

# TỔNG QUAN VỀ KHỦNG HOẢNG NỢ CÔNG

## 1. Khái niệm khủng hoảng nợ công

Khủng hoảng nợ công được định nghĩa là các vấn đề về tài chính và kinh tế xảy ra do các quốc gia mất khả năng trả các khoản nợ của chính phủ hoặc các khoản nợ do chính phủ bảo lãnh. Khủng hoảng nợ công bùng nổ khi khoản nợ của chính phủ đã ở mức không an toàn so với quy mô nền kinh tế đồng thời nền kinh tế đạt mức tăng trưởng thấp.

Khủng hoảng nợ công thường xuất hiện với những dấu hiệu cơ bản như sau:

- Lãi suất trái phiếu chính phủ tăng mạnh, việc phát hành thêm trái phiếu trở nên khó khăn.
- Thâm hụt ngân sách lớn, nợ công vượt ngưỡng an toàn cho phép và chính phủ không có khả năng thanh toán các khoản nợ đến hạn.
- Chính phủ phải kêu gọi hỗ trợ tài chính từ các quốc gia khác và các tổ chức tài chính, tín dụng quốc tế.
- Hệ thống thể chế, giám sát tài chính không theo kịp sự biến động của thị trường tài chính.
- Lòng tin của nhà đầu tư cũng như công chúng giảm sút, dẫn đến tình trạng thoái lui đầu tư và nguy cơ xảy ra các cuộc đình công, biểu tình.

## 2. Các hình thức khủng hoảng nợ công

Cho đến nay, Quỹ Tiền tệ quốc tế đã tổng hợp ba hình thức chủ yếu của khủng hoảng nợ ở quy mô quốc gia, đó là khi quốc gia đó bị vỡ nợ, có khoản nợ xấu lớn và có khoản vay quy mô lớn từ Quỹ Tiền tệ quốc tế.

### a) Bị vỡ nợ

Yếu tố này được các tổ chức định mức tín dụng xây dựng dựa vào khả năng không chi trả được nợ của một quốc gia. Tổ chức định mức tín dụng Moody's năm 2003 đã xác định các biểu hiện của một quốc gia vỡ nợ theo các tiêu chí:

Thứ nhất, có sự chậm trễ trong thanh toán lãi và/hoặc gốc, ngay cả khi việc thanh toán được thực hiện trong thời gian ân hạn.

Thứ hai, việc hoán đổi nợ xảy ra, trong đó quốc gia phát hành trái phiếu đề nghị người nắm giữ trái phiếu một khoản nợ mới, hoặc một gói chứng khoán mới tương đương nghĩa vụ tài chính giảm bớt. Khi đó, việc hoán đổi nợ có mục đích rõ ràng là giúp quốc gia đi vay tránh khả năng vỡ nợ

Thứ ba, đối với vay nợ bằng phát hành trái phiếu, tín phiếu, hối phiếu bằng nội tệ hoặc ngoại tệ, mỗi khoản nợ của quốc gia phát hành được coi là không có khả năng chi trả khi việc thanh toán nợ hằng năm không được thực hiện vào ngày đáo hạn, hoặc khi đề nghị hoán đổi khoản nợ mới bao hàm các điều kiện kém thuận lợi hơn so với lần phát hành ban đầu.

Thứ tư, có các khoản vay ngân hàng được gia hạn cuối cùng bị chiết khấu một khoản so với giá trị ban đầu hay những thỏa thuận khác kèm theo đề nghị hoán đổi nợ, hoán đổi nợ/vốn chủ sở hữu liên quan tới các chương trình tư nhân hóa của chính phủ, và/hoặc mua lại bằng tiền mặt. Các giao dịch này được coi là dấu hiệu vỡ nợ bởi chúng bao gồm những điều kiện kém thuận lợi hơn so với ban đầu.

-Thứ năm, Chính phủ thoái thác hoàn toàn trách nhiệm nợ.

#### *b. Có khoản nợ xấu lớn*

Một cuộc khủng hoảng nợ được xếp vào loại này nếu một trong hai điều kiện sau đây xảy ra:

Thứ nhất, có khoản nợ xấu về gốc hoặc lãi về nghĩa vụ bên ngoài đối với các chủ nợ thương mại (ngân hàng hoặc người nắm giữ trái phiếu) lớn hơn 5% tổng dư nợ thương mại.

Thứ hai, có thỏa thuận gia hạn hoặc cơ cấu lại nợ với các chủ nợ thương mại được liệt kê tại báo cáo tài chính phát triển của ngân hàng thế giới.

### c. Có khoản vay quy mô lớn từ Quỹ Tiền tệ quốc tế

Một quốc gia được coi là có khoản vay quy mô lớn từ Quỹ Tiền tệ quốc tế khi nhận được một khoản cho vay lớn (có điều kiện) vượt quá 100% hạn mức ấn định trước từ Quỹ Tiền tệ quốc tế.

Trong các định nghĩa trên, định nghĩa thứ ba được Quỹ Tiền tệ quốc tế và các tổ chức quốc tế khác trên thế giới sử dụng phổ biến nhất. Nhìn chung, khủng hoảng nợ công là tình trạng một quốc gia không thể chi trả được các khoản nợ của mình, phải đề nghị thương thảo lại về các thỏa thuận vay nợ, hoàn trả gốc và/hoặc lãi, và phải nhận một khoản tài trợ chính thức có quy mô lớn từ Quỹ Tiền tệ quốc tế.

### 3. Các nhân tố hình thành khủng hoảng nợ công

#### a) *Rủi ro thanh toán*

Rủi ro thanh toán đến từ khả năng một quốc gia có thể trả được các khoản nợ được vay để bù vào thâm hụt ngân sách hay không. Mức độ rủi ro thanh toán phụ thuộc vào quy mô và cơ cấu của khoản nợ trong tương quan với cán cân ngân sách (thặng dư hay thâm hụt) và tổng sản phẩm quốc dân (GDP).

- *Quy mô nợ*: Chính phủ được xem là có khả năng

thanh toán nếu giá trị chiết khấu của cán cân ngân sách trong tương lai lớn hơn hoặc bằng giá trị hiện tại của khoản nợ. Tại thời điểm  $t$ , ta có:

$r$  - Bt: Nợ công ở thời điểm  $t$  (năm  $t$ )

Bt-1: Nợ công năm trước (năm  $t-1$ )

• ABt: Khoản nợ công vay thêm trong năm  $t$ ,

$$ABt = Bt - Bt-1$$

• G: Chi tiêu chính phủ năm  $t$

• Tt: Thu ngân sách chính phủ năm  $t$

•  $r_t$ : tốc độ vay nợ,  $n = ABt/B, -i = (Bt - Bt-i)/ Bt-1$

Theo nguyên tắc lấy thu bù chi, ràng buộc ngân sách năm t:

$$G_t + r \cdot B_{t-1} = T_t + AB_t,$$

$$T_t - G_t = r \cdot B_{t-1} - AB_t,$$

Để duy trì không vay thêm nợ và có khả năng chi trả nợ cũ, chính phủ phải giữ  $AB_t$  nhỏ hơn hoặc bằng 0. Do đó, thặng dư ngân sách ở thời điểm hiện tại, năm t, cần đạt mức lớn hơn nợ công năm trước:

$$T_t - G_t > r \cdot B_{t-1} \text{ hay } (T_t - G_t)/r > B_{t-1}$$

Như vậy, thâm hụt ngân sách kéo dài có khả năng làm gia tăng nợ công và gây ra rủi ro thanh toán.

- *Cơ cấu nợ*: phân tích cơ cấu nợ có ý nghĩa vô cùng quan trọng trong việc nhận định khả năng trả nợ của một quốc gia bởi rủi ro từ vay nợ nước ngoài lớn hơn nhiều so với vay nợ trong nước.

Một quốc gia với tỷ trọng nợ nước ngoài lớn sẽ gặp nhiều rủi ro trong thanh toán nợ hơn do bị phụ thuộc vào dự trữ ngoại tệ. Do đó, cần thiết phải đánh giá tỷ lệ (nợ nước ngoài/GDP) hoặc (nợ nước ngoài/tổng nợ) để xác định ngưỡng an toàn cho nợ công. Mặt khác, nguồn ngoại tệ bền vững đến từ xuất khẩu ròng hay thặng dư cán cân thương mại nên một chính phủ được xem là có khả năng thanh toán nợ nước ngoài tốt nếu giá trị chiết khấu cán cân thương mại trong tương lai lớn hơn hoặc bằng giá trị hiện tại của khối lượng nợ nước ngoài.

Đa số các nghiên cứu đều có xu hướng kết luận: ngưỡng nợ nguy hiểm là 90% GDP, theo đó khi các quốc gia có mức nợ công vượt qua con số này, tăng trưởng kinh tế sẽ bắt đầu suy giảm. Đánh giá về cơ cấu nợ, các nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, khi dư nợ nước ngoài đến mức 60% GDP, tăng trưởng kinh tế sẽ bắt đầu suy giảm.

#### b) *Rủi ro thanh khoản*

Rủi ro thanh khoản gắn liền với khả năng trả nợ nhanh của một quốc gia. Khả năng thanh toán một khoản nợ quyết định việc một quốc gia có phải đối mặt

với nguy cơ vỡ nợ ngay trong ngắn hạn do không có khả năng chi trả các khoản nợ đáo hạn hay không.

Điều này xảy ra khi các thị trường tài chính đánh giá mất niềm tin vào quốc gia này, khiến nó không thể tiếp cận các nguồn tài chính cần thiết để trả nợ ngắn hạn, nếu có cũng phải chịu lãi rất cao.

Mức độ rủi ro thanh khoản được xác định thông qua tỷ lệ nợ ngắn hạn so với dự trữ quốc gia. Nếu nợ ngắn hạn vượt quá 130% lượng tiền tệ dự trữ sẵn sàng để trả nợ thì quốc gia đó đang bị đặt trong nguy cơ vỡ nợ trong ngắn hạn. Tương tự như rủi ro thanh toán, rủi ro thanh khoản với các khoản nợ nước ngoài cũng cao hơn rất nhiều so với nợ trong nước.

### c) Rủi ro bất ổn vĩ mô

Rủi ro nợ công cũng đến từ những dấu hiệu tiêu cực của nền kinh tế thể hiện qua các biến số kinh tế vĩ mô bao gồm: tăng trưởng, thu ngân sách, lạm phát, lãi suất và tỷ giá hối đoái.

Tăng trưởng kinh tế là chỉ số quyết định tính bền vững và ổn định trong quá trình phát triển kinh tế của một quốc gia. 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 quốc gia đó.

- Thu ngân sách cũng có ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng trả nợ, làm giảm thâm hụt tài khóa, giúp giảm gánh nặng nợ công cho chính phủ.

- Lãi suất có tác động mạnh nhất tới các khoản nợ có lãi suất thả nổi hoặc không được phòng vệ. Lãi suất thương mại thường biến động mạnh hơn lãi suất ưu đãi nên trước khi phát hành nợ, chính phủ và các doanh nghiệp sẽ ngày càng phải cân nhắc cẩn trọng hơn tới rủi ro lãi suất.

- Tỷ giá có ảnh hưởng rõ nhất tới các khoản nợ bằng ngoại tệ. Những biến động về tỷ giá, đặc biệt là khi đồng nội tệ mất giá, có thể khiến con số nợ tăng lên đáng kể so với mức vay nợ ban đầu.



#### 4. Bản chất kinh tế của nợ công

Vay nợ là một cách huy động vốn cho phát triển. Bản chất nợ không phải là xấu. Nợ đem lại rất nhiều tác động tích cực cho nền kinh tế của các nước đi vay và trên thực tế, các nước muốn phát triển nhanh đều phải đi vay. Có thể nhận thấy rằng, những nền kinh tế lớn nhất thế giới như Mỹ, Trung Quốc, Nhật Bản... lại cũng chính là những con nợ lớn.

*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 vậy, 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 mang lại nhiều 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 đạt 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 vậy 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 vậy, khu vực tư nhân sẽ bị thu hẹp 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, 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 đến nền kinh tế. Nếu như ngân sách chính phủ được cân bằng, không những tối ưu hóa toàn bộ nguồn vốn, mà còn 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 vậy, 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 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.

*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 vậy, 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 tiền nội tệ 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 để có thặng dư thương mại. Chính vì vậy, các quốc gia này thường lại phải đi vay tiếp, dùng nợ mới để trả nợ cũ, nợ nước ngoài ngày càng chồng chất.



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 hàng đầu thế giới.



**TTBD ĐBDC**

