

**XIN LƯU Ý:**  
**Đây chỉ là bản thảo để thảo luận tại Hội Thảo Hè 2009.**  
**Xin đừng trích dẫn hoặc đăng lại nơi khác**

## **Trái phiếu chính phủ Việt Nam 2008**

*Nguyễn Thị Lệ Quyên*

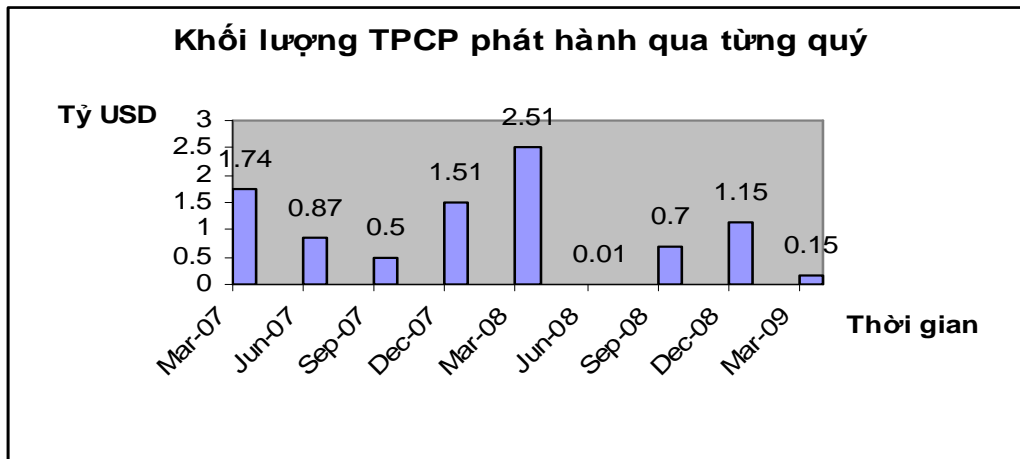
Tại Việt Nam, trái phiếu chính phủ (TPCP) được phát hành bởi 3 chủ thể là Kho bạc Nhà nước (KBNN), Ngân hàng Phát triển Việt Nam (VDB) và Ngân hàng Nhà nước (NHNN) với các hình thức đấu thầu (phổ biến nhất), bảo lãnh phát hành hoặc bán lẻ qua hệ thống KBNN (ít phổ biến nhất). Mục tiêu của TPCP là để đầu tư vào các dự án trọng điểm, bù đắp thâm hụt ngân sách và là công cụ để can thiệp vào thị trường tiền tệ. Cụ thể:

- KBNN: Chịu trách nhiệm phát hành Tín phiếu Kho bạc, Trái phiếu Kho bạc, và trái phiếu công trình trung ương để huy động vốn cho Ngân sách Nhà nước (NSNN) và các công trình trung ương;
- VDB: Phát hành trái phiếu để huy động vốn cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ;
- NHNN: Phát hành Tín phiếu kho bạc (thời hạn phổ biến nhất là 1-2 tháng) làm công cụ quản lý tính thanh khoản của thị trường tiền tệ.

Theo kế hoạch 5 năm 2006-2010 mà Chính Phủ đề ra, tốc độ tăng trưởng GDP bình quân là 7,5-8%/ năm, đạt 94-98 tỷ USD. Điều này thể hiện quyết tâm cao của Chính Phủ trong việc đẩy nhanh phát triển kinh tế, nhưng cũng đồng nghĩa với việc cần một lượng vốn lớn cho đầu tư phát triển. Trong các nguồn thu ngân sách, giải pháp huy động vốn từ việc phát hành TPCP tại quốc gia có tỷ lệ tiết kiệm cao như Việt Nam luôn được khai thác. Tuy nhiên, việc phát hành và sử dụng TPCP như thế nào cho hiệu quả lại không hề đơn giản và có thể ảnh hưởng tới an ninh tài chính của một quốc gia. Vì vậy, không phải ngẫu nhiên mà Chính phủ đã quan tâm rất nhiều trong việc phát triển quy mô, chất lượng, cũng như hoàn thiện khung pháp lý thị trường TP Việt Nam trong đề án phát triển thị trường vốn Việt Nam đến năm 2010. Bài viết này chỉ nói về TPCP phát hành bằng đồng nội tệ, không đề cập tới TPCP phát hành bằng đồng ngoại tệ vì trong năm 2008, Việt Nam không phát hành TPCP bằng ngoại tệ.

### **1. Trái phiếu chính phủ 2008**

Trở lại năm 2008, một năm nhiều khó khăn cho thị trường TPCP Việt Nam vì các điều kiện kinh tế vĩ mô không mấy thuận lợi. TPCP được phát hành trên thị trường sơ cấp đã nhiều lần thất bại. Cụ thể, tổng khối lượng TPCP phát hành qua từng quý như sau:



(Đồ thị 1 - Nguồn: Asian Bonds Online<sup>1</sup>)

Trong quý I, khối lượng TPCP phát hành được là 2,51 tỷ USD (khoảng 42.670 tỷ đồng), nhiều nhất so với các quý khác trong năm và tăng 1,44% so với cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, trong đó có 20.105 tỷ đồng TPCP do VDB và KBNN phát hành dưới hình thức đấu thầu và bảo lãnh và phần tăng thêm là do 20.300 tỷ đồng tín phiếu bắt buộc phát hành trong tháng 3 liên quan tới chính sách thắt chặt tiền tệ, chống lạm phát của NHNN. Lý giải cho chính sách mạnh tay trên của NHNN là do ngay từ đầu năm 2008 đã có những dấu hiệu của một nguy cơ lạm phát cao. Tỷ lệ lạm phát tháng 2 là 15.67%, tháng 3 đã tăng lên 19.39%. NHNN đã quyết định rút tiền từ lưu thông, nhưng thay vì biện pháp tăng tiếp dự trữ bắt buộc (đã tăng 1% vào tháng 2) và lãi suất cơ bản mà sẽ ảnh hưởng đến lãi suất cho vay, NNHH đã phát hành tín phiếu bắt buộc

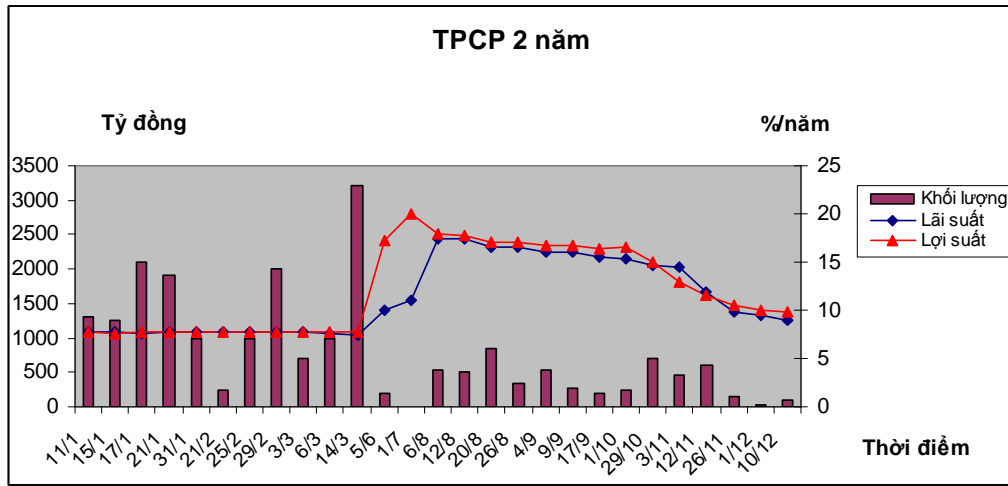
Trái ngược với quý I, việc phát hành TPCP ở quý II liên tục thất bại. Các đợt đấu thầu TPCP tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) không thu hút được các thành viên tham gia, thậm chí có những đợt không có thành viên nào tham gia (như đợt 4,5,6 vào tháng 5,6 do KBNN phát hành). Sang quý III và quý IV, thị trường TPCP đã sôi động trở lại, khối lượng TPCP do VDB và KBNN phát hành lần lượt là 9.771 và 15.588 tỷ đồng<sup>2</sup>.

Cùng với sự biến động về khối lượng TPCP phát hành qua các quý, lãi suất TPCP phát hành trong năm 2008 cũng có nhiều thay đổi phức tạp tại từng thời điểm. Cụ thể, lãi suất TPCP thời hạn 2 năm như sau:

<sup>1</sup> [http://asianbondsonline.adb.org/vietnam/data/bondmarket.php?code=Issuance\\_Volume\\_LCY](http://asianbondsonline.adb.org/vietnam/data/bondmarket.php?code=Issuance_Volume_LCY)

<sup>2</sup> Nguồn: Bloomberg Trading System và HNX:

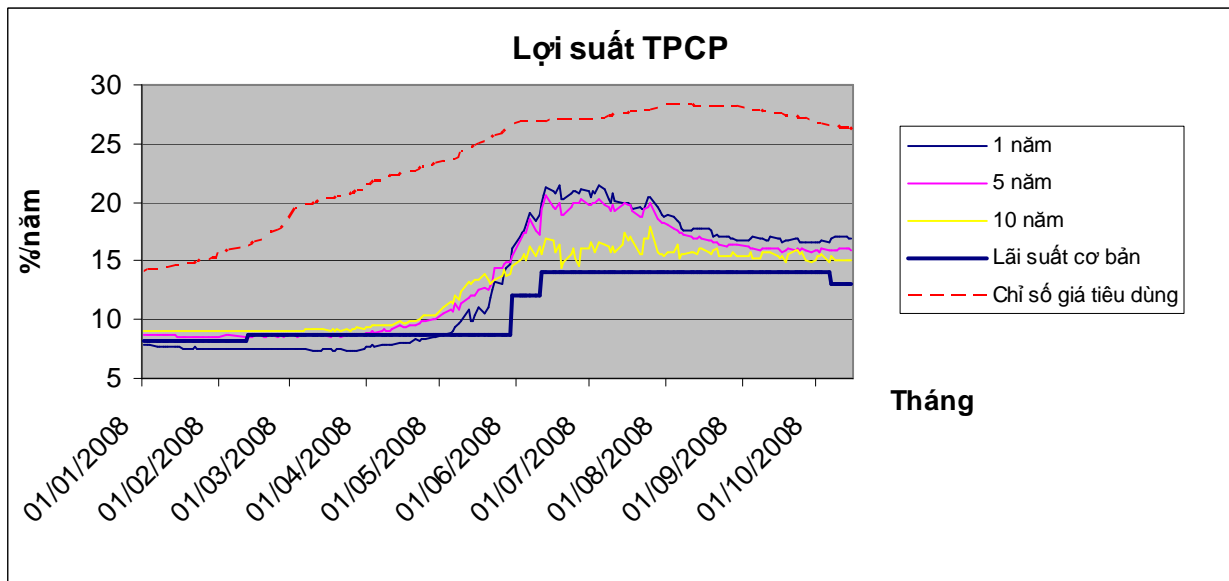
[http://hnx.vn/ketquadauthau\\_traiphieu.asp?actType=1&menuup=302000&TypeGrp=1&menuid=112110&menulink=300000&menupage=ketquadauthau\\_traiphieu.asp&stocktype=1](http://hnx.vn/ketquadauthau_traiphieu.asp?actType=1&menuup=302000&TypeGrp=1&menuid=112110&menulink=300000&menupage=ketquadauthau_traiphieu.asp&stocktype=1)



(Đồ thị 2 – Nguồn: Bloomberg, HNX)

Từ tháng 3, lãi suất cố định tăng mạnh, từ 7.5% vào 14/3 đã tăng lên mức cao nhất trong năm là 17.5% vào 6/8. Trong khoảng thời gian từ tháng 5 đến tháng 8, lợi suất và lãi suất cố định chênh lệch nhau rất nhiều, mức lãi suất trần TPCP mà BTC đưa ra đã dưới mức kỳ vọng của nhà đầu tư, một nguyên nhân khiến các đợt đấu thầu thất bại trong quý II.

Trên thị trường thứ cấp, giá TPCP có nhiều biến động, đặc biệt là từ tháng 4 đến tháng 7, lợi suất TPCP kỳ hạn 1-5 năm tăng mạnh, hơn 21% vào tháng 6.



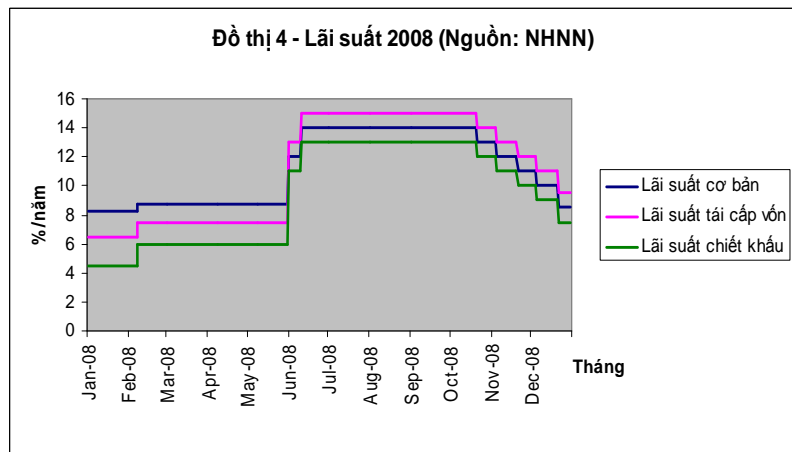
(Đồ thị 3 - Nguồn: Tổng hợp từ Bloomberg - Asian Bonds Online-NHNN)

Như đã đề cập ở trên, vào tháng 3, NNHH đã phát hành tín phiếu bắt buộc để can thiệp vào thị trường tiền tệ, chống lạm phát. Lượng tín phiếu này không được sử dụng trong các giao dịch tái cấp vốn với NHNN nên đã tác động nhất định đến cung-cầu vốn trên thị trường trong ngắn hạn. Các tổ chức tín dụng thiếu hụt vốn nên tham gia thị trường mở, chủ yếu là tham gia giao dịch mua với mức lãi suất đặt thầu rất cao<sup>3</sup>. Đồng thời, các ngân hàng thương mại cũng chạy

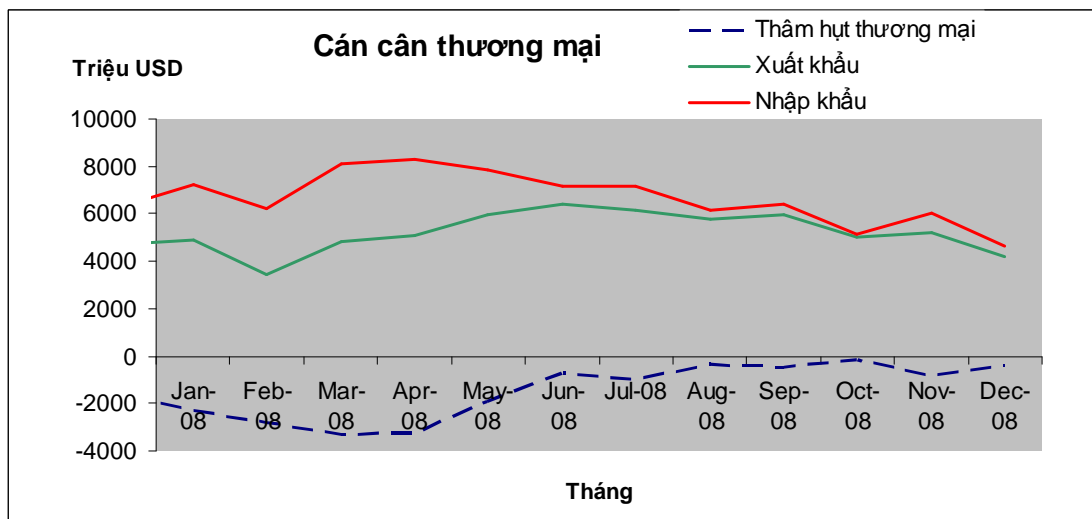
<sup>3</sup> <http://www.sbv.gov.vn/vn/home/tinthoibao.jsp?tin=1755>

đưa tăng lãi suất để huy động vốn trên thị trường. Giá TPCP có xu hướng tăng trong thời gian này.

Sang quý II, các đợt phát hành TPCP liên tục thất bại, chỉ thu được 200 tỷ đồng. Đây là giai đoạn lãi suất trên thị trường tiền tệ biến động nhiều nhất. Lạm phát tiếp tục tăng cao khiến NHNN tăng lãi suất cơ bản từ 12% lên mức cao nhất trong năm là 14% vào ngày 11/6, lãi suất tái cấp vốn tăng từ 13% lên 15% và lãi



suất chiết khấu cũng tăng từ 11% lên 13% làm giảm tính thanh khoản của TPCP trên thị trường. Hơn nữa, khủng hoảng kinh tế toàn cầu và những bất ổn kinh tế vĩ mô tại Việt Nam như tình hình thâm hụt thương mại trong những tháng đầu năm cao (xem đồ thị 5), việc nới rộng biên độ tỷ giá từ 1% lên 2% vào tháng 6 (NHNN đã nới rộng biên độ tỷ giá: từ 0.75% lên 1% vào tháng 3) khiến các nhà đầu tư trái phiếu chững lại trên thị trường thứ cấp. Trên thị trường sơ cấp, các thành viên tham gia đấu thầu TPCP gặp khó khăn về huy động vốn<sup>4</sup>, lại kém mặn mà với TPCP vì kỳ vọng sự gia tăng lãi suất trong thời gian tới nên lãi suất trần mà BTC đưa ra trong các đợt đấu thầu đều thấp hơn lãi suất đặt thầu của các thành viên tham gia đã khiến các đợt đấu thầu này liên tục thất bại không thu được đồng nào.



(Đồ thị 5 - Nguồn: Standard Chartered Bank, Global Research)

Quý III, lạm phát tiếp tục tăng cao và lên tới mức kỷ lục trong vòng 17 năm qua từ năm 1991. Chỉ số giá tiêu dùng tăng 28.3% so với cùng kỳ năm ngoái vào

<sup>4</sup> Ngày 16/5/08, NHNN ban hành Quyết định 16/2008/QĐ-NHNN quy định các tổ chức tín dụng ấn định lãi suất kinh doanh bằng VNĐ đối với khách hàng không được vượt 150% lãi suất cơ bản.

tháng 8 năm 2008<sup>5</sup>. Giá TPCP trong thời gian này vẫn tiếp tục giảm và có dấu hiệu phục hồi trong cuối quý III. Sang quý IV/2008, tình hình lạm phát ở Việt Nam đã giảm dần do chính sách thắt chặt tiền tệ của Chính phủ, nhưng sau đó Việt Nam chuyển sang mục tiêu chống suy giảm kinh tế do tác động của khủng hoảng kinh tế toàn cầu. NHNN bắt đầu giảm lãi suất cơ bản từ tháng 10 và chính phủ lần lượt đưa ra các biện pháp kích cầu, đẩy mạnh sản xuất kinh doanh. NHNN tiếp tục tăng biên độ tỷ giá theo hướng giảm nhập khẩu và hỗ trợ xuất khẩu, tăng từ 2% lên 3% vào tháng 11 (sau đó tiếp tục tăng lên 5% vào tháng 3/2009). Ngoài ra, việc nới lỏng chính sách tiền tệ khiến tình hình vốn của các ngân hàng thương mại trong giai đoạn này đã bớt căng thẳng. Các ngân hàng có nguồn vốn dư thừa nên nhu cầu nắm giữ TPCP của các tổ chức tín dụng cũng tăng theo, TPCP được phát hành thành công hơn.

Ngoài các yếu tố kinh tế vĩ mô trên, một trong những trở ngại cho việc phát hành TPCP năm 2008 là vấn đề giải ngân số vốn đã huy động từ TPCP. Trong giai đoạn năm 2003-2008, Chính phủ huy động được hơn 300 ngàn tỷ đồng từ TPCP, nhưng mới giải ngân được khoảng 65 ngàn tỷ đồng, đạt khoảng 54% kế hoạch. Điều này khiến nhu cầu huy động vốn từ TPCP chưa rõ ràng, ảnh hưởng tới việc tính toán lãi suất trần TPCP<sup>6</sup>.

## 2. Trách nhiệm trả nợ

Một vấn đề quan trọng khác liên quan tới TPCP là trách nhiệm trả nợ của Chính phủ. Cuối năm 2008, Chính phủ đã đưa ra một số nhóm giải pháp nhằm ngăn chặn suy giảm kinh tế<sup>7</sup>, làm giảm đáng kể nguồn thu NSNN và tăng chi tiêu trong năm 2009 (quy mô của các gói kích cầu khoảng 143.000 tỷ đồng, tương đương 8 tỷ USD). Năm 2008, tỷ lệ bội chi NSNN so với GDP là 4.95%, trong đó khoảng 77% được bù đắp bằng nguồn vay trong nước và khoảng 23% là nguồn vay nước ngoài. Năm 2009, Quốc hội thông qua mức bội chi NSNN tối đa là 8%. Còn theo báo cáo của ADB, mức thâm hụt dự kiến sẽ lên tới 9.8% GDP và tương ứng, nợ công và nợ có bảo đảm của Việt Nam sẽ lên 45.8% GDP<sup>8</sup>. Tuy các con số dự đoán đều trong giới hạn an toàn (dưới 50% GDP), nhưng đây là mức thâm hụt rất cao và nếu tiếp tục trong các năm tiếp thì sẽ gây ảnh hưởng tới an ninh tài chính quốc gia.

Trong bối cảnh trên, tháng 6/2009, Quốc hội quyết định bổ sung 20.000 tỷ đồng<sup>9</sup> thay vì 11.500 tỷ đồng, tăng tổng nguồn thu TPCP lên hơn 63.000 tỷ đồng trong năm 2009 để bù đắp thâm hụt ngân sách. Tuy nhiên, nhu cầu đầu tư vào TPCP trong thời gian tới còn rất hạn chế do số lượng các nhà đầu tư tham gia, đặc biệt là các nhà đầu tư nước ngoài có tâm lý dè dặt do tình hình kinh tế khó khăn. Hơn nữa, tính thanh khoản của công cụ này chưa cao và việc áp dụng lãi suất

<sup>5</sup> <http://www.gso.gov.vn/default.aspx?tabid=413&thangtk=08/2008>

<sup>6</sup> Ủy ban kinh tế, *Báo cáo thẩm tra đánh giá bổ sung kết quả thực hiện Nghị quyết của Quốc hội về kế hoạch phát triển kinh tế-xã hội năm 2008; tình hình triển khai thực hiện nhiệm vụ kinh tế-xã hội và NSNN năm 2009 ngày 19/5/2009*, trang 11

<sup>7</sup> Xem thêm Nghị quyết 30/2008/NQ-CP ngày 11/12/2008 về những giải pháp cấp bách nhằm ngăn chặn suy giảm kinh tế, duy trì tăng trưởng kinh tế, đảm bảo an sinh xã hội.

<sup>8</sup> ADB, *Asian Development Outlook 2009*, trang 265.

<sup>9</sup> Nghị quyết 32/2009/NQ-QH12 ngày 19/6/2009

trần không theo kịp sự biến động của lãi suất thị trường đã làm giảm tính hấp dẫn của TPCP đối với các nhà đầu tư. Và thực tế là đầu năm 2009, nhiều phiên đấu thầu TPCP tiếp tục thất bại, không thu được đồng nào.

### 3. Kết luận

TPCP là công cụ nợ do Chính phủ phát hành. Những biến động tình hình kinh tế vĩ mô hay nhu cầu vốn của các tổ chức tín dụng đều tác động trực tiếp tới khối lượng và lãi suất phát hành của công cụ này. Chính vì vậy, qua việc tìm hiểu TPCP, người đọc có thể thấy được một góc nhìn về nền kinh tế cũng như tình hình thị trường tài chính của Việt Nam.

Qua năm 2008 với nhiều biến động, có thể thấy Chính phủ Việt Nam duy ý chí trong việc đặt ra các chỉ tiêu khiến việc thực hiện tốn nhiều nguồn lực mà không hiệu quả. Việc phối hợp nhịp nhàng giữa các chính sách vĩ mô để tránh lãng phí trong giai đoạn suy thoái này là hết sức quan trọng vì việc phân bổ các nguồn lực không hợp lý có thể gây ảnh hưởng lớn đến nền kinh tế Việt Nam.

#### Tài liệu tham khảo:

1. Nghị Định 141/2003/NĐ-CP ngày 20/11/2003 về việc phát hành TPCP, trái phiếu được Chính phủ bảo lãnh và trái phiếu chính quyền địa phương;
2. Bộ kế hoạch đầu tư, *Báo cáo bổ sung tình hình kinh tế-xã hội năm 2008 và triển khai thực hiện kế hoạch phát triển kinh tế- xã hội năm 2009*;
3. Ủy ban kinh tế, *Báo cáo thẩm tra đánh giá bổ sung kết quả thực hiện nghị quyết của Quốc hội và kế hoạch phát triển kinh tế-xã hội và ngân sách nhà nước năm 2008; tình hình triển khai thực hiện nhiệm vụ kinh tế-xã hội và ngân sách nhà nước năm 2009 ngày 19/5/2009*;
4. Standard Chartered Bank, *Guide to S.E. Asian Domestic Bond Markets – Vietnam*; trang 115-124;
5. Website Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội <http://hnx.vn/> (phần *Kết quả đấu thầu trái phiếu*);
6. Website Ngân hàng Nhà nước <http://www.sbv.gov.vn> (phần *Tin tức sự kiện*);
7. Lê Châu, *Tiền đầu bù đắp thâm hụt ngân sách?*  
<http://tintuonline.vietnamnet.vn/vn/kinhte/223599/index.html>
8. ADB, *Asian Development Outlook 2009*, trang 262-267.