



BÁO CÁO

KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM

Quý IV - 2014

Báo cáo này được thực hiện với sự hỗ trợ của



Australian Government
Department of Foreign Affairs and Trade



Bộ Ngoại giao và Thương mại Ô-x-trây-li-a

Mục lục

Tóm lược kinh tế thế giới	1
Tóm lược kinh tế Việt Nam.....	4
Khái quát	6
Tăng trưởng kinh tế.....	6
Lạm phát	7
Tổng cung	8
Nông nghiệp.....	8
Công nghiệp	8
Dịch vụ.....	9
Thị trường nhân tố	9
Tổng cầu	10
Tiêu dùng	10
Đầu tư.....	10
Chi tiêu chính phủ.....	11
Xuất khẩu ròng.....	11
Cán cân vĩ mô.....	11
Cán cân ngân sách.....	11
Cán cân thanh toán	12
Thị trường vốn và thị trường tiền tệ	12
Thị trường vốn	12
Thị trường tiền tệ	13
Thị trường tài sản	14
Chứng khoán	14
Vàng	15
Bất động sản.....	15
Triển vọng kinh tế và khuyến nghị chính sách	16
Triển vọng kinh tế 2015 và xa hơn	16
Khuyến nghị chính sách.....	19

Danh mục từ viết tắt

Bộ KH-ĐT	Bộ Kế hoạch và Đầu tư
Bộ LĐ-TB-XH	Bộ Lao động-Thương binh-Xã hội
BoJ	Ngân hàng Trung ương Nhật Bản
BSC	Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam
BTC	Bộ Tài chính
DN	Doanh nghiệp
ĐTNN	Đầu tư nước ngoài
EA	Khu vực đồng tiền chung châu Âu
ECB	Ngân hàng Trung ương châu Âu
EU	Liên minh châu Âu
FDI	Đầu tư trực tiếp nước ngoài
Fed	Cục Dự trữ Liên bang Mỹ
FMCG	Hàng tiêu dùng nhanh
GDP	Tổng sản lượng quốc nội
HSCB	Ngân hàng Thương mại Hồng Kông-Thương Hải
IMF	Quỹ Tiền tệ Quốc tế
NHNN	Ngân hàng Nhà nước
OECD	Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế
PMI	Chỉ số Nhà quản trị Mua hàng
qoq	Thay đổi so với quý trước
TCTK	Tổng cục Thống kê
TTCK	Thị trường chứng khoán
UN	Cơ sở dữ liệu Liên hợp quốc
USD	Đồng dollar Mỹ
VAMC	Công ty Quản lý Tài sản Việt Nam
VCB	Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam
VEPR	Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách
VND	Đồng Việt Nam
WB	Ngân hàng Thế giới
yoy	Thay đổi so với cùng kỳ năm trước

Tóm lược kinh tế thế giới

Trong năm 2014, nền kinh tế thế giới chứng kiến sự không đồng đều trong tăng trưởng giữa các nền kinh tế chủ chốt, các rủi ro gây bất ổn có chiều hướng xấu đi. Hầu hết các nền kinh tế đều giảm tốc trong nửa sau 2014 do nhiều lí do khác nhau. Các nước đang phát triển dựa vào xuất khẩu cũng hụt hơi khi nhu cầu bên ngoài suy yếu. Rủi ro địa chính trị nổi lên khi căng thẳng giữa Nga và Tây Âu tái bùng phát, chuyển biến thành cấm vận kinh tế song phương.

Kinh tế Mỹ gia cố nền tảng vững chắc, vượt lên lo ngại về sự giảm tốc toàn cầu. Sau quý I suy giảm do thời tiết xấu, tăng trưởng dương trở lại trong 2 quý liên tiếp với tốc độ ngày càng nhanh (quý II: 4,6% và quý III: 5,0%, yoy) song song với cải thiện tại thị trường lao động. Tỷ lệ thất nghiệp giảm còn 5,8% - tỷ lệ trước khủng hoảng tài chính. Tăng trưởng được dự báo giảm nhẹ trong quý IV do nhu cầu xuất khẩu suy yếu. Giá dầu giảm có thể kéo theo phản ứng cắt giảm sản lượng và đầu tư vào lĩnh vực năng lượng, trong khi đó cải thiện chi tiêu cho tiêu dùng.

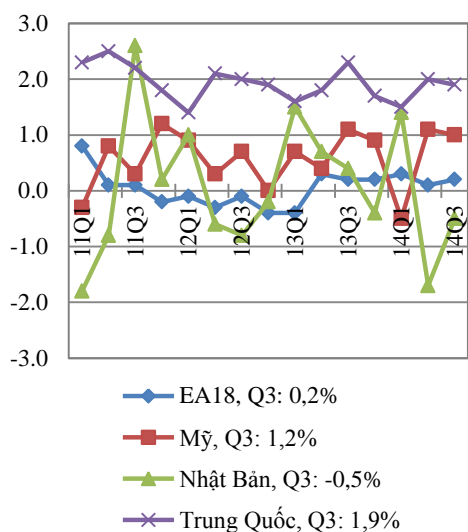
Chương trình nới lỏng định lượng (QE) của Fed, đã kết thúc hoàn toàn sau 2 năm thi hành khi nền kinh tế biểu hiện dấu hiệu lành mạnh về tăng trưởng và thất nghiệp. Sự chấm dứt của QE3 gia tăng niềm tin vào nền kinh tế Mỹ và giá trị của USD. Sự điều hoà chính sách của Mỹ gây ra sự chuyển dịch vốn toàn cầu và góp phần gây giảm giá các hàng hoá cơ bản trong đó có dầu thô.

Tại Khu vực đồng Euro (EA18), tác động của các biện pháp củng cố (thắt chặt) tài khoá, nới lỏng tiền tệ, và các biện pháp cải cách chưa đủ mạnh để toàn khu vực bứt phá khỏi đình trệ. Dù EA18 thoát khỏi suy thoái dai dẳng kể từ khủng hoảng tài chính và tỷ lệ thất nghiệp bắt đầu giảm, rủi ro về sự tan rã khu vực đồng tiền chung vẫn hiện hữu. Tăng trưởng không ổn định (0,3% quý I và 0,1% quý II và 0,2% quý III) còn do ảnh hưởng bởi vòng xoáy tự gia cố giữa sức cầu thấp và kỳ vọng tăng trưởng thấp và hệ lụy từ biện pháp trừng phạt đối với Nga.

Tình trạng lạm phát thấp phủ bóng lên triển vọng hồi phục của khu vực. Tỷ lệ lạm phát xuống thấp nhất trong vòng bốn năm và sự phục hồi không đều giữa các nền kinh tế buộc Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB) cắt lãi suất tiền gửi xuống âm 0,1% đồng thời hạ lãi suất cơ bản xuống mức thấp lịch sử là 0,15% và để ngỏ khả năng sử dụng các biện pháp mạnh hơn, trong đó bao gồm một kế hoạch nới lỏng định lượng giống như Nhật Bản và Mỹ đã thi hành, bên cạnh các chương trình nới lỏng đã triển khai từ tháng 6/2014. Chính sách nới lỏng cùng với triển vọng tăng trưởng EA18 kém lạc quan hơn khiến cho đồng Euro mất giá khoảng 15% trong nửa sau năm 2014.

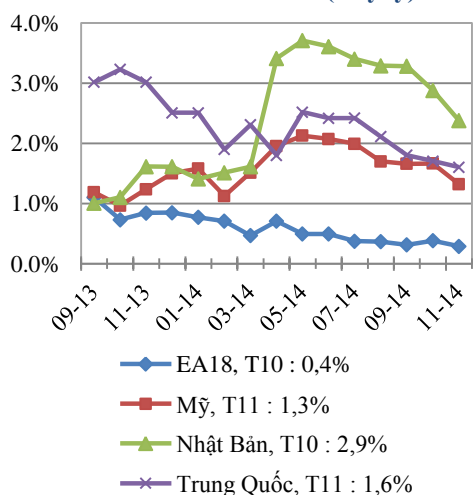
Nhật Bản thoát khỏi giảm phát nhờ chính sách nới lỏng tài khoá và tiền tệ quy mô lớn nhưng quay lại suy thoái. Lạm phát dương, đồng Yên giảm giá đã kích thích xuất khẩu, đầu tư, và tiêu dùng. Tỷ lệ trượt giá của Yên so với USD trong năm 2014 là 13,8%, nâng tỷ lệ mất giá lên

Tăng trưởng tại các nền kinh tế chủ chốt, % qoq



Nguồn: OECD

Tỷ lệ lạm phát tại một số nền kinh tế chủ chốt (% yoy)

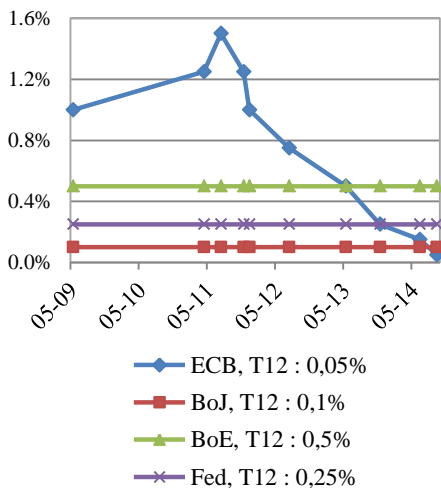


Nguồn: global-rates

36% trong 3 năm trở lại. Tuy nhiên, thuế tiêu dùng tăng lên 8% vào tháng 4/2014 trong khi cải thiện trong thu nhập không theo kịp đã làm suy yếu cầu tiêu dùng và đầu tư. Tăng trưởng cao trong quý I nổi tiếp bởi suy thoái kinh tế liên tiếp trong 2 quý tiếp theo.

Nhật sẽ có hơn 2 năm để hấp thụ chính sách cải cách cơ cấu trong Abenomics - bao gồm giảm thuế cho DN, cải cách thị trường lao động, và đàm phán TPP - trước khi thuế tiêu dùng tăng lên 10% vào năm 2017 để bảo vệ an toàn ngân sách và nợ công. Sự khả thi của chính sách cải cách đề xuất bởi Thủ tướng Nhật Bản bị nghi ngờ bởi môi trường kinh doanh và bộ máy quan liêu của nước này đã tỏ ra kháng cự đối với các biện pháp mở cửa thị trường và cải cách kinh tế trong nhiều năm.

Lãi suất cơ bản tại một số nền kinh tế chủ chốt



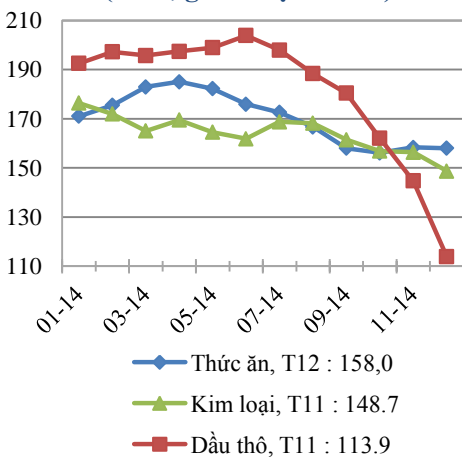
Nguồn: ECB, BoJ, BoE, Fed

Nền kinh tế Nga bị ảnh hưởng tiêu cực do giá dầu giảm và lệnh trừng phạt của châu Âu và Mỹ. Nguyên nhân chủ yếu từ cấu trúc kinh tế có độ phụ thuộc cao vào khai thác và xuất khẩu tài nguyên. Tăng trưởng năm 2014 có thể đạt 0,8% yoy và vượt kỳ vọng, song đã tăng khó tiếp diễn trong năm sau. Do lệnh trừng phạt, hàng hoá khan hiếm, lạm phát đang tiệm cận 10%.

Trong bối cảnh đó, đồng RUB đã mất khoảng một phần ba giá trị so với USD, còn lượng vốn chuyển ra khỏi Nga ước tính khoảng 120 tỉ USD trong năm 2014. Giữa tháng 12, NHTW Nga đã nâng lãi suất tham chiếu từ 10,5% lên 17% nhằm kìm hãm đà mất giá của RUB có lúc lên tới 60%. Nếu hãm thành công đà đi xuống của đồng nội tệ, lãi suất cao sẽ đẩy nền kinh tế vào suy thoái trong 2 năm tới - triển vọng đã được tiên liệu trước khi lãi suất được điều chỉnh. Nếu thất bại, cuộc khủng hoảng tiền tệ sẽ tiếp diễn và khủng hoảng kinh tế sẽ lây lan rộng hơn.

Tăng trưởng kinh tế của Trung Quốc giảm dần khi thực hiện chính sách tái cân bằng hướng vào kinh tế nội địa. Tăng trưởng giảm từ 7,7% năm 2013 còn 7,6% trong 2014 và dự báo 7,5% vào 2015. Quỹ đạo tăng trưởng trung hạn hình thành với tốc độ khoảng trên 7% hàng năm. Lạm phát thấp bộc lộ tình trạng suy giảm cầu bên ngoài trong khi cầu trong nước không đủ mạnh. Sự thu hẹp của khu vực xây dựng đang lan sang các ngành công nghiệp liên quan. Trong ngắn hạn, Trung Quốc có thể sẽ tiếp tục triển khai kích thích kinh tế bằng cả tài khoá và tiền tệ một cách có chọn lọc để hỗ trợ sự chuyển dịch bằng phẳng hơn, đồng thời thúc đẩy cải tổ hệ thống tài chính, thị trường nhà đất và điều chỉnh cơ cấu sản xuất.

Chỉ số giá (USD, giá cố định 2005)



Nguồn: IMF

Tăng trưởng chững lại tại ASEAN, chủ yếu do sự suy giảm lan truyền từ châu Âu và Trung Quốc tới các nền kinh tế chủ chốt trong khu vực trong nửa sau năm 2014. Trong số các nền kinh tế này, chỉ có Việt Nam và Malaysia đạt tốc độ tăng trưởng cao hơn năm ngoái, tương ứng 0,2 và 1 điểm phần trăm. Tăng trưởng Thái Lan có thể mất tới 2 điểm phần trăm; trong khi suy giảm ở Philippines là 1,2 điểm và ở Indonesia và

Singapore là 0,7 điểm phần trăm. Khu vực này có triển vọng kinh tế kém tích cực hơn so với đầu năm 2014.

Xu hướng vận động của giá dầu thô là một tâm điểm chú ý trong quý IV. Giá dầu giảm 10% trong quý III, gần như rơi tự do trong quý IV khi mất tiếp 40%. Giá dầu giao ngay vào ngày cuối cùng của năm 2014 chỉ còn 55 USD/thùng, bằng một nửa so với mức cao nhất 114 USD/thùng vào tháng 6. Các dự báo bi quan nhất cho rằng giá dầu có thể xuống thấp nhất tại mức 40 USD/thùng trước đi đảo chiều đi lên và ổn định ở một mức giá cân bằng cao hơn. Có nhiều suy đoán về nguyên nhân giảm sâu của giá dầu. Về kinh tế, tăng trưởng suy giảm tại châu Âu và Nhật dự báo nhu cầu sẽ suy giảm trong khi nguồn cung tăng tại Mỹ, Iran và Lybia. Về tiền tệ, sự thu lại chính sách nới lỏng tiền tệ của Mỹ ảnh hưởng tới giá hàng hoá cơ bản toàn cầu.

Phần lớn dự báo về kinh tế toàn cầu đều phản ánh quan điểm kém tích cực hơn trước. Nhiều định chế tài chính hạ dự báo tăng trưởng của các nền kinh tế chủ chốt trong năm 2014 và 2015 từ 0,1 đến 0,5 điểm phần trăm so với dự báo đầu năm 2014. Kinh tế Mỹ có thể có một số điều chỉnh nhất định nếu lãi suất tăng. Triển vọng hồi phục của Nhật và châu Âu chưa định hình rõ ràng trong bối cảnh chính sách không quyết liệt. Bối cảnh này đặt các nền kinh tế mới nổi đối mặt với sức ép cạnh tranh lớn hơn. Triển vọng kinh tế toàn cầu đều có thể có lợi nhất định đối với hàng hoá giá rẻ sản xuất tại Việt Nam, ví dụ như dệt may, da giày, và điện thoại. Các ảnh hưởng lên thương mại và đầu tư có thể đến từ các nền kinh tế mới nổi ở ASEAN, Mỹ La tinh, Nam Á có trao đổi thương mại lớn với châu Âu, Nhật Bản và Trung Quốc và ở nấc thang giá trị cao hơn Việt Nam. Một tác động đáng chú ý khác từ sự suy yếu của Nga và đồng RUB tới ngành du lịch Việt Nam. Ngược lại, Việt Nam sẽ có lợi trong các hợp đồng nhập khẩu được kí bằng đồng RUB, cũng như với Yên và EUR, do đồng tiền này mất giá.

Tóm lược kinh tế Việt Nam

Tăng trưởng dẫn dắt bởi công nghiệp và dịch vụ

Sản lượng công nghiệp tăng cao trong 2 quý cuối năm đặt tăng trưởng quý IV ở mức 6,4% yoy, qua đó nâng tỉ lệ tăng trưởng GDP lên gần 6% từ 5,4% năm 2013. Tăng trưởng dịch vụ giảm tốc so với 2013 đi cùng với xu hướng gia tăng nhập khẩu ròng dịch vụ.

Lạm phát tiếp tục giảm, nhu cầu chưa phục hồi.

Tỉ lệ lạm phát giá tiêu dùng giảm còn 1,8% yoy trong tháng 12, kéo mức trung bình cả năm còn 4%. Lạm phát giá lương thực thực phẩm và xăng dầu thấp hơn đóng vai trò đáng kể nhất vào xu hướng lạm phát. Lạm phát lõi giảm liên tục kể từ 2012 với tốc độ 50% một năm biểu hiện nhu cầu không còn mạnh và chưa quay trở lại mức của 3 năm trước.

Công nghiệp hồi phục, gia cố nền tảng cho hồi phục kinh tế

Tăng trưởng nhanh hơn của sản xuất công nghiệp và xây dựng gia cố niềm tin về nền tảng của sự phục hồi kinh tế đích thực nằm ở sản xuất. Điều kiện sản xuất duy trì ở trạng thái thuận lợi trong cả năm 2014, nhu cầu dần phục hồi ở trong nước bên cạnh nhu cầu cao hơn từ bên ngoài.

Dịch vụ giảm tốc, nhập khẩu ròng dịch vụ gia tăng

Ngành dịch vụ nằm trong xu hướng giảm dài hạn kể từ 2005. Cho dù giai đoạn suy giảm kinh tế đã trôi qua, tăng trưởng ngành dịch vụ dù không thấp nhưng chưa lấy lại mức tăng trưởng như giai đoạn trước suy giảm. Trong khi đó, nhập khẩu ròng dịch vụ có xu hướng tăng, cảnh báo các ngành dịch vụ trong nước đang mất chỗ đứng.

Thất nghiệp cả nước thấp, thất nghiệp thanh niên cao

Tỉ lệ thất nghiệp trên dưới 2% không phản ánh được tình trạng thất nghiệp thực tế. Tỉ lệ thất nghiệp trong độ tuổi thanh niên cao hơn tỉ lệ thất nghiệp chung, chất lượng việc làm thấp, làm việc không chính thức và không thường xuyên có việc làm có nguyên nhân chủ yếu từ sự chênh lệch cung và cầu về nhân lực có kỹ năng và qua đào tạo.

Nhu cầu tiêu dùng chứa tín hiệu hỗn hợp

Thống kê chính thức cho thấy tăng trưởng trong chi tiêu cho tiêu dùng đang đi lên từ mức thấp nhất trong những năm suy giảm tăng trưởng. Ngược lại, các khảo sát tư nhân cho bức tranh kém sáng hơn, biểu thị tiêu dùng tiếp tục thu hẹp và chưa đạt được mức tăng trong các năm trước.

Thương mại thặng dư cao nhờ khu vực có vốn đầu tư nước ngoài

Xuất khẩu tăng nhanh hơn nhập khẩu, tạo thặng dư thương mại (gần 2 tỉ USD) cao nhất trong 6 năm trở lại. Khu vực đầu tư nước ngoài có vai trò dẫn dắt trong chế tạo và xuất khẩu các mặt hàng công nghệ cao, nhưng đóng góp cho nền kinh tế hạn chế do các ngành này thâm dụng lao động

và có giá trị gia tăng thấp, ngoài ra còn tăng cường nhập khẩu tư liệu sản xuất từ bên ngoài, chủ yếu là Trung Quốc và ASEAN.

Thặng dư cán cân thanh toán kĩ lục, thâm hụt ngân sách giảm.

Cán cân thanh toán cả năm có thể đạt thặng dư tới 14 tỉ USD – mức kỉ lục trong nhiều năm. Mức này đạt được nhờ thặng dư trên cả cán cân vãng lai (thặng dư thương mại và kiều hối) và đầu tư nước ngoài ròng. Trong khi đó, thu ngân sách tăng trong khi chi ngân sách giảm nhẹ (chủ yếu do giảm chi cho đầu tư phát triển) khiến thâm hụt ngân sách giảm còn 3,9% GDP.

Lãi suất giảm, tín dụng tăng có hỗ trợ của ngoại tệ

Lãi suất huy động và cho vay giảm thêm 1-2 điểm phần so với năm ngoái nhờ lạm phát tiếp tục giảm và tình trạng dư thừa vốn tại các ngân hàng thương mại. Tăng trưởng tín dụng cao hơn năm ngoái nhờ một phần vào thúc đẩy tín dụng ngoại tệ với lãi suất thấp hơn trong bối cảnh đưa vốn nội tệ vào nền kinh tế gặp khó khăn. Điều này cho thấy lãi suất cao vẫn là một rào cản với nhiều DN.

Tỉ giá dễ biến động, dự trữ ngoại hối tăng

Tỉ giá ngoại hối tỏ ra dễ biến động hơn trong năm 2014. Hai lần Ngân hàng Nhà nước can thiệp vào thị trường tiền tệ nhằm đưa tỉ giá trở về ngưỡng cho phép, đưa mức trượt giá cả năm khoảng 1,4%. Do đạt thặng dư trên cán cân thanh toán, dự trữ ngoại hối tăng lên ngưỡng lành mạnh nhất từ trước đến nay, gần 37 tỉ USD, tương đương 3 tuần nhập khẩu.

Thị trường chứng khoán biến động, bất động sản phục hồi bước đầu

Chỉ số chứng khoán quay trở lại mức đầu năm sau hai chu kỳ lên xuống. Sự căng thẳng trên biển Đông trong quý 2 và xu hướng giảm giá dầu cuối quý 3 đóng vai trò nhất định với đà đi xuống của giá cổ phiếu. Một yếu tố nổi bật là sự thay đổi của dòng vốn đầu tư kí quỹ trên thị trường chứng khoán.

Thị trường bất động sản chứng kiến những dấu hiệu phục hồi ban đầu khi thanh khoản tăng cao so với nhiều năm và cung cầu đã thoát khỏi trạng thái đông cứng. Nguồn vốn ngoại đổ vào thị trường cũng là một biểu hiện về triển vọng tích cực trong trung hạn.

Khái quát

Tăng trưởng kinh tế

Tăng trưởng kinh tế năm 2014 đạt 5,98% so với năm ngoái (yoy). Với điểm xuất phát tương đối thấp trong hai quý đầu năm khoảng 5% yoy, nền kinh tế tăng tốc trong hai quý sau, với tốc độ tăng lần lượt là 6,07% và 6,96%, yoy.

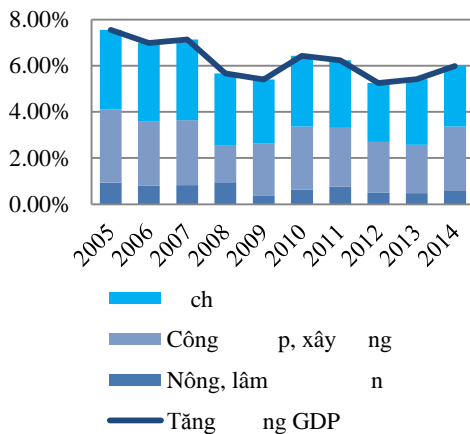
Điểm khác biệt so với hai năm liền trước là sự hồi phục chắc của sản xuất công nghiệp mà dấu hiệu đi lên đã bắt đầu xuất hiện từ quý III/2013. Công nghiệp tăng trưởng cả năm 7,15%, có đóng góp chủ yếu bởi ngành chế biến chế tạo (+8,45%). Công nghiệp-xây dựng vượt qua dịch vụ trở thành nhóm ngành dẫn dắt tăng trưởng trong năm 2014 với tỉ lệ đóng góp 2,75 điểm phần trăm. Cho dù có đóng góp cao thứ hai, các ngành dịch vụ chứng kiến sự suy giảm tăng trưởng trên diện rộng và toàn ngành tăng trưởng chậm nhất trong vòng 10 năm trở lại với tốc độ 5,96%. Xu hướng tăng trưởng giảm dần của ngành dịch vụ cảnh báo khu vực trong nước đang gặp khó khăn trong bối cảnh mở cửa. Tăng trưởng nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng lên 3,49% từ mức 2,7% trong 2 năm trước nhờ lực đỡ không nhỏ từ nhu cầu bên ngoài.

Cơ cấu kinh tế chuyển dịch chậm, với một thay đổi nhỏ từ nông nghiệp (giảm 0,26 điểm %) sang công nghiệp-xây dựng. Sau khi loại bỏ ảnh hưởng của giá (lấy giá cố định 2010) thì cấu trúc kinh tế cũng không thay đổi đáng kể. Lí do là tăng trưởng năng suất trong công nghiệp cũng không cao hơn đáng kể so với dịch vụ để làm giảm giá tương đối của sản phẩm công nghiệp so với dịch vụ. Chuyển dịch kinh tế nhiều năm trở lại chủ yếu dựa vào chuyển dịch lao động từ nông nghiệp sang hai lĩnh vực còn lại; khoảng 0,2% lao động chuyển từ từ nông nghiệp sang công nghiệp trong năm 2014. Khả năng hấp thụ lao động hạn chế tại khu vực công nghiệp-xây dựng do chưa hồi phục công suất và dịch vụ do tăng trưởng thấp hơn là hai trong nhiều yếu tố gây hạn chế.

Mẫu hình suy giảm kép từng tri kéo tăng trưởng trong vùng trũng 5%/năm (lần thứ nhất là giai đoạn 2008-2009, lần thứ hai là giai đoạn 2012-2013). Sự hồi phục chậm trong tăng trưởng đi liền với sự hồi phục chậm trong chi tiêu cho tiêu dùng hộ gia đình (tăng lần lượt 4,88% và 5,18% trong thời kỳ 2012-2013) và đầu tư (tăng lần lượt 2,4% và 5,4%) so với mức trung bình 8% và 11% trong những năm tăng trưởng cao. Sự tăng tốc trong năm 2014 của tiêu dùng (6,12%) và đầu tư (8,90%) cho thấy nền kinh tế đang dịch chuyển lên đường xu hướng trung bình của giai đoạn tăng trưởng cao, dù vẫn còn khoảng cách.

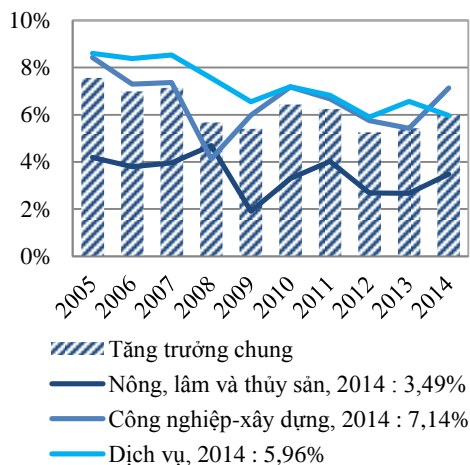
Theo quán tính hiện tại, tăng trưởng kinh tế trong 2015 khó vượt quá 6,5%. Như vậy, ước tính trung bình giai đoạn 2011-2015, tăng trưởng trung bình khó vượt qua 6%/năm, thấp hơn so với 7,0%/năm trung bình giai đoạn 2005-2010 và 7,5%/năm trong giai đoạn 2001-2005. Tốc độ

Đóng góp cho GDP, 2005-2014 (điểm %)



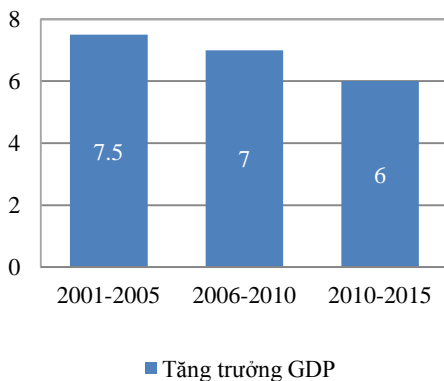
Nguồn: ADB, TCTK

Tăng trưởng kinh tế theo ngành, 2005-2014 (% yoy)



Nguồn: TCTK

Tăng trưởng trung bình 5 năm (% yoy)



Nguồn: tính toán của tác giả

tăng trưởng trung bình giảm dần gợi ý rằng tăng trưởng năng suất đang giảm tốc, một dấu hiệu của mô hình tăng trưởng theo chiều rộng đang tiến tới giới hạn. Tốc độ cải thiện năng suất các yếu tố tổng hợp chiếm tỉ lệ rất nhỏ so với lao động và vốn. Quán tính tăng trưởng trong trung và dài hạn sẽ phụ thuộc vào tốc độ hấp thụ và khuếch tán công nghệ cũng như năng suất của số DN mới thành lập.

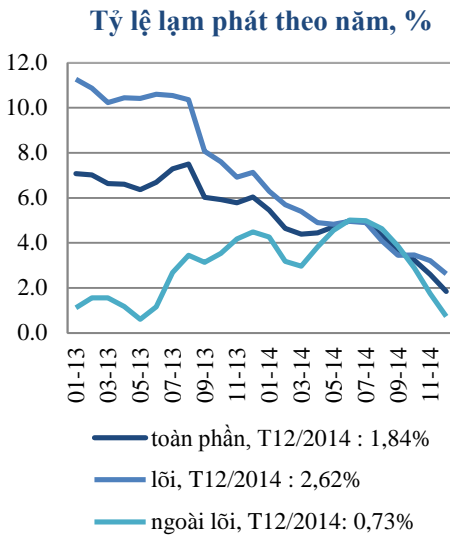
Nền kinh tế phụ thuộc ngày càng nhiều vào đầu tư nước ngoài để bù đắp sự suy yếu trong đầu tư và sản xuất nội địa, cho dù năng suất của khu vực ĐTNN không tỏ ra vượt trội. Khu vực đầu tư nước ngoài hiện đóng góp khoảng 20% GDP, gần 70% kim ngạch xuất khẩu và 60% kim ngạch nhập khẩu.

Lạm phát

Giá cả thay đổi chậm nhất kể từ năm 2000. Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) trung bình năm 2014 tăng 4,09%, bằng một nửa tỉ lệ tăng trung bình 10 năm gần đây. Tỉ lệ lạm phát giá giảm từ 5,45% vào tháng 1 xuống 1,84% vào tháng 12. Đóng góp chủ yếu vào lạm phát thấp là sự suy giảm kéo dài của lạm phát lõi (các hàng hoá không bao gồm lương thực, thực phẩm, và xăng dầu). Kể từ 2012, lạm phát lõi hàng năm giảm một nửa, tới cuối 2014 chỉ còn 3,2%. Nhóm hàng hoá thuộc nhóm lương thực, thực phẩm, và xăng dầu đã ngả sang xu hướng giảm trong nửa sau 2014 theo xu hướng giảm toàn cầu.

Nhu cầu tiêu thụ toàn cầu thấp trong khi nguồn cung lớn và kém nhạy với giá góp phần giải thích xu hướng giảm giá hàng hoá cơ bản. Giá cả giao ngay và các hợp đồng tương lai phản ánh kỳ vọng và nhận định kém tích cực về kinh tế toàn cầu. Chỉ số giá lương thực và thực phẩm thế giới giảm tháng thứ 16 liên tiếp; chỉ số này trong tháng 10/2014 giảm gần 7% so với năm ngoái. Giá dầu thô thế giới đã giảm 25% kể từ tháng 9/2014.

Lạm phát giảm thấp có thể gây ảnh hưởng đối nghịch. Một mặt lạm phát thấp làm tăng thu nhập thực tế và thúc đẩy tiêu dùng, giảm chi phí và thúc đẩy sản xuất của DN. Ảnh hưởng này còn được hỗ trợ bởi xu hướng giảm của lãi suất. Mặt khác, kỳ vọng lạm phát thấp, thậm chí là âm, có thể tiếp thêm kỳ vọng giá cả sẽ còn giảm và người tiêu dùng sẽ hạn chế chi tiêu hiện tại, nhất là cho hàng hoá lâu bền. Một cơ chế khác là lãi suất thực tế tăng lên cũng trì hoãn tiêu dùng và tăng cường tiết kiệm tư nhân. Với doanh nghiệp, lạm phát thấp cũng có thể hạn chế mức độ gia tăng đầu tư do giảm doanh thu, tăng lãi suất thực và gánh nặng nợ thực. DN khó khăn tìm nguồn thu để trả nợ nên sẽ hạn chế đầu tư và vay mượn.

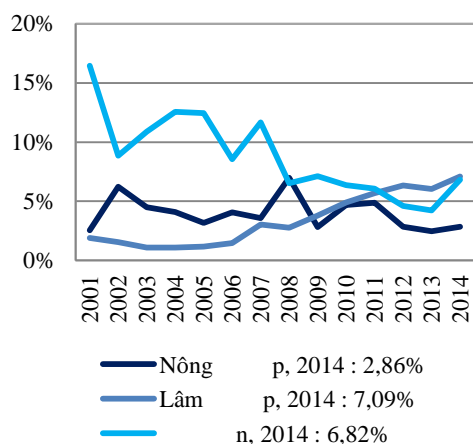


Nguồn: TCTK

Tổng cung

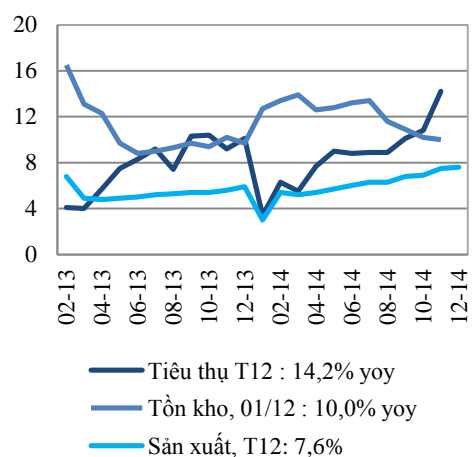
Nông nghiệp

Tăng trưởng giá trị sản xuất, 2001-2014 (% yoy)



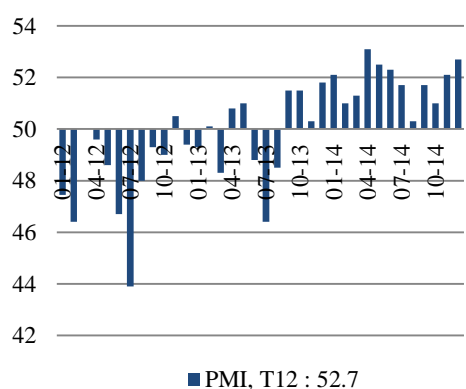
Nguồn: TCTK

Một số chỉ báo công nghiệp, % thay đổi



Nguồn: BCT

Chỉ số Nhà quản trị Mua hàng



Nguồn: HSBC-Markit

Nông nghiệp duy trì tăng trưởng dưới 3%/năm kể từ 2012. Sản lượng lúa năm 2014 ước tăng 2% so với 2013, chủ yếu do sản lượng của vụ đông xuân (từ tháng 11/2013 đến tháng 5/2014) tăng tới 4%. Việc duy trì trồng 3 vụ lúa một năm và các đập thủy điện thượng nguồn dẫn tới việc lạm dụng chất bảo vệ thực vật và giảm năng suất gạo. Giống gạo Việt có khả năng chống bệnh và cho sản lượng tốt nhưng chất lượng thấp hơn so với gạo Thái Lan.

Tái cơ cấu ngành nông nghiệp bao gồm một kế hoạch chuyển đổi cây trồng đến 2020, trong đó 260.000 hecta (ha) diện tích trồng lúa sẽ được chuyển đổi sang các loại hình canh tác khác trong giai đoạn 2014-2015. Diện tích trồng lúa năm 2014 vào khoảng 7,8 triệu ha, giảm 1,1% (hay 86 nghìn ha) so với năm ngoái. Giảm diện tích dành cho trồng lúa và kéo dài thời hạn sử dụng đất lên 50 năm sẽ mở ra cơ hội hợp tác nước ngoài và thử nghiệm các giống cây mới có giá trị cao hơn.

Lâm nghiệp đang có tăng trưởng nhanh. Diện tích rừng trồng khoảng 226 nghìn ha, tăng 6,1% trong khi sản lượng gỗ khai thác khoảng 6,4 triệu mét khối, tăng 9,3% yoy và kim ngạch xuất khẩu đứng thứ 8 trong các mặt hàng chủ lực với doanh thu 6 tỉ USD, tăng 9,1% so với năm ngoái. Sự gia tăng một phần có được do nhu cầu từ Mỹ gia tăng trở lại sau nhiều năm sụt giảm và các đơn hàng chuyển từ Trung Quốc sang Việt Nam.

Thủy sản có một năm thành công trong xuất khẩu. Xuất khẩu thủy sản vươn lên đứng thứ 5, với doanh thu 7,8 tỉ USD – tăng 17,6% yoy mà phần lớn trong số này là tôm. Xuất khẩu tôm đạt kỷ lục ở mức 4,1 tỉ USD – tăng 25% so với năm 2013 trong khi sản lượng tăng tới 9,1%. Diện tích nuôi tôm chân trắng chỉ bằng 1/8 tổng diện tích nuôi tôm nhưng đóng góp tới trên 1/2 sản lượng.

Công nghiệp

Các chỉ báo ngành công nghiệp bộc lộ tình trạng lạc quan hơn và gia tăng niềm tin về góc rẽ của sự phục hồi thực sự là ở sản xuất. Ngành công nghiệp tăng trưởng 7,15%, trong đó chế biến chế tạo tăng 8,45%, khai khoáng tăng 2,4%, và sản xuất điện, ga, nước tăng 11,3% - đều cao hơn tỉ lệ tương ứng năm 2013. Chỉ số sản xuất công nghiệp (IPI) – hợp thành từ dữ liệu hàng tháng - tăng 7,6% và cao hơn so với mức 5,9% năm 2013.

Lượng điện sản xuất tăng 12% so với 2013. Tiêu thụ điện tăng khoảng 10%, tương đương năm 2013. Các chỉ tiêu này tương đồng với cải thiện trong sản xuất công nghiệp và ủng hộ sự lạc quan về triển vọng của nền kinh tế trong năm 2015.

Điều kiện sản xuất trong nước sáng hơn trong năm 2014. Chỉ số Nhà quản trị Mua hàng (PMI) ngành sản xuất Việt Nam gợi ý rằng các điều

kiện sản xuất không ngừng cải thiện và thời kỳ mở rộng đã kéo dài 16 tháng liên tiếp kể từ tháng 9 năm 2013. Ngành sản xuất duy trì được quán tính mở rộng cả trong những tháng có tính mùa vụ (tháng 7, 8) cho thấy sức hỗ trợ tương đối vững. Đơn hàng mới và đơn hàng xuất khẩu liên tục duy trì ở mức cao, một bằng chứng về sự phục hồi trong nhu cầu ở cả trong và ngoài nước, dẫn tới cải thiện về việc làm và sản lượng.

Tồn kho dù còn cao nhưng có dấu hiệu thu hẹp dần khi tốc độ tiêu thụ bắt kịp năm ngoái. Số lượng DN giải thể và ngừng hoạt động xấp xỉ 6 vạn, cao nhất trong 3 năm qua, cho thấy quá trình đào thải và tạo mới DN vẫn còn mạnh mẽ cho dù điều kiện sản xuất tỏ ra thuận lợi hơn.

Ngành xây dựng tăng trưởng tới 7,1% yoy (so với 5,9% năm 2013) do sự ảm đạm của thị trường bất động sản và đầu tư của nước ngoài. Ngành xây dựng sẽ mất vài năm nữa để trở lại quỹ đạo tăng trưởng trên 10% một năm như trước khủng hoảng và được hỗ trợ bởi nhu cầu nhà ở gia tăng.

Dịch vụ

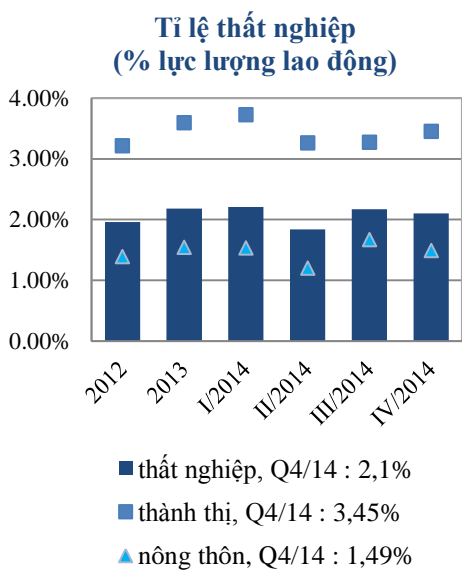
Từng là ngành dẫn dắt tăng trưởng trong nước, dữ liệu nhiều năm qua cho thấy quán tính của ngành này lại đang giảm trong lúc nhập khẩu ròng dịch vụ đang tăng dần. Tăng trưởng giảm dần từ trên 8% trước khủng hoảng tới chưa đủ 6% năm 2014. Ngành dịch vụ cũng đánh mất vị trí đóng góp nhiều nhất cho tăng trưởng, 2,62 điểm phần trăm so với 2,85 điểm của năm ngoái.

Nhập khẩu dịch vụ ngày càng tăng, với doanh số 15 tỉ USD trong năm 2014, tăng 5,6% yoy. Tăng trưởng có đóng góp chủ yếu của lĩnh vực dịch vụ vận tải và bảo hiểm hàng hải, tăng 12,6% và chiếm 56%. Xu hướng gia tăng nhập khẩu ròng dịch vụ trong nhiều năm qua (2014: 4 tỉ USD) cũng chủ yếu do gia tăng dịch vụ vận tải của các hãng nước ngoài do công ty trong nước không đủ năng lực trong lĩnh vực này.

Thị trường nhân tố

Trong nhiều năm gần đây, tỉ lệ thất nghiệp trên dưới 2% không phản ánh được tình trạng thất nghiệp thực tế, do đó mang ít ý nghĩa. Theo thống kê gần nhất, tỉ lệ thất nghiệp trung bình ước cả năm 2014 đạt khoảng 2,1% - thấp hơn 2,2% vào năm 2013. Ngành công nghiệp tăng trưởng nhanh hơn, chủ yếu có đóng góp bởi ngành chế biến thâm dụng lao động nên chỉ số sử dụng lao động trong DN công nghiệp tăng 4,3%.

Việt Nam có lực lượng lao động lớn, số lượng tham gia hàng năm xấp xỉ 1 triệu người. Theo điều tra, lao động trẻ có năng suất cao, đóng góp khoảng 50% vào thay đổi năng suất lao động chung của các ngành, nhưng tỉ lệ lao động trẻ đang giảm nhanh nhất (khoảng 5 điểm phần trăm) trong lực lượng lao động do thay đổi cơ cấu dân số theo hướng già hoá. Tỉ lệ thất nghiệp trong độ tuổi thanh niên cao hơn tỉ lệ thất nghiệp chung, chất lượng việc làm thấp, làm việc không chính thức và không



Nguồn: TCTK

thường xuyên có việc làm có nguyên nhân chủ yếu từ sự chênh lệch cung và cầu về nhân lực có kỹ năng và qua đào tạo. Tỷ lệ cao và sự gia tăng của thất nghiệp thanh niên sẽ tiếp tục là yếu tố bất lợi cho nền kinh tế trong trung hạn.

Quy định cho phép người nước ngoài được mua và sở hữu nhà ở tại Việt Nam là một sự thay đổi bản lề, có thể tạo tác động tích cực đến phân khúc trung và cao cấp. Giá nhà thuê có thể sẽ giảm, song thị trường nhà ở cao cấp có thể sôi động hơn trong các năm sắp tới.

Tổng cầu

Tiêu dùng

Dữ liệu về tiêu dùng chứa các tín hiệu hỗn hợp. Dựa theo thống kê chính thức, cầu tiêu dùng có dấu hiệu đi lên khỏi trạng thái trì trệ nhất vào năm 2011. Khối lượng hàng hoá và dịch vụ tiêu dùng năm 2014 tăng 6,3% yoy, còn chỉ tiêu GDP cho tiêu dùng cuối cùng tăng 6,2%. Số liệu về hàng tiêu dùng nhanh (FMCG - do Kantar khảo sát) cho góc nhìn kém sáng hơn: khối lượng tiêu dùng tại thành thị trong quý III/14 giảm 1,5% so với năm ngoái trong khi ở nông thôn chỉ tăng 6,2%, điều hàm ý có sự suy giảm so với năm 2013.

Một khảo sát của Nielsen chỉ ra môi trường vĩ mô ổn định và triển vọng kinh tế sáng hơn đã nâng cao niềm tin của người tiêu dùng (CCI). CCI quý III/14 lên trên 100 điểm lần đầu tiên trong vòng 3 năm qua. Điều này báo hiệu tiêu dùng có thể cải thiện trong năm 2015.

Đầu tư

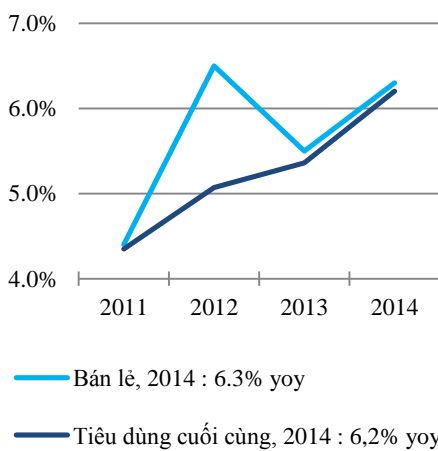
Tổng đầu tư toàn xã hội chiếm khoảng 31% GDP, trong đó vốn đầu tư nhà nước chiếm khoảng 40% GDP, vốn đầu tư ngoài Nhà nước chiếm 38%, còn vốn đầu tư nước ngoài chiếm 22%.

Đầu tư trực tiếp nước ngoài

Đầu tư nước ngoài giải ngân trong năm 2014 đạt 12,4 tỉ USD, tăng 7,4% yoy. Tỷ lệ đầu tư nước ngoài so với tổng đầu tư toàn xã hội giảm còn 21,7% từ mức 30% vào năm 2008, còn tỷ lệ trên GDP đạt 6,7%.

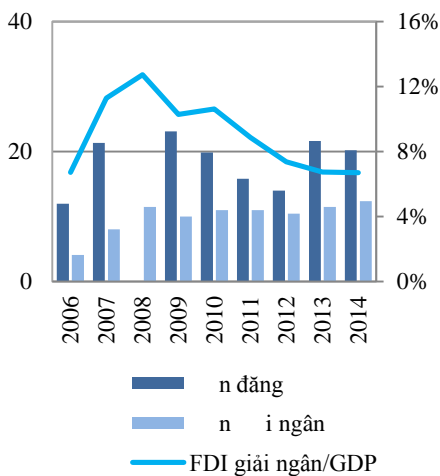
Vốn đăng ký mới và bổ sung đạt 20,2 tỉ, giảm 6,5% yoy. Sự kiện biểu tình bạo lực tại một số khu công nghiệp tập trung nhà xưởng có vốn đầu tư nước ngoài và gây thiệt hại lớn làm thay đổi đánh giá của nhà đầu tư nước ngoài vào sự an toàn của môi trường đầu tư trong nước là nguyên nhân chủ yếu gây ra sự sụt giảm ngoài dự kiến. Cấu trúc vốn đầu tư nước ngoài bao gồm 72% vào ngành chế biến chế tạo (14,5 tỉ USD), 13% vào bất động sản (2,5 tỉ USD), 5% vào xây dựng (1 tỉ USD) và 10% vào các ngành còn lại.

Tiêu thụ hàng hoá, 2011-2014
(% yoy)



Nguồn: TCTK

Đầu tư nước ngoài, 2006-2014
tỉ USD và % yoy



Nguồn: Bộ KH-ĐT

Bên cạnh đó, ĐTNN còn vào dưới dạng mua lại và sát nhập (M&A). Vốn ngoại thâm nhập mạnh các ngành tài chính, bất động sản, dược phẩm và y tế khi Việt Nam mở cửa dần các ngành dịch vụ.

Chi tiêu chính phủ

Chi chính phủ từ ngân sách tương đương 24,6% GDP. So với năm ngoái, tổng chi từ ngân sách giảm nhẹ. Tăng cao nhất là chi trả nợ, tăng 14% yoy. Gánh nặng trả nợ gia tăng trong vài năm trở lại do sự tích tụ của các khoản nợ công đến hạn. Các khoản trả lãi có xu hướng tăng lên vượt qua khoản trả nợ gốc.

Chi thường xuyên là hạng mục lớn nhất trong chi ngân sách với tỉ lệ 71%, tăng 1,6% yoy. Ngược lại, chi đầu tư giảm 22% yoy (đều là thay đổi danh nghĩa). Trong nhiều năm trở lại, ngân sách nhà nước tỏ ra có tính kỉ luật thấp trong kiểm chế chi thường xuyên. Lương được điều chỉnh hàng năm để bù đắp sức mua thay vì để điều chỉnh méo mó trên thị trường lao động trong khi cắt giảm biên chế không có tiến triển rõ ràng. Do chi trả nợ cũng tăng dần sau mỗi năm, để kiểm chế thâm hụt ngân sách thì chi đầu tư phát triển buộc phải cắt giảm.

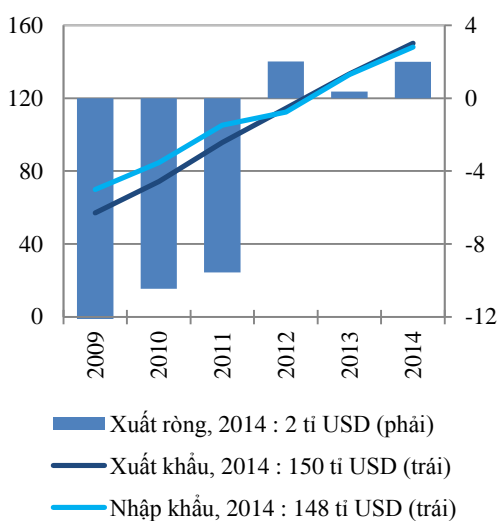
Xuất khẩu ròng

Kim ngạch xuất khẩu (12 tháng: 150 tỉ USD, 13,6% yoy, loại trừ yếu tố giá tăng 9,1%) cao hơn nhập khẩu (148 tỉ USD, 12,1% yoy) tạo thặng dư thương mại gần 2 tỉ USD. Việt Nam vẫn duy trì thâm hụt lớn với Trung Quốc và ASEAN trong khi có thặng dư với EU và Mỹ - một kết quả của nền kinh tế chế xuất có năng lực phụ trợ công nghiệp thấp.

Các nhóm hàng chủ lực thuộc về khu vực có vốn đầu tư nước ngoài, như điện thoại và linh kiện, dệt may, giày dép và máy móc, máy tính. Khu vực kinh tế trong nước đạt 48 tỉ USD, chiếm 1/3 tổng kim ngạch xuất khẩu. Khu vực trong nước có mức tăng trưởng 10%, thấp hơn so với 15% của khu vực đầu tư nước ngoài. Bên cạnh nguồn thu từ xuất nhập khẩu, hiệu quả từ xuất khẩu không cao do hàng hoá chủ yếu là hàng chế biến, lắp ráp có giá trị gia tăng thấp.

Về cơ cấu nhập khẩu, hàng tư liệu sản xuất chiếm 91% trong đó máy móc thiết bị chiếm 38%, còn nguyên vật liệu chiếm 54%. Còn lại là hàng tiêu dùng có tỉ lệ gần 9%.

Thương mại hàng hoá, tỉ USD



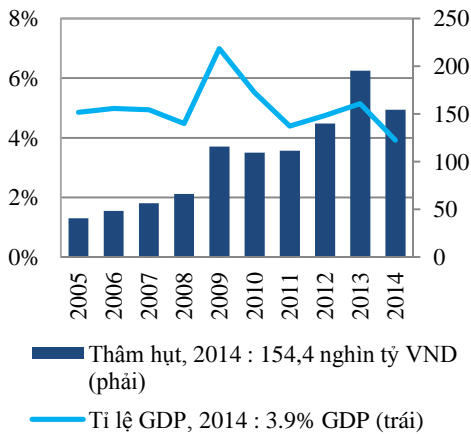
Nguồn: TCTK

Cán cân vĩ mô

Cán cân ngân sách

Nguồn thu tăng 3% so với năm 2013, chủ yếu nhờ đóng góp của thu nội địa, tăng 4% (trong đó thu từ DNNN và DN có vốn ĐTNN tăng cao nhất, tương ứng 15% và 5%) và thu xuất nhập khẩu, tăng 14%. Do tăng thu, tỉ lệ thâm hụt ngân sách so với GDP giảm so với 2013 dù vẫn tương đối

Thâm hụt ngân sách



Nguồn: tính toán theo BTC và IMF

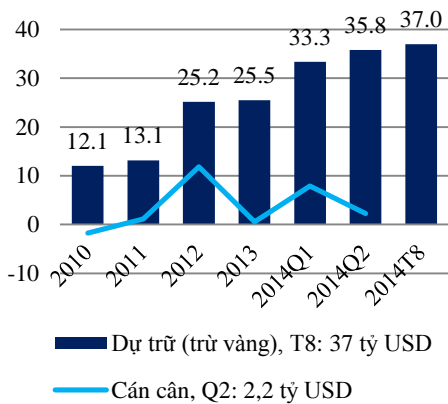
cao. Ước tính sơ bộ thâm hụt ngân sách năm tài khoá 2014 vào khoảng 3,92% GDP, thấp hơn mức 5,15% GDP năm 2013.

Giá dầu giảm mang lại tác động trái chiều cho ngân sách. Thu từ dầu khí, vốn chiếm 12% ngân sách, dự tính sẽ giảm đáng kể. Một ước tính chỉ ra giá dầu giảm 20% thì ngân sách thất thu khoảng 4%, và với mỗi 1 USD giảm trong giá dầu thì NSNN hụt 1000 tỉ đồng. Ngoài ra, một phần ba giá xăng là các khoản phí, thuế và quỹ bình ổn giá, thì với mức giảm giá xăng trong năm 2014 thì NSNN sẽ giảm thu gần 2.600 đồng mỗi lít xăng.

Ngược lại, người dân và doanh nghiệp được hưởng lợi từ giá xăng dầu thấp; do đó, tiêu dùng và kinh doanh cải thiện sẽ gia tăng thuế VAT và thuế thu nhập doanh nghiệp. Tuy vậy, nếu mức tăng thu từ tiêu dùng và sản xuất không đủ bù đắp giảm thu từ dầu khí, thâm hụt ngân sách gia tăng và chính phủ có thể sẽ cân nhắc tăng thuế trong năm sau. Do vậy, tiết chế chi tiêu công là một cách tái cân đối ngân sách mà không làm ảnh hưởng tiêu cực đến sản xuất và tiêu dùng.

Nợ công nằm trong vùng an toàn ở hầu hết các khung phân tích về nợ công. Nợ công hiện tương đương 60,3% GDP và ước tính sẽ tăng dần đến sát tỉ lệ 65% GDP vào năm 2016 trước khi giảm trở lại. Trong 5 năm, tỉ lệ nợ công nước ngoài giảm từ 60% năm 2010 xuống 45% năm 2014 do các khoản vay mới chủ yếu là nợ trong nước.

Cán cân thanh toán và dự trữ ngoại hối, tỷ USD



Nguồn: UN, NHNN

Cán cân thanh toán

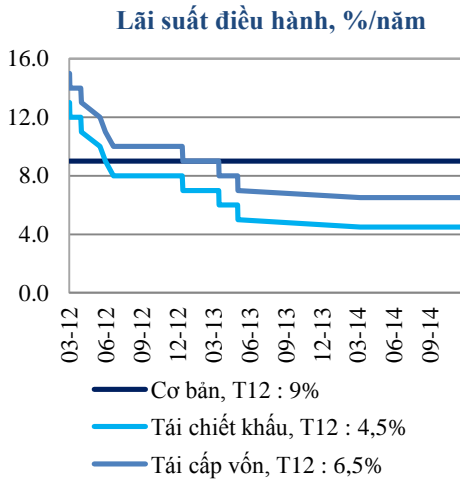
Do chưa có số liệu chính thức về cán cân thanh toán, dựa vào dự trữ ngoại tệ (không kể vàng) thì đến tháng 8 cán cân thanh toán có thặng dư khoảng 13,7 tỉ USD, vượt qua mức thặng dư kỉ lục năm 2012 là 11,8 tỉ USD. Cả hai cán cân vãng lai và cán cân tài chính đều có thặng dư. Trong khi phía cán cân vãng lai được bồi đắp bởi dòng kiều hối tương đối ổn định, dự đoán khoảng 11 tỉ USD, thì phía cán cân tài chính được hỗ trợ bởi vốn đầu tư nước ngoài.

Trong quý II xuất hiện dòng tiền gửi chảy ra nước ngoài khoảng 3,6 tỉ USD, trong khi dòng chảy vào xấp xỉ 1 tỉ USD. Hiện tượng xảy ra hàng năm này xuất phát từ nhu cầu hiện thực hoá lợi nhuận và thoái vốn đầu tư của các quỹ đầu tư nước ngoài. Dòng tiền ròng ra nước ngoài có thể là nguyên nhân chính dẫn tới gia tăng áp lực tỉ giá trong hơn 1 tháng kể từ tháng 5, trước khi buộc NHNN phải can thiệp lên thị trường tiền tệ và điều chỉnh tỉ giá lên 1% vào cuối tháng 6.

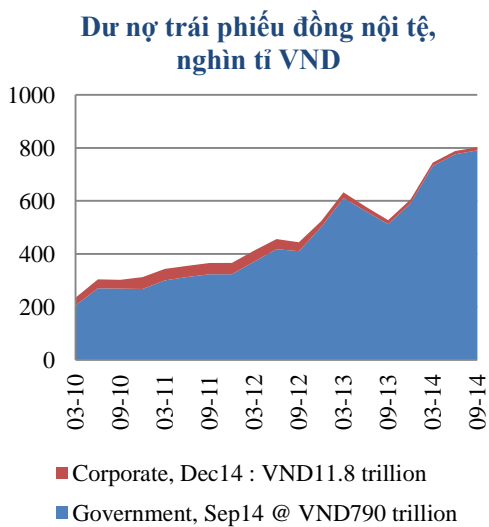
Thị trường vốn và thị trường tiền tệ

Thị trường vốn

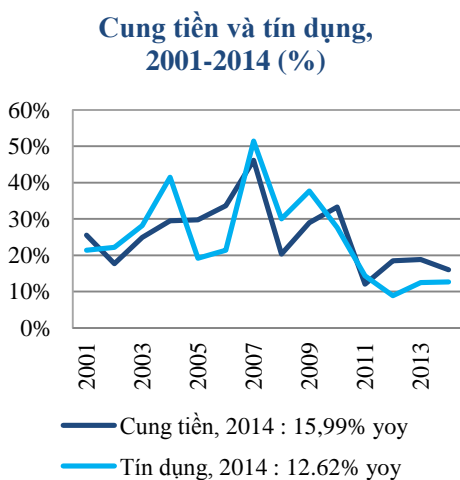
Lạm phát thấp tạo cơ sở để điều chỉnh lãi suất điều hành vào tháng 3 với bước giảm 0,5%. Lãi suất tái chiết khấu giảm còn 4,5% và lãi suất tái cấp vốn giảm còn 6,5% rồi đứng yên cho đến cuối năm. Trong bối cảnh lạm



Nguồn: NHNN



Nguồn: ADB Bonds Online



Nguồn: ADB, NHNN

phát thấp, việc không điều chỉnh lãi suất điều hành cho thấy NHNN có cách tiếp cận thận trọng với chính sách tiền tệ.

Cổ phần hoá DNNN được thúc đẩy trong năm 2014. Các nhà phát hành thu về 3,2 nghìn tỉ VND từ chào bán lần đầu ra công chúng cổ phiếu của 40 DNNN; tuy nhiên, không có cổ phiếu nào được lên sàn giao dịch. Nhà đầu tư nước ngoài tránh mua cổ phần tại các DN mà nhà nước tiếp tục giữ kiểm soát, đặc biệt là tại những ngành như năng lượng và giao thông vốn được coi là có vị trí chiến lược và dễ bị can thiệp. Lo ngại xung quanh tình trạng thiếu thanh khoản của những cổ phiếu này và tỉ lệ sở hữu ngoài NN quá nhỏ nên không thể can thiệp đến nền quản trị của DN.

Thị trường trái phiếu thu hút được 237 nghìn tỉ đồng, trong đó 90% là trái phiếu chính phủ (TPCP). TPCP các kì hạn dài (10 và 15 năm) đã được đấu giá thành công, thể hiện sự lạc quan thị trường vào triển vọng trả nợ dài hạn và lợi suất trái phiếu thấp hơn trong tương lai. Lãi suất bình quân của trái phiếu ở tất cả các kỳ hạn đều giảm so với 2013. Trong năm 2014 cũng phát hành 1 tỉ USD trái phiếu quốc tế có lãi suất cố định 4,8%/năm thay thế cho trái phiếu lãi suất cao. Trái phiếu DN sôi động trong năm 2014 với sự chào bán của nhiều doanh nghiệp lớn. Khối lượng huy động trái phiếu doanh nghiệp trong năm là 26,7 nghìn tỉ VND. Hiện trạng thị trường TPCP được đánh giá chưa xứng với tiềm năng khi trái phiếu DN còn chiếm tỉ lệ khiêm tốn so với trái phiếu chính phủ. Tín dụng từ ngân hàng vẫn là nguồn cung vốn chủ yếu cho DN.

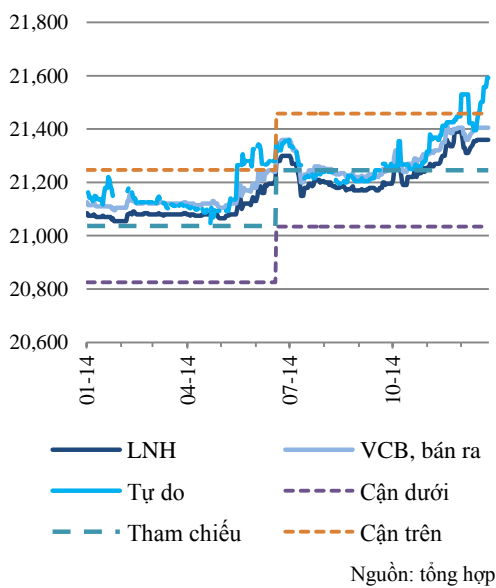
Hệ thống NHTM tiếp tục trải qua quá trình tái cấu trúc mà trọng tâm là hoạt động kinh doanh cốt lõi của các ngân hàng trong khi không có thêm vụ mua bán và sát nhập nào trong năm 2014. Hầu hết các ngân hàng đều đạt được kết quả tích cực ban đầu, trừ trường hợp của Ngân hàng Xây dựng VNCB mà nợ xấu đã vượt qua vốn tự có và gần như đã phá sản. Nợ xấu vẫn được các ngân hàng tự xử lý hoặc thu gom bởi VAMC dù những yếu tố hỗ trợ cho hoạt động của định chế này vẫn chưa được tháo gỡ, nhất là cơ chế mua bán nợ xấu qua thị trường và sự phân định rõ quyền tài sản gắn với các khoản nợ. Xu hướng giảm của tỉ lệ nợ xấu có đóng góp không nhỏ của sự gia tăng quy mô dư nợ tín dụng trong năm.

Thị trường tiền tệ

Trần lãi suất huy động với tiền đồng được hạ xuống 5,5%/năm cho các kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng. Để duy trì tương quan giá trị giữa VND và USD, trần lãi suất huy động với USD được giảm xuống còn 0,75%/năm cho cá nhân. Các trần lãi suất tạo áp lực về cân đối vốn lên các NH nhỏ trong khi không có nhiều ý nghĩa với các NH lớn dư thừa thanh khoản. Đường cong lãi suất hình thành rõ rệt, cho thấy nhu cầu vốn cân đối giữa các kì hạn. Chênh lệch lãi suất cho vay-huy động theo NFSC đã giảm còn 2,8% từ mức 3,5% trong năm 2011, gợi ý các ngân hàng có tiến bộ trong năng lực tài chính.

Dư nợ tín dụng tăng khả quan, có đóng góp đáng kể của tín dụng ngoại tệ: Tăng trưởng dư nợ tín dụng toàn hệ thống ước tăng 14%, tốc độ tăng thực (đã loại trừ lạm phát) vào khoảng 10%. Tín dụng ngoại tệ, mà chủ yếu là đô la Mỹ (USD), được cho phép mở rộng như một ngoại lệ của NHNN khi mở rộng tín dụng bằng đồng Việt Nam (VND) tăng chậm hơn mong đợi của nhà điều hành. Lãi suất thấp hơn - chỉ bằng 1/3 - và rủi ro tỉ giá thấp là hai yếu tố hỗ trợ lựa chọn tín dụng bằng đồng ngoại tệ. Do đó, tỉ lệ tăng trưởng tín dụng bằng USD năm 2014 bằng khoảng ba lần tỉ lệ tăng trưởng tín dụng bằng VND. Đổi lại, tỉ lệ đô la hoá của nền kinh tế có thể đã tăng lên từ mức thấp nhất trong nhiều thập niên (17,8%, vào tháng 4/2014) và tỉ lệ tín dụng/tiền gửi bằng USD tăng lên 88% (vào tháng 6/2014) so với tỉ lệ 80% của VND.

Tỉ giá danh nghĩa, VND/USD



Tỉ giá dao động tương đối lớn trong năm 2014, buộc NHNN can thiệp hai lần vào thị trường tiền tệ. Trong năm 2014, tỉ giá chính thức tăng khoảng 1,4% và nằm trong giới hạn điều hành của NHNN (1,53%) trong khi tỉ giá tự do tăng hơn 2%. Không dưới 2 lần NHNN can thiệp vào phía cung với lượng ngoại tệ bán ra khoảng 1,5 đến 2 tỉ USD. Một lượng vốn lớn dưới dạng tiền gửi rút ra khỏi thị trường nội địa trong quý II và nhu cầu ngoại tệ gia tăng cuối quý IV là hai trường hợp đáng chú ý. Tỉ giá chính thức tăng gần 1% trong quý IV lên trên 21.400 VND/USD trong khi tỷ giá phi chính thức là 21.600 VND/USD.

So với nhiều đồng tiền tại thị trường mới nổi khác, đồng Việt Nam tỏ ra tương đối ổn định so với đồng USD. Cơ chế neo đồng VND vào USD được đảm bảo bằng việc can thiệp chủ động trên thị trường tiền tệ, kết hợp với dự trữ ngoại hối tương đối lớn và rủi ro vĩ mô thấp cho phép Việt Nam chủ động giới hạn độ mất giá của tiền đồng. Một bất cập của chính sách này là hậu quả tăng giá của VND so với USD và các ngoại tệ khác. Xu hướng này âm thầm diễn ra trong nhiều năm qua làm suy yếu sức cạnh tranh của hàng hoá sản xuất trong nước trước hàng nhập khẩu và hàng hoá trên thị trường quốc tế, và gián tiếp trợ giá cho tiêu dùng hàng nhập khẩu tại thị trường trong nước.

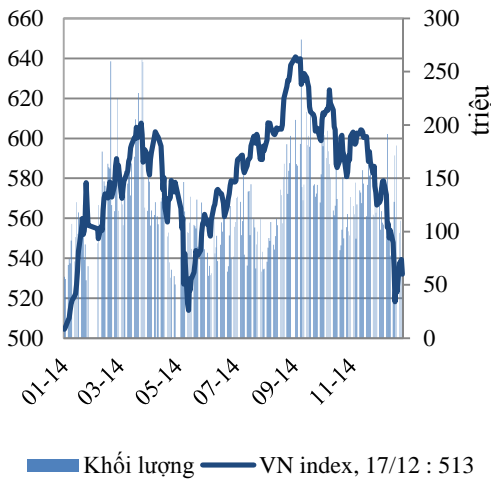
Thị trường tài sản

Chứng khoán

Thị trường chứng khoán biến động mạnh trong năm 2014 với 2 chu kỳ rõ rệt và điểm kết thúc ngang với điểm bắt đầu. Hai sự kiện định hình xu hướng đi xuống của thị trường là sự kiện căng thẳng tại biển Đông đầu tháng 5 và sự đi xuống nhanh của giá dầu từ vào đầu tháng 9. Đầu năm 2014, chỉ số chứng khoán sàn TP HCM (VN index) đạt 504 điểm, chạm đỉnh thứ nhất 609 điểm vào 25/3, giảm liên tục về 508 vào 13/5 trước khi tăng liên tục đến đỉnh thứ hai 644 điểm vào 3/9 rồi giảm liên tục về 513 điểm cuối tháng 12.

Một nguyên nhân gia tăng biên độ lên xuống của thị trường chứng khoán trong năm 2014 là hoạt động giao dịch kí quỹ của các CTCK. Do nhà đầu

Chỉ số chứng khoán sàn HCM



Nguồn: BSC

tư sử dụng chính cổ phiếu đầu tư để làm tài sản thế chấp, xu hướng giảm giá có thể đã kích hoạt việc bán cổ phiếu để nâng giá trị tài sản đảm bảo (giảm tỉ lệ đòn bẩy về mức an toàn) khiến cho nguồn cung tăng đột biến và càng làm giá giảm sâu. Dự nợ ký quỹ đạt 9,7 nghìn tỉ VND trong quý I, giảm xuống 7,4 nghìn tỉ VND cuối quý II và tăng lên 17 nghìn tỉ VND cuối quý III và dự kiến giảm còn 7-8 nghìn tỉ VND cuối quý IV.

Nhà đầu tư nước ngoài đã chuyển sang bán ròng trong nửa cuối 2014 và thoái 350 triệu USD khỏi TTCK Việt Nam - gần bằng lượng vốn chảy vào từ đầu năm - do hoạt động tái cơ cấu của một số quỹ và đồng USD tăng giá kéo dòng tiền chuyển sang các thị trường khác. Việt Nam vẫn là một trong các thị trường cận biên đầy tiềm năng có tốc độ tăng trưởng cao, nổi bật nhờ có nền tảng vĩ mô đi vào ổn định, chính sách điều hành thận trọng, và Chính phủ đã thi hành các cải cách tiên bộ theo hướng mở cửa như trông đợi. Vốn hoá thị trường cuối năm tương đương 30% GDP.

Vàng

Thị trường vàng tương đối trầm lắng sau những điều chỉnh trong năm 2013. Giá vàng SJC lên cao nhất vào quý 2 (37 triệu đồng/lượng), sau đó chuyển vào quỹ đạo đi xuống, cùng thời điểm với sự mạnh lên của đồng USD và suy giảm của giá dầu cũng như các hàng hoá cơ bản khác. Cuối năm, giá vàng ở quanh mức 35 triệu đồng/lượng, cao hơn khoảng 100 nghìn đồng/lượng so với cuối năm ngoái. Giá vàng miếng trong nước (SJC) có mức chênh lệch cao (2-4 triệu đồng/lượng, hay 5-10%) so với giá quốc tế phần lớn thời gian năm 2014.

Nhu cầu vàng suy giảm trong năm 2014. Theo số liệu của Hội đồng Vàng Thế giới (WGC), nhu cầu vàng giảm khoảng 25% so với cùng kỳ năm 2013, chủ yếu do sụt giảm trong nhu cầu đầu tư vào vàng miếng. Nhu cầu với trang sức cũng giảm đi ở mức độ thấp hơn.

Giá vàng, triệu đồng/lượng



Nguồn: SJC

Bất động sản

Thị trường bất động sản có nhiều cải thiện trên diện rộng. Thanh khoản thị trường tăng rõ rệt ở phân khúc nhà ở bình dân. Lượng mở bán các căn hộ đang hoàn thành và lượng cầu đều ở mức cao trong 3 năm trở lại. Thị trường phía Nam tỏ ra có cải thiện nhanh hơn phía Bắc. Dự cung căn hộ giảm dần, giá nhà bắt đầu tăng nhẹ tại hầu hết các phân khúc. Dù vậy, tồn kho vẫn còn cao ở các dự án thiếu hạ tầng và tiện ích, cộng với thanh khoản kém.

Quy định mới gia tăng hỗ trợ cho gói tín dụng mua nhà ở có tác dụng tích cực. Đối tượng mua được mở rộng, thời gian cho vay tăng lên 15 năm từ 10 năm như quy định cũ. Các dự án mới có phương thức thanh toán linh hoạt và có ưu đãi có tốc độ bán khá quan. Thị trường khởi sắc đã thu hút vốn ĐTNN, lượng vốn đăng kí trong năm 2014 đạt gần 2,5 tỉ USD, còn vốn đổ vào khu vực xây dựng cũng hơn 1 tỉ USD.

Triển vọng kinh tế và khuyến nghị chính sách

Triển vọng kinh tế 2015 và xa hơn

Tăng trưởng chưa vững chắc và lạm phát thấp sẽ khuyến khích NHTW châu Âu và Nhật Bản duy trì chính sách tiền tệ thích ứng khi các chính sách trước không có tác động lâu dài. Với quá trình điều hoà chính sách tiền tệ tại Mỹ, lãi suất tăng là khó tránh khỏi, dù vẫn được kỳ vọng duy trì ở mức thấp trong một thời gian nhất định do lạm phát còn thấp và tăng trưởng toàn cầu giảm sút. Bối cảnh này sẽ thay đổi cấu trúc lãi suất và dẫn tới dịch chuyển nguồn vốn toàn cầu, kết hợp với rủi ro địa chính trị gia tăng có thể kéo nguồn vốn ra khỏi các thị trường mới nổi (và gây bất ổn tiền tệ tại các nước này) sang các thị trường phát triển hơn. Tác động của quá trình này tới Việt Nam là hạn chế do cán cân vốn của Việt Nam không có độ mở cao và thị trường tài chính có mức độ liên kết thấp với thế giới. Dự trữ ngoại hối không ngừng tăng và tỉ lệ nợ bằng ngoại tệ giảm dần đặt Việt Nam vào trạng thái tiền tệ an toàn hơn.

Sự điều hoà chính sách tiền tệ tại Mỹ (thông qua nâng lãi suất thị trường mở và các lãi suất ngắn hạn khác, giảm quy mô tài sản), cùng với kỳ vọng tăng trưởng thấp hơn ở châu Âu và Trung Quốc, góp phần gây giảm giá nguyên liệu thô toàn cầu. Giá hàng hoá cơ bản được dự báo sẽ duy trì ở mặt bằng thấp trong năm 2015 do các xu hướng trên chưa đảo chiều. Một mặt, giá cả thấp có lợi cho tiêu dùng và sản xuất (hạ chi phí đầu vào) trong nước; mặt khác khiến giảm doanh thu xuất khẩu đối với nhà sản xuất.

Quan hệ kinh tế giữa Nga và Việt Nam tương đối nhỏ so với nhiều quốc gia khác. Ảnh hưởng từ sự suy giảm kinh tế Nga trong năm 2015 lên kinh tế Việt Nam sẽ rất hạn chế, chỉ tập trung chủ yếu tại lĩnh vực du lịch và thương mại ở mức độ nhỏ hơn. Về thương mại, Việt Nam sẽ được hưởng lợi từ sự suy yếu của đồng RUB tại những hợp đồng nhập khẩu lớn từ Nga được kí bằng đồng RUB, ngoài ra, nếu bằng USD thì ảnh hưởng không đáng kể.

Trong trung hạn, sản xuất gạo gặp nhiều thách thức khi Myanmar nổi lên là một nhà sản xuất và đối thủ xuất khẩu tiềm năng của Việt Nam. Các thị trường truyền thống như Indonesia và Philippines đang thúc đẩy sản xuất trong nước. Việt Nam có kế hoạch thúc đẩy xuất khẩu trước viễn tượng này; tuy nhiên xuất khẩu gạo đang chịu tác động bởi các DNNN, nhất là các thị trường được tạo ra bởi hợp đồng giữa hai chính phủ. Luật Đất đai sửa đổi nâng thời hạn sử dụng đất lên 50 năm, là cơ hội để hình thành các cánh đồng canh tác lớn và trồng các loại cây khác ngoài lúa nước. Hiệp định TPP và FTA giữa Việt Nam và châu Âu nếu được kí kết sẽ mở cửa thị trường Bắc Mỹ và châu Âu cho các sản phẩm gỗ và thủy sản. Đáp ứng các điều kiện quốc tế cho sản phẩm xuất khẩu là một thách thức lớn với các DN.

Sản xuất công nghiệp tiếp tục được hỗ trợ bởi sự xuất hiện của các dự án đầu tư nước ngoài trước những cơ hội mà các hiệp định thương mại tự do song phương (như Việt Nam-EU) và đa phương (TPP) mang lại. Công nghiệp hỗ trợ vẫn là một điểm yếu, dẫn tới xu hướng gia tăng nhập khẩu các loại nguyên vật liệu đầu vào. Vốn FDI chuyển hướng từ Trung Quốc xuống khu vực Đông Nam Á, sớm muộn các nhà máy này sẽ có mặt ngày càng nhiều tại Việt Nam. Đảm bảo nguồn cung nguyên liệu thô cho giai đoạn phát triển sắp tới là một yêu cầu mới nổi lên.

Mức giảm thu ngân sách từ xăng dầu có thể được bù đắp dần bởi mức gia tăng trong thuế tiêu dùng và thuế thu nhập doanh nghiệp do gia tăng cường độ của các hoạt động kinh tế nhờ chi phí sản xuất giảm. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, ảnh hưởng tiêu cực từ suy giảm giá dầu tới nền kinh tế sẽ vượt qua các ảnh hưởng tích cực do độ trễ trong điều chỉnh kì vọng và hành vi của các thành phần kinh tế. Về dài hạn, nếu giá dầu tiếp tục ở mức thấp, các ảnh hưởng tiêu cực sẽ giảm dần do Việt Nam có cơ sở kinh tế đa dạng hơn và không còn phụ thuộc nhiều vào ngành dầu khí như 2 thập niên trước. Với đà phát triển hiện tại, Việt Nam sẽ tiếp tục là nước nhập khẩu ròng năng lượng ở dạng dầu nên giá dầu thấp sẽ có lợi nhiều hơn hại.

Chi tiêu cho tiêu dùng sẽ củng cố xu hướng đi lên trong năm 2015 khi những cải thiện trong việc làm và thu nhập đang trở nên rõ ràng hơn. Tầng lớp trung lưu đang lớn dần và dân số trẻ vẫn là các yếu tố hỗ trợ chính cho xu hướng tăng trưởng của tiêu dùng trong trung hạn. Sự mở cửa thị trường bán lẻ trong nước là một cú sốc tích cực từ phía cung; tuy nhiên, vị thế của hàng hoá sản xuất trong nước tại những cơ sở có đầu tư nước ngoài còn là một ẩn số. Việt Nam đang có những lợi ích từ thời kỳ dân số vàng. Trong trung hạn, Việt Nam sẽ có một lực lượng lao động dồi dào và độ tuổi trung bình trẻ nhất trong vài thập niên trở lại. Do đó, tạo việc làm và đào tạo kỹ năng cho lao động thanh niên là một thách thức hiện hữu đối với tăng trưởng và chuyển dịch cấu trúc kinh tế.

Với bối cảnh quốc tế và nội địa như vậy, tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong năm 2015 dự báo sơ bộ khoảng 6,2% theo kịch bản cơ sở mà trong đó các xu hướng lớn của quá khứ không thay đổi. Tỷ lệ này cao hơn 0,2 điểm phần trăm so với tăng trưởng ước tính năm 2014. Tỷ lệ lạm phát cuối năm 2015 dự báo đạt 4,09%, cao hơn mức 1,84% vào tháng 12 năm 2014. Nền lạm phát thấp cho phép Chính phủ thực hiện điều chỉnh giá các dịch vụ công ích, trong đó giá điện dự tính sẽ tăng tới gần 10% trong năm 2015, nhiều khả năng chia làm 2 lần với mỗi bước 5%. Giá điện tăng sẽ ảnh hưởng đến chi phí sản xuất song sẽ lan toả tương đối hạn chế đến giá cả tiêu dùng.

Nếu giá dầu tiếp tục giảm sâu – mà khả năng tương đối thấp, các cân đối vĩ mô sẽ bị ảnh hưởng nghiêm trọng, do đó tăng trưởng có thể mất ròng

1-1,5 điểm phần trăm, trong khi lạm phát mất 4-6 điểm phần trăm. Trong trường hợp chính sách tiền tệ nói lỏng kết hợp với sự phản ứng nhạy hơn của tiêu dùng và đầu tư với lãi suất thấp, tăng trưởng có thể tăng thêm 0,1 đến 0,2 điểm phần trăm trong khi tỉ lệ lạm phát vẫn nằm dưới tỉ lệ mục tiêu 5%.

Cán cân ngân sách có thể chịu thâm hụt cao hơn trong năm 2015 do có độ trễ trong phản ứng của chi tiêu cho tiêu dùng và đầu tư với lạm phát thấp. Do những yếu tố tác động tích cực từ việc giá dầu giảm sẽ chỉ thấy rõ hơn trong trung hạn, hậu quả tiềm tàng là chính phủ có thể sẽ bị hấp dẫn trước lựa chọn tăng thuế suất hoặc tạo lạm phát (thông qua nói lỏng tiền tệ hoặc tăng giá dịch vụ công) để bù đắp hụt thu nếu chi ngân sách không được tiết chế - một quyết định thiếu khôn ngoan. Ảnh hưởng tiêu cực do tăng thuế hay tạo ra lạm phát có thể tạo ra kỳ vọng tiêu cực về tương lai và làm chậm khả năng phục hồi kinh tế.

Cán cân thương mại được dự báo sẽ có thâm hụt trong năm 2015 nhưng với mức độ tương đối thấp. Nhập khẩu được kì vọng sẽ tăng nhanh để tận dụng cơ hội giá đầu vào đang giảm thấp. Xuất khẩu các mặt hàng thô và sơ chế sẽ chịu ảnh hưởng bởi biến động giá cả hàng hoá cơ bản toàn cầu và nhiều khả năng sẽ có kim ngạch giảm so với năm ngoái. Ngược lại, kim ngạch xuất khẩu các mặt hàng chế biến chế tạo sẽ duy trì tốc độ tăng hai chữ số. Về tổng thể, cán cân thanh toán được dự báo vẫn có thặng dư lớn nhờ luồng kiều hối và đầu tư nước ngoài dồi dào. Để điều tiết tỉ giá NHNN sẽ phải tiếp tục mua vào ngoại tệ và thực hiện trung hoà tiền tệ, nếu không đồng VND sẽ có xu hướng tăng giá so với USD.

Nợ xấu có thể còn tăng trong năm 2015 do quy định phân loại nợ trong Thông tư 02 và 09. Xây dựng khuôn khổ cho thị trường mua bán nợ xấu và tăng vốn hoạt động cho VAMC là hai nhiệm vụ quan trọng trong chính sách xử lý nợ xấu năm 2015.

Thông tư 29/2013 cho phép mở rộng tín dụng ngoại tệ sẽ hết hiệu lực vào cuối 2014. Chính sách này được NHNN gia hạn bằng Thông tư 43/2014 để thúc đẩy tăng trưởng tín dụng trong 2015. Tăng trưởng tín dụng năm 2015 do đó có thể đạt 12-14%, trong đó tín dụng ngoại tệ có đóng góp nhỏ hơn năm 2014 nếu lãi suất cho vay tiền đồng giảm xuống mức dễ chịu hơn với DN.

Với Thông tư 36 quy định giới hạn tỉ lệ đảm bảo an toàn trong hoạt động của tổ chức tín dụng, các NH phải giảm sở hữu chéo, đưa tỉ lệ nợ xấu về dưới 3% để được phép cho vay đầu tư cổ phiếu, dư nợ không quá 5% vốn điều lệ. Quá trình điều chỉnh có thể dẫn tới nhiều thương vụ mua bán và sát nhập trong hệ thống tài chính bên cạnh các thương vụ sát nhập ngân hàng đang trong quá trình chuẩn bị. NHNN cần giám sát để đảm bảo các chuẩn mực an toàn tài chính sau khi sát nhập bởi rủi ro tín dụng được tập trung lại thay vì phân tán ra. Một lượng vốn ngắn hạn lãi suất thấp có thể

chảy nhiều hơn sang khu vực sản xuất thay vì chu chuyển trên thị trường chúng khoán thứ cấp, cho dù rủi ro chênh lệch kì hạn có thể sẽ lớn hơn.

Quốc hội ra Nghị quyết trong năm 2015 sẽ không phát hành trái phiếu chính phủ dưới 5 năm. Việc dừng phát hành trái phiếu trung hạn có tính khả thi thấp, khi 80% trái phiếu được phát hành trong 3 năm qua đều có kì hạn 2-3 năm và thị trường vẫn có nhu cầu. Phần lớn nhà đầu tư là các NHTM trong nước, với mục tiêu quay vòng vốn trong trung hạn, chờ đợi sự hồi phục trong cầu đầu tư và tín dụng của khu vực tư nhân (lãi suất cao hơn TPCP). Nhà phát hành dựa vào nhu cầu của thị trường để đưa trái phiếu ra đấu thầu chứ không cần dừng hoàn toàn phát hành mới kì hạn ngắn.

Luật Nhà ở sửa đổi được Quốc hội thông qua cuối 2014 cho phép cá nhân nước ngoài được sở hữu nhà ở tại Việt Nam. Có hiệu lực từ tháng 7/2015, sắc luật này được kỳ vọng sẽ khuấy động các phân khúc trung và cao cấp của thị trường gần như đã nằm ngoài khuynh hướng phục hồi trong 2 năm qua. Nguồn cung căn hộ sẽ tiếp tục tăng để đón đầu sự phục hồi trong nguồn cầu trong những năm tới.

Nguy cơ giảm thu ngân sách và suy giảm tăng trưởng do giá dầu một lần nữa tụt xuống xu hướng thu hẹp của khu vực công. Nền kinh tế sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào khu vực tư nhân và đầu tư nước ngoài để tái tạo động lực tăng trưởng và củng cố cán cân ngân sách. Luật Doanh nghiệp 2014, Luật Đầu tư 2014 có hiệu lực từ 1/7/2015 được kỳ vọng sẽ đem lại những thay đổi tích cực trong môi trường kinh doanh. Chính phủ dự kiến sẽ tập trung vào cải cách thủ tục hành chính trong năm tới.

Cộng đồng kinh tế ASEAN (AEC) có thể được thành lập vào năm 2015 nhưng sự chuẩn bị của Việt Nam trong quá trình hội nhập này chưa theo kịp nhóm 6 nước thành lập khối là Brunei, Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore và Thái Lan về thuận lợi hoá thương mại và tự do hoá đầu tư. Nội dung đàm phán Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP) cũng vạch ra những khác biệt về môi trường thể chế của Việt Nam so với các thành viên còn lại mà Việt Nam cần sớm thu hẹp. Tăng cường sự tham gia của khu vực tư nhân và nhận thức của cộng đồng là một trong nhiều thách thức đối với Việt Nam để gạt hái được lợi ích lớn hơn từ quá trình hội nhập kinh tế thế giới.

Khuyến nghị chính sách

Trong bối cảnh lãi suất sẽ giảm thêm và trở nên kém quan trọng hơn với DN, các nhà hoạch định chính sách cần thúc đẩy các cải cách hành chính và thể chế để thuận lợi hoá đầu tư và sản xuất, củng cố tài khoá thông qua giảm chi thường xuyên, giảm thiểu rủi ro về đầu tư khiến lãi suất giảm một cách lành mạnh, và qua đó khuyến khích hoạt động kinh tế tăng tốc bền vững.

Chính phủ cần tỏ rõ cam kết sẽ không thực hiện cả hai lựa chọn có lợi nhất thời cho ngân sách (tăng thuế suất và tạo lạm phát) mà kiên nhẫn chờ đợi phục hồi kinh tế nhờ giá dầu giảm. Chính phủ phải thể hiện được cam kết tiếp tục cải cách để thúc đẩy tăng trưởng, tiết chế chi thường xuyên, giảm thủ tục hành chính, để từ từ lấy lại cân đối ngân sách. Điều mấu chốt là duy trì niềm tin và kì vọng của thị trường vào tầm nhìn chính sách và khả năng điều hành của Chính phủ.

Trong bối cảnh lạm phát thấp, thanh khoản dồi dào, các NH sẽ tự động điều chỉnh lãi suất. NHNN có thể dỡ bỏ trần lãi suất cho huy động và cho vay vì các quy định này đã mất nhiều ý nghĩa và không còn có tính ràng buộc chặt. NHNN có thể cân nhắc giảm thêm lãi suất trên thị trường mở (5,5%) và lãi suất tái chiết khấu (4,5%) để hỗ trợ thanh khoản các NH nhỏ.

NHNN nên thận trọng với tín dụng ngoại tệ khi tỉ lệ tín dụng/tiền gửi ngoại tệ đã tăng lên 88%. Tiếp tục chính sách này có thể gây mất cân đối ngoại tệ. Một ràng buộc từ phía cung là lãi suất tiền gửi USD chịu mức trần 0,75%/năm làm giảm động lực tiền gửi. Thúc đẩy tín dụng ngoại tệ có thể giảm gánh nặng đẩy vốn ra nền kinh tế của hệ thống ngân hàng nhưng tỏ ra mâu thuẫn với mục tiêu giảm tình trạng đô la hoá của hệ thống tài chính.

Sau nhiều năm có lạm phát cao, việc neo giá trị VND vào USD - khiến VND bị định giá cao - đã gây bất lợi cho hàng xuất khẩu và hàng hoá trong nước trước hàng nhập khẩu. Ảnh hưởng này trong nửa cuối 2014 còn nhân lên khi đồng USD tăng giá so với nhiều đồng tiền khác trên thế giới, khiến VND tiếp tục mạnh lên và hàng hoá nhập khẩu rẻ hơn. Điều chỉnh tỉ giá với biên độ hẹp trong nhiều năm gần đây là quá thận trọng và tiếp tục làm suy yếu khả năng cạnh tranh của nền kinh tế Việt Nam. NHNN nên chủ động phá giá tiền đồng từ 3-4% trong vòng 2-3 năm tới, thông qua một số bước với biên độ 1-1,5%, để trả lại sức cạnh tranh cho hàng hoá sản xuất nội địa.

Những quy định về công bố thông tin

Chứng nhận của tác giả

Các nhà kinh tế, nhà phân tích, người nghiên cứu sau sẽ chịu trách nhiệm về nội dung của báo cáo này, đồng thời chúng nhận rằng những quan điểm, nhận định, dự báo trong báo cáo này phản ánh ý kiến chủ quan của người viết: Nguyễn Đức Thành, Nguyễn Thị Thu Hằng, Ngô Quốc Thái, Hoàng Thị Chinh Thon.

Tài liệu này được thực hiện và phân phối bởi Phòng Nghiên cứu của Viện Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách (VEPR), chỉ nhằm mục đích cung cấp tài liệu tham khảo cho các khách hàng hoặc đối tác đặc biệt của VEPR, không nhằm mục đích thương mại và xuất bản, dù thông qua báo chí hay các phương tiện truyền thông khác. Các khuyến nghị trong báo cáo mang tính gợi ý và không nên coi như lời tư vấn cho bất kỳ cá nhân nào, vì báo cáo được xây dựng không nhằm phục vụ lợi ích cá nhân.

Các thông tin cần chú ý khác

Báo cáo được xuất bản vào ngày 10 tháng 02 năm 2015.

Các dữ liệu kinh tế và thị trường trong báo cáo được cập nhật tới ngày 27/12/2014, nếu khác sẽ được đề cập cụ thể trong báo cáo.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, nhóm Nghiên cứu không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

VEPR có quy trình thủ tục để xác định và xử lý các mâu thuẫn về lợi ích nảy sinh liên quan đến nhóm Nghiên cứu. Các thông tin mật hay nhạy cảm sẽ được xử lý và điều chỉnh theo những chuẩn mực phù hợp.

□ CÁC BÀI NGHIÊN CỨU KHÁC

CS-08 Ảnh hưởng từ sự kiện giàn khoan 981 đến kinh tế Việt Nam hết 2014 và xa hơn, Nguyễn Đức Thành, Ngô Quốc Thái

NC-33: Tổng quan kinh tế Việt Nam 2013, Nguyễn Đức Thành, Ngô Quốc Thái

NC-32: Tổng quan kinh tế thế giới 2013, Lê Kim Sa, Nguyễn Cẩm Nhung.

NC-31: Tổng quan kinh tế thế giới 2012, Lê Kim Sa.

NC-30: Tổng quan kinh tế Việt Nam 2012, Nguyễn Đức Thành, Ngô Quốc Thái, Vũ Minh Long, Hoàng Thị Chinh Thon.

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

LIÊN HỆ

Viện Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách

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

Website: www.vepr.org.vn

Bản quyền © VEPR 2009-2015