Bài giảng 17

Cân bằng tài khóa và nợ công

Đỗ Thiên Anh Tuấn

Trường Chính sách Công và Quản lý Fulbright (FSPPM)

Đại học Fulbright Việt Nam

Nội dung trình bày

- **Phần I: Cán cân ngân sách và tài trợ cán cân ngân sách**
  - Các lập luận ủng hộ và phản đối ngân sách cân bằng
  - Đo lường thâm hụt ngân sách
  - Thâm hụt ngân sách và ổn định vĩ mô
  - Tài trợ thâm hụt ngân sách
- **Phần II: Nợ công và tính bền vững của nợ công**
  - "Đồng hồ nợ công" của EIU: http://www.economist.com/content/global_debt_clock
  - Thực trạng nợ chính phủ, nợ của DNNN và nợ công
  - Phân tích những rủi ro và tính bền vững của nợ công Việt Nam
  - Các mô thức quản lý nợ công và trường hợp Việt Nam
  - Một số nguyên lý quản lý rủi ro nợ công và hàm ý cho Việt Nam

Lập luận ủng hộ ngân sách cân bằng

- Quy định ngân sách cân bằng là công cụ khách quan để phi chính trị hóa các quyết định ngân sách vốn rất khó khăn
- Giúp cải thiện hiệu quả kinh tế
- Hỗ trợ cho chính sách tiền tệ cẩn trọng
- Tăng tính nhất quán và khả năng tiên liệu của chính sách chi tiêu công

Lập luận phản biện ngân sách cân bằng

- ROI và phát triển kinh tế biện minh cho thâm hụt ngân sách
- Phản ứng với suy giảm kinh tế tạm thời
- "Mua" ổn định và hòa bình
- Dự báo nguồn thu nội địa tăng mạnh
- Tuy nhiên, nếu nguồn thu tương lai bị ước tính quá cao thì việc trả nợ có thể:
  - Làm lãng phí nguồn lực khan hiếm
  - Gây ra sự chèn lấn khu vực tư nhân
  - Tăng gánh nặng cho các thế hệ tương lai

Lập luận trung hòa

- Phân biệt các thành phần của ngân sách
  - Chi thường xuyên so với chi đầu tư
  - Ngân sách cân bằng động
- Sử dụng khung thời gian nhiều năm
  - Giải quyết dần thâm hụt ngân sách
  - Mục tiêu ngân sách cân bằng trung hạn

Tài trợ thâm hụt ngân sách

- Vay trong nước
  - Phát hành trái phiếu VND
  - Phát hành trái phiếu USD
    - Trái phiếu USD, đô-la hóa và chính sách tỷ giá
- Vay nước ngoài
  - Nợ quốc gia
  - Phát hành trái phiếu quốc tế
- Bán tài sản quốc gia (đất, tài nguyên, tài sản doanh nghiệp nhà nước…)
- Tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách (đánh thuế lạm phát)

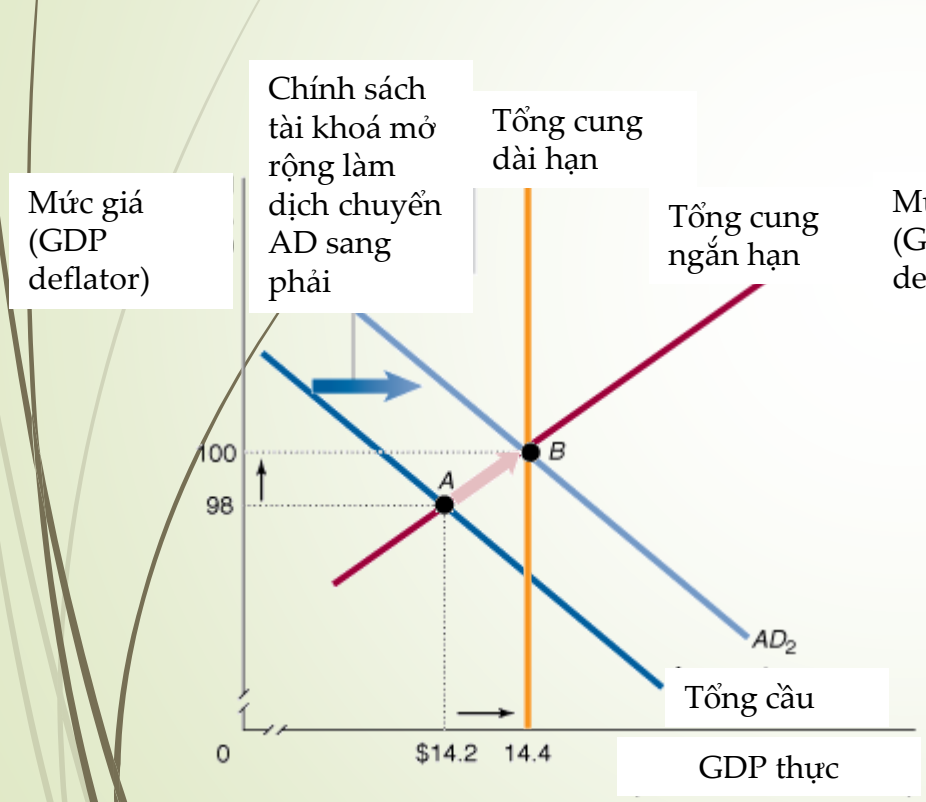
Đo lường thâm hụt ngân sách

- Thâm hụt ngân sách thực sv. danh nghĩa
- Thâm hụt ngân sách cấu trúc (structural) hay tiêu chuẩn hóa (standardized)
- Thâm hụt ngân sách cơ bản (primary deficit)
- Thâm hụt ngân sách hằng năm sv. trung hạn và dài hạn
- Thâm hụt trong sv. ngoài ngân sách

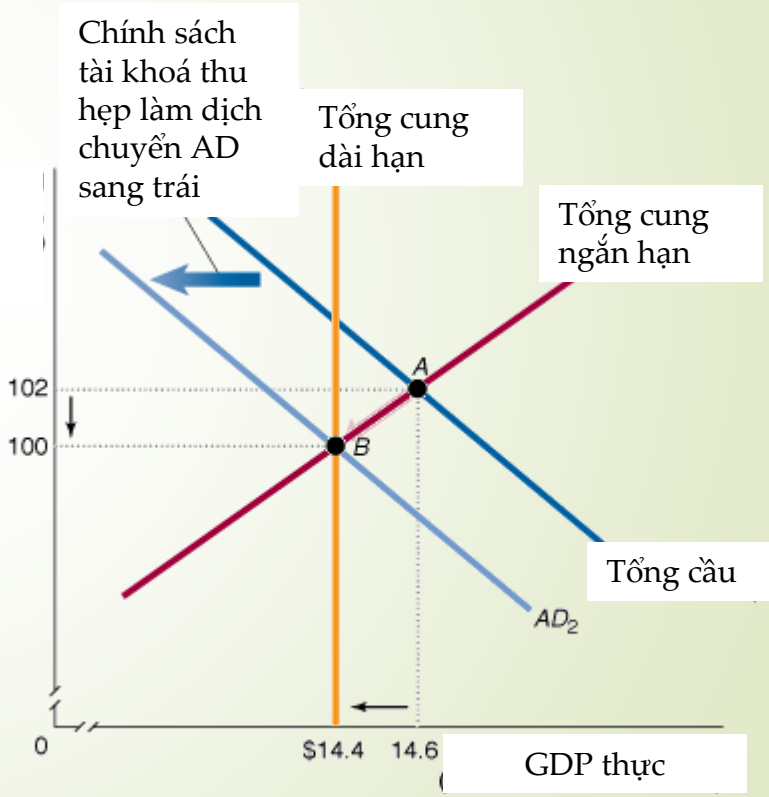
Tác động vĩ mô của thâm hụt ngân sách

- Vai trò của chính sách tài khóa đối với ổn định kinh tế vĩ mô (thăng trầm ngắn hạn)
  - Thâm hụt ngân sách để kích thích kinh tế
- Thâm hụt ngân sách và lạm phát
- Thâm hụt ngân sách và hiệu ứng chèn lấn
- Thâm hụt ngân sách và lãi suất

Sự mở rộng và thu hẹp chính sách tài khoá



a. Chính sách tài khoá mở rộng



b. Chính sách tài khoá thắt chặt

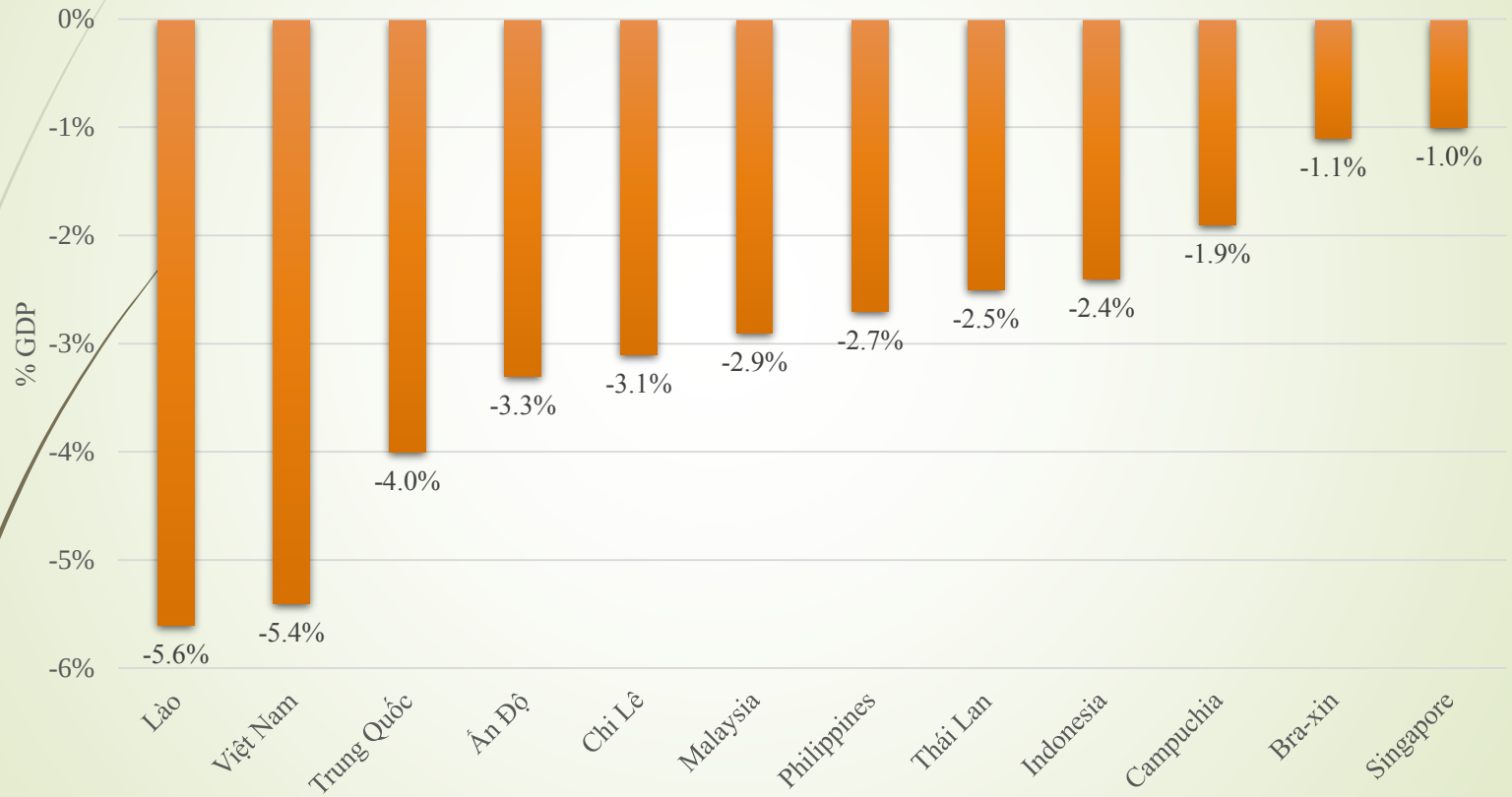
Tác động của tài trợ thâm hụt

- Phát tín hiệu về một tương lai tươi sáng
- Gia tăng sản lượng (thiểu dụng)
- Kích thích sự trỗi dậy của lạm phát (toàn dụng)
- Tác động chèn lấn (Crowding out effect)
- "Tương đương Ricardo" (Ricardian equivalence)
- Kích nhập khẩu và phản ứng vô hiệu của nền kinh tế mở
- Phản ứng vô hiệu từ NHTƯ

Các khoản thu-chi ngoài ngân sách

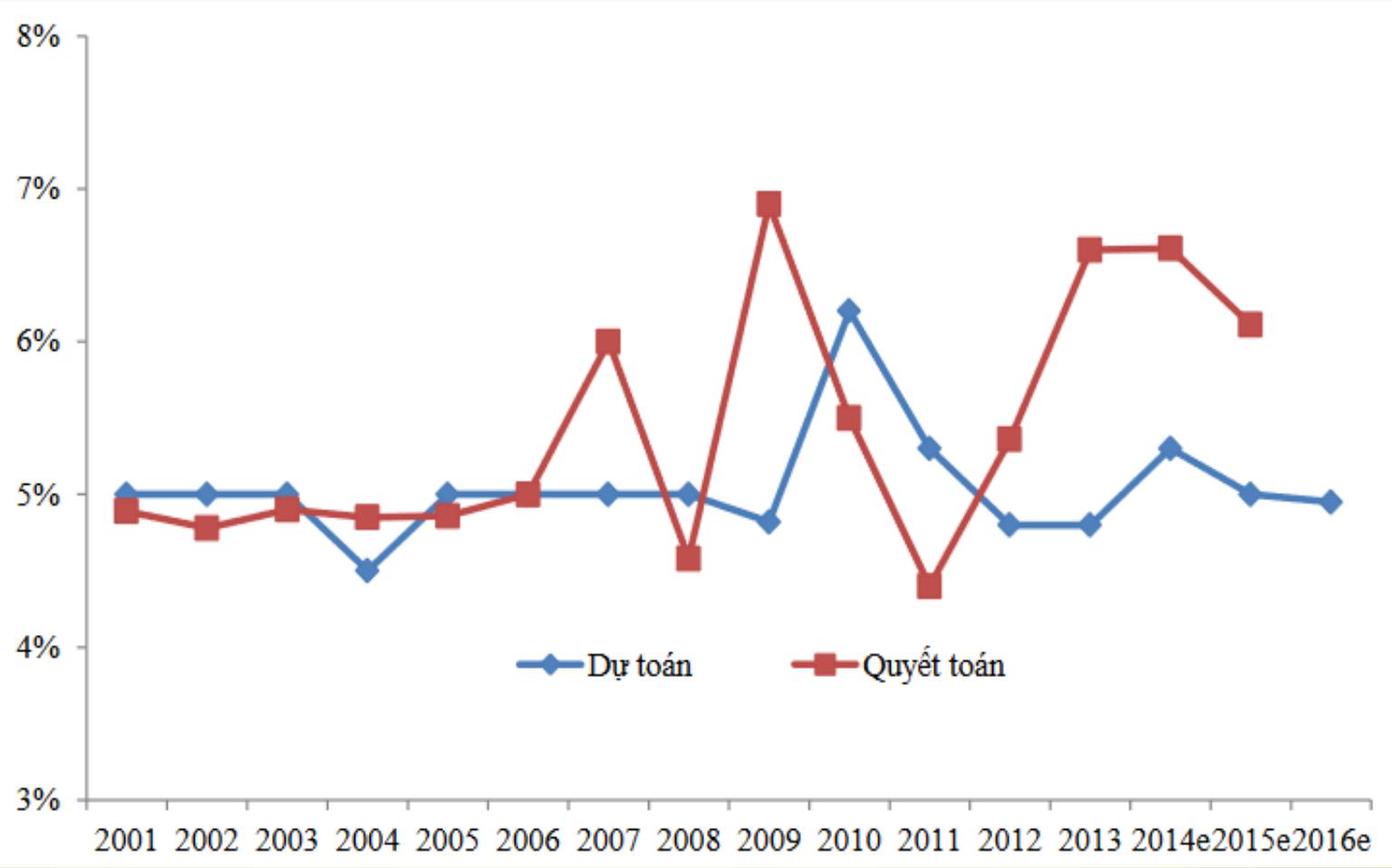
- Ngoài ngân sách:
  - Trái phiếu dự án (cho giao thông, thủy lợi v.v.)
  - Rút vốn viện trợ và vay nước ngoài về cho vay lại
  - Hỗ trợ lãi suất
- Tài trợ ngoài ngân sách:
  - Trái phiếu chính phủ
  - Mua bán trái phiếu với bảo hiểm xã hội
  - Vay khế ước của ngân sách với BHXH
  - Vay từ quỹ tích lũy trả nợ
  - Vay từ quỹ hỗ trợ cổ phần hóa …

Thâm hụt ngân sách của một số nền kinh tế năm 2017



Nguồn: CIA Factbook

Tình hình bội chi ngân sách của Việt Nam (% GDP)



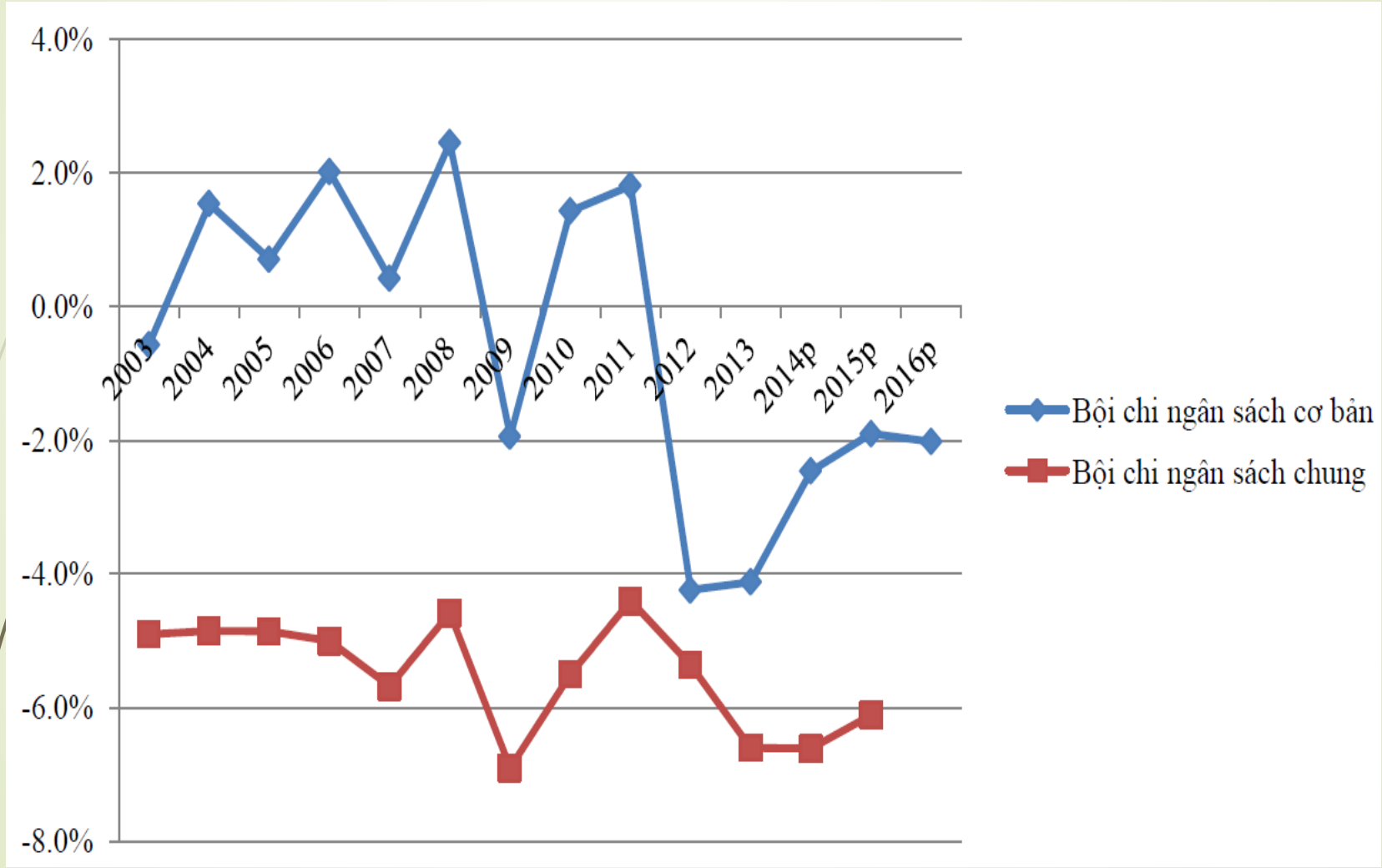
Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo ngân sách hàng năm của Bộ Tài chính

Tỷ lệ bội chi ngân sách bình quân thời kỳ theo quyết toán và dự toán (% GDP)

	Giai đoạn 15 năm 2001-2015	Giai đoạn 10 năm 2006-2015	Giai đoạn 5 năm 2011-2015
Dự toán	5,05%	5,12%	5,04%
Quyết toán	5,42%	5,71%	5,82%

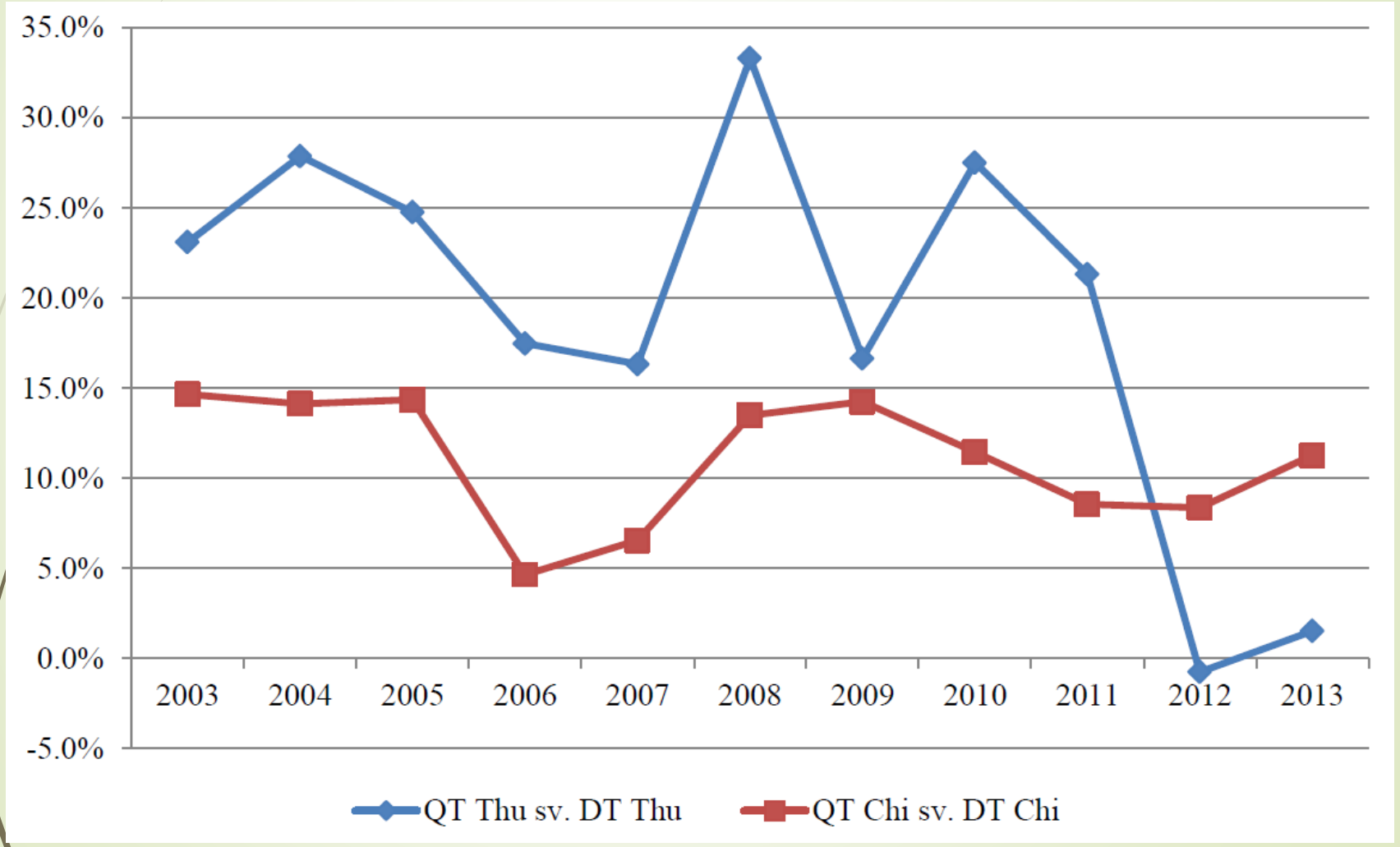
Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo ngân sách hàng năm của Bộ Tài chính

Bội chi ngân sách cơ bản của Việt Nam



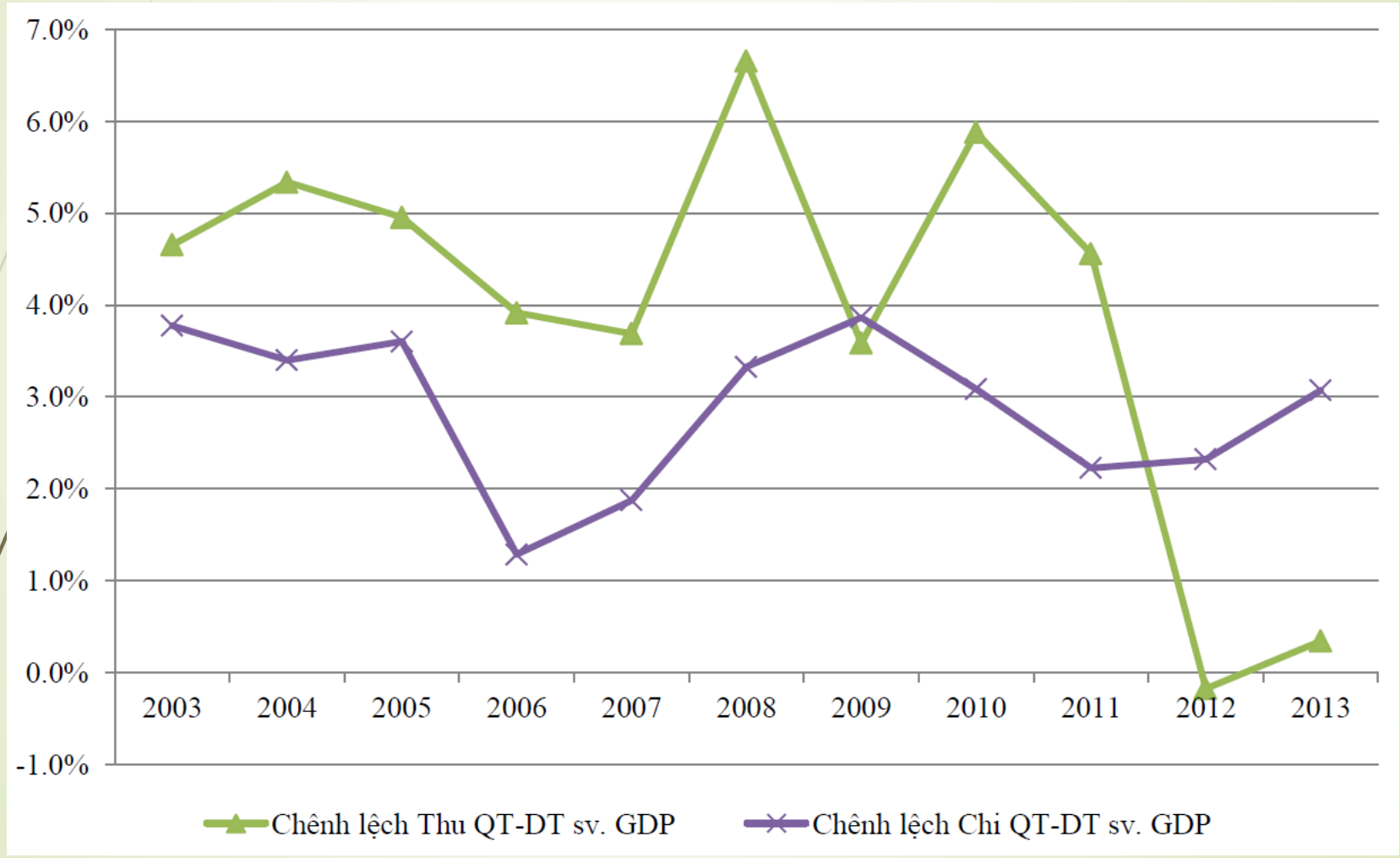
Nguồn: Tính toán từ số liệu báo cáo của Bộ Tài chính

Tỷ lệ quyết toán ngân sách hàng năm so với dự toán



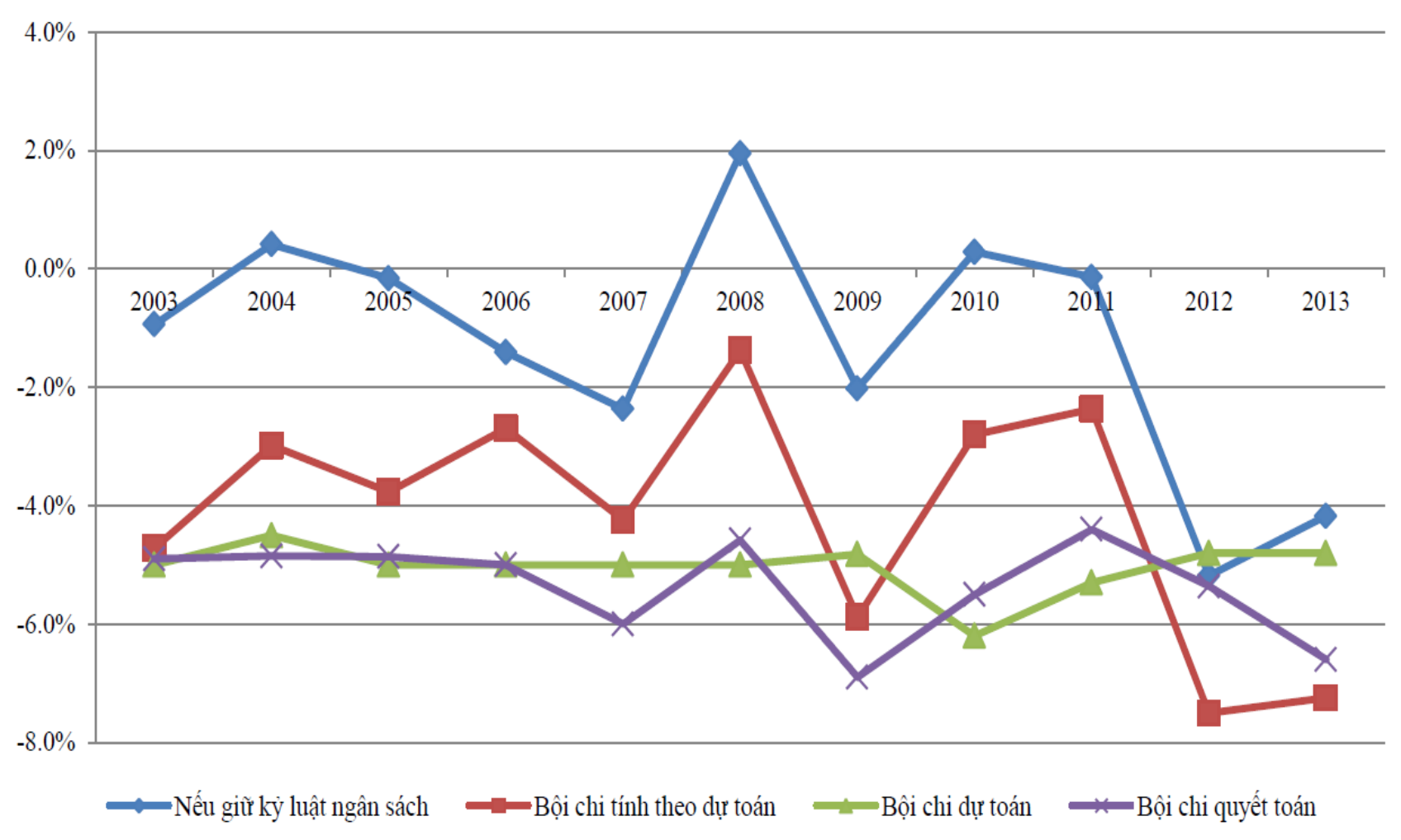
Nguồn: Tính toán từ số liệu báo cáo của Bộ Tài chính

Mức vượt quyết toán thu – chi ngân sách hàng năm so với GDP



Nguồn: Tính toán từ quyết toán ngân sách hàng năm của Bộ Tài chính

Ước tính bội chi ngân sách nếu giữ được kỷ luật tài chính (% GDP)

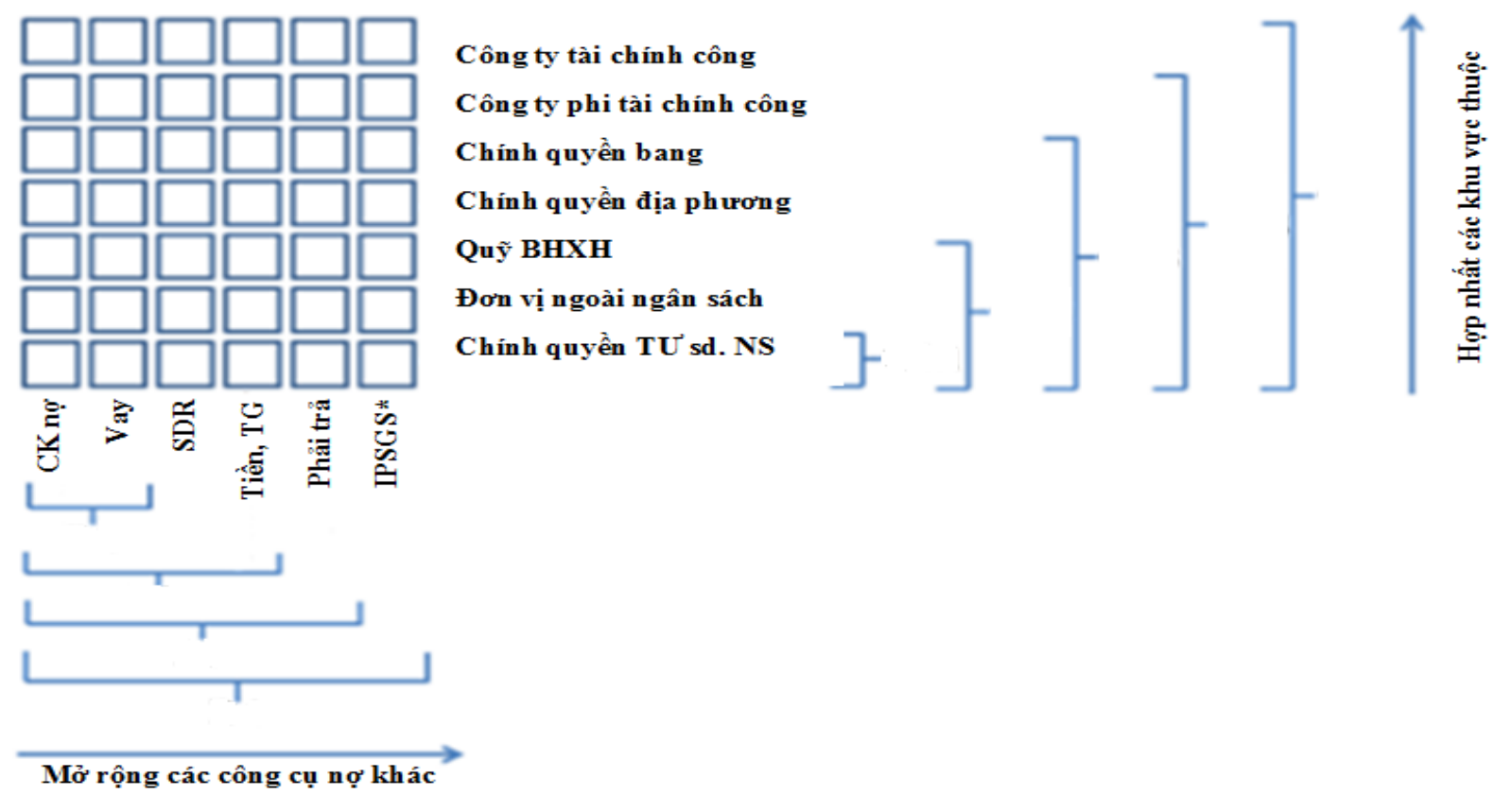


Nguồn: Tính toán từ số liệu báo cáo của Bộ Tài chính

Nợ công và quản lý nợ công

- Khái niệm về nợ công
- Khái niệm về tính bền vững của nợ công
  - Đo lường mức độ bền vững của nợ công
- Đánh giá tính bền vững của nợ công ở Việt Nam
  - Một số chỉ báo về nợ công ở Việt Nam
  - Đánh giá của IMF-WB 2010 về nợ nước ngoài
- Thảo luận về một số nhân tố ảnh hưởng đến tính bền vững của nợ công ở Việt Nam

Định nghĩa nợ công theo cấp chính quyền và công cụ nợ



Ghi chú: quỹ bảo hiểm, quỹ hưu trí, và các cơ chế bảo lãnh tiêu chuẩn hóa
Nguồn: IMF 2012

Khái niệm về nợ công

- **Khái niệm hẹp** (MOF): Nợ công bao gồm nợ chính phủ, nợ được chính phủ bảo lãnh và nợ của chính quyền địa phương
- **Khái niệm rộng** (Hệ thống quản lý nợ và phân tích tài chính – DMFAS - của UNCTAD): Nợ công còn bao gồm các nghĩa vụ nợ của NHTW, các đơn vị trực thuộc chính phủ (kể cả DNNN) ở mọi cấp
- **Sự khác biệt**: Nghĩa vụ nợ phát sinh

Khái niệm về tính bền vững của nợ công

- Mặc dù được thảo luận từ rất lâu, tính bền vững của nợ công vẫn chưa được minh định rõ ràng
  - Tuyệt đối bền vững và tuyệt đối không bền vững?
  - Ngắn, trung, và dài hạn?
  - Tương tác giữa các nhân tố ảnh hưởng?
  - Xác suất và mức độ của nhân tố bất định?
- Cách tiếp cận đánh giá vị thế nợ bền vững:
  - Lý thuyết
  - Định lượng
  - Thực tiễn

Cách tiếp cận lý thuyết

- **Ràng buộc ngân sách của chính phủ**: chi tiêu của chính phủ cộng với chi phí trả nợ hiện tại bằng doanh thu thuế hiện tại cộng với nợ mới phát hành

$$G_t + i_t D_{t-1} + D_{t-1} = T_t + D_t + (H_t - H_{t-1}) \qquad (1)$$

- G_t là mức chi tiêu ngân sách cơ bản năm *t*
- i_t là lãi suất vay nợ danh nghĩa
- D_t, D_{t-1} là dư nợ năm t, t-1
- T_t là doanh thu thuế năm t.
- H_t, H_{t-1} là cơ sở tiền năm t, t-1

Sắp xếp lại đẳng thức (1)

$$G_t + i_t D_{t-1} = T_t + (D_t - D_{t-1}) + (H_t - H_{t-1}) \qquad (2)$$

- Chia hai vế của đẳng thức (2) cho GDP danh nghĩa để có được tỷ lệ so với GDP tương ứng:

$$g_t + \hat{r}_t d_{t-1} = t_t + (d_t - d_{t-1}) + (h_t - h_{t-1}) \qquad (3)$$

- Trong đó, $\hat{r}_t \equiv \frac{1+i_t}{(1+\pi_t)(1+\gamma_t)} - 1 \cong i_t - \pi_t - \gamma_t$

Biến đổi (3)

- Đặt, $\omega_t = t_t - g_t$ và $s_t = h_t - h_{t-1}$
- Thay vào (3) và chuyển vế một số hạng tử, ta được:

$$(d_t - d_{t-1}) = \hat{r}_t d_{t-1} - \omega_t - s_t \qquad (4)$$

- Hàm ý gì?

Biến đổi (4), chia hai vế cho d_{t-1}, ta có

$$\frac{d_t - d_{t-1}}{d_{t-1}} = \hat{r}_t - \frac{\omega_t}{d_{t-1}} - \frac{s_t}{d_{t-1}}$$

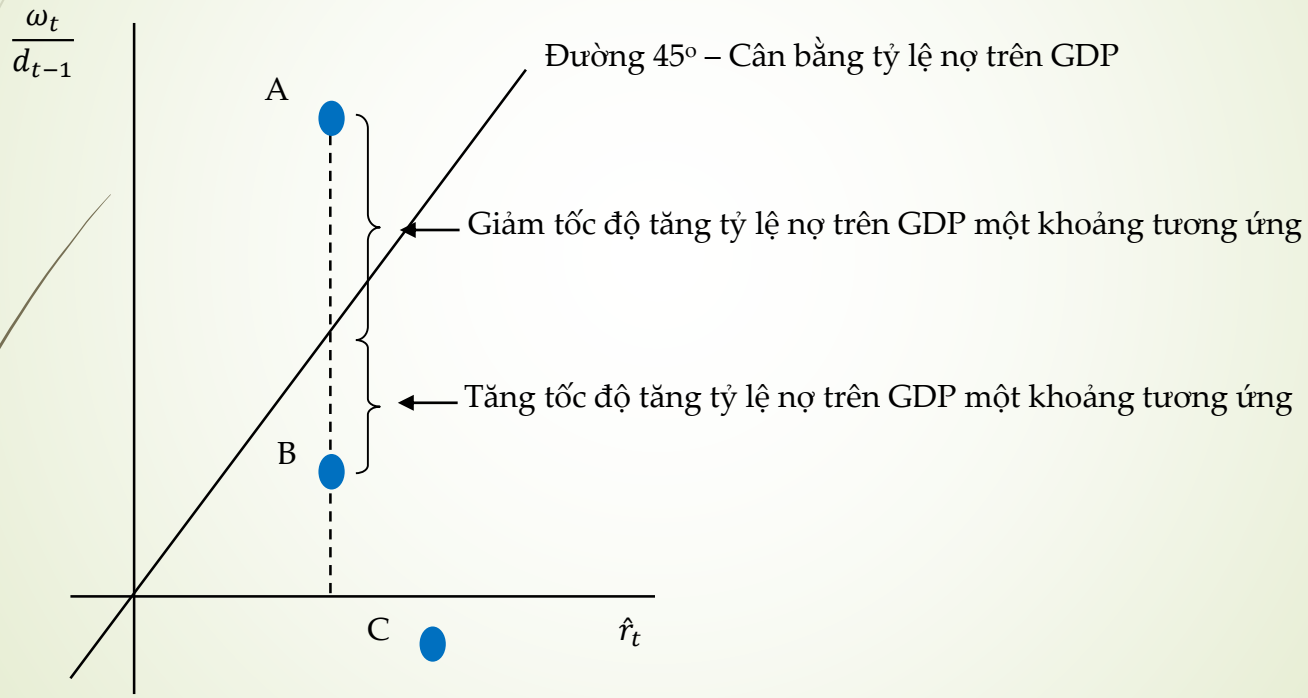
- Hàm ý gì?

- Tạm thời bỏ qua yếu tố thuế lạm phát:

$$\frac{\omega_t}{d_{t-1}} = \hat{r}_t \Rightarrow \frac{\Omega_t}{D_{t-1}} = \hat{r}_t$$

- Hàm ý gì?

Lãi suất thực hiệu dụng và cân bằng tài khóa cơ bản



Giới hạn ngân sách "cứng"

$$d_{t-1} = \sum_{i=0}^{\infty} \frac{\omega_{t+i} + s_{t+i}}{(1+\hat{r})^{i+1}} + \lim_{i\to\infty} \frac{d_{t+i}}{(1+\hat{r})^{i+1}}$$

- Giới hạn ngân sách "cứng", không tài trợ Ponzi:

$$d_{t-1} = \sum_{i=0}^{\infty} \frac{\omega_{t+i} + s_{t+i}}{(1+\hat{r})^{i+1}}$$

Cách tiếp cận lý thuyết

- Yêu cầu về ràng buộc ngân sách áp đặt một số giới hạn cho cân bằng ngân sách cơ bản: giá trị hiện tại của thặng dư ngân sách phải lớn hơn hoặc bằng giá trị hiện tại của khoản nợ công ban đầu – nghĩa là nếu ngân sách đang thâm hụt và nợ công là một số dương thì ngân sách tương lai buộc phải thặng dư.
- Tuy nhiên, yêu cầu này khá lỏng lẻo: Nợ công sẽ bền vững miễn là tốc độ tăng nợ công nhỏ hơn lãi suất thực của khoản nợ công mới tăng thêm này:
  - Cam kết thặng dư ngân sách tương lai thiếu tin cậy (ví dụ giảm chi) và không hiệu quả (ví dụ tăng thu)

Cách tiếp cận định lượng

- Nếu chuỗi thời gian của nợ công là không dừng (nonstationary)—tức là nếu tỷ lệ nợ thực/GDP liên tục tăng và vượt quá giá trị hiện tại của các khoản thặng dư ngân sách trong tương lai thì nợ công không bền vững
- Cách tiếp cận này có một số khó khăn:
  - Khi tỷ lệ nợ/GDP không tăng nhưng vốn dĩ đã ở mức rất cao?
  - Tỷ lệ chiết khấu thích hợp?

Cách tiếp cận thực tiễn

- Dựa vào một số chỉ báo trong ngắn, trung, dài hạn và so với "ngưỡng nguy hiểm" cũng như với giá trị trung bình trong quá khứ

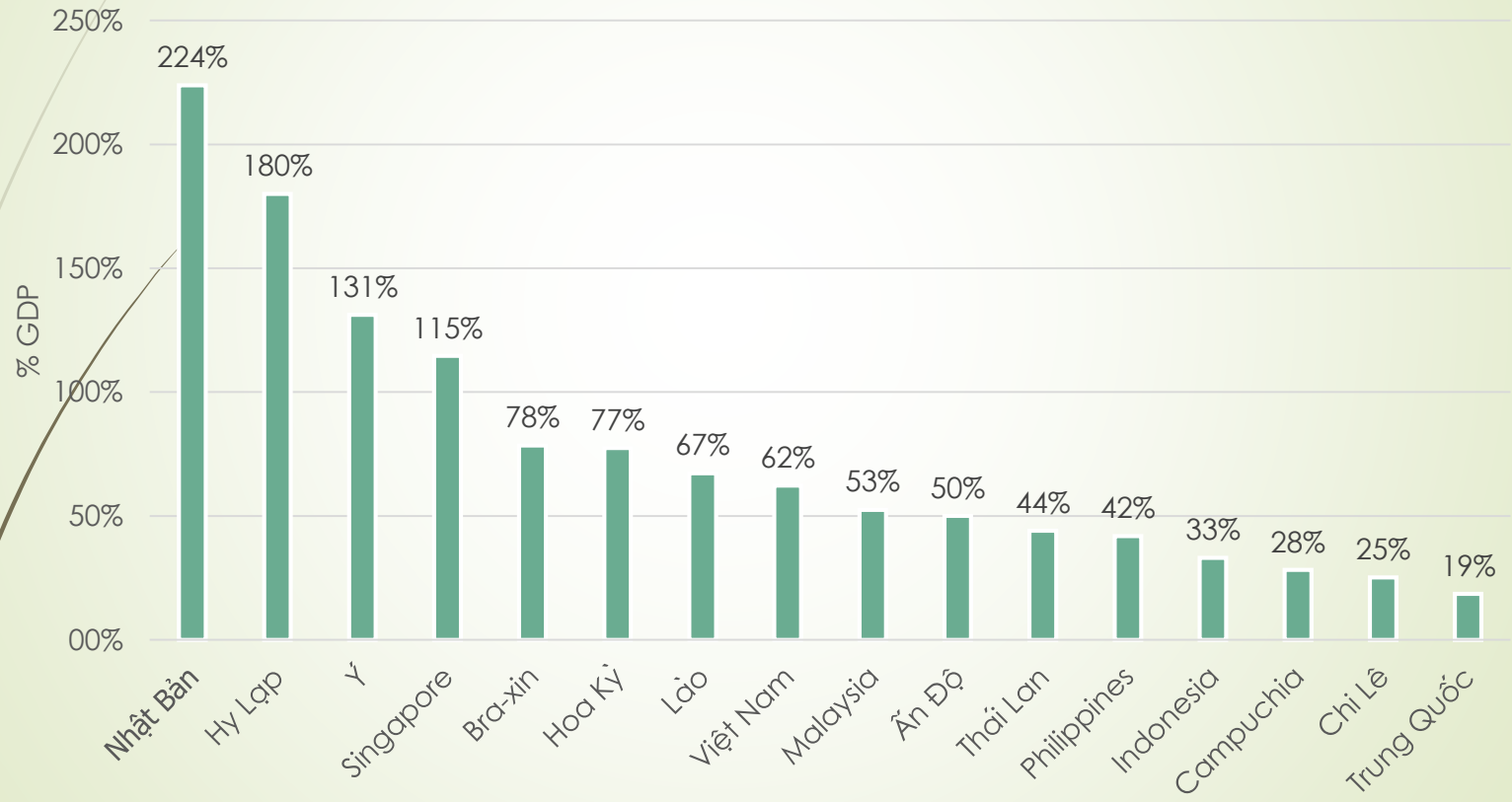
Chỉ báo	Ngắn hạn	Trung hạn	Dài hạn	Trung bình quá khứ
Nợ/GDP				
Nợ/thu NS				
Nợ/xuất khẩu				
Trả nợ/GDP				
…				

Các chỉ tiêu về nợ công và nợ nước ngoài của quốc gia

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014(R)	2015(P)
Nợ công so với tổng sản phẩm quốc dân (GDP) (%) (*)	54,9	50,8	54,5	58,0	61,0
Nợ nước ngoài của quốc gia so với GDP (%) (*)	41,5	37,4	37,3	38,3	42,0
Nghĩa vụ trả nợ nước ngoài trung, dài hạn của quốc gia so với tổng kim ngạch xuất khẩu hàng hoá và dịch vụ (%)	3,5	3,5	4,3	4,1	4,0
Dư nợ chính phủ so với GDP (%) (*)	43,2	39,4	42,6	46,4	49,2
Dư nợ chính phủ so với thu ngân sách (%)	162,0	172,0	184,4	211,5	206,8
Nghĩa vụ trả nợ của Chính phủ so với thu NSNN (%)	15,6	14,6	12,6	13,8	14,9
Nghĩa vụ nợ dự phòng so với thu ngân sách (%)	6,7	9,8	9,7	8,5	11,8
Hạn mức vay thương mại nước ngoài và bảo lãnh vay nước ngoài của Chính phủ (triệu USD)	3.500,0	3.500,0	1.800,0	2.800,0	2.500,0

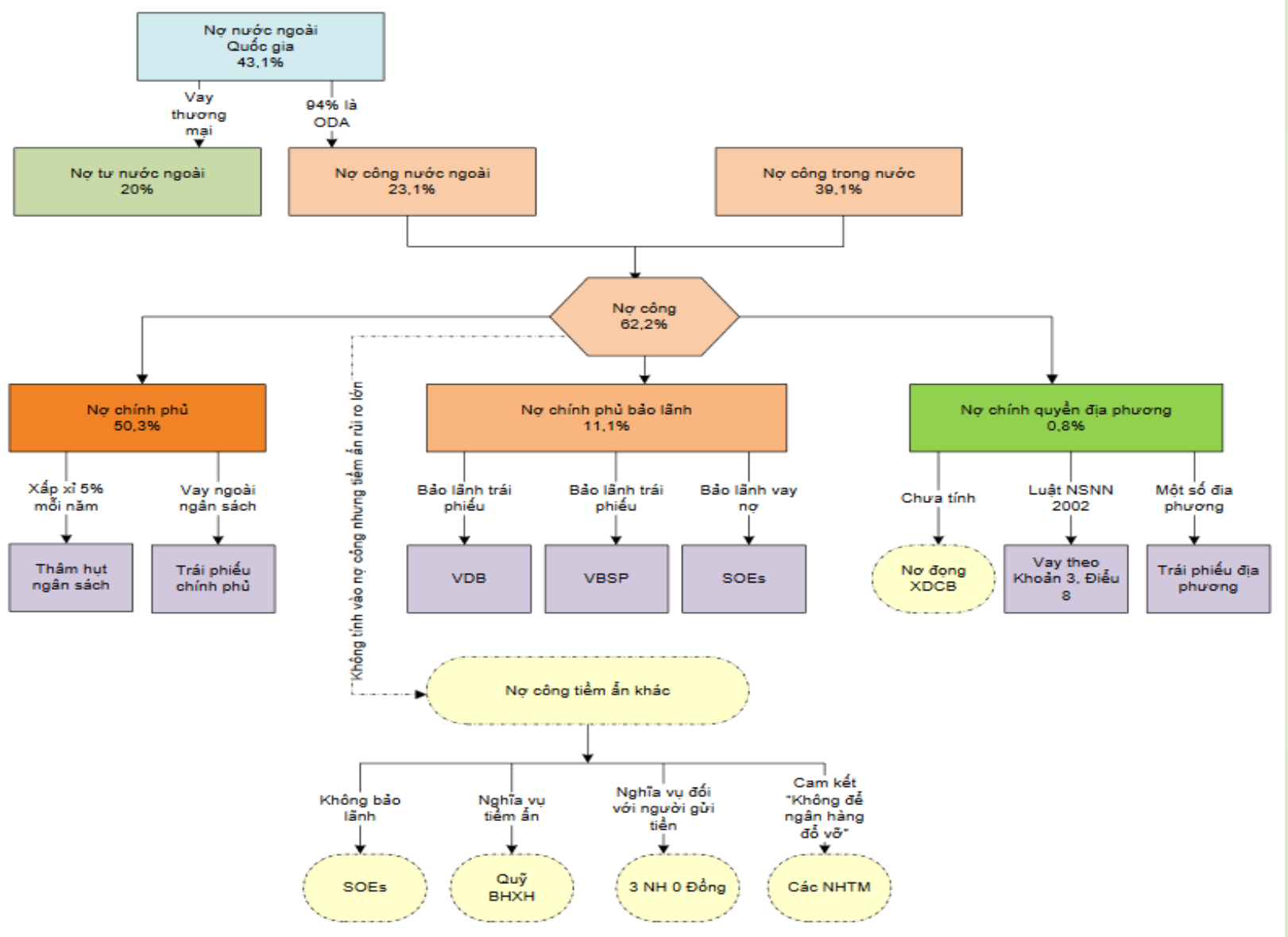
Nguồn: Bản tin nợ công số 5

Nợ công/GDP của một số nền kinh tế



Nguồn: CIA Factbook

Nguồn nợ công của Việt Nam 2012

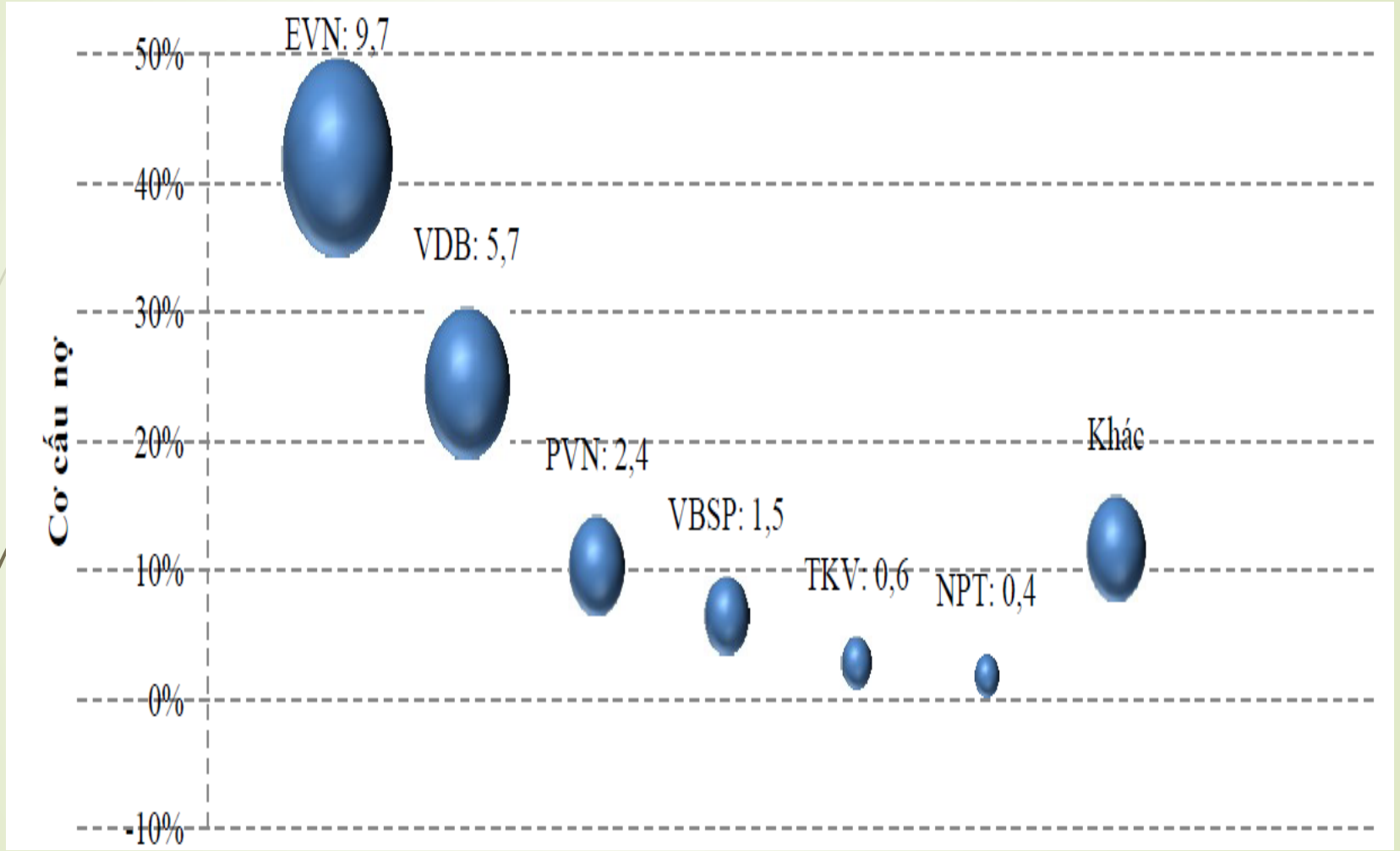


Nguồn: Đỗ Thiên Anh Tuấn 2016

Tóm tắt nợ công Việt Nam 2015

	% Nợ công	% GDP
Nợ chính phủ	80,30%	49,95%
Nợ Chính phủ bảo lãnh	18,20%	11,32%
Nợ chính quyền địa phương	1,50%	0,93%

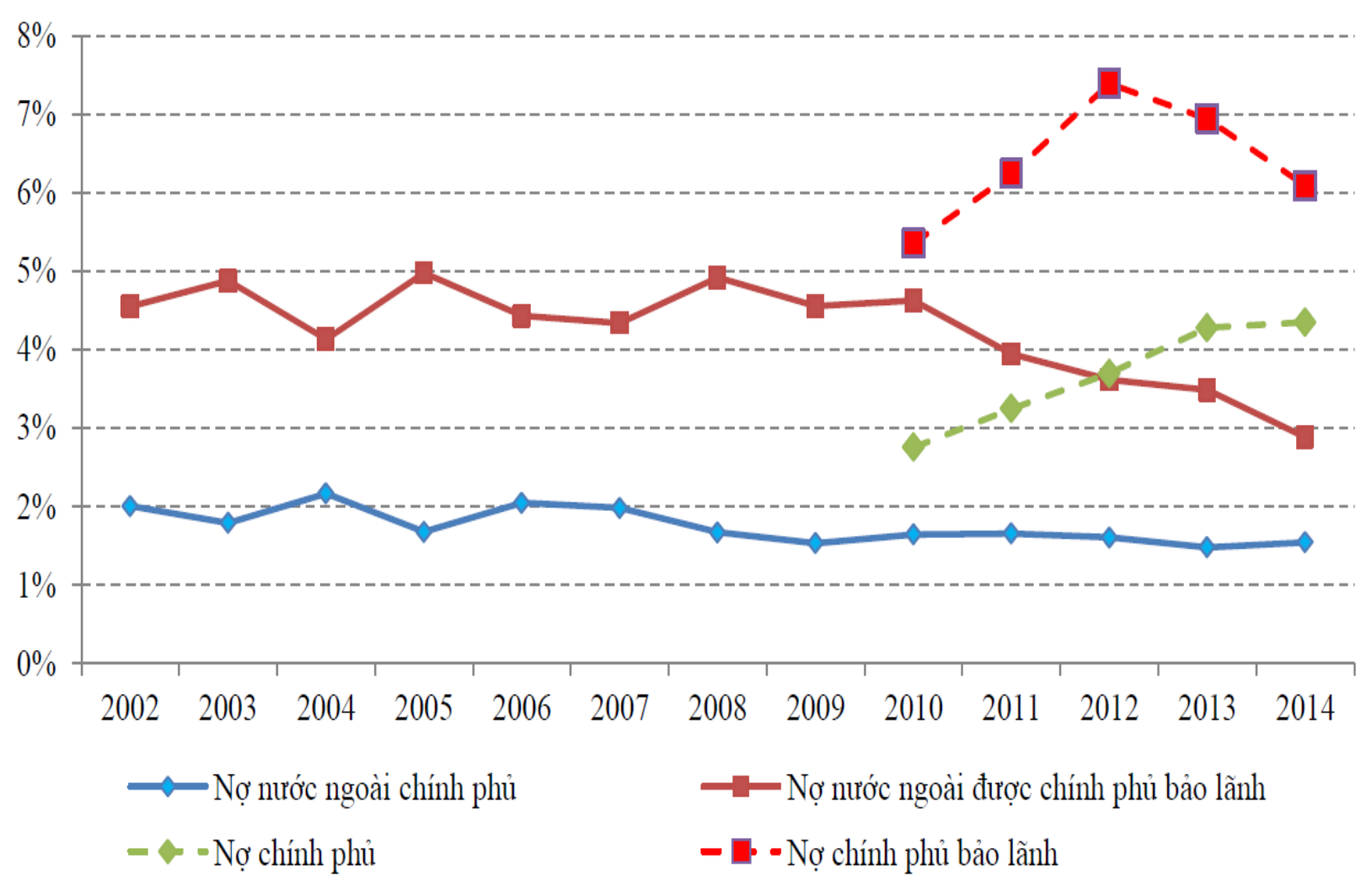
Nợ chính phủ bảo lãnh của các DNNN



Nguồn: Tổng hợp từ nhiều nguồn khác nhau

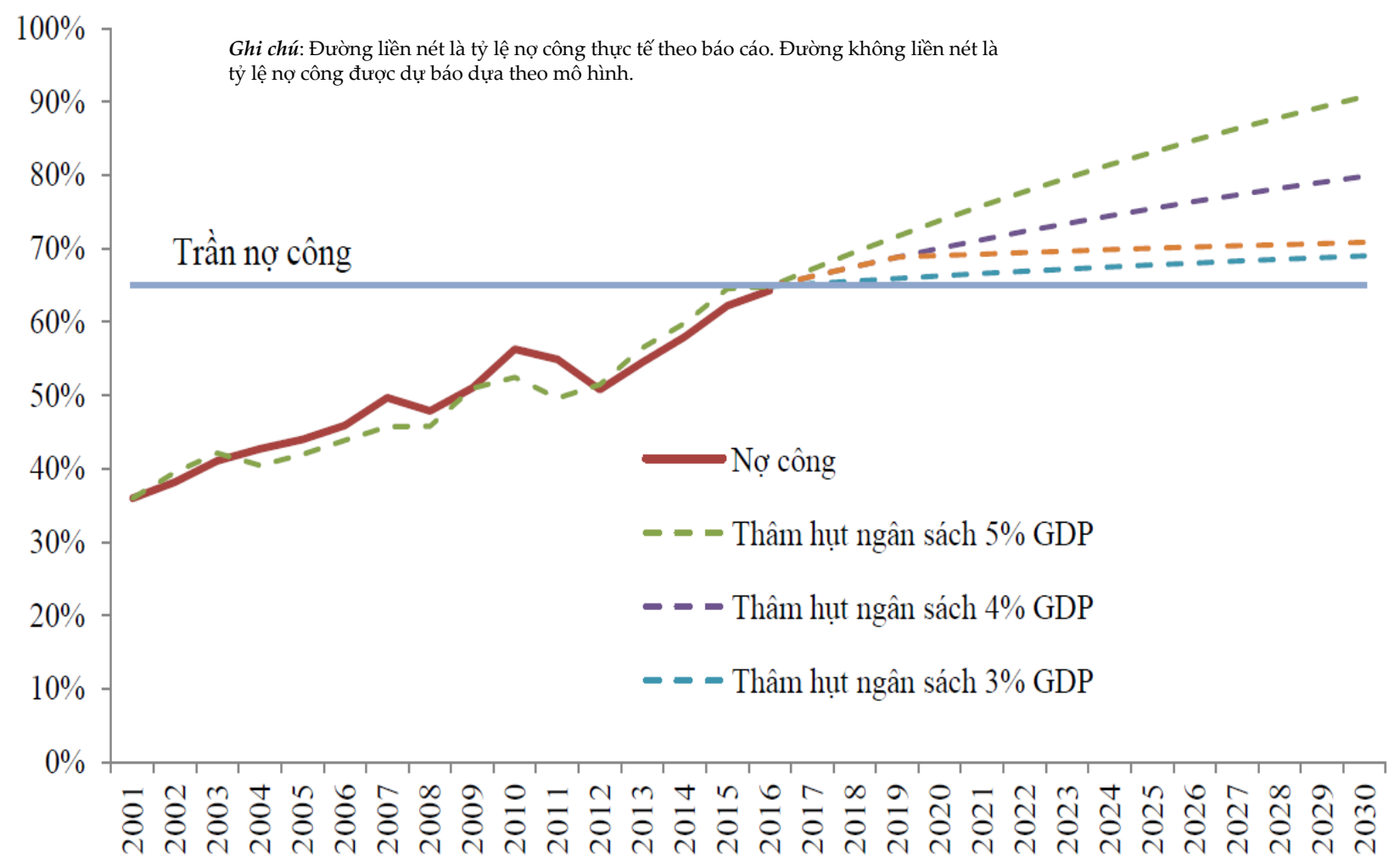
Ghi chú: Kích thước hình là quy mô nợ chính phủ bảo lãnh cho các DNNN. Đơn vị tính là tỉ USD.

Lãi suất vay nợ hiệu dụng của nợ công



Nguồn: Tính toán từ các bản tin nợ nước ngoài và nợ công của Bộ Tài chính

Các kịch bản dự báo xu hướng nợ công (% GDP)



Nguồn: Tính toán của tác giả dựa vào dữ liệu của Bộ Tài chính với các giả định đi kèm

Các nhân tố ảnh hưởng đến tính bền vững của nợ công

- Những nhân tố trong ràng buộc ngân sách:
  - Tỷ lệ nợ công hiện tại
  - Tốc độ tăng nợ công
  - Thu, chi, thâm hụt ngân sách
  - Lãi suất, và tốc độ tăng trưởng kinh tế …
- Những nhân tố khác:
  - Mức độ chặt chẽ của kỷ luật tài khóa
  - Mối quan hệ giữa chính sách tài khóa và tiền tệ
  - Lạm phát và tỷ giá
  - Nghĩa vụ tương lai (bảo hiểm xã hội, già hóa …)
  - Nghĩa vụ phát sinh (nhân tố bất định, DNNN …)

Các mục tiêu quản lý nợ công

Nguồn: Garcia, 2000

Các chỉ tiêu quản lý nợ công của Việt Nam

Các chỉ tiêu	2015	2016-2020	2020	2030
Nợ công so với GDP			65%	60%
Nợ chính phủ so với GDP			55%	50%
Nợ nước ngoài quốc gia			50%	45%
Nợ nước ngoài của chính phủ trong tổng nợ công			50%	
Nợ vay ODA so với tổng nợ nước ngoài của chính phủ			60%	
Nghĩa vụ trả nợ trực tiếp của Chính phủ (không kể cho vay lại) so với thu NSNN			25%	
Nghĩa vụ trả nợ nước ngoài của quốc gia hàng năm so với kim ngạch xuất khẩu			25%	
Tỷ lệ dự trữ ngoại hối của nhà nước so với tổng dư nợ nước ngoài ngắn hạn			200%	
Bội chi ngân sách (cả trái phiếu)	4,50%	4,00%	3%	

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ Quyết định 958/2012/QD-TTg

Làm sao để giảm nợ công?

- Trả bớt nợ => Làm sao trả bớt nợ?
- Tăng trưởng GDP => làm sao tăng trưởng?
- Giảm thâm hụt ngân sách => làm sao giảm thâm hụt?
- Giảm quy mô khu vực công => làm sao giảm quy mô?
- Tăng hiệu quả vốn đầu tư công => làm sao tăng hiệu quả vốn đầu tư?
- Tăng năng suất lao động => làm sao tăng năng suất lao động?

Quản lý rủi ro nợ công

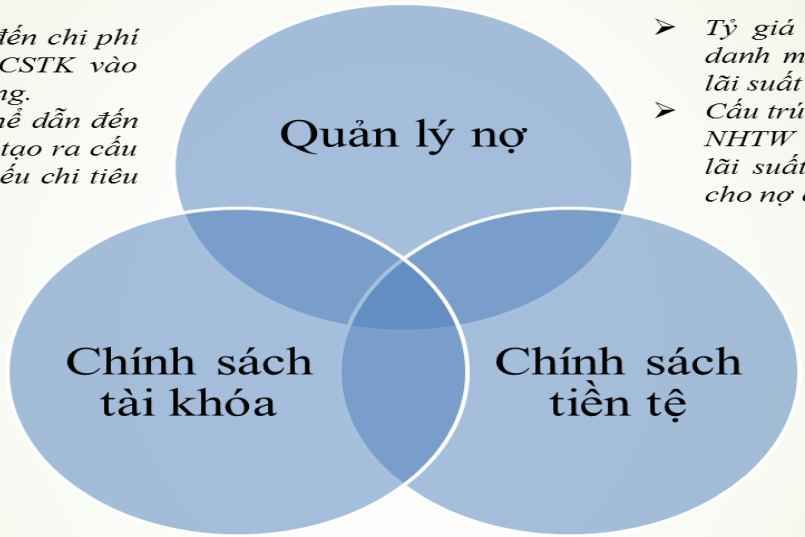
- Rủi ro thị trường: Chủ yếu liên quan đến sự thăng giáng thất thường của thị trường.
- Rủi ro lãi suất: Đối với các khoản nợ có lãi suất thả nổi hoặc không được phòng vệ
- Rủi ro về dòng tiền: Nợ ngắn hạn sv. tổng nợ và dự trữ ngoại hối
- Rủi ro về tỷ giá: Tỷ lệ nợ bằng ngoại tệ có giá biến động thất thường (lên giá)

Một số đặc tính của nợ công

- Nguồn gốc nợ:
  - Nước ngoài sv. trong nước
- Điều kiện nợ:
  - Ưu đãi sv. thương mại
- Sử dụng nợ:
  - Thu hồi chi phí sv. dự án xã hội
- Nguồn không phải nợ:
  - Viện trợ nước ngoài không hoàn lại
  - Đóng góp cộng đồng

Điều phối giữa các chính sách kinh tế vĩ mô và chính sách quản lý nợ

- *Cấu trúc nợ tác động đến chi phí trả nợ và có thể đặt CSTK vào tình trạng thiếu bền vững.*
- *Chi tiêu quá mức có thể dẫn đến gia tăng quy mô nợ và tạo ra cấu trúc nợ không hợp lý nếu chi tiêu đó là không bền vững.*

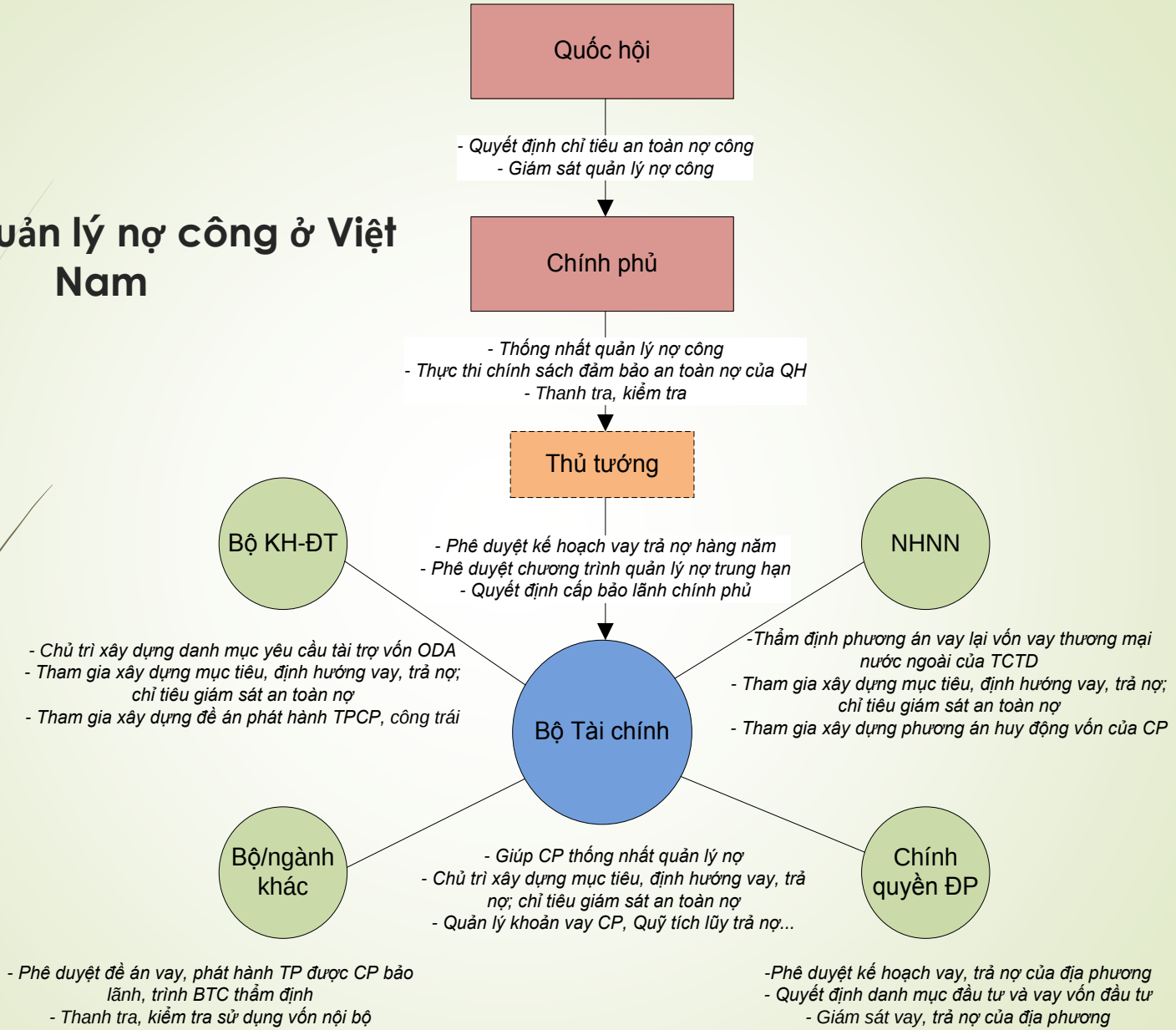


- *Tỷ giá và lãi suất có tác động lên danh mục nợ CP dưới góc độ rủi ro lãi suất và tỷ giá.*
- *Cấu trúc nợ không phù hợp có thể đặt NHTW vào tình thế phải điều chỉnh lãi suất và tỷ giá nhằm giảm rủi ro cho nợ công.*

- *Lạm phát cao và biến động lãi suất có thể làm giảm nguồn thu thuế và làm chậm tăng trưởng kinh tế. Chính sách vô hiệu hóa và thâm hụt tựa tài khóa có thể trực tiếp làm tăng nợ công.*
- *Quản lý tài khóa yếu kém và nợ so với GDP cao có thể làm tăng sự kỳ vọng về lạm phát, dẫn đến việc gia tănglãi suất và giảm giá nội tệ.*

Nguồn: Togo (2007)

Tổ chức quản lý nợ công ở Việt Nam



Nguồn: Tác giả sơ đồ hóa từ Luật Quản lý nợ công 2009

Một số nguyên lý quản lý rủi ro nợ công

- Tính chất nợ của DNNN và chính phủ khác nhau, cần có biện pháp quản lý thích hợp
- Không nên chấp nhận rủi ro khi không có biện pháp hữu hiệu để thấu hiểu và quản lý
- Không nên chấp nhận một mức độ rủi ro (trong mối tương quan với tổng nguồn vốn) vượt quá một ngưỡng an toàn
- Không nên chấp nhận rủi ro nếu không có một sự đền bù thỏa đáng