



BÁO CÁO

KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM

Quý II - 2015

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 Ôx-trây-lia

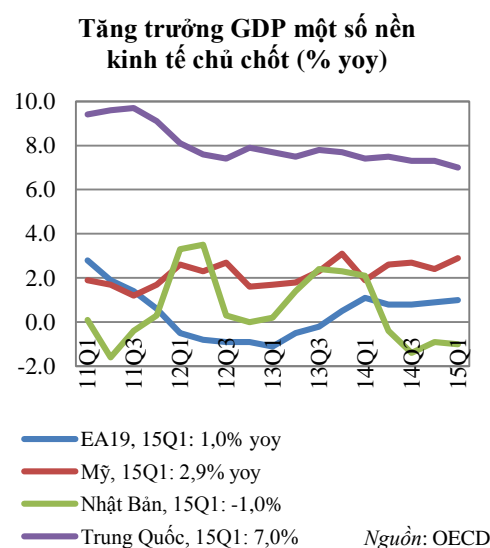
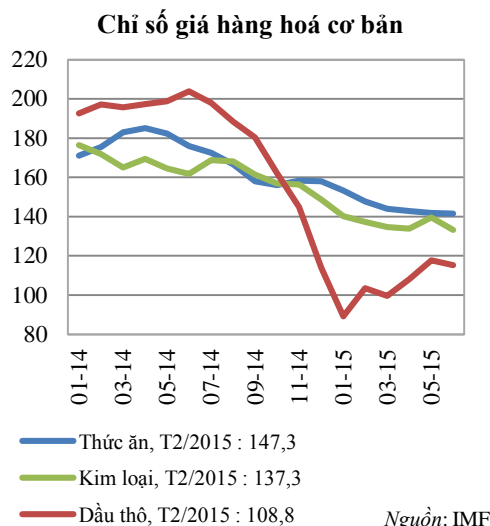
Mục lục

Tóm lược kinh tế thế giới	1
Tóm lược kinh tế Việt Nam.....	5
Khái quát	7
Tăng trưởng kinh tế.....	7
Lạm phát	7
Tổng cung	8
Công nghiệp	8
Dịch vụ.....	8
Tổng cầu	9
Tiêu dùng	9
Đầu tư.....	9
Chi tiêu chính phủ.....	9
Xuất khẩu ròng.....	9
Cán cân vĩ mô.....	10
Cán cân ngân sách.....	10
Cán cân thanh toán.....	10
Thị trường vốn và thị trường tiền tệ.....	11
Thị trường vốn	11
Thị trường tiền tệ	12
Thị trường tài sản	13
Chứng khoán	13
Vàng.....	13
Bất động sản.....	13
Triển vọng kinh tế và khuyến nghị chính sách	14
Triển vọng kinh tế 2015	14
Khuyến nghị chính sách.....	15

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
GDP	Tổng sản phẩm 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



Hộp 1. Lãi suất liên bang (federal funds rate)
 Lãi suất liên bang là loại lãi suất qua đêm trên thị trường liên ngân hàng – nơi các ngân hàng cho vay lẫn nhau để đảm bảo tỉ lệ dự trữ bắt buộc vào cuối ngày. Một mức lãi suất cao hơn làm động cơ tạo lượng tín dụng của ngân hàng bởi điều này đồng nghĩa với việc phải đi vay với lãi suất cao từ ngân hàng khác để đảm bảo dự trữ. Lãi suất liên bang có tính quyết định đến một loạt các lãi suất khác tại Mỹ, như lãi suất trái phiếu chính phủ và trái phiếu doanh nghiệp, lãi suất thế tín dụng, lãi suất cho vay thế chấp nhà tại Mỹ và lãi suất thị trường thế giới.
 Sau khủng hoảng tài chính, Fed đã giảm và giữ lãi suất ở mức thấp cùng với nới lỏng tiền tệ ở quy mô lớn nhằm hỗ trợ khu vực tài chính và kích thích kinh tế, và cam kết sẽ điều chỉnh lại về mức “bình thường” khi có những tín hiệu tin cậy về sức mạnh của nền kinh tế, cụ thể là lạm phát và thất nghiệp.

Kinh tế thế giới điều chỉnh tích cực trong quý II/2015 trong bối cảnh giá hàng hoá cơ bản thấp. Tăng trưởng khả quan tại Mỹ đang đẩy lùi suất gần hơn đến thời điểm điều chỉnh, trong khi tốc độ tăng trưởng đang nhanh hơn tại Nhật và châu Âu làm dịu đi lo ngại về giảm phát tại Nhật và hệ lụy của khủng hoảng của Hy Lạp với sự toàn vẹn của Khu vực đồng Euro. Tăng trưởng giảm dần tại Trung Quốc và bong bóng chứng khoán tại nước này gia tăng lo ngại về biến động tại các thị trường tài chính mới nổi và khả năng lây lan sang các thị trường khác.

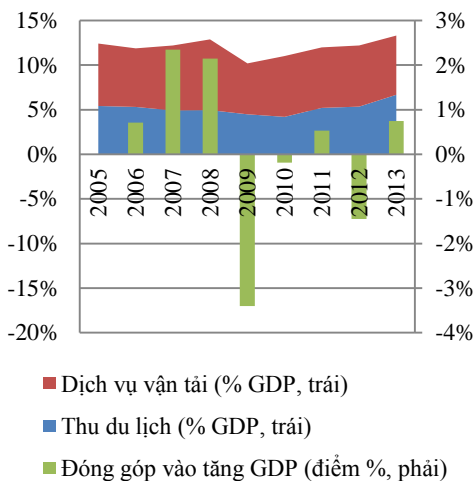
Kinh tế Mỹ trở lại quỹ đạo tăng trưởng vừa phải sau quý I tăng trưởng 0,1% qoq. Chi tiêu hộ gia đình tăng ở mức vừa phải còn khu vực nhà ở đã thể hiện một số cải thiện; tuy nhiên, đầu tư cố định và xuất khẩu ròng vẫn yếu. Tỷ lệ lạm phát, dù âm và thấp hơn mục tiêu 2%, đang có xu hướng đi lên cùng với những cải thiện trong thị trường lao động. Tỷ lệ thất nghiệp giảm còn 5.3% trong tháng 6. NHTƯ Mỹ (Fed) đang chờ đợi những dấu hiệu cải thiện hơn nữa trong thị trường lao động và lạm phát trước khi nâng lãi suất. Cơ quan này hạ dự báo tăng trưởng 1,8-2% so với khoảng dự báo 2,3-2,7% trong tháng 3.

Việc Fed nâng lãi suất liên bang không chỉ tác động đến kinh tế Mỹ mà còn ảnh hưởng tới kinh tế toàn cầu. Tăng trưởng kinh tế Mỹ sẽ chậm lại chủ yếu do suy giảm trong xuất khẩu ròng – một hậu quả của việc tăng giá đồng USD, trong khi các nền kinh tế mới nổi sẽ gánh thêm áp lực từ nợ nước ngoài. Một rủi ro cho kinh tế Mỹ là các khu vực tăng trưởng và tạo nhiều việc làm nhờ được hỗ trợ bởi chính sách tiền tệ nới lỏng trong những năm vừa qua sẽ chịu xáo trộn. Để hạn chế tác động của việc tăng lãi suất và tránh sai lầm từ các lần điều chỉnh nhanh trong quá khứ, khả năng cao là lãi suất sẽ được Fed điều chỉnh với biên độ nhỏ (khoảng 0,25 điểm phần trăm mỗi lần), chậm (kéo dài trong nhiều năm) và nương theo các thay đổi trong lạm phát và thất nghiệp. Thời điểm diễn ra điều chỉnh đầu tiên được kỳ vọng sớm nhất là tháng 9/2015.

Xu hướng tăng giá của USD sẽ tăng gánh nặng nợ và căng thẳng tiền tệ tại các nền kinh tế có tỉ lệ nợ nước ngoài cao và thị trường vốn mở. Nền lãi suất thấp được duy trì kể từ năm 2009 đã khuyến khích các nước đang phát triển vay mượn bằng USD. Nhóm ASEAN-5, Brazil, Nga đều có nợ nước ngoài tăng từ gấp rưỡi đến gấp đôi trong giai đoạn 2009-14. Dòng tiền đầu tư gián tiếp có thể chuyển hướng trở về Mỹ, gây mất giá đồng nội tệ. Vào tháng 6, Đồng Rúp (Nga) và Real (Brazil) mất khoảng 1/3 giá trị so với USD, trong khi Ringgit (Malaysia) và Rupiah (Indonesia) cũng trượt hơn 10%, yoy. Tuy thị trường vốn Việt Nam không có độ mở cao nhưng cũng chứng kiến đợt rút vốn mạnh vào nửa cuối 2014 – thời điểm USD bắt đầu tăng giá so với các đồng tiền chủ chốt như EUR và YEN.

Sự tăng giá của USD so với các đồng tiền khác, trong khi VND được neo “mềm” với USD, sẽ khiến VND tăng giá thực so với các đồng tiền khác.

Vận tải và du lịch Hy Lạp



Hộp 2. Liên minh không đầy đủ của EU

Khủng hoảng Hy Lạp đang mắc phải là một biểu hiện từ sự liên minh không đầy đủ của EU, khi chỉ liên minh về tiền tệ (sử dụng đồng tiền chung) mà chưa hội nhập về tài khoá và lao động không tự do di chuyển, khiến cho liên minh tiền tệ khó đứng vững.

Một nền kinh tế mở chỉ có thể lựa chọn 2 trong 3 lựa chọn: tỉ giá cố định, tự do luân chuyển vốn và độc lập tiền tệ. Nằm trong khu vực đồng Euro hàm ý tỉ giá cố định (với các nước thành viên) và vốn tự do luân chuyển, Hy Lạp phải từ bỏ quyền tự chủ trong chính sách tiền tệ. Trong trường hợp gặp phải cú sốc bất lợi (với Hy Lạp là đồng EUR mạnh lên do xuất khẩu ròng của Đức), nền kinh tế có năng lực cạnh tranh yếu thì xuất khẩu sẽ bị kìm hãm. Do không độc lập về tiền tệ nên Hy Lạp không thể bù đắp năng lực cạnh tranh thấp bằng phá giá đồng tiền.

Việc không hội nhập về tài khoá giảm tính hiệu quả trong việc giải quyết cú sốc bất lợi, khi một nước chịu thâm hụt tài khoá không có đủ ủng hộ chính trị để cải cách chi tiêu công nhằm cải thiện tài khoá theo hướng cân bằng và bền vững hơn. Một điều kiện không thoả mãn khiến trạng thái bất cân bằng này tiếp tục duy trì là dịch chuyển lao động trong khu vực đồng Euro. Theo lý thuyết, những nơi mà yếu tố sản xuất (lao động, vốn) có khả năng luân chuyển lẫn nhau cao thì việc thành lập khu vực đồng tiền chung có hiệu quả. Lao động không thể tự do di cư trong EU bởi khác biệt về ngôn ngữ và văn hoá, khiến cho sự khác biệt về năng suất và cầu cuối cùng giữa các nước không được khoả lấp. Tỉ lệ thất nghiệp tại Đức là dưới 5% trong khi ở Hy Lạp là hơn 25%.

Khu vực xuất khẩu trong nước sẽ vừa gặp bất lợi và thuận lợi do USD tăng giá trong khi nhập khẩu không bị cản trở đáng kể. Dù cho nhu cầu cao hơn từ Mỹ (do sức mua của USD tăng) có xu hướng thúc đẩy nhập khẩu, tỉ giá thiếu linh hoạt làm giảm sức cạnh tranh của hàng hoá và dịch vụ của Việt Nam tại thị trường này. Điều này cũng xảy ra với các thị trường xuất khẩu chủ yếu khác như châu Âu và Nhật. Các DN nhập khẩu không gặp bất lợi bởi chi phí nhập khẩu và trả nợ tính theo VND không tăng nhiều. Mỗi đối tượng DN chịu ảnh hưởng khác nhau, do đó thách thức với nhà điều hành là tìm kiếm một kết hợp chính sách phù hợp.

Đà tăng trưởng kinh tế **châu Âu** được củng cố trong quý I/2015 với mức tăng 0,4% qoq, nâng tăng trưởng so với cùng kỳ năm ngoái lên 1% yoy. Tăng trưởng nhanh hơn trong quý I tại Pháp, Ý, và Tây Ban Nha giảm bớt lo ngại về sự lây lan của khủng hoảng nợ tại Hy Lạp khi nước này chậm trả nợ cuối tháng 6.

Khủng hoảng nợ tại Hy Lạp bị kích hoạt vào năm 2009 bởi sự suy giảm niềm tin về khả năng trả nợ của các nền kinh tế có nền tảng vĩ mô yếu và suy thoái kinh tế sau khủng hoảng tài chính toàn cầu. Những yếu kém mang tính cấu trúc trong nền kinh tế kết hợp với sự kéo dài tình trạng thâm hụt cơ cấu và tỉ lệ nợ cao góp phần đẩy Hy Lạp vào khủng hoảng và ngăn nước này thoát khỏi suy thoái. Sau khi gia nhập Liên minh Châu Âu (EU), Hy Lạp đã không cải thiện được tình hình tài khoá, năng lực cạnh tranh, và sức kháng cự với cú sốc bên ngoài. Trong khi chi tiêu chính phủ Hy Lạp tăng nhanh vào phúc lợi (lương hưu chiếm 17% GDP), tình trạng tham nhũng và trốn thuế khiến nền tài chính công suy yếu. Việc tham gia vào Khu vực đồng Euro khiến sức cạnh tranh của Hy Lạp yếu dần (xem Hộp 2). Sự nhạy cảm với cú sốc bên ngoài khiến kinh tế khó hồi phục/ Ngành vận tải (90% là vận tải biển) và du lịch chiếm khoảng 12% GDP Hy Lạp, nhưng mức giảm GDP của 2 ngành này trong năm 2009 chiếm tới 50% mức giảm GDP của năm đó và GDP hai ngành này năm 2014 vẫn thấp hơn 30% so với trước khủng hoảng.

Cuộc khủng hoảng nợ kéo dài khiến GDP Hy Lạp giảm 30% trong giai đoạn 2009-2014 còn tỉ lệ thất nghiệp của Hy Lạp thường xuyên trên 25%. Chính phủ Hy Lạp đã đồng ý cắt giảm chi tiêu và các chương trình trợ cấp, tăng thuế và các cải cách khác để đổi lại các khoản hỗ trợ từ Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB), song các biện pháp này làm yếu đi tình hình tài chính công, còn khu vực ngân hàng thường xuyên đối mặt với rủi ro thiếu thanh khoản. Sau nhiều vòng đàm phán, dường như Hy Lạp đã chấp nhận phương án nhận cứu trợ từ ECB có thời gian phục hồi, đổi lại là các biện pháp mạnh hơn để củng cố tài khoá. Thời gian qua cho thấy kinh tế Hy Lạp không hồi phục được do những điểm yếu trong cấu trúc, hệ thống ngân hàng suy yếu dần do sở hữu các khoản nợ của Chính phủ mà không có khả năng lấy lại, còn niềm tin suy giảm thúc đẩy người dân rút tiền gửi. Hai lối thoát khác được đưa ra là Hy Lạp dùng tiền gửi trong ngân hàng để cứu trợ, đồng thời áp chế kiểm soát tài khoản vốn và Hy Lạp từ bỏ đồng

Euro (và rời khỏi Liên minh châu Âu) và phát hành đủ lượng tiền cần thiết. Rủi ro đối với Hy Lạp là không thể chắc chắn biện pháp nào sẽ mang lại kết quả tốt hơn.

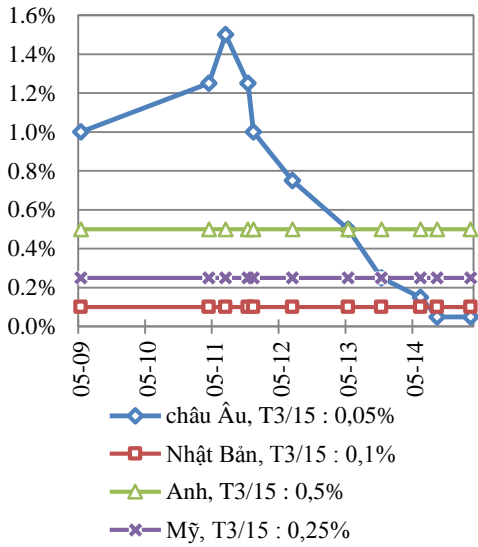
Cuộc khủng hoảng ở Hy Lạp hiện nay đã và đang góp phần làm đồng Euro mất giá. Xu hướng này ảnh hưởng đến Việt Nam ở nhiều phương diện. Thứ nhất là sức cầu của châu Âu giảm do đồng Euro mất giá, tuy kinh tế châu Âu không bị lây nhiễm từ khủng hoảng ở Hy Lạp. Châu Âu là một thị trường xuất khẩu lớn thứ hai của Việt Nam và Việt Nam có thặng dư thương mại với khu vực này. Do đó, sự suy giảm sức mua của châu Âu phần nào ảnh hưởng đến nhu cầu với hàng xuất khẩu trong nước. Kênh ảnh hưởng thứ hai là tiền tệ, khi đồng Euro trượt giá làm giảm sức cạnh tranh của hàng hoá và dịch vụ Việt Nam. Một dịch vụ xuất khẩu quan trọng của Việt Nam là du lịch sẽ chịu ảnh hưởng bởi chi phí du lịch bằng Euro sẽ tăng lên tương ứng với tốc độ mất giá của đồng tiền này. Các nước có chi phí du lịch thấp hơn sẽ là điểm đến thay thế và giảm lượng khách du lịch vào Việt Nam. Về nợ nước ngoài, Việt Nam là nước vay ròng, ở cả khu vực công và khu vực doanh nghiệp, cho nên việc EUR mất giá khiến nghĩa vụ trả nợ khi tính bằng VND sẽ giảm. Tuy vậy, các khoản vay trong nước ngoài chủ yếu là bằng USD và YEN, ảnh hưởng từ việc trượt giá EUR có tác động trong phạm vi tương đối hẹp. Dự nợ vay bằng EUR trong các khoản vay nước ngoài của Chính phủ chiếm khoảng 10% so với gần 40% bằng đồng Yên và 20% bằng USD.

Một số bài học từ khủng hoảng Hy Lạp có thể rút ra cho Việt Nam. Việt Nam có tỉ lệ nợ công cao, thâm hụt ngân sách kéo dài có tính cơ cấu, tỉ giá thực cao, thất thu thuế và nạn tham nhũng là những dấu hiệu cảnh báo ban đầu. Dù các vấn đề này chưa có khả năng gây khủng hoảng, tác động của chúng sẽ bào mòn năng lực cạnh tranh, gieo mầm bất ổn trong cấu trúc kinh tế, gây khó khăn tới cân đối ngân sách.

Nhật Bản củng cố tăng trưởng trong quý I/2015 (1% qoq) sau khi tăng trưởng hồi phục (0,3% qoq) trong quý IV/2014. Du lịch là một trong những lĩnh vực tăng trưởng mạnh kể từ khi đồng Yên yếu đi, nói lỏng quy định thị thực (visa) và hành động quảng bá du lịch. Lượng khách tăng 30% trong khi chi tiêu du lịch tăng 43% trong năm 2014, được kỳ vọng duy trì trong năm 2015. Dù gói chính sách kinh tế “Abenomics” chưa có diễn biến mới về nội dung cải cách, Nhật Bản vẫn dựa vào đồng Yên rẻ để kích thích đầu tư, tiêu dùng, xuất khẩu hàng hoá và dịch vụ. Tỉ lệ lạm phát thấp vẫn là thách thức đối với Nhật Bản.

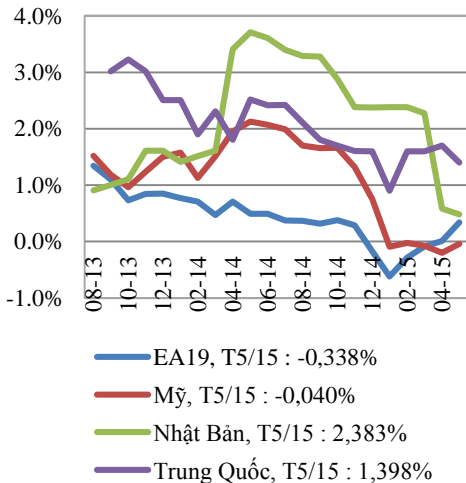
Trung Quốc ghi nhận đợt điều chỉnh mạnh tại các thị trường chứng khoán chủ chốt. Bong bóng giá chứng khoán đã thành hình sau những lần cắt giảm lãi suất để kích thích kinh tế của Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBoC) từ cuối năm 2014. Đà tăng của chỉ số chứng khoán không nhất quán với đà suy giảm tăng trưởng của nền kinh tế khi GDP chỉ tăng 7% yoy trong 2 quý đầu năm 2015 so với mức 7,3% trong quý IV/2014. Trong

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



Nguồn: Global-rates.com

Tỉ lệ lạm phát tại một số nền kinh tế chủ chốt



Nguồn: global-rates

đợt điều chỉnh, chỉ số chứng khoán Thượng Hải giảm 30% chỉ trong 3 tuần tháng 6 sau khi tăng hơn 150% trong vòng 1 năm. Các động thái can thiệp mang tính áp đặt hành chính từ Chính phủ Trung Quốc cho thấy TTCK đang được nâng đỡ bởi chính phủ mà thiếu nền tảng vững chắc, tạo rủi ro đạo đức.

Sự suy giảm tăng trưởng và sụt giảm của TTCK Trung Quốc có tác động nhiều mặt tới kinh tế Việt Nam. Thứ nhất, suy giảm tăng trưởng của Trung Quốc có thể ảnh hưởng tới đà tăng trưởng của những nước có Trung Quốc là đối tác thương mại chính, mà Việt Nam là một trong số đó. Ngoài ra, hàng hoá dư thừa tại Trung Quốc có thể được bán phá giá sang Việt Nam, nhất là qua đường biên mậu, gây thiệt hại cho các DN có hàng hoá cạnh tranh. Thứ hai, sự suy giảm kéo góp phần vào xu hướng giảm giá hàng hoá cơ bản trên toàn cầu, trong đó giá hàng nông sản và quặng kim loại (hai trong số những nhóm hàng hoá xuất khẩu chính của Việt Nam sang Trung Quốc) chịu mức giảm lớn, làm giảm thu nhập của người sản xuất trong nước. Điều này đã được ghi nhận kể từ nửa sau 2014. Thứ ba, mức giảm mạnh của TTCK có thể phát sinh nợ xấu và ảnh hưởng đến thị trường bất động sản Trung Quốc—nơi chứa các tài sản cầm cố để đầu tư chứng khoán—gây rủi ro suy giảm tăng trưởng kinh tế. Khi khoản tiết kiệm của nhà đầu tư đơn lẻ (tiềm ẩn sức mua lớn) bị xoá sạch thì sức tiêu dùng sẽ bị hạn chế, ảnh hưởng tới nhu cầu hàng hoá của Việt Nam. Cuối cùng, dòng vốn gián tiếp nước ngoài có thể chuyển sang các thị trường cận biên. Việt Nam có thể đối mặt với làn sóng đầu tư nước ngoài mới nhờ tình hình vĩ mô, tăng trưởng kinh tế, các cam kết cải cách theo hướng thị trường, tự do hoá tài chính và hội nhập kinh tế quốc tế khuyến khích đầu tư.

Tóm lược kinh tế Việt Nam

Tăng trưởng nhanh hơn có đóng góp lớn từ lĩnh vực công nghiệp. Tăng trưởng quý II tăng lên 6,44% từ mức 6,08% yoy trong quý I, trong đó tăng trưởng 9,5% trong công nghiệp đóng góp gần 3 điểm phần trăm. Tỷ lệ giá trị gia tăng của yếu tố nội địa trong sản xuất công nghiệp thấp, tác động lan toả nội địa hạn chế, cùng với tăng trưởng suy giảm của nông nghiệp và dịch vụ gợi ý thu nhập của các yếu tố trong nước tăng thấp hơn GDP. Điều này phần nào hạn chế tiêu dùng.

Lạm phát ở vùng thấp trong nhiều năm. Tỷ lệ lạm phát ở mức 1% trong tháng 6. Trong khi giá lương thực, thực phẩm tăng chậm và giá nhiên liệu chịu ảnh hưởng từ thị trường quốc tế, thì sức ép từ cầu tiêu dùng lên các nhóm hàng còn lại cũng mờ nhạt.

Điều kiện thuận lợi từ nhu cầu bên ngoài và giá đầu vào nâng đỡ các ngành sản xuất. Các chỉ báo dẫn dắt của PMI dự báo sản lượng còn tăng trong các quý sau, tuy nhiên xu hướng vận động của chỉ số tiêu thụ và tồn kho làm giảm kỳ vọng về tăng trưởng ngành.

Ngành dịch vụ tăng trưởng thấp một phần bởi ngành du lịch suy giảm. Lượng khách giảm nhiều nhất từ các thị trường Trung Quốc, ASEAN và Nga. Thay đổi quy định về nhập cảnh và tính ì tâm lý từ sự kiện căng thẳng trên biển Đông năm ngoái ảnh hưởng nhiều đến lượng khách tới Việt Nam.

Tín hiệu tiêu dùng hỗn hợp, giảm dần sau Tết Nguyên đán. Mức tăng tiêu dùng nằm giữa mức tăng trưởng hàng tiêu dùng nhanh thấp nhất trong 3 năm của Kantar và tăng trưởng cao nhất trong 3 năm trong bán lẻ hàng hoá và dịch vụ tiêu dùng của TCTK. Ảnh hưởng kích thích của giá nhiên liệu thấp lên sức tiêu dùng không kéo dài.

Môi trường đầu tư kém cạnh tranh chưa hấp thụ các nội dung cải cách mới được thông qua. Trong lúc đó vốn FDI đăng kí mới mới giảm 20% yoy và là mức thấp nhất trong 5 năm. Giải ngân vốn nước ngoài tăng kéo theo gia tăng nhập khẩu hàng tư bản.

Thu ngân sách 6 tháng đầu năm 2015 dưới kỳ vọng và gánh nặng trả nợ gia tăng, nhưng chi ngân sách không có dấu hiệu tiết chế. Việc tăng cường chi đầu tư phát triển phần nào phản ánh quyết tâm theo đuổi các mục tiêu kinh tế xã hội của Chính phủ.

Tăng trưởng nhanh hơn cả cán cân ngân sách và vãng lai đều có xu hướng thâm hụt. Tỷ lệ thâm hụt ngân sách tăng lên 5,3% GDP. Cán cân ngân sách sẽ còn suy yếu bởi giá dầu ở mức thấp và thu nội địa từ doanh nghiệp nội địa có thể không cao như kỳ vọng. **Tài khoản vãng lai bớt thặng dư do mức giảm xuất khẩu của hàng hoá và dịch vụ của khu vực trong nước.** Xuất khẩu của khu vực trong nước suy giảm do hàng hoá cơ bản chiếm tỉ trọng cao trong cơ cấu xuất khẩu nhưng giá thế giới các mặt hàng này đều giảm. Doanh thu du lịch thu hẹp làm tăng thâm hụt cán cân dịch vụ. Tăng trưởng xuất khẩu được đóng góp chủ yếu bởi khu vực

FDI. Nhập khẩu gia tăng theo đà mở rộng của sản xuất công nghiệp và sự thay đổi chính sách thuế. Tỷ giá ổn định cũng kích thích nhập khẩu hàng tiêu dùng.

Lãi suất tăng trên thị trường sơ cấp và thứ cấp gợi ý trái phiếu chính phủ giảm tính hấp dẫn. Việc thiếu các loại trái phiếu ngắn hạn cũng giảm nhu cầu của các nhà đầu tư, chuyển vốn sang thị trường tín dụng tư nhân khi nhu cầu phục hồi. Nhu cầu tài trợ thâm hụt ngân sách vượt dự toán trong nửa cuối năm sẽ tăng áp lực đến thị trường vốn, buộc lãi suất vay thương mại tăng lên.

Nhu cầu tín dụng tăng ngay từ đầu năm. Tín dụng tới tháng 6 ước tăng trên 6% so với cùng kỳ 2014, trong đó tín dụng vào lĩnh vực bất động sản tăng khoảng 12%.

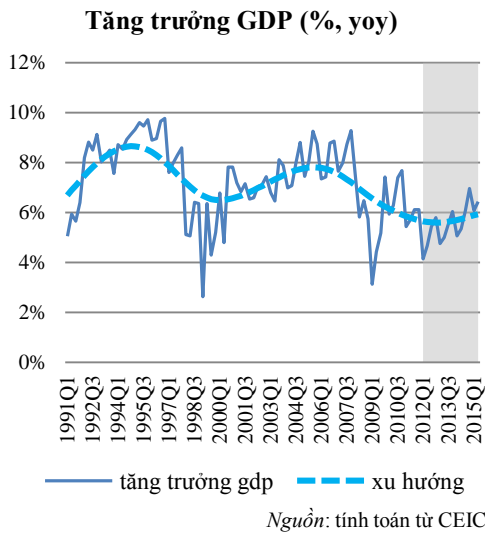
Động thái nâng tỷ giá vào đầu tháng 5 là tất yếu khi bất cân đối trên thị trường tiền tệ không thể tự điều hoà. Thị trường kỳ vọng có động thái điều chỉnh trong khoảng từ cuối quý II đến đầu quý IV – thời điểm nhu cầu ngoại tệ tăng theo mùa vụ. Dường như xu hướng xấu đi của một số chỉ báo vĩ mô và sức khoẻ của khu vực DN xuất khẩu trong nước đã đẩy thời điểm điều chỉnh lên sớm hơn. Việc giữ cam kết về lãi suất và tỷ giá sẽ là một thách thức trong điều hành với NHNN trong bối cảnh dự trữ ngoại hối tăng chậm, đồng USD mạnh lên, kinh tế Việt Nam đối mặt với rủi ro từ thay đổi chính sách lãi suất tại Mỹ và suy giảm tăng trưởng tại Trung Quốc.

TTCK tăng điểm trước các thông tin vĩ mô có tính hỗ trợ và phản ứng với quy định tăng tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài tại một số lĩnh vực. Cổ phần hoá DNNN diễn ra chậm và mang tính hình thức. Trong 6 tháng đầu năm có 61 DN được CPH. Với khối lượng bán ra nhỏ, Nhà nước vẫn là chủ sở hữu chính và kiểm soát toàn bộ hoạt động của các DN này.

Thị trường vàng trầm lắng, nhu cầu đầu tư thấp do đồng USD mạnh lên toàn cầu. **Thị trường bất động sản ấm lên**, giao dịch tập trung vào nhu cầu sử dụng cuối cùng.

Khái quát

Tăng trưởng kinh tế



Nền kinh tế nửa đầu năm 2015 tăng trưởng 6,3%, trong đó quý I tăng 6,08% và quý II tăng 6,44%, yoy.

Tăng trưởng có đóng góp lớn bởi lĩnh vực công nghiệp. Sản lượng tăng 9,5% yoy, đóng góp gần 3 điểm phần trăm vào tăng trưởng chung. Hai lĩnh vực còn lại có dấu hiệu giảm tăng trưởng, dịch vụ tăng 5,9% yoy và đóng góp 2,2 điểm phần trăm, còn nông nghiệp tăng 2,4% yoy và đóng góp 0,4 điểm phần trăm.

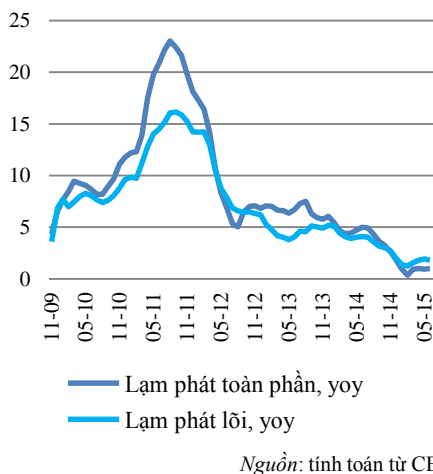
Chỉ số tiêu thụ điện năng cũng gợi ý có sự cải thiện trong GDP, dù có thể khiêm tốn hơn. Tiêu thụ điện thương phẩm 6 tháng 2015 ước tăng 11,5% so với năm ngoái, cao hơn 1,5 điểm phần trăm so với cùng kỳ hai năm trước.

Thu nhập và tăng trưởng không tăng với cùng tốc độ. Tỷ lệ của khu vực trong nước trong nông nghiệp và dịch vụ cao nên tăng trưởng chậm lại của hai lĩnh vực này hàm ý thu nhập nội địa tăng ít, ảnh hưởng tới tiêu dùng. Trong khi đó, tăng trưởng nhanh hơn của công nghiệp, nhất là công nghiệp chế biến chế tạo (9,95% yoy), không mang lại cải thiện tương ứng cho thu nhập nội địa. Bởi vì một phần đáng kể giá trị gia tăng của lĩnh vực này thuộc về DN đầu tư nước ngoài, do vậy phần giữ lại của yếu tố trong nước (chủ yếu là thù lao lao động) khiêm tốn hơn.

Quán tính tăng trưởng tăng là cần thiết để điều chỉnh lại sự suy yếu trong các cán cân vĩ mô. Đây là quý thứ 10 tăng trưởng GDP tăng tốc so với quý cùng kỳ năm trước. Tốc độ tăng trưởng nhanh hơn kể từ nửa cuối năm 2013 đang đi kèm với thâm hụt kép trong ngân sách và thương mại, điều đã được dự báo. Tuy nhiên, thâm hụt thương mại trong năm 2015 trở nên đáng ngại hơn do mức tăng nhập khẩu vượt kỳ vọng (một phần do chính sách trong nước), còn xuất khẩu dưới kỳ vọng tạo lực hãm lên tăng trưởng.

Xu hướng tăng trưởng nhích dần từ quý III năm 2013, dù vẫn trong vùng đáy.

Lạm phát giá tiêu dùng (% , yoy)

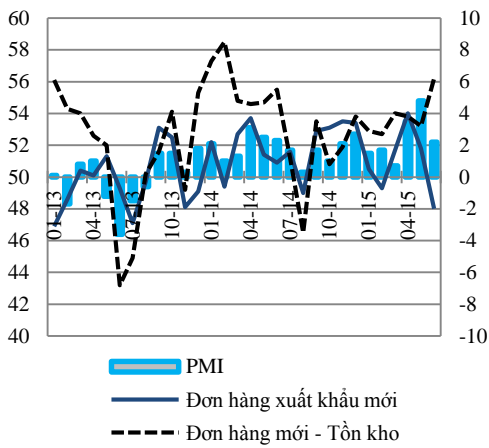


Lạm phát

Lạm phát trong nước trong vùng thấp của nhiều năm. Tỷ lệ lạm phát theo năm ở mức 1% trong tháng 6, có đóng góp của xu hướng giảm giá năng lượng (giảm khoảng 15%) và lương thực (giảm 1% yoy). Bên cạnh đó, áp lực từ phía cầu lên giá cũng ở mức thấp trong nhiều năm. Lạm phát lõi theo năm (không bao gồm giá lương thực, thực phẩm, giao thông-nhóm có biến động giá thường xuyên – và giáo dục, y tế - dịch vụ chịu sự kiểm soát giá của nhà nước) chỉ quanh vùng 1,5-2%. Điều này phản ánh giá các mặt hàng tiêu dùng cơ bản không thay đổi đáng kể do nhu cầu chậm thay đổi.

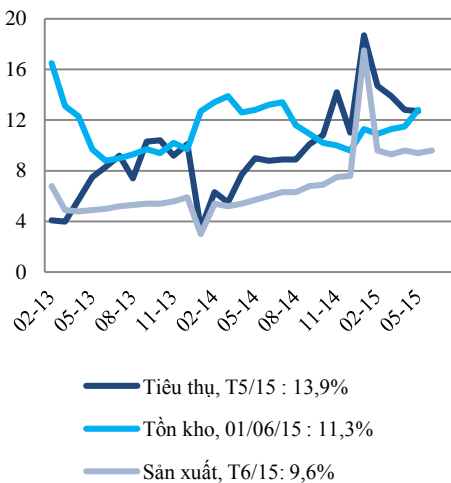
Ảnh hưởng kích thích từ giá cả giảm lên tiêu dùng không rõ ràng và kéo dài khi giá xăng và điện đang tăng trở lại, lượng hàng hoá bán lẻ chỉ tăng trong dịp Tết.

Chỉ số Nhà quản trị Mua hàng



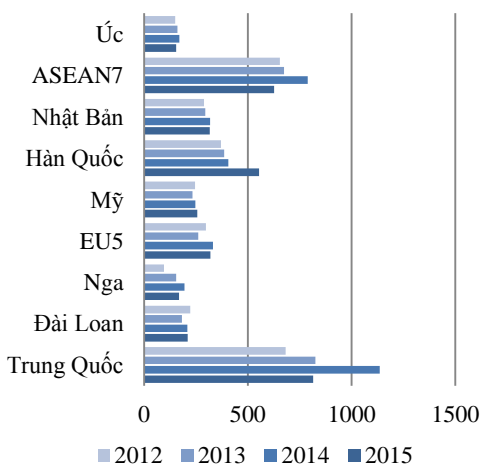
Nguồn: HSBC-Markit

Một số chỉ báo công nghiệp, % thay đổi



Nguồn: BCT

Khách du lịch (nghìn lượt)



Nguồn: Tổng cục Du lịch

Tổng cung

Công nghiệp

Ngành công nghiệp tăng trưởng ổn định. CN chế biến chế tạo tăng gần 10% yoy, thúc đẩy xuất khẩu tăng 15% yoy. Chỉ số Nhà quản trị Mua hàng – PMI ở trên 50 điểm trong nửa đầu năm. Điều kiện sản xuất thuận lợi duy trì nhờ giá đầu vào thấp và đơn hàng gia tăng. Đơn hàng nước ngoài suy giảm trong tháng 6, nhưng các chỉ báo dẫn dắt đều gợi ý sản lượng tiếp tục tăng trong quý III.

Tăng trưởng sản xuất công nghiệp được thúc đẩy nhờ khu vực có vốn FDI. Xuất khẩu phi dầu thô của khu vực này, chủ yếu là sản phẩm công nghiệp, tăng 21% yoy, còn vốn FDI giải ngân tăng 9,6% lên 6,3 tỉ USD trong 6 tháng đầu năm. Tăng trưởng của khu vực FDI có ảnh hưởng lan toả đến khu vực DN trong nước rất hạn chế do việc hình thành các liên kết cung cấp dịch vụ và hàng hoá đầu vào gặp ràng buộc về công nghệ và năng lực tài chính.

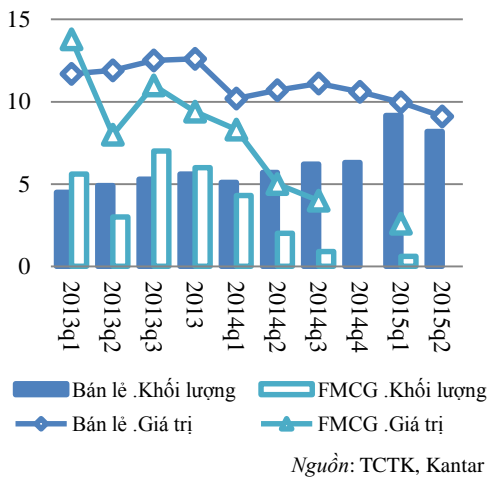
Ngành công nghiệp chế biến chế tạo chứng kiến xu hướng tăng tồn kho và giảm tiêu thụ sau Tết Nguyên đán. Chỉ số tồn kho tăng 12,8% yoy, trong khi tăng trưởng chỉ số tiêu thụ giảm còn 12,7% yoy. Vào tháng 2, hai chỉ số này lần lượt tăng 10,9% và 14,7%. Điều này gợi ý tình hình tiêu thụ sản phẩm và tài chính của DN sẽ chuyển biến bớt tích cực hơn về cuối năm.

Dịch vụ

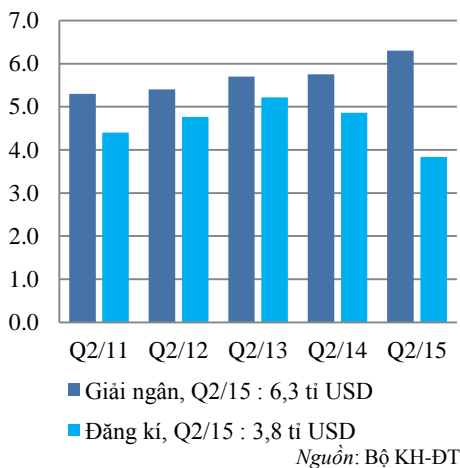
Số lượt khách du lịch giảm so với cùng kỳ 2014, có nơi thấp hơn năm 2013. Lượng khách giảm chủ yếu là khách Trung Quốc (giảm 30%), ASEAN (giảm 20%) và Nga (giảm 13%). Nguyên nhân thứ nhất là chi phí nhập cảnh từ Trung Quốc vào Việt Nam tăng. Trước năm 2015, khách du lịch Trung Quốc có thể sử dụng giấy thông hành để nhập cảnh vào Việt Nam. Kể từ đầu năm 2015, Việt Nam áp phí visa 45 USD theo Luật Xuất nhập cảnh mới, khách đường bộ qua cửa khẩu phía Bắc giảm mạnh. Thứ hai, lo ngại an ninh cho khách du lịch dù đã dịu xuống khi căng thẳng trên biển Đông được kiểm soát nhưng số khách du lịch bằng đường biển vẫn giảm gần 30%. Thứ ba là sự giảm sức mua của du khách Nga. Số du khách Nga giảm 13% do kinh tế suy thoái và đồng RUB mất giá.

Việc giảm phí visa cho 5 nước này kể từ ngày 1/7 sẽ chỉ có tác dụng kích thích tương đối hạn chế bởi phí visa chỉ chiếm phần nhỏ so với chi tiêu của khách du lịch từ các nước thu nhập cao.

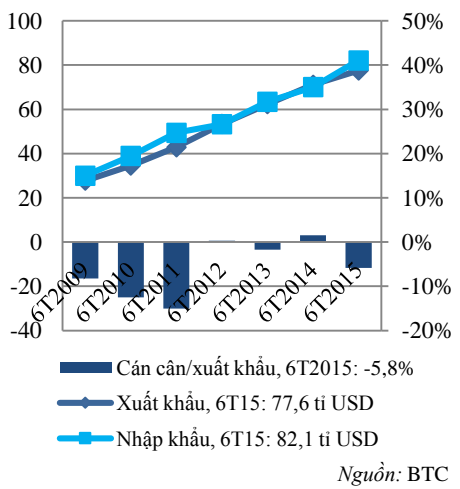
Tăng trưởng bán lẻ và tiêu dùng nhanh (% yoy)



Đầu tư trực tiếp nước ngoài (tỉ USD)



Cán cân thương mại



Tổng cầu

Tiêu dùng

Tốc độ tăng trưởng bán lẻ và tiêu dùng nhanh đang giảm dần khi nhu cầu tiêu dùng điều chỉnh sau Tết. Tăng trưởng hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) - khảo sát bởi Kantar- tiếp tục giảm nhịp độ tăng trưởng ở cả thành thị (0,6%) và nông thôn (7,5%) so với cùng kỳ 2014. Mức tăng thấp nhất trong 3 năm đối nghịch với mức tăng trưởng 9,1% về giá trị và 8,2% thống kê bởi TCTK trong bán lẻ hàng hoá và dịch vụ tiêu dùng. Điều này gợi ý tăng trưởng thu nhập tương đối hạn chế và người tiêu dùng gia tăng tiết kiệm sau khi đã tăng tiêu dùng trong dịp Tết Nguyên đán.

Ảnh hưởng kích thích của giá nhiên liệu thấp lên sức tiêu dùng giảm dần. Mức thấp nhất của giá xăng (Ron 92: 16.270 VND/lít) chỉ duy trì trong 49 ngày. Sau đó giá xăng tăng lên đến 21.030 và chỉ thấp hơn 20% so với tháng 6 năm ngoái. Giá điện tăng cũng đẩy hoá đơn tiền điện hộ gia đình thành thị. Chi phí cho năng lượng tăng góp phần giảm tiêu dùng của hộ gia đình.

Đầu tư

Vốn FDI đăng kí mới giảm trong khi giải ngân gia tăng. Vốn FDI giải ngân tăng 9,6% yoy lên 6,3 tỉ USD trong khi vốn đăng kí mới giảm 20% xuống mức thấp nhất trong 5 năm.

Cải cách môi trường kinh doanh đã có những bước đi ban đầu, tuy nhiên còn ở giai đoạn đầu khi luật chưa được triển khai. Các động thái cải cách chỉ nhanh ở cấp trung ương còn tương đối chậm ở cấp địa phương. CIEM phản ánh nhiều tỉnh không biết đến Nghị quyết về cải thiện môi trường kinh doanh và một số bộ còn đặt ra các quy định ngược với tinh thần cải cách, gia tăng thêm thủ tục và chi phí.

Chi tiêu chính phủ

Chi ngân sách tăng 15% so với năm ngoái, chủ yếu tăng trong chi thường xuyên (7%), chi đầu tư phát triển (11%) và chi trả nợ (tăng 29%). Sự gia tăng trong chi đầu tư phát triển là một điểm khác so với năm ngoái, khi thâm hụt ngân sách cao do tăng gánh nặng trả nợ đã buộc ngân sách phải tiết giảm chi cho đầu tư. Điều này cho thấy quyết tâm của Chính phủ trong việc theo đuổi một số mục tiêu kinh tế xã hội trước khi năm cuối của kế hoạch 5 năm 2011-2015 kết thúc.

Xuất khẩu ròng

Nhập siêu duy trì trong quý II, tăng lên 3,1 tỉ USD, hay 3,9% kim ngạch xuất khẩu sau 6 tháng. Nhập siêu gây ra bởi mức tăng mạnh trong nhập khẩu trong khi xuất khẩu của DN gặp nhiều trở ngại.

Kim ngạch xuất khẩu DN trong nước giảm khoảng 3% trong khi xuất khẩu DN nước ngoài vẫn tăng tới 21% yoy. Với tỉ trọng đáng kể là các hàng hoá cơ bản có xu hướng giảm giá, xuất khẩu của DN trong nước trong 6 tháng giảm gần 3%, trong đó điển hình là thuỷ sản giảm 14,5%, cà phê giảm 34,8%, gạo giảm 8,9%. Các mặt hàng có kim ngạch xuất khẩu tăng cao lại thuộc các ngành tập trung DN có đầu tư nước ngoài. Tăng nhanh nhất vẫn là nhóm điện thoại di động, máy tính và phụ kiện.

Hộp 3. Chênh lệch thương mại Việt Nam – Trung Quốc

Thống kê giữa hai nước thể hiện khoản chênh lệch khoảng 20 tỉ USD trong xuất/nhập siêu trong năm 2014.

Điều này do nhiều nguyên nhân: (i) xuất xứ hàng hoá (hàng hoá xuất từ một nước thứ ba qua Trung Quốc để vào Việt Nam vẫn được tính là nhập từ Trung Quốc) bao gồm hoạt động tạm nhập tái xuất (hàng hoá nhập vào Việt Nam trước khi xuất đi một nước thứ ba); (ii) số liệu của Trung Quốc bao gồm cả số liệu thương mại của Hồng Kông, một nước mà Việt Nam thống kê riêng khỏi Trung Quốc lục địa; (iii) hành vi chuyển giá của nhà đầu tư để tránh thuế, khai giá khác nhau ở mỗi cửa khẩu; (iv) chênh lệch giữa giá fob ở nơi xuất và giá cif ở nơi nhập; (v) nhập lậu qua biên mậu; và (vi) khai khống số liệu xuất khẩu tại Trung Quốc.

Việt Nam tiếp tục xuất siêu sang châu Âu và Mỹ, trong khi nhập siêu từ Trung Quốc, ASEAN và gần đây là Hàn Quốc. Trong khi phần lớn nhập siêu từ các thị trường này không gây quan ngại do đặc thù vị trí của Việt Nam trong chuỗi giá trị toàn cầu (lắp ráp, gia công) thì sự chênh lệch giữa số liệu báo cáo của Trung Quốc và Việt Nam cho thấy ngoài sai số và lỗi thống kê thì còn nhiều hàm ẩn nhiều nguyên nhân kinh tế và phi kinh tế khác (Hộp 3).

Nhập khẩu ô tô tăng mạnh do thay đổi chính sách trong nước. Nhập khẩu ô tô nửa đầu năm tăng 97,5%, trong đó tỉ lệ xe 9 chỗ trở xuống (tăng 75%) chiếm 1/3, còn lại là xe tải và xe khách (tăng 95%). Do ngành du lịch đang suy giảm, có thể thấy phần lớn ô tô nhập khẩu là xe vận tải hàng hoá. Có hai nguyên nhân chính: thứ nhất, thuế nhập khẩu xe nguyên chiếc từ các nước ASEAN giảm còn 50% từ cuối năm 2013. Thứ hai là quy định về tải trọng xe. DN vận tải tránh vi phạm quy định về giới hạn tải trọng nên phải nhập khẩu một lượng lớn xe tải để thực hiện lượng công việc tương tự hoặc cao hơn. Dù vậy, trong khi việc giảm thuế cho xe 9 chỗ sẽ có ảnh hưởng đến thu ngân sách và ngành lắp ráp ô tô trong nước, thì nhập khẩu xe vận tải sẽ giảm dần về mức tăng trưởng bình quân. Các DN trong nước lắp ráp ở phân khúc có thể được kích thích nhờ chính sách trong khi chi phí của các DN vận tải và sản xuất khác có xu hướng gia tăng.

Cán cân vĩ mô

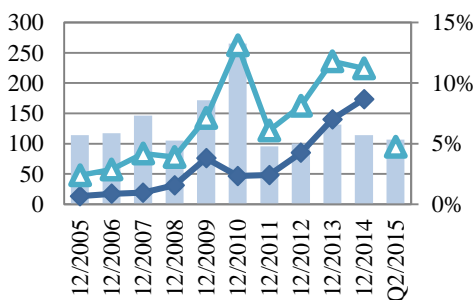
Cán cân ngân sách

Tăng trưởng nhanh đi cùng với thâm hụt kép trong ngân sách và thương mại. Thâm hụt ngân sách quý II ước đạt 95 nghìn tỉ VND, hay 5,3% GDP – tăng từ mức 4,6% trong quý I. Tình trạng suy yếu của cán cân ngân sách sẽ còn tiếp diễn bởi giá dầu ở mức thấp và thu nội địa từ doanh nghiệp nội địa có thể không cao như kỳ vọng. Thu ngân sách dựa ngày càng nhiều vào thu nội địa khi các loại thuế đánh lên hàng nhập khẩu giảm dần theo tiến độ hội nhập. Tình trạng hụt thu thuế do doanh nghiệp khó khăn và trốn thuế là một trong nhiều thách thức với ngân sách.

Cán cân thanh toán

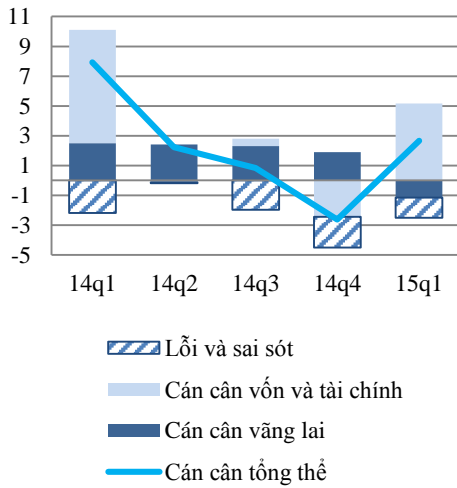
Cán cân thanh toán phục hồi thặng dư trong quý I nhưng sẽ giảm thặng dư trong quý II. Thặng dư trong quý I nhờ vào đầu tư và vay nợ nước ngoài và dòng tiền gửi vào tổ chức tín dụng trong nước trong khi cán cân vãng

Thâm hụt ngân sách



- Tỉ lệ thâm hụt (% GDP, phải)
- ◆ Nhu cầu tài trợ (nghìn tỉ VND, trái)
- ▲ Thâm hụt ngân sách (nghìn tỉ VND, trái)

Cán cân thanh toán (tỉ USD)



Nguồn: NHNN

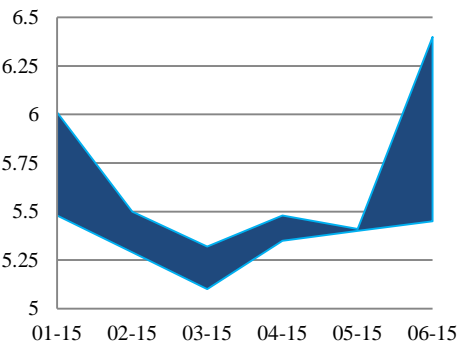
lai thâm hụt do nhập siêu. Lỗi và sai sót vẫn ở phía âm, hàm ý một phần ngoại tệ chuyển vào nằm ngoài hệ thống ngân hàng. Cán cân thanh toán quý II sẽ mất lực đỡ từ cả cán cân vãng lai (do tăng nhập siêu) và cán cân tài chính (do dòng tiền gửi chuyển rông ra ngoài). Thặng dư cả năm 2015 sẽ thấp hơn đáng kể so với 2014 (8,3 tỉ USD).

Cán cân thương mại và cán cân vãng lai có thể cải thiện nếu đồng nội tệ được làm yếu đi. Hàng hoá xuất nhập khẩu của Việt Nam hầu hết là hàng hoá bình thường, nên một sự trượt giá phù hợp của đồng nội tệ sẽ cải thiện cán cân thương mại (điều kiện Marshall-Lerner). Tuy nhiên, sự cải thiện cán cân vãng lai sẽ có độ trễ bởi các hợp đồng kinh tế thường kí trước từ 3-6 tháng. Lượng hàng hoá xuất nhập khẩu ít thay đổi trong ngắn hạn, gây ra sự suy yếu trong cán cân vãng lai trước nhu cầu xuất nhập khẩu phản ứng với tỉ giá mới.

Thị trường vốn và thị trường tiền tệ

Thị trường vốn

Vùng lãi suất trúng thầu TPCP 5 năm (% yoy)

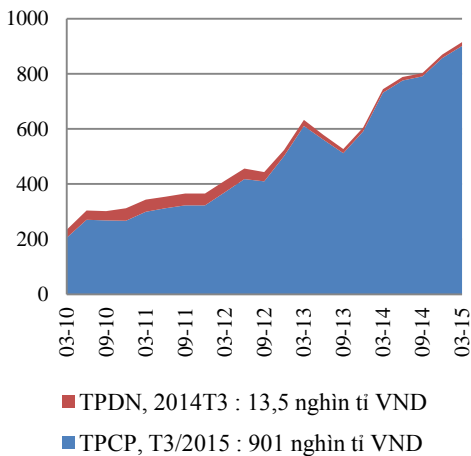


Nguồn: HNX

Tài sản hệ thống tài chính giảm trong 4 tháng đầu năm. Tổng tài sản có của hệ thống giảm 1,1% yoy, trong đó mức giảm chủ yếu tại các NHTM cổ phần (-2%) và công ty tài chính (-2,13%). Nguyên nhân chủ yếu có thể do các đơn vị này tăng trích lập dự phòng rủi ro theo quy định của NHNN.

Sau một số phiên kém thành công, lãi suất phát hành TPCP có xu hướng tăng. Vùng lãi suất trúng thầu TPCP kì hạn 5 năm tăng từ khoảng 5,1-5,3% trong tháng 3 lên 5,4-6,4% trong tháng 6. Các kỳ hạn dài hơn cũng chứng kiến lãi suất tăng. Trên thị trường thứ cấp, lợi tức trái phiếu chính phủ 5 năm và 10 năm tăng 50 điểm cơ bản (0,5 điểm phần trăm) kể từ mức đáy của quý I. Điều này phản ánh TPCP đang kém hấp dẫn, một phần do tín dụng tư nhân tăng trưởng nhanh hơn so với các năm trước; ngoài ra, các nhà đầu tư cũng bảo tồn quỹ trước kỳ vọng trượt giá VND. Việc Quốc hội không cho phép phát hành trái phiếu ngắn hạn cũng làm giảm động cơ mua trái phiếu của nhà đầu tư mà phần lớn là các ngân hàng.

Dư nợ trái phiếu đồng nội tệ, nghìn tỉ VND



Nguồn: ADB Bonds Online

Với nhu cầu tài trợ thâm hụt ngân sách (được dự báo sẽ tăng so với dự toán), lượng phát hành trái phiếu trong nửa sau năm 2015 sẽ rất lớn, buộc nhà phát hành phải tăng lãi suất trái phiếu và do đó lãi suất cho vay thương mại sẽ tăng theo. Dư nợ trái phiếu bằng đồng nội tệ tới cuối quý I/2015 đạt 915 nghìn tỉ VND, khoảng 22% GDP, có mức tăng 22,9% yoy. Mức tăng trưởng cao có đóng góp từ tín phiếu NHNN (tăng 17,8%) theo nhu cầu trung hoà VND sau Tết Nguyên đán và phát hành mới TPDN (tăng 8,1%).

Việc Chính phủ phát hành TPCP bằng ngoại tệ không qua thị trường bộc lộ vấn đề thanh khoản ngoại tệ. Khối lượng khoảng 1 tỉ USD, lãi suất 4,8%, do Vietcombank mua. Việc này có thể xuất phát từ nghĩa vụ trả nợ tăng

cao trong năm 2015 và thu ngoại tệ từ dầu thô gặp vấn đề trong khi quỹ dự trữ ngoại hối không thể can thiệp vào tài khoá.

Thị trường tiền tệ

Nhu cầu tín dụng tăng ngay từ đầu năm. Tín dụng tới tháng 6 ước tăng trên 6% yoy so với 3,7% cùng kỳ 2014. Tín dụng bất động sản tăng khoảng 12% so với cuối năm ngoái. Thông tư 36/NHNN quy định hệ số rủi ro bất động sản giảm từ 250% trước đó xuống còn 150%. Điều này khiến hệ số an toàn vốn (CAR) của các NHTM tăng lên, cho phép các NHTM tăng tín dụng vào khu vực BĐS mà không làm giảm mức độ an toàn.

Tín dụng tăng nhanh còn do các ngân hàng sử dụng vốn ngắn hạn cho vay dài hạn với tỉ lệ cao hơn. Đến cuối tháng 4/2015, tỉ lệ này là 25,5% so với tỉ lệ 18% một năm trước. Tỉ lệ tối đa được cho phép là 60%.

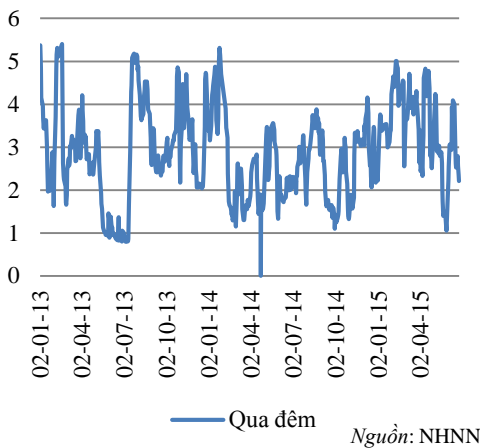
Thanh khoản hệ thống liên ngân hàng ở trạng thái lành mạnh. Lãi suất qua đêm duy trì trong vùng 3-5% ngay từ đầu năm 2015 (so với mức 1-3% trong 2 năm trước) bộc lộ nhu cầu vốn của hệ thống gia tăng, phản ánh sự gia tăng nhu cầu tín dụng của nền kinh tế.

Động thái nâng tỉ giá vào đầu tháng 5 là khó tránh khỏi khi bất cân đối trên thị trường tiền tệ không thể tự điều hoà. Cơ chế tỉ giá “thả nổi có điều tiết” chỉ là trên danh nghĩa, thực chất là cơ chế “neo mềm” VND vào USD, kết hợp với các can thiệp từ dự trữ ngoại tệ và điều chỉnh tỉ giá. Khi tỉ giá chạm trần thì giao dịch giảm và thanh khoản xuống thấp, thị trường xuất hiện kì vọng về một sự can thiệp chính sách. Giữa các nhận định chỉ có khác biệt về thời điểm, dao động từ cuối quý II cho đến đầu quý IV – thời điểm nhu cầu ngoại tệ tăng theo mùa vụ. Dường như xu hướng xấu đi của một số chỉ báo vĩ mô và sức khoẻ của khu vực DN xuất khẩu trong nước đã đẩy thời điểm điều chỉnh lên sớm hơn.

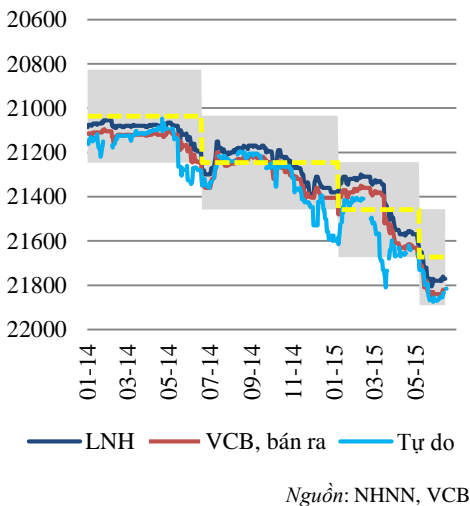
Sau lần điều chỉnh này, chính sách tiền tệ không có nhiều lựa chọn nếu nhà điều hành vẫn nhất quán bảo vệ tỉ giá. Các biện pháp như bán ngoại tệ từ dự trữ, cố định tỉ giá, nâng lãi suất hay hạn chế nhập khẩu đã từng áp dụng trong quá khứ đều gây ảnh hưởng tiêu cực lớn hơn ích lợi. Tỉ giá đã không vượt quá 1,4% cả năm 2014 như mong muốn của nhà điều hành nhưng đổi lại, dự trữ ngoại hối đã hụt 2,5 tỉ USD chỉ trong quý IV/2014. Việc giữ cam kết về lãi suất và tỉ giá sẽ là một thách thức trong điều hành với NHNN trong bối cảnh dự trữ ngoại hối tăng chậm, đồng USD mạnh lên, kinh tế Việt Nam đối mặt với rủi ro từ thay đổi chính sách lãi suất tại Mỹ và suy giảm tăng trưởng tại Trung Quốc.

Xử lý nợ xấu vẫn phụ thuộc vào khả năng thu hồi nợ của các ngân hàng. Các NH phải ghi nhận nợ xấu theo quy định trong thông tư 02 và thông tư 09, dù vậy vẫn có chênh lệch giữa các báo cáo. Nợ xấu cuối 2014 theo tổng hợp từ báo cáo của Ngân hàng là 3,25%, số liệu của NHNN là 4,83%, còn VAMC ước tỉ lệ 5,96% (309.000 tỉ đồng). Trên phương diện vĩ mô, tỉ lệ

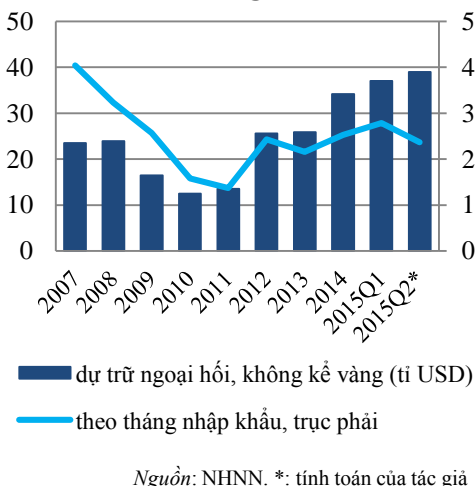
Lãi suất qua đêm bình quân liên ngân hàng (%)



Tỉ giá danh nghĩa, VND/USD



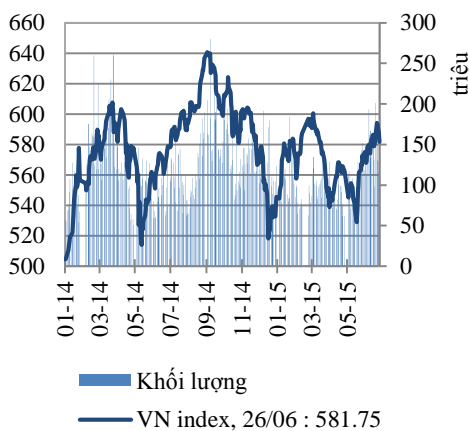
Dự trữ ngoại hối



nợ xấu cao và nghĩa vụ trích lập dự phòng cao buộc hệ thống NHTM giảm nguồn vốn cho vay. Các gói tín dụng chính sách đang làm nguồn vốn cho vay thông thường hẹp lại. Các doanh nghiệp vừa và nhỏ phải vay với lãi suất cao hoặc không vay được, gặp bất lợi về chi phí vốn và giảm sức cạnh tranh. Về vĩ mô, tỉ lệ này vẫn ở mức dưới an toàn, đòi hỏi các biện pháp mạnh hơn từ Chính phủ. Bản chất việc mua nợ của Công ty Quản lý Tài sản Việt Nam (VAMC) hay các AMC của các NHTM là để giảm nợ xấu trong bảng cân đối tài sản của các ngân hàng trong lúc chờ đợi hồi phục cầu tín dụng và giá tài sản thế chấp và các quy định liên quan đến việc hình thành thị trường mua bán nợ xấu.

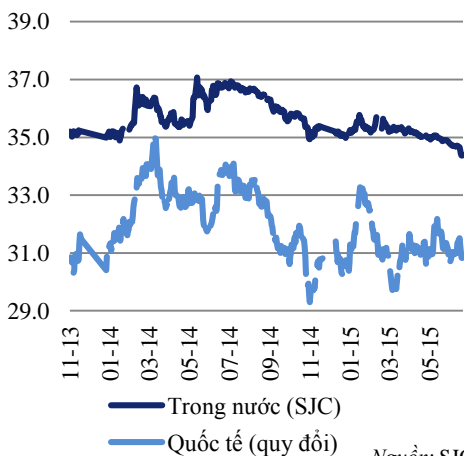
Ocean Bank và GP Bank được quốc hữu hoá sau khi được NHNN mua lại với giá 0 đồng. Quyết định mua lại các NHTM yếu kém không thể tái cấu trúc phản ánh mục đích bảo vệ lợi ích của người gửi tiền và hạn chế rối loạn trong hệ thống ngân hàng so với trường hợp phá sản. Hiện tại, đây là cách giảm thiểu tổn thất kinh tế và xã hội. Trong khi vụ Ocean Bank bộc lộ lỗ hổng trong giám sát ngân hàng và sở hữu chéo thì vụ GP Bank đặt tiền lệ về hậu quả mất quyền sở hữu của các ngân hàng thất bại trong việc tái cấu trúc.

Chỉ số chứng khoán sàn HCM



Nguồn: BSC

Giá vàng (triệu VND/lượng)



Nguồn: SJC

Thị trường tài sản

Chứng khoán

TTCK tăng điểm trước các thông tin vĩ mô có tính hỗ trợ và phản ứng với quy định tăng tỉ lệ nắm giữ cổ phiếu của nhà đầu tư nước ngoài tại một số lĩnh vực. Cuối tháng 6, chỉ số VN-index sát ngưỡng kháng cự 600 điểm.

Cổ phần hoá DNNN diễn ra chậm. Trong 6 tháng đầu năm có 61 DN được CPH. Với khối lượng bán ra nhỏ, Nhà nước vẫn là chủ sở hữu chính và kiểm soát toàn bộ hoạt động của các DN này, dù trên danh nghĩa thì các DN này không còn là DNNN (do Nhà nước không sở hữu 100% vốn). Khi không có thay đổi về cấu trúc quản trị và điều hành DN thì cổ phần hoá mất ý nghĩa và chạy theo thành tích.

Vàng

Thị trường vàng trầm lắng khi USD có xu hướng lên giá. Giá vàng giảm về dưới 35 triệu đồng/lượng trong khi giá thế giới dao động quanh ngưỡng 31 triệu đồng/lượng (quy đổi). Đồng USD tăng giá, các thị trường chứng khoán toàn cầu tăng điểm cũng giảm nhu cầu đối với vàng.

Bất động sản

Thị trường âm dần với nhiều giao dịch thành công. Tín dụng gia tăng vào khu vực này nhanh hơn các lĩnh vực khác của nền kinh tế đã kích thích hoạt động giao dịch mà nhu cầu sử dụng cuối cùng chiếm đa số.

Triển vọng kinh tế và khuyến nghị chính sách

Triển vọng kinh tế 2015

Dựa vào quán tính tăng trưởng, các chỉ báo dẫn dắt và các điều kiện sản xuất thuận lợi, nền kinh tế sẽ tiếp tục cải thiện trong nửa cuối 2015. Tuy nhiên, diễn biến của một số chỉ số như tồn kho và tiêu thụ trong công nghiệp, tiêu dùng và bán lẻ, nhập siêu làm giảm kỳ vọng của nhóm nghiên cứu về mức độ cải thiện. Dự báo tăng trưởng kinh tế năm 2015 vẫn được giữ ở mức 6,3% trong bối cảnh này.

Tỉ lệ lạm phát tăng dần về cuối năm theo những điều chỉnh trong giá dịch vụ y tế và giáo dục. Lạm phát lõi không thay đổi nhiều khi mà niềm tin tiêu dùng có tính ì và chưa tạo ra bước ngoặt trong nhu cầu. Giá lương thực và nhiên liệu ở vùng thấp, nhưng ảnh hưởng lên tiêu dùng là hạn chế. Lạm phát cả năm 2015 được dự báo trong vùng từ 2-3%.

Kỳ vọng về các đợt điều chỉnh giá dịch vụ công trong quý III phần nào kìm hãm tiêu dùng trong nửa cuối năm. Đầu tư nước ngoài vào Việt Nam có xu hướng tăng khả quan do làn sóng chuyển dịch từ Trung Quốc và những triển vọng hội nhập khả quan của Việt Nam thông qua các hiệp định thương mại tự do. Thâm hụt thương mại sẽ nới rộng khi nhập khẩu máy móc thiết bị gia tăng cùng dòng vốn đầu tư mới và xuất khẩu hàng thô và sơ chế bị ảnh hưởng bởi giá thế giới.

Các bất ổn vĩ mô sẽ xuất hiện sẽ gây khó khăn điều hành vĩ mô trong năm 2016 nếu không được điều chỉnh từ nửa sau năm 2015. Thâm hụt ngân sách và thâm hụt thương mại là hai chỉ báo đáng chú ý nhất. Tình trạng suy yếu cán cân ngân sách sẽ còn tiếp diễn bởi giá dầu ở mức thấp và thu thuế từ doanh nghiệp trong nước có thể không cao như kỳ vọng. Trong khi đó, thâm hụt thương mại sẽ nới rộng không chỉ bởi sản xuất mở rộng mà còn do thay đổi trong chính sách.

Với tín dụng tăng trưởng đang phục hồi, lãi suất cho vay thông thường có xu hướng tăng trở lại, nhất là trong bối cảnh Chính phủ cần phát hành một lượng lớn TPCP để bù đắp thâm hụt ngân sách và trái phiếu ngắn hạn đáo hạn trong năm.

Xu hướng mạnh lên của USD so với các đồng tiền chủ chốt hàm ý VND cũng có xu hướng tăng giá so với các đồng tiền này. Tỉ giá danh nghĩa dù được nhà điều hành cam kết giữ ổn định đến cuối năm nhưng sức ép từ bên trong và bên ngoài ngày càng gia tăng. Nhà điều hành sẽ phải chịu một chi phí không nhỏ để ổn định tỉ giá. Đáng lưu ý, kể cả trong trường hợp có sự điều chỉnh tỉ giá trong 2 quý tới, đa phần DN sẽ không bị ảnh hưởng nhiều do đã kí kết hợp đồng đến cuối năm trong khi thâm hụt vãng lai sẽ tăng lên.

Vốn đầu tư gián tiếp sẽ tăng dần vào thị trường chứng khoán nhờ quy định tăng tỉ lệ sở hữu của nhà đầu tư ngoại đối với một số lĩnh vực và xu hướng các quỹ đầu tư đa dạng hoá vốn sang các thị trường cận biên khi các thị trường mới nổi như BRICS bộc lộ bất ổn và suy yếu. Lượng vốn thực sự vào Việt Nam ở mức nào tùy thuộc vào đánh giá của nhà đầu tư ngoại đối với lĩnh vực được mở và triển vọng phát triển.

Khuyến nghị chính sách

Chính phủ nên đặt ưu tiên ổn định vĩ mô, nhất là cán cân ngân sách. Không chỉ đặt chỉ tiêu giảm chi thường xuyên và giảm thâm hụt ngân sách là mục tiêu hàng năm của Chính phủ mà cần thể chế hoá chỉ tiêu công và đặt ràng buộc chặt hơn về nợ công. Điều này không chỉ nâng cao kỉ luật chi tiêu ngân sách mà còn dành vốn và tín dụng cho khu vực tư nhân.

Một loạt các chính sách sẽ có hiệu lực từ ngày 1/7. Chính phủ cần gấp rút ban hành các nghị định hướng dẫn thi hành để hiện thực hoá các nội dung mới.

Quốc hội cần nói lòng quy định về kỳ hạn trái phiếu để phù hợp với nhu cầu thị trường vốn tập trung vào các kỳ hạn ngắn. Có thể giới hạn về khối lượng thay vì ngừng hoàn toàn các trái phiếu ngắn hạn bởi lượng trái phiếu bổ sung cũng sẽ hỗ trợ thanh khoản cho thị trường liên ngân hàng.

Chính sách tiền tệ cần giảm các mục tiêu trung gian mà tập trung vào một hoặc hai mục tiêu chính. Mục tiêu chính có thể chọn trong các chỉ tiêu định lượng được như tỉ lệ lạm phát (lãi), tỉ giá và/hoặc lãi suất mà không theo đuổi thêm nhiều mục tiêu trung gian như tăng trưởng tín dụng, tăng trưởng cung tiền, hay định tính như hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, giảm nợ xấu.

Tỉ giá cần được cho phép thay đổi một cách linh hoạt hơn để tăng tính cạnh tranh của hàng hoá, chống lại các cú sốc từ bên ngoài và hạn chế đầu cơ tiền tệ. Biên độ tỉ giá quanh mức tỉ giá tham chiếu có thể được nới rộng từ $\pm 1\%$ lên $\pm 3\%$ như đã từng thực hiện. Một phương án khác là NHNN mua vào ngoại tệ lớn hơn mức thặng dư trên cán cân thanh toán. Điều này tạo áp lực vừa phải lên thị trường tiền tệ đồng thời tăng dự trữ ngoại hối lên mức khuyến nghị.

Trong khi cải thiện môi trường đầu tư và cải cách các yếu tố thể chế cần được thúc đẩy để thu hẹp khoảng cách với các nước trong khu vực, chính phủ cần có chính sách giúp giảm chi phí tìm kiếm thông tin của DN để hỗ trợ việc hình thành các mối liên kết giữa DN 100% vốn trong nước với DN nước ngoài tại Việt Nam và giữa DN trong nước với mạng sản xuất khu vực châu Á. Một hệ quả gián tiếp là tỉ lệ nhập khẩu trên GDP sẽ giảm dần.

Ngành du lịch cần những cú hích về chính sách để hồi phục tăng trưởng. Chính phủ có thể xem xét, ở rộng diện miễn visa (đã làm với Đức, Anh, Ý, Pháp, TBN), nhất là các nước có thu nhập cao. Một đồng tiền yếu hơn cũng hỗ trợ tăng tính cạnh tranh của ngành du lịch. Những biện pháp này

cần được đồng bộ với biện pháp cải thiện chất lượng dịch vụ, an ninh, hỗ trợ khách du lịch, văn hoá và thái độ ứng xử.

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 chứng 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 20 tháng 07 năm 2015.

Các dữ liệu kinh tế và thị trường trong báo cáo được cập nhật tới ngày 27/6/2015, 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

VMM15Q1 Báo cáo Kinh tế vĩ mô Việt Nam quý I – 2015, Phòng Nghiên cứu VEPR

VMM14Q4 Báo cáo Kinh tế vĩ mô Việt Nam quý IV - 2014, Phòng Nghiên cứu VEPR

CS-09 Dự báo kinh tế -xã hội Việt Nam giai đoạn 2016-2020, Phòng Nghiên cứu VEPR

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

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