



## **Tổng quan kinh tế Việt Nam 2012**

*Nguyễn Đức Thành, Ngô Quốc Thái,  
Vũ Minh Long, Hoàng Thị Chinh Thon*

## **Tổng quan kinh tế Việt Nam 2012**

*Nguyễn Đức Thành<sup>1</sup>, Ngô Quốc Thái<sup>2</sup>  
Vũ Minh Long<sup>3</sup>, Hoàng Thị Chinh Thon<sup>4</sup>*

*Quan điểm được trình bày trong bài nghiên cứu này là của (các) tác giả và không nhất thiết phản ánh quan điểm của VEPR.*

---

<sup>1</sup> Giám đốc Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách (VEPR), email: [nguyen.ducthanh@vepr.org.vn](mailto:nguyen.ducthanh@vepr.org.vn)

<sup>2</sup> Nghiên cứu viên, Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách (VEPR), email: [ngo.quocthaitai@vepr.org.vn](mailto:ngo.quocthaitai@vepr.org.vn)

<sup>3</sup> Nghiên cứu viên, Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách (VEPR), email: [vu.minhlong@vepr.org.vn](mailto:vu.minhlong@vepr.org.vn)

<sup>4</sup> Giảng viên, Khoa Kinh tế học, Trường ĐH Kinh tế quốc dân, email: [chinhthon.kth48@gmail.com](mailto:chinhthon.kth48@gmail.com)

## MỤC LỤC

Danh mục hình.....	4
Danh mục bảng.....	5
Dẫn nhập.....	6
Diễn biến kinh tế vĩ mô.....	6
Tăng trưởng kinh tế.....	7
Ổn định vĩ mô .....	12
Các thành phần tổng cung.....	14
Các thành phần tổng cầu .....	19
Tăng trưởng và chu kỳ kinh tế .....	24
Các cân đối vĩ mô .....	29
Thị trường vốn và thị trường tiền tệ.....	31
Các thị trường tài sản .....	38
Chính sách kinh tế vĩ mô.....	40
Kết luận.....	46
Tài liệu tham khảo.....	46

## DANH MỤC HÌNH

Hình 2.1. Đóng góp vào tốc độ tăng trưởng GDP, 2007-2012 (điểm %, theo giá so sánh năm 1994).....	9
Hình 2.2. Diễn biến chỉ số giá tiêu dùng, 2011- 2012 (%).....	13
Hình 2.3. Diễn biến chỉ số giá tiêu dùng theo các nhóm hàng có tỷ trọng lớn, 2010-2012 (cùng kỳ năm trước).....	14
Hình 2.4. Tăng trưởng tổng sản phẩm ngành công nghiệp-xây dựng, 2012 (% , cùng kỳ năm ngoái).....	16
Hình 2.5. Diễn biến các chỉ số công nghiệp, 2012 (% , cùng kỳ năm ngoái).....	16
Hình 2.6. Chỉ số Nhà quản trị Mua hàng ngành sản xuất Việt Nam của HSBC.....	17
Hình 2.7. Tốc độ tăng đầu tư cộng dồn hàng quý so với cùng kỳ năm trước.....	21
Hình 2.8. Kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam, 2006-2012 (tỷ USD).....	23
Hình 2.9. Tốc độ tăng trưởng GDP và TFP (%), 1987-2012.....	26
Hình 2.10. Tốc độ tăng trưởng GDP và tăng trưởng TFP theo trung bình trượt năm, 1996-2012.....	27
Hình 2.11. Phân tích xu thế tăng trưởng kinh tế Việt Nam 2000-2012 (%).....	28
Hình 2.12. Phân tích chu kỳ kinh tế, 2000-2012.....	29
Hình 2.13. Dự nợ trái phiếu bằng đồng nội tệ hàng tháng, 2007-2012 (tỷ USD).....	33
Hình 2.14. Tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán và tín dụng, cộng dồn hàng tháng so với cuối năm 2011 (%).....	34
Hình 2.15. Lãi suất bình quân liên ngân hàng (%).....	35
Hình 2.16. Doanh số giao dịch thị trường liên ngân hàng (tỷ đồng).....	35
Hình 2.17. Diễn biến trên thị trường mở.....	36
Hình 2.18. Tỷ giá danh nghĩa quy đổi VND/USD.....	37

## DANH MỤC BẢNG

Bảng 2.1. Tốc độ tăng trưởng GDP của các ngành theo cùng kỳ năm trước, 2007-2012 (% , theo giá so sánh 1994).....	8
Bảng 2.2. Tỷ trọng các ngành trong GDP, 2005-2012 (% , theo giá cố định năm 1994).....	10
Bảng 2.3. Thứ hạng trên các bảng xếp hạng môi trường kinh doanh toàn cầu.....	11
Bảng 2.4. Tăng trưởng giá trị sản xuất nông-lâm-ngư nghiệp, 2001-2012 (% , năm trước = 100, theo giá so sánh 1994).....	15
Bảng 2.5. Diễn biến tình hình thất nghiệp của Việt Nam, 2008-2012 (% ).....	18
Bảng 2.6. Cơ cấu lao động đang làm việc trong các khu vực kinh tế, 2005-2012 (% ).....	18
Bảng 2.7. Vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội, 2005 – 2012 (% ).....	20
Bảng 2.8. Xếp hạng tín nhiệm nợ quốc gia của một số tổ chức.....	30
Bảng 2.9. Tốc độ tăng (giảm) dư nợ tín dụng vào các ngành kinh tế so với cuối năm 2011, % .....	32
Bảng 2.10. Thuế miễn giảm và gia hạn nộp năm 2012.....	42
Bảng 2.11. Biến động các lãi suất điều hành trong năm 2012.....	43

## **DẪN NHẬP**

Nếu năm 2011, nền kinh tế Việt Nam đối diện với thách thức tái cơ cấu kinh tế trong bối cảnh tốc độ tăng trưởng suy giảm và các yếu tố hỗ trợ tăng trưởng ngày càng yếu đi, thì sự do dự về chính sách trong cả năm 2012 đã đặt nền kinh tế vào tình trạng trì trệ chưa từng có. Toàn bộ nền kinh tế ngày càng lún sâu vào khó khăn khi cả hai thành tố chính trong tổng cầu là đầu tư và tiêu dùng cá nhân tiếp tục tăng trưởng chậm chạp, còn Chính phủ chỉ đưa ra các chính sách hỗ trợ tổng cầu và sử dụng giải pháp hành chính trong khi trì hoãn các giải pháp mang tính nền tảng (cơ cấu). Trên các thị trường chính, không có chuyển biến đột phá khi những điểm tắc nghẽn mấu chốt là nợ xấu và hàng tồn kho chưa được khai thông, thị trường bất động sản tiếp tục mất thanh khoản và giảm giá. Sự suy yếu của môi trường kinh doanh đi liền với sự đóng băng tín dụng đã buộc hơn năm vạn DN rời khỏi thị trường. Tính ổn định của một vài chỉ số vĩ mô vẫn còn mong manh, nhiều chỉ số quan trọng khác bị đặt trong mối hoài nghi về độ xác thực và nguy cơ tiềm ẩn rủi ro. Trong nỗ lực tổng kết tình hình kinh tế Việt Nam năm 2012, chương này bắt đầu bằng việc xem xét diễn biến kinh tế vĩ mô chung, sau đó lần lượt đi sâu lại diễn biến các thành phần của tổng cung và tổng cầu, các cân đối vĩ mô và các thị trường tài sản. Phần tiếp theo dành cho phân tích các chính sách vĩ mô trong năm 2012. Phần cuối cùng là kết luận.

## **DIỄN BIẾN KINH TẾ VĨ MÔ**

Năm 2012 kết thúc với những chỉ số vĩ mô thoát nhìn tương đối tích cực như tăng trưởng dương ở mức vừa phải (5,03%), lạm phát một chữ số (6,81%), tỷ giá hối đoái danh nghĩa tương đối ổn định hầu như trong suốt năm, dự trữ ngoại hối tăng gấp đôi, cán cân thương mại thặng dư sau hai thập niên thâm hụt liên tục. Tuy nhiên, những dấu hiệu trên không làm vơi đi sự bất an trong tâm lý nhà đầu tư và người tiêu dùng về môi trường kinh doanh xấu đi và dự cảm về triển vọng kinh tế ảm đạm. Sản xuất công nghiệp thu hẹp liên tục do nhu cầu tiêu thụ thấp và tồn kho cao. Tiêu dùng tăng chậm dần do người tiêu dùng cố thủ trong hành vi tiết kiệm để đối phó với thu nhập eo hẹp và tương lai còn bất trắc. Lãi suất cho vay đã giảm so với năm trước nhưng còn tương đối cao so với khả năng sinh lời của nền kinh tế khiến DN tiếp tục chờ đợi một cách mệt mỏi. Đây có lẽ là nguyên nhân chính khiến dư nợ tín dụng tăng khiêm tốn. Hàng loạt DN làm ăn cầm chừng, ngừng hoạt động hoặc giải thể, lan truyền sức ép lên toàn bộ đời sống của nền kinh tế. Sự nghi ngờ về quy mô thực chất của nợ xấu trong

hệ thống ngân hàng và về tính hữu hiệu của các biện pháp chính sách được Chính phủ triển khai trong các chương trình tái cơ cấu, trong bối cảnh thiếu vắng các điều kiện thể chế thích hợp, đang lớn dần cùng với những quan ngại về một “thập kỷ mất mát” mà Việt Nam đã trải qua gần nửa chặng đường. Ngoài ra, dường như các nhóm lợi ích vẫn giằng co trong không gian chính sách eo hẹp, khiến thời gian lựa chọn và ra quyết định bị kéo dài. Đối mặt với những bất ổn thường trực, các mệnh lệnh hành chính tiếp tục là công cụ được sử dụng với mong muốn thực hiện các mục tiêu đã đề ra, bất chấp những hệ lụy có thể kéo theo sau này.

## **Tăng trưởng kinh tế**

Tăng trưởng kinh tế Việt Nam cả năm 2012 đạt 5,03% (tính theo giá 1994) – tốc độ tăng trưởng thấp nhất kể từ năm 2000<sup>1</sup>. Trong khi nhiều nền kinh tế phát triển và mới nổi đang dần lấy lại đà tăng trưởng từ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-2009 thì Việt Nam vẫn đang bị trì kéo bởi những khó khăn nội tại khiến cho tăng trưởng kinh tế thấp hơn cả 2009 – năm Việt Nam chịu tác động nặng nề nhất từ cuộc khủng hoảng tài chính.

Đà suy giảm tăng trưởng kinh tế diễn ra mạnh từ cuối năm 2011 có dấu hiệu được ngăn chặn phần nào trong nửa đầu năm 2012 khi Chính phủ bắt đầu nói lỏng cả trong chính sách tiền tệ lẫn chính sách tài khoá từ đầu Quý II/2012. Nhưng sự phục hồi là chưa chắc chắn. Tăng trưởng kinh tế từ mức thấp 4% trong quý đầu (năm 2011 là 5,43%, 2010 là 5,83%) tăng lên 4,38% trong quý II (năm 2011 và 2010 tương ứng là 5,57% và 6,16%), 4,73% trong quý III (2011 và 2010 tương ứng là 5,76% và 6,52%) và 5,03% cả năm – thấp hơn mức 5,89% của 2011 và 6,16% của 2010. Như vậy, trong 2 năm liên tiếp kể từ 2010, tăng trưởng của quý sau liên tục suy giảm so với quý trước cùng kỳ, phản ánh khuynh hướng tăng trưởng chậm lại rõ rệt của nền kinh tế.

Mặc dù dường như đã có một sự đồng thuận tương đối cao trong giới hoạch định chính sách và các chuyên gia, về sự chấp nhận một giai đoạn tăng trưởng thấp để đổi lấy sự ổn định kinh tế vĩ mô và củng cố tính bền vững của tăng trưởng, nhưng mức độ suy giảm tăng trưởng trong năm 2012 đã đi quá mức dự tính. Tăng trưởng cả năm thậm chí còn thấp hơn so với mức dự báo (đã được điều chỉnh) trong Báo cáo của Chính phủ tại kỳ họp thứ tư Quốc hội khóa XIII diễn ra vào tháng 10, khi bức tranh cả năm đã gần như được thấy rõ. Mục tiêu được đặt ra vào đầu năm là 6,0-6,5% đã được giảm xuống còn 5,2% trong tháng 10, nhưng thực tế chỉ đạt 5,03%. Tương tự, tăng trưởng công nghiệp-xây dựng đạt 4,5% so với dự báo 5,0%

---

<sup>1</sup>Tính theo giá 2010 thì mức tăng trưởng của năm 2012 là 5,25%. Kể từ năm 2013, đa phần các chỉ số kinh tế được tính theo giá 2010.

(giảm từ mục tiêu 7,0-7,5% đặt ra từ đầu năm) và dịch vụ tăng 6,4% so với mức mục tiêu là 6,5-7,1%. Ngay từ cuối quý I/2012, Chính phủ đã có động thái nới lỏng tiền tệ và tài khoá để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, nhưng giới hạn của không gian chính sách đã không cho phép tạo ra được sự phục hồi như mong đợi.

Năm 2012, ngành nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản không được thuận lợi như năm 2011: chi phí sản xuất tăng vọt, giá nông sản mất lực kéo (do nhu cầu nhập khẩu từ các thị trường xuất khẩu chính giảm mạnh và cơn sốt lương thực đã qua đi) khiến tồn kho tăng, sản xuất cầm chừng. Tốc độ tăng trưởng phản ánh những khó khăn này: trong suốt 4 quý, tăng trưởng dao động quanh ngưỡng 2,5-3,0%. Khó khăn trong ngành chế biến thủy sản, đặc biệt là cá tra, khiến ngành nuôi trồng thủy sản thu hẹp sản lượng và nhiều DN phải ngừng hoạt động hoặc giải thể.

Chịu ảnh hưởng từ những khó khăn để lại của năm 2011, ngành công nghiệp và xây dựng chỉ hãm được quán tính đình trệ từ nửa cuối năm nhờ kích thích tài khoá. Sản xuất công nghiệp tăng trưởng chậm lại trong quý IV/2011– diễn biến bất thường nằm ngoài quy luật hàng năm – và tiếp tục trì trệ trong quý I/2012 do tiêu thụ kém và tồn kho cao (chỉ số tồn kho tăng vọt lên hơn 30% trong giai đoạn này). Kích thích tài khoá từ ngân sách đã phần nào bù đắp được lượng đơn hàng sụt giảm và cung cấp thêm lực đẩy để ngành công nghiệp tăng trưởng ở mức 4,52% cả năm. Do công nghiệp-xây dựng dẫn dắt tăng trưởng sản lượng của các nhóm ngành còn lại nên tốc độ tăng chậm lại của nhóm ngành này so với các năm trước tác động nhiều nhất lên tốc độ tăng trưởng chung.

Ngành dịch vụ trong năm 2012 chứng kiến suy giảm tăng trưởng nối tiếp diễn biến năm 2011. Tăng trưởng cả năm đạt 6,42%, thấp hơn mức 7,00% đạt được vào năm 2011 và 7,52% của năm 2010. Tăng trưởng bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng giảm nhanh nhất trong lịch sử khảo sát, gợi ý rằng thu nhập không cải thiện và triển vọng về thu nhập và việc làm không sáng sủa, kéo dài khuynh hướng thắt chặt chi tiêu đang diễn ra trong 3 năm trở lại đây. Xu hướng giảm tiêu dùng cùng với giảm đầu tư là nguyên chính khiến tổng cầu thu hẹp và tạo ra áp lực giảm phát.

**Bảng 2.1. Tốc độ tăng trưởng GDP của các ngành theo cùng kỳ năm trước, 2007-2012 (% , theo giá so sánh 1994)**

Năm	2007	2008	2009	2010	2011				2012			
					I	II	III	IV	I	II	III	IV
TỔNG SỐ	8,46	6,31	5,32	6,78	5,43	5,57	5,76	5,89	4,00	4,38	4,73	5,03

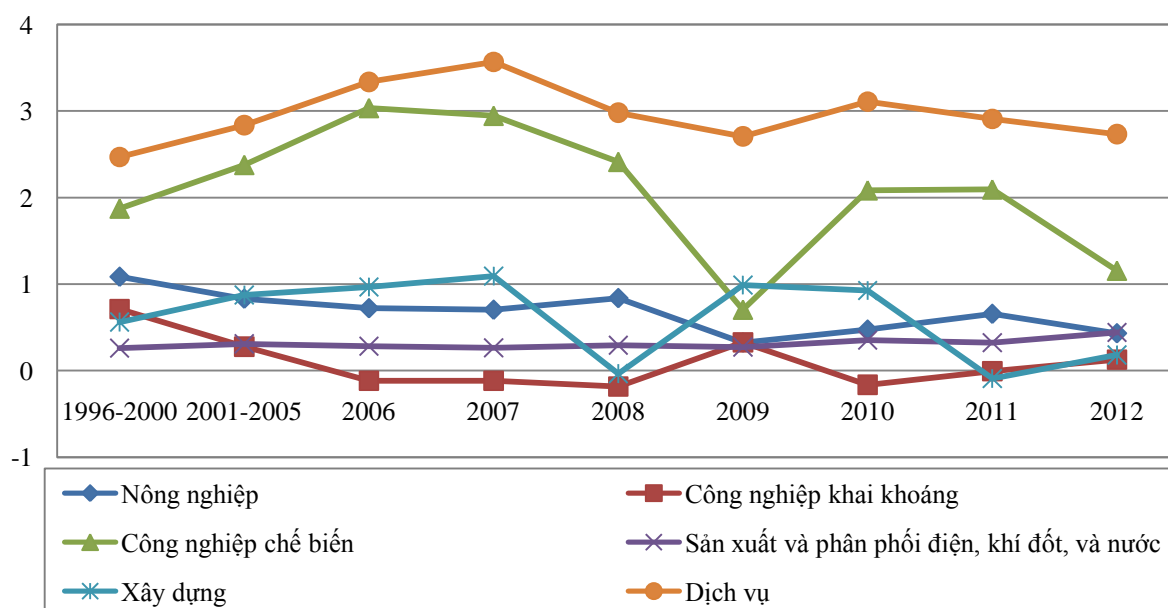


Nông lâm nghiệp và thủy sản	3,75	4,68	1,83	2,78	2,05	2,08	2,39	4,00	2,84	2,81	2,48	2,72
Công nghiệp và xây dựng	10,22	5,98	5,52	13,65	5,47	6,49	6,62	5,53	2,94	3,81	4,36	4,52
CN khai thác mỏ	-2,20	-3,83	7,62	-3,69	1,80	2,14	0,53	-0,14	3,10	2,98	3,80	3,50
CN chế biến	12,37	9,78	2,76	8,34	6,07	7,55	7,64	8,30	3,04	3,85	4,03	4,50
CN điện, ga và cung cấp nước	9,09	10,06	9,02	11,27	8,14	9,30	9,96	9,86	3,03	13,84	12,03	12,2
Xây dựng	12,15	-0,38	11,36	10,06	4,41	4,26	4,91	-0,97	-3,85	-0,80	1,98	2,09
Dịch vụ	8,85	7,37	6,63	8,09	6,28	6,12	6,24	6,99	5,31	5,57	5,97	6,42

Nguồn: TCTK (2013)

Mức đóng góp vào tăng trưởng chung cho thấy ngành nào đang mở rộng hay thu hẹp nhanh hơn so với năm ngoái trong mỗi tương quan với các ngành còn lại. So với 2011, mức đóng góp vào tăng trưởng năm 2012 của hầu hết các nhóm ngành chủ lực giảm từ 0,2-1 điểm phần trăm (sau đây gọi tắt là “điểm”) do tốc độ tăng trưởng thấp hơn (Hình 2.1). Nhờ vào cả quy mô lớn và tốc độ tăng trưởng nhanh nhất, đóng góp của ngành dịch vụ là lớn nhất, chiếm 2,73 điểm. Công nghiệp chế biến đóng góp 1,15 điểm, nhóm ngành nông-lâm-ngư nghiệp đóng góp 0,43 điểm. Thoát khỏi suy thoái, công nghiệp khai khoáng tăng trưởng dương trong năm 2012 nên ngành này có mức đóng góp 0,18 điểm, tăng từ mức -0,1 điểm trong năm 2011. Sự hồi phục này cũng được ghi nhận trong năm 2009.

**Hình 2.1. Đóng góp vào tốc độ tăng trưởng GDP, 2007-2012**  
(điểm %, theo giá so sánh năm 1994)



Nguồn: TCTK (2012a)

Về tỷ trọng của các ngành trong tổng sản lượng của nền kinh tế, lĩnh vực chiếm tỷ trọng lớn nhất trong 5 năm qua là dịch vụ, chiếm 40-42%, trong đó thương mại chiếm 17,6%. Tiếp theo là lĩnh vực công nghiệp-xây dựng với 41-42%, trong đó công nghiệp chế biến chiếm 25-26%, xây dựng chiếm 8-10%. Cuối cùng là nông-lâm-ngư nghiệp với tỷ trọng 15-17% trong GDP (Bảng 2.2).

**Bảng 2.2. Tỷ trọng các ngành trong GDP, 2005-2012 (% , theo giá cố định năm 1994)**

	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Sơ bộ 2012
Nông nghiệp	23,3	19,6	18,7	17,9	17,7	17,1	16,4	16,1	15,8
Công nghiệp khai thác mỏ	6,7	5,8	5,3	4,7	4,3	4,4	4	3,7	3,7
Công nghiệp chế biến	18,8	22,7	23,8	24,7	25,5	24,9	25,2	25,8	25,7
Sản xuất và phân phối điện, khí đốt, và nước	2,3	2,9	2,9	2,9	3	3,1	3,3	3,4	3,6
Xây dựng	7,5	8,8	9	9,3	8,7	9,2	9,5	8,9	8,6
Dịch vụ	41,3	40,3	40,3	40,4	40,8	41,4	41,6	42,1	42,6

Nguồn: TCTK (2013)

Tỷ trọng từng ngành kinh tế trong GDP phác họa xu hướng chuyển dịch cơ cấu kinh tế trong hơn một thập kỷ vừa qua. Tỷ trọng của nông-lâm-ngư nghiệp trong GDP (thực tế, theo giá cố định 1994) giảm từ 23,3% vào năm 2000 xuống còn 16,1% vào năm 2011 và 15,8% vào năm 2012, tốc độ trung bình gần -0,6%/năm. Đóng góp vào tăng trưởng chung giảm xuống từ 15,6% trung bình trong giai đoạn 1996-2000 xuống 8,5% trong năm 2012. Ngược lại, đóng góp vào tăng trưởng của 2 nhóm công nghiệp chế biến và dịch vụ tăng từ 59,5% lên 77% trong cùng giai đoạn trong khi tỷ trọng của 2 nhóm này trong GDP thực tế tăng từ 60,1% từ năm 2000 lên 68,2% vào năm 2012. Như vậy, quá trình chuyển dịch cơ cấu kinh tế từ nông nghiệp sang các ngành công nghiệp và dịch vụ diễn ra khá chậm trong giai đoạn vừa qua.

Tỷ trọng giảm dần của nông nghiệp gợi ý nền sản xuất nội địa đang giảm dần sự lệ thuộc vào các điều kiện tự nhiên và gia tăng phụ thuộc vào các điều kiện nhân tạo. Trong số các điều kiện nhân tạo, các yếu tố thể chế gồm khuôn khổ chính sách, luật pháp môi trường đầu tư, kinh doanh và chính sách tài khoá, tiền tệ,... đóng vai trò nền tảng. Vì vậy, có thể lập luận rằng tốc độ cải thiện các yếu tố thể chế và chất lượng chính sách sẽ cung cấp gia tốc cho tăng trưởng trong giai đoạn chuyển dịch của nền kinh tế. Tuy nhiên, các yếu tố

này không chứng kiến sự cải thiện vượt trội nào so với các quốc gia khác trong 3 năm hậu khủng hoảng tài chính toàn cầu và suy giảm kinh tế thế giới.

Tập trung nguồn lực để ứng phó với các thách thức ngắn hạn của nền kinh tế, các động thái cải tổ thể chế và nâng cấp môi trường kinh doanh dường như bị sao nhãng. Nhiều bộ chỉ số phản ánh một thực tế rằng những nỗ lực để bồi đắp và cải thiện năng lực cạnh tranh ở cấp vi mô và vĩ mô mang lại kết quả rất hạn chế. Chỉ số Thuận lợi Kinh doanh (do WB công bố) của Việt Nam cải thiện từ bậc 93 năm 2010 lên bậc 78 năm 2011 nhưng lại rơi xuống thứ 99 vào năm 2012 và 2013. Nhiều thành phần trong chỉ số này không được cải thiện, nếu có tiến bộ thì cũng không theo kịp các quốc gia khác. So với bảng xếp hạng năm 2012, thứ hạng “thủ tục mở doanh nghiệp” thăng 1 bậc, “tiếp cận nguồn điện” thăng 2 bậc, “trả thuế” thăng 15 bậc, trong khi “đăng ký quyền tài sản” đứng yên ở thứ 48, “tiếp cận tín dụng” xuống thứ 40 (giảm 2 bậc), “bảo vệ nhà đầu tư” xuống thứ 169 (giảm 2 bậc), “thực thi hợp đồng” xuống thứ 44 (giảm 3 bậc) và “giải quyết thủ tục phá sản” xuống thứ 149 (giảm 4 bậc).

Những thách thức về năng lực cạnh tranh của Việt Nam ở cấp độ vĩ mô có thể được rút ra từ báo cáo Chỉ số Cạnh tranh Toàn cầu của Diễn đàn Kinh tế thế giới. Năm 2012, Việt Nam xếp thứ 75/144 quốc gia, tụt xuống 10 bậc so với thứ hạng năm 2011 và tụt 16 bậc so với thứ hạng 2010. Đáng chú ý, “ổn định vĩ mô” tụt 41 bậc xuống thứ 106, “môi trường thể chế” hạng 89, “độ hiệu quả của thị trường hàng hóa” thứ 91, “hạ tầng cơ sở” thứ 95, “giáo dục đào tạo bậc cao” thứ 96, “mức độ hấp thu công nghệ” thứ 98, “độ tinh vi của môi trường kinh doanh” thứ 100.

**Bảng 2.3. Thứ hạng trên các bảng xếp hạng môi trường kinh doanh toàn cầu**

Chỉ số	2010	2011	2012	2013
Nhận thức tham nhũng	116	112	123	
Tự do Kinh tế (điểm)	144 (51,6)	136 (51,3)	140 (51)	
Thuận lợi kinh doanh	88	98	99	99
Cạnh tranh toàn cầu (điểm)	59 (4,3)	65 (4,2)	75 (4,1)	

*Nguồn:* Tổ chức Minh bạch Quốc tế, Quỹ Di sản, Ngân hàng, Diễn đàn Kinh tế Thế giới (2012)

Môi trường kinh doanh ngày càng khó khăn khi DN và người dân cảm nhận tham nhũng phổ biến hơn và tự do kinh tế thấp hơn. Tổ chức Minh bạch Quốc tế đặt Việt Nam ở thứ hạng 123 trong xếp hạng Chỉ số Nhận thức Tham nhũng, hạ 7 bậc so với 2010. Quỹ Di sản chấm Việt Nam 51,6 điểm trong xếp hạng Chỉ số Tự do Kinh tế, thấp hơn mức trung bình toàn cầu là 59,6 (xếp thứ 140/177 nước) và 57,4 của khu vực châu Á-Thái Bình

Dương (xếp thứ 30/41 nước) do những điểm yếu trong pháp luật về quyền tài sản (15 điểm), tự do đầu tư (15 điểm), cơ quan công quyền thiếu trách nhiệm và tham nhũng (29 điểm).

Các yếu tố thể chế kém thuận lợi một mặt đặt thêm gánh nặng lên các thành phần kinh tế trong nước khi họ không chỉ đối mặt với nhu cầu suy giảm mà còn phải cạnh tranh trong một môi trường đầu tư kém khích lệ. Mặt khác, chúng làm suy yếu niềm tin của người tiêu dùng và nhà đầu tư khi những hứa hẹn cải cách theo hướng tự do hóa tiếp tục bị trì hoãn, trong khi các can thiệp bằng hành chính được sử dụng một cách thường xuyên hơn. Duy trì sự ổn định tạm thời bằng mệnh lệnh hành chính đang gia tăng những quan ngại về mức độ can thiệp sâu rộng của Nhà nước vào nền kinh tế, bên ngoài đầu tư công và khu vực DNNN. Những hành vi “điều tiết” này đang cản trở các bước tiến cải cách định hướng thị trường, đồng thời tạo sự bất an cho nhà đầu tư khi không thể tiên liệu trước những điều chỉnh đột ngột tiếp theo.

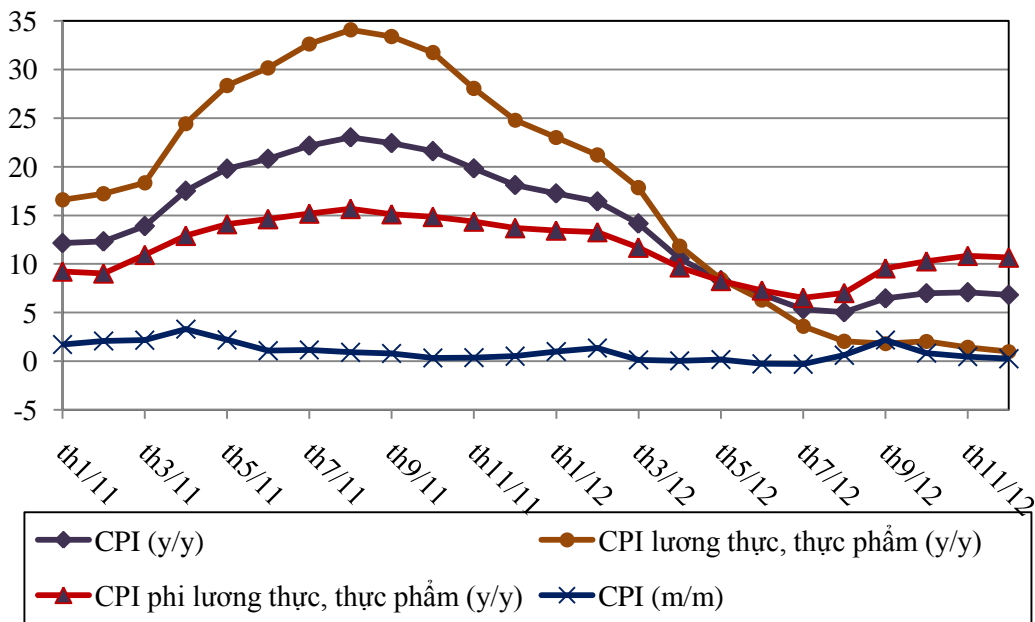
### **Ổn định vĩ mô**

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) cuối năm tăng 6,81% so với cùng kỳ năm trước, mức thấp nhất trong 3 năm trở lại. Lần cuối cùng lạm phát theo năm thấp hơn 6% là vào năm 2003. Tốc độ tăng giá bình quân năm 2012 so với năm 2011 là 9,21%, chứng tỏ tốc độ tăng giá đã giảm dần về cuối năm.

Mức tăng CPI lương thực giảm dần trong suốt năm 2012 là nhân tố chính kéo lạm phát theo năm xuống. Tuy vậy, CPI bình quân của nhóm này năm 2012 tăng tới 8,12% và đóng góp 3,24 điểm (tương đương 35%) vào mức tăng CPI bình quân năm. Chỉ số CPI phi lương thực (xấp xỉ bằng CPI lõi) tăng nhanh hơn mức tăng CPI tổng hợp từ quý III. Hai nhóm phi lương thực có mức tăng cao nhất trong năm 2012 là dịch vụ y tế và dịch vụ giáo dục, với mức tăng trung bình tương ứng là 20,37% và 18,48%.

Cũng trong năm 2012, giá bán lẻ điện tăng 5% bắt đầu từ 01 tháng 07, còn giá bán lẻ xăng dầu đến cuối năm đã tăng trung bình 11% so với hồi đầu năm. Một số nhóm hàng hoá khác ghi nhận mức tăng trung bình tương đối cao như may mặc (9,98%), thiết bị và đồ dùng gia đình (7,60%), hàng hoá và dịch vụ khác (10,68%). Chỉ duy nhất có nhóm bưu chính-viễn thông ghi nhận mức giảm CPI trung bình hơn 11%.

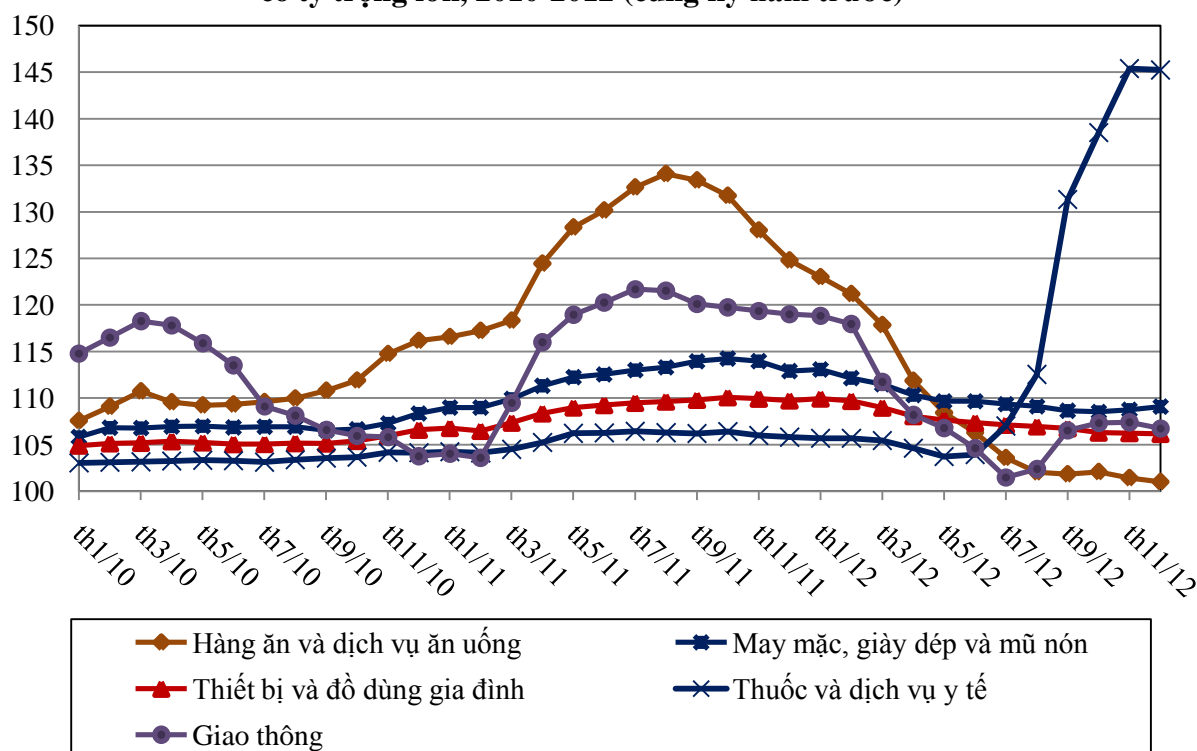
Hình 2.2. Diễn biến chỉ số giá tiêu dùng, 2011- 2012 (%)



Nguồn: TCTK(2012b)

Trong năm 2012, tác động truyền dẫn từ yếu tố tiền tệ sang lạm phát là không rõ ràng. Cung tiền tăng tương đối cao (18,46%) nhưng mức độ hấp thụ của nền kinh tế là tương đối thấp (dư nợ tín dụng chỉ tăng ở mức 8,85%). Ngược lại, ảnh hưởng từ các quyết định tăng viện phí, giá xăng dầu và giá bán lẻ điện vào mức tăng giá chung có tác động trực tiếp đến mức giá chung. Nếu không có thay đổi ở viện phí thì lạm phát cuối năm sẽ thấp bất thường, chỉ khoảng 4,1% thay vì 6,8%. Tính toán tương tự với giá điện và giá xăng sẽ cho các kết quả lạm phát thấp hơn. Các điều chỉnh trên tuy cố gắng sửa chữa các tín hiệu giá bị làm méo mó trong quá khứ, nhưng lại gửi đi tín hiệu không chính xác về diễn biến thực của nền kinh tế ở thời điểm hiện tại.

**Hình 2.3. Diễn biến chỉ số giá tiêu dùng theo các nhóm hàng có tỷ trọng lớn, 2010-2012 (cùng kỳ năm trước)**



Nguồn: TCTK (2012b)

Trong những phần sau, chúng tôi đi sâu vào phân tích diễn biến các thành phần của tổng cung và tổng cầu, cũng như các cân đối vĩ mô lớn, trước khi thảo luận về các thị trường tài sản và diễn biến chính sách của cả năm.

### Các thành phần tổng cung

#### *Nông nghiệp, lâm nghiệp, và ngư nghiệp.*

Mặc dù có sự hỗ trợ của Chính phủ về tín dụng, mua tạm trữ,... tăng trưởng GDP của khu vực này có dấu hiệu giảm dần, năm 2010: 2,8%; năm 2011: 4,0% và năm 2012: 2,7%. Thiên tai, dịch bệnh, chi phí sản xuất liên tục tăng, và giá cả nông sản giảm là yếu tố cơ bản làm giảm tăng trưởng của ngành này. Ngoài nhu cầu tiêu thụ yếu, ngành này liên tục chống chọi với các yếu tố bất lợi như tỷ giá cao và hàng nhập lậu. Trong khi lúa gạo có một năm được mùa thì triển vọng về vụ cà phê năm 2012 không sáng sủa bằng năm trước. Điều kiện thời tiết bất lợi và mực nước tại các hồ giảm là nguyên nhân chính làm giảm sản lượng cà phê.

**Bảng 2.4. Tăng trưởng giá trị sản xuất nông-lâm-ngư nghiệp, 2001-2012 (% , năm trước = 100, theo giá so sánh 1994)**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Nông nghiệp	2,6	6,2	4,5	4,1	3,2	4,1	3,6	6,9	2,8	4,2	4,8	2,8
- Trồng trọt	2,3	5,5	3,8	4,6	1,4	3,4	3,4	6,9	0,9	3,9	4,7	2,7
- Chăn nuôi	4,2	9,9	8,1	2,3	11,4	6,9	4,6	7,3	10,5	5,5	5,5	3,2
- Dịch vụ	1,9	3,2	2,3	2,3	2,6	2,7	2,7	3,5	2,9	2,9	3,1	3,3
Lâm nghiệp	1,8	0	7,9	4,3	0,2	1,7	3,1	2,6	3,8	4,6	5,7	6,4
Ngư nghiệp	16,4	8,8	10,9	12,5	12,5	8,5	11,6	6,7	7,1	6,2	6,1	4,5
- Khai thác	2,0	2,2	1,8	4,2	2,8	2,0	2,2	2,7	8,2	6,5	4,3	4,2
- Nuôi trồng	41,9	17,2	20,9	20,3	20,2	13,1	17,6	8,9	6,6	6,0	7,0	5,1

Nguồn: TCTK (2013)

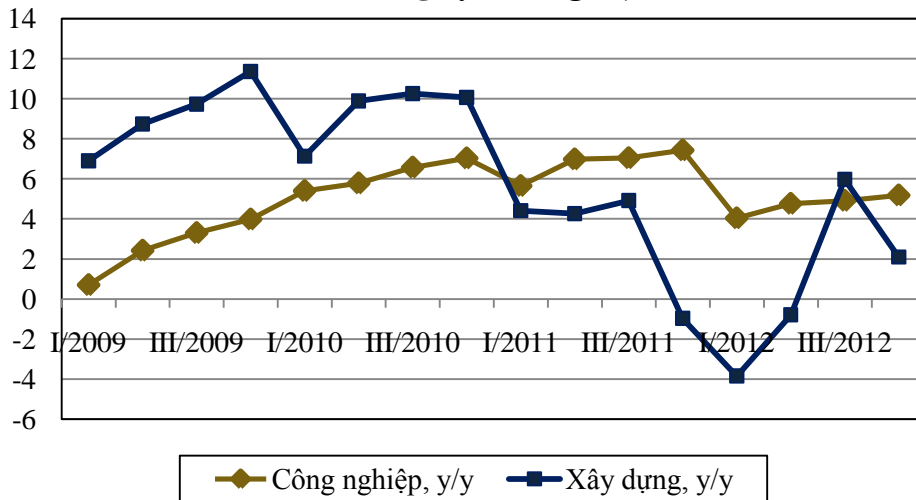
Ngành thủy sản gặp nhiều khó khăn trong năm 2012 khi dấu hiệu giảm tốc đã xuất hiện ngay từ quý III thay vì quý IV trong 2 năm liền trước. Lượng cầu nhập khẩu từ châu Âu giảm mạnh dẫn tới tồn kho lớn, cùng với chi phí sản xuất cao tiêu hao động lực sản xuất và làm giảm khả năng sinh lời của các khoản tín dụng. Đây dường như là lí do chính khiến gói tín dụng hỗ trợ lãi suất cho người nuôi cá tra không thể giải ngân.

Ngành lâm nghiệp tiếp tục có sự tăng trưởng tốt với tốc độ 5,83%, tăng nhẹ so với mức 5,7% của năm 2011.

### **Công nghiệp-xây dựng**

Sản xuất công nghiệp tiếp tục chịu ảnh hưởng tiêu cực lan truyền từ năm 2011. Tồn kho lớn và tiêu thụ chậm là nguyên nhân chính cản trở gia tăng sản lượng. Giá trị sản xuất công nghiệp giảm mạnh, nhất là ở công nghiệp chế biến và khai khoáng. Tăng trưởng toàn ngành công nghiệp cả năm chỉ đạt 5,18%, thấp hơn mức tăng 7,43% của năm 2011. Ngành xây dựng có dấu hiệu phục hồi nhẹ từ mức-3% vào năm 2011 lên 2,09% trong năm 2012. Lực đẩy xuất hiện từ Quý II sau khi Chính phủ đẩy nhanh giải ngân các dự án đầu tư công. Trong năm 2012, giá bất động sản tiếp tục giảm và nguồn cung vốn thắt chặt khiến nhiều dự án xây dựng đình trệ.

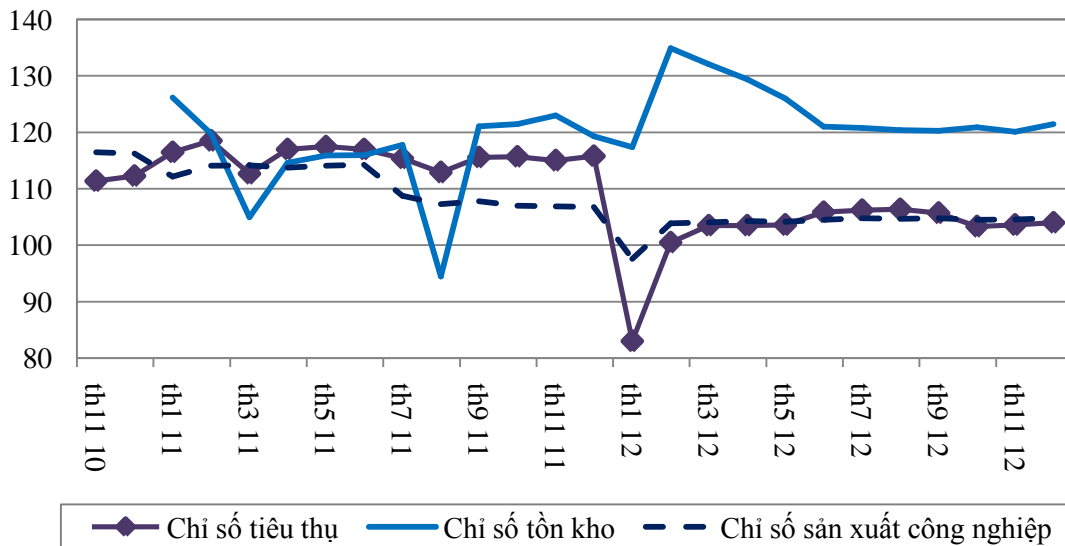
**Hình 2.4. Tăng trưởng tổng sản phẩm ngành công nghiệp-xây dựng, 2012 (% cùng kỳ năm ngoái)**



Nguồn: TCTK (2012a)

Chỉ số sản xuất công nghiệp cuối năm 2012 tăng 4,8% so với năm trước, trong đó công nghiệp khai thác tăng 3,5%, công nghiệp chế biến và chế tạo tăng 4,5%, sản xuất và phân phối điện, khí đốt tăng 12,3%. Tăng trưởng sản xuất toàn ngành công nghiệp và công nghiệp chế biến chế tạo (nhóm ngành chủ lực) đều thấp hơn con số tương ứng của năm 2011 là 6,8% và 9,5%. Công nghiệp chế biến chế tạo thu hẹp là nguyên nhân chính khiến tăng trưởng công nghiệp giảm mạnh, kéo theo suy giảm tốc độ tăng trưởng chung.

**Hình 2.5. Diễn biến các chỉ số công nghiệp, 2012 (% cùng kỳ năm ngoái)**



Nguồn: TCTK (2012a)

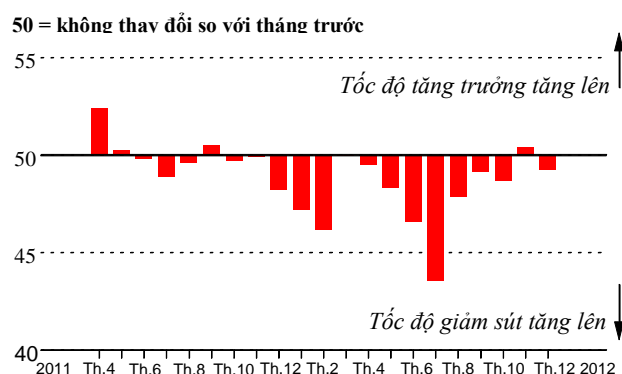
Chỉ số hàng tồn kho tại thời điểm 01/12/2012 của ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tăng 21,5%, so với cùng thời điểm năm trước. Tồn kho tăng mạnh trong quý I rồi giảm dần tương đối đều trong suốt quý II, trong khi tiêu thụ không ghi nhận cải thiện nào đáng kể, có



thể là dấu hiệu cho thấy sản xuất công nghiệp phải đối diện tình trạng đình trệ trong nhiều tháng nữa. Tăng trưởng sản lượng công nghiệp 2 quý đầu năm cũng phản ánh sự thu hẹp này. Dấu hiệu đình trệ xuất hiện khi cả 3 chỉ số sản xuất, tồn kho, và tiêu thụ đều đi ngang trong nửa cuối năm. Chỉ số tiêu thụ hàng công nghiệp chế biến chế tạo cả năm 2012 tăng chỉ 4% cho thấy sự bế tắc đầu ra của ngành công nghiệp, nếu so với mức tăng trung bình cả năm 2011 là 16%.

HSBC-Markit ghi nhận 7 tháng liên tiếp chỉ số Nhà quản trị Mua hàng (PMI) ngành sản xuất của Việt Nam xuống dưới 50 điểm<sup>1</sup> và giảm mạnh nhất trong tháng 7 (43,7 điểm), cho thấy các nhà quản trị nhìn nhận điều kiện kinh doanh trong nước suy yếu dai dẳng và nghiêm trọng. Tâm lý bi quan bao trùm cả năm khi có 10 trên 12 tháng chứng kiến PMI xuống dưới ngưỡng 50 điểm. PMI cải thiện hơn một chút vào các tháng cuối năm (nhưng vẫn thấp hơn 50, nghĩa là vẫn trong tình trạng thu hẹp) có thể bắt nguồn một phần từ các biện pháp tài khoá hoặc yếu tố mùa vụ, chứ không phải do đơn hàng xuất khẩu đã quay trở lại một cách bền vững.

**Hình 2.6. Chỉ số Nhà quản trị Mua hàng ngành sản xuất Việt Nam của HSBC**



Nguồn: HSBC-Markit (2012)

### Dịch vụ

Tốc độ tăng trưởng cả năm của ngành dịch vụ là 6,42%, với tăng trưởng hàng quý của đa số tiểu ngành là thấp hơn so với diễn biến 2 năm liền trước. Hầu hết các nhóm trong ngành dịch vụ đều có mức tăng quanh ngưỡng 7%, chỉ trừ các hoạt động kinh doanh và tư vấn tài sản có mức giảm 1,18%. Chiếm tỷ trọng lớn nhất, lĩnh vực thương mại có mức tăng trưởng 6,92%. Có tốc độ tăng xấp xỉ các lĩnh vực khách sạn-nhà hàng và vận tải, kho bãi, thông tin liên lạc, lần lượt là 6,99% và 6,88%. Nhóm tài chính, tín dụng mặc dù được cải

<sup>1</sup>50 điểm là mức trung lập. PMI dưới 50 điểm phản ánh có sự suy giảm trong điều kiện sản xuất của tháng này so với tháng liền trước, trên 50 điểm phản ánh sự cải thiện các điều kiện sản xuất.

thiện về thanh khoản hệ thống nhưng tốc độ tăng trưởng của ngành khá khiêm tốn (chỉ 7,1%) chủ yếu là do cầu tín dụng thu hẹp, nợ xấu gia tăng, và lợi nhuận sụt giảm mạnh do phải trích lập dự phòng rủi ro cho nợ xấu.

### **Thị trường nhân tố**

Trong năm 2012, trong khi có 54.261 DN giải thể và ngừng hoạt động (44.906 DN dừng hoạt động và 9.355 DN giải thể) – tăng 6,3% so với năm trước đó (53.900), có thêm 69.874 DN thành lập với số vốn đăng ký là 467.265 tỷ đồng, chủ yếu thuộc ngành dịch vụ. Một phần lớn trong số này là DN quay lại kinh doanh sau một thời gian ngừng hoạt động. Số DN thành lập giảm 9,9% về số lượng và 9% về số vốn, cho thấy khó khăn về vốn và cơ hội kinh doanh còn cản trở DN đi vào hoạt động.

Năm 2012, cả nước tạo việc làm cho khoảng 1,52 triệu người, trong đó có 80.000 lao động ra nước ngoài. Sự suy yếu và giải thể của hàng loạt DN khiến số lao động mất việc và thiếu việc làm tăng cao. Lao động được cho nghỉ việc không lương, và khi DN hoạt động trở lại thì không tuyển dụng với số lượng như trước nữa. Một số lượng không nhỏ lao động chuyển từ khu vực chính thức sang khu vực phi chính thức khiến tỷ trọng lao động phi chính thức trong lực lượng lao động tăng liên tục: từ 34,6% năm 2010 tăng lên 35,8% năm 2011 và 36,6% năm 2012. Tuy nhiên, thống kê chính thức không cho thấy tỷ lệ thất nghiệp gia tăng: tỷ lệ thất nghiệp cả nước giảm còn 1,96%, trong đó thất nghiệp ở thành thị giảm còn 3,21% và thất nghiệp ở nông thôn giảm còn 1,39%.

**Bảng 2.5. Diễn biến tình hình thất nghiệp của Việt Nam, 2008-2012 (%)**

	Chung	Tỷ lệ thất nghiệp	
		Thành thị	Nông thôn
2008	2,38	4,65	1,53
2009	2,90	4,60	2,25
2010	2,88	4,29	2,30
2011	2,22	3,60	1,60
Sơ bộ 2012	1,96	3,21	1,39

Nguồn: TCTK (2013)

**Bảng 2.6. Cơ cấu lao động đang làm việc trong các khu vực kinh tế, 2005-2012 (%)**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Sơ bộ 2012
Nông-lâm-ngư nghiệp	55,1	55,4	53,9	52,3	51,5	49,5	48,4	47,4
Công nghiệp và xây dựng	17,6	19,3	19,9	19,3	20	21	21,3	21,3
Dịch vụ	27,3	25,5	26,1	28,4	28,4	29,5	30,3	31,3

Nguồn: TCTK (2013)

Chưa có thay đổi lớn trong đường lối và chính sách liên quan đến lĩnh vực đất đai. Nghị quyết Hội nghị Trung ương 6 tái khẳng định quyền sử dụng đất là một loại tài sản và hàng hóa đặc biệt, và đất đai thuộc quyền sở hữu toàn dân, đồng thời đốc thúc sửa đổi bổ sung Luật đất đai 2003 để hạn chế sai phạm và khiếu nại. Tình trạng không rõ ràng về quyền sử dụng đất và thiếu minh bạch trong cơ chế đền bù và thu hồi đất nhằm phục vụ các mục tiêu của quốc gia đang đòi hỏi những tháo gỡ mới về mặt chính sách.

## **Các thành phần tổng cầu**

### ***Chi tiêu Chính phủ***

Tổng chi ngân sách năm 2012 đạt 905.790 tỷ đồng, tăng khoảng 22% so với năm 2011, trong đó chi đầu tư phát triển là 195.054 tỷ đồng (tăng 26%), chi trả nợ và viện trợ là 100.000 tỷ đồng, chi sự nghiệp (chi thường xuyên) đạt 610.636 tỷ đồng (tăng 26%). Chi đầu tư tăng chủ yếu ở cấp ngân sách trung ương, còn cấp ngân sách địa phương tăng khiêm tốn. Điều này cho thấy hai vấn đề: (i) chi đầu tư ở địa phương bị hạn chế vì thiếu hụt các nguồn thu đối ứng từ cơ sở (giảm thu ngân sách địa phương là 15.028 tỷ đồng) do hoạt động kinh tế bị thu hẹp và thị trường bất động sản đóng băng khiến nguồn thu từ phí sử dụng đất và thuế đất giảm đáng kể; (ii) bằng chứng cho thấy chính sách mở rộng tài khoá từ ngân sách trung ương để đối phó với tình trạng tổng cầu suy giảm. Tuy nhiên, có thể thấy rằng nguồn bù đắp cho các khoản chi tiêu tăng lên chủ yếu đến từ vay nợ, do nguồn thu không có khả năng cải thiện trong năm.

### ***Đầu tư toàn xã hội***

Tổng vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội trong năm 2012 ước đạt 989.300 tỷ đồng theo giá hiện hành, tương đương 30,5% GDP. Phân theo thành phần kinh tế, đầu tư của khu vực kinh tế Nhà nước đạt 374,3 nghìn tỷ, chiếm 37,8%; kinh tế ngoài Nhà nước đạt 385.000 tỷ, chiếm 38,9%; khu vực có vốn đầu tư nước ngoài (ĐTNN) đạt 230.000 tỷ, chiếm 23,3%.

Theo giá cố định, giá trị tổng đầu tư tăng 3,5% – mức tăng thấp nhất kể từ 2005. Như vậy, sau khi suy giảm mạnh vào năm 2011, tổng đầu tư đã thực tăng trở lại nhưng số thực hiện còn thấp hơn năm 2010. Sự suy giảm cũng thể hiện ở tỷ lệ tổng đầu tư xã hội so với GDP khi tỷ lệ này xuống tới gần 30% – Mức thấp nhất trong 8 năm quan sát. Tuy suy giảm tổng đầu tư xã hội giúp hạ nhiệt kinh tế vĩ mô nhưng chắc chắn sẽ không chỉ làm giảm tăng trưởng trong ngắn hạn mà còn có ảnh hưởng đến tăng trưởng năng suất trong dài hạn khi cấu trúc kỹ thuật của nền kinh tế chưa có nhiều biến chuyển. Do lệ thuộc vào mô

hình tăng trưởng theo chiều rộng, sự sụt giảm trong tổng đầu tư dự báo rằng tăng trưởng sẽ khó vượt qua mức trên 7% trong những năm sắp tới.

**Bảng 2.7. Vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội, 2005 – 2012 (%)**

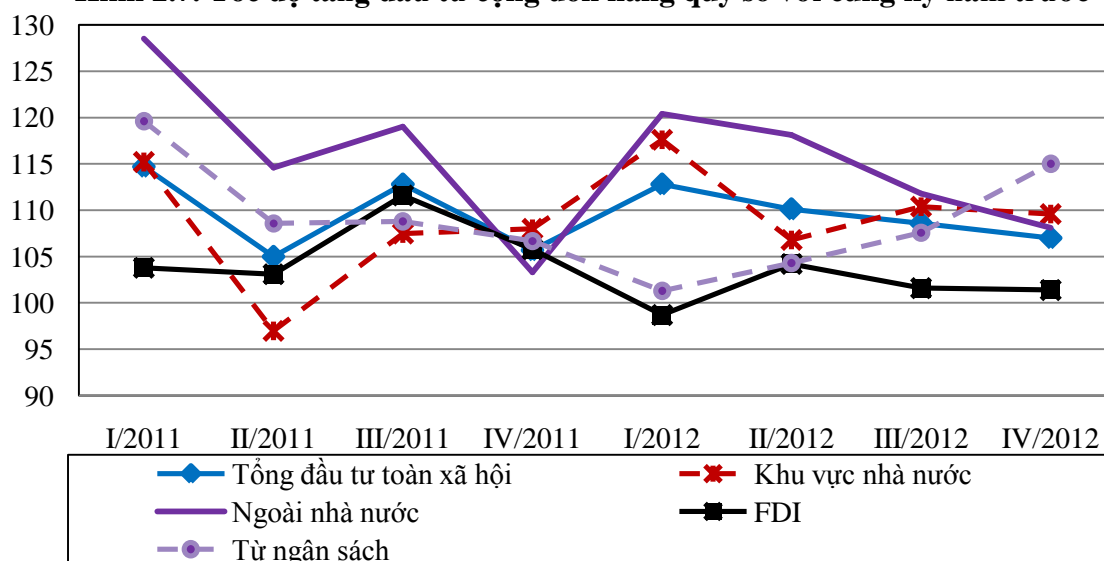
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Sơ bộ 2012
Tỷ lệ so với GDP (%, giá hiện hành)	37,5	38,1	42,7	38,2	39,2	38,5	33,3	30,5
Tốc độ tăng (%, giá so sánh 2010)	13,7	13,3	28,2	7,2	9,6	8,8	-3,6	3,5

*Nguồn: TCTK (2013)*

Phản ứng thu hẹp của các thành phần kinh tế ngoài Nhà nước trước thực trạng kinh tế xấu đi được cảm nhận rõ rệt qua từng quý. Tốc độ tăng đầu tư cộng dồn (giá hiện hành) so với cùng kỳ năm trước giảm nhanh từ 20% trong quý I xuống còn hơn 8% cả năm; khi loại bỏ yếu tố giá, mức tăng còn 4%. Khối FDI cũng thận trọng trong giải ngân vốn đầu tư. Đầu tư của khu vực này giảm 1,3% trong quý I, và cả năm cũng chỉ tăng 1,4% (khi loại trừ yếu tố giá tăng 1,1%).

Ngược lại, đầu tư từ ngân sách và đầu tư của khu vực kinh tế Nhà nước đang tăng nhanh dần và chiếm tỷ trọng cao hơn. Đầu tư từ ngân sách (cộng dồn) tăng nhanh hơn sau mỗi quý (Hình 2.7); cả năm đạt 205.000 tỷ đồng theo giá hiện hành, tương đương 6,3% GDP. Tỷ trọng trong đầu tư của khu vực công đang tăng lên trong khi hai khu vực kinh tế còn lại chứng kiến sự giảm sút. Từ 2005 đến 2008, đầu tư của khu vực Nhà nước giảm tỷ trọng từ 47,1% xuống còn 33,9% tổng đầu tư toàn xã hội. Trong 3 năm hậu khủng hoảng, tỷ lệ này lại tăng lên 40,5% trong năm 2009 (năm thực hiện chính sách hỗ trợ lãi suất) rồi giảm còn 37-38% trong các năm tiếp theo. Một hệ quả trực tiếp của quá trình này là nợ công đã tăng lên nhanh.

**Hình 2.7. Tốc độ tăng đầu tư cộng dồn hàng quý so với cùng kỳ năm trước**



Nguồn: TCTK(2012a)

### ***Vốn đầu tư nước ngoài***

Dòng vốn của nhà đầu tư nước ngoài năm 2012 bị kìm hãm trong bối cảnh tiêu thụ khó khăn, sản xuất cầm chừng ở trong nước. Giá trị vốn FDI giải ngân đạt 10,05 tỷ USD – giảm gần 1 tỷ USD so với cùng kỳ năm ngoái.

Một điểm sáng đáng chú ý là hai phần ba số vốn thực hiện được giải ngân vào khu vực tạo ra sản phẩm thực như chế biến, chế tạo, còn lĩnh vực kinh doanh bất động sản và tài chính không thu hút được nhiều sự chú ý như các năm về trước. Lượng vốn này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy sản lượng và hấp thụ một lượng lớn lao động (nhất là các dự án chế tác thâm dụng lao động) trở lại khu vực chính thức trong các năm tiếp theo.

Vốn đăng ký mới và tăng thêm của năm 2012 đạt 16,35 tỷ USD, tăng 4,7% so với năm trước. Bất chấp các yếu tố bất lợi như triển vọng kinh tế không sáng sủa, môi trường đầu tư thiếu hấp dẫn, và quy trình xét duyệt hồ sơ nghiêm ngặt hơn, những lợi thế cạnh tranh đặc thù dường như vẫn thu hút luồng vốn đầu tư tới Việt Nam. Nhật Bản dẫn đầu là nước đầu tư trực tiếp nhiều nhất vào Việt Nam với trên 5 tỷ USD. Các nước giữ vị trí top 3 đều thuộc châu Á (Nhật Bản, Singapore, Hàn Quốc). Vốn đầu tư từ các nước phát triển ở phương Tây khá khiêm tốn, và một phần không nhỏ trong số này được chuyển qua một lãnh thổ thứ ba (British Virgin Island, Samoa,...), chủ yếu nhằm giảm thuế. Các tỉnh thu hút vốn ĐTNN nhiều nhất vẫn là Bình Dương, Hải Phòng, Tp. Hồ Chí Minh, Đồng Nai, và Hà Nội.

### ***Tiêu dùng cuối cùng***

Sụt giảm thu nhập, lạm phát cao, rủi ro mất việc cùng với những hồi phục yếu ớt của nền kinh tế khiến đa số hộ gia đình và cá nhân thắt chặt chi tiêu. Tiêu dùng cuối cùng có tốc độ tăng trưởng giảm dần từ 5,49% (2010) xuống 4,86% (2011) và 3,78% (2012). Tốc độ tăng trưởng bán lẻ (cộng dồn, đã điều chỉnh lạm phát) năm 2012 đạt 6,2%, cải thiện nhẹ từ mức tăng 4,7% trong năm 2011. Tốc độ tăng không ổn định và có xu hướng giảm dần về cuối năm cho thấy sự hồi phục trong tiêu dùng là chưa rõ ràng.

### ***Cán cân thương mại***

Năm 2012 là năm có thặng dư thương mại lần đầu tiên kể từ 1993, ước đạt 780 triệu USD. Lí do chính khiến cán cân thương mại chuyển từ trạng thái thâm hụt lớn trong năm 2011 (-9,5 tỷ USD) sang thặng dư nhẹ trong năm 2012 là vì kim ngạch xuất khẩu hàng may mặc và điện thoại của một số DN có vốn ĐTNN tăng mạnh, đồng thời kim ngạch nhập khẩu máy móc, nguyên liệu và các yếu tố đầu vào trung gian giảm mạnh do sản xuất và tiêu dùng đều đình trệ.

**Xuất khẩu** cả năm 2012 tăng trưởng ước đạt 18,2% với kim ngạch đạt trên 114,6 tỷ USD. Dẫn đầu về xuất khẩu (không kể dầu thô) là hàng chế tác, trong đó may mặc với 15 tỷ USD, hàng chế tác giá trị cao như điện thoại với 12,6 tỷ USD hay điện tử-máy tính-linh kiện với 7,8 tỷ USD. Đặc biệt, Samsung Việt Nam với mức kim ngạch xuất khẩu khoảng 1 tỷ USD mỗi tháng đã kéo kim ngạch xuất khẩu mặt hàng điện thoại tăng tới 97% so với năm 2011.

Xuất khẩu các sản phẩm nông sản cộng hợp lại lên tới 18,18 tỷ USD, trong đó 3 mặt hàng hải sản, gạo và cà phê chiếm tới 70% tổng kim ngạch, chủ yếu là do tăng về lượng chứ không phải về giá hay có dịch chuyển tích cực trong chuỗi giá trị. Sắn và cà phê có tốc độ tăng lượng xuất khẩu cao nhất, tương ứng đạt mức 55% và 38%.

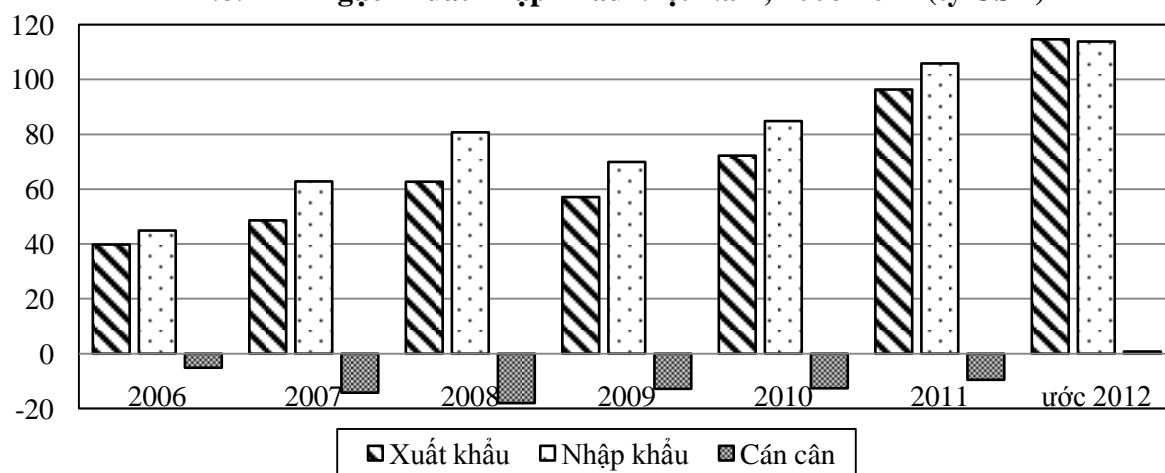
Ngành chế tác công nghệ cao tăng dần về tỷ trọng kim ngạch xuất khẩu những năm gần đây, vươn lên tới 17,8% trong năm 2012. Nông sản đứng thứ hai và dệt may đứng thứ ba với tỷ trọng lần lượt 15,9% và 13,1%. Trong khi đó, dầu thô giảm sâu từ mức trên 20% 10 năm trước xuống còn khoảng 7,3%. Những diễn biến trên cho thấy Việt Nam ít phụ thuộc hơn vào xuất khẩu tài nguyên thô, chuyển trọng tâm sang chế biến nông sản và lắp ráp sản phẩm có giá trị cao mà DN có vốn ĐTNN chiếm ưu thế ở phân khúc sau.

Xuất khẩu của khu vực có vốn ĐTNN (không kể dầu thô) tăng 31% trong khi xuất khẩu của khu vực DN nội địa tăng 1,2%. Tăng trưởng mạnh mẽ trong xuất khẩu của khối DN có vốn ĐTNN khiến tỷ trọng xuất khẩu của khu vực này vươn lên tới gần 55,8% tổng

kim ngạch xuất khẩu, nếu tính cả dầu thô là 63%. Tốc độ xuất khẩu rất thấp của khối DN trong nước phản ánh những bất lợi về sức cạnh tranh và quan hệ thị trường trên bình diện quốc tế của khối này trong giai đoạn khủng hoảng. Đồng thời, tỷ trọng xuất khẩu của khối DN trong nước liên tục giảm xuống trong tổng kim ngạch xuất khẩu cũng cho thấy khu vực này đang bộc lộ những điểm yếu cố hữu ngày càng rõ hơn trong hội nhập kinh tế quốc tế.

Về thị trường xuất khẩu năm 2012, EU vươn lên là thị trường lớn nhất với kim ngạch xuất khẩu tăng 22,7% so với năm 2011 và chiếm tỷ trọng 17,7% tổng kim ngạch xuất khẩu. Tiếp theo là Hoa Kỳ, ASEAN, Nhật Bản, Trung Quốc.

**Hình 2.8. Kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam, 2006-2012 (tỷ USD)**



Nguồn: TCTK (2012a)

**Nhập khẩu** tăng chậm lại theo xu hướng giảm tốc độ tăng trưởng kinh tế. Với tổng kim ngạch 113,8 tỷ USD, tăng trưởng năm 2012 ước đạt 6,6%, thấp hơn nhiều so với mức tăng 25,8% của năm 2011.

Máy móc và thiết bị, điện tử và máy tính, xăng dầu, sắt thép và vải dẫn đầu về giá trị nhập khẩu, chiếm tới 50% kim ngạch nhập khẩu của nền kinh tế. Năm 2012 chứng kiến bước nhảy vọt trong kim ngạch nhập khẩu máy tính và linh kiện (tăng 67%), điện thoại và linh kiện (tăng 82,9%). Xăng dầu và sắt thép là hai nhóm hàng có kim ngạch nhập khẩu giảm mạnh so với 2011, còn lại phần lớn các nhóm hàng khác không tăng hoặc tăng khiêm tốn.

Nhu cầu nhập khẩu phản ánh tình hình hoạt động của từng khối DN, khi sản xuất công nghiệp trong nước phụ thuộc vào hàng phụ trợ và tư liệu sản xuất nhập khẩu từ bên ngoài. Kim ngạch nhập khẩu của khu vực kinh tế trong nước giảm 6,7% so với 2011, xuống còn 54 tỷ USD. Khu vực kinh tế có vốn ĐTNN tăng tới 23,5% giá trị nhập khẩu, đạt 60,34 tỷ

USD, chiếm 52,7%. Như vậy, khu vực kinh tế trong nước nhập siêu gần 11,7 tỷ USD, trong khi khu vực có vốn ĐTNN xuất siêu 12 tỷ USD.

Trung Quốc là thị trường nhập khẩu lớn nhất với kim ngạch tăng 17% và chiếm tỷ trọng 25,3% tổng kim ngạch nhập khẩu. Tiếp đến là nhóm các nước ASEAN, Hàn Quốc, Nhật Bản, và EU.

Nếu xét toàn bộ các thành phần của tổng cầu, có thể thấy rằng khi loại bỏ ảnh hưởng của sự tăng giá, tiêu dùng cuối (đại diện là bán lẻ) tăng 3,78%, tổng đầu tư tăng 3,5%, chi tiêu Chính phủ tăng thực tế khoảng 7%, mức tăng trưởng của xuất khẩu ròng gần 7% GDP. Có thể kết luận sơ bộ rằng tiêu dùng và xuất khẩu ròng của khối có vốn ĐTNN (đặc biệt là lắp ráp điện thoại) đã kéo Việt Nam thoát khỏi nguy cơ tăng trưởng thấp trong năm 2012.

### **Tăng trưởng và chu kỳ kinh tế**

Có nhiều cách tiếp cận trong phân tích chu kỳ kinh tế. Theo Burns và Mitchell (1946), chu kỳ kinh tế được định nghĩa là một loại dao động trong hoạt động kinh tế tổng thể của một nền kinh tế. Ở đó các chu kỳ nối tiếp liên tục bởi những thời điểm suy thoái, thu hẹp và phục hồi tương tự nhau. Một cách lý giải khác do Lucas (1977) đề xuất, coi các chu kỳ kinh tế giống như những dao động lặp đi lặp lại trong tổng sản lượng của nền kinh tế xung quanh đường xu hướng cùng với chuyển động của giá cả cũng như các biến số vĩ mô khác. Những cố gắng mô hình hóa chu kỳ kinh tế tập trung chủ yếu vào bản chất những dao động mang tính định kỳ trong hoạt động tổng thể của nền kinh tế. Mục tiêu của các nhà kinh tế là phát triển một khung lý thuyết giải thích được những nguyên nhân tạo ra các chu kỳ đó. Chính cách kiến giải nguyên nhân khác nhau đã dẫn đến những trường phái lý thuyết khác nhau.

Một trường phái phát triển từ khá sớm, đó là *lý thuyết chu kỳ kinh tế theo trường phái Áo*, với những đóng góp quan trọng nhất từ Mises (1912) và Hayek (1933) giải thích các chu kỳ kinh tế đến từ những chính sách tiền tệ của ngân hàng trung ương. Cụ thể, dao động chu kỳ kinh tế xảy ra khi NHTW muốn kích thích tăng trưởng thông qua kênh đầu tư bằng cách cố ý tạo ra mức lãi suất thấp. Điều này được giải thích bởi lãi suất thấp khiến người tiêu dùng chi tiêu nhiều hơn, các nhà sản xuất có xu hướng vay nhiều tiền hơn để mở rộng sản xuất, dẫn đến một nền kinh tế tăng trưởng bất bình thường, méo mó do nguồn lực bị phân bổ sai lệch vào những hoạt động đáng lẽ ra không tồn tại trong điều kiện cân bằng trong thị trường tiền tệ, tạo nên các bong bóng trong nền kinh tế. Đến khi các nguồn lực được huy động quá mức, giá cả các yếu tố đầu vào gia tăng dẫn đến sự tăng giá hàng loạt.

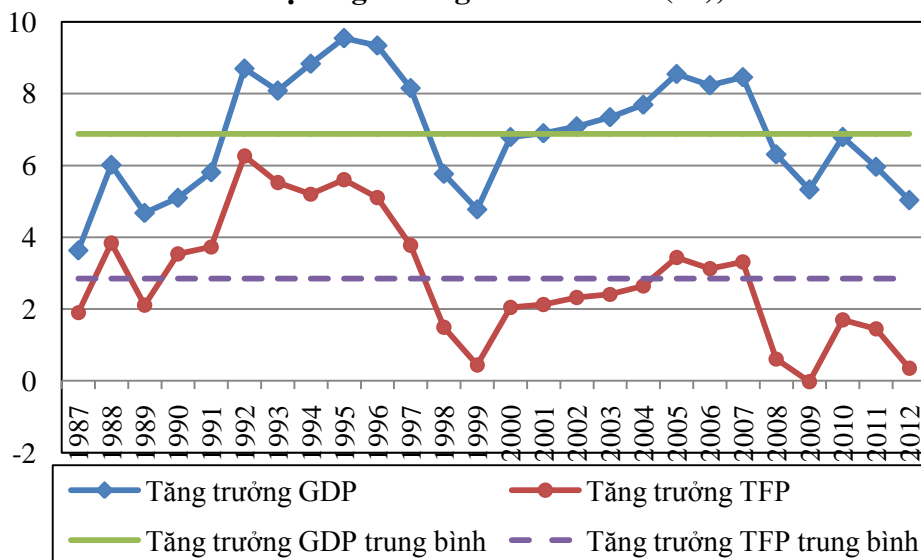


Các nhà sản xuất cũng không thể duy trì hoạt động của mình trừ phi lãi suất tiếp tục phải giảm, và điều này không thể xảy ra do sẽ vướng vào bẫy thanh khoản. Khi tín dụng buộc phải thắt chặt, nhiều hoạt động kinh doanh sẽ buộc phải dừng lại, sản lượng sản xuất giảm mạnh và nền kinh tế rơi vào giai đoạn suy thoái. Vòng xoáy này đã xảy ra tại Việt Nam với chính sách tiền tệ nới lỏng trong giai đoạn 2001-2007, hình thành nên bong bóng bất động sản và suy thoái, buộc NHNN phải thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt trong năm 2008, dẫn đến hàng loạt doanh nghiệp thua lỗ nặng nề vào quý IV/2008 (Đình Tuấn Minh, 2009).

***Lý thuyết chu kỳ kinh tế theo trường phái Keynes (giải thích về phía cầu)*** cho rằng nguồn gốc của các dao động mang tính chu kỳ trong nền kinh tế là các cú sốc trong tổng cầu tạo nên những điểm cân bằng trong ngắn hạn dưới mức toàn dụng lao động. Một nhánh của lý thuyết này, khởi đầu từ công trình của Samuelson (1939) và sau đó là Hicks (1950), giải thích rằng các hiệu ứng số nhân và gia tốc trong lý thuyết Keynes góp phần tạo ra những phản ứng mang tính chu kỳ với những cú sốc đối với tổng cầu. Một nhánh nữa của lý thuyết này sử dụng những mô hình nội sinh giải thích cho các chu kỳ kinh tế, được phát triển bởi các nhà kinh tế học hậu Keynes (Kaldor, 1940; Kalecki, 1954; Goodwin, 1951 & 1967). Những chính sách của Việt Nam trong thời gian qua chính là quản lý tổng cầu nhằm hạn chế những tác động tiêu cực từ chu kỳ kinh tế.

***Lý thuyết chu kỳ kinh tế thực (giải thích về phía cung)*** cho rằng những dao động của chu kỳ kinh tế được giải thích bởi các cú sốc thực, được khởi xướng từ công trình của Kydland & Prescott (1982). Theo đó, các giai đoạn suy thoái hay mở rộng thể hiện phản ứng của nền kinh tế đối với các cú sốc ngoại sinh của môi trường kinh tế thực, nơi các cú sốc về công nghệ hay sự thay đổi về năng suất là tác nhân chủ yếu tạo nên sự thay đổi trong chu kỳ kinh tế, hay nói cách khác là giải thích về phía cung. Prescott (1986) cũng đã tính toán và sử dụng năng suất nhân tố tổng hợp (TFP) nhằm giải thích các cú sốc công nghệ ngoại sinh tác động lên chu kỳ kinh tế. Ứng dụng phân tích trường hợp Việt Nam, chúng tôi cũng tính toán số liệu tăng trưởng TFP cho Việt Nam và đánh giá khả năng giải thích của biến số này với tăng trưởng GDP. Chúng tôi tiếp tục tính toán tăng trưởng TFP Việt Nam năm 2012 (Hình 2.9), nối tiếp nghiên cứu của Phạm Sỹ An và các cộng sự (2012), đã công bố trong *Báo cáo Thường niên Kinh tế 2012*.

**Hình 2.9. Tốc độ tăng trưởng GDP và TFP (%), 1987-2012**

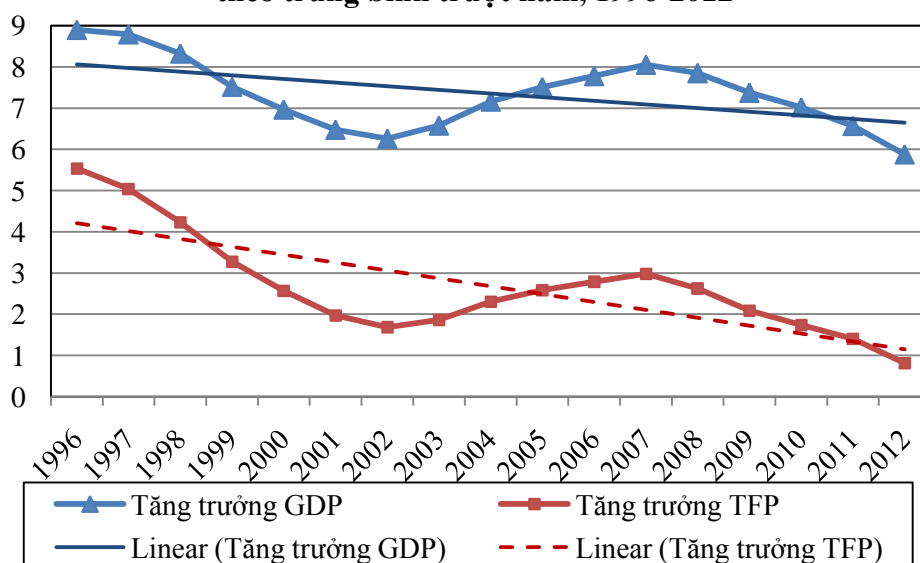


Nguồn: TCTK và tính toán của tác giả

Hình 2.9 cho thấy xu hướng tiếp tục suy giảm tăng trưởng TFP trong năm 2012. Điều này đúng với thực tiễn khi tăng trưởng GDP của Việt Nam năm 2012 (5,03%) tiếp tục giảm so với mức tăng trưởng năm 2011 (5,89%). Đáng chú ý là tăng trưởng TFP năm 2012 rất thấp. Điều này chứng tỏ trong năm 2012, Việt Nam không hề cải thiện được nhiều về năng suất chung của nền kinh tế, tăng trưởng GDP chủ yếu đến từ hai yếu tố đầu vào cơ bản là vốn và lao động.

Để nhìn rõ xu hướng của tăng trưởng TFP và tăng trưởng GDP, chúng tôi cũng thực hiện lấy trung bình trượt cho 5 năm gần nhất. Hai chuỗi tăng trưởng TFP và tăng trưởng GDP mới đã được làm trơn cùng xu hướng của chúng được thể hiện trong Hình 2.10. Kết quả tương tự như trong Báo cáo Thường niên Kinh tế 2012, cho thấy đà giảm của tăng trưởng TFP vẫn mạnh hơn so với tăng trưởng GDP. Hơn thế nữa, tăng trưởng TFP có vẻ như đang lặp lại một chu kỳ đi xuống giống như trong giai đoạn đầu những năm 2000. Nếu chu kỳ này lặp lại, nhiều khả năng tăng trưởng TFP sẽ còn suy giảm thêm một vài năm nữa, đe dọa triển vọng phục hồi năng suất trong trung hạn.

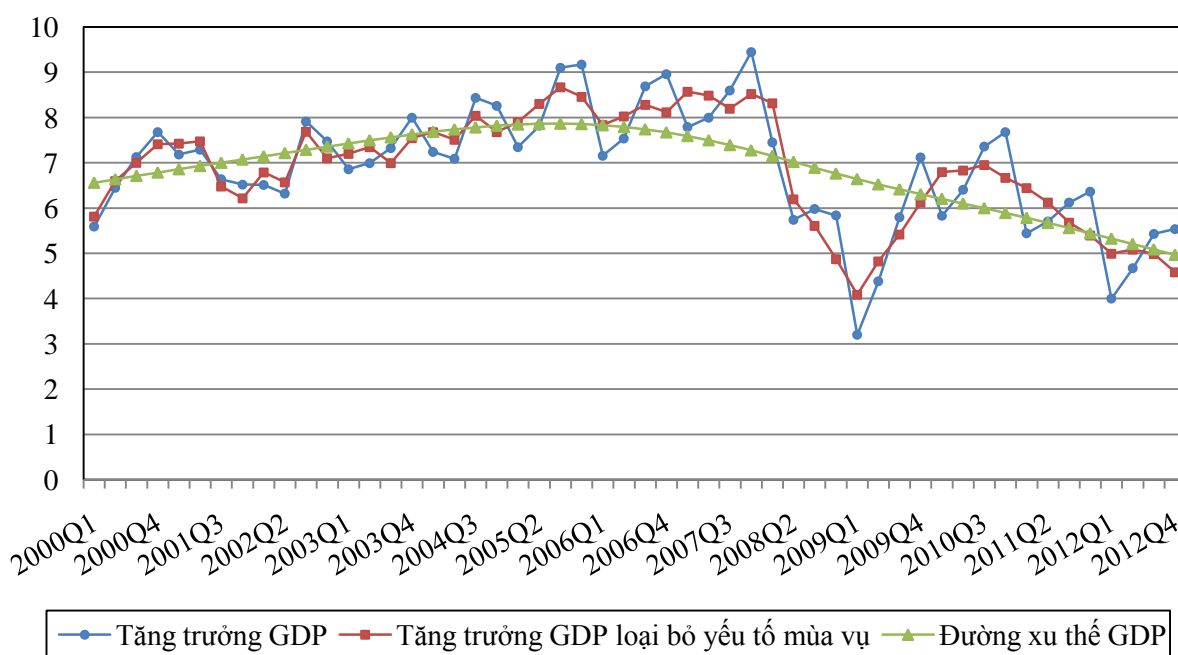
**Hình 2.10. Tốc độ tăng trưởng GDP và tăng trưởng TFP theo trung bình trượt năm, 1996-2012**



Nguồn: TCTK và tính toán của tác giả

Tiếp theo chúng tôi thực hiện phân tích động thái trong dài hạn của nền kinh tế bằng cách xem xét ba chuỗi số liệu trong Hình 2.11: tăng trưởng GDP, tăng trưởng GDP sau khi đã loại bỏ yếu tố mùa vụ và xu hướng tăng trưởng GDP trong dài hạn bằng phương pháp sử dụng bộ lọc Hodrick-Prescott (1997). Mặc dù tính đến thời điểm công bố nghiên cứu này, đã có số liệu về tăng trưởng GDP cho Quý I/2013, nhưng chúng tôi chỉ sử dụng số liệu đến hết Quý IV/2012. Lý do là số liệu cho Quý I/2013 được tính theo giá so sánh năm 2010, trong khi các số liệu trước đó vẫn tính theo giá so sánh năm 1994. Có thể thấy, nối tiếp xu hướng được nhìn nhận và đánh giá trong BCTN những năm trước, xu hướng tăng trưởng dài hạn của nền kinh tế tiếp tục suy giảm trong năm 2012 và chưa hề có dấu hiệu phục hồi. Như đã đề cập ở trên, tăng trưởng TFP suy giảm liên tục đặt ra yêu cầu phải cải thiện môi trường kinh doanh, nâng cao hiệu quả sử dụng vốn và các yếu tố từ phía cung, thay vì cố gắng đẩy thêm vốn vào nền kinh tế.

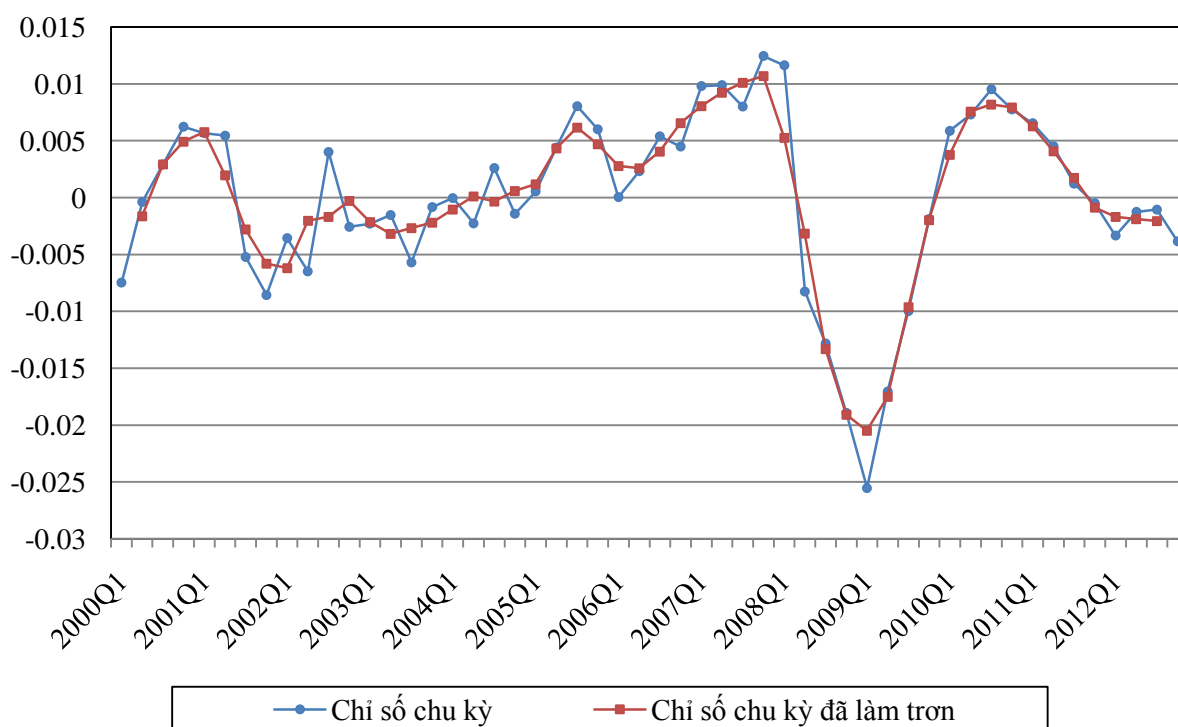
**Hình 2.11. Phân tích xu thế tăng trưởng kinh tế Việt Nam 2000-2012 (%)**



Nguồn: TCTK và tính toán của tác giả

Để nhìn rõ hơn chu kỳ ngắn hạn của nền kinh tế, chúng ta nhìn vào chỉ số chu kỳ được thể hiện trong Hình 2.12. Chỉ số chu kỳ đã làm trơn là trung bình trượt ba quý của chỉ số chu kỳ. Có thể thấy sau khi vượt qua đáy của cuộc khủng hoảng vào quý I/2009, nền kinh tế phục hồi trong năm 2010 nhờ dư âm của gói kích thích kinh tế của Chính phủ. Tuy nhiên, lạm phát tăng cao cùng chính sách tiền tệ thắt chặt đã khiến cho nền kinh tế một lần nữa suy giảm trong năm 2011. Trong *Báo cáo Thường niên Kinh tế 2012*, Phạm Sỹ An và các cộng sự đã dự báo rằng nền kinh tế sẽ phục hồi vào cuối năm 2012 và đầu năm 2013. Quan sát trong năm 2012, có thể thấy chỉ số chu kỳ thể hiện rằng nền kinh tế đã ở vào đáy của giai đoạn suy thoái bắt đầu từ cuối năm 2010 và trong năm 2011. Mặc dù có thấp hơn đáy của cuộc khủng hoảng vào Quý I/2009, tuy nhiên, chỉ số chu kỳ vẫn đang ở mức âm, cho thấy nền kinh tế vẫn đang tăng trưởng dưới mức tiềm năng. Chính vì vậy, xu hướng cho năm 2013 vẫn chưa thực sự rõ ràng, có thể nền kinh tế sẽ có chu kỳ đi lên và dần phục hồi, hoặc cũng có thể vẫn tiếp tục trì trệ, điều này phụ thuộc vào hiệu quả của những chính sách tái cơ cấu đã được đưa ra trong năm 2012.

**Hình 2.12. Phân tích chu kỳ kinh tế, 2000-2012**



Nguồn: TCTK và tính toán của tác giả

## Các cân đối vĩ mô

### Cán cân thanh toán

Cán cân thanh toán tổng thể năm 2012 dự báo đạt mức thặng dư khoảng 11,8 tỷ USD. Đây là mức thặng dư lớn nhất kể từ năm 2007 và thặng dư được ghi nhận ở cả cán cân vãng lai và cán cân vốn và tài chính. Trong khi cán cân vãng lai thặng dư nhờ kiều hối dồi dào và không còn nhập siêu, cán cân vốn và tài chính được hỗ trợ bởi lượng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài. Đồng thời, mục lỗi và sai sót (biểu hiện lượng ngoại tệ mua vào/bán ra của dân cư) giảm nhẹ so với năm 2011, đạt khoảng 5 tỷ USD. Sau 2 năm lâm vào trạng thái thâm hụt thì cán cân thanh toán tổng thể đã thặng dư trở lại kể từ năm 2011, giúp cải thiện dự trữ ngoại hối và tăng cường an ninh tài chính.

Cung USD dồi dào hỗ trợ những nỗ lực cải thiện dự trữ ngoại hối của NHNN. Dự trữ ngoại hối quốc gia tới cuối năm 2012 đạt khoảng hơn 25 tỷ USD, tương đương 12-13 tuần nhập khẩu. Lượng dự trữ này tiến gần ngưỡng an toàn tối thiểu do IMF đề nghị là 14-15 tuần nhập khẩu. Lượng ngoại hối mua vào dự trữ trong năm 2012 (vào khoảng 12 tỷ USD)

đã bù đắp lượng ngoại tệ bốc hơi trong 2 năm 2009-2010 khi nền kinh tế có thâm hụt cán cân thanh toán lớn.

### ***Cán cân ngân sách***

Tổng thu ngân sách năm 2012 ước đạt 743.190 tỷ đồng. Thu thuế sử dụng đất và nhà ở lên trên 45 nghìn tỷ đồng, vượt 22% dự toán. Thu ngân sách nội địa (không kể thu tiền sử dụng đất) thấp hơn đáng kể so với dự toán nhưng thu từ dầu mỏ vượt xa (61%) do giá dầu thô tăng. Tổng chi ngân sách đạt 905.790 tỷ đồng nên bội chi ngân sách 2012 đạt hơn 140,2 nghìn tỷ (kết chuyển nguồn thu từ 2011 sang 22.400 tỷ đồng), tương đương với mức dự toán cả năm là 4,8% GDP.

Tài trợ cho thâm hụt ngân sách là một thách thức đang lớn dần. Hai nguồn tài trợ chính cho thâm hụt là vay nợ nước ngoài (cả vay thương mại và viện trợ phát triển) và phát hành trái phiếu. Vay nước ngoài khó khăn hơn khi tín nhiệm nợ quốc gia bị đánh giá thấp hơn (trái phiếu rủi ro cao hơn). Trái phiếu dài hạn của Việt Nam đang nằm trong diện rất rủi ro. Trái phiếu bằng đồng nội tệ và ngoại tệ của Việt Nam bị hãng đánh giá Moody's hạ mức tín nhiệm 1 bậc xuống B2 vào tháng 9/2012. Fitch và Standard & Poor's giữ xếp hạng cho các khoản vay của Việt Nam lần lượt ở mức B+ và BB- đều với triển vọng ổn định. Khó khăn vay nước ngoài buộc Chính phủ tăng cường vay nợ trong nước. Phần lớn các TPCP đấu thầu thành công ở kỳ hạn ngắn (dưới 3 năm) nên tỷ trọng nợ ngắn hạn trong nợ công tăng lên đáng kể.

**Bảng 2.8. Xếp hạng tín nhiệm nợ quốc gia của một số tổ chức**

	Xếp hạng S&P	Triển vọng S&P	Xếp hạng Moody	Triển vọng Moody	Xếp hạng Fitch	Triển vọng Fitch
TPCP bằng nội tệ	BB-	Ổn định	B2	Ổn định	B+	Ổn định
TPCP bằng ngoại tệ	BB-	Ổn định	B2	Ổn định	B+	Ổn định

*Nguồn:* tác giả tự tổng hợp từ Roger, S et al. (2013) và Reuters (2012, 2013)

Nếu không điều chỉnh cơ cấu nguồn thu và giảm chi ngân sách thì trong năm tới Chính phủ sẽ tiếp tục phải trông chờ nguồn thu từ phát hành trái phiếu để tài trợ cho bội chi ngân sách. Một rào cản đối với phát hành thêm trái phiếu là chỉ tiêu nợ công đang tiến gần ngưỡng 60% GDP và nâng trần nợ công phải được Quốc hội phê chuẩn. Trong khi chi đầu tư đã giảm cả về tuyệt đối lẫn tỷ trọng trong chi ngân sách thì mục tiêu sắp tới sẽ là giảm

chi thường xuyên thông qua tinh gọn bộ máy hành chính, trọng tâm có thể ở cấp địa phương do tỷ trọng chi tại cấp này chiếm gần 3/4 tổng chi ngân sách.

## **Thị trường vốn và thị trường tiền tệ**

### ***Thị trường vốn***

Lãi suất chính sách của NHNN và lãi suất tín dụng liên tục được điều chỉnh giảm dần để hỗ trợ sự hồi phục của nền kinh tế. Trong năm 2012, NHNN đã 6 lần điều chỉnh lãi suất điều hành và 6 lần điều chỉnh trần lãi suất huy động với bước giảm 100 điểm cơ bản (1 điểm phần trăm) theo đà giảm của lạm phát. Cho tới cuối năm 2012, lãi suất cơ bản được giữ ở mức 9% (lần thay đổi gần nhất là cuối năm 2010). Lãi suất tái chiết khấu ở mức 7% và lãi suất tái cấp vốn ở mức 9% – đều giảm 6 điểm phần trăm so với thời điểm đầu năm.

Trần lãi suất cho các khoản huy động có kỳ hạn dưới 1 năm giảm còn 8%, cao hơn lạm phát theo năm hơn 1 điểm phần trăm. Áp lực giảm lãi suất huy động ở một số NHTM lớn tăng dần do dư thừa thanh khoản và tồn đọng vốn. Nhiều NHTM lớn đã tiên phong hạ lãi suất các kỳ hạn ngắn thấp hơn đáng kể so với mức trần.

Lãi suất cho vay tín dụng phi sản xuất phổ biến từ 15-18%/năm, tín dụng nông thôn hưởng mức lãi suất ưu đãi từ 10-13%/năm, ngoài diện ưu đãi từ 12-15%/năm. Tuy giảm đáng kể so với đầu năm song mặt bằng lãi suất tại Việt Nam là cao nhất trong số các thị trường mới nổi ở châu Á (phổ biến từ 0-4%). Lạm phát cao (18% năm 2011 và 7% năm 2012) và hệ số biên lãi suất ròng<sup>1</sup> của các ngân hàng khá cao (phổ biến từ 3-5%) là 2 nguyên nhân chính khiến mặt bằng lãi suất còn ở mức cao.

Tăng trưởng tín dụng cả năm đạt xấp xỉ 8,85%, kể cả trái phiếu doanh nghiệp. Đây là mức tăng tín dụng thấp nhất trong vòng 10 năm trở lại. Tình trạng tồn đọng vốn tại một số ngân hàng là kết quả của lãi suất tín dụng cao và phản ứng phòng thủ của các ngân hàng trước khối nợ xấu đang lớn dần. Tín dụng tăng thấp hơn nhiều so với mục tiêu chính sách 12-14% (sau đó được điều chỉnh còn 8-10%) cũng cho thấy kinh tế bị đình đốn, tổng cầu suy giảm, động lực kinh doanh bị xói mòn nghiêm trọng.

Mặt khác, tình trạng nợ xấu và vốn tồn đọng do sở hữu chéo không chỉ khiến cho vai trò trung gian tài chính của ngân hàng bị ảnh hưởng mà còn gia tăng rủi ro cho hệ thống tín dụng. Theo các ước lượng chính thức, quy mô nợ xấu vào khoảng 8,6-10% tổng dư nợ tín

---

<sup>1</sup>Hệ số biên lãi suất ròng (net interest margin): là tỷ lệ phần trăm chênh lệch giữa tỷ lệ lãi trả cho các khoản huy động trên lượng tài sản huy động với tỷ lệ lãi thu từ khoản cho vay trên giá trị khoản cho vay.

dụng của hệ thống ngân hàng, tương đương 260-295 nghìn tỷ đồng (khoảng 12,5-14,2 tỷ USD). Các khoản tín dụng đa phần được thế chấp bằng bất động sản, nên khi giá bất động sản giảm mạnh và nhiều khoản vay là nợ xấu, rủi ro mất vốn tăng lên khi các khoản nợ không được đảm bảo bằng giá trị tài sản phù hợp.

**Bảng 2.9. Tốc độ tăng (giảm) dư nợ tín dụng vào các ngành kinh tế so với cuối năm 2011, %**

	Tháng 4	Tháng 5	Tháng 6	Tháng 7	Tháng 8	Tháng 9	Tháng 10	Tháng 11	Tháng 12
Nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản	-0,33	1,60	1,32	2,68	6,43	17,1	17,39	16,76	18,84
Công nghiệp và xây dựng	4,00	4,33	6,03	4,72	5,49	4,05	3,22	4,83	7,81
- Công nghiệp	5,58	5,74	7,72	4,95	5,49	2,34	2,12	3,79	6,42
- Xây dựng	-1,25	-0,38	0,43	3,96	5,50	9,73	6,88	8,28	12,42
Hoạt động thương mại, vận tải và viễn thông	-3,02	-2,77	-2,84	-2,4	-1,29	-6,40	-5,53	-6,14	-4,98
- Thương mại	-1,44	-2,02	-1,9	-1,22	-0,17	-6,39	-5,39	-4,91	-2,06
- Vận tải và Viễn thông	-9,19	-5,69	-6,47	-6,98	-5,64	-6,44	-6,1	-10,93	-16,36
Các hoạt động dịch vụ khác	-4,35	-2,79	-0,73	-0,72	-0,97	4,75	8,42	13,70	22,09
<b>Tổng cộng</b>	<b>-0,38</b>	<b>0,38</b>	<b>1,51</b>	<b>1,24</b>	<b>2,11</b>	<b>2,52</b>	<b>3,38</b>	<b>5,10</b>	<b>8,85</b>

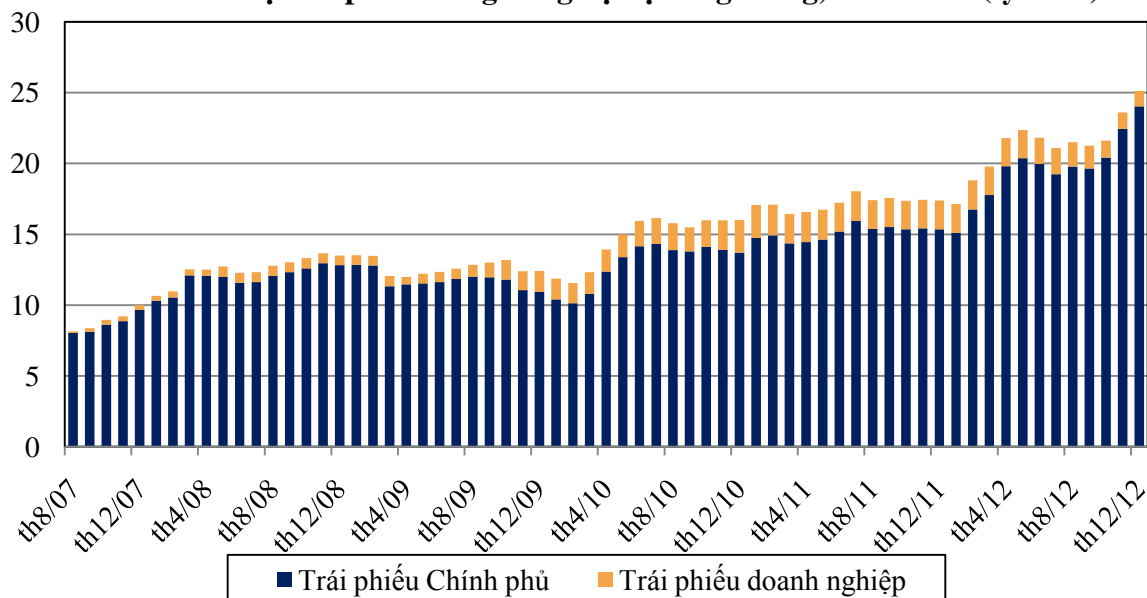
Nguồn: NHNN(2012b)

Một điểm đáng chú ý là tăng trưởng tín dụng có biên độ bất thường trong nửa cuối năm 2012. Từ mức tăng rất thấp, tốc độ tăng tín dụng ở nhiều ngành kinh tế tăng mạnh trong thời gian rất ngắn. Tín dụng cho nông nghiệp có mức tăng 16-18% trong suốt quý IV so với mức 1% trong suốt 6 tháng đầu năm. Các hoạt động dịch vụ khác cũng chứng kiến mức tăng đột phá trong quý IV và đạt 22% vào cuối năm. Trong khi đó, hoạt động vận tải và viễn thông ghi nhận mức giảm tới hơn 16%. Tăng trưởng tín dụng cho ngành công nghiệp và xây dựng không đi theo một quỹ đạo xác định được. Dường như bên ngoài phản ứng bất phá của các ngành kinh tế với lãi suất thấp và chính sách hỗ trợ sản xuất kinh doanh thi hành trong nửa cuối năm thì không loại trừ khả năng các nghiệp vụ đảo nợ đã được thực hiện nhiều hơn trong thời gian này, nhất là ở lĩnh vực công nghiệp và xây dựng.

Năm 2012 chứng kiến tín dụng cho khu vực công tăng vọt. Tới cuối 2012, dư nợ bằng nội tệ của TPCP tăng gấp rưỡi lên 24,04 tỷ USD, trong khi dư nợ trái phiếu doanh nghiệp giảm 50% so với cuối 2011, còn hơn 1,07 tỷ USD, chủ yếu do trái phiếu đáo hạn nhiều hơn lượng phát hành mới. Lượng trái phiếu ngoại tệ vào khoảng 2,73 tỷ USD, trong đó có 2,09 tỷ USD là TPCP. Khối lượng trái phiếu tăng nhanh cho thấy sức ép bù đắp thâm hụt ngân sách là rất cao và thâm hụt ngân sách thực tế có thể lớn hơn 4,8% GDP như công bố.



**Hình 2.13. Dự nợ trái phiếu bằng đồng nội tệ hàng tháng, 2007-2012 (tỷ USD)**



Nguồn: ADB Bonds Online (2013)

Năm 2012 là một năm sôi động trên thị trường TPCP sơ cấp và thứ cấp. Khối lượng TPCP phát hành tại các tổ chức là 167,59 nghìn tỷ đồng (khoảng 7,8 tỷ USD), tăng 60% so với năm 2011. Trong số này, trái phiếu kỳ hạn 2 năm và 3 năm chiếm 69,3%, kỳ hạn 5 năm chiếm 29%, còn lại là kỳ hạn 10 năm, cho thấy nhà đầu tư ưa trái phiếu kỳ hạn ngắn. Tỷ trọng này cũng hàm ý người mua trái phiếu chủ yếu là NHTM mà mục tiêu không ngoài giải phóng vốn và phân bổ lại danh mục đầu tư để giảm rủi ro. Do lực cầu trái phiếu lớn hơn lượng cung nên lãi suất TPCP đã giảm liên tục từ đầu năm. Lãi suất TPCP kỳ hạn 5 năm giảm từ 12% vào tháng 2 xuống còn 9% vào tháng 12. Giao dịch trên thị trường thứ cấp cũng sôi động, đặc biệt trong nửa cuối năm, với tổng giá trị giao dịch đạt 236,14 nghìn tỷ đồng, tăng 2,5 lần so với năm 2011.

Thị trường tín phiếu cũng sôi động với sự tham gia của KBNN và NHNN. Lượng tín phiếu do KBNN phát hành đạt 32,2 nghìn tỷ đồng, do NHNN phát hành đạt 173.841 tỷ đồng, với số dư tín phiếu NHNN cuối năm là 58,5 nghìn tỷ đồng. Lãi suất tín phiếu NHNN kỳ hạn 6 tháng giảm từ khoảng 8% vào đầu năm xuống còn 6,8% vào cuối năm.

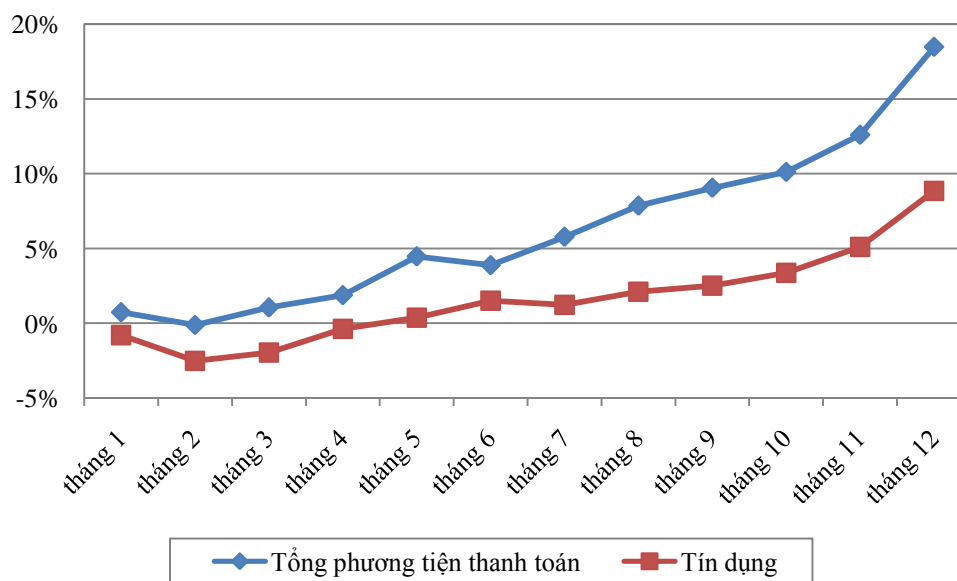
### **Thị trường tiền tệ**

Tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán (M2) năm 2012 đạt 18,46%<sup>1</sup>. Đây là mức tăng cung tiền cao hơn năm 2011 với 14,6%. Tăng trưởng M2 chủ yếu nhờ tăng tiền gửi, trong đó tăng tiền gửi dân cư có vai trò quyết định (tăng 34,1%). Tiền gửi vẫn tăng mạnh

<sup>1</sup>Số liệu này bao gồm các khoản phát hành giấy tờ có giá do các TCTD trong nước mua

trong các tháng cuối năm bất chấp lãi suất huy động đã giảm đáng kể (thấp hơn 5 điểm phần trăm so với đầu năm) cho thấy tiền gửi vẫn là kênh đầu tư hấp dẫn: tiền gửi bằng VND tăng mạnh (khoảng 29%) trong khi bằng USD thì giảm rõ rệt (khoảng -4,5%). Tác nhân lớn nhất là chênh lệch lãi suất giữa VND và USD. Rủi ro lớn trên thị trường tài sản và hiện tượng vượt trần huy động cũng thúc đẩy tăng trưởng tiền gửi cao.

**Hình 2.14. Tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán và tín dụng, cộng dồn hàng tháng so với cuối năm 2011 (%)**

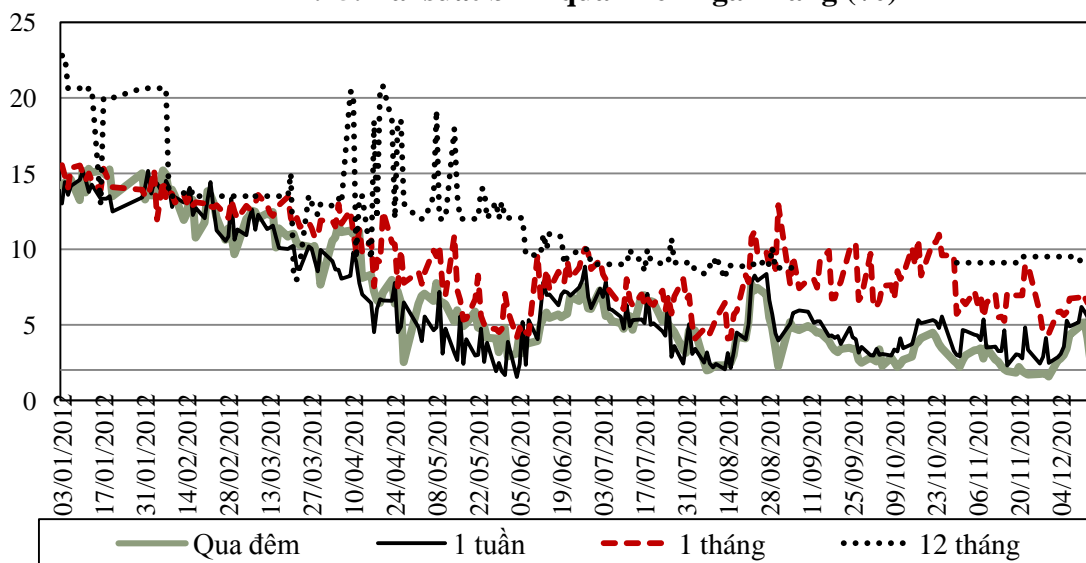


Nguồn: TCTK (2012a)

### Thị trường liên ngân hàng

Lãi suất liên ngân hàng, đặc biệt là lãi suất qua đêm và tuần, có xu hướng giảm liên tục từ đầu năm. Lãi suất kỳ hạn qua đêm giảm mạnh nhất từ 14,22%/năm từ đầu năm xuống còn trên dưới 2%/năm vào các tháng cuối năm; kỳ hạn 1 tuần giảm tương ứng từ 13% xuống còn 3%, căng thẳng thanh khoản không kéo dài.

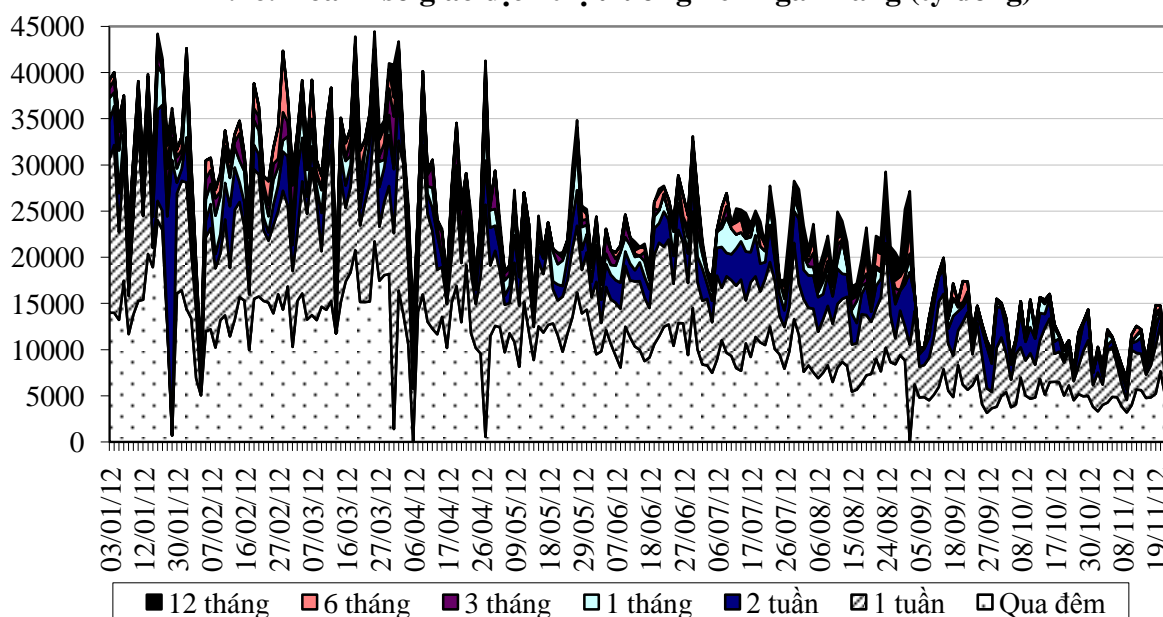
Hình 2.15. Lãi suất bình quân liên ngân hàng (%)



Nguồn: NHNN(2012c)

Doanh số giao dịch bình quân ngày của quý IV chỉ bằng 44% của quý I, 55% của quý II và 75% của quý III. Lãi suất và doanh số giao dịch đều giảm là hiện tượng khác biệt với các năm trước khi cuối năm luôn là thời điểm giao dịch diễn ra sôi động. Nguyên nhân chủ yếu là do nhiều NHTM không mở rộng được tín dụng, cả trên thị trường tín dụng và thị trường liên ngân hàng. Chịu ảnh hưởng từ biến cố ACB trong tháng 8 và quy định mới trong Thông tư 21 có hiệu lực từ tháng 9, nhiều ngân hàng nhỏ dần bị cách ly khỏi thị trường này nên phải xoay sang thị trường mở, dẫn tới sự sôi động trong nửa cuối năm.

Hình 2.16. Doanh số giao dịch thị trường liên ngân hàng (tỷ đồng)



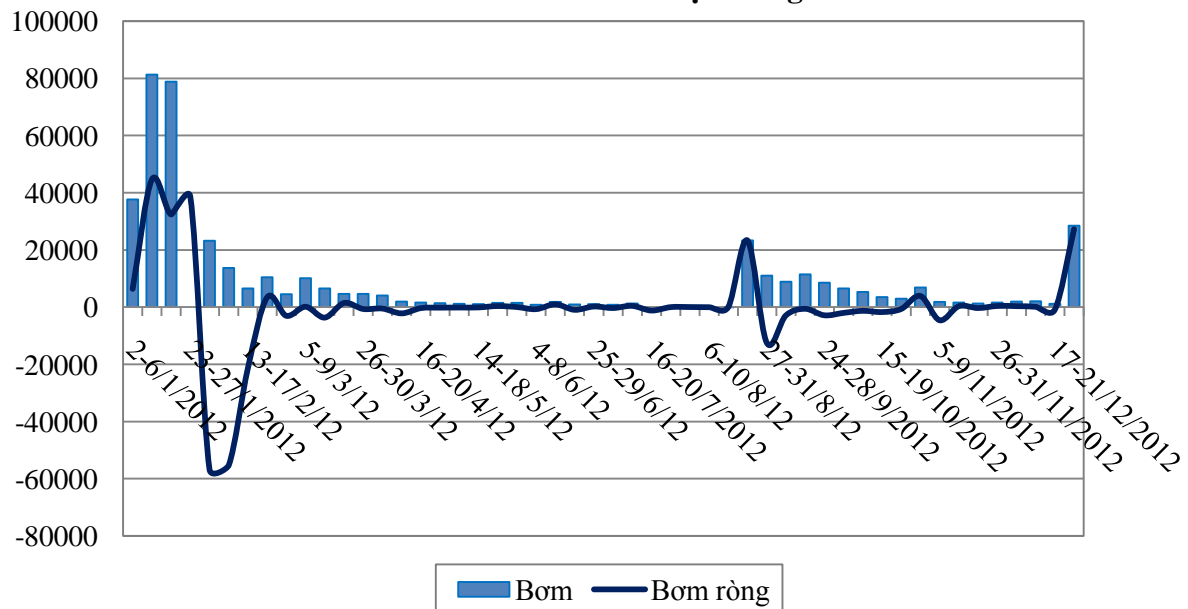
Nguồn: NHNN(2012c)

Không thể vay trên thị trường liên ngân hàng đã làm gia tăng áp lực phá trần lãi suất tiền gửi và chạy đua lãi suất lên các ngân hàng nhỏ, đồng thời buộc các ngân hàng thừa vốn phải mua trái phiếu, tín phiếu với lãi suất thấp hơn mặt bằng lạm phát. Điều này có thể làm xói mòn sức mạnh tài chính của cả hệ thống ngân hàng thương mại.

### Hoạt động thị trường mở

Giao dịch tương đối ảm đạm từ suốt tháng 3 đến trung tuần tháng 8, thị trường mở chứng kiến lưu lượng giao dịch tăng đột biến. Thị trường tài chính trong nước trở nên đầy rẫy bất ổn và nghi ngờ kể từ sau khi các vi phạm các quy định về an toàn ngân hàng và tài chính tại Ngân hàng Á Châu (ACB) được phát hiện. Sau biến cố này, giao dịch liên ngân hàng giảm mạnh. Khó khăn về giao dịch liên ngân hàng do quy định mới trong Thông tư 21 kéo các ngân hàng nhỏ sang thị trường mở.

**Hình 2.17. Diễn biến trên thị trường mở**



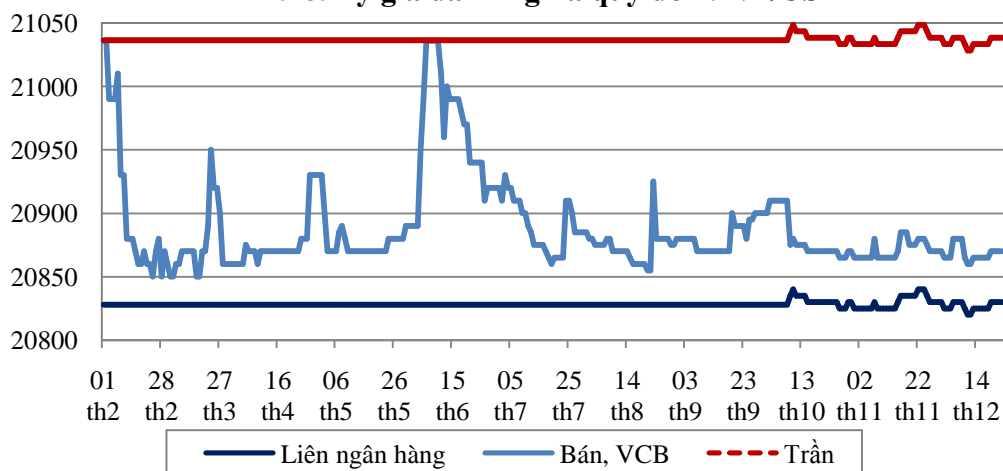
Nguồn: Chứng khoán Bảo Việt (2012)

Thị trường mở hoạt động linh hoạt trong năm 2012 đã hỗ trợ thị trường liên ngân hàng trong việc cân đối thanh khoản hệ thống: Vốn được hút ròng từ các ngân hàng lớn và bơm trở lại cho các ngân hàng nhỏ thông qua các nghiệp vụ thị trường. Hệ thống ngân hàng ghi nhận sự nhảy vọt về giao dịch qua hợp đồng mua lại (repo) và mua đứt (outright). Khối lượng mua đứt tăng 73,1%, trong khi khối lượng mua lại tăng tới 21 lần (VCBS, 2012) mà chủ yếu do sự tăng vọt về khối lượng phát hành trên thị trường sơ cấp (có 173.841 tỷ đồng tín phiếu NHNN được phát hành trong năm 2012) nhằm điều tiết thanh khoản và trung hoà tiền đồng.

## Tỷ giá hối đoái

Năm 2012 được coi là năm ổn định khá vững chắc của tỷ giá hối đoái. Thặng dư cán cân thanh toán tương đối lớn có khuynh hướng làm tăng giá trị đồng nội tệ. Ngoài ra, lãi suất huy động bằng USD rất thấp so với VND và kỳ vọng mất giá không lớn nên diễn ra làn sóng chuyển đổi tiền gửi ngoại tệ sang nội tệ<sup>1</sup> và các ngân hàng thương mại duy trì trạng thái âm ngoại tệ tối đa (20% vốn điều lệ) tăng thêm áp lực kéo tỷ giá xuống. Tuy nhiên, biện pháp thu mua USD trên thị trường kết hợp chặt chẽ với hoạt động trung hoà đã giữ cho tỷ giá ổn định một cách chủ động. Kết quả là dự trữ ngoại hối vào cuối năm đã tăng gấp đôi so với đầu năm mà không tạo ra áp lực nào trên thị trường ngoại hối hay lạm phát. Tuy nhiên, cần lưu ý thêm rằng duy trì ổn định tỷ giá và tăng nhanh dự trữ ngoại hối đã được trợ giúp bằng việc duy trì lãi suất tiền gửi VND cao, đi liền với sức ép hành chính hạ lãi suất tiền gửi USD, nhằm tạo ra một khoảng chênh lệch lãi suất lớn giữa hai đồng tiền, giúp VND trở nên hấp dẫn tương đối so với USD.

**Hình 2.18. Tỷ giá danh nghĩa quy đổi VND/USD**



Nguồn: NHNN(2012a), Vietcombank (2012)

Việc đặt mục tiêu ưu tiên ổn định tỷ giá danh nghĩa có thể làm mờ đi vấn đề liên quan đến giá trị thực của đồng Việt Nam. Trên thực tế, theo một số tính toán, tỷ giá hối đoái thực song phương (USD-VND) đã giảm khoảng 23% trong giai đoạn từ đầu năm 2005 đến cuối năm 2012. Tuy nhiên, điều an ủi là tỷ giá hối đoái thực đa phương (rổ tiền tệ gồm 19 đồng tiền) chỉ giảm 3% trong giai đoạn này.

Sự chủ động trong hoạt động trung hoà tiền đồng có thể nhận thấy ở lượng tín phiếu phát hành và các hoạt động thị trường mở. Tới cuối năm, 93.458 tỷ đồng được hút rỗng

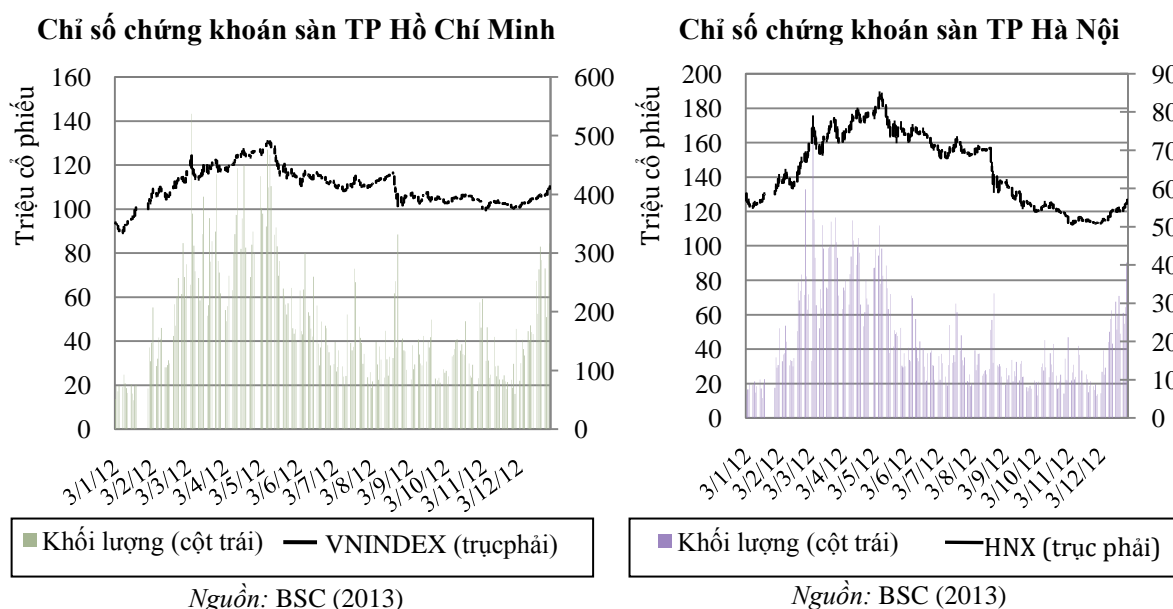
<sup>1</sup>Còn được gọi là kinh doanh chênh lệch lãi suất hay carry trade, dựa trên vay hoặc mua các công cụ tài chính với lãi suất thấp, sau đó dùng nó để mua các công cụ tài chính có lãi suất cao hơn

khỏi hệ thống ngân hàng thương mại (VCBS, 2012), trong đó có 58,5 nghìn tỷ đồng ở dạng tín phiếu chưa đáo hạn, còn lại là các giấy tờ có giá (GTCC) trên thị trường mở. Lãi phải trả cho lượng GTCC phát hành và đáo hạn trong năm 2012 là 4.706 tỷ đồng (tính toán theo số liệu của Reuters), tuy nhiên đây chưa phải là toàn bộ chi phí để ổn định tỷ giá do chưa tính tới các chi phí kế toán, chi phí cơ hội, và chi phí do ngoại ứng khác.

## Các thị trường tài sản

### Thị trường chứng khoán

Chỉ số chứng khoán trên sàn thành phố Hồ Chí Minh (VN-index) tăng mạnh (140 điểm, tương đương 40%) trong 5 tháng đầu năm từ mức rất thấp cuối năm 2011. Trong những tháng đầu năm này, thị trường dường như đã rất lạc quan về triển vọng kinh tế trong niềm mong đợi can thiệp từ phía Chính phủ nhằm xử lý các vấn đề mấu chốt và ổn định vĩ mô. Nửa năm trôi qua, kỳ vọng yếu dần, bất ổn leo thang, nợ xấu và hàng tồn kho không có dấu hiệu được kiểm soát. Các yếu tố tiêu cực đó đẩy thị trường giảm sâu trong các tháng còn lại. Tình trạng cạn kiệt thanh khoản kéo dài trong suốt quý III và chỉ cải thiện vào cuối quý IV khi có thông tin hỗ trợ tín dụng cho bất động sản và giảm nhiều loại thuế hỗ trợ sản xuất kinh doanh, khiến cho chỉ số quay đầu tăng hơn 40 điểm (tương đương 10%) trước khi đóng cửa vào cuối năm.



Tính chung cả năm 2012, chỉ số chứng khoán vẫn tăng gần 20% so với năm 2011 và là một trong số 24 thị trường chứng khoán có mức tăng khá cao trong bối cảnh thị trường chứng khoán toàn cầu âm ảm. VN-index đến cuối tháng 12 đạt 417,73, cao hơn 18,82% so

với cuối năm 2011. Chỉ số sản Hà Nội có mức tăng chậm hơn khi tuần cuối năm 2012 đạt 57,09, thấp hơn chút ít so với tuần cuối năm 2011.

Triển vọng thị trường chứng khoán phụ thuộc rất lớn vào triển vọng phục hồi kinh tế. Trong bối cảnh nền kinh tế đang đứng trước những thách thức nghiêm trọng như nợ xấu tăng nhanh, thị trường bất động sản đóng băng, doanh nghiệp phá sản ngày càng nhiều, các chương trình tái cơ cấu nền kinh tế đậm chất tại chỗ thì triển vọng thị trường chứng khoán chưa có nhiều cơ hội để tăng trưởng bền vững.

### ***Thị trường vàng***

Giá vàng Việt Nam năm 2012 bị chi phối bởi nhu cầu mua vàng đóng trạng thái của một số NHTM theo quy định của NHNN. Giá vàng tăng nhanh trong tháng 9, 10 và có xu hướng giảm nhẹ trong tháng 11, 12 khi thời hạn cuối cùng để tất toán vàng dời sang cuối tháng 6 năm 2013. Kết thúc năm 2012, giá vàng SJC ở mức 46,3 triệu đồng/lượng, tăng 2,7 triệu đồng/lượng so với đầu năm. Mức giá này thấp hơn 1,9 triệu so với mức đỉnh lập vào tháng 10.

Chênh lệch giữa giá vàng trong nước và quốc tế tăng lên xấp xỉ 5 triệu đồng/lượng vào cuối tháng 12. Vàng thế giới chịu áp lực giảm giá khi phải đối mặt với USD mạnh hơn và áp lực bán tháo từ nhiều quỹ đầu tư. Giá vàng tiếp tục giảm sâu xuống mức thấp nhất trong vòng 4 tháng sau khi Mỹ thông báo có gói gói nợ định lượng mới. Tuy nhiên, giá vàng trong nước giảm chậm hơn giá thế giới do nhu cầu đối với kim loại quý này vẫn cao trong khi NHNN chưa bộc lộ rõ động thái tăng nguồn cung hoặc cấp thêm hạn ngạch cho việc đập lại nhân vàng SJC, hiện đã được quy định là nhân vàng chính thức duy nhất tại Việt Nam.

### ***Thị trường bất động sản***

Bất động sản tiếp tục chứng kiến sự sụt giảm đáng kể ở tất cả các phân khúc thị trường. Nguyên nhân chủ yếu của tình trạng này là nguồn cung dư thừa, trong khi lượng cầu yếu, cơ cấu sản phẩm bất hợp lý và thủ tục mua bán thiếu minh bạch. Thị trường bất động sản có liên quan trực tiếp tới thanh khoản và nợ xấu của khu vực ngân hàng và vì vậy, đây sẽ là khu vực thị trường khó có khả năng phục hồi nếu chương trình tái cơ cấu ngân hàng và xử lý nợ xấu bị chậm trễ như hiện nay.

## CHÍNH SÁCH KINH TẾ VĨ MÔ

Để ứng phó với lạm phát cao và tăng trưởng suy giảm trong năm 2011, các quyết sách quan trọng của Quốc hội và Chính phủ đã tập trung vào hạ nhiệt nền kinh tế, ổn định vĩ mô trong nửa đầu 2012 và chuyển sang vực dậy nền kinh tế đình đốn vào nửa cuối năm.

*Nghị quyết số 01/NQ-CP ngày 03/01/2012* của Chính phủ về các giải pháp thực hiện kế hoạch phát triển kinh tế-xã hội và dự toán ngân sách nhà nước năm 2012 ưu tiên hai mục tiêu chính là “kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô” và “thực hiện các nhiệm vụ trọng tâm tái cơ cấu nền kinh tế, đổi mới mô hình tăng trưởng theo hướng nâng cao hiệu quả, khả năng cạnh tranh” theo tinh thần của Hội nghị lần thứ 3 Ban Chấp hành Trung ương Đảng khóa XI. Lạm phát hạ nhiệt nhanh và có dấu hiệu giảm phát do tổng cầu thu hẹp, các biến số vĩ mô đã dần đi vào quỹ đạo ổn định nhưng sản xuất đình đốn lan rộng trong nền kinh tế, tốc độ tăng trưởng giảm dần và số doanh nghiệp phá sản rất lớn. Có thể thấy, sau một thời gian thi hành chính sách bình ổn vĩ mô, sự đánh đổi là không nhỏ. Động lực kinh tế mất đi sẽ khó lấy lại, cho dù có được hỗ trợ tích cực từ phía chính sách.

Đối với mục tiêu thứ hai, lần lượt các đề án tái cơ cấu được thông qua gồm tái cơ cấu thị trường tài chính-ngân hàng (*Quyết định số 254/QĐ-TTg* ngày 01/3/2012), tái cơ cấu DNNN (*Quyết định số 929/QĐ-TTg* ngày 17/7/2012). Các động thái tái cơ cấu đã xuất hiện manh nha trong nền kinh tế, đơn cử là việc mua lại và hợp nhất một số ngân hàng yếu kém<sup>1</sup>. Do chưa có khung quy định rõ ràng về cách thức can thiệp của cơ quan có thẩm quyền vào các TCTD yếu kém, mất an toàn, nên các quyết định đưa ra chưa có tính khuôn mẫu. Cùng với đó là sự dàn xếp nợ quá hạn giữa ngân hàng và DN theo *Quyết định 780/QĐ-NHNN*.

Trong khi đó, khối DNNN không chứng kiến sự thay đổi căn bản nào. Tiến độ tái cấu trúc DNNN chậm và gặp nhiều vướng mắc do sự thiếu dứt khoát khi phân định vai trò của Nhà nước tại các doanh nghiệp và lĩnh vực then chốt. Khó khăn trên thị trường vốn (phương án cổ phần hoá) và thị trường mua bán nợ (phương án bán tài sản) không tạo nhiều động lực chào bán cổ phiếu. Mục tiêu bảo toàn vốn Nhà nước tại các DNNN đang là rào cản tư duy khiến cổ phần hoá lâm vào bế tắc. Tái đầu tư công chưa có thêm văn bản định hướng nào sau *Chỉ thị 1729/CT-TTg/2011.Nghị định 99/2012/NĐ-CP* về phân công

---

<sup>1</sup>Sacombank tiếp tục tái cơ cấu sau khi sát nhập cùng NH Đệ Nhất và Tín Nghĩa từ cuối 2011; Habubank sát nhập vào NH Sài Gòn-Hà Nội (SHB); đề xuất hợp nhất NH Phương Tây và Tài chính Dầu khí (PVFC) chờ thông qua; NH Tiên Phong tự cơ cấu với sự tham gia của tập đoàn DOJ; Nam Việt (Navibank), Đại Tín (TrustBank), Dầu khí Toàn cầu (GPBank) đang chờ phê duyệt



phân cấp thực hiện các quyền, trách nhiệm, nghĩa vụ của chủ sở hữu nhà nước đối với DNNN và vốn Nhà nước đầu tư vào DN được thông qua vào cuối năm 2012 và có hiệu lực từ năm 2013 được cho là bước chuẩn bị cần thiết cho việc tái cấu trúc đầu tư công và DNNN. Văn bản quan trọng nhất là Đề án tái cấu trúc nền kinh tế được Chính phủ trình Quốc hội vào tháng 5/2012 chưa nhận được đồng thuận đa số. Đề án xử lý nợ xấu cũng chưa được thông qua trong năm 2012 và tồn tại nhiều hoài nghi về tính hiệu quả của công ty quản lý tài sản nếu được thành lập. Tụ trung lại, sự thiếu thôn và không đồng bộ về mặt chính sách và cơ chế đang cản trở tiến độ tái cấu trúc.

Đối phó với tình trạng suy giảm kinh tế, sức mua không cải thiện, Chính phủ đã thông qua *Nghị quyết số 13/NQ-CP ngày 10/5/2012* (Nghị quyết 13) về một số giải pháp tháo gỡ khó khăn cho sản xuất – kinh doanh. Nghị quyết 13 phản ánh một sự chuyển ngoặt trong định hướng điều hành: từ chính sách thắt chặt để ổn định vĩ mô sang hỗ trợ tăng trưởng, ngăn chặn đình đốn. Các giải pháp tài khoá được đưa ra với giá trị dự kiến là 29.000 tỷ đồng, bao gồm: gia hạn thời hạn nộp thuế GTGT, giảm tiền thuê đất, gia hạn thời hạn nộp thuế thu nhập doanh nghiệp; đẩy nhanh việc thực hiện, giải ngân vốn đầu tư các dự án chương trình; tăng cường mua sắm; báo cáo Quốc hội xem xét, quyết định giảm, miễn một số loại thuế. Ngoài ra, chính sách tiền tệ sẽ tiếp tục được điều hành theo hướng giảm mặt bằng lãi suất, tạo điều kiện thuận lợi cho DN vay vốn, sử dụng linh hoạt các công cụ, và cơ cấu lại các khoản nợ (bằng lùi thời hạn, giảm lãi suất, cho vay mới trả nợ cũ) đồng thời yêu cầu đẩy nhanh tiến độ tái cấu trúc các NHTM, xử lý các NH yếu kém.

Về các **giải pháp tài khoá**, Bộ Tài chính đã ban hành *Thông tư số 83/2012/TT-BTC ngày 23/5/2012* hướng dẫn việc miễn, giảm, gia hạn một số khoản thu NSNN đối với một số loại hình DN và lĩnh vực sản xuất – kinh doanh. Ngoài ra, Quốc hội đã thông qua *Nghị quyết số 29/2012/QH13* về một số chính sách thuế nhằm tháo gỡ khó khăn cho tổ chức và cá nhân (sau đó được hướng dẫn trong *Nghị định 60/2012/NĐ-CP* của Chính phủ), nối tiếp những hỗ trợ trong *Nghị quyết số 08/2011/QH13*. Kết quả trong năm 2012 đã miễn, giảm và gia hạn thời hạn nộp khoảng 13.300 tỷ đồng tiền thuế và thu ngân sách, trong đó 4.100 tỷ đồng là được miễn giảm (chiếm 30,8%), còn lại gần 70% là được hoãn sang năm 2013.

Như vậy, phần lớn lượng thuế được gia hạn nộp, không phải miễn hẳn, có nghĩa là các DN “vay” tạm từ ngân sách và phải hoàn nộp trong năm 2013. Điều này cho thấy chính sách hỗ trợ còn do dự trong bối cảnh nguồn thu bị thu hẹp. Hơn nữa, hoãn thuế không có nhiều tác dụng khuyến khích với DN khi rất nhiều DN không có nguồn thu để nộp thuế (số miễn giảm và hoãn chỉ bằng gần 50% số dự kiến). Giải quyết đầu ra cho sản phẩm, thu hồi

và quay vòng vốn, tiếp cận tín dụng, phục hồi sản xuất, mới là các thách thức lớn nhất với doanh nghiệp.

**Bảng 2.10. Thuế miễn giảm và gia hạn nộp năm 2012**

Khoản mục	Giá trị (tỷ đồng)
Miễn	1.627,4
- Thuế TNDN	80,7
- Thuế TNCN	1.534
- Thuế môn bài	12,7
Giảm	2.473,2
- Thuế TNDN	1709
- Thuế TNCN	2.34,2
- Thuế đất	530
Gia hạn	9.189
- Thuế GTGT	5.021
- Tiền sử dụng đất	4.177
<b>Tổng</b>	<b>13.289,6</b>

*Nguồn: Bộ Tài chính(2013)*

**Chính sách tiền tệ** năm 2012 đã bám sát yêu cầu đặt ra trong Nghị quyết 13 nhằm hỗ trợ hoạt động sản xuất kinh doanh. Các hành động nổi bật trong năm 2012 của NHNN về điều hành tiền tệ là các quyết định giảm lãi suất điều hành và chấn chỉnh một loạt các thị trường chủ chốt gồm thị trường liên ngân hàng, thị trường vàng và thị trường ngoại hối.

Đáng chú ý là các biện pháp giảm lãi suất thi hành dồn dập trong nửa đầu năm, cho thấy cơ quan quản lý đã bám sát đà giảm của lạm phát để hạ lãi suất điều hành. Nửa cuối năm không gian chính sách không còn nhiều vì lạm phát đi ngang. Cuối năm 2012, NHNN điều chỉnh một lần nữa với bước điều chỉnh là 1 điểm phần trăm như làm với 5 lần trước đó.

Ngoài ra, NHNN ban hành *Thông tư 19/2012/TT-NHNN* ngày 8/6/2012 cho phép các NHTM tự quyết định lãi suất huy động kỳ hạn dài (từ 12 tháng trở lên). Đây là một quyết định phù hợp cho phép các NHTM tự cân đối cơ cấu tiền gửi theo kỳ hạn của mình. Hạ lãi suất của các khoản huy động kỳ hạn ngắn và bỏ trần lãi suất kỳ hạn dài khuyến khích người gửi tiền chuyển sang các kỳ hạn dài hơn, hạn chế rủi ro do chênh lệch kỳ hạn. Việc NHNN bỏ trần lãi suất huy động (đang được xem xét) sẽ là một bước tiến dài nhằm tự do hoá thị trường tài chính, tiến tới thay thế công cụ hành chính bằng các công cụ kỹ thuật. Trên thực tế, trần lãi suất không có nhiều ý nghĩa khi hiện tượng lách trần lãi suất dưới nhiều hình thức vẫn ngầm diễn ra.

**Bảng 2.11. Biến động các lãi suất điều hành trong năm 2012**

Ngày áp dụng	Lãi suất cơ bản	Trần lãi suất huy động	Lãi suất tái chiết khấu	Lãi suất tái cấp vốn
Cuối 2011	9	14	13	15
13/3/2012	9	13	12	14
11/4/2012	9	12	11	13
28/5/2012	9	11	10	12
11/6/2012	9	9	9	11
1/7/2012	9	9	8	10
24/12/2012	9	8	7	9

Nguồn: NHNN (2012d)

Không chỉ kiểm soát đầu vào, NHNN còn kiểm soát đầu ra thông qua một loạt văn bản chỉ đạo. *Chỉ thị 01/CT-NHNN* và *Công văn 674/NHNN-CSTT* về tổ chức thực hiện chính sách tiền tệ năm 2012 quy định tỷ trọng dư nợ cho vay đối với các lĩnh vực không khuyến khích so với tổng dư nợ cho vay trong suốt cả năm 2012 tối đa là 16%; kiểm soát tốc độ tăng tổng phương tiện thanh toán khoảng 14-16% và tín dụng khoảng 15-17%; giao chỉ tiêu tốc độ tăng trưởng tín dụng đối với 4 nhóm tổ chức tín dụng tùy vào mức độ lành mạnh, lần lượt từ độ lành mạnh cao nhất đến thấp nhất là 17%, 15%, 8% và 0%.

Việc khoanh vùng theo nhóm đối tượng để quản lý theo tình hình tài chính giúp giải quyết nhiều bất cân đối mà các NHTM đã vấp phải trong những năm trước, bao gồm tăng trưởng tín dụng nhanh hơn tăng trưởng tiền gửi, tỷ lệ nợ xấu cao, chất lượng khoản vay và tài sản đảm bảo thấp, áp lực huy động vốn đối ứng. Hạn mức mới cũng thúc đẩy một mục tiêu quan trọng của NHNN trong năm 2012 là tái cơ cấu bằng cách buộc các NH yếu hơn phải hợp nhất với các NH khác hoặc tăng vốn. Tuy nhiên, do không đi kèm các cơ sở, chỉ tiêu để phân loại, kết quả phân loại TCTD chưa bộc lộ tình trạng thực sự của hệ thống NH<sup>1</sup>. Sau 6 tháng thực hiện, có 10 TCTD được điều chỉnh hạn mức (cá biệt có TCTD lên 25-27%); tuy nhiên, được gia tăng hạn mức có thể không đồng nghĩa với sự cải thiện về độ lành mạnh tài chính.

Cuối năm 2011, mức lãi suất cao bất thường trên thị trường liên NH đã khởi phát cuộc đua lãi suất giữa các TCTD. Sang năm 2012, thị trường này được điều chỉnh bằng quy định mới trong *Thông tư số 21/2012/TT-NHNN*. Thông tư 21 đặt ra tiêu chuẩn giao dịch liên NH với bên đi vay (phải không có các khoản nợ quá hạn đối với các giao dịch liên NH từ 10 ngày trở lên tại thời điểm thực hiện giao dịch) và cảnh báo bên cho vay phải cẩn trọng hơn

<sup>1</sup>NH được xếp nhóm 1 được cho là nhóm G12 gồm 12 ngân hàng lớn (xét về tổng tài sản, huy động và dư nợ tín dụng, có thị phần áp đảo); nhóm 2 và 3 có độ an toàn thấp dần, còn các NH nhóm cuối được cho là yếu kém về chất lượng tín dụng và mất thanh khoản. Thông tin về phân loại được chính các ngân hàng công khai qua mạng nhằm khẳng định độ lành mạnh của mình. Xem thêm Nguyễn Hồng Sơn và cộng sự, 2012.

(mỗi giao dịch cần phải lập thành hợp đồng và thực hiện trích lập dự phòng rủi ro). Giao dịch trên thị trường liên NH sau đó được ghi nhận kém sôi động hơn, với khối lượng giảm rõ rệt, mà nguyên nhân là do các NH chưa thống nhất hợp đồng khung dành cho hoạt động tín dụng liên NH, vốn trước đây vẫn thường được thực hiện qua tín chấp. Chức năng hỗ trợ thanh khoản tạm thời của thị trường càng thêm tê liệt khi trước đó các NH thuộc nhóm mất an toàn tài chính đã bị hạn chế giao dịch sau biến cố ACB. Thị trường trật tự hơn, song yếu tố niềm tin–yếu tố chủ đạo trên thị trường liên NH – đã lung lay cao độ.

Một điểm mới trong điều hành tiền tệ năm 2012 là một loạt các biện pháp cứng rắn được áp đặt lên thị trường vàng và thị trường ngoại hối (chủ yếu là USD) với mục đích ngăn chặn quyết liệt tình trạng “đô la hoá” và “vàng hoá” trong các giao dịch tiền tệ. Đóng vai trò then chốt trong thị trường vàng là *Nghị định số 24/2012/NĐ-CP* của Chính phủ (Nghị định 24, ban hành ngày 3/4/2012) về quản lý hoạt động kinh doanh vàng. Đối với thị trường ngoại hối, *Thông tư số 14/2011/TT-NHNN* (Thông tư 14, ban hành ngày 1/6/2011) đã yêu cầu áp trần lãi suất huy động bằng đồng đô-la Mỹ.

Nghị định 24 siết chặt sản xuất và kinh doanh vàng miếng khi trao quyền quản lý thị trường, quyền xuất nhập khẩu vàng nguyên liệu, và quyền sản xuất vàng miếng về Nhà nước, mà đại diện là NHNN; còn hoạt động mua bán, kinh doanh vàng miếng, và sản xuất vàng trang sức, mỹ nghệ là hoạt động kinh doanh có điều kiện. Ngày 27/4/2012, NHNN ban hành *Thông tư số 12/2012/TT-NHNN* chấm dứt hoạt động huy động và cho vay bằng vàng miếng, đổi vàng miếng thành tiền của các TCTD với chứng chỉ vàng đão hạn không muộn hơn ngày 25/11/2012 (sau đó được gia hạn sang ngày 30/06/2013). Để thực hiện quyền sản xuất vàng miếng, ngày 23/8/2012, NHNN ban hành *Quyết định 1623/QĐ-NHNN* giao Công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên Vàng bạc đá quý Sài Gòn – SJC gia công vàng miếng với khối lượng, hạn mức, thời điểm sản xuất, và nguồn vàng nguyên liệu do NHNN quyết định vào từng thời điểm.

Như vậy, sau 3 năm kể từ văn bản đầu tiên<sup>1</sup>, NHNN đã hoàn thành xong bước đầu tiên trong lộ trình 3 bước nhằm chống vàng hoá<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup>Văn bản số 369/TB-VPCP ngày 30/12/2009 về việc đóng cửa các sàn giao dịch vàng trong nước. Các văn bản tiếp theo là Thông tư số 10/2010/TT-NHNN về dừng hoạt động kinh doanh vàng tài khoản ở nước ngoài kể từ 30/6/2010, Thông tư 11/2011/TT-NHNN ngày 29/4/2011 về chấm dứt hoạt động và cho vay vốn bằng vàng của TCTD, Nghị định số 95/NĐ-CP ngày 20/10/2011 quy định xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực tiền tệ và hoạt động ngân hàng.

<sup>2</sup>Theo phát biểu của Thống đốc NHNN Nguyễn Văn Bình trước Quốc hội trong kỳ họp thứ 4 QH XIII, lộ trình 3 bước chống vàng hoá bao gồm: (i) xây dựng công cụ pháp lý; (ii) chấm dứt hoạt động huy động, cho vay vàng trong hệ thống tín dụng; (iii) chuyển sang quan hệ mua bán vàng. (Anh Quân, 2012).

Việc chấm dứt huy động và cho vay vàng là quan điểm hợp lý vì nó chấm dứt vai trò của vàng dưới dạng tiền tệ, đưa vàng trở lại đúng nghĩa một tài sản (trong khi vẫn công nhận quyền sở hữu vàng miếng và vàng vật chất). Một quốc gia muốn thiết lập kỷ luật trên thị trường tài chính phải lưu hành một loại tiền duy nhất là đồng bản tệ; nếu không, việc quản lý và điều tiết lượng tiền và tín dụng trong nền kinh tế sẽ kém hiệu quả, đồng thời thách thức tính độc lập và hiệu quả của chính sách tiền tệ. Tuy nhiên, việc giao trách nhiệm cho NHNN độc quyền sản xuất, xuất nhập khẩu vàng miếng cùng việc xây dựng thị trường vàng thứ cấp cần được lưu ý như một giai đoạn quá độ. Có thể chấp nhận hiện tượng chênh lệch giá cao giữa vàng trong nước và vàng quốc tế trong nửa cuối năm 2012 và kéo dài tới nửa đầu năm 2013 bắt nguồn chủ yếu từ nhu cầu gấp rút mua vàng nhằm đóng trạng thái của các NHTM, trong khi nguồn cung đã do NHNN kiểm soát. Tuy nhiên, từ sau ngày 30/6/2013, thị trường vàng đã có những cơ sở ban đầu để hình thành và phát triển như một thị trường tài sản, cần có những chính sách phù hợp để bảo đảm tính linh hoạt và tự do trao đổi vàng trên thị trường, cũng như cơ chế tạo nguồn cung ứng vàng theo cơ chế mang tính thị trường nhiều hơn.

Việc đặt trần lãi suất huy động USD xuống còn 2% cho cá nhân và 0,5% cho tổ chức, trong khi tỷ giá gần như giữ nguyên trong suốt năm 2012, đã thành công trong việc khuyến khích dân chúng đổi USD sang VND để gửi tiết kiệm, giải phóng một lượng lớn USD và qua đó làm tăng đáng kể dự trữ ngoại hối (dự trữ tăng gấp đôi so với cuối 2011). Tuy nhiên, giữ vững tỷ giá đang gây khó cho các doanh nghiệp sản xuất hướng tới xuất khẩu khi chi phí sản xuất và nhập khẩu không ngừng tăng trong những năm gần đây. Chế độ tỷ giá cố định danh nghĩa trong những năm qua hẳn đã khiến các nhà sản xuất nội địa điều đứng vì lợi nhuận sụt giảm, thậm chí là thua lỗ. Sự lên ngôi của các doanh nghiệp FDI về chế biến chế tạo và xuất nhập khẩu có vẻ như là một hệ quả của chính sách này. Tỷ giá thực liên tục tăng cao cũng khuyến khích nhập khẩu, tạo khuynh hướng ép các doanh nghiệp nội địa chuyển dịch từ hoạt động sản xuất sang thương mại, giảm năng lực sản xuất của nền kinh tế. Dòng tiền đầu cơ kinh doanh chênh lệch lãi suất ẩn mình trong dòng kiều hối càng góp phần củng cố xu thế mạnh lên của VND. Việt Nam đang cần một chính sách tỷ giá linh hoạt và khôn ngoan hơn nhằm hỗ trợ sự phát triển bền vững của các ngành sản xuất công nghiệp trong nước, nhất là ngành công nghiệp phụ trợ.

## KẾT LUẬN

Diễn biến kinh tế trong năm 2012 cho thấy một năm nền kinh tế tiếp tục lún sâu vào suy giảm, tích tụ thêm những rủi ro nằm sâu trong nội tại nền kinh tế. Một số chỉ số vĩ mô được xem là tích cực cần được cân nhắc thận trọng trong tương quan chung với toàn bộ nền kinh tế, đặc biệt là sức sống thực sự của khu vực doanh nghiệp, khả năng cạnh tranh của nền kinh tế nói chung và các ngành sản xuất nói riêng, cũng như chất lượng môi trường kinh doanh. Năm 2012 có thể xem như một năm không thành công về thực thi những ý tưởng chính sách đã được đề ra trong năm 2011 và những năm trước đó. Tái cơ cấu nền kinh tế và chuyển đổi mô hình tăng trưởng hầu như không đạt được bước tiến nào đáng kể.

Những vấn đề trọng tâm chính sách trong năm 2012 cho thấy kết quả chưa đạt như kỳ vọng. Các đề án tái cơ cấu được đề xuất nhưng chưa đồng bộ, đặc biệt các đề án quan trọng như đề án tái cơ cấu tổng thể nền kinh tế và đề án xử lý nợ xấu đã không được thông qua trong năm 2012. Các biện pháp tài khoá chưa đạt hiệu quả vì do dự trong quyết định chính sách, đồng thời sự hạn chế ngày một hiện rõ từ nguồn thu đang thu hẹp và cơ chế chi tiêu khó thay đổi. Quan điểm điều hành chính sách tiền tệ về căn bản là đúng đắn, song vấp phải phản kháng vì những nhân tố lịch sử cùng với cách đưa ra thông điệp chính sách gây nhiều tranh cãi, thậm chí là cả sự hiểu nhầm. Sự minh bạch và cơ chế giao tiếp với công chúng về nội dung chính sách rõ ràng cần phải được cải thiện trong các năm tiếp theo.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- ADB (2013), “Monthly bonds outstanding”, *ADB Bonds Online*, trực tuyến tại [http://asianbondsonline.adb.org/vietnam/data/bondmarket.php?code=Bonds\\_Outstanding\\_Monthly](http://asianbondsonline.adb.org/vietnam/data/bondmarket.php?code=Bonds_Outstanding_Monthly), truy cập ngày 01/03/2013.
- Anh Quân (2012), “Đã huy động vàng, ngoại tệ cho phát triển”, *Thời báo Ngân hàng* (online), ngày 31/10/2012, trực tuyến tại: <http://www.thoibaonganhang.vn/tin-tuc/2-da-huy-dong-vang--ngoai-te-cho-phat-trien-5224.html>, truy cập ngày 15/4/2013.
- Burns, A. F. và Mitchell, W. C. (1946), *Measuring business cycles*, New York, National Bureau of Economic Research.
- Chứng khoán Bảo Việt (2012), “Báo cáo Phân tích Thị trường trái phiếu”, trực tuyến tại <http://www.bvsc.com.vn/BondAnalytic.aspx>, truy cập ngày 01/03/2013

- Công thông tin đăng ký doanh nghiệp quốc gia (2012), Tình hình đăng ký doanh nghiệp theo tháng, trực tuyến tại <http://dangkykinhdoanh.gov.vn/NewsandUpdates/tabid/91/CategoryID/25/language/vi-VN/Default.aspx>, truy cập ngày 20/03/2013.
- Diễn đàn Kinh tế Thế giới (2012), *The global competitiveness report 2012-2013*, trực tuyến tại <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2012-2013/>, truy cập ngày 15/03/2013.
- Đình Tuấn Minh (2009), “Khủng hoảng kinh tế hiện nay: Phân tích và khuyến nghị từ lý thuyết kinh tế trường phái Áo”, *Bài nghiên cứu NC-09/2009*, Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách (VEPR).
- Goodwin, R. M. (1951), “The Non-Linear Accelerator and the Persistence of Business Cycles”, *Econometrica*, Tập. 19, tr. 1-17.
- Goodwin, R. M. (1967), *A growth cycle*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Hayek, F. (1933), *Monetary theory and the trade cycle*, New York: Hacourt, Bracce & Co..
- Heritage Fund (2013), “2013 Index of economic freedom”, trực tuyến tại <http://www.heritage.org/index/country/vietnam>, truy cập ngày 15/03/2013.
- Hicks, J. R. (1950), *A contribution to the theory of the trade cycle*, Oxford: Clarendon.
- Hodrick, R. và Prescott, E. C. (1997), “Postwar U.S. business cycles: An empirical investigation”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Tập. 29 (1): 1-16.
- Kaldor, N. (1940), “A Model of the Trade Cycle”, *Economic Journal*, Tập. 50: 78-92.
- Kalecki, M. (1954), *Theory of economic dynamics: An essay on cyclical and long-run changes in capitalist economy*, New York: Monthly Review Press.
- Kydland, E. F. và Prescott, C. E. (1982), “Time to build and aggregate fluctuations”, *Econometrica*, Tập. 50, Số. 6.
- Lucas, R. (1977), “Understanding business cycles”, *Journal of Monetary Economics*, Supplement, Carnegie-Rochester Conference Series, Tập 5.
- Mises Ludwig von. (1981 [1912]), *The theory of money and credit*, 5th edition, Liberty Fund Inc..
- NHNN (2012a), “Tỷ giá bình quân liên ngân hàng”, trực tuyến tại [http://sbv.gov.vn/portal/faces/vi/vim/vipages\\_trangchu/qlnh/tygia/tgbq](http://sbv.gov.vn/portal/faces/vi/vim/vipages_trangchu/qlnh/tygia/tgbq), ngày truy cập 01/04/2013.
- NHNN (2012b), “Dự nợ tín dụng đối với nền kinh tế và tốc độ tăng trưởng”, trực tuyến tại [http://sbv.gov.vn/portal/faces/vi/vim/vipages\\_trangchu/tktnh/dntd?\\_adf.ctrl-state=1amf5rm0tw\\_4&\\_afLoop=468156811370700](http://sbv.gov.vn/portal/faces/vi/vim/vipages_trangchu/tktnh/dntd?_adf.ctrl-state=1amf5rm0tw_4&_afLoop=468156811370700), ngày truy cập 01/04/2013.

- NHNN (2012c), “Lãi suất thị trường liên ngân hàng”, trực tuyến tại [http://sbv.gov.vn/portal/faces/vi/vim/vipages\\_cstt/laisuat/laisuatliennhanhang](http://sbv.gov.vn/portal/faces/vi/vim/vipages_cstt/laisuat/laisuatliennhanhang), truy cập ngày 01/04/2013.
- NHNN (2012d), “Bảng lãi suất”, trực tuyến tại [http://sbv.gov.vn/portal/faces/vi/vim/vipages\\_cstt/laisuat/banglaisuat](http://sbv.gov.vn/portal/faces/vi/vim/vipages_cstt/laisuat/banglaisuat), truy cập ngày 01/04/2013.
- Ngân hàng Thế giới (2013), “Ease of doing business in Vietnam”, trực tuyến tại <http://www.doingbusiness.org/data/exploreeconomies/vietnam/>, truy cập ngày 15/03/2013.
- Nguyễn Hồng Sơn và cộng sự (2012), “Tái cơ cấu hệ thống ngân hàng thương mại: Những vấn đề cần làm rõ”, Chương 4 trong *Báo cáo Thường niên Kinh tế Việt Nam 2012: Đối diện thách thức tái cơ cấu kinh tế*, NXB Đại học Quốc gia, tr 169-246.
- O'Callaghan, J. (2012), “Vietnam downgrade adds to concerns about economy reforms”, trực tuyến tại <http://www.reuters.com/article/2012/09/28/vietnam-downgrade-idUSL1E8KS26A20120928>, ngày truy cập 18/04/2013.
- Phạm Sỹ An, Hoàng Thị Chinh Thon và Hoàng Xuân Diễm (2012), “Tổng quan kinh tế Việt Nam 2011”, Chương 2 trong *Báo cáo Thường niên Kinh tế Việt Nam 2012: Đối diện thách thức tái cơ cấu kinh tế*, NXB Đại học Quốc gia, tr. 63-124.
- Phạm Văn Hà (2011), “Tổng quan kinh tế Việt nam 2010”, Chương 2 trong *Báo cáo Thường niên Kinh tế Việt Nam 2011: Nền kinh tế trước ngã ba đường*, NXB Đại học Quốc gia Hà Nội, tr. 51-105.
- Prescott, C. E. (1986), “Theory ahead of business cycle measurement”, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Tập. 10, tr. 9-22.
- Roger, S., Sedghi, A., & Burn-Murdoch, J. (2013), *Credit ratings: how Fitch, Moody's and S&P rate each country*”, Trực tuyến tại: <http://www.guardian.co.uk/news/datablog/2010/apr/30/credit-ratings-country-fitch-moodys-standard>, ngày truy cập 18/04/2013.
- Reuters (2012), “Moody's cuts Vietnam's Govt rating to B2, outlook stable”, Trực tuyến tại: <http://www.reuters.com/article/2012/09/28/markets-ratings-vietnamgovernmentbond-idUSWNA636420120928>, ngày truy cập 18/04/2013.
- Reuters (2013), “Fitch affirms Vietnam at 'B+'; stable outlook”, Trực tuyến tại: <http://www.reuters.com/article/2013/01/29/idUSWLA006DW20130129>, ngày truy cập 18/04/2013.
- Samuelson, P. A. (1939), “Interaction between the multiplier analysis and the principle of acceleration”, *Review of Economics and Statistics*, Tập. 21 (2), tr. 75-78.



- TCTK (2012a), “Báo cáo Kinh tế xã hội hàng tháng”, TCKT, trực tuyến tại <http://gso.gov.vn/default.aspx?tabid=621>, ngày truy cập 01/04/2013.
- TCTK (2012b), “Số liệu chuyên đề: Chỉ số giá tiêu dùng”, TCKT, trực tuyến tại <http://gso.gov.vn/default.aspx?tabid=628> ngày truy cập 01/04/2013.
- TCTK (2012c), “Số liệu chuyên đề: Giá trị xuất nhập khẩu”, TCKT, trực tuyến tại <http://gso.gov.vn/default.aspx?tabid=629> ngày truy cập 01/04/2013.
- Transperancy International (2012), “Corruption perceptions index 2012”(Chỉ số nhận thức tham nhũng), Tổ chức Minh bạch Quốc tế, trực tuyến tại [http://issuu.com/transperancyinternational/docs/cpi\\_2012\\_report?mode=window&backgroundColor=%23222222](http://issuu.com/transperancyinternational/docs/cpi_2012_report?mode=window&backgroundColor=%23222222), truy cập ngày 15/03/2013.
- Tổng cục Thống kê(2013), *Niên giám Thống kê tóm tắt 2012*, TCKT, NXB Thống kê, Hà Nội, Việt Nam.
- Vietcombank (2012), “Tỷ giá ngoại tệ”, Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam, trực tuyến tại: <http://www.vietcombank.com.vn/ExchangeRates/>, ngày truy cập 18/04/2013.
- Vietcombank Securities Company (VCBS)(2012)“Fixed income report 4Q2012”, trực tuyến tại [http://vcbs.com.vn/Research/Report.aspx?page=2&report\\_type=6](http://vcbs.com.vn/Research/Report.aspx?page=2&report_type=6), truy cập ngày 01/05/2013.

## □ NHỮNG BÀI NGHIÊN CỨU KHÁC

NC-29: Những vấn đề nổi bật của kinh tế Trung Quốc sau Đại hội XVIII, Phạm Sỹ Thành.

NC-28: Khủng hoảng nợ công tại một số nền kinh tế trên thế giới: Nguyên nhân, diễn biến, hậu quả, biện pháp khắc phục và những hàm ý chính sách cho Việt Nam, Vũ Minh Long.

NC-27: Đầu tư công “lấn át” đầu tư tư nhân: Góc nhìn từ mô hình thực nghiệm VECM, Tô Trung Thành.

NC-26: Nhìn lại kinh tế toàn cầu năm 2011: Khó khăn tích lũy và tương lai ảm đạm, Lê Kim Sa.

NC-25: Sự di cư qua lại Nga-Việt: Những khía cạnh lịch sử, kinh tế-xã hội và chính trị, Alexey Chesnokov.

## LIÊN HỆ

### Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách (VEPR)

Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc Gia Hà Nội

Địa chỉ: Phòng 707, Nhà E4  
144 Xuân Thủy, Cầu Giấy  
Hà Nội, Việt Nam

Tel: (84-4) 3 754 7506 -704/714

Fax: (84-4) 3 754 9921

Email: [info@vepr.org.vn](mailto:info@vepr.org.vn)

Website: [www.vepr.org.vn](http://www.vepr.org.vn)

Bản quyền © VEPR 2009 - 2013