

# AN TOÀN VĨ MÔ DƯỚI GÓC NHÌN TỪ CÁN CÂN THANH TOÁN QUỐC TẾ

Cán cân thanh toán với vai trò là bảng cân đối ghi sổ kép giao dịch hoạt động kinh tế đối ngoại của một nước với phần còn lại của thế giới trong khoảng thời gian nhất định, trong đó cán cân vãng lai là thành phần chính cùng với cán cân vốn phản ánh tình trạng tiết kiệm và đầu tư của một quốc gia trong nền kinh tế mở. Phân tích diễn biến cán cân thanh toán đóng vai trò quan trọng trong việc đưa ra nhận định về rủi ro kinh tế vĩ mô qua đó cùng với các chỉ số kinh tế khác phản ánh sự hiệu quả trong điều hành chính sách tài khóa. Những thay đổi diễn biến về số liệu thống kê trên cán cân thanh toán có thể sử dụng để hình thành cơ chế cảnh báo sớm giúp các nhà hoạch định chính sách có những điều chỉnh kịp thời để giảm thiểu các rủi ro và các cú sốc từ bên ngoài trong bối cảnh nền kinh tế trong nước đang hội nhập sâu rộng với các đối tác thương mại lớn trên thế giới. Bài viết sử dụng số liệu đã được công bố về cán cân thanh toán của Việt Nam để phân tích rủi ro

## 1. Tổng quan thực trạng cán cân thanh toán Việt Nam

Trong hơn hai thập niên qua, cùng với quá trình cải cách và mở cửa, nền kinh tế Việt Nam ngày càng hội nhập sâu rộng vào kinh tế khu vực và thế giới. Các quan hệ kinh tế giữa Việt Nam và các nước cũng ngày càng đa dạng. Quá trình hội nhập cũng kéo theo nhiều ảnh hưởng của các biến động kinh tế từ bên ngoài đến nền kinh tế Việt Nam. Trong đó, phải kể đến là tình trạng mất cân đối cán cân thanh toán mà nguyên nhân chủ yếu là do thâm hụt cán cân vãng lai.

Cán cân vãng lai ở Việt Nam kể từ giữa thập niên 2000 diễn biến theo lai xu hướng rõ rệt đó là tình trạng thâm hụt kéo dài đến trước năm 2010 do chính sách mở cửa thương mại và tăng trưởng kinh tế nóng kéo theo nhu cầu nhập khẩu các tư liệu đầu vào phục vụ cho sản xuất đầu tư trong nước; và vấn đề thặng dư liên tiếp kể từ năm 2011 đến nay. Trong xu hướng thứ nhất, sự gia tăng thâm hụt thương mại là nguyên nhân chủ yếu làm thâm hụt cán cân vãng lai, tăng thêm gánh nặng đối với cán cân thanh toán.

Thương mại hàng hóa là yếu tố chính gây ra thâm hụt tài khoản vãng lai. Thặng dư cán cân vãng lai của Việt Nam bắt đầu đi xuống từ quý 3 năm 2018 (-

616 triệu USD)<sup>1</sup>. Trong xu hướng thứ hai, kể từ năm 2011 trở lại đây, cán cân vãng lai liên tục được cải thiện trong trạng thái thặng dư, do giá trị hàng xuất khẩu tăng nhanh trong khi tốc độ tăng giá trị hàng nhập khẩu giảm dần.

Cán cân tài chính Việt Nam thâm hụt chủ yếu do chính sách mở cửa thị trường dịch vụ tài chính sau hội nhập. Việc mở cửa thị trường tài chính những năm qua đã thu hút một lượng lớn dòng vốn FPI vào Việt Nam. Lượng vốn FPI gia tăng đột biến và đạt mức cao nhất vào năm 2007 (khoảng 6,24 tỷ USD), Tuy nhiên, những năm sau đó, hiện tượng tháo lui dòng vốn FPI đã diễn ra. Quy mô dòng vốn FPI vào Việt Nam đã giảm sút đáng kể. Mặc dù, sau đó dòng vốn FPI đã có sự hồi phục nhưng chưa đạt được mức cao của năm 2007. Xu hướng đáng chú ý khác là dòng vốn FDI của Việt Nam ra nước ngoài liên tục tăng trong giai đoạn từ 2005 đến nay.

Thâm hụt cán cân vãng lai liên tục từ 2005 - 2010 đã tạo ra gánh nặng đối với cán cân thanh toán tổng thể của Việt Nam, gây ra thâm hụt liên tiếp trong hai năm 2009 - 2010, trong đó mức thâm hụt lớn nhất vào năm 2009 (khoảng 8,5 tỷ USD). Thâm hụt cán cân tổng thể đã trực tiếp ảnh hưởng đến tài sản dự trữ ngoại hối quốc gia, giảm xuống còn 3,3 tuần nhập khẩu trong năm 2009. Kể từ năm 2010, nhờ sự hồi phục của xuất khẩu nên cán cân thanh toán đã có sự cải thiện đáng kể và đến nay, đạt mức thặng dư khoảng gần 13 tỷ USD. Các chuyên gia kinh tế trong nước và quốc tế cho rằng, nguyên nhân dẫn đến tình trạng bất ổn cán cân thanh toán trong và sau giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 là sự mất cân đối về kinh tế vĩ mô, ngoài ra một số nguyên nhân khác đến từ những tác động tiêu cực trong điều hành chính sách thương mại và đầu tư sau hội nhập.

## **2. Phân tích các rủi ro cán cân thanh toán Việt Nam**

### **2.1. Tổng quan rủi ro cán cân thanh toán**

Về mặt lý thuyết, phân tích cán cân thanh toán có thể giúp nhận biết các rủi ro của nền kinh tế như rủi ro dịch chuyển dòng vốn, rủi ro khả năng can thiệp bằng CSTT, rủi ro khả năng chịu tác động từ các cú sốc bên ngoài qua phân tích dự trữ ngoại hối và tài khoản tài chính, rủi ro tỷ giá, lạm phát, rủi ro về an ninh tài chính và xếp hạng tín nhiệm quốc gia... Các rủi ro được nhận biết trên cơ sở phân tích nguy cơ mất cân đối cán cân thanh toán hay qua phân tích cơ cấu của

<sup>1</sup> <https://www.bvsc.com.vn/>

từng cán cân bộ phận, đặc biệt là tài khoản vãng lai, tỷ lệ bù đắp dự trữ ngoại hối, diễn biến cán cân vốn và tài chính. Phân tích về các rủi ro cán cân thanh toán sẽ tạo điều kiện hình thành cơ chế cảnh báo sớm phục vụ cho điều hành chính sách vĩ mô.

Hiện tượng mất cân đối cán cân thanh toán xảy ra trong trường hợp nền kinh tế trong nước sử dụng tài sản mua hàng hóa và dịch vụ nước ngoài, trong khi chưa cân đối được nguồn thu (từ việc xuất khẩu hàng hóa dịch vụ và đầu tư nước ngoài) dẫn đến mất khả năng thanh toán tạm thời cho các nhu cầu nói trên. Điều này có thể phải cân đối bằng các nguồn vay nợ nước ngoài. Hay nói cách khác, cân đối tài khoản vãng lai và tài khoản vốn có thể cho biết nền kinh tế đang trong tình trạng cho nước ngoài vay hay nền kinh tế đang trong tình trạng vay nợ nước ngoài.

Nhìn trên góc độ tài khoản quốc gia, thâm hụt cán cân vãng lai là tình trạng tiêu dùng và đầu tư vượt quá khả năng sản xuất và phần vượt quá này được đáp ứng bằng nguồn ngoại tệ từ các kênh như vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), đầu tư gián tiếp nước ngoài (FPI), kiều hối, hỗ trợ phát triển chính thức (ODA) và dự trữ chính thức. Nếu các nguồn này không đủ để thanh toán cho nhu cầu nhập khẩu, phải sử dụng các khoản vay ngắn hạn, dài hạn để thanh toán, từ đó sẽ phát sinh rủi ro thanh toán nợ nước ngoài. Thêm vào đó, việc dựa vào các nguồn đầu tư và tài trợ từ bên ngoài trong nền kinh tế mở sẽ làm tăng rủi ro về mất cân đối kinh tế vĩ mô trong nước trước những cú sốc từ bên ngoài, bằng chứng là khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997 và khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, hay các cú sốc về điều chỉnh CSTT của các nước và sự kiện giá dầu giảm trong năm 2014.

Tuy nhiên, cũng phải thừa nhận là, trong nhiều trường hợp có thể “chủ động” tạo thâm hụt cán cân vãng lai khi cần phải thu hút vốn FDI để phát triển kinh tế trong nước. Thâm hụt cán cân vãng lai báo hiệu nền kinh tế đang trong tình trạng đầu tư và tiêu dùng nhiều hơn tiết kiệm. Nếu các nguồn vốn đầu tư không hiệu quả, hay nói cách khác nguồn vốn đầu tư không tạo ra giá trị gia tăng (GTGT) về tài sản có thể tạo ra nguy cơ thâm hụt mang tính cơ cấu trong tương lai, gây xói mòn tài sản dự trữ, gia tăng các khoản nợ nước ngoài và về lâu dài, có thể ảnh hưởng đến an ninh tài chính quốc gia.

Trên thực tế, hiện tượng cán cân vãng lai thâm hụt thường gặp ở các quốc gia mới nổi và đang phát triển khi đầu tư trong nước nhiều hơn tiết kiệm, điều này có thể phản ánh nền kinh tế có sự cải thiện năng lực sản xuất trong nước để tăng GDP tiềm năng, tạo ra lợi thế góp phần nâng cao năng lực cạnh tranh quốc gia. Một số quốc gia mới nổi và đang phát triển như Ấn Độ, In-đô-nê-xi-a, Thái Lan ở trạng thái thâm hụt cán cân vãng lai trong từng giai đoạn ở mức 2-6% GDP mà không gây ra tình trạng bất ổn kinh tế do tình trạng thâm hụt chỉ mang tính tạm thời, có tính chất chu kỳ và không kéo dài. So với nhóm các quốc gia này, Việt Nam có mức thâm hụt cán cân vãng lai thấp hơn và theo chu kỳ 5 năm.

## **2.2. Rủi ro cán cân thanh toán ở Việt Nam**

Có thể khái quát một số rủi ro về cán cân thanh toán đối với Việt ở một số mặt như sau:

Thứ nhất, rủi ro lạm phát nhìn từ thâm hụt cán cân vãng lai

Tình trạng thâm hụt cán cân vãng lai mang tính chất tạm thời, chu kỳ hay dài hạn đều có những ảnh hưởng nhất định làm phát sinh rủi ro lạm phát trong nước và đòi hỏi phải có những điều chỉnh kịp thời về CSTT. Thâm hụt cán cân vãng lai tạm thời có thể làm tăng tỷ giá thực, đồng nội tệ mất giá tương đối so với đồng ngoại tệ. Thâm hụt cán cân vãng lai trong thời gian dài có thể làm tăng kỳ vọng nhà đầu tư về sự mất giá đồng nội tệ, ảnh hưởng làm tăng cầu USD, tăng tỷ giá thực và ảnh hưởng đến lạm phát trong nước.

Trong điều kiện Việt Nam đang điều hành chính sách tỷ giá thả nổi có quản lý neo với đồng USD với biên độ điều chỉnh, tỷ giá thực tăng lên làm NHNN có biện pháp can thiệp trên thị trường ngoại hối để điều tiết cung cầu ngoại tệ và điều chỉnh biên độ tỷ giá, ảnh hưởng trực tiếp đến tích lũy tài sản dự trữ trong nước, gây mất an toàn thanh toán quốc tế trong ngắn hạn. Khi bù đắp dự trữ ngoại hối qua các năm (thể hiện trên mục thay đổi tài sản dự trữ trong bảng cân đối cán cân thanh toán) ở mức thấp, nhu cầu sử dụng nguồn dự trữ để duy trì chế độ tỷ giá hiện tại tăng cao có thể làm tăng thêm rủi ro thanh toán quốc tế. Trên thực tế, rủi ro này đã từng xảy ra trong giai đoạn 2008 - 2010 với mức bù đắp dự trữ ngoại hối ở mức âm sau khi thanh toán các khoản nợ vay, thanh toán nhu cầu nhập khẩu bù đắp dự trữ ngoại hối không. Cán cân vãng lai thâm hụt làm tăng tỷ giá thực, gây rủi ro lạm phát và nguy cơ xói mòn dự trữ ngoại hối.

Trong những năm gần đây, thâm hụt cán cân vãng lai được cải thiện, tỷ giá thực có xu hướng giảm làm giảm áp lực lên lạm phát trong nước. Thực tế những năm qua cũng cho thấy, tác động của cán cân vãng lai đối với lạm phát còn phụ thuộc rất nhiều vào CSTT của NHNN.

#### Thứ hai, rủi ro tỷ giá và dự trữ ngoại hối

Trước những biến động giá thế giới và biến động của đồng USD trong ngắn hạn và năng lực sản xuất trong nước trong dài hạn, rủi ro tỷ giá và dự trữ ngoại hối có thể xảy ra và thường gặp ở các quốc gia đang phát triển có tài khoản vãng lai thâm hụt và chế độ tỷ giá cố định. Dự trữ ngoại hối liên quan đến rất nhiều các vấn đề về thanh toán quốc tế như trả nợ nước ngoài, thanh toán nhập khẩu. Thêm vào đó, còn có vai trò quan trọng trong công tác điều hành tỷ giá, nhất là trong giai đoạn Việt Nam đang duy trì chế độ tỷ giá có sự điều tiết của Nhà nước nhằm mục đích ổn định kinh tế vĩ mô. Ngoài chức năng giúp ổn định lạm phát, trong điều kiện sản xuất trong nước phụ thuộc nhiều vào nguyên vật liệu nhập khẩu, tỷ giá ổn định có thể giúp doanh nghiệp kiểm soát chi phí đầu vào, tạo thêm GTGT trong xuất khẩu. Tuy nhiên, ngược lại để duy trì chế độ tỷ giá ổn định, cần có nguồn dự trữ ngoại hối dồi dào, cần bù đắp hàng năm từ các nguồn xuất khẩu, kiều hối, vốn FDI và FPI, các nguồn vay nợ nước ngoài...

Trong các nguồn trên, nguồn ngoại hối thu được từ xuất khẩu là nguồn với giả định năng lực sản xuất trong nước và kiều hối được nâng cao, trong khi các nguồn vốn FDI và FPI phục vụ cho cải thiện năng lực sản xuất trong nước phụ thuộc nhiều vào yếu tố bên ngoài, cùng với nghĩa vụ trả nợ nước ngoài lại làm thâm hụt cán cân tài chính trong ngắn hạn. Thêm vào đó, các nguồn vốn đầu tư nước ngoài chỉ thực sự bền vững khi giá trị mang lại từ đầu tư cao hơn các chi phí dòng vốn đầu tư. Nguồn lợi nhuận chuyển ra nước ngoài trong tương lai từ các khoản đầu tư này có thể làm tăng thu nhập sơ cấp (bao gồm các khoản thu nhập cổ tức từ FDI và FPI). Trên thực tế, qua quan sát cán cân thanh toán có thể thấy, cán cân thu nhập sơ cấp có xu hướng ngày càng thâm hụt với các khoản thu nhập chuyển ra nước ngoài ngày càng tăng kể từ năm 2005 trở lại đây.

Như vậy, về dài hạn có thể thấy rằng, điểm quan trọng là duy trì tính bền vững của dự trữ ngoại hối và điều này chỉ có thể thực hiện thông qua cải thiện năng lực sản xuất trong nước nhằm tạo ra nguồn thu ngoại hối ổn định trong tương lai. Nếu năng lực sản xuất không được cải thiện do năng suất lao động

thấp, cơ cấu xuất khẩu chủ yếu là các mặt hàng xuất khẩu có GTGT thấp, ngoài việc thể hiện năng lực cạnh tranh quốc gia còn chưa cao, trong dài hạn còn có thể làm giảm tính bền vững của dự trữ ngoại hối.

Điểm tích cực khi phân tích cán cân thanh toán của Việt Nam là mức dự trữ liên tục được bù đắp qua các năm trong giai đoạn từ sau năm 2010 và mức thay đổi dự trữ ngoại hối năm sau cao hơn so với năm trước, đồng thời nghĩa vụ trả nợ ngắn hạn tương đối nhỏ, trong ngắn hạn và trung hạn nhu cầu đối với tài sản dự trữ không lớn. Căn cứ theo khuyến nghị của các tổ chức quốc tế đối với Việt Nam, tài sản dự trữ ở mức an toàn là trong khoảng từ 2 đến 3 tháng nhập khẩu. Từ năm 2014 đến nay, dự trữ ngoại hối chiếm khoảng 2,5 tháng nhập khẩu hàng hóa và dịch vụ, dưới mức 8 tháng trung bình của các nước mới nổi trong khu vực và dưới mức tối thiểu của các quốc gia có chế độ tỷ giá cố định. Như vậy, có thể đánh giá rủi ro dự trữ ngoại hối của Việt Nam ở thời điểm hiện tại và trong ngắn hạn đang ở mức cao, trong dài hạn, rủi ro ngoại hối có thể giảm do dự trữ ngoại hối tiếp tục được củng cố do tốc độ tăng trưởng thặng dư cán cân vãng lai ngày càng lớn (từ 0,2% GDP lên 5,6% GDP năm 2013) và còn có thể tiếp tục tăng do năng suất trong nước của các doanh nghiệp FDI xuất khẩu được cải thiện.

Giống như các quốc gia đang phát triển khác trong khu vực, thiếu vốn và công nghệ sản xuất dẫn đến phải nhập khẩu một lượng lớn các tài sản là vốn và tư liệu sản xuất từ nước ngoài để phục vụ cho sản xuất đầu vào, điều này có thể gây thâm hụt cán cân vãng lai. Trong trường hợp này, rủi ro về khả năng thanh toán phụ thuộc vào hiệu quả đầu tư trong tương lai. Các quốc gia cần phân bổ hiệu quả các nguồn lực đầu tư vào các nội dung ưu tiên có thể mang lại GTGT cao như đầu tư vào công nghiệp xuất khẩu và nâng cao năng lực sản xuất trong nước.

Đơn cử, qua phân tích dòng vốn đầu tư toàn xã hội, đóng góp vào tổng cầu, giai đoạn 2003 - 2010 có thể thấy, ngành công nghiệp chế biến của Việt Nam ngày càng chiếm tỷ trọng lớn trong tổng vốn đầu tư toàn xã hội, đây cũng là khu vực tạo ra GTGT trong xuất khẩu. Tuy nhiên, cũng phải thừa nhận, tăng trưởng xuất khẩu trong giai đoạn 2011 - 2017 là do sự tăng trưởng của khu vực FDI ở các ngành hàng điện tử, điện thoại và máy ảnh, đây là nhóm mặt hàng mà

Việt Nam vẫn chủ yếu thực hiện công đoạn lắp ráp, chưa thực sự tạo ra nhiều GTGT cho nền kinh tế.

Các khuyến nghị tại Điều khoản IV của IMF (Quỹ tiền tệ quốc tế) đã đưa ra một số giải pháp cần thiết để chuyển đổi sang ngành công nghiệp xuất khẩu có GTGT cao hơn trong dài hạn. Những biện pháp này bao gồm phát triển nguồn nhân lực, cải thiện HTCS và môi trường kinh doanh, khuyến khích phát triển CNHT. Việt Nam cũng đồng ý với quan điểm này và đang hướng tới nâng cao tỷ trọng các ngành công nghiệp có GTGT cao, cùng với việc hoạch định chiến lược nhằm cải thiện HTCS, giáo dục và môi trường kinh doanh.

Kể từ năm 2010 trở lại đây, nhờ niềm tin về môi trường kinh tế trong nước và chủ trương khuyến khích kiều bào về nước đầu tư như cho phép gửi và nhận kiều hối bằng ngoại tệ, không bắt buộc phải gửi tiết kiệm vào ngân hàng hoặc bán cho ngân hàng, nhờ đó chuyển giao vãng lai ròng luôn ở mức trên 6,4 tỷ USD và có xu hướng tăng qua các năm. Các khoản chuyển giao, đặc biệt là các khoản chuyển giao của tư nhân, đã góp phần không nhỏ vào việc cải thiện cán cân vãng lai cũng như cán cân tổng thể. Các khoản chuyển giao vãng lai của khu vực tư nhân chiếm tỷ trọng lớn trong tổng mức chuyển giao vãng lai ròng hàng năm của Việt Nam. Các khoản chuyển giao của tư nhân chủ yếu là các khoản kiều hối của người Việt Nam ở nước ngoài chuyển về nước ngày càng tăng, tạo ra mức thặng dư trong chuyển giao vãng lai một chiều, giúp cải thiện một phần tình trạng thâm hụt cán cân vãng lai của Việt Nam. Tuy nhiên, mặt trái của kiều hối nếu không có chính sách kiểm soát và định hướng vào nâng cao năng lực sản xuất trong nước sẽ gây phân tán hiệu quả nguồn lực đầu tư. Trong trường hợp này, nguồn lực này làm tăng nhu cầu tiêu dùng tư nhân, có thể gây mất cung cầu hàng hóa là nguyên nhân dẫn đến tình trạng lạm phát.

### Thứ ba, rủi ro hiệu quả dòng vốn gián tiếp

Nguồn vốn đầu tư nước ngoài đóng vai trò rất quan trọng đối với sự phát triển của các quốc gia trên thế giới nói chung cũng như Việt Nam nói riêng. Nguồn vốn này bao gồm vốn FDI và FPI. Trong khi FDI có vai trò thúc đẩy sản xuất thì FPI lại có vai trò thúc đẩy thị trường tài chính phát triển theo hướng nâng cao hiệu quả hoạt động, mở rộng quy mô và tăng tính minh bạch. Lượng vốn FDI tại thời điểm cuối năm 2017 cao hơn khoảng 6,4 lần so với lượng vốn FPI. Thêm vào đó, vốn FPI chịu ảnh hưởng của suy thoái kinh tế nhanh và mạnh

hơn so với FDI, dưới tác động của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, lượng vốn FDI giảm 26% trong khi lượng vốn FPI sụt giảm mạnh tới 113%.

Tương tự dòng vốn FDI, nếu không có cơ chế hấp thụ các dòng vốn FPI hiệu quả, thì ngoài việc gây lãng phí nguồn lực, còn gây ra rủi ro rút vốn đầu tư ra khỏi nền kinh tế mỗi khi có các cú sốc đối với kinh tế toàn cầu, gây bất ổn thị trường vốn trong nước. Điều này đã được minh chứng trong cuộc khủng hoảng năm 1997, khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 với dòng vốn FPI của các nhà đầu tư nước ngoài thông qua các quỹ đầu tư vào nền kinh tế lên mức đỉnh gần 7 tỷ USD vào năm 2017, chiếm 8% GDP, chủ yếu đầu tư vào cổ phiếu và các thương vụ mua bán và sáp nhập trong lĩnh vực đầu tư BĐS, đã đẩy giá tài sản (chủ yếu là BĐS) lên cao, tạo ra hiện tượng “bong bóng” tài sản, gây ra tác động xấu đến tăng trưởng do các nguồn lực của nền kinh tế không được phân bổ vào các mục đích tối ưu và giai đoạn bất ổn kinh tế kéo dài sau đó do nợ xấu. Trong trường hợp này, thâm hụt cán cân vãng lai có thể không bền vững do nguồn lực được sử dụng sai mục đích, không nhằm vào tạo GTGT trong tương lai.

#### Thứ tư, rủi ro thanh toán nợ trong dài hạn

Đầu tư nhiều hơn tiết kiệm cũng dẫn đến tình trạng vay nợ nước ngoài để phục vụ cho các mục tiêu phát triển kinh tế, điều này có thể làm phát sinh rủi ro thanh toán nợ trong dài hạn. Đối với các khoản nợ nước ngoài, do vay bằng ngoại tệ nên sẽ phải chi trả bằng ngoại tệ thu được từ xuất khẩu ròng hay cán cân thương mại mang lại.

Tỷ lệ nợ nước ngoài quốc gia so với GDP diễn biến theo xu hướng giảm dần từ mức 42,2% trong năm 2010 xuống 37,3% trong năm 2013. Trong khi đó, nguồn bù đắp dự trữ ngoại hối mặc dù có dấu hiệu cải thiện từ sau khủng hoảng tài chính toàn cầu, tuy nhiên vẫn chưa hồi phục rõ rệt, tỷ lệ bù đắp dự trữ ngoại hối so với GDP trong giai đoạn 2010-2013 dao động trong khoảng từ 1 - 8% GDP. Theo khuyến nghị của WB và IMF, tỷ lệ này là trên 200%. Kể từ năm 2012 đến nay, tỷ lệ dự trữ ngoại hối trên nợ ngắn hạn có những cải thiện đáng kể để đảm bảo mục tiêu đề ra .

Xét trên phương diện đảm bảo nhu cầu thanh toán nợ, dự trữ ngoại hối Việt Nam đã đáp ứng khá tốt các khoản nợ nước ngoài ngắn hạn trong giai đoạn 2006 - 2009 khi chỉ số dự trữ ngoại hối trên nợ nước ngoài ngắn hạn ở mức khá



cao. Tuy nhiên, dư nợ ngắn hạn nước ngoài của Việt Nam tăng khá nhanh qua các năm, đặc biệt kể từ năm 2009 đến 2017.

Thứ năm, rủi ro thâm hụt ngân sách và thâm hụt thương mại (thâm hụt kép)

Lý thuyết về thâm hụt kép phân tích trong phần trên cũng đã chỉ ra một số kênh truyền dẫn mà qua đó thâm hụt ngân sách có thể dẫn đến sự gia tăng của thâm hụt thương mại. Đó là khi thâm hụt ngân sách tăng sẽ làm tăng tổng cầu của khu vực chính phủ và vì thế làm tăng nhu cầu nhập khẩu hàng hóa, dẫn đến thâm hụt thương mại tăng. Là một quốc gia đang trong quá trình công nghiệp hóa, việc cán cân thương mại luôn ở trạng thái nhập siêu trong thời kỳ đầu có thể xem là cần thiết. Tuy nhiên, nhập siêu sẽ trở thành vấn đề vĩ mô đáng quan ngại nếu như kéo dài quá lâu và liên tục tăng nhanh. Mất cân đối bên ngoài sẽ không thể tránh khỏi khi mức nhập siêu tăng quá cao và không được bù đắp bởi các nguồn vốn ổn định. Một số quốc gia trong quá khứ đã lâm vào tình trạng này, Hoa Kỳ trong những năm 1980 đã tiến hành cắt giảm thuế và tăng chi tiêu chính phủ làm ngân sách thâm hụt và kéo theo thâm hụt tài khoản vãng lai.

Trên thực tế, Việt Nam phải đối phó với tình trạng thâm hụt kép, đó là thâm hụt ngân sách và thâm hụt cán cân thương mại. Hiện cũng có những quan điểm cho rằng, một trong những nguyên nhân làm gia tăng nhập siêu ở Việt Nam xuất phát từ lý do tài khóa, do thâm hụt ngân sách cao và kéo dài. Tuy nhiên, vấn đề đặt ra là, có phải nguyên nhân gây ra tình trạng thâm hụt thương mại là do thâm hụt ngân sách hay không cần phải có sự phân tích cụ thể. Thực tế hiện nay, trong khi mức thâm hụt ngân sách có sự biến động không lớn (chủ yếu xoay quanh mức 5% GDP, ngoại trừ hai năm gần đây) song tỷ lệ thâm hụt thương mại có sự biến động khá lớn, trong đó có những năm lên mức khá cao,

Ngoài ra, khi thâm hụt ngân sách tăng sẽ làm cho lãi suất trong nước tăng tương đối so với lãi suất nước ngoài, dẫn tới luồng tiền từ nước ngoài đổ vào trong nước khiến cho giá trị thực của đồng nội tệ tăng lên và làm giảm xuất khẩu ròng. Trên thực tế, mặc dù những năm gần đây, tỷ giá danh nghĩa tuy có tăng lên, song tỷ giá thực giữa VND và USD lại có chiều hướng giảm hay nói cách khác VND lên giá so với USD. Tỷ giá thực giảm đồng nghĩa với việc nhập khẩu được lợi thế trong khi xuất khẩu gặp khó khăn. Đây cũng là một trong những nguyên nhân khiến thâm hụt thương mại tăng mạnh.

Như vậy, về cơ bản, những đặc điểm mất cân đối thanh toán (cụ thể là mất cân đối cán cân vãng lai) phản ánh bất cập trong cơ cấu nền kinh tế và chính sách vĩ mô. Do đó, phương án tối ưu để đảm bảo cán cân thanh toán dịch chuyển theo hướng tích cực là thực hiện các chính sách cải cách cơ cấu và các công cụ chính sách vĩ mô như chính sách tài khóa hoặc chính sách tiền tệ, thay đổi cơ cấu chi tiêu các mặt hàng nhập khẩu sang sản xuất trong nước.

Như vậy, có thể thấy, cán cân thanh toán Việt Nam nhìn chung diễn biến ổn định và có chiều hướng cải thiện tích cực. Nhìn tổng thể, mặc dù cán cân vãng lai thâm hụt, tuy nhiên đã duy trì trạng thái thặng dư liên tiếp. Thâm hụt cán cân vãng lai là thâm hụt mang tính cơ cấu, phản ánh tình trạng đầu tư không hiệu quả, không hướng tới năng lực sản xuất trong nước và nền công nghiệp xuất khẩu để tạo ra các mặt hàng xuất khẩu có giá trị cao nhằm duy trì sự bền vững cán cân vãng lai trong tương lai. Tình trạng thâm hụt trong giai đoạn 2005 - 2010, mặc dù không tới mức trầm trọng theo đánh giá của nhiều chuyên gia và tổ chức kinh tế tuy nhiên đã gây tác động làm suy giảm dự trữ ngoại hối trong điều kiện duy trì chính sách tỷ giá thả nổi có quản lý.

Tình trạng thâm hụt cán cân vãng lai là cần thiết trong từng giai đoạn và thường gặp ở các quốc gia mới nổi và đang phát triển, nhằm tạo lợi thế cạnh tranh quốc gia, thu hút đầu tư nước ngoài và chuyển đổi cơ cấu sản xuất hướng tới tăng trưởng kinh tế.

### **Tài liệu tham khảo**

1. [www.bvsc.com.vn/](http://www.bvsc.com.vn/);
2. [www.tapchitaichinhvietnam.vn](http://www.tapchitaichinhvietnam.vn;);
3. [www.tinnhanhchungkhoan.vn.](http://www.tinnhanhchungkhoan.vn.)