa (phi quốc hữu hóa).

Ngoài việc cải cách khối DNNN, đầu tư công của Việt Nam cũng cần phải được chú trọng, tránh để các khoản đầu tư này gây hiệu ứng lấn át khu vực tư nhân, làm thu hẹp khu vực này. Quy hoạch yếu kém và cơ chế phân quyền đầu tư công giữa trung ương và địa phương như hiện nay vô tình khuyến khích các địa phương chạy đua nhiều dự án trong việc xin ngân sách chính phủ. Chính quyền trung ương cũng thiếu cơ chế giám sát nguồn vốn đầu tư từ trung ương,

dẫn đến việc hiệu quả và chất lượng không đi kèm với số lượng. Việc thiếu vắng sự hợp tác giữa Nhà nước và tư nhân trong việc triển khai các dự án đầu tư công cũng là nhân tố quan trọng dẫn đến tình trạng này.

Nhằm thực hiện tái cấu trúc đầu tư công, cần có lộ trình giảm dần tỉ trọng đầu tư công trong tổng vốn đầu tư của xã hội, đồng thời với đó cải thiện và nâng cao chất lượng các khoản đầu tư này. Không nên phân bổ đầu tư công vào các ngành hay lĩnh vực mà tư nhân có thể hoạt động tốt hơn. Đi kèm với đó cũng cần tập trung vào phát triển kết cấu hạ tầng kinh tế và xã hội, cải thiện thể chế và nâng cao năng lực quản lý và điều hành. Ngoài ra, cũng có thể phát triển kinh tế-xã hội phân theo từng vùng miền kinh tế, chứ không mang tính hành chính địa phương. Cụ thể, một vùng kinh tế có thể bao gồm nhiều tỉnh thành, địa phương hành chính ở gần nhau, nhờ đó việc đầu tư vào cơ sở hạ tầng, thúc đẩy phát triển sẽ mang tính hiệu quả kinh tế hơn. Các dự án này cũng đều cần một sự quản lý chặt chẽ từ phía trung ương.

4.2.4. Phát triển thị trường nợ trong nước

Việt Nam cũng như nhiều quốc gia đang phát triển khác, đều gặp phải tình trạng **original sin**, vay mượn nước ngoài bằng những ngoại tệ mạnh. Tuy nhiên, hiện nay Việt Nam khó có thể tiếp tục nhận được các khoản vốn vay ODA với lãi suất ưu đãi do đã trở thành nước có thu nhập trung bình. Việt Nam sẽ phải vay các khoản vay nước ngoài với lãi suất cao của thị trường. Các rủi ro khi vay nợ nước ngoài đã được đề cập trong các phần trên, và đặc biệt từ kinh nghiệm của cuộc khủng hoảng khu vực Mỹ Latinh thập niên 80. Chính vì vậy, việc phát triển thị trường nợ trong nước là thực sự cần thiết trước nhu cầu cần vốn đầu tư hiện nay của Việt Nam.

Việt Nam không giống như Nhật Bản, khi thị trường trái phiếu chính phủ chưa thực sự phát triển để thu hút nhiều nhà đầu tư trong nước. Nhật Bản đã rất thành công trong việc phát triển thị trường trái phiếu chính phủ của mình, với việc phần lớn các khoản tiết kiệm của người dân, bên cạnh chi cho bảo hiểm và các quỹ hưu trí, được các tổ chức tài chính sử dụng đầu tư vào trái phiếu chính phủ. Để làm được điều đó, Việt Nam cần có chiến lược cụ thể phát triển thị trường này, cùng với phát triển thị trường tài chính trong nước nói chung. Trong Quyết định phê duyệt chiến lược nợ công và nợ nước ngoài của quốc gia giai đoạn 2011-2020 và tầm nhìn đến năm 2030 của Thủ tướng Chính phủ cuối tháng 7 vừa qua đã đề cập đến việc phát triển thị

trường này nhằm giảm bội chi ngân sách. Trong ngắn hạn, Việt Nam sẽ phải chấp nhận chi phí vay mượn, hay lãi suất cao nhằm thu hút đầu tư nội địa. Cùng với thời gian, cần phải có những chiến lược tăng dần hợp lý tỉ trọng nợ trong nước trong danh mục nợ chính phủ, xây dựng chính sách, quy trình, và hệ thống cho cả thị trường sơ cấp và thứ cấp thông qua các giao dịch mua lại, hoán đổi nợ để dần nâng cao tính thanh khoản trên thị trường này. Khi tính thanh khoản đã được cải thiện, chính phủ có thể vay mượn khi cần thiết với mức rủi ro thấp do phát hành bằng đồng nội tệ, có kỳ hạn dài hơn và lãi suất cố định.

Tài liệu tham khảo

ADB (2012), *Key Economic Indicators for Asia and the Pacific*.

Bertola L. & Ocampo J.A. (2012), “Latin America’s Debt Crisis and “Lost Decade””, Paper for Conference “Learning from Latin America: Debt Crises, Debt Rescues and When They and Why They Work”, Institute for the Study of the Americas, School of Advanced Study, University of London.

Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ (2011), *The March 11 Earthquake and the Fraying of the JGB Domestic Consumption Structure*, Vol. 6, No. 2, May 27, 2011.

Bùi Trinh (2011), *Đánh giá về hiệu quả đầu tư*, Thời báo Kinh tế Sài Gòn (số ngày 17/11/2011).

Carner, M., T. Grennes, F. Koehler-Geib (2010), “Finding the Tipping Point-When Sovereign Debt Turns Bad”, *World Bank Policy Research Working Paper* 5391.

Cline W. (1984), *International Debt: Systematic Risk and Policy Responses*. Washington, DC, Institute for International Economics.

Deutsche Bank Research (2011), “Public Debt in 2020: Monitoring Fiscal Risks in Developed Markets”, 2011.

Eichengreen, B. & Hausmann, R. (1999), “Exchange Rates and Financial Fragility”, National Bureau of Economic Research Working Paper, Nov. 1999.

Featherstone, K. (2011), “The Greek Sovereign Debt Crisis and EMU: A Failing State in a Skewed Regime”, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 49, No. 2, pp. 193-217.

FitzGerald E.V.K. (1978), “The Fiscal Crisis of the Latin American State”, *Taxation and Economic Development* (pp. 125-158), London: Frank Cass.

Fishlow A. (1988), “The State of Latin American Economics”, in Christopher Mitchell (ed.), *Changing Perspectives in Latin American Studies: Insights from Six Disciplines* (Ch.3, pp 87-119), Stanford: Stanford University Press.

Hirschman A.O. (1971), *The Political Economy of Import-Substituting Industrialization in Latin America*, New Haven, CT: Yale University Press.

IMF 1997, *World Economic Outlook*.

IMF 2007, *Manual on Fiscal Transparency*.

IMF 2009, *World Economic Outlook*.

IMF 2010, *Public Sector Debt Statistics – Guide for Compilers and Users*.

Kirkegaard J.F. (2009), *Greece's Unlikely Disciplinarians: The European Commission and Europe's Bond Market Vigilantes*, Peterson Institute for International Economics.

Krugman P. (1994), "The Myth of Asia's Miracle", *Foreign Affairs* 73, pp. 62-78.

Kumar, M. S. & Woo, J. (2010), "Public Debt and Growth", IMF Working Paper No. WP/10/174, 2010.

Love J. L. (1994), "Economic Ideas and Ideologies in Latin America Since 1930", *The Cambridge History of Latin America, since 1930* (vol. 6), Cambridge: Cambridge University Press.

Luật Ngân sách Nhà nước 2002.

Luật quản lý nợ công 2009.

Manasse, P. and Roubini, N. (2005), "Rule of Thumb" for Sovereign Debt Crises, IMF 2009, *Journal of International Economics*, Vol. 78, pp. 192-205.

Ministry of Finance, Japan (2009), *Debt Management Report*.

Nelson, R.M., Belkin, P. & Mix, D. E. (2010), "Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses and Implications", CRS Report for Congress.

Nguyễn Đức Thành (2012), *Báo cáo Thường niên Kinh tế Việt Nam 2012: Đối diện thách thức tái cơ cấu kinh tế*.

Nunnenkamp, P. (1998), "Dealing with the Asian Crisis: IMF Conditionality and Implications in Asia and Beyond", *Intereconomics*, Vol. 33, pp. 64-72.

- Phạm Thế Anh, Đinh Tuấn Minh, Tô Trung Thành, Nguyễn Trí Dũng và các cộng sự (2012), “Nợ công Việt Nam: Quá khứ, Hiện tại và Tương lai”, Ủy ban Kinh tế Quốc hội và UNDP, Bản thảo 6/2012.
- Presbitero, A. F. (2010), “Total Public Debt and Growth in Developing Countries”, Money and Finance Research Group, Working Paper No. 44, Nov. 12, 2010.
- Radelet, S. and Sachs, J. (1998), “The Onset of the East Asian Financial Crisis”, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper.
- Reinhart C.M. & Rogoff K.S. (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.
- Reinhart, C.M. and Rogoff, K.S. (2010), “Growth in a Time of Debt”, American Economic Review.
- Servera & Moschovis (2008), “Tax Shortfalls in Greece”, ECFIN Country Focus.
- Theberge, A. (1999), “The Latin American Debt Crisis and Its Historical Precursors”, Seminar paper, Columbia State University.
- UNESCAP (2012), *Economic and Social Survey of Asia and the Pacific 2012*.
- Vollmer, U. & Bebenroth, R. (2012), “The Financial Crisis in Japan: Causes and Policy Reactions by the Bank of Japan”, *The European Journal of Comparative Economics*, Vol. 9, No. 1, pp. 51-77.
- World Bank 2002, *Global Development Finance*.
- Yoshino, N. (2008), “Bond Market Development in Japan”, Working Paper.



□ NHỮNG BÀI NGHIÊN CỨU KHÁC

NC-27: Đầu tư công “lấn át đầu tư tư nhân? Góc nhìn từ mô hình thực nghiệm VECM, TS. Tô Trung Thành.

NC-26: Nhìn lại kinh tế toàn cầu năm 2011: Khó khăn tích lũy và tương lai ảm đạm, TS. Lê Kim Sa.

NC-25: Sự di cư qua lại Nga-Việt: Những khía cạnh lịch sử, kinh tế-xã hội và chính trị, Alexey Chesnokov.

NC-24: Tổng quan kinh tế Việt Nam 2010, Phạm Văn Hà.

NC-23: Tổng quan kinh tế thế giới 2010: Phục hồi nhưng chưa bền vững, Nguyễn Quốc Hùng.

LIÊN HỆ

Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách (VEPR)

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc Gia Hà Nội

Địa chỉ: Phòng 704, Nhà E4
144 Xuân Thủy, Cầu Giấy
Hà Nội, Việt Nam

Tel: (84-4) 3 754 7506 -704/714

Fax: (84-4) 3 754 9921

Email: info@vepr.org.vn

Website: www.vepr.org.vn

Bản quyền © VEPR 2009 - 2013