

BÁO CÁO CHUYÊN ĐỀ NỢ CÔNG

“Cần cách nhìn trực diện”

Ngày 27/11/2015

Khối Phân Tích & TVĐT CTCP Chứng Khoán Bảo Việt

Trụ sở chính Hà Nội

Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, HN

Tel: (84-4)-3928 8080

Fax: (84-4)-3928 9888

Email: research-bvsc@baoviet.com.vn

Website: www.bvsc.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Số 233 Đồng Khởi, Quận I, HCM

Tel: (84-8)-3914 6888

Fax: (84-8)-3914 7999

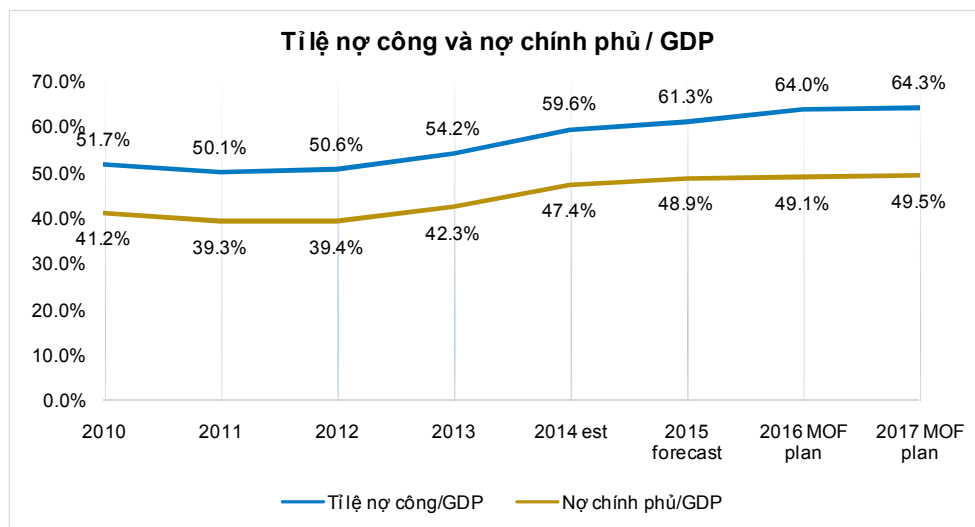
NỘI DUNG CHÍNH

Báo cáo này phân tích quy mô, cơ cấu và rủi ro đối với nợ công của Việt Nam trong bối cảnh thâm hụt ngân sách gia tăng trong mấy năm gần đây. Những phân tích về nợ công trong thời điểm này là quan trọng bởi nợ công của Việt Nam đang ở mức cao so với các nước trong khu vực, trong khi Chính phủ đang phải thu xếp các nguồn lực tài chính cho đầu tư phát triển phục vụ kế hoạch 5 năm tiếp theo 2016-2020. Nội dung báo cáo bao gồm 4 phần:

- Phần 1 của báo cáo sẽ đưa ra những phân tích giúp định vị hiện trạng quy mô và tỷ trọng cấu thành nợ công của Việt Nam hiện nay.
- Phần 2 phân tích cơ cấu thu - chi ngân sách của Việt Nam trong giai đoạn 2010-2015 để cho thấy với cấu trúc và cán cân ngân sách nhà nước hiện tại thì sẽ rất thách thức cho Chính phủ xử lý nợ công trong trung hạn.
- Phần 3 đưa ra những dự báo qui mô nợ trực tiếp của Chính phủ, áp lực trả nợ, và rủi ro đối với nợ Chính phủ giai đoạn 2016-2020.
- Phần 4 đưa ra một số giải pháp trước mắt và lâu dài giúp kiểm soát bội chi ngân sách và nợ công.

I. ĐỊNH VỊ TÌNH TRẠNG NỢ CÔNG CỦA VIỆT NAM

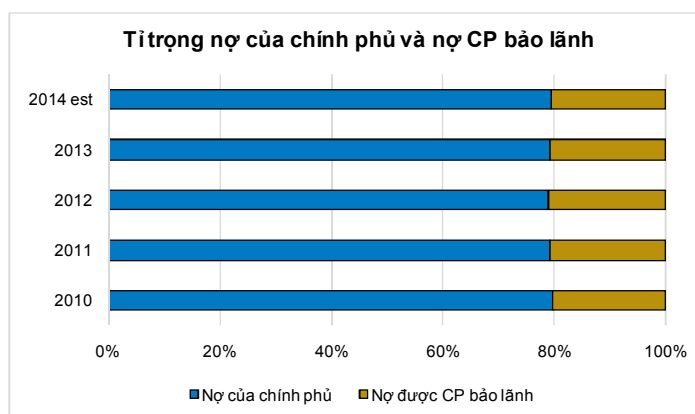
1. Quy mô nợ công



Nguồn: Bản tin nợ công của Bộ Tài chính

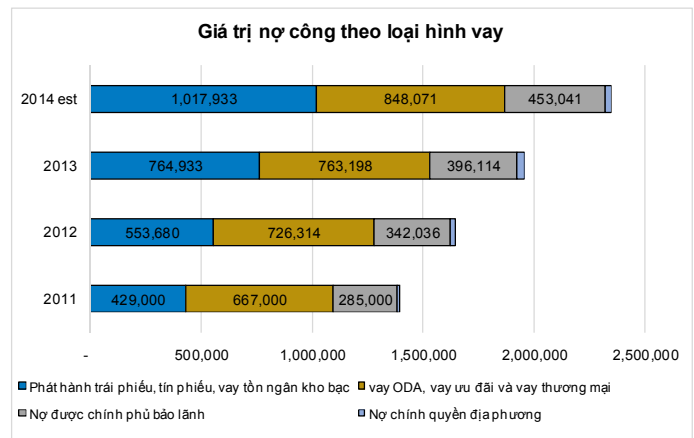
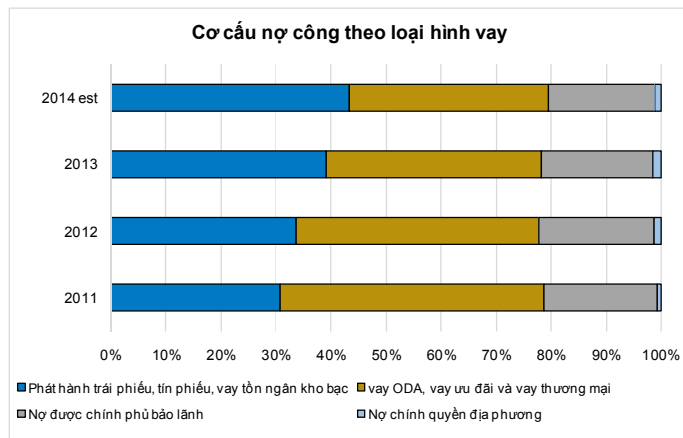
Tỷ lệ nợ công/GDP của Việt Nam có xu hướng tăng liên tục với tốc độ khá nhanh, từ mức 51,7% năm 2010 lên mức 59,6% năm 2014 và ước tính sẽ đạt mức 64,3% trong năm 2017 (áp sát mức trần 65% mà Quốc hội cho phép). Đặc biệt giai đoạn 2013-2014, việc phát hành khối lượng lớn trái phiếu Chính phủ đã khiến nợ công tăng mạnh. Bên cạnh đó, điểm cần lưu ý là tỉ lệ này được tính trên GDP danh nghĩa, do vậy trong những năm có lạm phát cao (giai đoạn trước 2012), GDP danh nghĩa tăng nhanh là một yếu tố giúp cho tỉ lệ nợ công/GDP ở mức thấp tương đối. Tuy nhiên trong 3 năm trở lại đây, bên cạnh nguyên nhân chính xuất phát từ việc gia tăng phát hành trái phiếu chính phủ, GDP danh nghĩa tăng chậm lại cũng là một yếu tố khiến tỉ lệ nợ công có xu hướng tăng tốc. Với tốc độ tăng trưởng GDP thực tế hàng năm dự báo là 6,5% và đặt kịch bản lạm phát bình quân ở mức 4-6% trong các năm tới, GDP danh nghĩa ước tính sẽ tăng bình quân trên 10% mỗi năm. Chúng tôi cho rằng đây là một khía cạnh cần đặc biệt lưu ý vì mặc dù tỷ lệ nợ công/GDP không thay đổi nhưng với tốc độ tăng GDP danh nghĩa như vậy, quy mô nợ công hàng năm trên thực tế có thể tăng thêm khoảng trên 250 nghìn tỉ đồng.

2. Cơ cấu nợ công



Nguồn: Bản tin nợ công của Bộ Tài chính

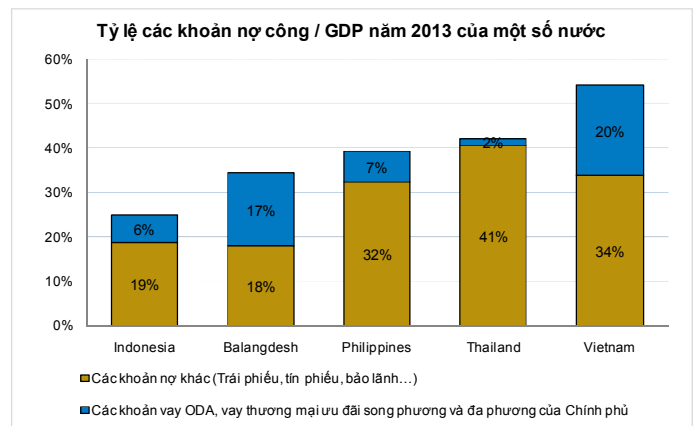
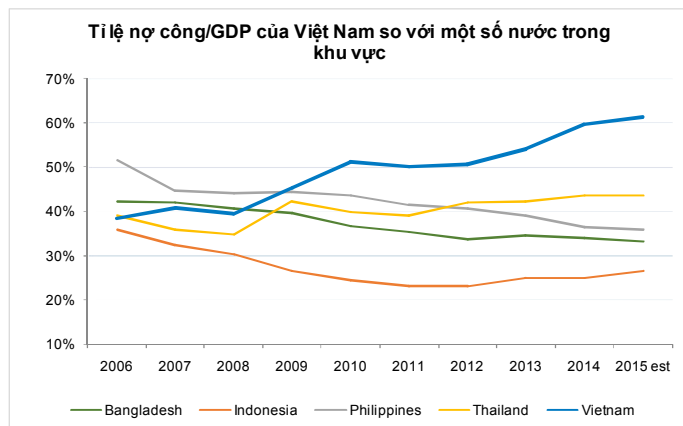
Trong nợ công thì nợ của Chính phủ (bao gồm các loại trái phiếu, tín phiếu, vay ODA, vay thương mại từ các đối tác song phương và đa phương) chiếm tỷ lệ tới 80%; 20% còn lại là nợ do Chính phủ bảo lãnh (các loại trái phiếu do ngân hàng phát triển Việt Nam VDB và NHCSXH phát hành) và nợ Chính quyền địa phương. Mặc dù cơ cấu này không thay đổi nhiều trong những năm gần đây nhưng nếu xét riêng nợ của Chính phủ, cùng chiều với xu hướng của tổng nợ công, tỷ lệ nợ Chính phủ/GDP cũng tăng dần đều trong 5 năm trở lại đây, đến cuối năm 2015 ước tính sẽ đạt khoảng 49%.



Nguồn: Tổng hợp từ các báo cáo của Bộ tài chính

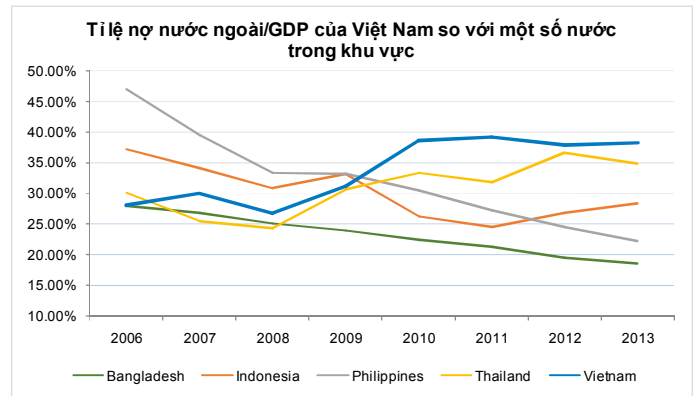
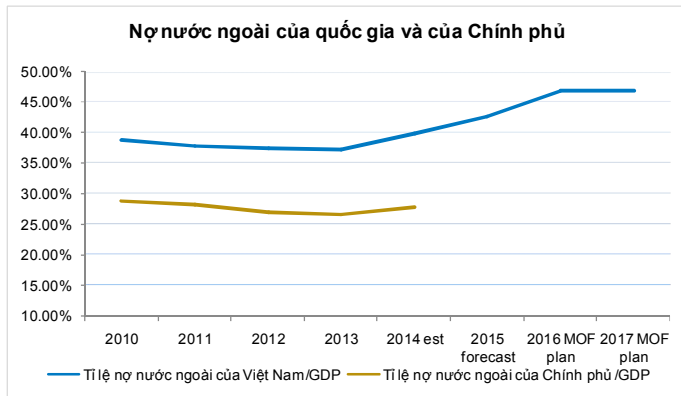
Nợ từ phát hành trái phiếu Chính phủ tăng khá nhanh trong những năm gần đây, đặc biệt là giai đoạn 2012-2014. Diễn biến trên khiến tỷ trọng vay từ kênh này tăng mạnh và hiện đã trở thành phần chiếm tỷ trọng cao nhất (hơn 40%) trong cơ cấu nợ công mặc dù giá trị tuyệt đối của các khoản vay từ các nguồn ODA, ưu đãi và thương mại (vốn là phần chiếm tỷ trọng cao nhất trong các năm trước đây) không giảm. Chúng tôi cho rằng, một phần Chính phủ muốn gia tăng huy động (chủ yếu từ kênh trong nước) khi mặt bằng lãi suất đã giảm tương đối nhiều so với giai đoạn trước nhưng mặt khác cũng cho thấy những tác động không nhỏ từ áp lực bội chi ngân sách hàng năm.

3. So sánh với một số quốc gia



Nguồn: IMF & World bank

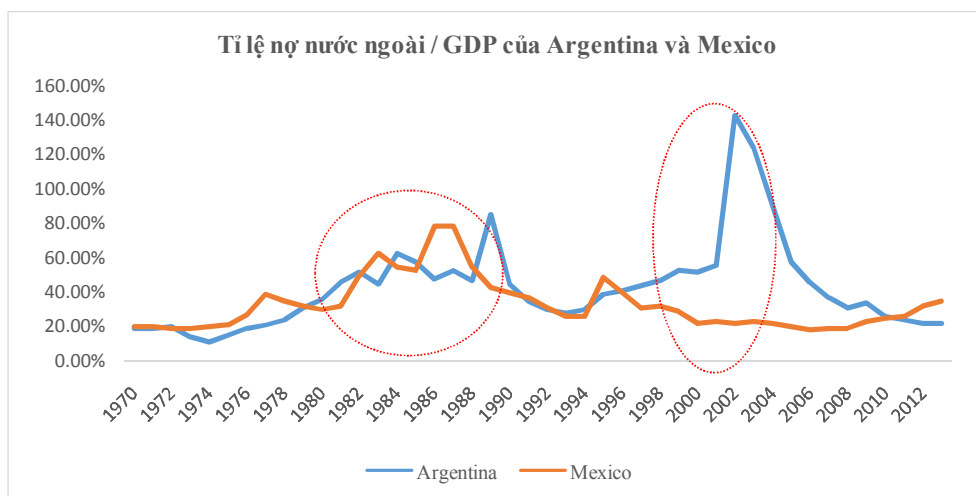
Tỷ lệ nợ công/GDP của Việt Nam đang ở mức cao hơn khá nhiều so với một số nước khác, có điều kiện phát triển tương đồng trong khu vực. Điểm đáng chú ý là kể từ năm 2006, trong khi tỷ lệ này có xu hướng giảm dần hoặc khá ổn định tại các nước khác thì ở Việt Nam lại tăng khá rõ nét, điển hình giai đoạn từ năm 2009 cho đến nay, và khoảng cách đang dần nới rộng. Ở một góc nhìn khác, kể cả khi bóc tách phần vay ODA, vay thương mại ưu đãi song phương và đa phương của Chính phủ ra (do phần này nhìn chung có độ an toàn cao hơn, chi phí lãi vay thấp hơn – trừ khi có biến động lớn về tỷ giá) thì tổng các khoản nợ còn lại từ phát hành trái phiếu, tín phiếu, nợ bảo lãnh... của Việt Nam vẫn đứng thứ 2 trong số các nước thuộc mẫu so sánh. Mặc dù đây là phép so sánh tương đối nhưng do được tính trên % GDP nên khoảng cách chênh lệch trên thực tế là rất lớn.



Nguồn: Bộ tài chính & World bank

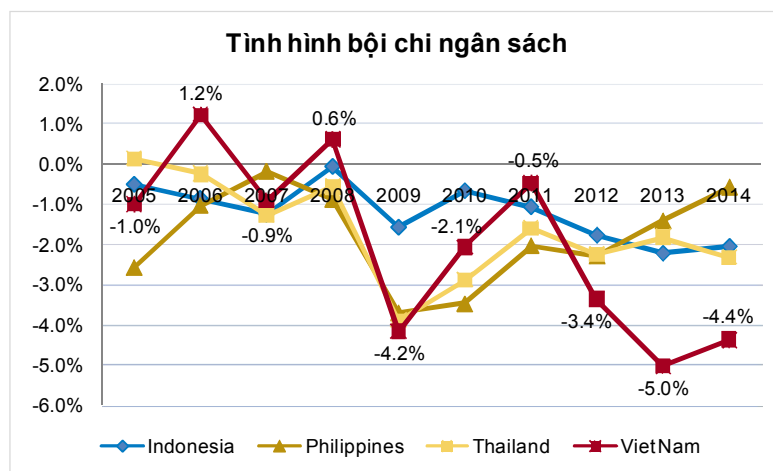
Tỷ lệ nợ nước ngoài/GDP của Việt Nam tăng không nhiều trong giai đoạn 2010-2014 (dao động từ 37-40%) nhưng vẫn ở mức cao so với các nước cùng nhóm khác trong khu vực (Bangladesh từ 18-22%; Thái Lan từ 30-36%; Philippines từ 22-30%; Indonesia từ 24-33%). Trong đó, tỷ lệ nợ nước ngoài của Chính phủ/GDP giảm nhẹ từ mức 28,7% năm 2010 xuống quanh mức 28% năm 2014, chỉ duy trì vay thêm vốn ODA với quy mô hạn chế. Chúng tôi cho rằng việc Chính phủ hạn chế tăng vay nợ nước ngoài trong những năm gần đây là đúng hướng, tuy nhiên vẫn còn cách mục tiêu “khống chế dưới 50% trên tổng nợ của CP” một khoảng cách khá xa (xấp xỉ trên 4% GDP). Đây là mục tiêu ràng buộc cần được đặc biệt lưu ý do có mối liên hệ mật thiết tới rủi ro tỷ giá cũng như những biến động trên thị trường tiền tệ.

Xét về mức độ an toàn, tỷ lệ nợ nước ngoài/GDP ở mức trên 40% của Việt Nam như hiện nay vẫn thấp hơn đáng kể so với mức 60-80% của Mexico và Argentina giai đoạn 1983-1989 (thời điểm xảy ra cuộc khủng hoảng nợ công khiến hai nước trên phải tuyên bố vỡ nợ quốc gia) và đặc biệt là cuộc khủng hoảng nợ công lần 2 của Argentina năm 2002 khi tỷ lệ này lên tới 140%. Mặc dù vậy, chúng tôi đặc biệt lưu ý tỷ lệ nợ nước ngoài/GDP của một nước có thể tăng lên rất nhanh một khi khủng hoảng niềm tin xảy ra dẫn đến các cú sốc về tỷ giá. Tỷ lệ nợ nước ngoài/GDP của Mexico và Argentina trước khi “có vấn đề” cũng chỉ xấp xỉ 40%, tương đương với mức của Việt Nam hiện nay. Khủng hoảng niềm tin có thể khởi phát từ một tác nhân khách quan (ví dụ biến động giá dầu hoặc tiền tệ), từ đó kéo theo hoặc kết hợp với các diễn biến bất lợi mang tính chủ quan tại từng quốc gia (như lạm phát phi mã, lãi suất tăng cao, khủng hoảng cán cân thanh toán và cuối cùng là tỷ giá mất kiểm soát).



Nguồn: World bank

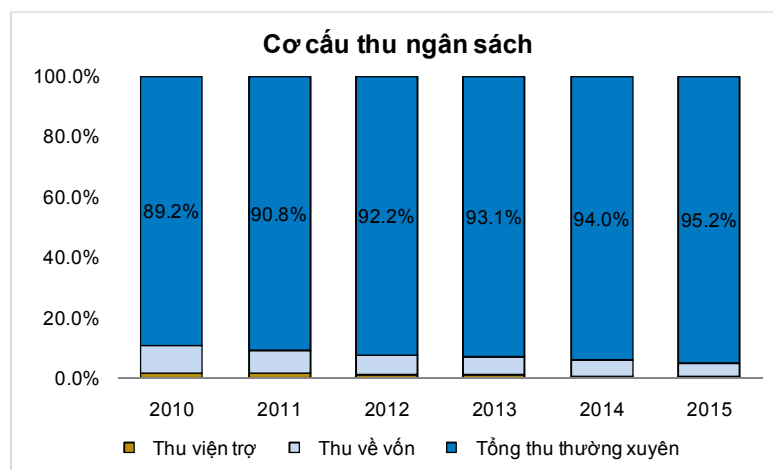
II. CƠ CẤU THU CHI NGÂN SÁCH NHÀ NƯỚC



Nguồn: ADB

Áp lực bội chi ngân sách của Việt Nam đang có xu hướng gia tăng trong những năm gần đây. Theo dõi và so sánh với một số nước trong khu vực, chúng tôi nhận thấy có một số nét tương đồng nhất định về xu hướng của tỷ lệ bội chi ngân sách, đặc biệt là trong chu kỳ khủng hoảng kinh tế từ 2008 đến 2011. Tuy nhiên kể từ 2012 cho đến nay, tỷ lệ bội chi ngân sách của Việt Nam đang gia tăng mạnh và mở rộng khoảng cách so với các nước khác trong mẫu so sánh. Phần này sẽ phân tích kỹ hơn các xu hướng chuyển dịch trong cơ cấu thu chi ngân sách trong những năm qua để tìm nguyên nhân chính của hiện tượng này.

1. Các xu hướng chuyển dịch trong cơ cấu thu ngân sách trong những năm qua



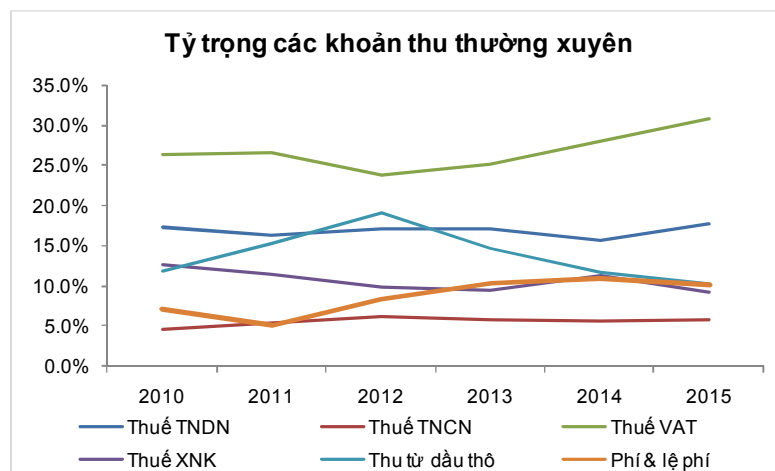
Nguồn: Bộ Tài chính

Ghi chú: Số liệu giai đoạn 2010-2013 là con số quyết toán, số liệu 2014 là con số ước tính lần 2, và số liệu 2015 là con số dự toán

Tỷ trọng tổng thu thường xuyên đang dần tăng lên trong khi tỷ trọng các khoản thu không thường xuyên, từ viện trợ và thu về vốn đã có sự sụt giảm. Tỷ lệ thu thường xuyên trong tổng thu NSNN năm 2015 là 95%, tăng mạnh so với mức 89% trong năm 2010. Ngược lại, thu về vốn chỉ chiếm 4.3% trong thu NSNN năm 2015, giảm so với mức 8,8% trong năm 2010; phần còn lại là thu từ viện trợ chỉ chiếm một tỷ lệ rất nhỏ trong tổng thu NSNN. Chúng tôi cho rằng xu hướng dịch chuyển này là hợp lý, mang tính bền vững và chủ động hơn cho ngân sách.

Tỷ trọng một số khoản thu thường xuyên đang giảm xuống. Đáng lưu ý trong số này là các khoản thu từ thuế xuất nhập khẩu và thu từ dầu thô. Tỷ trọng thu từ thuế xuất nhập khẩu bắt đầu sụt giảm kể từ năm 2012, phù hợp với lộ trình cắt giảm thuế quan của các hiệp định thương mại tự do trong khu vực và song phương. Nguồn thu từ dầu thô cũng đang trong xu hướng giảm do chịu ảnh hưởng bởi diễn biến lao dốc của giá dầu thế giới, đặc biệt kể từ năm 2014 trở lại đây. Cụ thể, tỷ lệ thu từ dầu thô sụt đã giảm xuống mức 10% tổng thu NSNN, so với mức

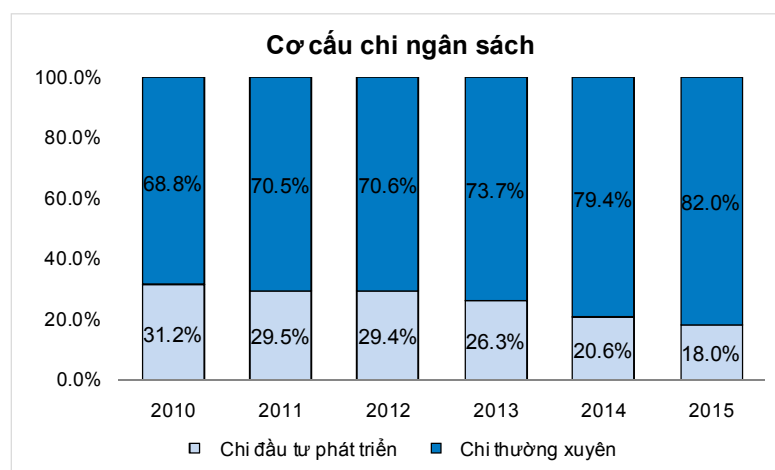
trung bình 15% giai đoạn 2010-2013. Ngoài ra, tỷ trọng thu từ thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) cũng nằm trong xu hướng giảm trong giai đoạn 2010-2014 cùng với lộ trình giảm thuế suất (gần đây nhất điều chỉnh xuống 22% từ 2014) và nhiều khả năng tỷ trọng từ nguồn thu này sẽ còn giảm xuống trong năm 2016 (tiếp tục điều chỉnh thuế suất xuống 20%). Chủ trương điều chỉnh giảm thuế suất thuế TNDN là tất yếu, theo xu hướng trên thế giới, nhằm hỗ trợ doanh nghiệp và khuyến khích đầu tư. Mặc dù thuế suất giảm xuống nhưng theo mức tăng trưởng của số liệu dự toán trong năm 2015, cùng với tín hiệu hồi phục của nền kinh tế chúng tôi kỳ vọng nguồn thu này vẫn sẽ ổn định và dần cải thiện trong các năm tiếp sau đó.



Nguồn: Bộ Tài chính

Tỷ trọng một số khoản thu thường xuyên khác đang trong xu hướng tăng. Cơ cấu thu NSNN đã có sự dịch chuyển theo hướng tăng dần tỷ trọng thu từ thuế giá trị gia tăng, thuế thu nhập cá nhân. Đặc biệt nguồn thu từ thuế giá trị gia tăng, hiện đang chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu thu ngân sách, đã có xu hướng tăng trở lại kể từ năm 2013, lên mức 27,9% năm 2014 và theo dự toán 2015 có thể đạt 30,9%. Xu hướng này diễn ra khá phổ biến trên thế giới và trong tương lai, đây vẫn sẽ là nguồn thu chính của ngân sách. Ngoài ra, nguồn thu từ phí và lệ phí cũng đang trong chiều hướng cải thiện, luôn chiếm trên 10% kể từ năm 2013.

2. Các xu hướng chuyển dịch trong cơ cấu chi ngân sách trong những năm qua

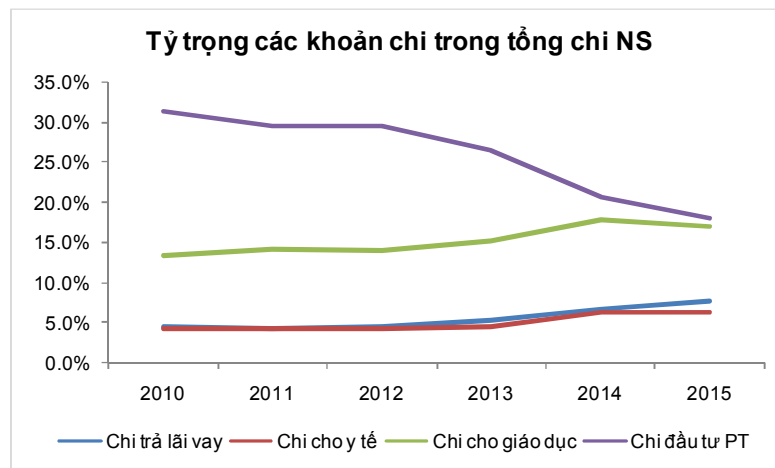


Nguồn: Bộ Tài chính

Ghi chú: Số liệu giai đoạn 2010-2013 là con số quyết toán, số liệu 2014 là con số ước tính lần 2, và số liệu 2015 là con số dự toán

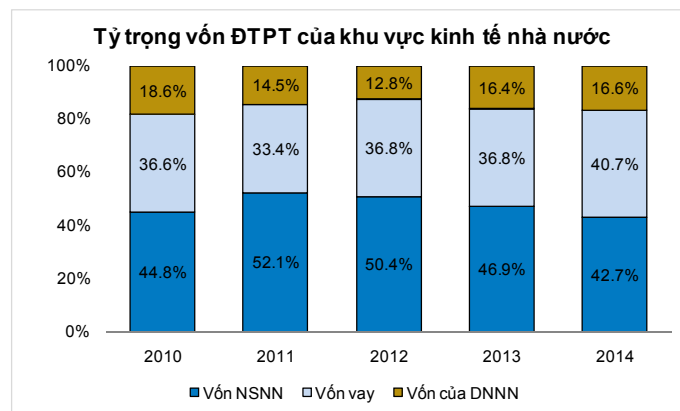
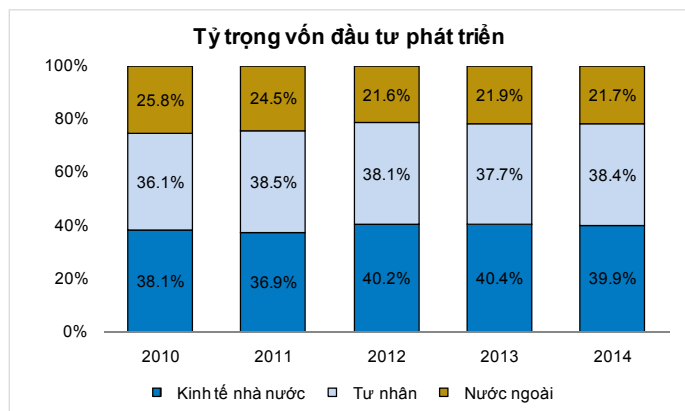
Mức độ gia tăng tỷ trọng chi thường xuyên là nguyên nhân chính gây áp lực bội chi ngân sách. Tỷ lệ chi thường xuyên đã có sự gia tăng mạnh kể từ năm 2013 và theo dự toán năm 2015 có thể lên tới trên 80%. Áp lực gia tăng chi thường xuyên chủ yếu đến từ việc gia tăng các khoản chi trả lãi vay, chi y tế, và chi giáo dục và đào tạo. Cụ thể, theo con số dự toán NSNN năm 2015, chi thường xuyên chiếm 80% tổng chi; trong đó riêng khoản chi trả lãi vay chiếm 7,7%, chi y tế 6,2%, và chi cho giáo dục và đào tạo 17%. Tỷ lệ chi này đã có sự gia tăng mạnh so với con số trung bình giai đoạn 2010-2012, lần lượt là 4,3%, 4,3%, và 13,8%. Các khoản chi cho y tế và

giáo dục đào tạo được tăng cường đáng kể trong 2 năm gần đây, nằm trong các chương trình cải cách mang tính định hướng của Chính phủ. Riêng phần chi trả lãi vay cần đặc biệt lưu ý khi đã tăng mạnh kể từ năm 2013 do sự gia tăng khối lượng phát hành trái phiếu Chính phủ cùng với ảnh hưởng từ các đợt điều chỉnh tỷ giá VND của NHNN.



Nguồn: Bộ Tài chính

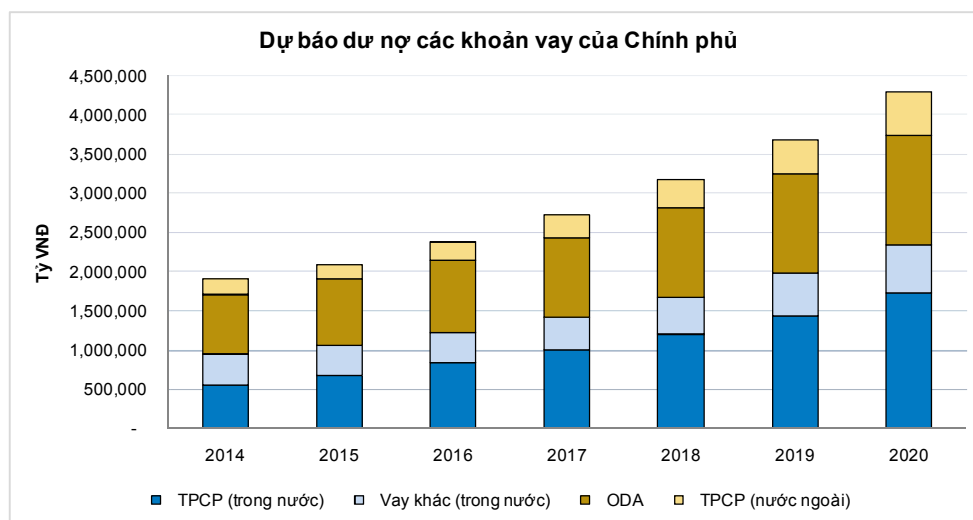
Việc tăng mạnh tỷ trọng chi thường xuyên đã gây áp lực thu hẹp cơ cấu chi cho đầu tư phát triển. Tỷ lệ chi đầu tư phát triển từ ngân sách nhà nước giảm từ mức bình quân 29,1% giai đoạn 2010-2013 xuống chỉ còn 19,3% trong giai đoạn 2014-2015. Trên thực tế, cắt giảm chi cho đầu tư phát triển từ NSNN là một định hướng của Chính phủ trong chương trình tái cơ cấu nền kinh tế trong những năm gần đây cùng với kỳ vọng tham gia nhiều hơn của khu vực tư nhân vào lĩnh vực đầu tư cơ sở hạ tầng. Tuy nhiên theo quan sát của chúng tôi, tỷ trọng tham gia của khu vực kinh tế nhà nước trong tổng vốn đầu tư toàn xã hội chưa giảm nhiều, vẫn duy trì ở mức khá cao, xấp xỉ 40%. Sự sụt giảm của chi đầu tư phát triển từ nguồn ngân sách những năm gần đây đã được thay thế chủ yếu bằng sự gia tăng sử dụng vốn vay (ODA, trái phiếu Chính phủ...) và một phần khác từ vốn của khối doanh nghiệp nhà nước (Biểu đồ dưới).



Nguồn: GSO

III. DỰ BÁO NGHĨA VỤ TRẢ NỢ CHÍNH PHỦ & RỦI RO TIỀM ẨN

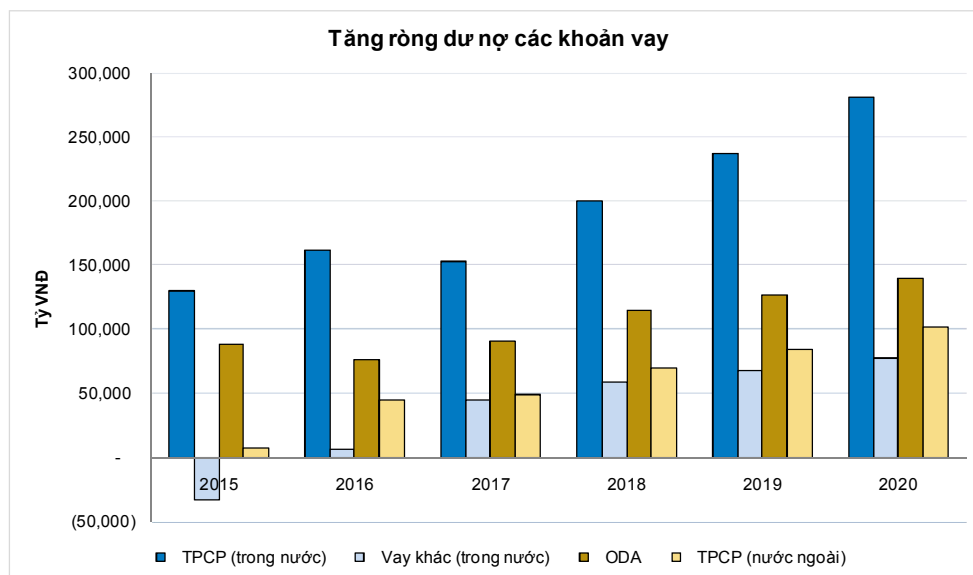
1. Dự báo nghĩa vụ trả nợ Chính phủ theo kịch bản cơ sở



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

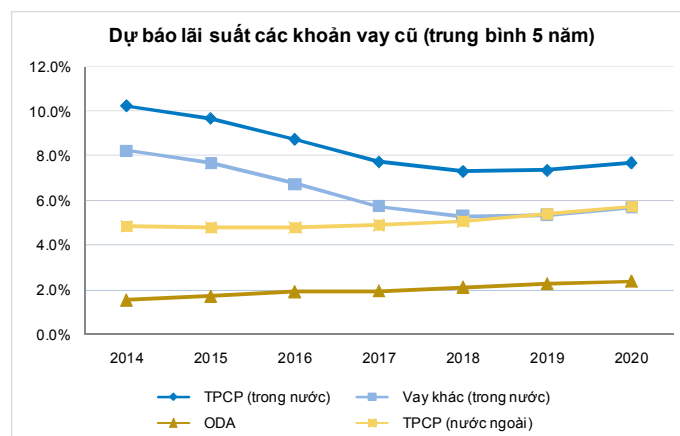
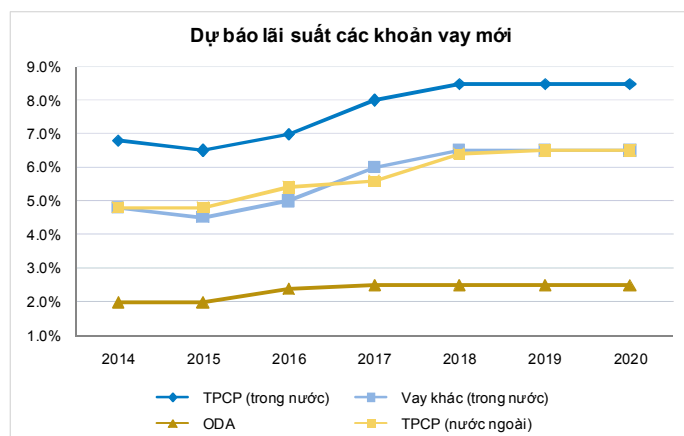
Ghi chú: Dự báo dư nợ được thực hiện dựa trên kịch bản cơ sở GDP tăng trưởng trung bình 6,7%/năm giai đoạn 2016-2020, và lạm phát sẽ tăng dần lên mức 7% trong giai đoạn 2018-2020

Nhu cầu vay nợ trực tiếp của Chính phủ sẽ gia tăng đều trong giai đoạn 2016-2020. Hình trên đưa ra dự báo về tổng dư nợ trực tiếp của Chính phủ giai đoạn 2016-2020 dựa trên số liệu cập nhật về dư nợ của hai năm 2014, 2015, và chiến lược quản lý nợ công đến năm 2020. Có một lưu ý quan trọng là báo cáo này chỉ đề cập đến các khoản vay nợ trực tiếp của Chính phủ, không đề cập đến các khoản vay được Chính phủ bảo lãnh, hay vay nợ của chính quyền địa phương. Số liệu thống kê gần đây cho thấy là dư nợ trực tiếp của Chính phủ chiếm 48,2% và 49% GDP trong hai năm 2014 và 2015, tương đương với tổng dư nợ lần lượt là 1,9 và 2,1 triệu tỷ đồng. Theo chiến lược quản lý nợ công đến năm 2020, dư nợ trực tiếp của Chính phủ sẽ không vượt quá 55% GDP. Ở kịch bản cơ sở, Chính phủ có thể gia tăng dư nợ đều hàng năm cho tới ngưỡng 55% GDP vào năm 2020. Theo kịch bản này thì tổng dư nợ trực tiếp của Chính phủ sẽ ở mức 4,3 triệu tỷ đồng vào năm 2020, gấp hai lần tổng dư nợ vào cuối năm 2015. Trong cơ cấu tổng dư nợ của Chính phủ, trái phiếu chính phủ (TPCP) sẽ tăng từ 32,5% năm 2015 lên 40% năm 2020, tương đương 22% GDP; vay viện trợ phát triển chính thức (ODA) sẽ giảm từ 40,7% năm 2015 xuống 32,7% năm 2020; TPCP phát hành quốc tế sẽ tăng từ 9,3% năm 2015 lên 12,7% năm 2020; và các khoản vay khác trong nước (ví dụ, tín phiếu kho bạc) sẽ giảm từ 17,5% năm 2015 xuống 14,5% năm 2020. Xu hướng này được đưa ra dựa trên kịch bản cơ sở là tỷ trọng vay ODA sẽ giảm do điều kiện vay không còn thuận lợi như trước (lãi suất cao hơn do Việt Nam không còn là nước có thu nhập thấp), nhưng vẫn đảm bảo tỷ trọng vay ODA trong tổng vay nợ nước ngoài của Chính phủ chiếm hơn 70% trong giai đoạn 2016-2020, theo chiến lược quản lý nợ công đến năm 2020 của Chính phủ. Kịch bản cơ sở này cũng đảm bảo phù hợp với chủ trương gia tăng vay nợ trong nước của Chính phủ giai đoạn 2016-2020. Theo đó, tổng vay nợ trong nước của Chính phủ sẽ tăng từ 24,5% GDP năm 2015 lên 30% GDP năm 2020, trong khi đó tỷ trọng vay nợ nước ngoài được giữ ổn định ở mức 25% GDP trong suốt giai đoạn 2016-2020.



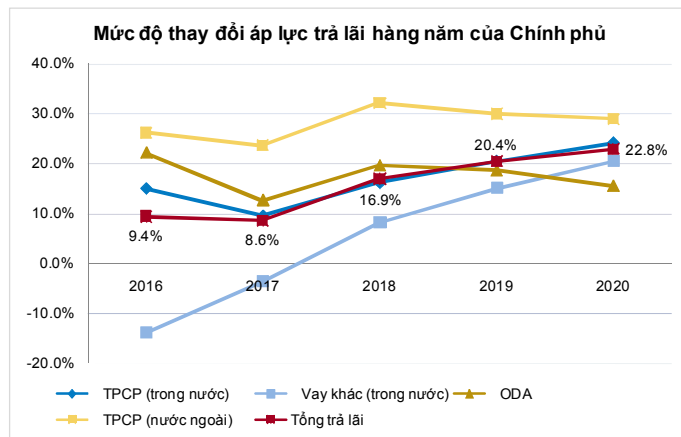
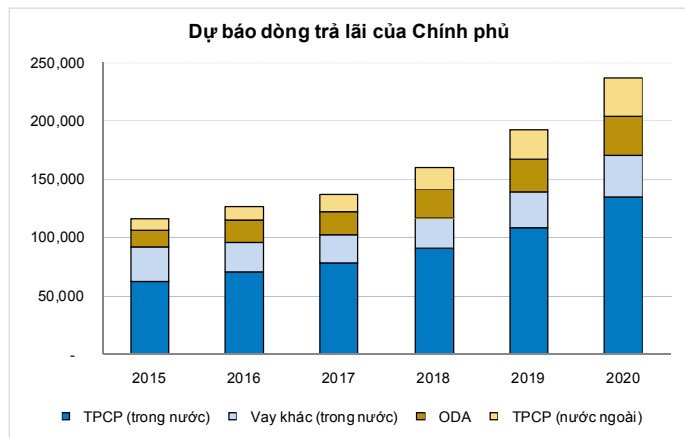
Nguồn: Dự báo từ số liệu cập nhật của GSO, World Bank, và MOF

Dư nợ TPCP sẽ gia tăng mạnh trong năm 2016 do nút thắt về kỳ hạn gần đây đã được Quốc hội dỡ bỏ. Theo dự báo dư nợ TPCP sẽ tăng ròng thêm 162 nghìn tỷ đồng trong năm 2016, tăng 25% so với mức tăng ròng trong năm 2015. Dư nợ TPCP phát hành quốc tế sẽ tăng ròng thêm 45 nghìn tỷ đồng trong năm 2016 do quyết định gần đây của Quốc hội về việc phát hành trái phiếu quốc tế. Vay ODA dự báo sẽ tăng thêm 77 nghìn tỷ đồng, trong khi vay khác trong nước tăng không đáng kể. Sau năm 2016, các khoản vay từ TPCP phát hành trong nước và quốc tế sẽ gia tăng đều hàng năm, trong khi đó vay ODA có tăng nhưng với tốc độ giảm dần do điều kiện vay không còn tốt như trước. Tuy nhiên, rủi ro với nền tài chính công vẫn tiềm ẩn khi các khoản vay khác trong nước (không kể TPCP) sẽ tăng mạnh trở lại vào năm 2017, và chiếm tới 8% GDP giai đoạn 2016-2020.



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

Lãi suất các khoản vay của Chính phủ sẽ gia tăng trong giai đoạn 2016-2020. Theo dự báo thì lãi suất TPCP sẽ tăng dần từ mức trung bình 6,8%, 6,5% trong hai năm 2014, 2015 lên mức 8,5% giai đoạn 2018-2020. Dự báo này được đưa ra trên cơ sở lạm phát mục tiêu 5-7% trong giai đoạn 2016-2020, và lộ trình tăng lãi suất của Fed lên đến 3,5% vào năm 2018. Lãi suất các khoản vay khác trong nước được để ở kịch bản cơ sở thấp hơn 2% so với lãi suất TPCP, do đây chủ yếu là các kỳ hạn ngắn dưới một năm. Lãi suất trái phiếu phát hành quốc tế được dự báo sẽ tăng dần từ mức 4,8% năm 2015 lên 6,5% trong giai đoạn 2019-2020, phù hợp với lộ trình tăng lãi suất của Fed và có khoảng cách hợp lý với lãi suất TPCP phát hành trong nước. Trong khi đó, lãi suất các khoản vay ODA sẽ tăng dần từ mức 2,0% năm 2015 lên 2,5% giai đoạn 2017-2020. Tuy nhiên, đây chỉ là lãi suất áp dụng cho các khoản vay mới trong mỗi năm. Áp lực trả lãi còn đến từ các khoản nợ cũ tích lũy từ các năm trước đó. Hình trên cũng đưa ra mức lãi suất trung bình phải trả cho các khoản nợ cũ trong từng năm trong giai đoạn 2014-2020. Theo cách tính này thì lãi suất TPCP bình quân của các lượng đã phát hành trong nước sẽ xuống tới mức thấp nhất vào năm 2018, 7,3%, trong khi đó lãi suất TPCP bình quân quốc tế sẽ bắt đầu gia tăng kể từ năm 2017.



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

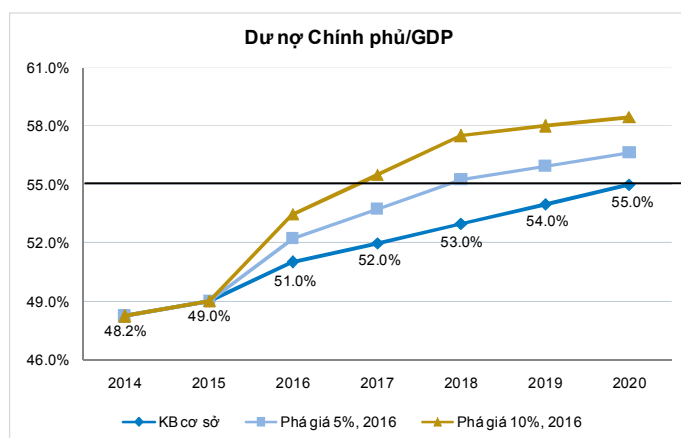
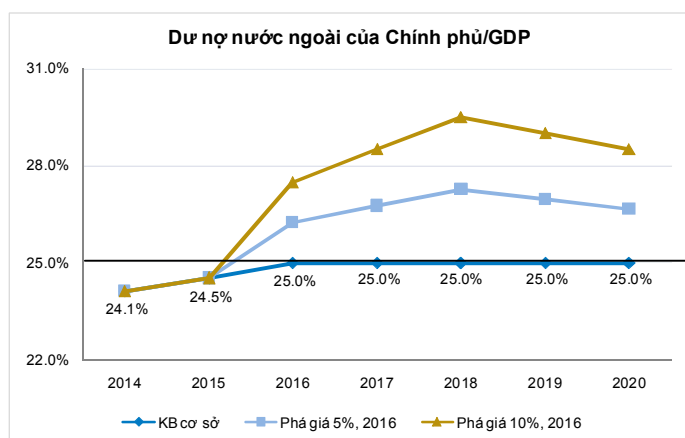
Tổng số lãi phải trả hàng năm của Chính phủ sẽ tăng lên 236 nghìn tỷ đồng vào năm 2020, tăng gấp đôi so với nghĩa vụ trả lãi vào năm 2015, 115 nghìn tỷ đồng. Áp lực trả lãi chủ yếu đến từ TPCP, chiếm hơn 50% vào năm 2020. Có một lưu ý là quy mô trả lãi của phần vốn vay ODA đến năm 2020 bằng 2,2 lần của năm 2015. Tốc độ tăng áp lực trả lãi TPCP phát hành quốc tế còn lớn hơn khi quy mô trả lãi vào năm 2020 bằng 3,4 lần con số của năm 2015.

Áp lực trả lãi vay của Chính phủ sẽ gia tăng mạnh kể từ năm 2018, tăng 16,9% so với năm trước đó. Áp lực gia tăng trả lãi vay vẫn tiếp tục được duy trì trong giai đoạn hai năm sau đó với tốc độ lần lượt là 20,4% và 22,8%. Các yếu tố chính làm gia tăng quy mô trả lãi vay bắt đầu từ năm 2018 chủ yếu đến từ các khoản lãi phải trả cho TPCP phát hành nước ngoài, TPCP phát hành trong nước và các khoản vay khác trong nước. Trả lãi vay ODA sẽ tăng chậm lại kể từ năm 2019 do có điều chỉnh về tỷ trọng vốn vay đối với khoản vay này trong giai đoạn 2016-2020. Tuy nhiên, áp lực trả lãi đối với vốn vay ODA sẽ vẫn tiếp tục được duy trì trong thời gian dài sau đó do các khoản vay này chủ yếu có kỳ hạn dài từ 10 đến 30 năm.

2. Rủi ro từ các “cú sốc” tiềm ẩn

Chúng tôi đặc biệt lưu ý hai rủi ro chính có khả năng gây ra sự sai lệch lớn so với kết quả dự báo của kịch bản cơ sở đề cập ở trên và có thể đẩy một số chỉ tiêu nợ công vượt quá kế hoạch của Chính phủ trong các năm tới.

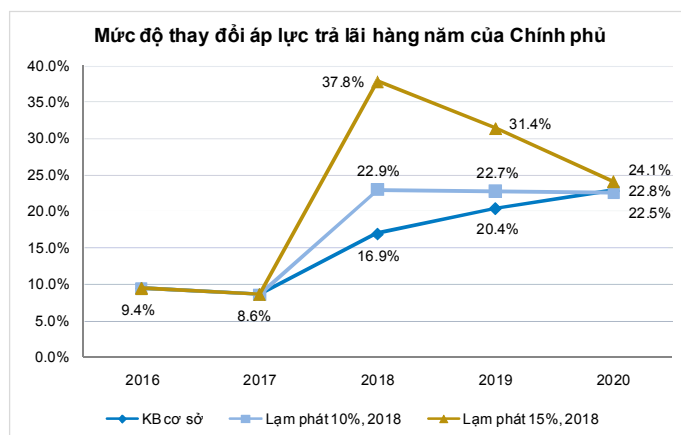
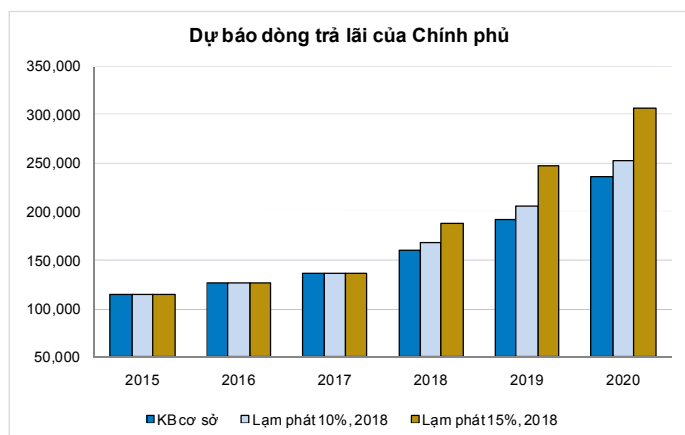
➤ Cú sốc tỷ giá



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

Việc điều chỉnh tỷ giá USD/VND sẽ tác động mạnh đến rủi ro nợ công của Việt Nam. So với kịch bản cơ sở là tiền đồng mất giá ở mức trung bình 3%/năm giai đoạn 2016-2020, nếu giả định trong năm 2016 có một cú sốc mất giá tiền đồng ở mức 5% (có thể chịu tác động trực tiếp và gián tiếp từ các kỳ tăng lãi suất của FED) thì sẽ đẩy dư nợ nước ngoài của Chính phủ lên trên 25% GDP ngay trong năm này, và tổng dư nợ trực tiếp của Chính phủ vượt quá 55% GDP vào năm 2018. Nếu cú sốc mất giá ở quy mô lớn hơn là 10% thì rủi ro nợ công có thể xảy ra sớm hơn khi tổng dư nợ trực tiếp của Chính phủ sẽ vượt quá 55% GDP vào năm 2017.

➤ Cú sốc lạm phát



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

Diễn biến lạm phát cũng cần đặc biệt lưu ý do có thể tác động mạnh đến dòng trả lãi vay hàng năm của Chính phủ. Việc gia tăng vay nợ trong nước trong giai đoạn 2016-2020 có thể gây áp lực lên thị trường tín dụng trong nước, kích hoạt lạm phát do thị trường tín dụng phải duy trì một tốc độ tăng trưởng cao để đáp ứng nhu cầu vay nợ ngày càng tăng của Chính phủ. Bên cạnh đó, những rủi ro khách quan xuất phát từ chu kỳ hồi phục của giá hàng hóa thế giới (khi kinh tế toàn cầu khởi sắc trở lại) cũng có thể tác động đến diễn biến lạm phát trong nước. Phần này đưa ra hai kịch bản lạm phát tăng lên ở mức 10% và 15% vào năm 2018 (so với kịch bản cơ sở là 7%). Nếu lạm phát ở mức 10%, ngân hàng Nhà nước sẽ buộc phải gia tăng lãi suất tương ứng để duy trì lãi suất thực dương kiềm chế lạm phát và lãi suất trái phiếu Chính phủ cũng sẽ tăng theo. Trong khi đó, hàng năm Chính phủ vẫn phải quay vòng phát hành trái phiếu để đảo nợ và điều này đồng nghĩa với việc sẽ phải chấp nhận các mức lãi suất cao hơn cho các khoản trái phiếu mới. Theo kịch bản này thì chúng tôi ước tính qui mô trả lãi sẽ tăng thêm 22,9% trong năm 2018, cao hơn so với kịch bản cơ sở là 16,9%. Ở tình huống xấu hơn là lạm phát 15% thì qui mô trả lãi sẽ tăng thêm 37,8% trong năm 2018. Nếu tính trên con số tuyệt đối, qui mô trả lãi của kịch bản này trong năm 2020 sẽ tăng hơn 2,5 lần so với năm 2015.

IV. GIẢI PHÁP CHO VẤN ĐỀ NỢ CÔNG & BỘI CHI NGÂN SÁCH

1. Ưu tiên các giải pháp về chất để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế

Trong những năm tới, các giải pháp về chất – bao gồm việc tạo lộ trình gia nhập vào các FTAs, cải thiện môi trường kinh doanh, chuyển dịch mô hình tăng trưởng, khuyến khích khu vực tư nhân, tăng năng suất lao động... nên được tập trung nhiều hơn để tạo động lực cho nền kinh tế. Việt Nam đã sử dụng khá nhiều công cụ chính sách tài khóa và tiền tệ trong những năm vừa qua để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Các giải pháp về lượng này cho thấy sự thiếu bền vững và đã gây ra khá nhiều phản ứng phụ cho nền kinh tế, gây áp lực gia tăng nợ công mạnh trong mấy năm gần đây. Chúng tôi đã quan sát thấy một số thay đổi trong định hướng của các nhà điều hành trong thời gian gần đây khi chuyển dần sang các giải pháp thúc đẩy tăng trưởng về chất. Nếu quá trình tái cơ cấu nền kinh tế và chuyển dịch mô hình tăng trưởng được thực hiện thành công với vai trò tham gia lớn hơn của khu vực kinh tế tư nhân và khu vực FDI, với kỳ vọng vào hiệu ứng từ TPP, thì Việt Nam hoàn toàn có thể quay lại quỹ đạo tăng trưởng 7%/năm trong những năm tới đây. Đây sẽ là nền tảng quan trọng giúp tăng cường các nguồn thu thường xuyên của NSNN với đóng góp chủ yếu từ thuế giá trị gia tăng, thuế thu nhập doanh nghiệp và thuế thu nhập cá nhân. Đây cũng là định hướng mang tính bền vững trong dài hạn và nên được ưu tiên nhất trong các giải pháp nhằm giải quyết vấn đề bội chi ngân sách.

2. Tiếp tục cơ cấu các nguồn thu thường xuyên

Sẽ không hợp lý nếu Chính phủ tiếp tục tìm các biện pháp gia tăng tỷ lệ thu ngân sách trên GDP. Hiện Việt Nam có tỷ lệ về thu ngân sách trên GDP lớn hơn khá nhiều so với các nước trong khu vực. Tỷ lệ thu NSNN/GDP trung bình là 23% cho giai đoạn 2013-2014; trong khi tỷ lệ này của Malaysia là 20,4%; Thái Lan 18%; và Indonesia 18,9%. Việc tiếp tục đẩy mạnh tăng thu ngân sách nhìn chung có thể sẽ gây ra những tác động tiêu cực đến các thành phần kinh tế khác, kìm hãm đầu tư của khối doanh nghiệp và chi tiêu tiêu dùng của dân cư, ảnh hưởng bất lợi cho nền kinh tế về tổng thể.

Việc cơ cấu lại các nguồn thu thường xuyên, đặc biệt là chính sách thuế, theo hướng hợp lý và bền vững hơn nên là mục tiêu cần tập trung của Chính phủ. Tiếp tục điều chỉnh giảm dần tỷ trọng của một số khoản thu thường xuyên không bền vững và không phải mục tiêu chính (dầu thô, thuế XNK) trong khi tăng dần tỷ trọng của các khoản thu chính khác, mang tính bền vững hơn (thuế GTGT & thuế TNCN). Bên cạnh đó, Chính phủ cần làm tốt hơn nữa trong việc điều chỉnh chính sách thuế cho phù hợp đối với từng đối tượng, đặc biệt là thuế TNDN để hỗ trợ cho các ngành mũi nhọn của nền kinh tế. Chính sách ưu đãi quá nhiều cho các doanh nghiệp FDI trong những năm vừa qua, đã và đang tạo ra một sân chơi “không công bằng” đối với khối doanh nghiệp trong nước, cũng cần được điều chỉnh lại cho phù hợp. Việt Nam đang có lợi thế khi tham gia các FTAs và nền kinh tế đang trong chu kỳ hồi phục nên chúng ta có thể cắt giảm các chính sách ưu đãi và kêu gọi vốn FDI như trong các năm trước đây. Việc giám sát, xử phạt các trường hợp chuyển giá, lách thuế cũng phải được thực hiện một cách mạnh mẽ và chặt chẽ hơn.

3. Tiết giảm và tăng hiệu quả chi ngân sách

Việc gia tăng chi ngân sách quá mức và thiếu chế tài đánh giá, giám sát hiệu quả chi ngân sách là nguyên nhân chính của vấn đề bội chi ngân sách những năm qua. Tương tự như thu ngân sách, tỷ lệ chi ngân sách trên GDP của Việt Nam lớn hơn nhiều so với các nước trong khu vực, tuy nhiên cần lưu ý là với khoảng cách còn rộng hơn. Tỷ lệ chi NSNN/GDP trung bình của Việt Nam là 27,2% cho giai đoạn 2013-2014; trong khi tỷ lệ này của Malaysia là 24%; Thái Lan 20% và Indonesia 21,5%. Điều này cho thấy nguyên nhân của bội chi ngân sách trong những năm qua phần nhiều xuất phát từ các khoản chi hơn là các khoản thu.

Tái cơ cấu lại các khoản nợ và tạo lực cầu mới cho kênh trái phiếu để giảm chi phí lãi vay. Việc tăng mạnh khối lượng trái phiếu Chính phủ phát hành trong những năm gần đây, đặc biệt là các kỳ hạn ngắn, đang tạo thêm nhiều áp lực cho nghĩa vụ trả lãi hàng năm. Trong thời gian tới, việc đảm bảo duy trì tỷ trọng của kênh ODA, giảm lộ trình phát hành đồng thời tạo thêm lực cầu mới cho kênh trái phiếu Chính phủ và tập trung cho các kỳ hạn dài (đặc biệt là việc xem xét cho phép thành lập và vận hành các quỹ bảo hiểm hưu trí tự nguyện) sẽ giúp giảm bớt

áp lực cho mặt bằng lãi suất cũng như chi phí lãi vay hàng năm.

Giảm dần vai trò của khu vực kinh tế nhà nước trong đầu tư phát triển đi đôi với việc tăng chế tài đánh giá, giám sát hiệu quả chi đầu tư công và thu gọn bộ máy, cắt giảm chi phí quản lý hành chính là các giải pháp cần được đẩy mạnh. Đây cũng là những vấn đề nổi cộm trong hoạt động chi ngân sách hiện nay. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng trên thực tế sẽ tương đối khó khăn và thường gặp phải độ trễ khá dài về mặt thời gian để giải quyết các vấn đề về giám sát hiệu quả chi đầu tư công và thu gọn bộ máy quản lý hành chính. Thay vào đó, Chính phủ cần tập trung nhiều hơn vào việc xây dựng lộ trình cụ thể để giảm dần tỷ trọng tham gia của khu vực kinh tế nhà nước vào hoạt động đầu tư phát triển. Các chương trình kêu gọi, ưu đãi đầu tư từ khu vực tư nhân, hợp tác công tư nên được đẩy mạnh hơn nữa để tăng hiệu quả của các dự án đầu tư và giảm thiểu thất thoát vốn nhà nước.

4. Tiếp tục đẩy nhanh tiến độ cổ phần hóa DNNN & giảm bớt tỷ trọng sở hữu nhà nước

Bối cảnh hiện nay cho thấy việc tài trợ thâm hụt NSNN thông qua bán tài sản thuộc sở hữu nhà nước đang nổi lên là một nguồn tiềm năng nếu như Chính phủ muốn giảm áp lực trong ngắn hạn và cơ cấu lại nợ công trong trung hạn. Việc thoái vốn này có thể thực hiện bằng cách đẩy mạnh cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước theo kế hoạch. Định hướng này không chỉ giúp Chính phủ có nguồn tiền để cơ cấu lại nợ công mà còn giúp đẩy nhanh quá trình tái cơ cấu DNNN vốn đang gặp nhiều vấn đề về hiệu quả kinh doanh. Chúng tôi đã quan sát thấy những nỗ lực của Chính phủ trong thời gian qua nhưng hiệu quả trên thực tế vẫn còn tương đối hạn chế. Cho tới tháng 6 năm 2015 các bộ, ngành mới cổ phần hóa được 61 doanh nghiệp so với kế hoạch 289 doanh nghiệp trong năm 2015. Ngoài ra, chủ trương gần đây của Chính phủ cho phép SCIC thoái vốn tại 10 công ty có phần vốn nhà nước cũng là một giải pháp góp phần tạo nguồn thu cho ngân sách. Chính phủ sẽ có được nguồn thu đáng kể từ kế hoạch thoái vốn này, dự tính có thể đạt xấp xỉ 3 tỷ USD khi hoàn tất. Tuy nhiên không chỉ liên quan đến câu chuyện lợi nhuận, việc phối hợp với doanh nghiệp để tìm kiếm các đối tác chiến lược có khả năng hỗ trợ và tạo động lực tăng trưởng cho doanh nghiệp sẽ quyết định đến tính hiệu quả trong quyết sách này của Chính phủ.

5. Tăng cường minh bạch hóa thông tin và tuân thủ chặt chẽ kế hoạch quản lý ngân sách

Tăng cường mức độ chi tiết trong hoạt động thống kê, công bố thông tin về nợ công theo từng cấu thành và tính cập nhật theo từng quý là yêu cầu cần đạt được. Hiện độ minh bạch của các con số thống kê về nợ công của Việt Nam chưa cao, đặc biệt là các số liệu về vay tín phiếu, tồn ngân kho bạc và các khoản thu chi kết chuyển, lãi suất bình quân... Trong khi đó, tỷ trọng của các khoản này thường không phải là nhỏ, được coi là những “khoảng trống” tiềm ẩn có thể làm sai lệch kết quả của công tác dự báo so với thực tế. Bên cạnh đó, việc chậm trễ trong việc quyết toán và công bố thông tin thu chi ngân sách (hiện phải chờ tới 2 năm sau năm tài khóa) cũng gây ra nhiều thắc mắc và có thể ảnh hưởng đến tính hiệu quả kịp thời của hoạt động quản lý, hoạch định chính sách nợ công cho các kỳ tiếp theo.

Chính phủ cần thắt chặt hơn nữa công tác quản lý, gia tăng tính ràng buộc và tuân thủ trong các hoạt động vay nợ và chi tiêu. Mức độ chênh lệch giữa các con số dự toán và quyết toán nên được thu hẹp hết sức có thể. Các mục tiêu về tỷ lệ bội chi ngân sách, quản lý tỷ trọng cơ cấu vay nợ - đặc biệt là nợ nước ngoài thông qua phát hành trái phiếu - cần phải được lên kế hoạch sát với thực tế, đảm bảo tính ràng buộc giữa các mục tiêu và tuân thủ chặt chẽ, tránh các khoản phát sinh ngoài dự kiến như đã xảy ra trong những năm qua.



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong báo cáo cũng có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của BVSC. Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BVSC đều trái luật. Bản quyền thuộc Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

KHÓI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

BỘ PHẬN KINH TẾ VĨ MÔ & CHIẾN LƯỢC THỊ TRƯỜNG

Ts. Bạch Ngọc Thắng

Kinh tế trưởng

bachngocthang@baoviet.com.vn

Ths. Nguyễn Xuân Bình

Phó giám đốc khối

nguyentuanbinh@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Kinh tế vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn



Trụ sở chính Hà Nội

Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, HN

Tel: (84-4)-3928 8080

Fax: (84-4)-3928 9888

Email: research-bvsc@baoviet.com.vn

Website: www.bvsc.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Số 233 Đồng Khởi, Quận I, HCM

Tel: (84-8)-3914 6888

Fax: (84-8)-3914 7999