



## Mối quan hệ nợ nước ngoài và tăng trưởng kinh tế VN

NGUYỄN HỮU TUẤN

**N**ghiên cứu này sử dụng lý thuyết “debt overhang” mô phỏng dưới dạng đồ thị là đường cong Laffer nợ để phân tích mối liên hệ giữa nợ nước ngoài và tăng trưởng kinh tế VN. Qua mô phỏng bằng đồ thị, nghiên cứu tìm thấy tồn tại đường cong Laffer nợ và điểm tối ưu về tỷ lệ nợ nước ngoài trên GDP thực của VN vào khoảng 65%. Kết quả mô hình nghiên cứu định lượng với phương pháp đồng liên kết cho thấy tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa nợ nước ngoài và tăng trưởng kinh tế trong mức ý nghĩa thống kê.

Từ khoá: Lý thuyết “Debt Overhang”, đường cong Laffer, nợ nước ngoài, tăng trưởng kinh tế

### Giới thiệu

Theo Tokunbo và cộng sự (2007), các nghiên cứu ban đầu của các nhà kinh tế trong những thập niên 50 và 60 đã tìm thấy một lý thuyết chung về nợ nước ngoài và tăng trưởng kinh tế. Tất cả họ đều chia sẻ quan điểm chung rằng việc chuyển giao các nguồn lực nước ngoài (thông qua các khoản vay, viện trợ và tài trợ) tại các nước kém phát triển là cần thiết, nó bổ sung nguồn vốn thiếu hụt trong nước. Với nguồn vốn được bổ sung sẽ giúp các nước chuyển đổi nền kinh tế của họ để tạo ra mức tăng trưởng cao hơn. Qua quá trình này có thể thấy mối liên hệ giữa nợ nước ngoài và tăng trưởng kinh tế là với một quốc gia đang phát triển mức vay nợ hợp lý có khả năng tăng cường tăng trưởng kinh tế. Các quốc gia ở giai đoạn phát triển đầu với dung lượng vốn nhỏ hơn sẽ có những cơ hội đầu tư với tỷ suất hoàn vốn cao hơn so với các nền kinh tế phát triển. Do vậy chỉ

cần các quốc gia này sử dụng vốn vay để đầu tư sản xuất, tăng trưởng sẽ tăng và cho phép họ thanh toán các khoản nợ vay kịp thời. Điều này cũng hàm ý rằng trong ngắn hạn mối quan hệ tỷ lệ thuận giữa nợ nước ngoài và tăng trưởng có thể giúp các nước này vượt qua chu kỳ nợ trong thời hạn hợp lý. Theo Soludo (2001) chu kỳ nợ có ba giai đoạn: trong giai đoạn đầu tiên nợ phát triển để bổ sung vào nguồn lực thiếu hụt trong nước, trong giai đoạn thứ hai, quá trình sử dụng nợ tạo ra thặng dư nhưng có thể không đủ để bù đắp các khoản thanh toán lãi suất, trong khi trong giai đoạn ba quá trình sử dụng nợ phải tạo ra thặng dư đủ để trang trải trả lãi và nợ gốc.

Hạn chế của các nghiên cứu nêu trên là chưa giải thích cận kề ảnh hưởng lâu dài của nợ nước ngoài đối với tăng trưởng mà các nhà nghiên cứu sau này gọi là “debt overhang”. Sự hạn chế này đã thúc đẩy các nhà kinh tế xây dựng một lý thuyết giải thích toàn diện mối quan hệ giữa nợ nước ngoài và tăng trưởng kinh tế. Lý thuyết “debt overhang” được xem là lý thuyết quan trọng trong giải thích mối quan hệ giữa nợ và tăng trưởng kinh tế về sau này. Lý thuyết này khi được giải thích qua đồ thị được biết đến qua tên gọi đường cong Laffer nợ. Đề đưa ra một giải pháp cho vấn đề “debt overhang” các nhà kinh tế tập trung vào việc tìm kiếm mức vay nợ tối ưu cho từng quốc gia cụ thể. Đây là mức độ nợ mà các quốc gia có thể duy trì mà không cần phải lo ngại vấn đề “debt overhang”.

### Lý thuyết “Debt Overhang”

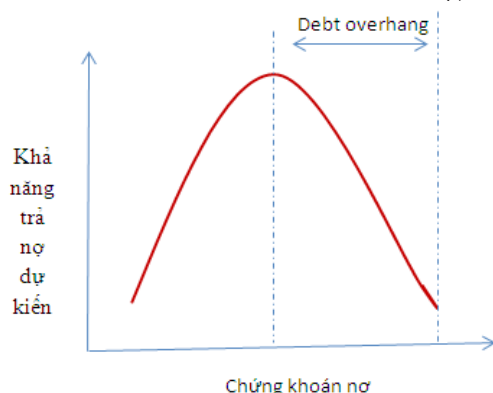
Trong các nghiên cứu liên quan đến tác động tiêu cực tiềm năng của gánh nặng nợ nước ngoài đối

với tăng trưởng mô hình phổ biến được sử dụng là lý thuyết “debt overhang”. Krugman (1988) định nghĩa “debt overhang” là tình trạng trong đó số tiền dự kiến chi trả nợ nước ngoài sẽ giảm dần khi dung lượng nợ tăng lên. Lý thuyết “debt overhang” cho rằng nếu như nợ trong tương lai vượt quá khả năng trả nợ của một nước thì các chi phí dự tính chi trả cho các khoản nợ (dịch vụ nợ) sẽ kìm hãm đầu tư trong nước từ đó ảnh hưởng xấu đến tăng trưởng.

### Đường cong Laffer nợ

Lập luận của lý thuyết “debt overhang” có thể được xem xét qua đường cong Laffer nợ (Hình 1). Đường cong Laffer nợ cho thấy rằng tổng nợ càng lớn sẽ đi kèm với khả năng trả nợ càng giảm. Trên phần dốc lên của đường cong, giá trị hiện tại của nợ càng tăng sẽ đi cùng với khả năng trả nợ cũng tăng lên. Trên phần dốc xuống của đường cong, giá trị hiện tại của nợ càng tăng lại đi kèm với khả năng trả nợ càng giảm.

Hình 1 Đường cong Laffer nợ



Nguồn: Source: Patillo C. et al (2002)

Mặc dù mô hình “debt overhang” không trực tiếp phân tích ảnh hưởng của nợ nước ngoài đến tăng trưởng kinh tế nhưng lại gợi ý rằng tổng nợ lớn sẽ kìm hãm tăng trưởng do góp phần giảm đầu

tu. Do vậy, ở mức nợ hợp lý, vay nợ tăng lên sẽ có tác động tích cực đến tăng trưởng nhưng tổng nợ tích lũy lớn sẽ có thể cản trở tăng trưởng. Từ đó, có thể kết luận rằng nợ và tăng trưởng có mối liên hệ phi tuyến.

Đỉnh đường cong Laffer nợ đã gợi ý điểm mà tại đó sự tăng lên trong tổng nợ bắt đầu tạo ra gánh nặng cho đầu tư, cải tổ kinh tế và các hoạt động khác. Đây là điểm mà tại đó nợ bắt đầu ảnh hưởng ngược chiều đến tăng trưởng. Vì vậy đỉnh của đường cong Laffer nợ là mức độ nợ tối ưu mà một quốc gia có thể duy trì mà không phải lo ngại vấn đề “debt overhang”

### Sơ lược một vài nghiên cứu trước đây về ngưỡng nợ

Mehmet Caner và cộng sự (2010) nghiên cứu ngưỡng nợ công tại các quốc gia phát triển và đang phát triển trong giai đoạn 1980-2008. Mẫu nghiên cứu của nhóm tác giả này bao gồm 26 quốc gia phát triển và 75 quốc gia đang phát triển ở khắp các khu vực trên thế giới. Bằng kỹ thuật hồi quy bình phương bé nhất của Hansen (2000) nghiên cứu thực hiện đo lường mối quan hệ giữa tỷ lệ tăng trưởng GDP thực (GDP theo giá cố định năm 2000) với các biến GDP thực bình quân đầu người, tỷ lệ nợ công so với GDP, tỷ lệ lạm phát và độ mở nền kinh tế. Kết quả nghiên cứu tìm thấy ngưỡng nợ công trên GDP đối với các quốc gia trong mẫu chung là 77,1% và với nhóm các quốc gia đang phát triển là 64%. Nghiên cứu cũng đưa ra kết quả ước lượng đối với nhóm các quốc gia trong mẫu chung với mỗi phần trăm tăng lên của tỷ lệ nợ công so với GDP khi vượt quá ngưỡng nợ sẽ làm tỷ lệ tăng trưởng

GDP giảm 0,0174 điểm phần trăm, còn nếu dưới mức này mỗi phần trăm tỷ lệ nợ tăng lên sẽ làm tỷ lệ tăng trưởng GDP tăng tương ứng 0,0653 điểm phần trăm. Đối với nhóm các quốc gia đang phát triển mỗi phần trăm tăng lên của tỷ lệ nợ khi vượt quá ngưỡng nợ sẽ làm tỷ lệ tăng trưởng GDP giảm 0,0203 điểm phần trăm và nếu dưới ngưỡng nợ mỗi phần trăm tăng lên của tỷ lệ nợ sẽ làm tỷ lệ tăng trưởng GDP tăng lên tương ứng 0,0739 điểm phần trăm.

Tokunbo và cộng sự (2007) nghiên cứu mối quan hệ thâm hụt ngân sách, nợ nước ngoài và tăng trưởng kinh tế Nigeria. Ngoài giải thích mối liên hệ giữa thâm hụt ngân sách với gia tăng nợ nước ngoài, nghiên cứu còn tập trung vào phân tích mối quan hệ giữa các biến bằng mô hình định lượng trong giai đoạn phát triển kinh tế của Nigeria từ năm 1970-2003. Các biến chính trong mô hình định lượng là GDP theo giá cố định năm 1994, tỷ lệ nợ nước ngoài trên GDP và độ mở nền kinh tế. Mô hình nghiên cứu được thể hiện như sau:

$$Y = \alpha_1 + \alpha_2\psi + \alpha_3(\psi - \psi^*)\delta + \alpha_4OPEN + \mu$$

Trong đó:

Y: GDP giá cố định năm 1994

$\psi$ : Tỷ lệ nợ nước ngoài so với GDP

$\psi^*$ : Ngưỡng nợ nước ngoài theo mô hình đường cong Laffer nợ

$\delta$ : biến giả,  $\delta = 1$  nếu  $\psi > \psi^*$ ,

$\delta = 0$  nếu  $\psi < \psi^*$

OPEN: độ mở nền kinh tế

$\mu$ : biến nhiễu trắng mô hình hồi quy.

Bằng kỹ thuật hồi quy theo phương pháp bình phương bé nhất và kỹ thuật đồng liên kết, nghiên cứu đã khẳng định tồn tại đường

cong Laffer nợ tại Nigeria. Ngưỡng nợ được tìm thấy ở mức 60% GDP. Dưới mức này quan hệ giữa GDP và tỷ lệ nợ nước ngoài trên GDP là cùng chiều, độ lớn của hệ số tương quan được tìm thấy với phương pháp bình phương bé nhất và đồng liên kết lần lượt là +390,1358, +64,60308 và nếu nợ nước ngoài trên GDP vượt quá 60% sẽ tác động tiêu cực đến GDP, độ lớn của hệ số tương quan được tìm thấy với phương pháp bình phương bé nhất và đồng liên kết lần lượt là -779,9348, -374,2638

Ngoài ra, Catherine Pattillo và cộng sự (2002) nghiên cứu nợ nước ngoài và tăng trưởng kinh tế. Nghiên cứu sử dụng bộ dữ liệu cho 93 nước đang phát triển trong giai đoạn 1969-1998. Qua nghiên cứu tác giả đã chứng minh rằng ảnh hưởng của nợ nước ngoài tác động ngược chiều đến tăng trưởng GDP bình quân đầu người bắt đầu xuất hiện tại khi hiện giá của nợ trên xuất khẩu là 160-170% và tỷ lệ nợ trên GDP là 35-40%.

### Mô hình thực nghiệm

Trong nghiên cứu này tác giả tập trung phân tích tìm ngưỡng nợ nước ngoài thông qua mô phỏng đường cong Laffer nợ và đo lường mức độ tác động của tỷ lệ nợ nước ngoài trên GDP đến GDP thực của VN trong suốt giai đoạn năm 1986-2009. Nghiên cứu sử dụng mô hình định lượng tương tự như Tokunbo và cộng sự (2007) khi đo lường mối quan hệ nợ nước ngoài và tăng trưởng kinh tế Nigeria. Tác giả sử dụng số liệu của Ngân hàng Thế giới để thực hiện mô hình. Đầu tiên nghiên cứu thực hiện mô phỏng đường cong Laffer nợ với sự hỗ trợ của phần mềm SPSS (Statistical Package for the Social Sciences). Đường cong Laffer nợ

trong trường hợp này thể hiện mối quan hệ phi tuyến dạng parabol trình bậc hai giữa tỷ lệ nợ nước ngoài trên GDP với GDP. Đỉnh của đường cong chính là tỷ lệ nợ tối ưu mà VN nên duy trì mà không phải lo ngại vấn đề “debt overhang” hay nói cách khác đó chính là ngưỡng nợ hoặc giá trị tối hạn của nợ nước ngoài. Sau khi tìm được ngưỡng nợ nghiên cứu kiểm định mối quan hệ giữa nợ và tăng trưởng qua mô hình cụ thể như sau:

$$Y = \alpha_1 + \alpha_2\Pi + \alpha_3(\Pi - \Pi^*)\partial + \alpha_4OPEN + \mu \quad (1)$$

Trong đó:

Y: GDP VN tính theo giá cố định năm 2000

$\Pi$ : Tỷ lệ nợ nước ngoài so với GDP giá cố định năm 2000

$\Pi^*$ : Ngưỡng nợ nước ngoài theo mô hình đường cong Laffer nợ

$\partial$ : biến giả,  $\partial = 1$  nếu  $\Pi > \Pi^*$ ,

$\partial = 0$  nếu  $\Pi < \Pi^*$

OPEN: độ mở nền kinh tế.

$\mu$ : biến nhiễu trắng mô hình hồi quy.

$\alpha_2, \alpha_3, \alpha_4$ : hệ số tương quan

Trong nghiên cứu của Tokunbo và cộng sự (2007), độ mở nền kinh tế được đại diện bởi tỷ lệ tổng giá trị xuất khẩu và nhập khẩu so với GDP. Trong nghiên cứu này do VN có đặc điểm xuất khẩu phụ thuộc rất lớn vào nhập khẩu cho nên sử dụng chỉ tiêu tỷ lệ tổng giá trị nhập khẩu và xuất khẩu so với GDP sẽ xảy ra hiện tượng trùng lặp, giá trị nhập khẩu sẽ bị tính trùng hai lần trong chỉ tiêu này. Vì vậy nghiên cứu đã sử dụng chỉ tiêu khả năng xuất khẩu so với nhập khẩu (Exports as a capacity to imports) để đại diện cho độ mở nền kinh tế, chỉ tiêu này cũng được J.M. Frimpong và E.F. Oteng-

Abayie(2006) sử dụng để đại diện cho độ mở nền kinh tế khi nghiên cứu tác động nợ nước ngoài đến tăng trưởng kinh tế Ghana, chỉ tiêu này được tính bằng cách lấy giá trị hàng hóa và dịch vụ xuất khẩu theo giá hiện hành chia cho chỉ số giá hàng nhập khẩu.

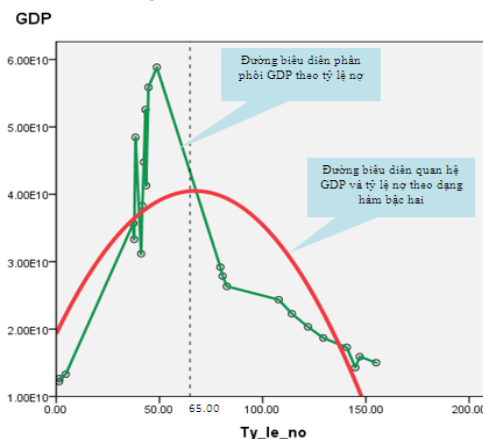
Với mong đợi tỷ lệ nợ nước ngoài trên GDP gia tăng sẽ góp phần làm gia tăng GDP và nếu tỷ lệ nợ vượt quá ngưỡng sẽ tác động tiêu cực đến GDP nên nghiên cứu mong đợi  $\alpha_2 > 0, \alpha_3 < 0$ . Độ mở nền kinh tế gia tăng sẽ tác động tích cực đến GDP nên hệ số tương quan  $\alpha_4 > 0$ .

### Kết quả thực nghiệm

#### Đường cong Laffer nợ và giá trị ngưỡng nợ.

Như đã trình bày nghiên cứu sử dụng hàm phi tuyến dạng đường cong parabol trình bậc hai để mô phỏng đường cong Laffer nợ. Để vẽ được đường cong này nghiên cứu sử dụng phần mềm thống kê SPSS để vẽ đường cong theo các điểm phân tán của biến GDP. Đường cong được tìm thấy như Hình 2. Đỉnh của đường cong được xác định với giá trị bằng 65%; đây

**Hình 2. Mô phỏng đường cong Laffer nợ của VN**



Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

chính là ngưỡng nợ nước ngoài mà nghiên cứu cần tìm.

### Kiểm định nghiệm đơn vị

Trước khi thực hiện hồi quy đồng liên kết tác giả đã tiến hành kiểm định nghiệm đơn vị của từng biến riêng biệt để xác định thuộc tính dừng của chuỗi số liệu các biến quan sát; phương pháp sử dụng phổ biến để kiểm định nghiệm đơn vị là phương pháp ADF (Augmented Dickey-Fuller). Kết quả kiểm định (Bảng 1) cho thấy các biến  $Y$ ,  $\Pi$ ,  $(\Pi - \Pi^*)\delta$  và OPEN là chuỗi thời gian không dừng.

### Phân tích đồng liên kết theo phương pháp Johansen

Do các biến số sử dụng trong mô hình hồi quy đều không dừng nên có thể xảy ra khả năng các véc tơ đồng liên kết. Tác giả sử dụng phương pháp Johansen và Juselius (1990) để thực hiện kiểm định giả thuyết này, với sự hỗ trợ của phần mềm thống kê Eviews, kết quả cho thấy cả hai kiểm định mà Johansen và Juselius (1990) đưa ra là kiểm định vết ma trận (Trace) và kiểm định giá trị riêng cực đại của ma trận (maximal eigenvalue) đều bác bỏ giả thuyết không tồn tại véc tơ đồng liên kết và khẳng định có tồn tại ít nhất một mối quan hệ đồng liên kết của các biến trong mô hình (Bảng 2). Như vậy, có tồn tại mối quan hệ dài hạn giữa các biến lựa chọn trong mô hình (1).

Từ kết quả kiểm định đồng liên kết chúng ta có hàm hồi quy như sau:

$$Y = 8296.323 + 1576.987\Pi - 2295.289 (\Pi - \Pi^*)\delta + 0.0000784 \text{ OPEN} + 754.767 \text{ Trend} \quad (2)$$

[-4.24919]
[ 3.96590]
[-13.3332]
[-4.1521]

**Kiểm định giả thuyết về ý nghĩa các hệ số hồi quy trong mô hình (2)**

Kiểm định hệ số hồi quy  $\beta_1$

Giả thuyết  $H_0$  :  $\alpha_1 = 0$  (Y không có quan hệ tuyến tính với  $\Pi$ )

Giả thuyết  $H_1$  :  $\alpha_1 \neq 0$  (Y có quan hệ tuyến tính với  $\Pi$ )

Với mức ý nghĩa  $\alpha = 5\%$ , số

**Bảng 1. Tóm tắt kết quả kiểm định nghiệm đơn vị**

Biến	ADF	Giá trị tới hạn			Kết luận
		1%	5%	10%	
Không xu hướng					
Y	1.658711	-3.78803	-3.01236	-2.64612	Không dừng
$\Pi$	-1.91478	-3.75295	-2.99806	-2.63875	Không dừng
$(\Pi - \Pi^*)\delta$	-1.34701	-3.75295	-2.99806	-2.63875	Không dừng
OPEN	2.734547	-3.75295	-2.99806	-2.63875	Không dừng ở mức ý nghĩa 1% và 5%
Có xu hướng					
Y	-1.04856	-4.44074	-3.6329	-3.25467	Không dừng
$\Pi$	-2.54311	-4.41635	-3.62203	-3.24859	Không dừng
$(\Pi - \Pi^*)\delta$	-2.44339	-4.41635	-3.62203	-3.24859	Không dừng
OPEN	-1.05128	-4.41635	-3.62203	-3.24859	Không dừng

Nguồn: Tổng hợp kết quả từ Eview 5.1

**Bảng 2. Tóm tắt kết quả kiểm định đồng liên kết**

Kiểm định vết ma trận (Trace)					
Giả thuyết $H_0$	Giả thuyết $H_1$	Giá trị riêng của ma trận (Eigenvalue)	Giá trị Trace (Trace Statistic)	Giá trị tới hạn (Critical Value) $\alpha=0.01$	Giá trị xác suất p (Prob.)
$R^* = 0$	$R = 1$	0.74496	73.47385	60.08629	0.0063
$R \leq 1$	$R = 2$	0.568889	43.4145	39.75526	0.0445
$R \leq 2$	$R = 3$	0.495141	24.90391	23.34234	0.0656
$R \leq 3$	$R = 4$	0.361428	9.867454	10.66637	0.1333
(*) Bác bỏ giả thuyết $H_0$ (Không tồn tại véc tơ đồng liên kết) ở mức ý nghĩa 1%					
Kiểm định giá trị riêng cực đại của ma trận (Maximum Eigenvalue)					
Giả thuyết $H_0$	Giả thuyết $H_1$	Giá trị riêng của ma trận (Eigenvalue)	Giá trị riêng cực đại của ma trận (Max-Eigen Statistic)	Giá trị tới hạn (Critical Value) $\alpha=0.01$	Giá trị xác suất p (Prob.)
$R^* = 0$	$R = 1$	0.74496	30.05935	29.54003	0.0873
$R \leq 1$	$R = 2$	0.568889	18.51059	23.44089	0.3393
$R \leq 2$	$R = 3$	0.495141	15.03645	17.2341	0.1916
$R \leq 3$	$R = 4$	0.361428	9.867454	10.66637	0.1333
(*) Bác bỏ giả thuyết $H_0$ (Không tồn tại véc tơ đồng liên kết) ở mức ý nghĩa 1%					

Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả

biến quan sát sau điều chỉnh  $n = 22$  nên bậc tự do  $d.f = 21$ . Từ Excel với hàm  $TINV(\alpha, d.f)$  ta xác định giá trị  $t\text{-crit} = 2,0796$ .

Xét giá trị tuyệt đối của thống kê  $t$  tương ứng với  $\alpha_1$  là 4,2491 lớn hơn giá trị tuyệt đối  $t\text{-crit}$  nên bác bỏ giả thuyết  $H_0$ , nghĩa là với mức ý nghĩa  $\alpha = 5\%$  tồn tại khả năng  $\alpha_1 \neq 0$ .

Thực hiện kiểm định tương tự cho các biến còn lại, cũng với mức ý nghĩa  $\alpha = 5\%$  nghiên cứu bác bỏ giả thuyết  $\alpha_2 = 0, \alpha_3 = 0$

### Giải thích mô hình

Số liệu hồi quy từ mô hình (2) cho thấy dấu của các hệ số hồi quy phù hợp với kỳ vọng nghiên cứu. Hệ số hồi quy biến tỷ lệ nợ nước ngoài so với GDP giá cố định năm 2000 ( $\Pi$ ) (được xem như biến “debt overhang”) mang giá trị dương trong khi hệ số hồi quy biến giả ( $\Pi - \Pi^*$ ) mang giá trị âm, các hệ số đều có ý nghĩa thống kê mức  $\alpha = 5\%$  khẳng định rằng tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa nợ nước ngoài và tăng trưởng kinh tế đối trường hợp của VN. Nói cách khác nếu tỷ lệ nợ nước ngoài trên GDP thực của VN nhỏ hơn mức 65% sẽ góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và nếu tỷ lệ này vượt quá 65% thì nợ nước ngoài sẽ tác động tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế. Độ lớn của hệ số hồi quy cho biết nếu tỷ lệ nợ nước ngoài trên GDP gia tăng 1% GDP thực sẽ gia tăng trung bình 15,76987 triệu USD/năm. Trường hợp nếu tỷ lệ nợ nước ngoài trên GDP thực vượt ngưỡng 65% thì giá trị GDP thực sẽ giảm trung bình 22,9528 triệu USD/năm so với trước khi

vượt ngưỡng này. Cùng với nợ nước ngoài, độ mở nền kinh tế gia tăng cũng góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nhưng độ lớn của hệ số tương quan rất nhỏ.

### Kết luận và khuyến nghị

Nghiên cứu thực nghiệm đã tìm thấy sự tồn tại của đường



cong Laffer nợ và mối quan hệ phi tuyến ảnh hưởng của nợ nước ngoài đến tăng trưởng kinh tế VN giai đoạn 1986-2009. Định của đường cong Laffer nợ cũng chính là ngưỡng nợ tối ưu để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, giá trị ước lượng của ngưỡng nợ tối ưu khoảng 65%. Mức độ nợ nước ngoài thấp hơn giá trị ngưỡng sẽ đóng góp tích cực vào sự tăng trưởng trong khi ở mức độ nợ cao hơn giá trị ngưỡng sẽ đóng góp tiêu cực đối với tăng trưởng. Kết quả kiểm định đồng liên kết cho thấy rằng có một trạng thái cân bằng dài hạn mối quan hệ giữa GDP và các biến giải thích.

Từ kết quả phân tích như trên, nghiên cứu nhận thấy để đạt được lợi ích từ việc sử dụng

nợ nước ngoài đồng thời có thể giảm thiểu tác động tiêu cực phát sinh nghiên cứu đưa ra một số khuyến nghị như sau:

- Phân tích đầy đủ lợi ích kinh tế và xã hội của tất cả các dự án được tài trợ bằng nợ. Tài trợ bằng nợ chỉ nên thực hiện nếu dự án đảm bảo lợi nhuận tạo ra sẽ đảm đương được thanh toán lãi vay và vốn gốc. Việc sử dụng vốn cũng phải được giám sát chặt chẽ để làm cho đảm bảo vốn vay được sử dụng một cách có hiệu quả.

- Nếu Chính phủ phải bù đắp thâm hụt ngân sách thông qua vay nợ nước ngoài thì nên phân tích tác động của vay nợ nước ngoài đến tăng trưởng kinh tế để hạn chế ảnh hưởng của “debt overhang”.

- Trong trường hợp tìm thấy ở bất kỳ thời điểm nào vấn đề “debt overhang” thì giảm tỷ lệ nợ nên là ưu tiên của Chính phủ. Công cụ chính cho Chính phủ để làm điều này là ngân sách. Điều hành thặng dư ngân sách có tác dụng làm giảm tỷ lệ nợ. Công cụ gián tiếp thứ hai là tốc độ tăng trưởng kinh tế. Theo Tokunbo và cộng sự (2007), nếu tăng trưởng kinh tế với tốc độ cao hơn tỷ lệ lãi suất thực tế về nợ thì tỷ lệ nợ sẽ giảm

### TÀI LIỆU THAM KHẢO

Catherine Pattillo, Hélène Poirson and Luca Ricci, 2002., *Finance & Development*- A quarterly magazine of the IMF June 2002, Volume 39, Number 2.[Online] Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2002/06/pattillo.htm> [Accessed 10 May, 2011]