



PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ TRƯỜNG HỢP HY LẠP VÀ VIỆT NAM

GS.TS. THOMAS WOLKE*

Bài viết này bắt đầu với phân mô tả chức năng căn bản của trái phiếu chính phủ (TPCP). Những thuộc tính quan trọng nhất của trái phiếu (TP) và cách đánh giá trái phiếu được thể hiện qua giá trị hiện tại. Để đơn giản trong phân tích, tác giả bài viết giả định một số yếu tố không đổi (như mức lợi tức lúc đáo hạn và lợi tức). Tuy nhiên, trong thực tế, lợi tức không đổi thì không phổ biến lắm. Cho dù giả thiết lợi tức không đổi không có vấn đề về phương pháp, nó cũng không cần thiết cho việc chứng minh những vấn đề trọng tâm nên không cần phải mở rộng và phức tạp hóa. Trường hợp những giả định về mức lợi tức khi đáo hạn cũng tương tự như vậy.

Phân tiếp theo của bài viết, qua việc đánh giá các TP trên thị trường vốn quốc tế, sẽ trình bày những hậu quả và kết quả đối với chính phủ Hy Lạp (HL). Kế đó là phân đánh giá những biện pháp cứu trợ tài chính ở khối EU và phân đúc kết về kẻ được và người mất trong cuộc khủng hoảng ở HL. Cuối cùng là những gợi ý về chính sách cho VN được rút ra từ cuộc khủng hoảng HL.

1. Những nguyên lý cơ bản của trái phiếu chính phủ

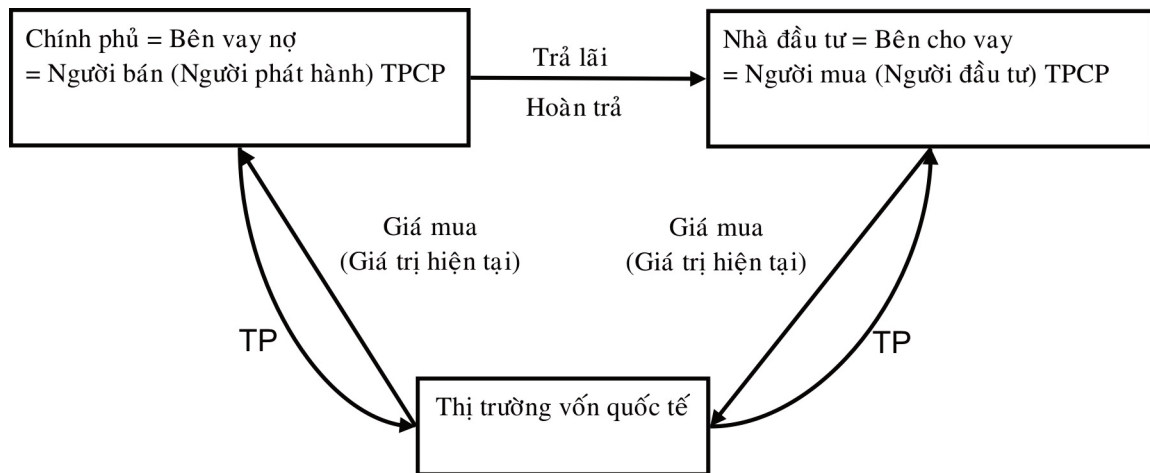
Những nguyên lý cơ bản của TPCP có thể được mô tả trong Hình 1.

Về pháp lý, việc này là quan hệ vay nợ giữa chính phủ và người mua TPCP (nhà đầu tư). Chính phủ vay tiền và là bên vay nợ, nhà đầu tư là bên cho vay. Chính phủ phát hành TP để trang trải những nhu cầu tài chính và mời chào TP với những chủ nợ lớn trên thị trường vốn quốc tế. Tuy nhiên, do mức độ đáng tin cậy và uy tín, nhiều quốc gia chỉ có thể phát hành TP ở thị trường nội địa.

Giá mua hoặc giá trị hiện tại đóng một vai trò quan trọng. Đây là cái giá mà nhà đầu tư sẵn sàng trả trên thị trường vốn. Giá trị hiện tại cũng đồng

thời phản ánh lượng tiền chảy vào ngân sách chính phủ qua việc phát hành. Nhà đầu tư cung vốn cho chính phủ, nên chính phủ có trách nhiệm trả lãi đáo hạn của khoản nợ và hoàn trả khoản trái phiếu lúc cuối kỳ. Nhà nước bảo đảm trả lãi và hoàn trả vốn gốc bằng độ tin cậy của mình, điều này, về cơ bản, phản ánh được hạng mức tín nhiệm của quốc gia.

Những ngân hàng thương mại lớn hoạt động ở tầm quốc tế thường mua nhiều TPCP nhất, do đó họ là những chủ nợ quan trọng ở những nước này (sự kiện này sẽ có ý nghĩa đặc biệt trong phần sau của bài viết), nhưng các công ty bảo hiểm, những định chế đầu tư, định chế công và nhà đầu tư cá nhân cũng có thể mua TPCP và đóng vai trò chủ nợ.



Hình 1. Những nguyên lý cơ bản của TPCP

2. Những đặc điểm của trái phiếu chính phủ

Giá trị danh nghĩa là tổng mệnh giá của đợt phát hành. Giá trị danh nghĩa được chia nhỏ. Mỗi một đơn vị được gọi dưới tên mệnh giá. Ví dụ: một TP có giá trị danh nghĩa 1 tỷ Euro và một đơn vị có mệnh giá 1.000 Euro. Như vậy có nghĩa là tổng cộng có 1 triệu đơn vị sẽ được phát hành. Lợi tức hiện thời và khoản chi trả vốn gốc luôn tương ứng với giá trị danh nghĩa hoặc mệnh giá.

Kỳ hạn của TP là thời gian trong đó lãi được chi trả và cuối thời gian đó vốn gốc được hoàn trả. Kỳ hạn được đặt thành biến M ; ta giả định một kỳ hạn $M = 10$ năm.

Lợi tức hiện thời, hay còn gọi là lãi suất trên phiếu, được mô tả bằng biến " c ". Lãi suất trên phiếu luôn áp dụng cho một năm và là $c = 5\%/năm$ chẳng hạn. Thông thường, với lãi suất trên phiếu, khoản chi trả lãi tùy thuộc vào số lần chi trả lãi trong một năm. Để đơn giản hóa ví dụ này, chúng ta chọn việc trả lãi mỗi năm một lần. Trong thực tế, người ta thường trả lãi từng quý hoặc từng hai quý.

Có nhiều hình thức hoàn trả vốn (biến " rd ") của một TP, ví dụ: bằng cách rút tiền theo một lịch hoàn trả, vào cuối kỳ hạn v.v.. Trong ví dụ của chúng tôi, việc hoàn trả vốn được định vào cuối kỳ hạn, nghĩa là, giá trị danh nghĩa 1 tỷ Euro sẽ được trả lại trọn vẹn cho các chủ nợ vào cuối kỳ hạn $M = 10$ năm.

Sau cùng, chính phủ phải bảo lãnh cho việc trả

lãi, thông thường bằng mức độ tín nhiệm của nhà nước. Mức độ tín nhiệm này được các tổ chức xếp hạng xác định. Ngoài ra, nhà nước cũng có thể dùng tài sản bảo lãnh. Trong trường hợp này thì ta có TP thế chấp.

3. Định giá trái phiếu chính phủ

Dựa vào những đặc điểm trên, TP có thể định giá theo giá trị hiện tại. Giả định với lãi suất không đổi (về cách tính lãi suất thay đổi (Fabozzi, 2004), cách tính giá trị hiện tại (PV) là:

$$PV = \sum_{m=1}^M c \cdot (1+i)^{-m} + rd \cdot (1+i)^{-M}$$

Ở đây lãi suất trên phiếu c được tính bằng Euro chứ không phải bằng phần trăm. Với mệnh giá 1.000 Euro (khoản hoàn trả), lãi suất trên phiếu được ghi là $c = 40$ Euro.

Biến i là mức lãi định giá. Có nhiều phương pháp tính định giá (Fabozzi, 2004). Lấy ví dụ như TPCP Đức; hiện nay, TPCP Đức được xem như không có rủi ro (xếp loại AAA), lãi suất thực hàng năm từ 2,5% tới 3%.

Trong phần sau, giả sử lãi suất hàng năm là $i = 3\%/năm$ trong suốt kỳ hạn (tức là lãi suất không đổi như giả định trên).

Giá trị hiện tại của TP (ví dụ, cho mệnh giá 1.000 Euro và vốn gốc 1.000 Euro sau 10 năm) được tính như sau:

Năm 1: $€40/1,03^1$ + Năm 2: $€40/1,03^2$ + Năm 3: $€40/1,03^3$ +...+ Năm 10: $€1.040/1,03^{10} = €1.085,3$

Nếu áp dụng cho mệnh giá 1.000 Euro, giá trị hiện tại sẽ lên tới 108,53%. Giá trị hiện tại này được giải thích như sau:

Thay vì mệnh giá 1.000 Euro, nhà đầu tư có thể sẵn lòng trả 1.085,3 Euro để mua một TP có lãi suất trên phiếu là 4%/năm. Khi mua một TPCP Đức, nhà đầu tư ấy sẽ chỉ nhận được 3%/năm khoản lãi hằng năm (1% này hiện nay được đánh giá là 85,3 Euro). Nhà đầu tư chỉ sẵn sàng trả theo giá trị hiện tại cao hơn mệnh giá này nếu anh ta đánh giá rằng TP với lãi suất 4% trên phiếu sẽ hoàn toàn không có rủi ro. Nhưng nếu nhà đầu tư trong thị trường vốn dự liệu có rủi ro, ví dụ chính phủ HL sẽ không có khả năng chi trả lãi và hoàn trả vốn trong tương lai, họ sẽ tính toán một mức đền bù rủi ro. Tùy theo họ đánh giá rủi ro ấy cao tới đâu, họ có thể chỉ chịu trả 80% cho chính phủ HL thôi.

Nếu mức giá 80% này áp dụng cho các thị trường vốn quốc tế do những kỳ vọng của người tham gia thị trường, người mua TP sẽ nhận lợi tức thực hàng năm là 6,82%. Trong trường hợp này khoảng cách với TPCP Đức là 382 điểm cơ bản (basis point: đơn vị lãi suất tương đương với 1/100 của 1%). Tính toán sau sẽ làm rõ điểm này:

Năm 1: $\text{€}40/1,0682^1$ + Năm 2: $\text{€}40/1,0682^2$ + Năm 3: $\text{€}40/1,0682^3$ + ... + Năm 10: $\text{€}1.040/1,0682^{10} = \text{€}800 = 80\%$

Nếu HL mất khả năng chi trả và được hoãn nợ, các nhà đầu tư có thể nhận một hạn ngạch hoàn trả là 61,69% (thay vì hoàn trả 100%). Trong trường hợp này, nhà đầu tư hưởng lãi suất thực là 3%/năm (bằng lợi tức từ TPCP Đức).

Năm 1: $\text{€}40/1,03^1$ + Năm 2: $\text{€}40/1,03^2$ + Năm 3: $\text{€}40/1,03^3$ + ... + Năm 10: $\text{€}656,88/1,03^{10} = \text{€}800 = 80\%$

4. Những hậu quả ở Hy Lạp

Như thế, nếu HL cần phải vay mới một khoản tiền, thí dụ 1 tỷ Euro (vì bất cứ lý do hay ý định gì), sẽ xảy ra trường hợp sau: Với tình hình hiện nay tại các thị trường vốn quốc tế, HL sẽ phải phát hành tổng giá trị danh nghĩa là 1,25 tỷ Euro. Nghĩa là họ phải trả lãi mỗi năm $4\% \times 1,25 \text{ tỷ} = 50 \text{ triệu}$, và sau 10 năm phải trả nợ gốc 1,25 tỷ Euro (so với Đức: chỉ 30 triệu lãi và 1 tỷ gốc). Khi đó, vòng luẩn quẩn bắt đầu: Lãi cao hơn cộng vốn gốc dẫn tới nợ quốc gia cao hơn, và điều này lại

dẫn tới đền bù rủi ro cao hơn cho nhà đầu tư trên thị trường vốn quốc tế.

Những chủ nợ lớn nhất của HL là các ngân hàng Pháp (50 tỷ) và Đức (30 tỷ). Nên mỗi năm, các ngân hàng Pháp và Đức nhận đền bù rủi ro khoảng 1,5 tỷ hoặc 0,9 tỷ từ chính phủ HL.

Để đối phó với tình trạng mất khả năng chi trả trầm trọng của HL, về căn bản, có hai khả năng (Dullien/Schwarzer, 2010):

- Hoãn nợ (như đã mô tả ở trên).

- Nhận gói cứu trợ tài chính của các nước EU hoặc ECB (Ngân hàng châu Âu).

(1) Hoãn nợ: Có giả định rằng khi hoãn nợ, hạn ngạch bồi hoàn 70% cũng đủ để tái lập khả năng chi trả của HL [1]. Việc này có thể sẽ dẫn tới việc chi trả vốn gốc từng kỳ cho các ngân hàng Pháp và Đức, nghĩa là lợi tức của họ sẽ giảm - một hệ quả có thể chấp nhận được. Kế hoạch tiết kiệm triệt để của chính phủ HL chắc sẽ không ngăn cản điều này, mà còn tạo thuận lợi cho nó nữa: Để phục hồi uy tín hoặc sức sống cho thị trường vốn của mình, HL hẳn buộc lòng phải quyết tâm theo đuổi một chính sách thắt chặt trong thị trường vốn (Argentina là điển hình tốt cho việc này).

(2) Gói cứu trợ: Trong trường hợp HL, một gói cứu trợ - như đã quá quen thuộc lúc này - được gửi tới vì những lý do chính trị. Trong năm 2010, HL cần sự giúp đỡ của các nước EU tới 30 tỷ Euro. Khoản viện trợ này sẽ được (hoặc đã được) cấp dưới dạng những khoản vay theo những điều kiện thị trường bình thường (tức là, không có đền bù rủi ro). Người ta dự trù rằng IMF sẽ cung cấp thêm khoản tín dụng bổ sung lên tới 15 tỷ Euro. Tổng cộng, HL sẽ cần hoặc mong có được khoản tín dụng 80 tỷ Euro. Kịch bản thứ nhì này phơi bày một số nhược điểm nghiêm trọng.

Ngược lại, với người đóng thuế, các gia đình châu Âu sẽ bị áp lực rất lớn. Tiền thuế không được dành sẵn cho những mục tiêu nhạy cảm (đầu tư vào giáo dục, cơ sở hạ tầng, hoàn trả nợ v.v.), hoặc phải được để dành.

Áp lực buộc HL phải theo đuổi một chính sách tài chính thắt chặt chỉ có thể thúc đẩy về mặt chính trị (trái với Argentina). Nghĩa là thành công của quá trình tái cấu trúc công quyền của HL

NGHIÊN CỨU & TRAO ĐỔI

chủ yếu tùy thuộc vào tiến triển chính trị trong tương lai. Những tiến triển chính trị tương lai lại tùy thuộc nhiều yếu tố không thể tính toán và do đó tùy thuộc vào thành công của tái cấu trúc tài chính công.

Cho dù viện trợ được cấp dưới dạng các khoản vay, nhưng việc hoàn trả nợ sẽ tùy thuộc vào việc tái cấu trúc thành công của HL. Nếu việc tái cấu trúc này không thành công trong dài hạn, các chủ nợ càng khó tránh khỏi phải hoãn nợ. Nếu hoãn nợ không thể tránh khỏi, một phần tiền thuế của dân châu Âu (tương ứng với hạn ngạch hoàn trả) sẽ mất đi vĩnh viễn.

5. Kẻ được và người mất trong khủng hoảng Hy Lạp

Ta dễ dàng nhìn thấy ai là kẻ được và người mất trong khủng hoảng HL. Hình 2 cho thấy những tác nhân trong khủng hoảng và quan hệ của chúng.

Kẻ được là nhà đầu tư hay những ngân hàng lớn, tức là, những chủ nợ của HL. Họ cũng bỏ túi

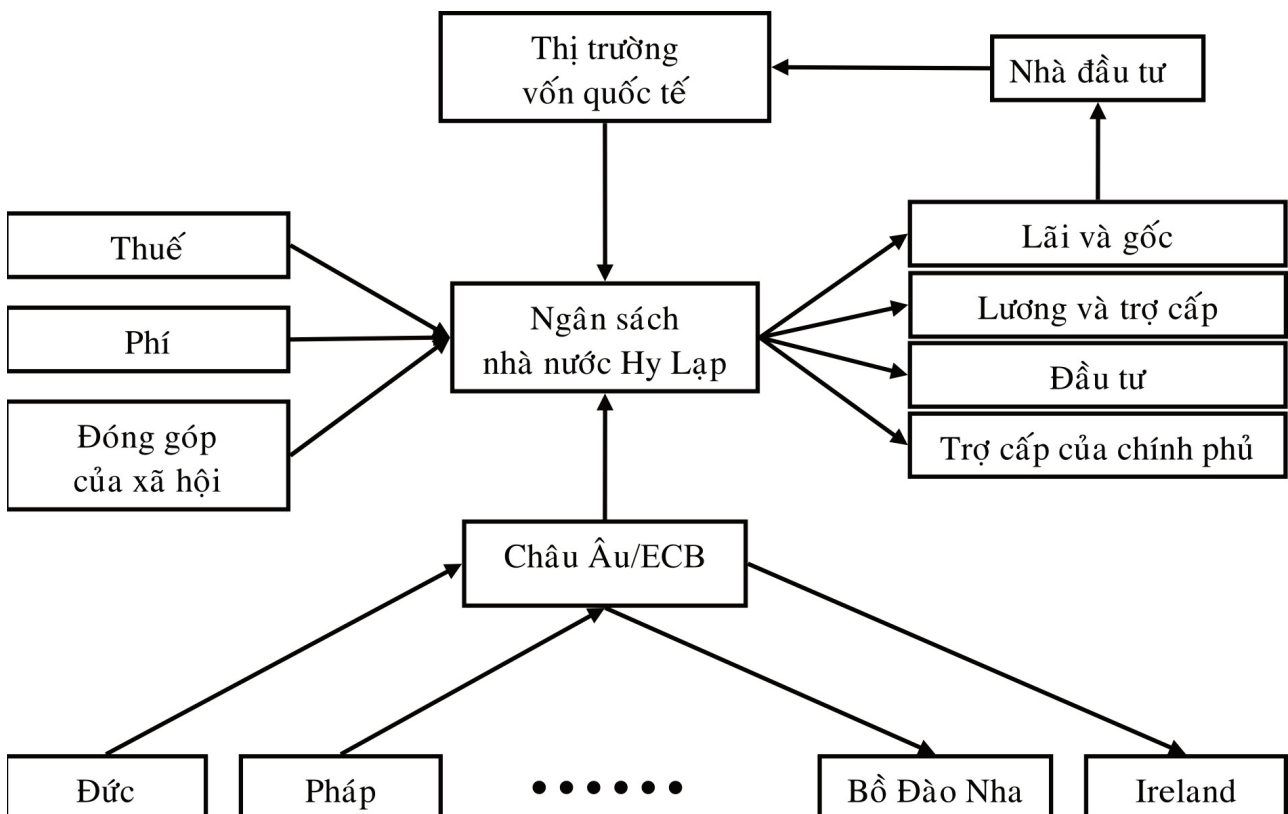
một khoản đền bù rủi ro lớn (mức hiện nay là 80%) cho một rủi ro mà hiện không còn tồn tại. Cho dù trong tương lai có phải hoãn nợ, cùng lắm họ chỉ mất đi một phần trong khoản đền bù rủi ro đã nhận được. Phần chủ yếu nhất trong khoản đền bù rủi ro này là do người đóng thuế châu Âu chi trả.

Như thế, người mất là những nước lớn ở châu Âu hoặc người đóng thuế ở các nước đó (Đức, Pháp, Hà Lan...), vì họ góp phần lớn nhất trong gói cứu trợ. Người đóng thuế đang chi trả trong khi các ngân hàng không bị buộc trách nhiệm giải trình. Đây là hiện tượng quen thuộc của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu. Cho đến nay, các nước hình như không hề có một chủ trương chính trị bền vững nào nhằm thay đổi tình hình này.

6. Gợi ý cho VN

Có thể đưa ra gợi ý gì cho VN dưới ánh sáng của những biến cố nói trên? Gợi ý thứ nhất có thể rút ra từ cuộc khủng hoảng HL là:

(1) Không nên phát hành TPCP trên thị



Hình 2. Kẻ được và người mất trong khủng hoảng HL

trường vốn quốc tế:

Những vấn đề cho HL chủ yếu nằm ở hai nguyên nhân chính: Thứ nhất là kỷ luật tài khóa không chặt chẽ đối với những khoản thu (thuế thu không đủ và không nhất quán, tham nhũng v.v..) và những khoản chi (chính sách hưu bổng sớm cho công chức v.v.); thứ hai, khủng hoảng tài chính do thả lỏng trên các thị trường vốn quốc tế (Dulien/Schwarzer, 2010).

VN có thể tránh được các vấn đề của những khủng hoảng tài chính thả lỏng này bằng cách tránh khỏi những kỳ vọng (đầu cơ) của các tay đầu cơ trên thị trường vốn quốc tế. Ngoài ra, chỉ có thể phát hành TPCP ra nước ngoài bằng đồng USD, mà điều này lại dẫn đến một rủi ro tiền tệ khác. Rủi ro tiền tệ này rất có thể làm tăng chi phí đầu tư của chính phủ VN (Wolke, 2008).

(2) Cách tổ chức phát hành hấp dẫn cho TPCP VN:

Nếu việc phát hành TPCP trên thị trường vốn nội địa không được thành công, Ngân hàng Nhà nước VN có thể mua hết số TP đó. Việc này sau cùng sẽ dẫn đến những tai hại như in thêm tiền kèm theo nhiều hậu quả tiêu cực như: phá giá đồng nội tệ, lạm phát v.v.. (Herr/Heine, 2003). Tác giả bài viết khuyến cáo đừng chọn cách làm này.

Việc phát hành thành công TPCP trên thị trường vốn nội địa dựa trên giả định rằng các nhà đầu tư tiềm năng sẽ thấy TPCP đủ hấp dẫn để mua nó như một cách đầu tư. Thời điểm này, các nhà đầu tư VN thích giữ vàng hơn, do đó, TPCP VN phải đủ hấp dẫn để cạnh tranh với vàng. Điều này chỉ đạt được khi TP được phát hành với những đặc điểm sau:

- (a) Một mức lãi cao và trả lãi hàng quý;
- (b) Có chính sách hoàn trả cuối kỳ để giao dịch với nhà đầu tư một cách minh bạch nhất;
- (c) Người mua TPCP có thể bán lại TPCP cho Chính phủ bất cứ lúc nào theo thời giá hiện tại;
- (d) Phát hành nhiều lô TP với kỳ hạn khác nhau (3, 7, 10, 20 năm) để đáp ứng yêu cầu đa dạng, phù hợp với kế hoạch riêng của nhà đầu tư;
- (e) Phát hành giấy nợ: Một khả năng nữa là phát hành giấy nợ (xem phần 2 ở trên), tuy nhiên việc này có thể gây ra một số vấn đề pháp lý khi

tiến hành. Quan trọng hơn nữa là việc thiết lập một chính sách thông tin minh bạch hơn cho nhà đầu tư để chứng tỏ thiện chí và mức độ đáng tin cậy của Chính phủ trong việc hoàn trả TP.

Ngoài ra, phải có quy định cấm chuyển nhượng mọi TP. Không có lý do rõ ràng nào cho việc người mua TP phải có quyền chuyển nhượng nó cho bên thứ ba. Một trong nhiều nguyên nhân của khủng hoảng tài chính toàn cầu là việc chuyển nhượng quá nhiều chứng khoán có tài sản bảo đảm. Trong trường hợp cần thanh khoản, nhà đầu tư luôn có thể bán lại TP cho Nhà nước theo giá thỏa đáng (thời giá hiện tại). Nhà đầu tư còn có quyền tùy chọn một số điều khoản mua TP (như mục (c) và (d) kể trên).

(3) Thông tin đầy đủ cho nhà đầu tư VN:

Một đợt phát hành mới chỉ có thể thành công khi nhà đầu tư VN có đủ thông tin về những thuận lợi của TPCP (xem phần 2 ở trên). Nếu không, việc phát hành sẽ chẳng ích gì khi nhà đầu tư đã tin vào những loại hình đầu tư khác. Thí dụ như đầu tư vào vàng. Do đó, thông tin về việc đầu tư vào vàng phải được nhận thức rõ vì vàng có ba điểm bất lợi lớn:

Một là, vàng chỉ có thể mua và bán theo giá thế giới. Trong giai đoạn khủng hoảng, nhu cầu vàng tăng cao và giá tăng theo. Nhưng chắc chắn trong tương lai sẽ có lúc nền kinh tế phục hồi, khi đó giá vàng sẽ hạ, nhất là so với đỉnh điểm. Với TPCP, nhà đầu tư không gặp phải rủi ro do giá cả thị trường; nhưng (nếu như họ bán lại trước khi đáo hạn) họ có thể gặp chút rủi ro lãi suất nào đó (Wolke, 2008).

Vàng cũng chưa chắc chắn có vai trò nhất định trong dài hạn và do đó có thể mất đi nhiều giá trị. Giá vàng tăng cao thường do nguồn cung toàn cầu thấp. Ngoài ra, nhu cầu chỉ tăng cao trong những giai đoạn khủng hoảng. Khi kinh tế phục hồi, thì khác với dầu thô, vàng không được dùng như tài nguyên thiên nhiên (cho cả nghề nha khoa và bất kỳ hoạt động sản xuất công nghiệp nào khác). Về phía cầu trong trường hợp này, vàng chỉ là thứ tiền tệ trang trí và món đầu cơ. Tuy nữ trang vàng chắc chắn sẽ còn tiếp tục thu hút sự quan tâm của một số người nhưng như thế vẫn không đủ bảo đảm sự ổn định giá vàng trong dài hạn.

NGHIÊN CỨU & TRAO ĐỔI

Hai là, vàng không đem lại cổ tức đều đặn. Lợi tức từ vàng có thể thành hiện thực nhưng trong trường hợp này, tài sản vàng không còn có sẵn như một thứ tiền tệ thời khủng hoảng. Lãi từ TPCP được chi trả hàng quý, khả dụng đối với nhà đầu tư, và họ có thể dùng nó để tái đầu tư (ví dụ như trong trường hợp lãi suất tăng cao hơn). Tuy nhiên, họ vẫn là chủ nợ đối với chính phủ VN cho đến khi TP đáo hạn.

Ba là, có những phí tổn đáng kể khi giữ vàng. Một ví dụ là sự có mặt của những cửa hàng bán kết sắt. Để tránh những chi phí bảo quản như thế, chúng chỉ gửi vàng của ngân hàng có thể là một giải pháp hữu hiệu nhưng cũng gắn với giá vàng thế giới, tuy rằng với những chứng chỉ đó, nhà đầu tư cũng chịu một phần rủi ro đột xuất của ngân hàng phát hành chứng chỉ. Với TPCP thì không có chi phí lưu giữ hoặc bảo đảm an toàn nào cả.

Người Việt có niềm tự hào nhất định về đất nước (ở nhiều mức độ khác nhau). Điều này góp phần giải thích tại sao người Việt luôn chiến thắng trong trong lịch sử dân tộc. Khi mua TPCP, người Việt sẽ gắn bó với đất nước nhiều hơn là mua vàng. Với những gợi ý trình bày ở trên, tác giả hy vọng sẽ chẳng có gì ngăn trở được VN phát hành TPCP thành công■

(Phạm Viêm Phương dịch)

Tác giả xin cảm ơn đồng nghiệp, Giáo sư Tiến sĩ Rainer Stachuletz, vì những gợi ý về một chương trình hành động cho VN.

CHÚ THÍCH

[1] Trong mọi trường hợp, lợi tức của nhà đầu tư hẳn sẽ cao hơn so với TPCP Đức, xin xem phần trên.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Dullien, S./Schwarzer, D. (2010), *Umgang mit Staatsbankrotten in der Eurozone*, German, SWP-Studie, Berlin
2. Fabozzi, Frank J. (2004), *Bond Markets: Analysis and Strategies*, 5th Edition, Pearson
3. Heine, M./Herr, H. (2003), *Volkswirtschaftslehre*, 3rd Edition, German, Oldenbourg, Munchen, Wien
4. Wolke, Thomas (2008), *Risikomanagement*, 2nd Edition, German, Oldenbourg, Munchen, Wien

