

VEPR

BÁO CÁO

KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM

Quý 2 - 2016

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

TÓM TẮT

- Kinh tế thế giới Quý 2 nổi bật với sự kiện Vương Quốc Anh quyết định rời khỏi Liên minh Châu Âu qua một cuộc trưng cầu dân ý (Brexit). Sự kiện này đã lập tức gây nhiều xáo trộn. Đặc biệt, Fed có nhiều khả năng sẽ không thay đổi mức lãi suất cơ bản trong năm nay nhằm ứng phó với môi trường bất định hơn của nền kinh tế toàn cầu. Giá cả hàng hóa cơ bản và các mặt hàng năng lượng tiếp tục hồi phục.
- Lạm phát trong nước theo tháng tăng cao nhất trong sáu năm trở lại đây, chủ yếu đóng góp bởi nhóm các mặt hàng liên quan tới năng lượng. Áp lực lạm phát đã không chỉ đến từ việc điều chỉnh giá các dịch vụ công, mà còn bởi xu hướng tăng trở lại của giá dầu thô cũng như hàng hóa cơ bản khác.
- Tăng trưởng kinh tế Quý 2 tiếp tục gây thất vọng khi chỉ đạt 5,52%. Sản xuất nông nghiệp còn gặp nhiều khó khăn trong khi khu vực dịch vụ vẫn giữ được mức tăng trưởng ổn định. Khu vực khai khoáng có tốc độ tăng trưởng giảm đáng kể. Chỉ số hoạt động kinh tế VEPI của VEPR đạt 5,19%, cao hơn mức tăng trong Quý 1 nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với mức trung bình trong năm 2015.
- Chính phủ đã có những bước đi đầu tiên nhưng vững chắc trong việc cải thiện môi trường kinh doanh, hứa hẹn mở rộng không gian cho doanh nghiệp tư nhân. Tình hình hoạt động của các DN có nhiều cải thiện trong nửa đầu năm 2016. Số lượng doanh nghiệp đăng ký hoạt động mới cũng như số vốn đăng ký trung bình tăng mạnh. Tuy nhiên, lượng lao động sử dụng trong các doanh nghiệp mới lại giảm so với cùng kỳ năm trước.
- Hiện tượng cá chết hàng loạt tại bờ biển miền Trung đã gây một cú sốc bất lợi cho nền kinh tế nói chung, một tổn thất lớn cho khu vực bị ảnh hưởng trực tiếp nói riêng. Đây là tiếng chuông dữ dội cảnh báo về hậu quả môi trường trong quá trình phát triển. Đồng thời, việc xử lý khủng hoảng cho thấy Chính phủ và các Bộ cần có sự phối hợp chặt chẽ và tăng cường kỹ năng hơn nữa.
- Hoạt động xuất nhập khẩu hồi phục nhẹ, với mức tăng 5,2% xuất khẩu và 2,2% nhập khẩu. Thâm hụt thương mại giảm nhẹ so với Quý 1 và đạt trạng thái cân bằng.
- Ngân sách Nhà nước tiếp tục gặp khó khăn do hụt thu các nguồn thu chính. Điều này tạo sức ép buộc Chính phủ phải tăng cường các nguồn thu khác nhằm cân đối ngân sách.
- Thị trường ngoại hối tiếp tục ổn định, NHNN đang có những điều kiện thuận lợi để quản lý tỷ giá một cách chủ động khi tâm lý đầu cơ trên thị trường không còn lớn.

- Mặt bằng lãi suất dần ổn định sau khi Thông tư 06 được ban hành. Đồng thời, dấu hiệu cho thấy NHNN đang thực hiện nới lỏng tiền tệ ngày càng được củng cố. Cung tiền tăng mạnh với các hoạt động sôi nổi qua kênh OMO và tín phiếu.
- Giá vàng trong nước Quý 2 liên tục bám sát với những biến động trên thị trường quốc tế. Chênh lệch giữa giá vàng trong nước và quốc tế đã giảm mạnh kể từ cuối Quý 1, cho thấy thị trường vàng trong nước đang ấm lên do được kích hoạt bởi thị trường thế giới sau sự kiện Brexit.
- Thị trường BĐS tăng trưởng ổn định trong Quý 2, cả về nguồn cung và tỷ lệ hấp thụ. So với bản dự thảo Thông tư 36 trước đó, Thông tư 06 giúp “làm mềm” cú sốc dự kiến trên thị trường.

KINH TẾ THẾ GIỚI

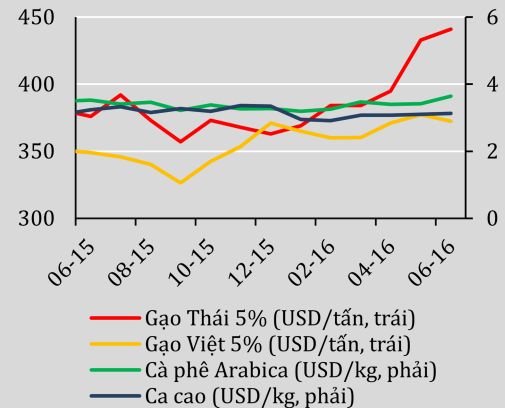
Thị trường hàng hóa và tài sản

Kinh tế thế giới Quý 2 chứng kiến sự phục hồi ổn định của hầu hết hàng hóa cơ bản. Giá các loại mặt hàng năng lượng và phi năng lượng đều tăng mạnh kể từ cuối Quý 1. Trong đó, một số mặt hàng có mức tăng đáng kể như dầu thô WTI (tăng 29,1% lên mức trung bình 38,8 USD/thùng trong tháng Sáu); gạo Thái Lan 5% tằm (tăng 14,8% lên mức trung bình 441 USD/tấn trong tháng Sáu).

Giá dầu thô tăng tương đối ổn định và đã thoát khỏi mức đáy 25 USD/thùng. Giá dầu Brent giao ngay đã có nhiều phiên vượt ngưỡng 50 USD/thùng tại thị trường Anh. Kết thúc Quý 2, giá dầu Brent giao ngay tại thị trường này đã tăng 25,6% so với cuối Quý 1.

Chỉ số giá các mặt hàng năng lượng của Ngân hàng Thế giới tăng lên mức 59,5 điểm, sau khi chạm đáy 40,5 hồi tháng Một. Tương tự, chỉ số các mặt hàng phi năng

Giá thế giới một số hàng hóa cơ bản

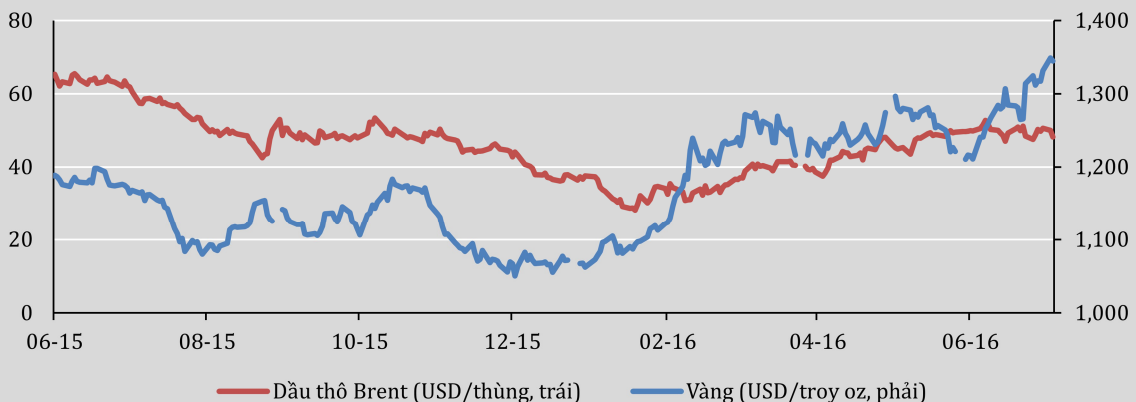


Nguồn: The Pink Sheet (WB)

lượng cũng đạt mức 82,6 điểm, cao nhất kể từ tháng 8/2015 (trong đó, riêng nhóm nông nghiệp đạt 94 điểm, cao nhất kể từ đầu năm 2015 trở lại đây).

Không chỉ trên thị trường hàng hóa, thị trường tài sản thế giới cũng trở nên sôi động hơn trong Quý 2 với sự kiện Brexit. Giá vàng tăng mạnh thời điểm cuối quý. Trước cuộc họp tháng Sáu của Fed, giá vàng đã có phiên giảm sâu do lo ngại Mỹ sẽ tăng lãi suất. Tuy nhiên, kết quả cuộc trưng cầu

Giá vàng và giá dầu thô giao ngay tại thị trường Anh



Nguồn: CEIC

dân ý tại Anh cho thấy nước này sẽ rút khỏi EU, và tiếp đó Fed quyết định dừng tăng lãi suất (có thể cho tới cuối năm) đã khiến vàng lại trở thành hầm trú ẩn cho những bất định mới. Tại thị trường Anh, ngay sau khi có kết quả Brexit, giá vàng đã tăng 3,8%. Giá vàng trong phiên giao dịch ngày

4/7/2016 đạt 1.348,8 USD/troy oz, tăng 9,3% so với giá vàng cuối Quý 1. Trong khi đó, thị trường chứng khoán giảm điểm trên toàn cầu và thị trường ngoại hối biến động mạnh với sự sụt giảm mạnh nhất của đồng Bảng Anh trong 30 năm.

Chi tiêu tiêu dùng cá nhân tăng tại Mỹ

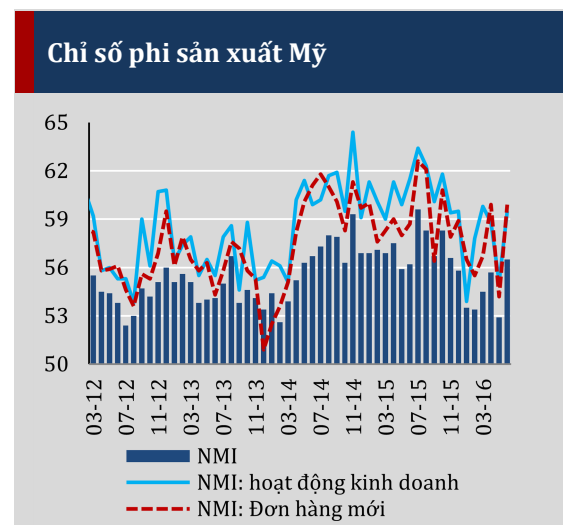
Như đã phân tích trong Báo cáo Quý 1, khu vực dịch vụ suy giảm tại Mỹ khiến tăng trưởng kinh tế Quý 1 chỉ đạt 1,1% (qoq, tăng 0,3 điểm % so với lần ước tính trước đó), thấp hơn mức tăng trưởng trung bình 2%/quý trong năm 2015.

Tuy nhiên, bức tranh kinh tế Mỹ dần sáng lên trong Quý 2. Chi tiêu tiêu dùng cá nhân (PCE) tăng trung bình 2,9% (yoy) trong tháng Tư và tháng Năm, cao hơn mức 2,6% của Quý 1. Bên cạnh đó, chỉ số phi sản xuất (NMI) của Mỹ cho thấy sự cải thiện đáng kể trong khu vực dịch vụ sau một quý suy giảm. Cụ thể, NMI tháng Sáu đạt 56,5 điểm, mức cao nhất kể từ tháng 12/2015. Trung

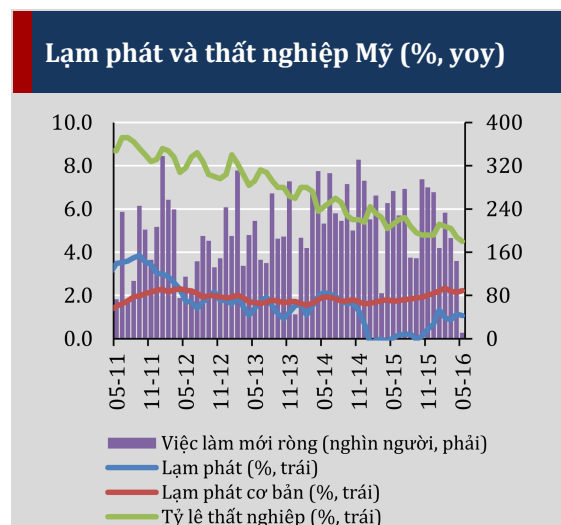
bình cả quý, NMI đã tăng 1,2 điểm so với Quý 1 và đạt 55 điểm.

Giá dầu thô và các hàng hóa cơ bản tăng giúp lạm phát tại Mỹ tăng lần lượt 1,14% và 1,07% trong hai tháng đầu Quý 2. Lạm phát cơ bản vẫn duy trì ổn định trên 2% liên tục tính từ cuối năm 2015. Tuy nhiên, Fed vẫn mong đợi mức lạm phát mục tiêu 2%, trước khi đưa ra quyết định tăng lãi suất.

Thị trường lao động cũng được cải thiện tích cực trong Quý 2. Tỷ lệ thất nghiệp tháng Năm giảm xuống mức thấp nhất kể từ cuộc khủng hoảng năm 2007 – 4,5%. Mặc dù vậy, lượng việc làm mới tạo thêm giảm là



Nguồn: CEIC



Nguồn: CEIC

một trong những nguyên nhân khiến Fed tiếp tục thận trọng giữ nguyên lãi suất. Số liệu mới nhất cho thấy chỉ có 11.000 việc làm mới trong tháng Năm, thấp hơn mức dự kiến 162.000.

Ngay sau khi có kết quả Brexit, đồng EUR và GBP đã giảm giá mạnh so với USD. Điều này có thể gây bất lợi tới xuất khẩu của Mỹ sang các thị trường này, từ đó làm giảm tổng cầu và ảnh hưởng tiêu cực tới kinh tế Mỹ. Do đó, khó có khả năng Fed sẽ tăng lãi suất trong lần họp ba tháng tới. Ngoài ra, nhu cầu mua TPCP Mỹ tăng mạnh đẩy đường lợi suất

Nhìn lại chính sách nới lỏng tiền tệ của Nhật Bản

Kinh tế Nhật Bản Quý 2 đánh dấu năm thứ ba của Chương trình kinh tế Abenomics nhằm hồi phục và cải cách nền kinh tế vốn đã đình trệ hơn hai thập kỷ mất mát. Tuy nhiên, những gì đang diễn ra tại Nhật Bản lại cho thấy những rủi ro mà chính sách này mang tới đã vượt xa những gì đạt được.

Với việc nắm giữ một lượng lớn trái phiếu chính phủ Nhật Bản (JGB), IMF đã cảnh báo rằng NHTƯ Nhật Bản (BOJ) có thể làm mất đi chức năng chính của thị trường JGB. Nếu BOJ tiếp tục mở rộng các gói mua JGB, thị trường tài chính Nhật Bản có thể sẽ bị tổn hại bởi sự can thiệp quá mức này. Trong khi đó, lượng cổ phiếu ETF mà BOJ nắm giữ đã vượt quá quy mô vốn và dự trữ của định chế này, và do đó, sẽ làm gia tăng rủi ro tới bảng cân đối của BOJ trong ngắn hạn.

Kể từ Quý 1/2016, BOJ đã bắt đầu áp dụng chính sách lãi suất âm đối với một số định

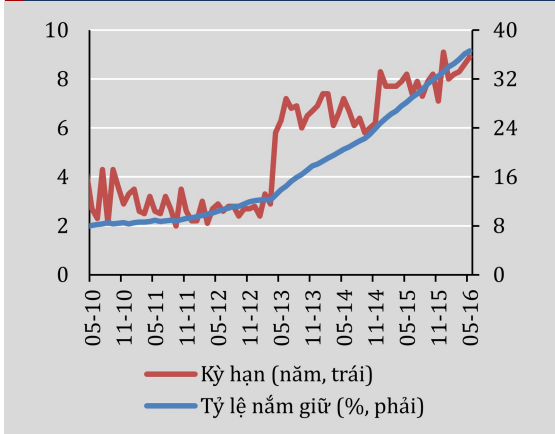
TPCP kỳ hạn 10 năm giảm nhanh chóng. Mức lợi suất hiện đã giảm xấp xỉ 1 điểm phần trăm xuống còn 1,37%, so với mức 2,3% cuối năm 2015. Nhiều nhà đầu tư thậm chí cho rằng Fed có thể sẽ hạ lãi suất xuống mức 0-0,25%. CME Group FedWatch đưa ra mức dự báo xác suất xảy ra khả năng này lên tới 10,5%. Trong khi đó, khả năng tăng lãi suất trong hai lần họp tháng Chín và tháng Mười Hai lần lượt là 0% và dưới 8%.

Chính sách nới lỏng tiền tệ của BOJ

Là một trong ba mũi tên chiến lược của chương trình Abenomics, chính sách nới lỏng tiền tệ của NHTƯ Nhật Bản đã kéo dài được hơn ba năm. Ngay sau khi nắm quyền điều hành BOJ vào tháng 3/2015, thống đốc Kuroda đã lần lượt thực hiện các gói chính sách sau:

- (i) *Tăng cường mua trái phiếu chính phủ:* tính đến tháng 5/2016, BOJ đã nắm giữ xấp xỉ 37% dư nợ JGB, cao gấp 3 lần so với thời điểm đầu năm 2013.
- (ii) *Kéo dài kỳ hạn các gói JGB:* kỳ hạn các gói JGB do BOJ nắm giữ tăng dần từ mức trung bình dưới 3 năm lên 7,8 năm (2015) và 8,4 năm (5 tháng đầu năm 2016).
- (iii) *Mua các tài sản rủi ro như cổ phiếu ETF:* trong hai năm trở lại đây, lượng cổ phiếu ETF do BOJ nắm giữ gia tăng nhanh chóng. Trung bình mỗi quý, BOJ bơm ròng khoảng 1,5 nghìn tỷ Yên nhằm thu mua các cổ phiếu nhóm này, tăng tổng giá trị mà BOJ sở hữu lên tới 8,5 nghìn tỷ Yên.
- (iv) *Chính sách lãi suất âm:* mới được áp dụng từ tháng 2/2016, BOJ ấn định mức lãi suất -0,1% với một số tài khoản do các định chế tài chính nắm giữ tại BOJ nhằm đẩy lượng tiền này vào lưu thông.

Kỳ hạn và tỷ lệ nắm giữ JGB của BOJ



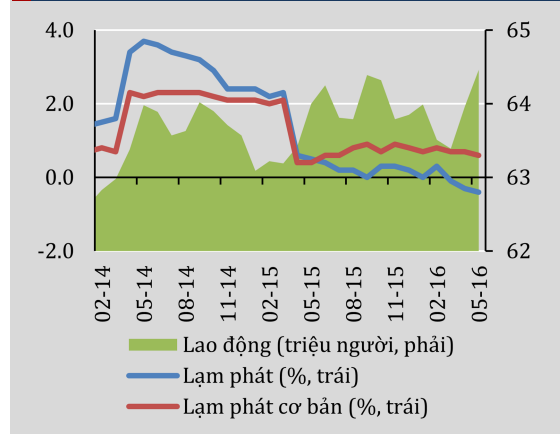
Nguồn: BOJ

chế tài chính gửi tiền tại nước này, nhằm hạn chế gửi tiền tại BOJ và kích thích cho vay. Chính sách này đã đẩy mức sinh lời của các định chế tài chính xuống mức thấp, dù vẫn có lãi theo phát biểu của Thống đốc Kuroda. Tuy nhiên, lợi ích mà chính sách này đem lại vẫn chưa rõ nét, trong khi lãi suất cho vay trên thị trường đã về mức sát 0% và đường lợi suất đã gần như nằm ngang.

Brexit - tâm điểm châu Âu Quý 2

Tâm điểm châu Âu trong Quý 2 là diễn biến cuộc trưng cầu dân ý tại Anh ngày 23/06/2016 về việc liệu nước này sẽ ra đi hay ở lại Liên minh Châu Âu. Hầu hết các dự đoán trước đó đều không chính xác khi 51,9% cử tri nước Anh đã bỏ phiếu đồng ý Brexit. Ngay lập tức, thị trường tài chính, tiền tệ không chỉ tại Anh mà trên nhiều khu vực khác trên thế giới đã chịu một cú sốc lớn. Trong phiên giao dịch đầu tiên sau cuộc trưng cầu dân ý, thị trường chứng khoán

Lạm phát và việc làm tại Nhật Bản



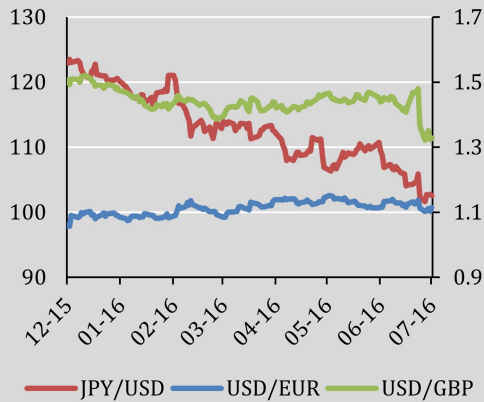
Nguồn: CEIC

Dù phải đánh đổi nhiều rủi ro, những chính sách này lại không thực sự đem lại hiệu quả cho nền kinh tế Nhật Bản. Giảm phát liên tục trong những tháng gần đây khiến mục tiêu 2% tới cuối năm 2017 gần như không thể đạt được. Trong khi đó, đồng Yên đã tăng giá mạnh kể từ đầu năm 2016, đặc biệt sau sự kiện Brexit vừa qua. Tỷ giá JPY/USD đã giảm 14,8% từ mức 120,4 JPY/USD xuống 102,7 JPY/USD trong nửa đầu năm 2016.

toàn cầu đã bốc hơi 2,08 nghìn tỷ USD, mức sụt giảm tuyệt đối lớn nhất từ trước tới nay. Các thị trường châu Âu giảm điểm mạnh nhất như Italy và Tây Ban Nha (trên 12%); London (gần 9%); Nikkei của Nhật Bản (7,9%); S&P500 của Mỹ (3,6%);...

Trên thị trường ngoại hối, đồng Bảng Anh và đồng Euro mất giá mạnh so với đồng USD. Lo ngại về tương lai bất định của nền kinh tế Anh và châu Âu trong thời gian tới,

Tỷ giá giao ngay tại Fed



Nguồn: CEIC

các nhà đầu tư đã tìm kiếm các đồng tiền và tài sản an toàn khác. Hai đồng tiền được quan tâm nhất tại thời điểm hiện tại là đồng USD và đồng JPY. Đồng Bảng Anh đã liên tục rớt giá và xác lập mức thấp nhất trong vòng 31 năm qua. Đến hết ngày 30/6, đồng GBP đã mất giá 11,6% so với thời điểm trước cuộc trưng cầu dân ý. Trong khi đó, đồng EUR cũng giảm 3% giá trị so với đồng USD. Đồng Yên Nhật, theo một chiều hướng khác, đang được coi là đồng tiền an toàn nhất tại thời điểm hiện tại.

Trên thị trường tài sản, giá vàng cũng liên tục biến động do nhu cầu đầu tư vào các tài sản an toàn tăng lên. Không chỉ vàng và các đồng tiền mạnh, TPCP các nước có mức độ an toàn cao như Mỹ, Thụy Sĩ, Nhật Bản hay Đức cũng được các nhà đầu tư lựa chọn trong thời gian này. Lợi suất TPCP các nước này đã giảm nhanh sau cuộc trưng cầu dân ý. Thậm chí tại Nhật Bản, Thụy Sĩ và Đức, lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm đã giảm xuống dưới mức 0%. Các nhà đầu tư sẵn sàng trả tiền để những chính phủ này giữ hộ tiền.

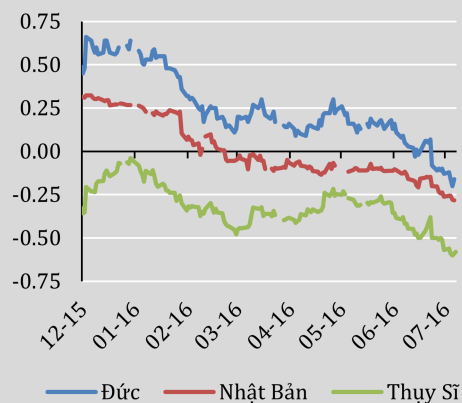
Brexit và Điều 50 Hiệp ước Lisbon

Nước Anh đã lựa chọn tương lai cho mình với xấp xỉ 52% số phiếu ủng hộ Brexit. Mặc dù vậy, quốc gia này vẫn chưa kích hoạt Điều 50 Hiệp ước Lisbon về quyền rút khỏi EU của các nước thành viên.

Điều 50 quy định các nước thành viên có thể tự quyết định rút khỏi Liên minh theo trình tự quy định bởi hiến pháp. Tuy nhiên, điều khoản này lại không quy định rõ về cách thức tiến hành quá trình rời bỏ của một thành viên bất kỳ. Đồng thời, thời điểm Anh phải đưa ra thông báo chính thức cũng không được quy định cụ thể. Do vậy, các nước còn lại của EU không được phép gây áp lực với Anh về vấn đề này.

Sau cuộc bỏ phiếu, thủ tướng Cameron đã tuyên bố từ chức và nhường trách nhiệm kích hoạt Điều 50 cho người kế nhiệm. Ngay sau khi Điều 50 được kích hoạt, nước Anh và EU sẽ có thời gian 2 năm để đàm phán về tương lai của mối quan hệ hai bên. Những vấn đề được quan tâm nhất hiện nay là các FTAs Anh đã ký dưới danh nghĩa thành viên EU, vấn đề dịch chuyển lao động nội khối hay các rào cản thương mại giữa Anh và EU hậu Brexit.

Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm (%)



Nguồn: CEIC

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng những ảnh hưởng này chỉ mang tính ngắn hạn, khi mà Anh và EU chưa có những đồng thuận chính thức về thời điểm và cách thức Brexit diễn ra. Về dài hạn, việc nước Anh rời khỏi châu Âu ảnh hưởng đến đâu sẽ phụ thuộc nhiều

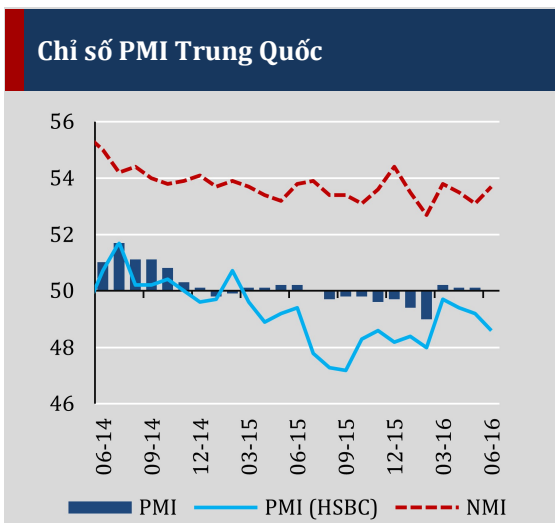
vào quan hệ kinh tế mới giữa hai vùng eo biển Manche. Hiện tại, nước Anh vẫn chưa có phương án thay thế nào cho thời kỳ hậu EU, do đó, Brexit nếu xảy ra sẽ cần mất ít nhất 10 năm để ổn định, theo Global Counsel (2015).

Kinh tế Trung Quốc cải thiện nhẹ

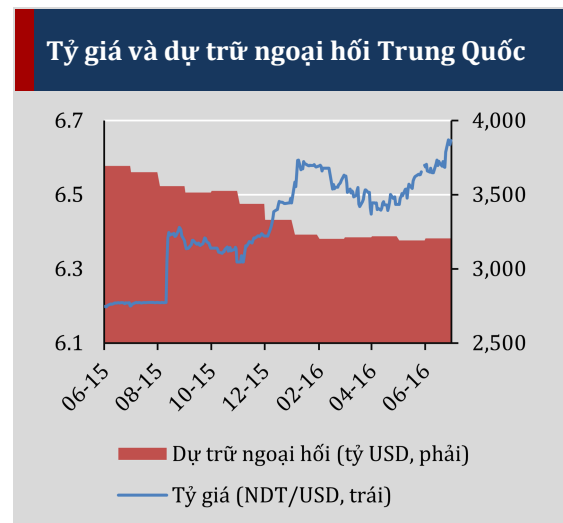
Tăng trưởng kinh tế Trung Quốc Quý 1 dừng ở mức 6,7%, cao hơn 0,1 điểm phần trăm so với các dự báo đưa ra trước đó. Dù tăng trưởng tiếp tục suy giảm, một số chỉ báo kinh tế cho vẫn cho thấy những dấu hiệu lạc quan. Cả PMI và NMI của Trung Quốc đều tăng nhẹ trong Quý 2. Lần đầu tiên trong vòng một năm trở lại đây, PMI do cơ quan thống kê Trung Quốc tính toán đạt trên 50 điểm trong ba tháng liên tiếp. Trong khi đó, NMI đã tăng nhẹ so với Quý 1, đạt trung bình 53,4 điểm. Do vậy, chúng tôi cho rằng Trung Quốc vẫn sẽ duy trì được mức tăng trưởng 6,7% như trong Quý 1.

Kể từ Quý 2/2016, Trung Quốc bắt đầu cập nhật cách tính GDP theo phương pháp mới, được áp dụng bởi hầu hết các nước OECD (trong đó có Mỹ, Canada và Úc). Theo đó, các khoản chi tiêu cho R&D sẽ được hạch toán vào tư bản cố định, thay vì tính vào tiêu dùng trung gian như hiện nay. Với việc đầu tư ngày càng nhiều cho hoạt động R&D, phương pháp mới giúp GDP Trung Quốc tăng lên đáng kể (131 tỷ USD, tương đương 1,3% GDP năm 2015). Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng hầu như không thay đổi theo cách tính mới này.

Trên thị trường ngoại hối, đồng CNY đã liên tục mất giá trong Quý 2, trong khi dự trữ



Nguồn: HSBC, NBSC



Nguồn: FRED, CEIC

vẫn giữ ổn định 3,2 nghìn tỷ USD. Tính đến hết Quý 2, đồng CNY đã giảm 3,1% so với đồng USD tại thời điểm cuối Quý 1. Đặc biệt, tỷ giá CNY/USD tăng 1,1% chỉ vài ngày sau sự kiện Brexit, do tâm lý lo ngại, mong muốn đầu tư vào các đồng tiền an toàn hơn nhà đầu tư trong nước. Việc áp dụng cơ chế tỷ giá mới dường như đã giúp PBoC giảm cường độ can thiệp trực tiếp vào thị trường. Dự trữ ngoại tệ của quốc gia này chỉ giảm 7,4 tỷ USD trong Quý 2 (tương ứng 0,23% dự trữ).

Thương mại của Trung Quốc bắt đầu có những dấu hiệu hồi phục, thặng dư ổn định trong khi tốc độ tăng xuất nhập khẩu dần được cải thiện. Tổng xuất khẩu tháng Tư và tháng Năm đạt 353,8 tỷ USD, giảm 3,4% so với cùng kỳ năm trước (cao hơn mức giảm 9,7% trong Quý 1). Tương tự, nhập khẩu trong cùng thời gian này đạt 258,3 tỷ USD, giảm 5,5% (yoy), cao hơn 7,8 điểm phần trăm so với tốc độ tăng trong Quý 1.

Triển vọng tăng trưởng kinh tế thế giới (%)

	WEO (4/2016)				GEP (6/2016)	
	2014	2015e	2016p	2017p	2016p	2017p
Toàn cầu	3.4	3.1	3.2 (-0.2)	3.5 (-0.1)	2.4 (-0.5)	2.8 (-0.3)
Các nền kinh tế phát triển	1.8	1.9	1.9 (-0.2)	2.0 (-0.1)	1.7 (-0.5)	1.9 (-0.2)
Mỹ	2.4	2.5	2.4 (-0.2)	2.5 (-0.1)	1.9 (-0.1)	2.2 (-0.2)
Nhật Bản	-0.1	0.6	0.5 (0.0)	-0.1 (-0.4)		
Anh	3.0	2.2	1.9 (-0.3)	2.2 (0.0)	2.4 (-0.2)	2.2 (0.0)
Khu vực đồng tiền chung						
Châu Âu	0.9	1.5	1.5 (-0.2)	1.7 (0.0)	1.6 (-0.1)	1.6 (-0.1)
Các quốc gia đang phát triển	4.6	4.0	4.1 (-0.2)	4.6 (-0.1)	3.5 (-0.6)	4.4 (-0.3)
Brazil	0.1	-3.8	-3.8 (-0.3)	0.0 (0.0)	-4.0 (-1.5)	-0.2 (-1.6)
Nga	0.6	-3.7	-1.8 (-0.8)	0.8 (-0.2)	-1.2 (-0.5)	1.4 (+0.1)
Ấn Độ	7.3	7.3	7.5 (0.0)	7.5 (0.0)	7.6 (-0.2)	7.7 (-0.2)
Trung Quốc	7.3	6.9	6.5 (+0.2)	6.2 (+0.2)	6.7 (0.0)	6.5 (0.0)
ASEAN-5	4.6	4.7	4.8 (0.0)	5.1 (0.0)		
Indonesia	5.0	5.0	4.9 (+0.2)	5.3 (+0.2)	5.1 (-0.2)	5.3 (-0.2)
Malaysia	6.0	6.0	4.4 (-0.3)	4.8 (+0.3)	4.4 (-0.1)	4.5 (0.0)
Philippines	6.1	6.1	6.0 (0.0)	6.2 (-0.1)	6.4 (0.0)	6.2 (0.0)
Thái Lan	0.9	0.9	3.0 (+0.5)	3.2 (0.0)	2.5 (+0.5)	2.6 (+0.2)
Việt Nam	6.0	6.0	6.3 (-0.2)	6.2 (-0.2)	6.2 (-0.4)	6.3 (0.0)

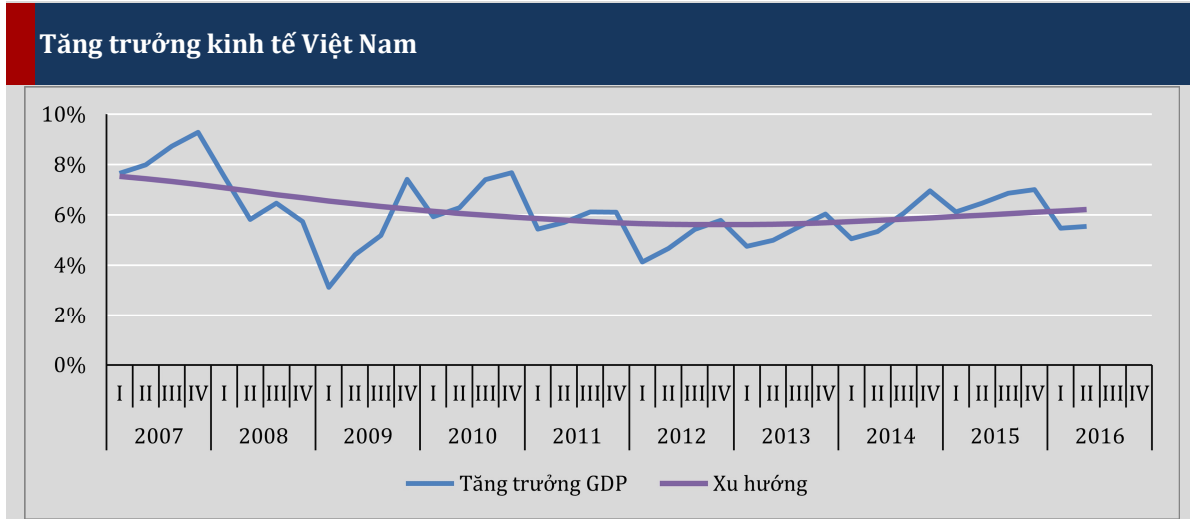
Chú ý: () chỉ mức độ thay đổi so với lần dự báo gần nhất

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

KINH TẾ VIỆT NAM

Tăng trưởng-lạm phát

Tăng trưởng chững lại, công nghiệp suy giảm



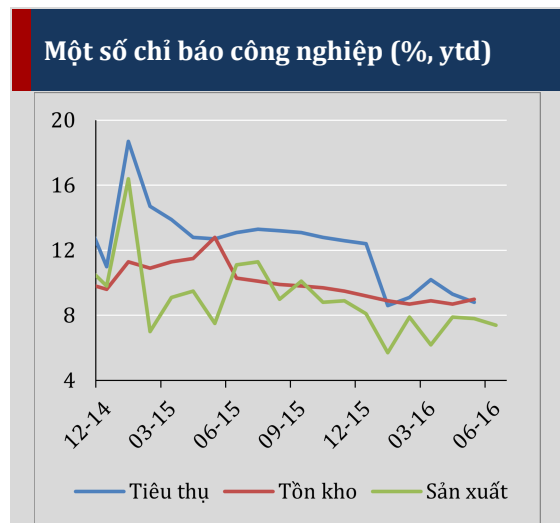
Nguồn: Tính toán từ số liệu TCTK

Bước sang Quý 2, khu vực công nghiệp và xây dựng tiếp tục suy giảm với mức tăng trưởng 7,09%, thấp hơn nhiều so với quý trước và cùng kỳ năm ngoái (Q1: 7,16%; Q2/2015: 9,96%). Đặc biệt, ngành công nghiệp chỉ tăng 6,82% do suy giảm trong ngành khai khoáng. Điều này là nguyên nhân chính khiến cho tăng trưởng Quý 2 đạt 5,52%, gần như không đổi so với mức 5,48% của Quý 1. Điều này là hoàn toàn bất thường, khi tăng trưởng Quý 2 luôn cao hơn Quý 1 từ 0,25 đến 0,5 điểm phần trăm trong giai đoạn 2010-2015.

Trái ngược với khu vực công nghiệp, khu vực nông nghiệp và dịch vụ đã có sự cải thiện đáng kể so với Quý 1. Dù vẫn thấp hơn giai đoạn trước, ngành nông, lâm, ngư nghiệp đã tăng trưởng 0,36% so với cùng kỳ năm trước, cao hơn mức -1,31% trong Quý 1. Trong khi đó, tăng trưởng cao trong

Quý 2 của khu vực dịch vụ đã giúp tăng trưởng nửa đầu năm 2016 của khu vực này đạt mức cao nhất kể từ năm 2012.

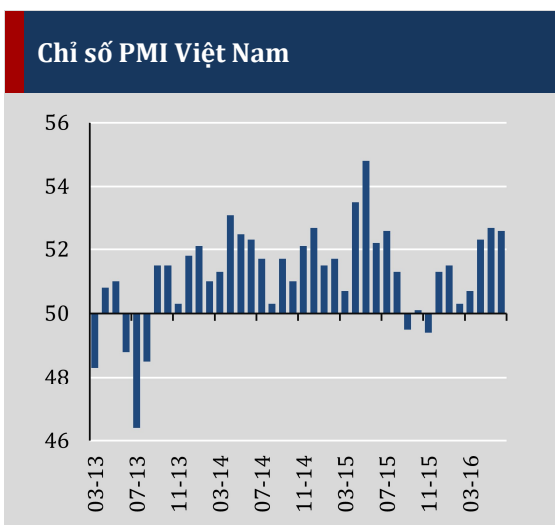
Xét riêng trong lĩnh vực công nghiệp, ngành khai khoáng tiếp tục có xu hướng suy giảm từ Quý 1. Nhóm ngành công nghiệp chế



Nguồn: TCTK

biển, chế tạo, dù đã được cải thiện so với Quý 1, vẫn không thể đưa mức tăng chỉ số sản xuất công nghiệp (IPI) lên mức hai chữ số. IPI chỉ tăng lần lượt 7,9%; 7,8%; và 7,4% trong ba tháng Quý 2. Trong đó, ngành khai khoáng giảm trung bình 6,21% (yoy) trong Quý 2, thấp nhất từ trước tới nay. Chỉ số tiêu thụ và tồn kho càng cho thấy rõ hơn sự đình trệ trong khu vực công nghiệp. Tồn kho hàng hóa tăng nhẹ trong khi tiêu thụ giảm mạnh so với thời điểm cuối Quý 1. Cộng dồn tới đầu tháng Sáu, chỉ số tồn kho và tiêu thụ tăng trưởng lần lượt 9% và 8,8% (yoy), thấp hơn nhiều so với cùng kỳ năm 2015 (12,8% và 12,7%).

Tuy vậy, kinh tế Quý 2 vẫn có những điểm sáng nhất định. Chỉ số PMI các tháng Quý 2 tăng mạnh so với ba tháng đầu năm, lần lượt đạt 52,3 – 52,7 – 52,6. Điều này cho thấy rõ hơn rằng điều kiện kinh doanh trong khu vực sản xuất của Việt Nam đang từng bước được cải thiện. Bên cạnh PMI, khảo sát điều tra về xu hướng kinh doanh của các doanh nghiệp ngành công nghiệp



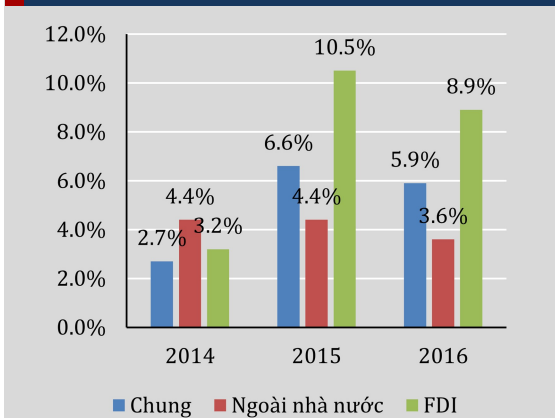
Nguồn: HSBC, Nikkei

Hiện tượng cá chết hàng loạt và tác động về mặt kinh tế

Trong Quý 2, kinh tế 4 tỉnh miền Trung bao gồm Hà Tĩnh, Quảng Bình, Quảng Trị và Thừa Thiên Huế chịu ảnh hưởng nặng nề do hiện tượng cá chết hàng loạt. Có ít nhất 70 tấn cá tự nhiên của các địa phương này đã chết và trôi dạt vào bờ, ảnh hưởng tới không chỉ hoạt động đánh bắt cá, mà còn cả các hoạt động kinh tế khác. Sau 84 ngày điều tra, Chính phủ đã công bố nguyên nhân gây ra hiện tượng này là do những vi phạm và sự cố trong quá trình thi công, vận hành thử nghiệm tổ hợp nhà máy của công ty Formosa Hà Tĩnh. Phía Formosa Hà Tĩnh đã chấp nhận kết luận của CP và cam kết bồi thường thiệt hại kinh tế cho người dân, xử lý môi trường với số tiền là 11.500 tỷ đồng (500 triệu USD).

Theo đánh giá của VEPR, tác động về mặt kinh tế của hiện tượng cá chết hàng loạt sẽ thông qua hai kênh. Thứ nhất, hiện tượng này tác động trực tiếp tới những ngành có liên quan như nuôi trồng, khai thác và chế biến thủy sản, nghề muối, và ngành du lịch. Thứ hai, trong trung và dài hạn, nhiều ngành khác trong nền kinh tế sẽ chịu tác động lan tỏa dây chuyền sau những tác động trực tiếp. Ngoài ra, những thiệt hại về môi trường biển, nguồn lợi thủy sản, uy tín chỉ dẫn địa lý, sinh kế người dân và gắn kết xã hội là lâu dài, to lớn và rất khó đánh giá. Theo ước tính của Bộ Lao động, Thương binh và Xã hội, có khoảng 263.000 lao động bị ảnh hưởng sau thảm họa cá chết, trong đó có 100.000 lao động trực tiếp. Tại các địa phương, Quảng Bình ước tính địa phương này thiệt hại trực tiếp khoảng 2.655 tỷ đồng sau ba tháng, dự kiến khoảng 4.000 tỷ đến hết năm 2016.

Tăng trưởng lao động ngành công nghiệp chế biến chế tạo (% , yoy, 6 tháng đầu năm)



Nguồn: TCTK

chế biến, chế tạo cũng cho kết quả tương tự. Có tới 41,8% số doanh nghiệp đánh giá tình hình sản xuất kinh doanh Quý 2 khả quan hơn so với quý trước (Q1/2016: 29,2%).

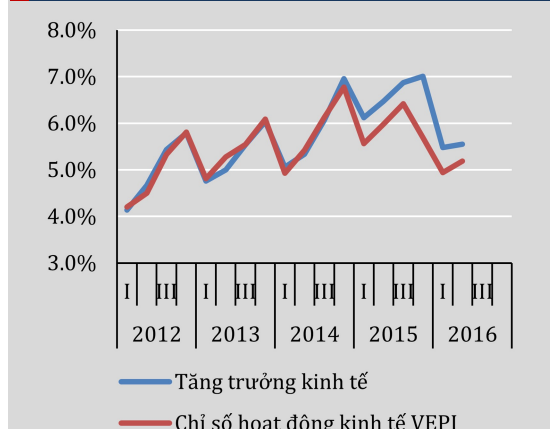
Tuy nhiên, tình hình lao động sử dụng trong các ngành công nghiệp này lại có những dấu hiệu chững lại. Tăng trưởng số lao động nửa đầu năm tăng 5,9%, thấp hơn mức 6,6% năm 2015 và chỉ tương đương tăng trưởng trong Quý 1. Lao động suy giảm chủ yếu trong khu vực ngoài nhà nước và khối doanh nghiệp FDI. Tăng trưởng việc làm giảm lần lượt từ mức 4,4% và 10,5% xuống tương ứng còn 3,6% và 8,9%.

Chỉ số hoạt động kinh tế VEPI (Viet Nam Economic Performance Index) được VEPR

Không gian mới cho doanh nghiệp?

Tình hình đăng ký doanh nghiệp có nhiều cải thiện trong Quý 2 cũng như trong nửa đầu năm 2016. Có tới 30,7 nghìn doanh nghiệp được thành lập mới trong Quý 2, tăng 16,6% so với Q2/2015. Cộng dồn sáu tháng đầu năm, có 54,5 nghìn doanh nghiệp

Chỉ số hoạt động kinh tế VEPI



Nguồn: VEPR

thử nghiệm tính toán tổng hợp dựa trên số liệu về sản lượng điện thương phẩm, kim ngạch xuất nhập khẩu, vận tải hàng hóa nội địa, tăng trưởng tín dụng và PMI sản xuất. Kết quả cập nhật cho Quý 2 cho thấy chỉ số VEPI đã có sự phục hồi nhẹ. Tuy nhiên, VEPI vẫn chỉ đạt 5,19% trong Quý 2, thấp hơn nhiều so với mức trung bình 5,91%/quý trong năm 2015. Trong số các thành phần của VEPI, sản lượng điện thương phẩm và tín dụng tăng trưởng tương đối ổn định trong khi tăng trưởng nhập khẩu tiếp tục ở mức thấp (2,15%, yoy). Mức tăng này chỉ đóng góp 0,05 điểm phần trăm vào chỉ số VEPI, thấp hơn mức 0,16 điểm phần trăm Quý 2/2015.

được đăng ký thành lập mới, với tổng vốn đăng ký đạt 427,8 nghìn tỷ đồng. Số vốn đăng ký bình quân mỗi doanh nghiệp đạt 7,8 tỷ đồng, tăng 26,2% (yoy). Tuy nhiên, chỉ có 322,9 nghìn việc làm được tạo ra trong các doanh nghiệp đăng ký, giảm

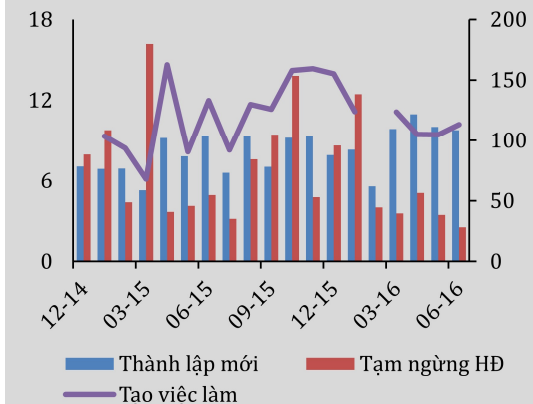
16,4% so với Quý 2/2015. Số doanh nghiệp gặp khó khăn buộc phải tạm ngừng hoạt động giảm xấp xỉ 13% so với cùng kỳ năm 2015, với 11,1 nghìn doanh nghiệp trong Quý 2.

Bước sang Quý 2, Chính phủ mới thành lập đã đưa ra nhiều thông điệp thể hiện quyết tâm hoàn thành các mục tiêu, chỉ tiêu phát triển kinh tế - xã hội giai đoạn 2016-2020. Ngày 16/05/2016, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết 35/NQ-CP về hỗ trợ và phát triển doanh nghiệp đến năm 2020. Nghị quyết 35 đã thể hiện tinh thần rất rõ đối với phát triển doanh nghiệp như đảm bảo quyền sở hữu, quyền bình đẳng, công bằng giữa các doanh nghiệp trong việc tiếp cận các nguồn lực, hay việc khẳng định không hình sự hóa các quan hệ kinh tế và dân sự. Tuy nhiên, các mục tiêu đưa ra trong Nghị quyết như đóng góp của khu vực tư nhân

Áp lực tăng lạm phát không chỉ đến từ điều chỉnh giá

Tiếp tục xu hướng trong Quý 1, lạm phát đã tăng liên tục trong ba tháng trở lại đây. Đáng chú ý, lạm phát toàn phần đã cao hơn lạm phát lõi cho thấy sự gia tăng mạnh trong chỉ số giá các nhóm hàng lương thực-thực phẩm, năng lượng và do nhà nước quản lý. Trong khi lạm phát lõi vẫn duy trì ở mức 1,8% (yoy), lạm phát toàn phần đã vượt 2% và đạt 2,35% (yoy) trong tháng Sáu. Những lo ngại của chúng tôi đưa ra trong Báo cáo Quý 1 đã dần hiện rõ, lạm phát tăng nhanh không chỉ do yếu tố điều

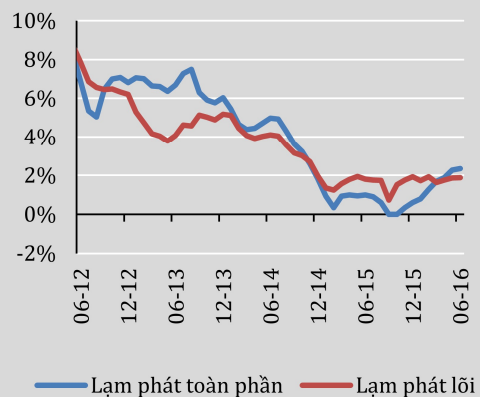
Tình hình hoạt động doanh nghiệp (nghìn DN; nghìn người)



Nguồn: Bộ Công Thương, CEIC

chiếm 48%-49% GDP vào năm 2020, năng suất lao động xã hội tăng khoảng 5%/năm, là những mục tiêu khá cao. Chúng tôi cho rằng Chính phủ mới cần quyết tâm hành động rất cao mới làm được điều này để vực dậy nền kinh tế nội địa.

Lạm phát và lạm phát cơ bản (% ,yoy)



Nguồn: TCTK, IFS

chính giá của nhà nước, mà còn bởi sự hồi phục của giá hàng hóa trên thế giới.

Thay đổi CPI so với tháng trước đã lần lượt tăng 0,54% và 0,46% trong tháng Năm và tháng Sáu, mức tăng qoq cao nhất trong gần sáu năm trở lại đây. Đóng góp lớn nhất vào mức tăng này là sự đảo chiều trong nhóm “Giao thông”, ở mức 1,73% và 2,39% (mom). Bên cạnh đó, giá dịch vụ bảo hiểm, y tế đã tăng 4,78% trong tháng Năm đã đưa nhóm hàng hóa này thành nhóm có mức tăng yoy cao nhất trong rổ hàng hóa CPI.

Trước diễn biến lạm phát phức tạp này, Thủ tướng Chính phủ đã có chỉ đạo không tăng giá bán lẻ điện trong năm 2016 và phí BOT. Đồng thời, Thủ tướng cũng yêu cầu điều

chỉnh giá dịch vụ y tế có lộ trình, bước đi phù hợp và không điều chỉnh đồng loạt trên 63 tỉnh thành để tránh bùng nổ lạm phát.

Mặc dù vậy, theo nhận định của chúng tôi, nguy cơ lạm phát tăng trở lại vẫn còn rất lớn. Giá dầu và hàng hóa cơ bản khác đã thoát khỏi đáy và đang trong xu hướng tăng trở lại. Đây có thể sẽ là nhân tố ảnh hưởng chính tới chỉ số giá tiêu dùng trong nước nửa cuối năm nay. Bên cạnh đó, giá điện có thể chưa tăng nhưng những dịch vụ khác như y tế và giáo dục nhiều khả năng sẽ tăng trong nửa cuối năm theo lộ trình đã đề ra. Điều này sẽ tạo áp lực không nhỏ lên lạm phát trong thời gian tới.

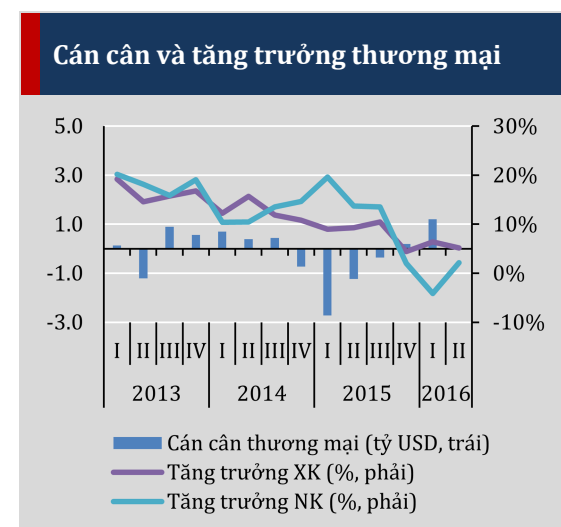
Các cân đối vĩ mô

Xuất nhập khẩu tăng nhẹ, cán cân thương mại cân bằng

Sau hai quý thặng dư, cán cân thương mại bắt đầu xuất hiện những dấu hiệu đảo chiều. Trong khi xuất khẩu vẫn tăng trưởng thấp ở mức 5,2% (yoy), nhập khẩu đã bắt đầu tăng trở lại đẩy cán cân thương mại về mức cân bằng. Xuất khẩu Quý 1 và cộng dồn 6 tháng đầu năm lần lượt đạt 43,5 tỷ USD và 82,2 tỷ USD (tăng 5,9% so với 6 tháng đầu năm 2015). Trong khi đó, nhập khẩu Quý 2 ước đạt 43,5 tỷ USD, tăng 2,2% so với cùng kỳ năm trước (Q1/2016: -4,1%).

Kim ngạch nhập khẩu 6 tháng đầu năm ước đạt 80,7 tỷ USD, giảm 0,5% (yoy). Tuy nhiên, suy giảm trong giá trị nhập khẩu chủ yếu do yếu tố giá cả. Theo số liệu của TCTK, giá nhập khẩu bình quân đã giảm 7,8% nửa

đầu năm nay. Nếu loại bỏ yếu tố giá, kim ngạch nhập khẩu đạt 87,5 tỷ USD, tăng 7,9% so với cùng kỳ năm 2015. Do đó, chúng tôi



Nguồn: TCTK

cho rằng việc giá hàng hóa cơ bản và năng lượng phục hồi sẽ khiến tình trạng cán cân thương mại diễn biến xấu đi trong thời gian tới. Nhiều khả năng thương mại sẽ trở lại thâm hụt như giai đoạn trước năm 2012.

Một điểm đáng chú ý khác, trong khi nhập khẩu từ hầu hết các thị trường đều suy giảm

(Trung Quốc: 23,3 tỷ USD, giảm 2,9%; ASEAN: 11,5 tỷ USD, giảm 3,4%; Nhật Bản: 6,8 tỷ USD, giảm 6,3%), nhập khẩu từ thị trường Hàn Quốc vẫn tăng 7,9% và đạt 14,9 tỷ USD. Điều này cho thấy xu hướng dịch chuyển nguồn hàng nhập khẩu của nước ta sang phía Hàn Quốc ngày càng trở nên rõ ràng.

Chuyển dịch cơ cấu thu ngân sách

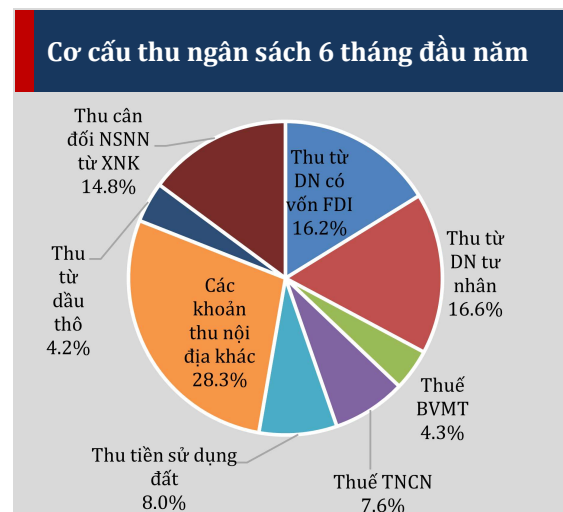
Thu ngân sách tới thời điểm 15/06/2016 tăng nhẹ so với năm 2015, ước tính đạt 425,6 nghìn tỷ đồng. Trong khi đó, chi tiêu hầu như không tăng giúp ngân sách chỉ thâm hụt 82,9 nghìn tỷ đồng (thấp hơn mức 95 nghìn tỷ đồng cùng kỳ năm 2015). Tuy nhiên, có sự thay đổi rõ rệt trong cơ cấu thu ngân sách.

Ảnh hưởng từ giá dầu thô và hàng hóa cơ bản khác khiến tỷ trọng hai khoản mục thu từ dầu thô và thu cân đối NSNN từ hoạt động xuất nhập khẩu giảm mạnh. Tỷ trọng hai khoản mục này trong thu NSNN nửa đầu năm lần lượt ở mức 4,2% và 14,8% (2015: 8,0% và 18,1%; 2014: 12,8% và 18,7%). Để bù đắp hụt thu, Chính phủ buộc phải đẩy mạnh các nguồn thu khác như thu thuế bảo vệ môi trường (4,2%) và thu tiền sử dụng đất (8,0%). Trong hai năm 2014-2015, thu ngân sách từ hai nguồn này trong nửa đầu năm chỉ chiếm khoảng 1,5% và 6,0% tổng thu NSNN.

Không chỉ gặp nhiều khó khăn trong việc tìm kiếm các nguồn thu, NSNN cũng đang phải đối mặt với bài toán sử dụng vốn ngân sách trong các DNNN. Một trong những vấn

đề nổi bật là sự kiện Bộ Tài chính yêu cầu hai NHTM Nhà nước lớn là VietinBank và BIDV trả cổ tức năm 2015 bằng tiền mặt để bổ sung vào NSNN.

Hiện tại, phần vốn nhà nước tại hai ngân hàng này lần lượt là 64,46% và trên 95%. Tuy nhiên, BIDV đã không trả cổ tức bằng tiền mặt và VietinBank thậm chí còn không chia cổ tức năm 2015. Về cơ bản, việc BIDV không trả cổ tức bằng tiền mặt nhằm đáp ứng nhu cầu cấp bách về vốn để đảm bảo các mục tiêu hoạt động: (i) duy trì tăng trưởng tín dụng cung ứng vốn cho nền kinh



Nguồn: Tính toán từ số liệu của TCTK

tế; (ii) tuân thủ các quy định an toàn kinh doanh theo quy định của NHNN; (iii) thực thi các mục tiêu quản trị theo thông lệ quốc tế;...

Nếu BTC chấp nhận nhận cổ tức dưới dạng cổ phiếu, BIDV cũng như các DNNN khác sẽ có cơ hội mở rộng vốn để phát triển hoạt động kinh doanh. Hậu quả là trong ngắn hạn, NSNN sẽ gặp nhiều khó khăn, dù trong dài hạn sẽ có thể thu được nhiều hơn. Ngược lại, nếu BTC yêu cầu nhận cổ tức

bằng tiền mặt, các NHTMNN nói chung cũng như các DNNN nói riêng khó có thể đẩy mạnh hoạt động kinh doanh trong điều kiện hiện tại.

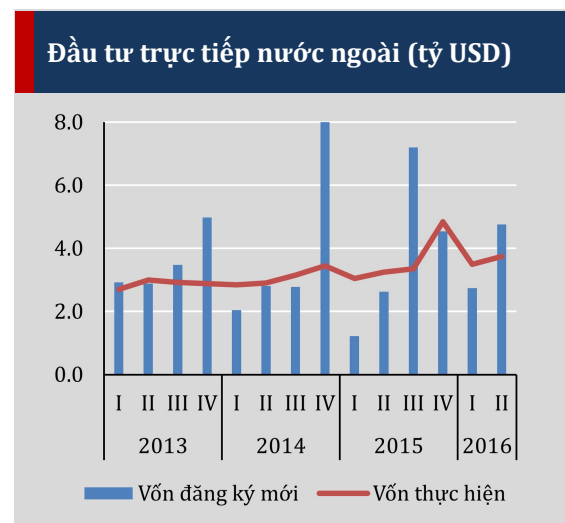
Do vậy, chúng tôi cho rằng Chính phủ có thể xem xét giải quyết bài toán này bằng cách thoái vốn dần tại các NHTM này. Điều này có thể giúp Chính phủ tháo gỡ khó khăn trong ngắn hạn, đồng thời, các NHTM vẫn có cơ hội mở rộng vốn.

Tiêu dùng chững lại, đầu tư nước ngoài tăng mạnh

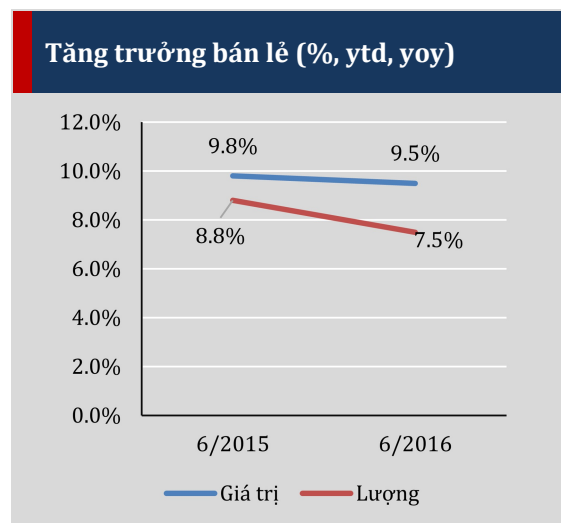
Tiếp tục xu hướng trong Quý 1, tình hình tiêu dùng trong Quý 2 và sáu tháng đầu năm trở nên ảm đạm hơn so với cùng kỳ năm 2015. Tăng trưởng bán lẻ về giá trị trong nửa đầu năm vẫn duy trì mức 9,5%, tương đương năm 2015 và đạt 1.724 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, mức tăng này chủ yếu do giá cả đã tăng trở lại, đặc biệt trong hai tháng cuối quý với mức lạm phát (mom) cao nhất trong nhiều năm trở lại đây. Xét về

khối lượng, bán lẻ hàng hóa cộng dồn tới hết Quý 2 chỉ tăng 7,5%, thấp hơn nhiều so với con số 8,8% tương ứng trong năm 2015.

Tổng vốn đầu tư toàn xã hội mở rộng tương đối ổn định trong Quý 2, đặc biệt tại khu vực tư nhân và khu vực có vốn FDI. Tính theo giá hiện hành, vốn đầu tư trong Quý 2 đạt 344,6 nghìn tỷ đồng, cao hơn 11,9% so với Q2/2015. Trong đó, khu vực tư nhân

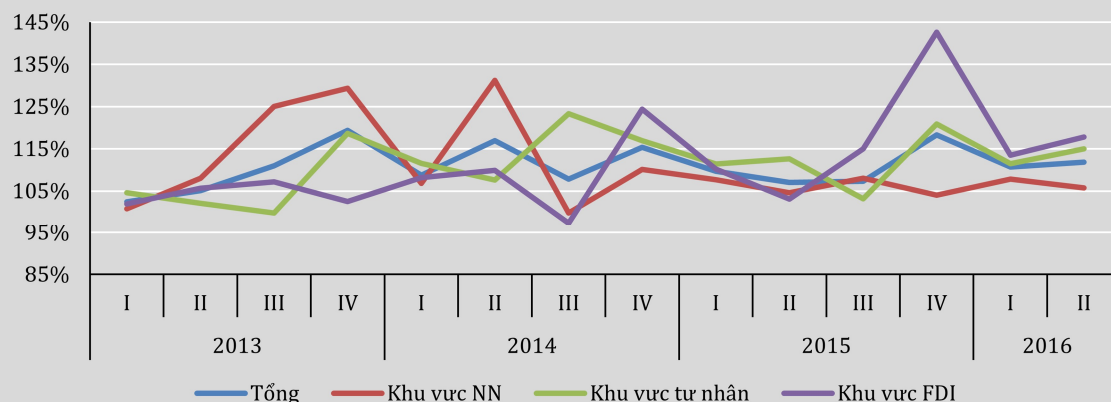


Nguồn: TCTK



Nguồn: TCTK

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



Nguồn: Tính toán từ số liệu TCTK

tăng và khu vực có vốn FDI lần lượt tăng 15% và 17,8% (Q2/2015: 12,6% và 3,11%).

Tình hình đầu tư trực tiếp nước ngoài có nhiều khởi sắc trong Quý 2. Tổng vốn đăng ký trong nửa đầu năm 2016 đạt 11,28 tỷ USD, tăng 105,4% so với cùng kỳ năm 2015. Trong đó, lượng vốn đăng ký mới và đăng ký tăng thêm lần lượt đạt 7,5 và 3,8 tỷ USD. Riêng trong Quý 2, tổng vốn đăng ký mới đạt 4,8 tỷ USD, cao hơn 75% so với mức vốn trung bình của các quý 2 giai đoạn 2012-2014. Xu hướng tăng trong lượng vốn giải ngân cũng được thể hiện rõ rệt trong giai đoạn 2012 trở lại đây.

Xét theo đối tác, Hàn Quốc vẫn là nước đầu tư vào Việt Nam nhiều nhất tới thời điểm hiện tại. Lượng vốn đăng ký lũy kế các dự án đến từ quốc gia này còn hiệu lực tới ngày 20/06/2016 đạt 48,5 tỷ USD. Điều này cũng là một trong những nguyên nhân tạo ra sự dịch chuyển trong nguồn hàng nhập khẩu của Việt Nam trong thời gian gần đây. Đầu tư FDI vào Việt Nam chủ yếu hướng tới nhóm ngành công nghiệp chế biến chế tạo, đồng nghĩa với việc các doanh nghiệp FDI sẽ tăng cường nhập khẩu máy móc, thiết bị từ nước đầu tư.

Thị trường tài chính và tiền tệ

Tỷ giá ổn định

Thị trường ngoại hối vẫn giữ ổn định trong suốt Quý 2. Tỷ giá trung tâm dao động từ 21.828 VND/USD đến 21.946 VND/USD, dao động dưới mức $\pm 0,5\%$. Tại ngân hàng Vietcombank, giá bán USD cũng chỉ dao động ở mức thấp và luôn cách tương đối xa

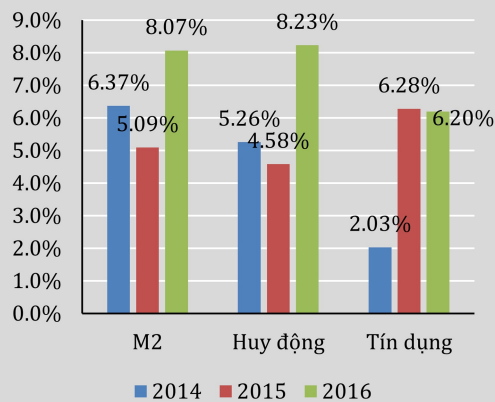
với trần tỷ giá. So với thời điểm cuối năm 2015, tỷ giá chỉ giảm nhẹ khoảng 0,1%. Điều này giúp tạo dư địa cho NHNN thực hiện việc mua ròng ngoại tệ nhằm bổ sung phần dự trữ đã sử dụng trong năm 2015. Chúng tôi cho rằng, sau khi tỷ giá đã dần đi vào ổn

định, NHNN sẽ thực hiện mua vào USD để tăng dự trữ ngoại hối cũng như đề phòng khả năng Fed tăng lãi suất trong kỳ họp tháng Sáu. Theo Báo cáo Kinh tế vĩ mô tháng 5/2016 của Trung tâm Nghiên cứu BIDV, NHNN đã mua ròng khoảng 7 tỷ USD kể từ đầu năm nhằm bổ sung vào dự trữ ngoại hối.

Huy động và cung tiền tăng mạnh

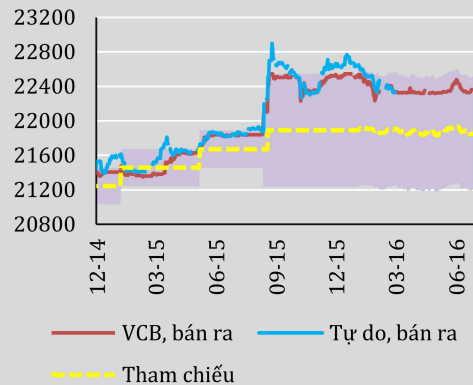
Trong hai tháng đầu quý, nhu cầu huy động tiếp tục tăng cao, đẩy tăng trưởng huy động lên mức 8,23% so với cuối năm 2015 (2014: 5,26%; 2015: 4,58%). Tuy nhiên, Thông tư 06/2016/TT-NHNN được NHNN ban hành nhằm sửa đổi một số điều khoản của Thông tư 36 trước đó đã giúp giảm bớt sức ép thanh khoản cho các NHTM. Theo đó, Thông tư 06 cho phép các NHTM kéo dài thời gian áp dụng tỷ lệ tối đa sử dụng nguồn vốn ngắn hạn để cho vay trung, dài hạn: 60% đến hết 2016; 2017: 50%; từ 2018: 40%.

Tăng trưởng cung tiền, huy động và tín dụng 6 tháng đầu năm (% ytd)



Nguồn: VEPR

Tỷ giá danh nghĩa (VND/USD)

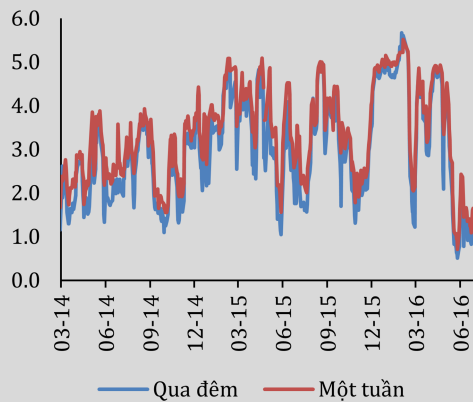


Nguồn: VEPR

Ngay trước khi TT 06 được ban hành, lãi suất liên ngân hàng liên tục giảm ở các kỳ hạn. Đặc biệt, cả lãi suất qua đêm và một tuần đều đã có lúc xuống mức xấp xỉ 0,5%, thấp nhất trong vòng hơn hai năm gần đây. Lãi suất huy động tại các NHTM cũng đã có dấu hiệu hạ nhiệt, nhiều NHTM đã giảm từ 0,1-0,3 điểm phần trăm với các khoản huy động kỳ hạn dưới sáu tháng.

Khối lượng tiền tệ cũng tăng đáng kể trong sáu tháng đầu năm nay. Cung tiền M2 tăng 8,07% so với thời điểm cuối năm 2015, cao

Lãi suất liên ngân hàng (%)



Nguồn: CEIC

hơn nhiều so với cùng kỳ hai năm trước đó. Điều này cho thấy NHNN đã thực hiện những bước đi nói lỏng tiền tệ đầu tiên. Cụ thể, hoạt động trên thị trường mở (OMO) và kênh tín phiếu diễn ra khá sôi nổi trong Quý 2. Theo số liệu tổng hợp của BVSC, NHNN đã thực hiện bơm ròng khoảng 32.000 tỷ

đồng qua kênh OMO và 25.700 tỷ đồng qua kênh tín phiếu ra ngoài thị trường.

Trong khi đó, tăng trưởng tín dụng sáu tháng đầu năm đạt 6,2%, tương đương so với cùng kỳ năm 2015. Chênh lệch huy động-tín dụng vẫn còn, dù đã giảm so với mức trung bình 3,5% trong năm 2015.

Thị trường tài sản

Biến động trên thị trường vàng

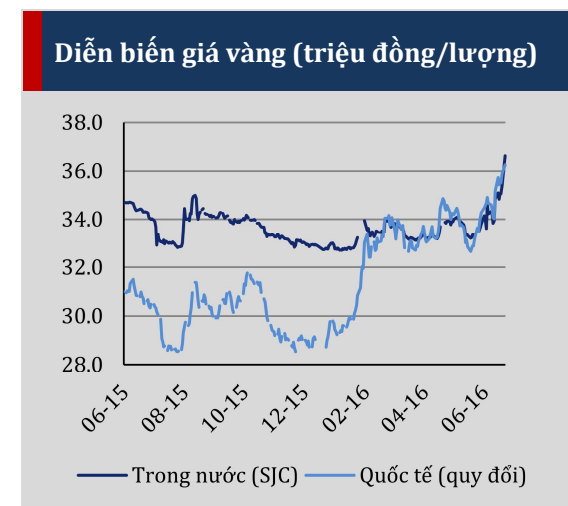
Quý 2 chứng kiến sự thay đổi đáng kể trong thị trường vàng trong nước, giá vàng trong nước dần bám sát với giá vàng thế giới. Nửa cuối Quý 1, trong khi giá vàng thế giới tăng đột biến do những lo ngại về quyết định của Fed trong cuộc họp tháng Ba, giá vàng trong nước vẫn tương đối ổn định và chỉ tăng nhẹ so với hồi đầu năm. Điều này khiến cho mức chênh lệch giữa giá vàng trong nước và thế giới gần như không còn.

Đầu Quý 2, giá vàng trong nước dao động ổn định quanh ngưỡng 33-34 triệu đồng/lượng. Tuy nhiên, ngay sau khi Fed quyết định giữ nguyên mức lãi suất hiện tại, và đặc biệt là sự kiện Brexit, giá vàng trong nước cũng như thế giới đã có những phiên tăng mạnh liên tiếp trong những ngày gần đây. Tính đến cuối Quý 2, giá vàng trong nước đã tăng 5,6% và 6,4% so với thời điểm cuối Quý 1 và cuối năm 2015.

Cũng trong Quý 2, vấn đề huy động vàng trong dân lại một lần nữa được đề cập, khi Hiệp hội Kinh doanh vàng Việt Nam kiến nghị với Chính phủ và NHNN thành lập Sở Giao dịch vàng Quốc gia với mục đích huy

động vàng trong dân. Theo tổ chức này, hiện người dân Việt Nam đang giữ khoảng 500 tấn vàng. Trong cuộc họp thường kỳ tháng Sáu, Thủ tướng Chính phủ đã giao NHNN chủ trì nghiên cứu, xem xét vấn đề huy động nguồn lực trong dân (bao gồm cả vàng và tiền), tạo nguồn vốn phục vụ tăng trưởng kinh tế.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng bản chất của việc huy động vàng là đi ngược lại với nguyên tắc kinh tế. Vàng, hiện được cất giữ trong dân, mang bản chất như mọi tài sản khác và chỉ ưu việt hơn về việc cất giữ, bảo



Nguồn: SJC

quản. Nếu thực hiện huy động, vàng sẽ mang thêm chức năng là phương tiện lưu thông tương tự như tiền. Khi có thêm chức năng này, nhu cầu về vàng sẽ tăng lên thay vì giảm xuống. Cộng với những kích hoạt khác từ phía cầu (như trường hợp Brexit khiến giá vàng thế giới tăng hiện nay), sẽ tạo ra những cú sốc tích trữ, đầu cơ, khiến thị trường bất ổn và dễ tổn thương hơn. Đây sẽ là nguyên nhân chính dẫn tới hiện

tượng vàng hóa trở lại. Điều này cũng đúng với đô la hóa, khi các NHTM đặt mức lãi suất huy động dương với đồng USD.

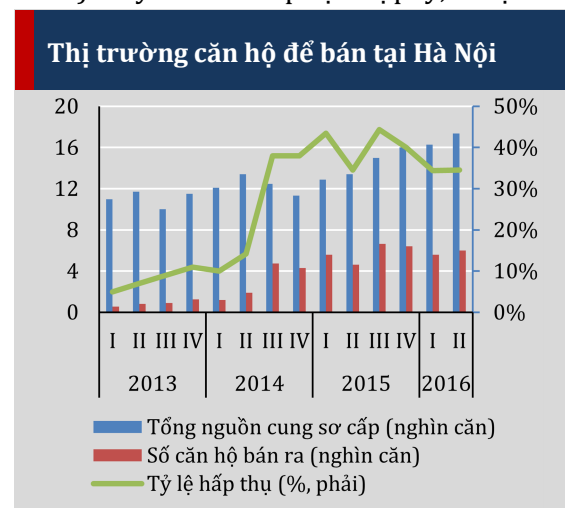
Trong thời gian qua, NHNN đã lần lượt loại vàng và ngoại tệ ra khỏi hệ thống tín dụng. Chúng tôi cho rằng NHNN cần thực hiện việc này một cách nhất quán, quyết đoán, tránh lặp lại những sai lầm không cần thiết.

Thị trường BĐS phục hồi nhẹ

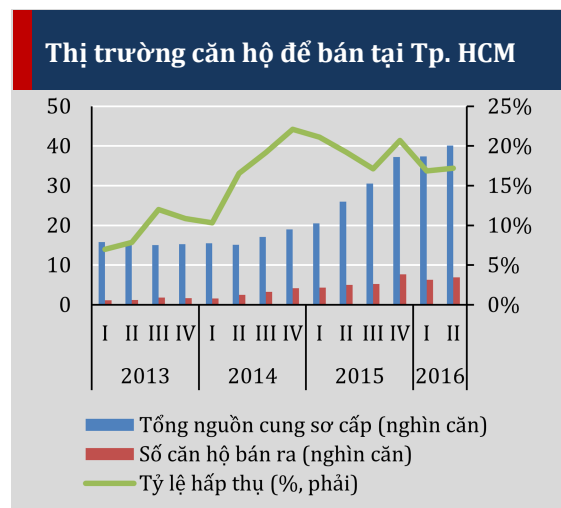
Trong nửa cuối Quý 2, NHNN đã chính thức ban hành Thông tư 06 nhằm sửa đổi Thông tư 36, trong đó có hai vấn đề chính liên quan trực tiếp tới thị trường bất động sản. Thứ nhất, tăng hệ số rủi ro của các khoản phải đòi để kinh doanh BĐS từ 150% lên 200% (thay vì 250% như dự thảo đưa ra hồi đầu năm), và có hiệu lực kể từ 1/1/2017. Thứ hai, thực hiện giảm có lộ trình tỷ lệ tối đa sử dụng nguồn vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn từ 60% (hết 2016) xuống 50% (2017) và 40% (từ 2018). Đây là cách tiếp cận hợp lý, có lộ

trình và tầm nhìn. Do đó, tác động của TT 06 lên thị trường BĐS sẽ không lớn và gây sốc như dự thảo sửa đổi trước đó. NHTM vẫn cần kiểm soát chặt chẽ tín dụng dành cho các dự án bất động sản, tuy nhiên, nhà đầu tư sẽ có thêm thời gian để thích ứng với những điều chỉnh mới.

Sau khi TT 06 được ban hành, thị trường đã có những phản ứng tích cực đầu tiên so với kỳ vọng lo ngại trước đây đối với dự thảo TT 36. Thị trường căn hộ để bán tăng trưởng trở lại sau hai quý giảm tốc liên tiếp.



Nguồn: Savills



Nguồn: Savills

Nguồn cung sơ cấp tăng nhanh trên cả hai thị trường, 6,8% và 7,2% (qoq) lần lượt tại Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh. Tổng nguồn cung sơ cấp tại hai thị trường này đang ở mức 17.370 căn và 40.100 nghìn căn. Theo dự báo của Savills, trong nửa cuối năm sẽ có thêm khoảng 22.000 căn tại Hà Nội và 35.000 căn tại Tp. Hồ Chí Minh gia nhập thị trường.

CÁC LƯU Ý VỀ CHÍNH SÁCH

Kinh tế thế giới Quý 2 nổi bật với sự kiện nước Anh quyết định rời khỏi Liên minh Châu Âu. Quyết định này dẫn tới biến động trên các thị trường khác nhau trong ngắn hạn, có thể tác động tới kinh tế Việt Nam. Trong đó, đáng kể nhất là việc giá năng lượng và các hàng hóa cơ bản đang phục hồi ổn định. Do đó, áp lực lạm phát trong nước thời gian tới sẽ không chỉ đến từ các đợt điều chỉnh giá các mặt hàng do nhà nước quản lý.

Trong nước, công nghiệp suy giảm khiến tình hình tăng trưởng nửa đầu năm nay không đạt được như kỳ vọng. Dù tăng trưởng thương mại dần hồi phục cùng với triển vọng tốt trong thu hút vốn FDI, chúng tôi tiếp tục khẳng định mục tiêu tăng trưởng 6,7% là không thể đạt được. VEPR tiếp tục duy trì dự báo tăng trưởng kinh tế 2016 ở mức 6% hoặc thấp hơn. Do đó, chúng tôi cũng duy trì lưu ý về việc cần tránh tâm lý nôn nóng đạt mục tiêu tăng trưởng cao khi bắt đầu một nhiệm kỳ Chính phủ mới, dẫn tới buông lỏng ổn định vĩ mô.

Khối lượng giao dịch tăng nhanh hơn tốc độ tăng nguồn cung đã giúp tỷ lệ hấp thụ tăng nhẹ so với Quý 1. Tại Hà Nội, khoảng 6.000 căn hộ đã được bán trong Quý 2, tương ứng với tỷ lệ hấp thụ 34,5%, tăng 0,1 điểm phần trăm so với Quý 1. Trong khi đó tại Tp. Hồ Chí Minh, tỷ lệ hấp thụ trong Quý 2 đạt 17,2%, tăng 0,4 điểm phần trăm so với Quý 1. Lượng căn hộ bán ra đạt 6.900 căn, tăng 9,5% so với Quý 1 và 38% so với Q2/2015.

Nếu bất ổn vĩ mô tái diễn, thì cái giá phải trả sẽ đắt hơn nhiều. Chúng tôi có cơ sở lo ngại về kịch bản này vì mấy lý do.

Thứ nhất, khả năng lạm phát tăng trở lại trong nửa cuối năm là không thể tránh khỏi, khi giá hàng hóa cơ bản trên thế giới hồi phục kết hợp với những điều chỉnh giá trong nước. Trong khi đó, cung tiền đang có xu hướng được điều chỉnh tăng cao, đặc biệt trong sáu tháng đầu năm. Do vậy, chúng tôi tiếp tục khuyến nghị các cơ quan hoạch định chính sách cần nhìn trước những rủi ro bùng phát lạm phát để kiểm soát cung tiền ở mức phù hợp. Kế hoạch tăng trưởng tín dụng 18-20% trong năm 2016 có thể tạo nguy cơ mất kiểm soát lạm phát như trong mấy năm gần đây.

Thứ hai, Chính phủ mới đã có những bước đi đầu tiên trong việc mở rộng không gian cho các doanh nghiệp tư nhân. Tuy nhiên, bản thân Nghị quyết 35 của CP chưa đủ chi tiết và khi triển khai sâu hơn trên thực tế cần có thời gian và sự phối hợp của các Bộ. Chúng tôi cho rằng bên cạnh nỗ lực cải cách

hành chính mạnh mẽ, Chính phủ cần quyết tâm tạo dựng môi trường cạnh tranh thực sự hữu hiệu, thu hẹp khu vực DNNN – đây là cách hỗ trợ cho doanh nghiệp tư nhân của Việt Nam một cách tốt nhất trong bối cảnh hội nhập nhanh hiện nay.

Thứ ba, cơ cấu thu ngân sách đang dần dịch chuyển do một số nguồn thu suy giảm, trong đó có các khoản lợi tức từ các DNNN. Về dài hạn, Chính phủ cũng như Bộ Tài chính cần giải quyết dứt điểm bài toán giữa những khoản thu ngắn hạn và lợi ích trong dài hạn. Chúng tôi khuyến nghị Nhà nước thoái vốn một cách quyết đoán khỏi các DNNN lớn, đặc biệt tại một số NHTMNN. Việc này có thể giúp bổ sung nguồn NSNN, đồng thời tạo điều kiện cho các NHTM này vẫn có đủ nguồn vốn để mở rộng hoạt động.

Thứ tư, ý tưởng huy động vàng trong nền kinh tế đang góp phần tạo thêm bất ổn về tâm lý trên thị trường, và nếu thực hiện, sẽ thu hẹp không gian chính sách khi bất ổn vĩ mô xảy tới. Và về dài hạn, ý tưởng này đi ngược lại tiến trình chống vàng hóa, đô la hóa nền kinh tế đang bắt đầu có hiệu lực trong nhiệm kỳ Chính phủ vừa qua. Chúng tôi cho rằng NHNN cần kiên định con đường tách vàng và ngoại tệ (USD) ra khỏi lưu thông, và đưa vào vận hành theo các nguyên tắc của thị trường tài sản.

Cuối cùng, trong bối cảnh cuộc khủng hoảng cá chết bất thường tại bờ biển của bốn tỉnh miền Trung là tâm điểm của Quý 2, chúng ta không thể không đề cập tới vấn đề này. Đa số người dân cho rằng việc giải quyết cuộc khủng hoảng vừa chậm chạp vừa vội vàng. Sự chậm chạp trong xử lý tình huống và

truyền thông vào giai đoạn đầu khi cuộc khủng hoảng vừa nổ ra, cho thấy Chính phủ còn thiếu kinh nghiệm trong việc xử lý các cuộc khủng hoảng môi trường trên diện rộng, cả về năng lực kỹ thuật lẫn khả năng kết nối liên ngành. Trong khi đó, việc xác định và chấp nhận mức bồi thường từ Formosa được đánh giá là đã quá vội vàng. Chúng tôi cho rằng việc xác định mức bồi thường phải dựa trên một quy trình chặt chẽ cả về pháp lý và kỹ thuật. Nếu chưa có sự xác minh lượng giá tổn thất của cuộc khủng hoảng một cách khoa học, mà đã chấp nhận mức đền bù, thì vô hình chung đã thừa nhận quy mô tổn thất tương đương với mức đền bù đó. Hành động này có thể khép lại các cơ hội đàm phán dựa trên các tính toán chặt chẽ, khoa học hơn. Mặc dù chưa thực hiện một ước lượng nghiêm ngặt về những tổn thất này, VEPR ước tính sơ bộ mức tổn thất vượt qua rất nhiều so với con số 500 triệu USD. Thêm vào đó, cuộc khủng hoảng là một hồi chuông dữ dội để chúng ta suy nghĩ lại mô hình tăng trưởng kinh tế đang theo đuổi hiện nay, ở cả cấp trung ương và địa phương. Đồng thời, nó cho thấy năng lực và trách nhiệm quản lý các quá trình gây ô nhiễm của các cơ quan chức năng còn thấp. Nếu không xử lý nghiêm minh và bảo đảm một cơ chế bảo vệ môi trường hữu hiệu, thiệt hại cho xã hội và người dân là vô cùng to lớn, đe dọa cuốn trôi những nỗ lực tăng trưởng và ổn định kinh tế-xã hội.

Lưu ý: Các chính sách dài hạn hơn sẽ được trình bày tại các báo cáo chính sách khác của VEPR.

Danh mục từ viết tắt

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
CEIC	Cơ sở dữ liệu CEIC
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
FRED	Cơ sở dữ liệu Dự trữ Liên bang (Federal Reserve Economic Data)
GDP	Tổng sản phẩm quốc nội
HSCB	Ngân hàng Thương mại Hồng Kông-Thương Hải
IFS	Thống kê Tài chính Quốc tế (IMF)
IMF	Quỹ Tiền tệ Quốc tế
mom	Thay đổi so với tháng trước
NBSC	Cục Thống kê Quốc gia Trung Quốc
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 đô la Mỹ
VCB	Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam
VEPR	Viện 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
ytd	Cộng dồn

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 và 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 14 tháng 7 năm 2016. Các dữ liệu kinh tế và thị trường trong báo cáo được cập nhật tới ngày 30/6/2016, 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: info@vepr.org.vn

□ CÁC BÀI NGHIÊN CỨU KHÁC

VMM16Q1 Báo cáo Kinh tế vĩ mô Việt Nam quý 1 – 2016, Phòng Nghiên cứu VEPR

VMM15Q4 Báo cáo Kinh tế vĩ mô Việt Nam quý 4 – 2015, Phòng Nghiên cứu VEPR

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

CS-11 Tác động của diễn biến giá dầu tới ngân sách, Phòng Nghiên cứu VEPR

CS-10 Những đặc điểm của nợ công ở Việt Nam, 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

LIÊN HỆ

Viện Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách

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

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

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

Fax: (84-4) 3 754 9921

Email: info@vepr.org.vn

Website: www.vepr.org.vn