VEPR

BÁO CÁO
KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM
Quý 4 - 2015

Báo cáo này được thực hiện với sự hỗ trợ của

Australian Government

Department of Foreign Affairs and Trade

Australian Aid

Bộ Ngoại giao và Thương mại Ôx-trây-lia

TÓM TẮT

- Xu hướng kinh tế thế giới về cơ bản là thuận lợi cho tăng trưởng kinh tế và ổn định vĩ mô của Việt Nam trong năm 2016. Giá năng lượng thấp cùng với sự hồi phục của các thị trường xuất khẩu đang hỗ trợ mạnh cho hoạt động sản xuất trong nước. Bên cạnh đó, có những dấu hiệu cho thấy xu hướng dịch chuyển sản xuất các ngành công nghiệp nhẹ vào Việt Nam đang diễn ra nhanh hơn.
- Tăng trưởng kinh tế Việt Nam đạt mực cao trong năm 2015 nhờ động lực từ khu vực sản xuất công nghiệp. Tuy nhiên, Q4 chứng kiến sự chững lại của chỉ số sản xuất PMI.
- Các hiệp định thương mại tự do thế hệ mới (TPP, EVFTA, AEC) được kỳ vọng sẽ mang lại những cải thiện đột phá về môi trường kinh doanh và làn sóng đầu tư mới.
- Mặt bằng giá tăng nhẹ trong năm 2015, tiếp tục đà tăng thấp trong những năm gần đây. Tuy nhiên áp lực lạm phát sẽ lớn trong năm 2016 khi sự hỗ trợ từ các yếu tố ngoại cảnh mất đi, chính sách tiền tệ nới lỏng quá nhanh cùng với lộ trình điều chỉnh giá các hàng hóa, dịch vụ công.
- Cán cân ngân sách tiếp tục mất cân bằng do vượt dự chi, ít có khả năng tỷ lệ thâm hụt đạt mức mục tiêu 5% GDP.
- Tín dụng ước tăng khoảng 18% trong năm 2015, cao hơn nhiều tốc độ tăng của GDP danh nghĩa, tiềm ẩn những rủi ro cho ổn định kinh tế vĩ mô.
- Áp lực gia tăng lên mặt bằng lãi suất, lãi suất các kỳ hạn ngắn đã tiệm cận trần huy động 5,5%/năm. Mặt bằng lãi suất được dự báo sẽ cao hơn trong năm 2016 do ảnh hưởng của lạm phát gia tăng.
- Cơ chế điều hành tỷ giá được thay đổi theo hướng thị trường hơn với tỷ giá trung tâm được ấn định hàng ngày trên cơ sở tỷ giá đa biên và quan hệ cung cầu trên thị trường. NHNN đã tương đối thành công trong việc dỡ bỏ chế độ tỷ giá cố định mà không gây ra những biến động mạnh trên thị trường.
- Thị trường bất động sản tiếp tục duy trì đà tăng trưởng nhanh trong Q4. Những lo ngại xuất hiện khi tín dụng cho bất động sản có biểu hiện tăng nóng.

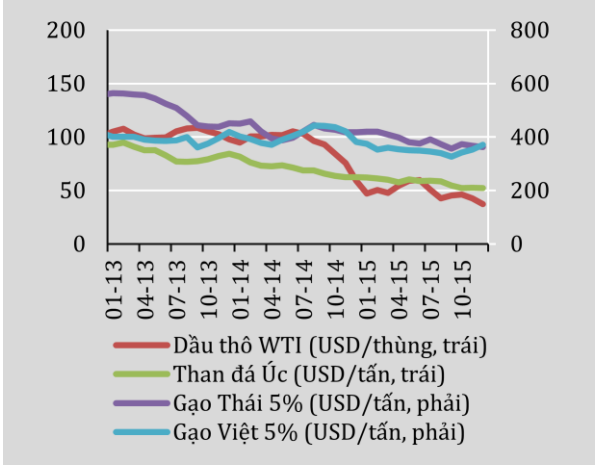
KINH TẾ THẾ GIỚI

Giá năng lượng xu hướng giảm sâu, giá lương thực tăng nhẹ

Giá năng lượng tiếp tục xu hướng đi xuống trong những tháng cuối năm. Giá dầu thô WTI đã xuống dưới mức 30 USD/thùng, thấp nhất trong vòng 12 năm trở lại đây. Lượng cung dầu thô tăng mạnh cùng với những lo ngại về triển vọng các nền kinh tế mới nổi là nguyên nhân đẩy giá dầu thô lao dốc trên thị trường thế giới. Giá các mặt hàng năng lượng khác cũng trong tình trạng tương tự, chỉ số giá các mặt hàng năng lượng của Ngân hàng Thế giới đã giảm từ mức 59,7 điểm cuối Q3 xuống còn 47,87 điểm cuối Q4.

Chỉ số giá hàng hóa phi năng lượng giảm nhẹ trong Q4, xuống 76,35 điểm từ mức 79,22 điểm cuối Q3. Mặc dù vậy, giá một số mặt hàng lương thực đã có dấu hiệu tăng trong Q4. Do ảnh hưởng diễn biến thời tiết El Nino bất lợi cho canh tác nông nghiệp, giá một số loại gạo của Thái tăng từ 1,6-2,6%

Giá thế giới một số hàng hóa cơ bản

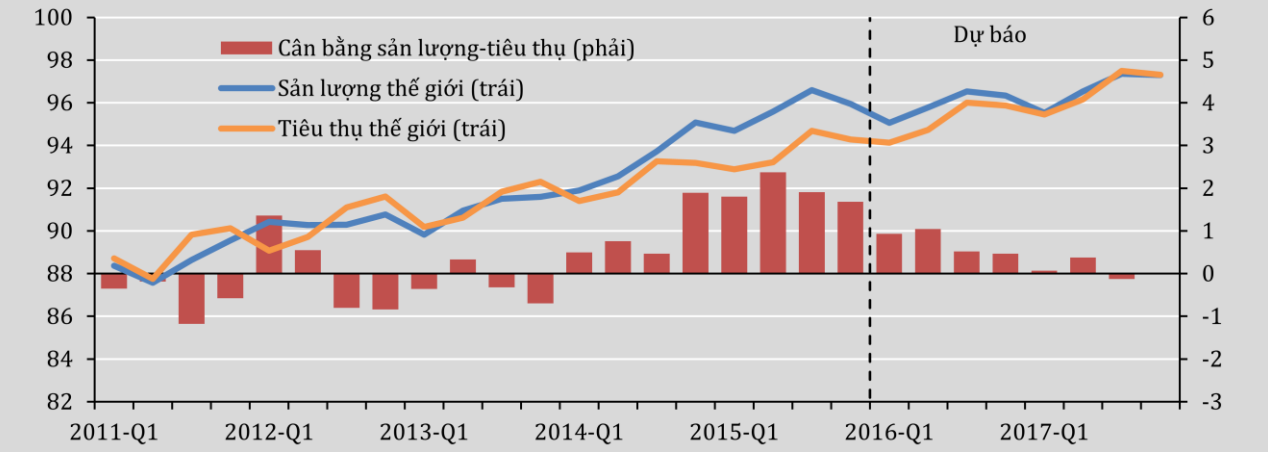


Nguồn: The Pink Sheet (WB)

trong Q4, giá gạo Việt 5% cũng tăng tương ứng 13,7% trong thời gian này.

Nguồn cung dầu thô vẫn chưa có dấu hiệu điều chỉnh giảm trong khi cầu năng lượng không được cải thiện khiến cho các dự báo về giá dầu thô duy trì ở mức thấp trong năm 2016. Đầu tháng 12, OPEC chính thức từ bỏ mức trần khai thác 30 triệu thùng/ngày sau cuộc họp tại Vienna. Cùng với đó, lệnh cấm vận kinh tế với Iran được dỡ bỏ trong những ngày đầu năm 2016 khiến cho tình

Cân bằng Sản lượng-Tiêu thụ nhiên liệu hóa lỏng (triệu thùng/ngày)



Nguồn: Short-Term Energy Outlook (STEO, 1/2016)

trạng dư cung trên thị trường dầu thô càng trở nên trầm trọng. Cơ quan Năng lượng Quốc tế dự báo cân bằng cung-cầu dầu thô chỉ đạt được vào cuối năm 2017.

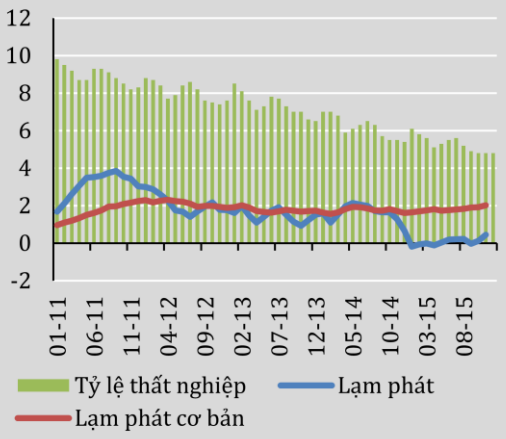
Giá dầu thô WTI tương lai trung bình cho năm 2016 hiện đang được giao dịch ở dưới mức 35 USD/thùng. Điều này một mặt có thể tác động tiêu cực tới nguồn thu ngân sách của Việt Nam, mặt khác có thể tác động tích cực tới cán cân thanh toán và hoạt động sản xuất trong nước.

Bước đầu bình thường hóa kinh tế Mỹ

Mặc dù chững lại so với những quý đầu năm, kinh tế Mỹ vẫn cho thấy những dấu hiệu tích cực trong Q4. Tỷ lệ thất nghiệp duy trì ở mức 4,8% trong suốt quý, tương đương với mức ổn định trong giai đoạn trước khủng hoảng. Lạm phát và lạm phát cơ bản xu hướng tăng tích cực trong Q4. Lạm phát tăng lên mức 0,44% trong khi lạm phát cơ bản đã vượt ngưỡng 2% trong tháng 11. Những yếu tố này là điều kiện tiên quyết để FED ra quyết định tăng lãi suất cơ bản từ 0-0,25% lên 0,25%-0,5% trong cuộc họp tháng 12.

Trưởng kinh tế Q3 đạt 2,2% (yoy), cao hơn so với mức kỳ vọng 1,5%. Chỉ số PMI phi

Lạm phát và thất nghiệp Mỹ (%, yoy)

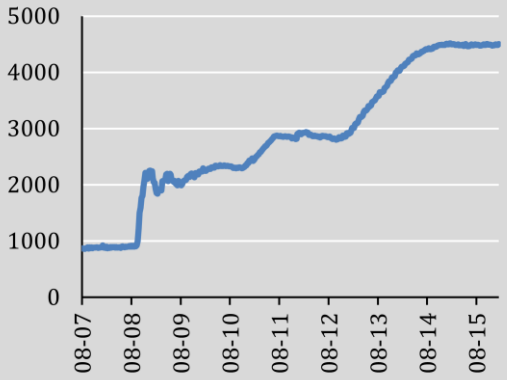


Nguồn: CEIC

FED và quy mô bảng cân đối

Bảy năm giữ lãi suất gần như ở mức 0% cùng với những gói nới lỏng định lượng đã khiến bảng cân đối của FED bị đẩy lên mức 4,5 tỷ USD. Việc FED tăng lãi suất cơ bản trong tháng 12 đánh dấu bước đầu tiên trong quá trình bình thường hóa nền kinh tế Mỹ. Cùng với việc bình thường hóa nền kinh tế, câu hỏi được đặt ra hiện nay là khi nào và cần bao lâu để FED thực hiện "bình thường hóa" khối tài sản khổng lồ trong bảng cân đối của mình.

Xu hướng bảng cân đối của FED (tỷ USD)



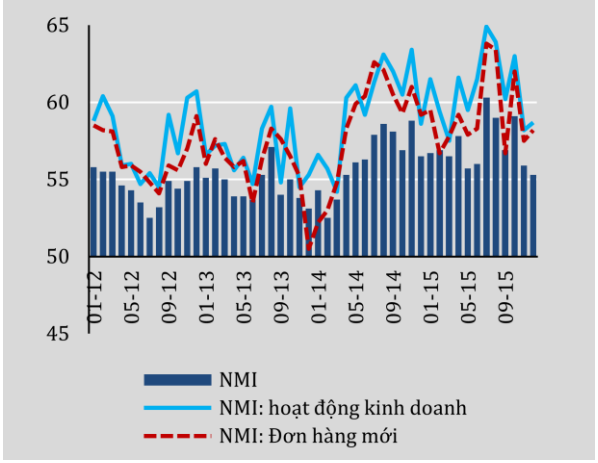
Nguồn: FED

Các dự báo gần đây cho rằng FED sẽ giữ nguyên mức 2,5 nghìn tỷ USD tín phiếu kho bạc tới tháng 3/2016 và 2 nghìn tỷ USD chứng khoán thế chấp tới tháng 1/2017. Đồng thời, cần phải mất tới 6 năm để đưa bảng cân đối trở về mức bình thường trước khi xảy ra khủng hoảng. Lộ trình cắt giảm quy mô tài sản của FED sẽ tác động trực tiếp tới thanh khoản tại các thị trường mới nổi.

sản xuất duy trì ở mức cao và đạt trung bình 56,8 điểm trong Q4. Chỉ số PMI tổng hợp do Markit công bố lần lượt đạt 55 – 55,9 – 54 điểm trong ba tháng Q4.

Mỹ đã chính thức bước vào giai đoạn bình thường hóa nền kinh tế sau khi FED quyết định tăng lãi suất cơ bản (FFR). Tuy nhiên, lộ trình thắt chặt tiền tệ còn phụ thuộc nhiều vào số liệu về lạm phát cũng như sự ổn định của thị trường lao động. Trong điều kiện các nền kinh tế chủ chốt trên thế giới còn gặp nhiều bất ổn, chúng tôi cho rằng FED sẽ điều chỉnh FFR theo từng bước nhỏ trong thời gian dài nhằm tránh gây sốc cho kinh tế thế giới cũng như ngăn cản nguy cơ hình thành bong bóng tài sản trong nước. Nhiều khả năng FFR sẽ được điều chỉnh

Chỉ số phi sản xuất Mỹ



Nguồn: CEIC

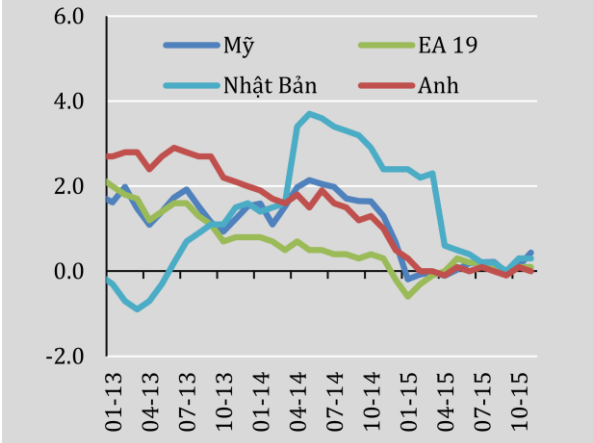
tăng từ 1-1,5% trong năm 2016. Theo tính toán, mức điều chỉnh này có thể khiến cho mặt bằng lãi suất trong nước của Việt Nam tăng từ 0,23-0,34%.

Châu Âu và Nhật Bản phục hồi nhẹ

Khu vực châu Âu phục hồi tương đối tích cực trong Q4. Thị trường lao động chuyển biến tích cực trong khi lạm phát vẫn duy trì ở mức thấp. Thất nghiệp giảm xuống mức 9,1%, thấp nhất kể từ năm 2012. Lạm phát trung bình khối các nước châu Âu (cả EA19 và EA28) ở mức 0-0,1%. Loại trừ các yếu tố năng lượng và lương thực, lạm phát cơ bản vẫn duy trì ổn định từ 0,9-1,1% trong Q4. Tuy nhiên, mức lạm phát này vẫn còn cách xa mức mục tiêu 2% cho thấy khả năng các nước châu Âu sẽ tiếp tục duy trì và mở rộng chương trình QE trong thời gian tới.

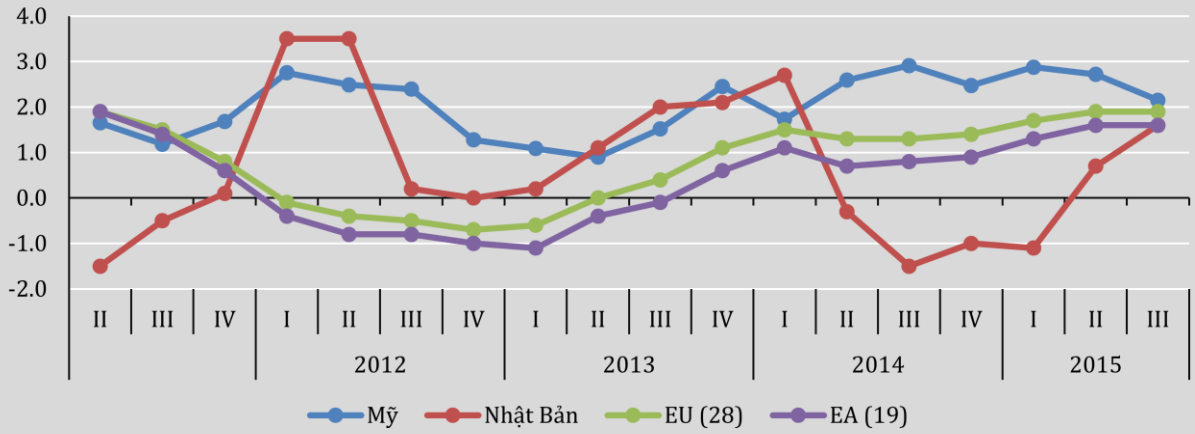
Tăng trưởng GDP châu Âu cũng đạt mức cao nhất trong nhiều quý gần đây. Đáng kể nhất là kinh tế Tây Ban Nha với mức tăng trưởng 3,4% (yoy) trong Q3. Các nền kinh tế lớn khác trong khu vực đồng tiền chung châu Âu cũng lần lượt đạt mức tăng trưởng khả quan như Đức (1,7%); Pháp (1,1%); và Ý (0,8%).

Lạm phát một số nền kinh tế (%, yoy)



Nguồn: CEIC, OECD

Tăng trưởng kinh tế một số nước phát triển (%, yoy)



Nguồn: CEIC, OECD

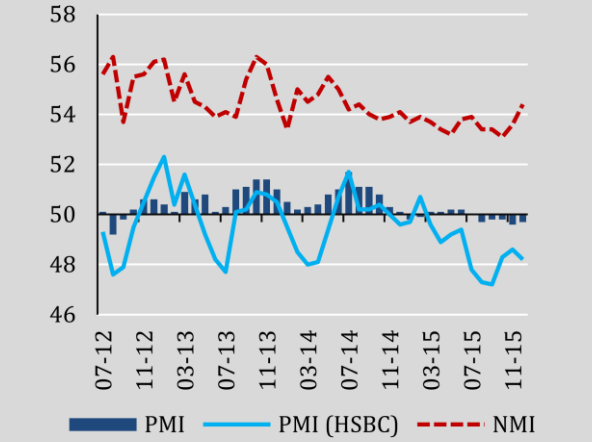
Kinh tế Nhật Bản xuất hiện những tín hiệu hồi phục rõ ràng hơn. Tăng trưởng Q3 được cải thiện ở mức 1,6% (yoy) sau khi phục hồi nhẹ trong Q2. Tăng trưởng chủ yếu vẫn đến từ tăng cầu nội địa. Khu vực này đã mở rộng 1,4% (yoy), cao hơn nhiều so với mức 0,5% trong Q2. Ước tính trong năm 2015 kinh tế Nhật Bản có thể đạt được mức tăng trưởng 0,7%. Lạm phát tháng 11 tăng nhẹ lên mức 0,3% trong khi lạm phát lõi chỉ đạt 0,9%. Chương trình kinh tế Abenomics chưa tạo ra được những chuyển biến kinh tế căn bản và bền vững.

Kinh tế Trung Quốc suy giảm

Số liệu vừa công bố của Cục Thống kê Quốc gia Trung Quốc (NBSC) cho thấy kinh tế nước này vừa trải qua một năm tăng trưởng chậm nhất trong vòng 25 năm trở lại đây. Tăng trưởng Q4 và cả năm 2015 chỉ đạt lần lượt 6,8% (yoy) và 6,9%. Cũng trong xu thế giảm, chỉ số hoạt động kinh tế của Trung Quốc do Capital Economics tính toán chỉ tăng 4,4% trong Qúy 3, giảm so với mức 4,7% trong Q2. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng này là chấp nhận được và kinh tế Trung Quốc vẫn cho thấy những triển vọng tương đối tích cực.

Chỉ số PMI sản xuất đạt trung bình 48,4 điểm trong Q4, bù lại điểm số trung bình PMI phi sản xuất ở mức cao 53,7 phán ánh sự mở rộng khu vực dịch vụ.

Chỉ số PMI Trung Quốc

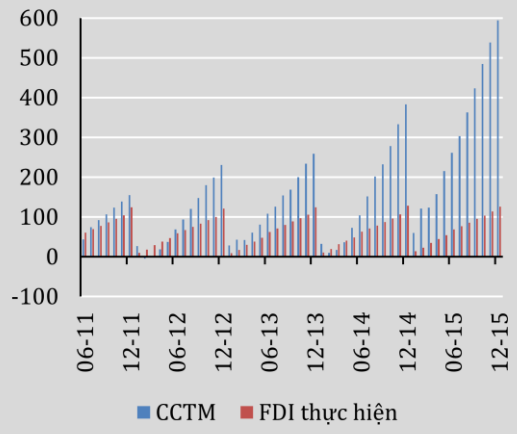


Nguồn: HSBC, NBSC

Thương mại và đầu tư trực tiếp nước ngoài vào Trung Quốc cho thấy những tín hiệu khá tích cực. Thặng dư thương mại đạt 175,4 tỷ USD trong Q4, cao hơn mức 163,5 tỷ USD quý trước đó. Cán cân thương mại Trung Quốc chứng kiến năm thứ tư liên tiếp đạt tăng trưởng thặng dư. Thặng dư thương mại tăng bốn lần từ mức 154,9 tỷ USD năm 2011 lên mức kỷ lục 600 tỷ USD năm 2015. Trong khi đó, lượng vốn FDI giải ngân vào Trung Quốc vẫn ổn định ở mức trên 1.200 tỷ USD mỗi năm kể từ năm 2011 tới nay.

Sau khi phá giá mạnh đồng CNY vào tháng 8/2015, diễn biến thị trường ngoại hối đi ngược lại với kỳ vọng của PBoC khi kỳ vọng phá giá vẫn lớn và sức ép từ dòng vốn chảy ra vẫn ở mức cao. Thời điểm cuối năm 2015, sức ép đầu cơ tăng mạnh, chênh lệch tỷ giá tại thị trường nội địa và thị trường Hồng Kông được đẩy lên mức 1,5%, tương đương với thời điểm trước khi phá giá. Dự trữ ngoại hối của nước này đã giảm xấp xỉ 200 tỷ USD trong hai tháng cuối năm. Tính trong cả năm 2015, dự trữ ngoại hối của

Cán cân thương mại và FDI thực hiện tại Trung Quốc (cộng dồn, tỷ USD)



Nguồn: CEIC

Khả năng khủng hoảng của kinh tế Trung Quốc?

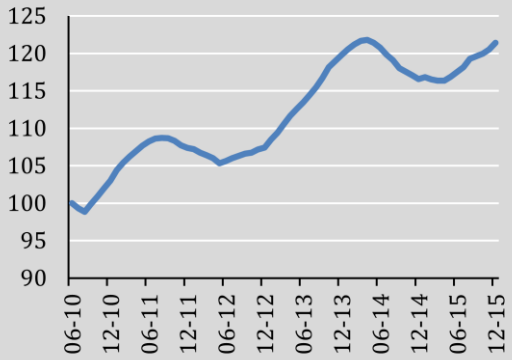
Khả năng khủng hoảng nợ?

Giai đoạn 2008-2015, tăng trưởng tín dụng của Trung Quốc nhanh hơn 1,5 lần so với mức tăng GDP danh nghĩa. Tuy nhiên, theo thống kê của WIND, tín dụng của Trung Quốc chủ yếu tập trung vào các doanh nghiệp tư nhân thay vì khu vực quốc doanh như nghi ngại. Trong một so sánh với Việt Nam, tín dụng giai đoạn 2000-2007 tăng trưởng nhanh hơn 3 lần so với GDP danh nghĩa, trước khi nền kinh tế đi vào khủng hoảng. Chúng tôi cho rằng chưa có tín hiệu rõ nét nào về khả năng xảy ra một cuộc khủng hoảng nợ tại Trung Quốc.

Khả năng khủng hoảng bong bóng tài sản?

Cũng theo số liệu của WIND, gần 80% doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Trung Quốc có hệ số đòn bẩy tài chính lớn hơn 3. Điều này tạo ra nhiều nghi ngại về rủi ro nổ bong bóng bất động sản tại Trung Quốc. Tuy nhiên, giá bất động sản tăng khá chậm giai đoạn 2010-2015, cho thấy bong bóng nằm ở phía cung thay vì phía cầu. Với việc kiểm soát chặt hệ thống ngân hàng và nguồn lực công lớn, Chính phủ Trung Quốc có khả năng xử lý bong bóng phía cung bằng giải pháp mua và xóa nợ, nền kinh tế không bị ảnh hưởng nặng nề và kéo dài như với một cuộc khủng hoảng từ phía cầu.

Chỉ số giá nhà Trung Quốc (6/2010=100)

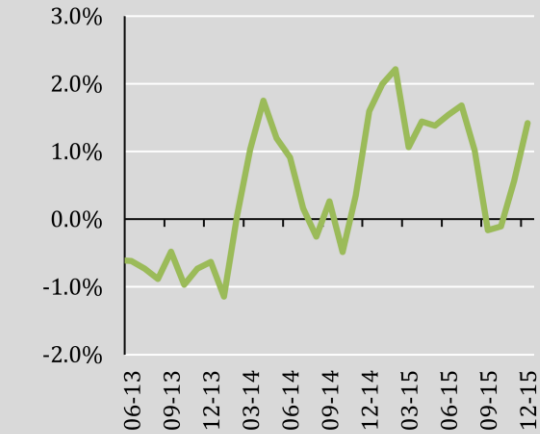


Nguồn: SouFun

Trung Quốc đã giảm 512,7 tỷ USD, tương đương 13,3% tổng dự trữ, dù cán cân thương mại và vốn đầu tư FDI thặng dư lớn.

Trước những diễn biến bất lợi, PBoC đã buộc phải để đồng CNY mất giá 1,4% trong 2 tuần đầu tiên của năm 2016 (so với mức 5% trong cả năm 2015). Chúng tôi cho rằng, PboC dù có nhiều động lực để giữ đồng CNY ổn định, những sẽ không can thiệp mạnh mẽ vào thị trường như trong năm 2015 do quy mô dự trữ ngoại hối đang giảm rất nhanh. Kịch bản khả dĩ là PBoC sẽ chấp nhận cho đồng CNY giảm giá ở mức vừa phải, đồng thời can thiệp để tránh cho đồng CNY giảm quá sâu, trên 5%, trong 2016.

Chênh lệch CNH-CNY/USD (%)



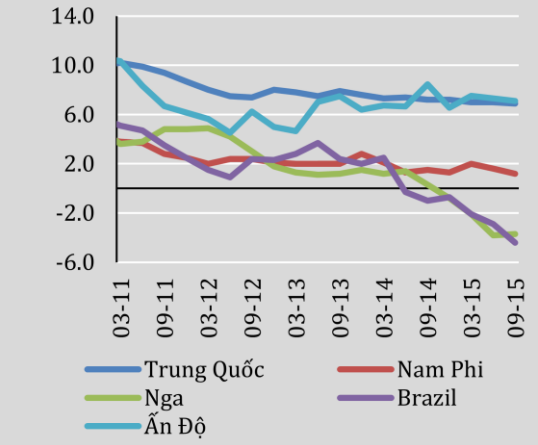
Nguồn: Tính toán từ CSDL CEIC

Bất ổn tại các nền kinh tế mới nổi

Các nền kinh tế mới nổi đang trải qua giai đoạn khó khăn do những tác động của dòng vốn nóng, đặc biệt tại những quốc gia phụ thuộc chặt chẽ vào xuất khẩu tài nguyên và nguyên liệu thô như Nga hay Indonesisa. Giá dầu lao dốc khiến GDP của Nga thu hẹp quý thứ tư liên tiếp, tăng trưởng Q3 ở mức -3,7% (yoy). Trong khi đó, bất ổn chính trị tại Brazil khiến nền kinh tế vốn năng động nhất khu vực Mỹ La-tinh rơi vào khủng hoảng. GDP thu hẹp kỷ lục -4,4% (yoy) trong Q3 và chưa có dấu hiệu hồi phục. Đầu tư được dự báo sẽ không có cải thiện cho tới hết năm 2016.

Giai đoạn sau đại khủng hoảng 2008-09, các nước phát triển đẩy mạnh các chương trình nới lỏng tiền tệ để chống lại đà đi xuống của kinh tế. Nguồn tiền rẻ chảy mạnh về các quốc gia đang phát triển có lợi suất cao hơn trong ngắn hạn khiến giá tài sản ở các nước này tăng mạnh. Việc FED bước vào chu kỳ tăng lãi suất tạo áp lực đẩy các dòng vốn nóng chảy ngược về Mỹ, khiến thị trường tài sản tại các nền kinh tế mới nổi đứng trước nguy cơ đổ vỡ.

Tăng trưởng các nước BRICS (%, yoy)



Nguồn: OECD

Tuy nhiên, việc các nền kinh tế phát triển khác là Nhật Bản và EU vẫn tiếp tục duy trì các gói nới lỏng tiền tệ do kinh tế chưa thực sự hồi phục rõ nét có thể trung hòa một phần ảnh hưởng từ quyết định thặt chặt của FED. Đồng thời, do FED chưa tiến hành giảm quy mô bảng cân đối nên quy mô dòng vốn rút ra có thể không lớn. Các quốc gia đang phát triển đang gặp nhiều bất ổn phần lớn do những yếu kém nội tại.

Triển vọng tăng trưởng kinh tế thế giới

			WEO (1/2016)		GEP (1/2016)	
	2014	*2015e*	*2016p*	*2017p*	*2016p*	*2017p*
Toàn cầu	**3.4**	**3.1**	**3.4 (-0.2)**	**3.6 (-0.2)**	**2.9 (-0.4)**	**3.1 (-0.1)**
Các nền kinh tế phát triển	**1.8**	**1.9**	**2.1 (-0.1)**	**2.1 (-0.1)**	2.1 (-0.2)	2.1 (-0.1)
Mỹ	2.4	2.5	2.6 (-0.2)	2.6 (-0.2)	2.7 (-0.1)	2.4 (0.0)
Nhật Bản	-0.1	0.6	1.0 (0.0)	0.3 (-0.1)	1.3 (-0.4)	0.9 (-0.3)
Anh	3.0	2.2	2.2 (0.0)	2.2 (0.0)	2.4 (-0.2)	2.2 (0.0)
Khu vực đồng tiền chung Châu Âu	0.9	1.5	1.7 (+0.1)	1.7 (0.0)	1.7 (-0.1)	1.7 (+0.1)
Các quốc gia đang phát triển	**4.6**	**4.0**	**4.3 (-0.2)**	**4.7 (-0.2)**	4.8 (-0.6)	5.3 (-0.2)
Brazil	0.1	-3.8	-3.5 (-2.5)	0.0 (-2.3)	-2.5 (-3.6)	-1.4 (-0.6)
Nga	0.6	-3.7	-1.0 (-0.4)	1.0 (0.0)	-0.7 (-1.4)	1.3 (-1.2)
Ấn Độ	7.3	7.3	7.5 (0.0)	7.5 (0.0)	7.8 (-0.1)	7.9 (-0.1)
Trung Quốc	7.3	6.9	6.3 (0.0)	6.0 (0.0)	6.7 (-0.3)	6.5 (-0.4)
ASEAN-5	**4.6**	**4.7**	**4.8 (-0.1)**	5.1 (-0.2)		
Indonesia	5.0	5.0	4.7 (-0.4)	5.1	5.3 (-0.2)	5.5 (0.0)
Malaysia	6.0	6.0	4.7 (+0.2)	4.5	4.5 (-0.5)	4.5 (-0.6)
Philippines	6.1	6.1	6.0 (-0.3)	6.3	6.4 (-0.1)	6.2 (-0.1)
Thái Lan	0.9	0.9	2.5 (-0.7)	3.2	2.0 (-2.0)	2.4 (-1.6)
Việt Nam	6.0	6.0	6.5 (+0.1)	6.4	6.6 (+0.4)	6.3 (-0.2)

Chú ý: ( ) chỉ mức độ thay đổi so với lần dự báo gần nhất

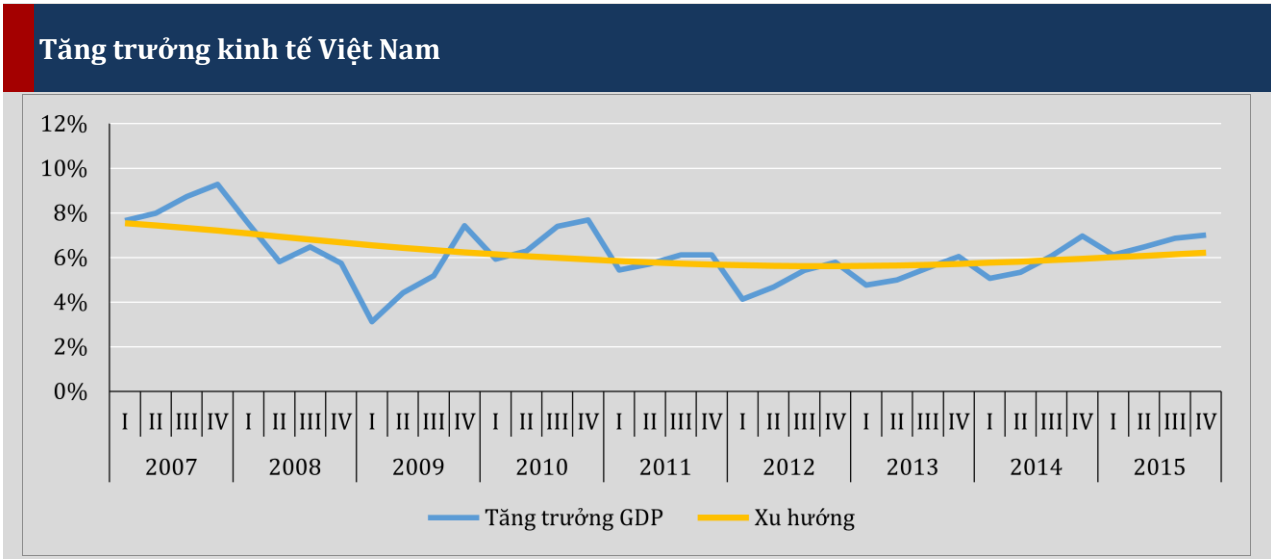
Nguồn: World Economic Outlook (IMF), Global Economic Prospects (WB)

KINH TẾ VIỆT NAM

Tăng trưởng-lạm phát

Tăng trưởng tiếp tục đà phục hồi

Tăng trưởng kinh tế Việt Nam



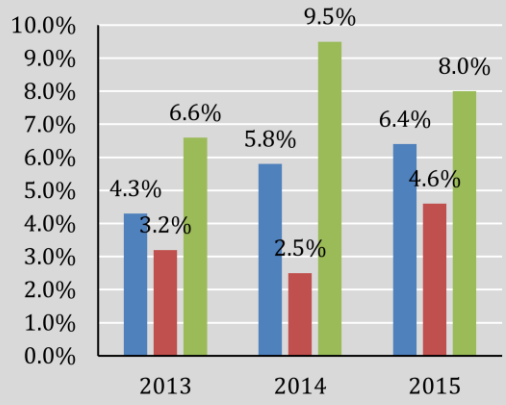
Nguồn: Tính toán từ số liệu TCTK

Điểm sáng đáng chú ý nhất của kinh tế Việt Nam 2015 là tín hiệu tích cực từ tốc độ tăng trưởng kinh tế 6,68%, riêng Q4 đạt 7,01%, cao nhất kể từ năm 2011. Trong đó, khu vực sản xuất công nghiệp và xây dựng là thành tố quan trọng nhất đóng góp cho sự cải thiện về tốc độ tăng trưởng. Khu vực này đã mở rộng 9,64% trong năm 2015, cao hơn nhiều so với các con số 5,08% và 6,42% của hai năm 2013 và 2014.

Một tín hiệu đáng ghi nhận khác là tình hình sử dụng lao động trong các doanh nghiệp công nghiệp năm nay cũng được cải thiện đáng kể, đặc biệt trong khối doanh nghiệp ngoài Nhà nước. Lượng lao động ngành công nghiệp tăng 6,4% trong năm 2015, cao hơn năm 2013 (4,3%) và 2014 (5,8%). Trong đó, lao động khu vực doanh nghiệp ngoài Nhà nước tăng đến 4,6%, so với mức tăng chỉ 2,5% năm 2014.

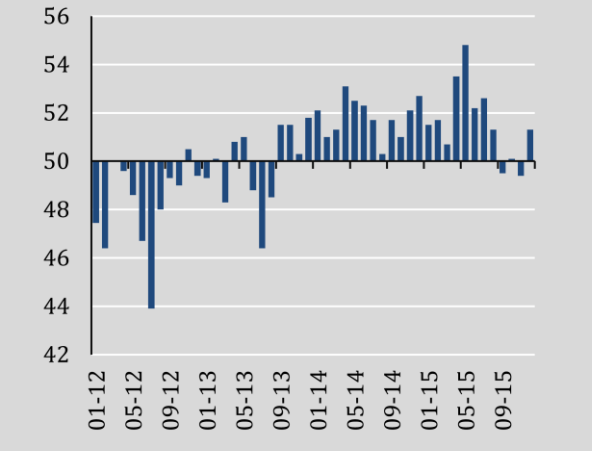
Bên cạnh số liệu về sản lượng, các chỉ báo khác về sản xuất công nghiệp cũng cho thấy rõ nét sự phục hồi và thoát khỏi khủng hoảng của nền kinh tế. Chỉ số PMI liên tục

Tăng trưởng lao động trong công nghiệp (%, yoy)



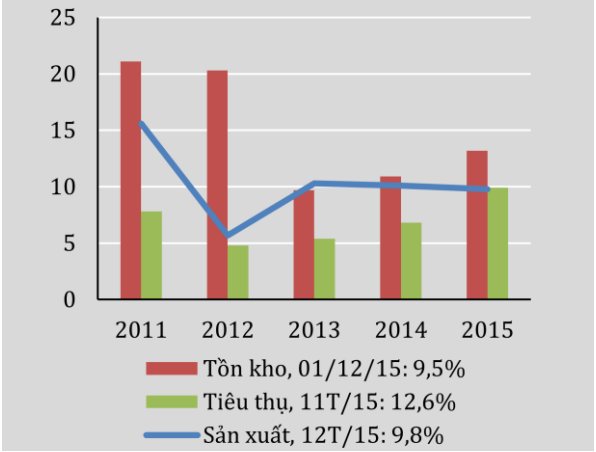
Nguồn: TCTK

Chỉ số PMI Việt Nam



Nguồn: HSBC, Nikkei

Chỉ số công nghiệp 2011-2015



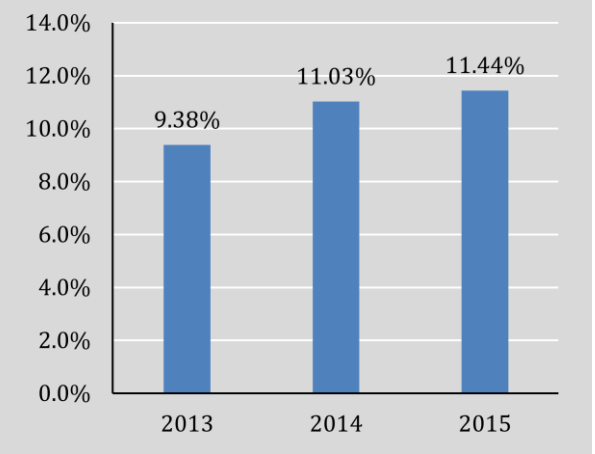
Nguồn: TCTK

cao trên ngưỡng 50 điểm, đặc biệt ở mức rất cao trong hai quý đầu năm 2015. Mặc dù có giảm nhẹ xuống dưới ngưỡng 50 điểm trong tháng 11, nhìn tổng thể hoạt động sản xuất công nghiệp của Việt Nam vẫn được đánh tích cực trong bối cảnh Trung Quốc và các nền sản xuất khác trong khu vực đang có dấu hiệu suy thoái.

Sản lượng điện thương phẩm và tín dụng cũng cho thấy tín hiệu tăng trưởng mạnh mẽ hơn so với các năm trước. Sản lượng điện thương phẩm năm 2015 ước đạt 143,34 tỷ kWh, tăng 11,44% so với năm 2014. Tăng trưởng tín dụng trong năm khoảng 18% cho thấy tổng cầu của nền kinh tế đang hồi phục mạnh.

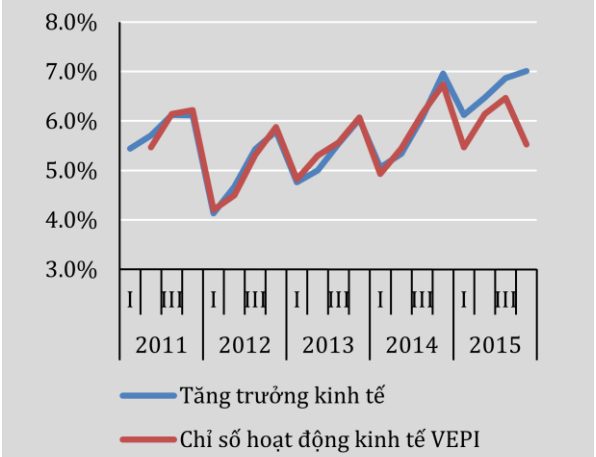
Chỉ số hoạt động kinh tế VEPI (Viet Nam Economic Performance Index) được VEPR thử nghiệm tính toán tổng hợp dựa trên số liệu về sản lượng điện thương phẩm, kim ngạch xuất nhập khẩu, vận tải đường sắt, tăng trưởng tín dụng và PMI sản xuất. Mặc

Tăng trưởng điện thương phẩm



Nguồn: Bộ Công Thương

Chỉ số hoạt động kinh tế VEPI



Nguồn: VEPR

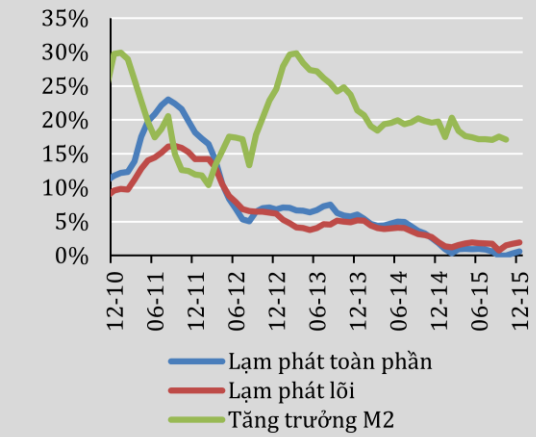
dù có sự chuyển biến tích cực hơn so với cùng kỳ trong ba quý đầu, chỉ số VEPI Q4 chỉ đạt 5,5% do những dấu hiệu suy giảm trong giá trị xuất nhập khẩu; chỉ số PMI và tín dụng thấp hơn so với cùng kỳ năm trước.

Lạm phát thấp tuy nhiên cần chú ý áp lực tăng trở lại trong năm 2016

Tiếp tục xu hướng năm 2014, năm 2015 có mức tăng giá tiêu dùng thấp nhất trong nhiều năm trở lại đây. Lạm phát bình quân của cả năm 2015 chỉ ở mức 0,63%. Tuy nhiên, sau khi loại trừ các mặt hàng lương thực-thực phẩm, năng lượng và các mặt hàng do nhà nước quản lý khỏi rổ hàng hóa, lạm phát lõi của Việt Nam tăng 2,05% trong năm 2015. Chúng tôi cho rằng mức lạm phát lõi là tương đối phù hợp và cần được duy trì để giữ kỳ vọng lạm phát ở mức thấp, từ đó giúp cho mặt bằng lãi suất ổn định, tạo thuận lợi cho quá trình hồi phục kinh tế.

Mặc dù vậy, lạm phát có thể đứng trước những biến động mạnh hơn trong năm 2016. Thứ nhất, giá năng lượng và nhiều loại hàng hóa đã ở mức thấp kỷ lục và có khả năng sẽ đi ngang hoặc tăng nhẹ. Thứ hai, hiện tượng thời tiết El Nino đang tác động bất lợi đến nguồn cung gạo, có thể

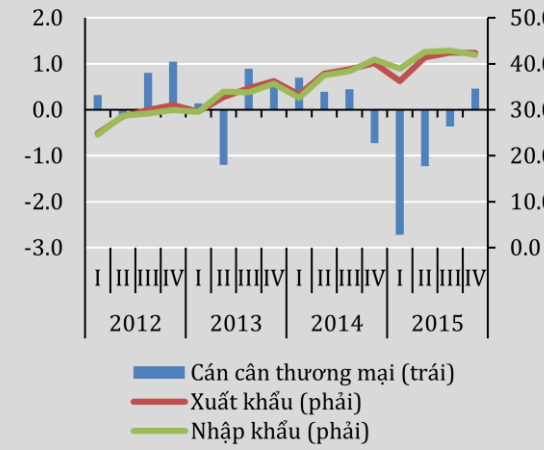
Lạm phát và tăng trưởng M2 (%, yoy)



Nguồn: TCTK, IFS, NHNN

khiến giá cao hơn trong năm 2016. Lưu ý, quyền số của nhóm hàng lương thực sẽ được điều chỉnh giảm giai đoạn 2016-2020 dù vẫn giữ một tỷ trọng cao. Thứ ba, khả năng tăng giá các nhóm hàng do nhà nước quản lý bao gồm điện, dịch vụ y tế và giáo dục trong năm 2016 là lớn. Thứ tư, tốc độ tăng cung tiền vượt xa GDP danh nghĩa đang tích lũy những rủi ro gây bất ổn về giá. Chúng tôi cho rằng lạm phát 2016 sẽ ở mức 4-5%.

Cán cân thương mại (tỷ đồng)



Nguồn: TCTK

Các cân đối vĩ mô

Cán cân thương mại tương đối cân bằng

Kim ngạch xuất nhập khẩu tăng nhẹ trong trong Q4, xuất khẩu tăng 5,5% so với cùng

kỳ năm trước, trong khi nhập khẩu tăng 2,6%. Cán cân thương mại Q4 thặng dư nhẹ 0,5 tỷ USD. Tính đến cuối năm 2015, cán cân thương mại ước tính thâm hụt khoảng 3,2 tỷ USD, tương đương 1,65% GDP. Lưu ý là cán cân thương mại của Việt Nam phụ thuộc khá lớn vào giải ngân vốn FDI cho nhập khẩu trang thiết bị sản xuất nên thường có biến động mạnh giữa các quý.

Theo số liệu ước tính, kim ngạch xuất khẩu năm 2015 đạt 162,4 tỷ USD, tăng 8,1% so với năm 2014. Trong đó, xuất khẩu chủ yếu vẫn nằm ở nhóm doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài. Xuất khẩu khu vực trong nước suy giảm 3,5%. Kim ngạch nhập khẩu tăng 12% đạt mức 165,6 tỷ USD. Trung Quốc vẫn là thị trường đầu vào lớn nhất với 28,8% tổng kim ngạch.

Tuy nhiên, năm 2015 tiếp tục chứng kiến xu hướng dịch chuyển nguồn hàng nhập khẩu của nước ta sang Hàn Quốc. Nhập khẩu từ Hàn Quốc tăng 27,4%, đạt 27,7 tỷ USD. Điều này phản ánh xu hướng dịch chuyển hoạt động sản xuất của các tập đoàn Hàn Quốc sang Việt Nam.

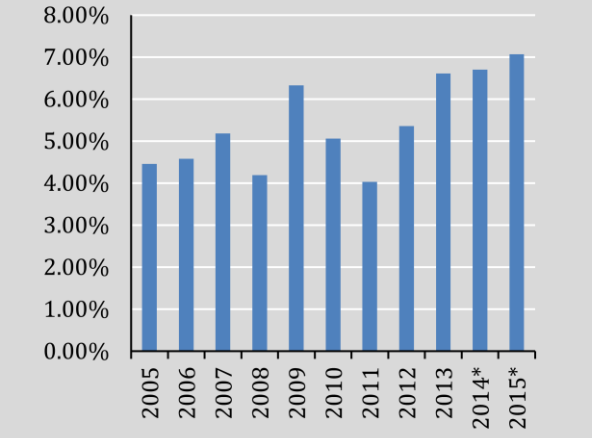
Nguồn thu ngân sách khó khăn

Tổng thu ngân sách năm 2015 ước đạt 927,5 nghìn tỷ đồng, vượt 1,8% so với dự toán. Nhiều nguồn thu đạt thấp hơn nhiều so với dự toán đầu năm như: thu từ dầu thô (62,4 nghìn tỷ; 67,1% dự toán); thu từ doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài (128 nghìn tỷ; 89,8% dự toán); thu từ khu vực doanh nghiệp nhà nước (204,2 nghìn tỷ đồng; 92,5% dự toán); thu cân đối ngân sách từ hoạt động xuất, nhập khẩu (160 nghìn tỷ đồng; 91,4% dự toán). Nguồn thu mang tính ngắn hạn được đẩy mạnh để bù đắp ngân sách: thu từ sử dụng đất (54,2 nghìn tỷ đồng, 139,1% dự toán)

Lưu ý là với việc tham gia các hiệp định thương mại tự do thế hệ mới như Hiệp định Đối tác Thương mại xuyên Thái Bình Dương (TPP), Cộng đồng Kinh tế Asean (AEC), và Hiệp định Thương mại Tự do với Liên minh Châu Âu (EVFTA), nguồn thu từ hoạt động này dự kiến sẽ giảm dần theo lộ trình cam kết trong thời gian tới.

Mặc dù vậy, cơ quan điều hành không có những quyết tâm cần thiết trong việc cắt giảm chi tiêu, đặc biệt là chi thường xuyên, và khôi phục lại cân đối ngân sách. Theo ước tính của nhóm nghiên cứu, tổng chi ngân sách năm 2015 có thể vượt so với dự toán khoảng 70 nghìn tỷ đồng. Kết hợp với GDP danh nghĩa năm 2015 tăng chậm hơn dự báo, dẫn tới thâm hụt ngân sách năm có

Thâm hụt ngân sách

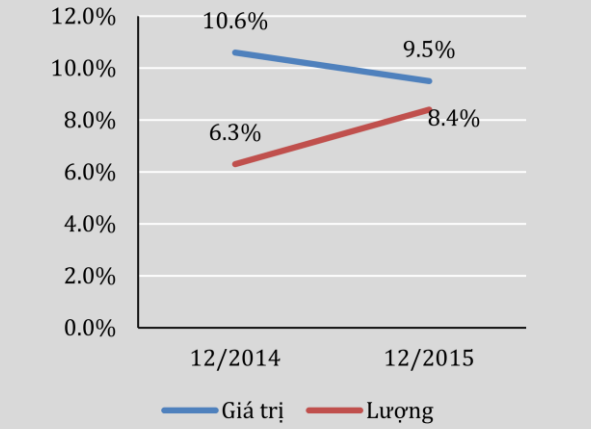


Nguồn: BTC, TCKT (2014, 2015: ước tính của VEPR)

thể ở mức 7%, cao nhất kể từ năm 2000 trở lại đây. Lưu ý là trong 4 năm gần đây, thâm hụt ngân sách luôn cao hơn mức mục tiêu 5%, phản ánh chính sách tài khóa rất thiếu kỷ luật.

Thu ngân sách từ xuất khẩu dầu nhiều khả năng sẽ vẫn thấp hơn dự toán 2016 khi xu hướng biến động của giá dầu thế giới đang thấp hơn nhiều so với mức giá kỳ vọng 60 USD/thùng của cơ quan lập dự toán. Chúng tôi cho rằng, nếu Chính phủ không có các biện pháp hiệu quả giảm chi ngân sách, đặc biệt trong việc sử dụng nguồn vốn vay ưu đãi ODA, triển vọng cán cân ngân sách sẽ tiếp tục xấu đi trong năm 2016.

Tăng trưởng bán lẻ (%, yoy)



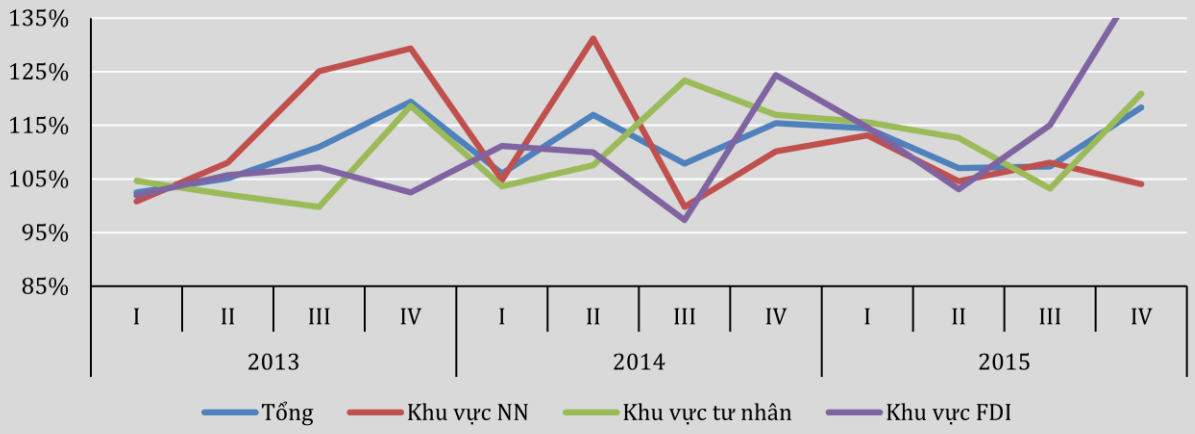
Nguồn: TCTK

Tiêu dùng tăng về lượng, đầu tư tăng trở lại

Tiêu dùng có dấu hiệu cải thiện mạnh mẽ trong năm 2015. Tăng trưởng về giá trị thấp hơn so với năm 2014 chủ yếu do yếu tố về giá. Chỉ số bán lẻ sau khi loại trừ yếu tố giá tăng 8,4% so với cùng kỳ, cao hơn nhiều mức tăng 6,3% và 5,5% của hai năm liền trước. Số lượng ôtô du lịch tiêu thụ trong năm 2015 tăng 44% so với năm trước.

Cùng với tiêu dùng, đầu tư đảo chiều và tăng mạnh trong Q4. Ngoại trừ khu vực Nhà nước tiếp tục suy giảm trong tăng trưởng đầu tư, khu vực FDI và tư nhân đều chứng

Vốn đầu tư toàn xã hội (so với cùng kỳ năm trước)



Nguồn: Tính toán từ số liệu TCTK

kiến mức tăng kỷ lục trong Q4. Tổng mức đầu tư toàn xã hội tăng tuyệt đối 18,3% so với cùng kỳ, trong đó khu vực FDI tăng cao nhất ở mức 42,6%. Tính chung cả năm 2015, khu vực này đã mở rộng đầu tư 19,9%, cao hơn nhiều so với mức 10,5% trong năm 2014.

Lượng vốn FDI đăng ký năm 2015 tăng lên tới 15,6 tỷ USD nhờ những tín hiệu tích cực từ Hiệp định TPP. Đồng thời lượng vốn giải ngân cũng đạt 14,5 tỷ USD, tăng 17,4% so với cùng kỳ năm trước. Vốn FDI trong Q4 đạt 4,85 tỷ USD, tăng 40% so với cùng kỳ năm trước và là quý có mức giải ngân lớn nhất giai đoạn 2012-2015.

Khu vực tư nhân cũng đã đạt lại mức tăng trưởng 20,9% sau 4 quý liên tục suy giảm tốc độ tăng đầu tư. Tuy nhiên, đầu tư tư nhân trong năm 2015 chỉ tăng khiêm tốn 13,04%, thấp hơn con số 14,13% năm 2014.

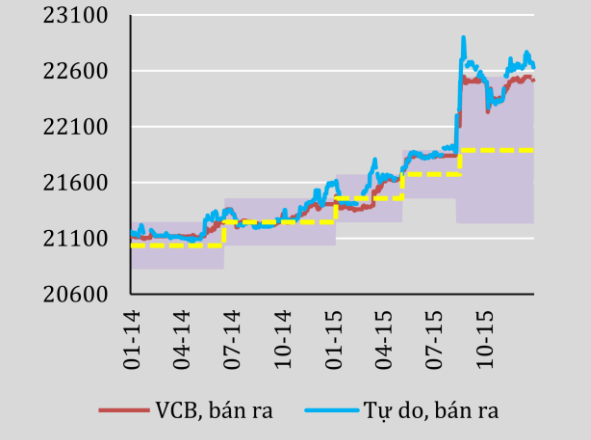
Thị trường tài chính

Cơ chế tỷ giá mới theo hướng thị trường

Thị trường ngoại hối diễn biến tương đối ổn định trong nửa đầu Q4, tỷ giá tại các NHTM và thị trường tự do đều hạ nhiệt so với thời điểm Trung Quốc phá giá đồng CNY. Tuy nhiên, nhu cầu ngoại tệ tăng cao vào cuối năm khiến sức ép tăng tỷ giá quay trở lại. Giá USD niêm yết tại các NHTM liên tục ở mức sát trần trong tháng 12.

Ngày 31/12, NHNN đã ban hành Quyết định số 2730/QĐ-NHNN về việc công bố tỷ giá tham chiếu của đồng Việt Nam với Đô la Mỹ hàng ngày, thay cho tỷ giá liên ngân hàng cố định trước đây. Tỷ giá tham chiếu mới được xác định dựa trên cung, cầu ngoại tệ trên thị trường và giá trị của đồng nội tệ so với 8 đồng tiền tham chiếu. Như vậy, cơ quan điều hành đã chuyển sang cơ chế tỷ giá thả nổi có quản lý và thực hiện một bước tiến đáng kể trong việc thay đổi chính sách điều hành theo hướng thị trường hơn. Theo đó, những tín hiệu thị trường sẽ được phản ánh vào tỷ giá tham chiếu. NHNN đã tương đối thành công khi dỡ bỏ cơ chế tỷ giá cố định mà không gây ra những biến động lớn. Kỳ vọng thị trường và trạng thái ngoại tệ của các NHTM đã được kiểm soát tốt bằng việc bán phái sinh ngoại tệ kỳ hạn 3 tháng, ngay trước thời điểm công bố cơ chế mới.

Tỷ giá danh nghĩa (VND/USD)

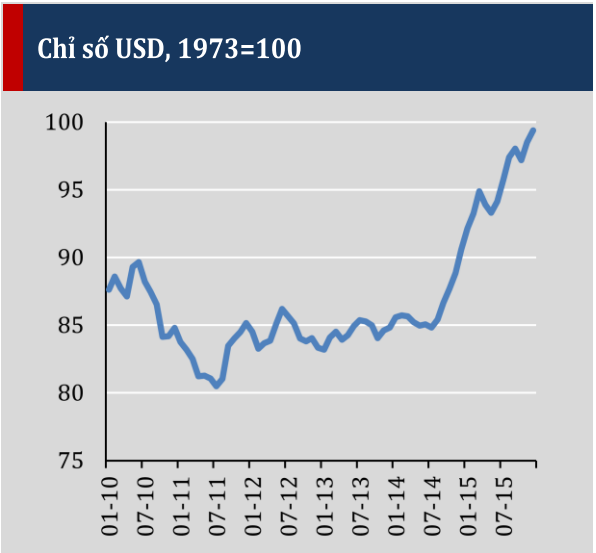


Nguồn: VEPR

Chúng tôi cho rằng về cơ bản, cơ chế điều hành tỷ giá mới phù hợp với những đặc tính của thị trường Việt Nam khi chưa hội đủ các điều kiện cần thiết để vận hành một cơ chế trong đó thị trường đóng vai trò quyết định trong việc xác định tỷ giá.

Thị trường ngoại hối trong năm 2016 tiềm ẩn những yếu tố rủi ro ngoại sinh, đáng kể nhất là nguy cơ khủng hoảng phát sinh từ các thị trường mới nổi, tuy nhiên các yếu tố quan trọng hỗ trợ sự ổn định của tỷ giá đều tương đối tích cực. Trung Quốc đang ghi nhận những tín hiệu tương đối tích cực từ khu vực tiêu dùng và dịch vụ, sẽ có nhiều động lực kiểm soát biên độ mất giá của đồng CNY ở mức vừa phải, dưới 5%.

FED đang trong quá trình tăng lãi suất khiến đồng USD mạnh lên sẽ gây sức lên tỷ giá trong nước. Chỉ số USD tháng 12 đạt mức 99,39, cao nhất trong vòng 11 năm trở lại đây và vẫn đang trong xu hương tăng. Tuy nhiên, với việc FED chưa thực hiện giảm quy mô tài sản nắm giữ, thanh khoản



Nguồn: FED

tại các thị trường đang phát triển chưa bị ảnh hưởng thật sự mạnh mẽ.

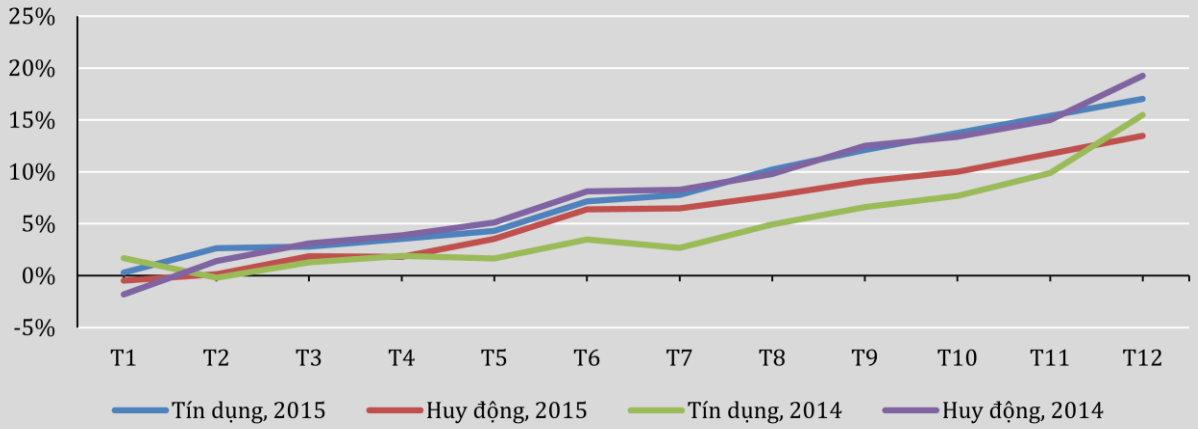
Bên cạnh đó, dòng vốn đầu tư vào nội địa đang có dấu hiệu khả quan sau khi đàm phán TPP được hoàn thành và làn sóng dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc đang diễn ra mạnh mẽ. Chúng tôi kỳ vọng tỷ giá sẽ không chứng kiến những cú sốc lớn như trong năm 2015, và biến động khoảng 3-4% trong năm 2016.

Nhu cầu tăng cao trên thị trường vốn

Cầu tín dụng năm 2015 tăng cao hơn so với năm 2014 và tương đối ổn định trong các tháng cuối năm. Tổng dư nợ tín dụng tính đến 18/12/2015 đã tăng 17,02% so với đầu năm. Tăng trưởng tín dụng trong Q4 tiếp tục dưới mức tăng trưởng huy động, chênh lệch luôn ở mức 3,5-3,7%. Điều này tạo ra sức ép không nhỏ lên mặt bằng lãi suất huy động trong nước. Theo thống kê của NHNN, có 11 ngân hàng đã điều chỉnh tăng lãi suất các kỳ hạn từ 0,1-0,5%/năm trong tháng 12.

Trong khi tín dụng tăng trưởng nhanh, GDP danh nghĩa năm 2015 chỉ tăng 6,48%, thấp hơn nhiều mức tăng hai chữ số các năm trước. Việc đẩy mạnh tín dụng vượt xa mức tăng trưởng GDP danh nghĩa đang tạo ra những rủi ro mất ổn định kinh tế vĩ mô. Chúng tôi cho rằng nền kinh tế đang có nhiều nét tương đồng với thời điểm 2009 khi lạm phát thấp và nền kinh tế đã có những dấu hiệu hồi phục sau suy thoái nhờ các biện pháp nới lỏng tài khóa và tiền tệ. Kinh nghiệm quá khứ cho thấy lạm phát ở

Tăng trưởng huy động-tín dụng (so với cuối năm trước)



Nguồn: NHNN, TCTK

mức thấp có thể nhanh chóng đổi chiều nếu cung tiền không được kiểm soát chặt chẽ.

Thị trường tài sản

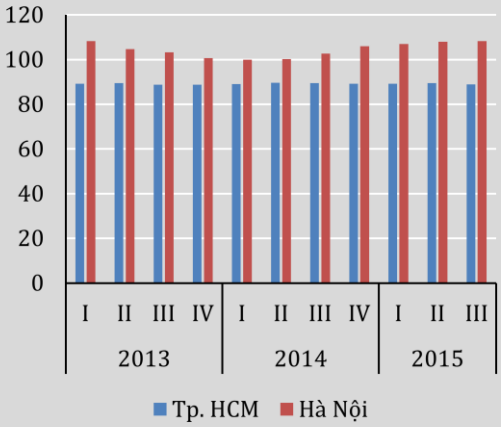
Thị trường bất động sản tăng trưởng mạnh

Thị trường bất động sản tiếp tục tăng trưởng nhanh trong những tháng cuối năm 2015, đặc biệt tại thị trường thành phố Hồ Chí Minh. Tổng nguồn cung sơ cấp tại thị trường này tăng xấp xỉ hai lần trong Q4 so với cùng kỳ năm trước, đạt 37.200 căn. Trong khi tại thị trường căn hộ để bán tại Hà Nội, nguồn cung sơ cấp Q4 đạt 16.000 căn, tăng 41% so với năm 2014.

Tỷ lệ hấp thụ tại thị trường Hà Nội ở mức cao hơn so với thị trường thành phố Hồ Chí Minh. Khoảng 6.400 và 7.700 căn hộ đã được bán ra tại Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh trong Q4, tương ứng với tỷ lệ hấp thụ 40% và 20%.

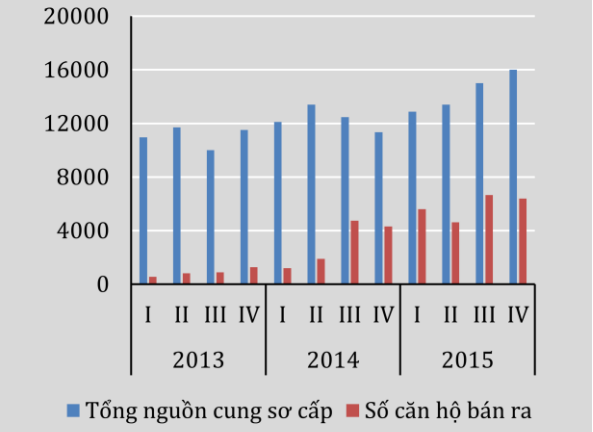
Giá bất động sản diễn biến khá ổn định, chỉ số giá Savills chỉ dao động nhẹ trong Q3. Chỉ số này chỉ tiếp tục tăng nhẹ 0,3 điểm tại thành phố Hồ Chí Minh trong khi giảm 0,5 điểm tại thị trường Hà Nội.

Chỉ số giá Bất động sản Salills



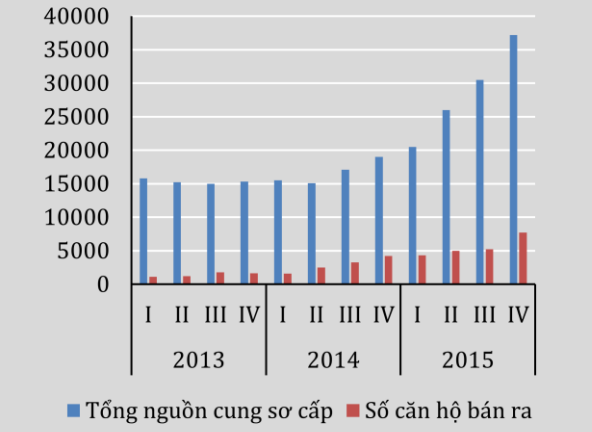
Nguồn: Savills

Thị trường căn hộ để bán tại Hà Nội



Nguồn: Savills

Thị trường căn hộ để bán tại Tp. HCM



Nguồn: Savills

Số liệu từ các dự án đang triển khai cho thấy có trung bình khoảng 7000 căn hộ/quý sẽ được bổ sung vào nguồn cung sơ cấp tại Hà Nội, và 5000 căn hộ/quý tại Hồ Chí Minh. Nếu tiếp tục duy trì được tỷ lệ hấp thụ cao như nửa cuối năm 2015, thị trường bất động sản có thể tương đối cân bằng về quan hệ cung-cầu trong năm 2016.

Tuy nhiên, sự bền vững của thị trường bất động sản có thể bị ảnh hưởng nếu chính sách tiền tệ-tín dụng không được định hướng đúng. Số liệu ba quý đầu năm 2015 cho thấy, tín dụng bất động sản tăng 14,59%, cao hơn đáng kể mức tăng tổng tín dụng và cùng kỳ những năm trước. Điều này gây những lo ngại về khả năng tiềm ẩn hình thành bong bóng tài sản mới trong tương lai.

Do những đặc thù về tài sản bảo đảm và khả năng cho vay theo món lớn một cách thuận lợi, các NHTM thường có xu hướng ưu tiên phát triển tín dụng bất động sản hơn cho vay sản xuất kinh doanh thông thường. Do đó, chúng tôi khuyến nghị cơ quan điều hành cần có biện pháp kiểm soát chặt chẽ tín dụng bất động sản và định hướng dòng vốn vào khu vực tạo ra tiến bộ về năng suất cao hơn cho nền kinh tế.

CÁC LƯU Ý VỀ CHÍNH SÁCH

Kinh tế Việt Nam đã có sự hồi phục chắc chắn trong năm 2015, đặc biệt trong lĩnh vực sản xuất công nghiệp. Chúng tôi cho rằng xu hướng tích cực sẽ tiếp tục diễn ra trong năm 2016, cũng như trong giai đoạn trung hạn 2016-2020. Quyết tâm cải cách kinh tế trong nước chưa tạo ra những kết quả rõ nét, tuy nhiên quá trình hội nhập kinh tế đang tạo ra những động lực tăng trưởng mới cho kinh tế Việt Nam. Trong đó đáng chú ý là các hiệp định thương mại tự do thế hệ mới (TPP, EVFTA, AEC) có khả năng tạo ra môi trường thuận lợi hơn cho khu vực kinh tế tư nhân trong nước và khu vực có vốn đầu tư nước ngoài phát triển. Xu hướng dịch chuyển sản xuất ra khỏi Trung Quốc cũng đang tạo ra những cơ hội lớn cho Việt Nam phát triển các ngành công nghiệp nhẹ và giải quyết bài toán toàn dụng lao động.

Về mặt chính sách, chúng tôi khuyến nghị cần quay trở lại ưu tiên cao nhất cho các mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô khi tăng trưởng kinh tế đã hồi phục.

Thứ nhất, giữ kỷ luật tài khóa để giảm mức bội chi ngân sách, đặc biệt cần có những giải pháp chính sách mạnh mẽ để cắt giảm chi tiêu thường xuyên. Các khoản chi đầu tư từ nguồn vốn ODA ngoài dự toán cần được kiểm soát chặt chẽ. Bên cạnh đó, mức thâm hụt ngân sách hiện được tính theo Luật NSNN 2002 có những sự khác biệt lớn với thông lệ quốc tế nên mức bội chi ngân sách kế hoạch cũng cần được điều chỉnh phù hợp để đảm bảo tính khả thi và kỷ luật tài khóa.

Thứ hai, cần đẩy nhanh tiến độ thị trường hóa giá các loại hàng hóa, dịch vụ công như y tế, giáo dục và các mặt hàng thiết yếu điện, nước,... Chấm dứt sử dụng các biện pháp kiểm soát giá mang tính hành chính, dẫn tới méo mó thị trường, gia tăng thâm hụt ngân sách cũng như giảm hiệu quả điều hành của các công cụ vĩ mô truyền thống là chính sách tiền tệ và tài khóa. Điều này dù gây khó khăn cho kiểm soát lạm phát trong ngắn hạn nhưng tạo tiền đề quan trọng ổn định chính sách trong dài hạn.

Thứ ba, kiểm soát tăng trưởng và chất lượng tín dụng, tránh việc duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng trong thời gian quá dài dẫn tới hình thành bong bóng tài sản. Chúng tôi cho rằng mức mục tiêu tăng trưởng tín dụng 18% cho năm 2016 là quá cao, trong bối cảnh lạm phát nhiều khả năng sẽ quay trở lại, do đó đề xuất xem xét mục tiêu tăng trưởng tín dụng cho năm 2016 ở mức 12-15%, và thực hiện các biện pháp mang tính thị trường định hướng dòng vốn tín dụng vào khu vực sản xuất. Cụ thể, có thể xem xét điều chỉnh tăng hệ số dự phòng chung, hệ số rủi ro với các khoản cho vay lĩnh vực không ưu tiên.

Thứ tư, mặt bằng lãi suất huy động-cho vay nhiều khả năng sẽ chịu áp lực lớn nếu lạm phát tăng lên trong năm 2016. Chúng tôi cho rằng cần sớm dỡ bỏ trần lãi suất huy động, hoặc chỉ áp dụng trần lãi suất với các kỳ hạn huy động rất ngắn (dưới 1 tháng) để thị trường có thể linh hoạt tự điều chỉnh, cân đối cung cầu về vốn.

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-Thượng 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

Những quy định về công bố thông tin

Chứng nhận của tác giả

Các tác giả 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, Phạm Văn Đại, Nguyễn Thanh Tùng.

Tài liệu này được thực hiện và phân phối bởi 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 21 tháng 1 năm 2016. Các dữ liệu kinh tế và thị trường trong báo cáo được cập nhật tới ngày 31/12/2015, 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, tác giả 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 tác giả. Mọi đóng góp và trao đổi vui lòng gửi về: Viện Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách, Phòng 707, Nhà E4, 144 Xuân Thủy, Cầu Giấy, Hà Nội. Email: pham.vandai@vepr.org.vn

☐ CÁC BÀI NGHIÊN CỨU KHÁC

VMM15Q3 Báo cáo Kinh tế vĩ mô Việt Nam quý 3 – 2015, Phòng Nghiên cứu VEPR

VMM15Q2 Báo cáo Kinh tế vĩ mô Việt Nam quý II – 2015, Phòng Nghiên cứu VEPR

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 quí 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

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 Thuỷ, 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