

ĐIỂM LẠI

**Báo cáo Cập nhật
Tình hình Phát triển Kinh tế Việt Nam**

**BÁO CÁO CỦA NGÂN HÀNG THẾ GIỚI
Hội nghị giữa kỳ Nhóm tư vấn các nhà tài trợ cho Việt Nam
Rạch Giá, 9-10 tháng 6 năm 2010**

Báo cáo này do Đinh Tuấn Việt và Martin Rama biên soạn dưới sự chỉ đạo chung của Victoria Kwakwa và Vikram Nehru. Báo cáo có đóng góp của Keiko Kubota, Sameer Goyal. Lê Minh Phương phụ trách thư ký biên soạn. Vũ Cương thực hiện phần dịch sang tiếng Việt.

TỈ GIÁ HỐI ĐOÁI LIÊN NGÂN HÀNG: US\$ = VND 18,544
NĂM NGÂN SÁCH CỦA CHÍNH PHỦ: 1 tháng Giêng đến 31 tháng 12

DANH MỤC CÁC TỪ VIẾT TẮT

ASEAN	Hiệp hội các quốc gia Đông Nam Á
CPI	Chỉ số Giá tiêu dùng
FDI	Đầu tư trực tiếp nước ngoài
GDP	Tổng sản phẩm quốc nội
IMF	Quỹ Tiền tệ Quốc tế
ODA	Hỗ trợ Phát triển chính thức

MỤC LỤC

Vươn Lên Từ Khủng Hoảng.....	3
Liệu Tăng Trưởng Có Chững Lại Không ?	5
Xuất Khẩu Phục Hồi Trở Lại.....	7
Nhập Khẩu Còn Phục Hồi Mạnh Hơn.....	9
Xu Hướng Trong Ngoại Thương.....	11
Phục Hồi Các Dòng Vốn Vào Việt Nam.....	12
Cán Cân Thanh Toán	13
Quản Lý Tỷ Giá.....	15
Những Điểm Dễ Bị Tổn Thương của Khu vực Ngân hàng.....	16
Thắt Chặt Tiền Tệ.....	18
Củng Cố Tài Khóa.....	20
Bền Vững Nợ Công.....	21
Liệu Lạm Phát Có Gia Tăng ?	22
Theo Hướng Nào Đây?	24
Triển Vọng Năm 2010.....	26

Bảng biểu

Bảng 1: Thu nhập từ các mặt hàng xuất khẩu chính.....	8
Bảng 2: Giá trị nhập khẩu các mặt hàng chủ lực	10
Bảng 3: Cán cân thương mại với các bạn hàng chính.....	11
Bảng 4: Đầu tư trực tiếp nước ngoài.....	12
Bảng 5: Cán cân thanh toán, giai đoạn 2007-2010.....	14
Bảng 6: Quản lý tỷ giá.....	16
Bảng 7: Điều hành ngân sách nhà nước.....	20

Hình vẽ

Hình 1: Tăng trưởng GDP theo quý.....	3
Hình 2: Đóng góp vào tăng trưởng GDP.....	4
Hình 3: Thay đổi cơ cấu theo thời vụ.....	6
Hình 4: Thay đổi GDP trong Q1 hàng năm.....	6
Hình 5: Tăng trưởng xuất khẩu giữa các quý trước đây (trung bình trượt).....	7
Hình 6: Xuất khẩu một số hàng nguyên liệu và nông sản.....	9
Hình 7: Tỷ giá giữa VND và đôla Mỹ.....	15
Hình 8: Lãi suất của Ngân hàng Nhà nước.....	18
Hình 9: Các cân đối tiền tệ.....	19
Hình 10: Chỉ số giá tiêu dùng so với cùng kỳ.....	23
Hình 11: Giai đoạn lãi suất quá cao.....	25
Hình 12: Lãi suất liên ngân hàng.....	26
Hình 13: Tỷ giá của các đồng tiền trong khu vực.....	27
Hình 14: Chênh lệch rủi ro quốc gia của các nền kinh tế trong khu vực.....	28

TÓM TẮT

Việt Nam đã vượt qua khủng hoảng kinh tế tài chính toàn cầu tốt hơn so với nhiều nước khác. GDP tăng 5,3% trong năm 2009 trong đó quý IV đã đạt mức 6,9%. Với mức 5,8%, tốc độ tăng trưởng quý I năm 2010 tuy kém ấn tượng, nhưng chưa có gì khẳng định các ý kiến cho rằng tăng trưởng đang chững lại. Xuất khẩu năm 2009 giảm, lần đầu tiên kể từ khi tiến hành đổi mới kinh tế, nhưng mức suy giảm vẫn thấp hơn nhiều nước khác trong khu vực. Đến nay, tăng trưởng xuất khẩu đã phục hồi bằng khoảng 30% tốc độ tăng trưởng hàng năm của giai đoạn trước khủng hoảng. Lạm phát đã giảm từ 19,9% năm 2008 xuống còn 6,5% năm 2009. Mặc dù có một số dấu hiệu đáng lo ngại về khả năng bùng phát lạm phát vào cuối năm 2009 và đầu năm 2010, nhưng cho tới nay, mức tăng chỉ số giá tiêu dùng (CPI) hàng tháng vẫn dừng ở mức vừa phải. Cũng như trong những năm trước, không xảy ra khủng hoảng ngân hàng, cho dù vẫn còn nhiều bất ổn kinh tế vĩ mô.

Những kết quả tích cực này chủ yếu là nhờ chính phủ đã quyết tâm phản ứng kịp thời trước tình hình kinh tế thay đổi. Trong vòng chưa đầy ba năm, nền kinh tế Việt Nam đã chuyển từ tình trạng tăng trưởng đều đặn sang phát triển quá nóng, rồi ổn định hóa và đến kích cầu và cuối cùng là tái cân bằng nền kinh tế. Khi tình hình thay đổi, chính phủ đã không mất nhiều thời gian để điều chỉnh chính sách. Trong một số trường hợp, sự thay đổi đòi hỏi phải sử dụng các biện pháp không chính thống, chẳng hạn như khi sử dụng trái phiếu bắt buộc để xử lý nốt những khoản chưa thanh toán và chấm dứt tình trạng bong bóng giá tài sản, hay như khi sử dụng chương trình hỗ trợ lãi suất cho phép các doanh nghiệp nhanh chóng trả những món nợ mà họ đã phải vay với những điều khoản hết sức khắc nghiệt. Gần đây hơn, gói kích cầu rất lớn, kết hợp chương trình miễn giảm thuế với tăng chi tiêu chính phủ và tăng trưởng tín dụng nhanh đã thành công trong việc kích thích cầu nội địa và duy trì tăng trưởng kinh tế. Thành công này còn đáng kể hơn nếu biết rằng xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ vẫn chiếm khoảng 67% GDP ngay khi bị cuộc khủng hoảng tấn công trong năm 2009.

Tuy nhiên, Việt Nam còn có thể làm được tốt hơn thế. Các biện pháp phi chính thống đã có tác dụng, nhưng phải trả giá và không phải lúc nào chúng cũng có thể được lý giải rõ ràng và thường bị thị trường hiểu lầm. Qui mô thâm hụt ngân sách thực tế chứng tỏ rất khó đánh giá về gói kích cầu, ngay cả với các nhà phân tích có lợi thế được tiếp cận các số liệu của chính phủ. Sự chông chéo trong báo cáo về các biện pháp kích cầu, tình trạng không rõ ràng về việc ngân sách nhà nước sẽ gánh các khoản chi phí nào trong gói kích thích kinh tế, chậm trễ trong việc cung cấp thông tin về thực hiện ngân sách và thiếu công khai về nguồn lực dành để tài trợ thâm hụt, tất cả càng làm thổi phồng thêm những bất định của thị trường. Thiếu thông tin về dự trữ ngoại hối quốc tế đã gây ra nỗi lo ngại về tính bền vững của chính sách tỉ giá. Thị trường kỳ vọng mức độ mất giá của đồng tiền lớn hơn dự kiến trong phần lớn thời gian của năm 2009. Phần lỗi và sai số trong cán cân thanh toán lên đến mức quá lớn là 13,1% GDP, chứng tỏ một lượng lớn ngoại hối có tính chất đầu cơ là do các hộ gia đình và các doanh nghiệp - kể cả doanh nghiệp nhà nước và các tập đoàn kinh tế nắm giữ. Sự trì hoãn

không cần thiết trong việc điều chỉnh lãi suất đã kéo dài thêm cuộc vật lộn của chính phủ nhằm ổn định thị trường ngoại hối. Tuy không có khủng hoảng ngân hàng song những bất ổn về kinh tế vĩ mô và thay đổi chính sách trong hai năm qua cũng đã tạo ra rủi ro cho hệ thống ngân hàng.

Trong khi đó, các nước không làm tốt được như Việt Nam do hậu quả của cuộc khủng hoảng toàn cầu lại thu hút vốn được tốt hơn. So với các nước này, mặc dù chỉ số VN Index tăng 57% năm 2009, Việt Nam vẫn không tiếp nhận được luồng vốn đầu tư gián tiếp đáng kể nào. Các nước khác trong khu vực đang chứng kiến việc lên giá đồng bản tệ do thu hút được các luồng vốn vào, trong khi Việt Nam vẫn phải vật lộn để ngăn chặn sự mất giá nhanh chóng hơn đồng bản tệ của mình. Và lãi suất chênh lệch rủi ro quốc gia của Việt Nam vẫn cao so với những nước mà tình hình kinh tế chung do khủng hoảng chắc chắn không tốt như Việt Nam. Niềm tin vào tiền đồng đang lấy lại dần, nhưng đáng lẽ nó có thể được khôi phục sớm hơn nếu chính phủ cho phép lãi suất tiền đồng được điều chỉnh theo thị trường.

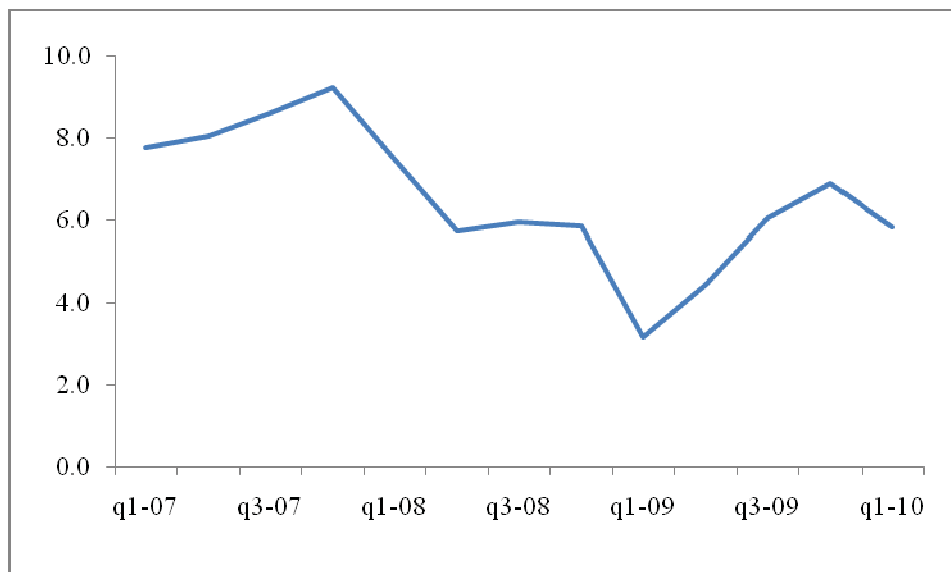
Khác biệt giữa kết quả kinh tế trên mức trung bình và sự đánh giá dưới mức trung bình của thị trường cho thấy ý nghĩa quan trọng của việc củng cố kinh tế vĩ mô và cải thiện trao đổi và đối thoại về các lựa chọn chính sách. Củng cố kinh tế vĩ mô được thể hiện ở việc nâng cao năng lực dự báo ngân sách, phát hành thành công trái phiếu chính phủ theo kế hoạch cũng như tránh tình trạng chậm trễ không cần thiết trong việc điều chỉnh lãi suất. Để cải thiện các luồng trao đổi thông tin, cần công bố một số thông tin hiện đang được bảo mật (như thông tin về dự trữ ngoại hối), thu thập và trình bày thông tin hợp thông lệ chuẩn của quốc tế (như trong trường hợp thâm hụt ngân sách hay phân loại nợ trong lĩnh vực ngân hàng) và cung cấp thông tin thường xuyên (đặc biệt là những thông tin liên quan đến việc quản lý và thực hiện ngân sách). Tăng cường trao đổi thông tin cũng đòi hỏi phải có sự giải thích rõ ràng cho các biện pháp chính sách phi chính thống hoặc có thể bị thị trường hiểu sai. Quyết định gần đây về việc cố gắng hạ nhanh lãi suất là một ví dụ. Mong muốn có mức lãi suất hợp lý là điều dễ hiểu. Tuy nhiên nếu ép đẩy nó thái quá thì sẽ dễ bị hiểu là Việt Nam quay lại với các chính sách kích cầu, do đó sẽ làm suy giảm niềm tin vốn vẫn còn rất mong manh vào tiền đồng.

Nói tóm lại, thiếu sự thông tin rõ ràng với thị trường đang buộc chính phủ phải theo đuổi quá quyết liệt các đối sách của mình. Vì thị trường không biết chắc có hiểu rõ những gì mà chính phủ theo đuổi hay không nên thị trường muốn thấy hành động rất mạnh mẽ để được thuyết phục rằng Chính phủ đang tiến hành một chuỗi hành động hợp lý. Do đó, Việt Nam cần một sự chuyển dịch nhanh quan điểm chính sách khi tình hình thay đổi. Các chính sách bình ổn kinh tế năm 2008 đã ‘tiêu diệt’ tình trạng bong bóng bất động sản và đưa lãi suất quay về mức 0 chỉ trong một vài tháng, nhưng tốc độ này cũng đã phải trả giá bằng các hoạt động kinh tế. Chính sách kích cầu năm 2009 cũng mạnh mẽ và quyết liệt không kém, nhưng kết cục là nó gây áp lực quá nhiều lên dự trữ ngoại hối. Nếu thông tin được công bố và trao đổi tốt hơn thì có lẽ những chuyển dịch chính sách này sẽ có hiệu quả tốt hơn. Quản lý kinh tế vĩ mô tốt và trao đổi thông tin kịp thời có thể sẽ giúp Việt Nam dần dần tự thoát ra khỏi tình trạng “dò dẫm, bước đi bước dừng” vốn là đặc trưng của các chính sách kinh tế vĩ mô trong ba năm qua.

VƯỢT LÊN TỪ KHỦNG HOẢNG

Mặc dù mới chỉ một năm trước đây, nhiều nhà phân tích và quan sát đã đưa ra các dự báo tăng trưởng ảm đạm, Việt Nam vẫn vượt qua cuộc khủng hoảng toàn cầu tương đối tốt so với các nước khác trong khu vực. Tính đến quý IV năm 2009, GDP đã tăng trưởng 6,9% so với cùng kỳ năm 2008, khi khủng hoảng bắt đầu (Hình 1). Tính cho cả năm 2009, tăng trưởng GDP đã đạt mức đáng khích lệ là 5,3%, tuy thấp hơn mức 8,7% của Trung Quốc và 7,4% của Ấn Độ, nhưng cao hơn tất cả các nền kinh tế lớn khác trong khu vực, kể cả Indônêxia (4,5%) và Philipin (0,9%). Với một số nước láng giềng ngay gần Việt Nam, năm 2009 của họ khó khăn hơn nhiều. GDP của Malayxia suy giảm còn 1,7%, Campuchia 2% và Thái Lan 2,3%. Chỉ có những nền kinh tế nhỏ trong khu vực như Lào và Papua Niu Ghinê là có thành tích khá hơn Việt Nam.

Hình 1: Tăng trưởng GDP theo quý
(So với cùng kỳ, phần trăm)



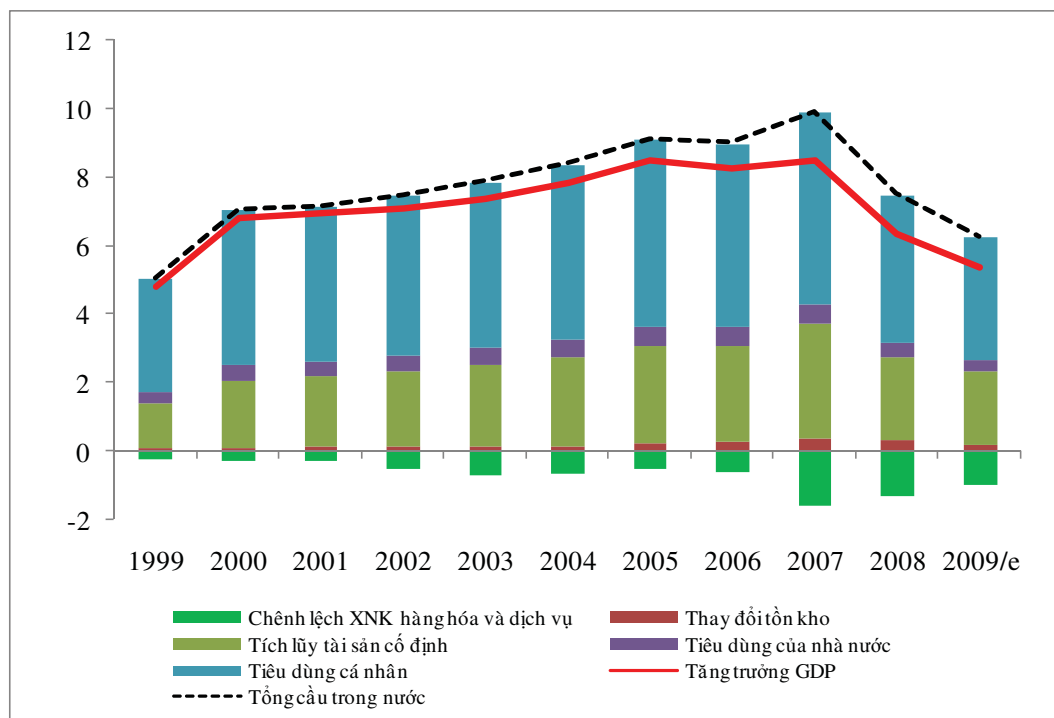
Nguồn: Tổng cục Thống kê

Các chỉ báo kinh tế khác cũng đáng khích lệ. Tốc độ lạm phát cả năm 2009 là 6,5%, giảm so với mức 19,9% năm 2008. Xuất khẩu giảm 9,7% so với năm 2008, là lần suy giảm đầu tiên kể từ khi Đổi mới. Tuy nhiên, mức giảm này còn thấp hơn các nước khác trong khu vực. Ở Thái Lan, xuất khẩu hàng hóa giảm 13,6%, Indônêxia 15%, Trung Quốc 15,9%, Malayxia 21,1% và Philipin 21,9%. Hơn nữa, nhập khẩu của Việt Nam lại thu hẹp, thậm chí với tốc độ mạnh hơn là 13,3%. Nhờ đó, thâm hụt tài khoản vãng lai đã giảm từ 11,9% GDP năm 2008 xuống còn 7,8% GDP. Các dòng vốn cũng thể hiện sự bình phục nhanh hơn so với dự đoán. Đặc biệt phải kể đến việc vốn FDI cam kết đã giảm từ mức cao kỷ lục 71,7 tỉ đôla

năm 2008 xuống còn 21,5 tỉ đôla năm 2009. Tuy nhiên, vốn FDI thực hiện ước tính có giảm, nhưng ở mức khiêm tốn hơn là 13%.

Phân tách cấu thành tăng trưởng GDP theo các yếu tố chính của nó cho thấy phản ứng quyết liệt của chính phủ đóng vai trò quan trọng trong việc đạt được kết quả tương đối tốt như đã nêu. Năm 2009, ngành nông nghiệp tăng trưởng 1,8%, công nghiệp – xây dựng 5,5% và dịch vụ 6,6%. Ngành xây dựng dẫn đầu quá trình phục hồi (11,4%) nhờ tác động của các biện pháp kích cầu của chính phủ. Tổng đầu tư tăng khoảng 15% so với năm 2008 và bằng 42,7% GDP trong đó khu vực nhà nước đóng góp một phần ba. Nhờ nhập khẩu hàng hóa và dịch vụ giảm mạnh hơn nhiều so với xuất khẩu mà thay đổi trong cán cân thương mại đã đóng góp 0.35 điểm phần trăm vào tăng trưởng GDP năm 2009 so với 2008 (Hình 2). Tuy mới chỉ là một con số khiêm tốn nhưng sự dịch chuyển này cũng là dấu hiệu tích cực. Việc xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ chiếm 67% GDP Việt Nam khiến nhiều nhà phân tích và quan sát cho rằng đó là do tác động tiêu cực mạnh từ ngoại thương.

Hình 2: Đóng góp vào tăng trưởng GDP
(So với cùng kỳ, phần trăm)



Nguồn: Tổng cục Thống kê và ước tính của Ngân hàng Thế giới

LIỆU TĂNG TRƯỞNG CÓ CHỨNG LẠI KHÔNG?

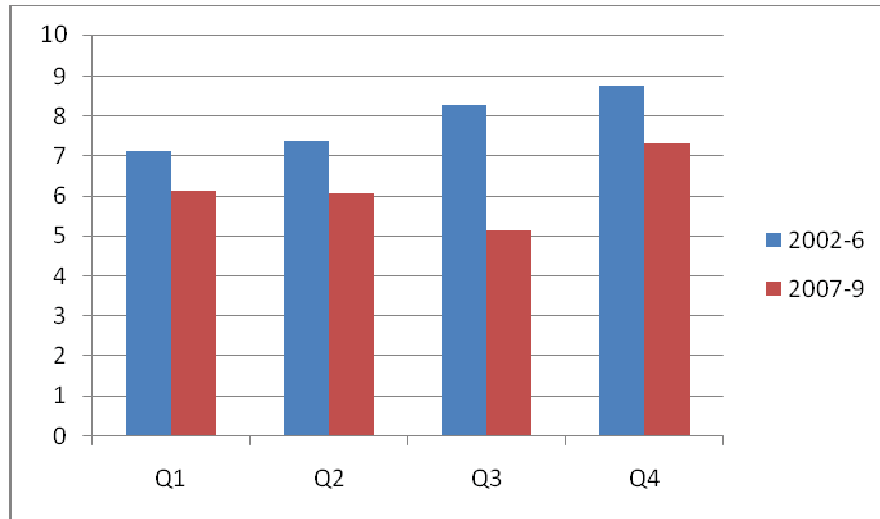
Khi chính phủ bắt đầu thu lại các chính sách kích cầu và nền kinh tế toàn cầu chưa phục hồi hoàn toàn thì câu hỏi đặt ra là liệu kết quả tăng trưởng mạnh mẽ đã chứng kiến trong năm 2009 có còn tiếp tục trong năm 2010 nữa không. Trong quý I năm nay, GDP đã tăng 5,83% so với cùng kỳ năm 2009. Nông nghiệp tăng trưởng 3,4%, công nghiệp – xây dựng 5,65% và dịch vụ 6,64%. Các tiểu ngành có tốc độ tăng trưởng cao trong quý I năm nay là xây dựng (7,82%) và dịch vụ tài chính (7,86%). Đây là những kết quả to lớn so với Việt Nam một năm trước đây. Vào quý I năm 2009, GDP chỉ tăng được 3,1%, con số thấp nhất từng có. Cũng vào thời điểm đó, tăng trưởng của ngành công nghiệp – xây dựng chỉ là 1,7% và dịch vụ là 4,95%. Dựa trên những kết quả này, chính phủ vẫn đặt mục tiêu tăng trưởng cho cả năm 2010 là 6,5%.

Nhưng kết quả kinh tế trong quý I năm 2010 kém ấn tượng hơn kết quả quý IV năm ngoái, khi tăng trưởng GDP đạt mức 6,9%. Sự suy giảm này khiến một số nhà phân tích kết luận rằng Việt Nam đang bước vào giai đoạn suy giảm kinh tế. Đúng là nếu dùng phương pháp loại bỏ yếu tố thời vụ thì GDP quý 1-2010 của Việt Nam giảm khoảng 1,3 phần trăm so với quý 4- 2009. Tuy nhiên, phương pháp điều chỉnh theo thời vụ ở Việt Nam không đưa ra kết quả quá tin cậy. Không ai hoài nghi rằng quý I luôn là thời điểm chững lại trong các hoạt động kinh tế, do nghỉ Tết (thời gian nghỉ lễ dài nhất trong năm) và công nhân di cư chậm quay trở lại chỗ làm sau khi về quê. Điều chỉnh theo thời vụ đã “thổi phồng” mức GDP của quý I ngang bằng với mức GDP của các quý “bình thường” khác, nhờ đó cho phép so sánh mức GDP (đã điều chỉnh) giữa các quý trước đây. Qui mô điều chỉnh được ước tính dựa trên độ chênh xu thế của GDP mỗi quý. Vấn đề là ở chỗ phương thức tăng trưởng của Việt Nam đã thể hiện một xu thế rõ ràng từ năm 2007, nhưng lại trở nên thất thường trong thời kỳ bất ổn kinh tế vĩ mô. Khi đó, tăng trưởng kinh tế chịu ảnh hưởng bởi hàng loạt các chính sách từ ổn định hóa đến kích cầu và tái cân bằng. Sự thay đổi này rất rõ nếu so sánh tốc độ tăng trưởng theo quý từ năm 2007 với những thay đổi quan sát được từ năm 2006 trở về trước (Hình 3). Bên cạnh những thay đổi tình hình kinh tế vĩ mô, dường như có một xu hướng là GDP của quý IV thường cao hơn GDP của quý I (Hình 4). Xu hướng này cho thấy hoạt động kinh tế trong quý 1 thường tỏ ra yếu ớt hơn so với quý 4 hàng năm.

Có lẽ cách đánh giá đáng tin cậy hơn về việc liệu tăng trưởng ở Việt Nam có chững lại hay không là dựa vào các chỉ báo khác về hoạt động kinh tế. Nhưng hầu hết các chỉ báo này lại cho thấy xu hướng tốc độ tăng trưởng đang gia tăng chứ không phải giảm sút. Trong bốn tháng đầu tiên của năm, sản xuất công nghiệp đã tăng 13,5% so với năm 2009. Tổng mức tiêu thụ hàng hóa bán lẻ, một biến thay thế cho tiêu dùng nội địa, đã tăng 25% xét theo giá trị danh nghĩa. Con số này cao hơn so với 19% cùng kỳ năm 2009, khi mà lạm phát ở mức cao hơn nhiều. Trong quý I năm nay, lượng khách du lịch đến Việt Nam đã tăng 36% so với một năm trước đây. Cầu về điện năng ở hai thành phố lớn của Việt Nam đã tăng thêm 30% trong tháng Năm năm 2010. Không có chỉ báo nào trong số những chỉ báo này phù hợp với xu thế suy giảm hoạt động kinh tế, mà lại theo chiều ngược lại. Tuy nhiên, những chỉ báo

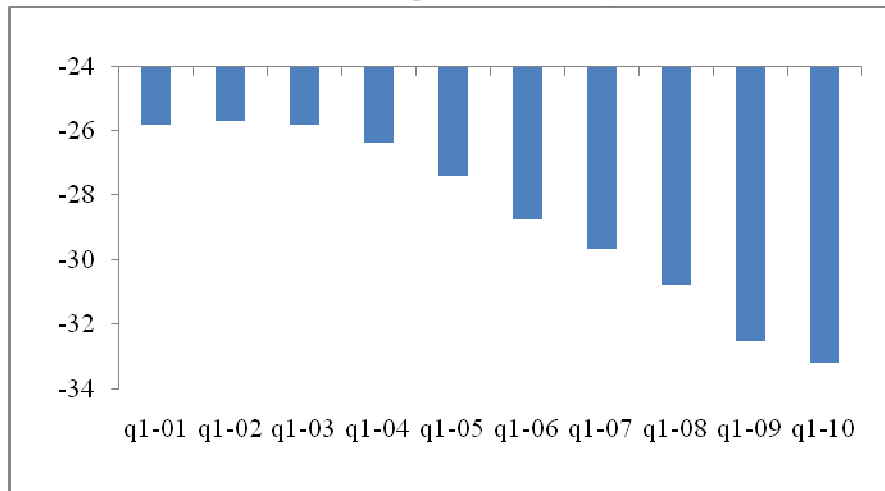
này cũng chưa đủ để dự báo về một tốc độ tăng trưởng cao hơn, chứ chưa nói đến việc lấy lại được đà tăng trưởng đã có từ trước khủng hoảng toàn cầu.

Hình 3: Thay đổi cơ cấu theo thời vụ
(Quý i năm T so với quý i năm $T-1$, phần trăm)



Nguồn: Tổng cục Thống kê và ước tính của Ngân hàng Thế giới

Hình 4: Thay đổi GDP trong Q1 hàng năm
(Quý 1 năm T so với quý IV năm $T-1$, phần trăm)

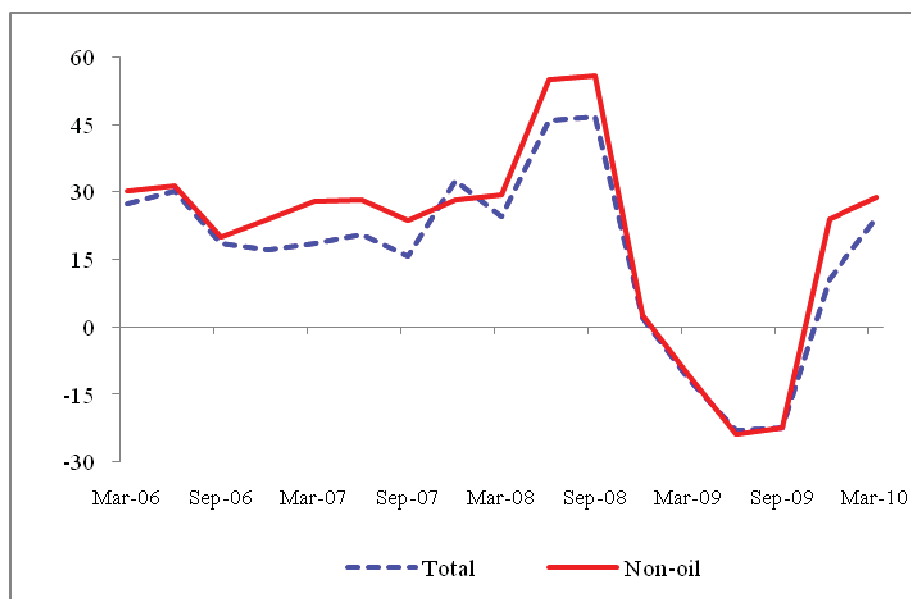


Nguồn: Tổng cục Thống kê và ước tính của Ngân hàng Thế giới

XUẤT KHẨU PHỤC HỒI TRỞ LẠI

Sau khi chứng kiến một năm tồi tệ, nhất là năm 2009, xuất khẩu của Việt Nam hiện đang phục hồi. Tổng kim ngạch xuất khẩu tăng 6,9% trong bốn tháng đầu năm 2010. Tốc độ xuất khẩu đạt mức 23,7%, sau khi đã loại trừ tái xuất vàng (Hình 5). Nói chính xác thì trao đổi ngoại thương về vàng không phải là một hiện tượng tiền tệ ở Việt Nam, vì nó không liên quan đến việc mua bán của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Các dòng thương mại chủ yếu được xác định bởi quyết định đầu tư gián tiếp của các đối tượng trong nước, những người tích trữ tài sản tài chính dưới dạng kết hợp giữa các tài sản bằng VND, đôla và vàng. Dầu thô là một mặt hàng khác tương đối biến động thất thường trong kim ngạch xuất khẩu. Nếu không tính đến xuất khẩu dầu và vàng thì tốc độ tăng kim ngạch xuất khẩu hiện nay quay xuống chỉ còn quanh gần 30%, tức là bằng với xu thế trước khủng hoảng toàn cầu.

Hình 5: Tăng trưởng xuất khẩu giữa các quý trước đây (trung bình trượt)
(Ba tháng so với ba tháng trước, không kể xuất khẩu vàng, phần trăm)



Nguồn: Tổng cục Hải quan và ước tính của Ngân hàng Thế giới

Xuất khẩu phục hồi ẩn chứa hai xu hướng rất khác nhau, nếu xét theo cơ cấu sản phẩm xuất khẩu. Sự phục hồi diễn ra mạnh trong xuất khẩu những mặt hàng then chốt sử dụng nhiều lao động như dệt may, giày dép, điện tử, thủy sản và đồ gỗ. Trong bốn tháng đầu năm 2010, xuất khẩu dệt may đã tăng 16,4% (đạt khoảng 3 tỉ đôla) so với cùng kỳ năm trước. Xuất khẩu dệt may sang Mỹ tăng 24%, hiện đã chiếm 58% tổng doanh thu xuất khẩu hàng dệt may. Xuất khẩu máy tính và sản phẩm điện tử tăng khoảng 35,8% và đạt mức gần 1 tỉ đôla. Số liệu tương ứng đối với ngành thủy sản là 19% (Bảng 1).

Bảng 1: Thu nhập từ các mặt hàng xuất khẩu chính

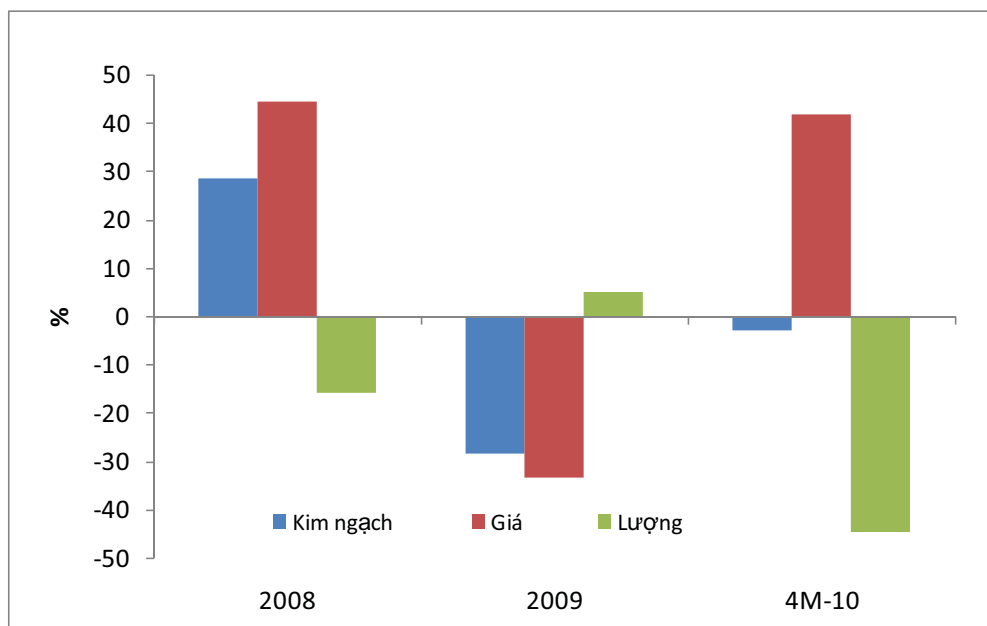
	Triệu USD, năm 2009	Tốc độ tăng (so với cùng kỳ, %)			
		2008	2009	4M-2009	4M-2010
Tổng kim ngạch xuất khẩu	57.096	29,1	-8,9	1,4	6,9
Dầu thô	6.195	22,0	-40,2	-43,7	-13,5
Ngoài dầu	50.901	30,6	-2,7	12,3	9,4
Gạo	2.664	94,3	-8,0	41,9	-0,3
Nông sản khác	4.771	17,2	-13,1	-12,4	10,7
Thủy sản	4.251	19,8	-5,7	-6,5	18,7
Than	1.317	38,8	-5,1	-10,9	28,3
Dệt may	9.066	17,7	-0,6	1,1	16,4
Giày dép	4.067	19,4	-14,7	-5,7	7,3
Máy tính và hàng điện tử	2.763	22,5	4,7	-8,5	35,8
Thủ công, mỹ nghệ (kể cả vàng)	3.177	65,1	133,1	948,0	-89,7
Đồ gỗ	2.598	17,7	-8,2	-17,0	31,0
<i>Xuất khẩu không kể vàng</i>	<i>54.596</i>	<i>29,1</i>	<i>-12,9</i>	<i>-12,3</i>	<i>23,7</i>

Nguồn: Tổng cục Hải quan

Mặt khác, lượng xuất khẩu các hàng hóa chủ lực khác lại giảm mạnh. Mặc dù giá dầu quốc tế trong những tháng đầu năm 2010 đã tăng mạnh nhưng doanh thu xuất khẩu từ dầu đã giảm 13,5%. Đó là vì khối lượng xuất khẩu giảm 49% do trữ lượng và công suất khai thác tại các giếng dầu của Việt Nam và tổ hợp lọc dầu đầu tiên ở Dung Quất đã đi vào hoạt động. Tương tự, trong bốn tháng đầu năm 2010, Việt Nam đã xuất khẩu khoảng 2,17 triệu tấn gạo, chỉ bằng 87% lượng gạo xuất khẩu cùng kỳ năm 2009. Trước triển vọng giá gạo quốc tế giảm do dư cung, chính phủ đã có kế hoạch tích trữ khoảng 1 triệu tấn, hy vọng bằng cách đó giảm thiểu được tác động của sự giảm giá quốc tế đến giá gạo trong nước.

Tuy nhiên, thu nhập từ xuất khẩu hàng hóa vẫn vững chắc nhờ giá quốc tế đang ở mức cao (Hình 6). Trong bốn tháng đầu năm 2010, giá xuất khẩu cao su tăng gần gấp đôi so với cùng kỳ năm ngoái. Giá xuất khẩu dầu thô tăng 72%, giá than 47% và giá gạo 14%. Nhìn chung, sự thay đổi có trọng số trong giá xuất khẩu các mặt hàng nguyên liệu và nông sản chính của Việt Nam (gồm: dầu thô, than, gạo, cà phê và cao su) bằng khoảng 42% trong bốn tháng đầu năm 2010. Mức tăng này gần như vừa đủ để bù đắp mức giảm khối lượng xuất khẩu các mặt hàng chủ lực này (44,6%).

Hình 6: Xuất khẩu một số hàng nguyên liệu và nông sản
 Thay đổi có trọng số trong kim ngạch xuất khẩu, giá cả và số lượng



Các mặt hàng trên bao gồm dầu thô, than đá, gạo, cà phê và cao su. Số liệu được tính bình quân gia quyền để ước thay đổi về giá trị, giá và khối lượng xuất khẩu

Nguồn: Tổng cục Hải quan và ước tính của Ngân hàng Thế giới

NHẬP KHẨU CÒN PHỤC HỒI MẠNH HƠN

Nhập khẩu đã tăng 36,5% trong bốn tháng đầu năm 2010, góp phần làm thâm hụt thương mại đứng ở mức 4.6 tỉ đôla. Mặc dù có những quan ngại về sự mất cân đối này nhưng nhập khẩu tăng dường như chủ yếu là do cầu đầu tư nội địa của cả các nhà đầu tư trong nước và quốc tế tăng mạnh và do nhập khẩu sản phẩm trung gian để tái xuất. Về mặt đầu tư, giá trị nhập khẩu máy móc thiết bị, mặt hàng chiếm đến 16% tổng kim ngạch nhập khẩu tăng 16,4% kể từ năm ngoái, so với mức suy giảm 9,4% năm 2009. Tương tự, nhập khẩu phụ liệu hàng dệt may và giày dép tăng thêm 25,6% và nhập khẩu vải tăng 20,6% (Bảng 2). Giá xăng dầu quốc tế tăng cũng làm giá trị kim ngạch nhập khẩu tăng thêm gần 30%, mặc dù lượng nhập khẩu đã giảm 17%.

Bảng 2: Giá trị nhập khẩu các mặt hàng chủ lực

	Triệu USD, năm 2009	Tốc độ tăng (so với cùng kỳ, %)			
		2008	2009	4M-09	4M-10
Tổng giá trị kim ngạch nhập khẩu	69.949	28,8	-13,3	-41,0	36,5
Xăng dầu	6.255	42,2	-43,0	-57,3	30,0
Máy móc, thiết bị	12.673	25,8	-9,4	-27,3	16,4
Máy tính và linh kiện điện tử	3.954	25,5	6,5	-21,0	40,8
Dược phẩm	1.097	22,9	26,9	23,3	16,2
Phụ liệu dệt may và giày dép	1.932	9,4	-18,0	-19,8	25,6
Sắt, thép	5.361	31,5	-20,2	-67,7	14,1
Phân bón	1.415	47,3	-3,9	-33,8	-25,4
Sản phẩm chất dẻo	2.813	17,5	-4,5	-31,5	55,4
Vải các loại	4.226	12,7	-5,2	-7,7	20,6
Hóa chất	1.625	21,1	-8,5	-27,9	38,6
Sản phẩm hóa chất	1.580	24,8	-1,5	-14,5	39,4
Ô tô các loại (COMP/CKD/IKD)	3.071	57,2	3,8	-50,9	57,7
Sợi dệt	811	4,6	4,6	-26,2	61,3
Thuốc trừ sâu	488	94,3	-34,3	-32,4	40,7
Bông	392	74,7	-16,0	-54,0	180,9
Giấy	771	25,5	2,3	-31,4	33,1

Nguồn: Tổng cục Hải quan

Mặc dù nhập khẩu của Việt Nam không phải do các doanh nghiệp FDI chi phối nhưng trong ngắn hạn, thâm hụt thương mại chắc chắn sẽ nhỏ hơn nếu không có các doanh nghiệp này. Các nhà đầu tư nước ngoài là những nhà nhập khẩu ròng trong giai đoạn đầu chu kỳ sản phẩm của họ. Chừng nào họ còn chọn Việt Nam làm địa điểm để xuất khẩu sang các nước thứ ba thì bản thân tình trạng thâm hụt thương mại tương đối lớn không phải là điều đáng quan ngại. Nhập khẩu từ khu vực có vốn đầu tư nước ngoài có thể lớn, nhưng khu vực này thường có kế hoạch thu xếp tài chính cho các khoản nhập khẩu đó. Nhập khẩu các hàng hóa tiêu dùng là kênh đáng lo ngại hơn nhiều, nhất là trong giai đoạn tăng trưởng quá nóng, khi giá bong bóng bất động sản khiến các hộ gia đình cảm giác mình giàu có hơn và chi tiêu dựa theo cảm nhận đó. Hiện tại thì chỉ có sự gia tăng nhập khẩu ô tô là có vẻ phù hợp với hình thái này. Từ tháng Hai năm nay, thâm hụt thương mại hàng tháng đã có xu hướng giảm.

XU HƯỚNG TRONG NGOẠI THƯƠNG

Hiện nay cơ cấu tổng hợp theo vùng của thương mại quốc tế Việt Nam đang có tiến bộ. Sự phục hồi của thu nhập từ xuất khẩu phản ánh một môi trường kinh tế đang khởi sắc với các bạn hàng chủ lực, nhưng cũng có những khác biệt quan trọng giữa các vùng. Xuất khẩu sang Mỹ tăng 22,4% trong bốn tháng đầu năm 2010, so với cùng kỳ năm 2009. Hiện tượng này đã xuất hiện sau một giai đoạn giảm tuyệt đối trong năm 2009. Xuất khẩu sang các thị trường chủ lực ở châu Âu và Nhật Bản cũng mở rộng với một tốc độ tương tự. Nhưng xuất khẩu sang các nước khác trong khu vực còn tăng nhanh hơn nữa. Lại xét trong bốn tháng đầu năm 2010, xuất khẩu sang Ấn Độ tăng 116,9%, sang Hồng Kông (Trung Quốc) tăng 86,4%, sang Trung Quốc đại lục tăng 43,7% và sang Hàn Quốc tăng 39,4%. Nhịp độ phục hồi khác nhau giữa các thị trường đã dẫn đến sự chuyển hướng xuất khẩu của Việt Nam theo vùng, với tỉ trọng xuất khẩu sang Trung Quốc và các nước ASEAN đang tăng dần.

Cầu trong khu vực tăng nhanh có thể đóng góp cân bằng lại một phần vị thế ngoại thương của Việt Nam. Hiện nay, có sự khác biệt lớn giữa các nước phương Tây và châu Á đang phát triển, với Ấn Độ, Nhật Bản và Nga đang giữ vị trí trung gian. Việt Nam rõ ràng là nước xuất khẩu ròng sang các nước phương Tây. Trường hợp nổi bật là Hoa Kỳ, nước đã tiếp nhận 19,8% xuất khẩu của Việt Nam, nhưng chỉ góp phần vào 4,5% giá trị nhập khẩu của nước này (Bảng 3). Ở một thái cực khác, Trung Quốc chỉ chiếm có 9,5% xuất khẩu của Việt Nam, nhưng lại góp một tỉ lệ đáng kinh ngạc bằng 22,7% kim ngạch nhập khẩu của Việt Nam. Nhưng sự mất cân đối này vẫn tiếp tục, cho dù cầu của Trung Quốc về hàng hóa của Việt Nam gần đây đang gia tăng.

Bảng 3: Cán cân thương mại với các bạn hàng chính

(Số liệu của bốn tháng đầu năm 2010, triệu đô la Mỹ)

	Xuất khẩu	Nhập khẩu	Cán cân thương mại
Trung quốc	1,872	5,531	-3,659
Hàn quốc	101	2,601	-2,500
Đài loan (Trung quốc)	405	2,104	-1,699
ASEAN	3,401	4,740	-1,339
Ấn độ	235	653	-417
Nhật bản	2,238	2,580	-342
Nga	162	337	-175
Ôxtrâylia	913	375	537
Hoa kỳ	3,906	1,088	2,818
EU	3,352	1,847	1,505

Nguồn: Tổng cục Hải quan

Cán cân thương mại thường là yếu tố cơ bản quyết định cán cân tài khoản vãng lai của Việt Nam. Kiều hối về cơ bản cân đối được thiếu hụt của dịch vụ và đầu tư ròng. Kiều hối đã hồi phục sau khủng hoảng kinh tế. Lượng kiều hối ước tính đạt 6 tỉ đôla năm 2009, và khoảng 1,5 tỉ đôla trong quý I năm 2010. Một cách giải thích cho sự phục hồi nhanh này là kiều hối không phụ thuộc nhiều vào lượng công nhân xuất khẩu như vào cộng đồng kiều bào người Việt ở nước ngoài. Khả năng duy trì được các hợp đồng xuất khẩu lao động dành cho lao động di cư ngắn hạn có thể sẽ giảm do tác động của khủng hoảng toàn cầu. Nhưng có những bằng chứng lẻ tẻ cho thấy nhiều người Việt Nam định cư ở nước ngoài đã tranh thủ lúc giá bất động sản giảm kể từ lúc sốt đất năm 2007 để mua nhà đất.

PHỤC HỒI CÁC DÒNG VỐN VÀO VIỆT NAM

Dòng vốn FDI giảm còn 7,4 tỉ đôla so với 10 tỉ đôla năm 2008. Nhưng sự suy giảm này chủ yếu là do khủng hoảng toàn cầu, chứ không phải sức hấp dẫn chung của Việt Nam đối với các nhà đầu tư đã mất dần. Theo Điều tra Triển vọng Đầu tư Thế giới 2009-2011, do Hội nghị Liên Hiệp Quốc về Thương mại và Phát triển công bố, Việt Nam là một trong 15 nước thân thiện với FDI nhất thế giới. Một điều đáng ghi nhận là cam kết vốn FDI năm 2009 giảm mạnh trong các dự án dự án có liên quan tới khách sạn, bất động sản. Tuy mức cam kết vốn FDI trong năm 2009 giảm xuống mức thấp, chúng vẫn chiếm đến 22% GDP, một con số rất cao so với các nước trên thế giới.

Khi nền kinh tế thế giới phục hồi thì dòng FDI thu hút vào Việt Nam cũng phục hồi theo. Trong bốn tháng đầu năm 2010, khoảng 3,6 tỉ đôla đã được giải ngân, tăng 5.9% so cùng kỳ năm trước. Xu hướng đi lên này dự kiến vẫn còn tiếp tục. Trong bốn tháng đầu năm 2009, hơn một nửa lượng vốn FDI thực hiện là để mở rộng các dự án hiện hành. Nhưng trong bốn tháng đầu năm 2010, các dự án đăng ký mới lại chiếm vị trí dẫn đầu (Bảng 4). Trong số các dự án đăng ký mới, đầu tư vào dịch vụ, chế tạo và công nghệ cao dần dần thay thế cho khách sạn, bất động sản để trở thành những ngành chủ lực thu hút FDI.

Bảng 4: Đầu tư trực tiếp nước ngoài

	4T-2009 (tỉ đôla)	4T-2010 (tỉ đôla)	Thay đổi (phần trăm)
Vốn thực hiện	3,4	3,6	5,9
Vốn đăng ký	8,0	5,9	-25,7
Đăng ký mới	3,5	5,6	58,5
Dự án hiện hành	4,4	0,3	-92,7

Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư

Đối với các cấu phần khác của tài khoản vốn trong cán cân thanh toán, luồng vốn Hỗ trợ phát triển chính thức (ODA) thu hút vào Việt Nam tăng, nhờ các tổ chức đa phương và các nước tài trợ tăng mức hỗ trợ của họ cho Việt Nam để đối phó với khủng hoảng toàn cầu. Khoảng 2 tỉ đôla ODA đã được giải ngân trong năm 2009. ODA cam kết trong Hội nghị nhóm Tư vấn tháng 12 năm 2009 đã đạt mức kỷ lục là trên 8 tỉ đôla. Mặc dù hầu hết số vốn hứa hẹn đã được chuyển thành cam kết chắc chắn, giải ngân vẫn có xu hướng chậm hơn nhiều do tài trợ cho các dự án ODA được dàn ra trong nhiều năm và việc thực hiện các dự án này ở Việt Nam còn chậm.

Mặt khác, đầu tư gián tiếp còn nhỏ bé. Sau khi đạt mức 8,8 tỉ đôla năm 2007, nguồn vốn này chuyển thành con số âm nhỏ năm 2008 (-0,6 tỉ đôla) và sau đó chỉ khôi phục lại không đáng kể. Mặc dù chỉ số Việt Nam Index đã tăng 57% năm 2009 nhưng các nhà đầu tư nước ngoài cũng chỉ mua vào khoảng 160 triệu đôla cổ phiếu trên Sàn giao dịch thành phố Hồ Chí Minh.

CÁN CÂN THANH TOÁN

Thâm hụt thương mại lớn của Việt Nam cũng là nguyên nhân dẫn đến thâm hụt tài khoản vãng lai lớn. Năm 2008, thâm hụt cán cân vãng lai ở mức 11,9% GDP, cao hơn ngưỡng thường được coi là an toàn, tức là khoảng 10%. Nhờ tái xuất vàng và các biện pháp hành chính nhằm kiểm chế nhập khẩu, thâm hụt tài khoản vãng lai đã giảm xuống mức yên tâm hơn là 8% GDP trong năm 2009. Dự kiến thâm hụt vẫn tiếp tục duy trì dưới ngưỡng 10% năm 2010, bất chấp nhập khẩu đang tăng lên, vì xu hướng nhập khẩu hiện đang hồi phục (Bảng 5). Tuy nhiên, ngưỡng an toàn thông thường chỉ có tính chất là một hàng rào cảnh tỉnh nhiều hơn là một thước đo khắt khe về nguy cơ bị tổn thương. Yếu tố thực sự quyết định thâm hụt tài khoản vãng lai có bền vững hay không là qui mô và cơ cấu thặng dư tài khoản vốn.

Bảng 5: Cán cân thanh toán, giai đoạn 2007-2010
(tính theo phần trăm GDP)

	2007	2008	Ước 2009	Dự báo 2010
Cán cân tài khoản vãng lai	-9,8	-11,9	-8,0	-9,1
Cán cân thương mại	-14,6	-14,2	-8,9	-9,5
Dịch vụ phi nhân tố	-1,3	-1,0	-1,2	-2,6
Thu nhập từ đầu tư	-3,0	-4,9	-4,9	-3,8
Chuyển giao	9,0	8,1	7,0	6,8
Cán cân tài khoản vốn	23,7	13,4	12,3	11,7
Đầu tư FDI (dòng vốn vào ròng)	9,2	10,0	7,4	7,3
Vốn vay trung và dài hạn	2,9	1,1	4,8	2,4
Các loại vốn khác (ròng)	2,8	2,9	-0,1	0,4
Đầu tư gián tiếp	8,8	-0,6	0,1	1,5
Lỗi và sai số	0,5	-1,2	-13,1	0,0
Cán cân chung	14,3	0,3	-8,8	2,6

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Quỹ Tiền tệ Quốc tế và Ngân hàng Thế giới

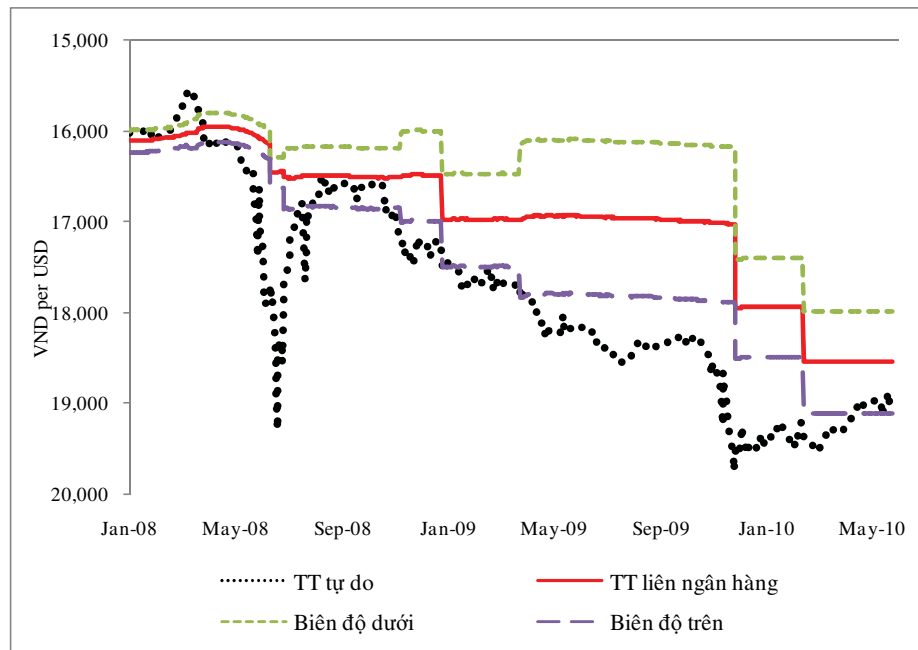
Xét trên khía cạnh này thì Việt Nam đang làm tốt. Trong một vài năm gần đây, thặng dư tài khoản vốn đã cao hơn thâm hụt tài khoản vãng lai, có lúc mức chênh lệch khá lớn. Hơn nữa, trong năm 2008 và 2009, hầu hết thặng dư tài khoản vốn đều nhờ các dòng vốn vào dài hạn, chứ không phải vốn ngắn hạn hay đầu tư gián tiếp.

Đúng là dự trữ ngoại tệ đã giảm khá nhiều trong năm 2009. Điều này không phải do thiếu đô la ở Việt Nam, mà là do thiếu lượng đô la do Ngân hàng Nhà nước kiểm soát. Con số sai số và thiếu số liệu cực kỳ lớn trong năm 2009, lên tới một mức đáng chú ý là 13,1% GDP, chứng tỏ nhiều chủ thể trong nước đang nắm giữ một khối lượng lớn ngoại hối. Cả hộ gia đình và doanh nghiệp (kể cả doanh nghiệp nhà nước và các tập đoàn kinh tế) đều có tính toán cho rằng đồng VND sẽ mất giá nhanh trong năm ngoái. Vì thế, họ chọn cách chuyển dịch cơ cấu tích lũy của mình sang nắm giữ các tài sản quốc tế, trong đó có đô la và vàng. Một phần trong lượng đô la cất trữ tăng thêm này là dưới dạng tiền gửi trong hệ thống ngân hàng, một phần khác được nắm giữ thông qua các thỏa thuận ít mang tính chính thức hơn và phần nữa thì trong các tài khoản ở nước ngoài.

QUẢN LÝ TỈ GIÁ

Do kỳ vọng đồng tiền sẽ giảm giá nên trong năm 2009 và một vài tháng đầu năm 2010, tỉ giá trên thị trường ‘tự do’ thường vượt ra ngoài biên độ dao động chính thức (Hình 7). Khoảng cách so với cận trên của biên độ chính thức chưa bao giờ lớn như vào tháng Năm năm 2008, khi người ta lo ngại rằng Việt Nam có thể trở thành một “Thái Lan năm 1997” mới, nhưng khoảng chênh lệch này tồn tại lâu hơn nhiều. Nguyên nhân của vấn đề có thể truy lại từ sự dịch chuyển từ chính sách ổn định hóa sang kích cầu vào quý cuối cùng năm 2008. Tại thời điểm ấy, quan điểm chính sách mở rộng đã đẩy lãi suất đồng VND xuống. Trong khi đó, năm 2008 lại chứng kiến mức lạm phát leo thang đến 19,9%, nhưng sự giảm giá thực tế của đồng VND so với đồng đô la chỉ ở mức khoảng 9%. Lãi suất bằng VND thấp, cộng với kỳ vọng về một sự giảm giá đồng tiền nhằm lấy lại năng lực cạnh tranh cho Việt Nam đã khiến phương án cắt trữ bằng đô la ngày càng trở nên hấp dẫn.

Hình 7: Tỉ giá giữa VND và đô la Mỹ



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Việc hạ tỉ giá chính thức và điều chỉnh biên độ dao động đã không lấy lại được niềm tin vào đồng VND (Bảng 6). Chính sách tiền tệ thắt chặt áp dụng vào những tháng cuối năm 2009, khi chính phủ chọn phương án cân bằng lại giữa mục tiêu kích cầu và tăng trưởng, cũng không đủ để làm việc đó. Còn với yêu cầu các Tập đoàn kinh tế lớn từ bỏ việc nắm giữ ngoại tệ chỉ làm tăng tính thanh khoản bằng đồng đô la cho các cơ quan quản lý tiền tệ chứ

chẳng làm được gì để lấy lại niềm tin vào đồng VND. Chỉ khi chính phủ rút cuộc cũng chấp nhận tự do hóa lãi suất bằng đồng VND trong quý đầu năm 2010 thì xu hướng này mới đảo chiều và tỉ giá trên thị trường tự do mới quay dần về biên độ giao dịch chính thức.

Bảng 6: Quản lý Tỉ giá

Điều chỉnh về	Ngày	Biên độ giao dịch	Tỉ lệ giảm giá
Biên độ giao dịch	24-12-07	+/-0.75%	2.0%
Biên độ giao dịch	10-03-08	+/-1.0%	
Tỉ giá chính thức	11-06-08		
Biên độ giao dịch	27-06-08	+/-2.0%	
Biên độ giao dịch	7-11-08	+/-3.0%	
Tỉ giá chính thức	25-12-08		3.0%
Biên độ giao dịch	24-03-09	+/-5.0%	
Tỉ giá chính thức và Biên độ giao dịch	25-11-09	+/-3.0%	5.4%
Tỉ giá chính thức	11-02-10	+/-3.0%	3.4%

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

NHỮNG ĐIỂM DỄ BỊ TỒN THƯƠNG CỦA KHU VỰC NGÂN HÀNG

Khu vực ngân hàng Việt Nam đã vượt qua cơn bão khủng hoảng tài chính toàn cầu tốt hơn dự đoán của thị trường. Những hành động điều chỉnh chính sách tiền tệ đúng lúc của Ngân hàng Nhà nước cùng với các biện pháp khác của Chính phủ ngay sau cuộc khủng hoảng tài chính đã giúp các tổ chức tín dụng vượt qua thời kỳ khó khăn của khủng hoảng tài chính toàn cầu. Chương trình hỗ trợ lãi suất đã được thực hiện vào đầu năm 2009 trong gói kích cầu của Chính phủ đã giúp tái tài trợ nhanh chóng cho các khoản nợ (chủ yếu là nợ ngắn hạn) đã được vay với mức lãi suất cao hơn nhiều trong thời kỳ trước đó. Tuy nhiên, vẫn còn nhiều thách thức để Việt Nam đạt được sự cởi mở hoàn toàn cho khu vực này như các cam kết WTO và phát triển một hệ thống tài chính ổn định và vững chắc.

Tất cả các ngân hàng thương mại đều đáp ứng được yêu cầu về vốn tối thiểu 1 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2008. Tuy nhiên, việc các ngân hàng có thể đạt được yêu cầu 3 nghìn tỷ đồng trước cuối năm 2010 có vẻ sẽ khó khăn hơn, đặc biệt trong bối cảnh mới đây ở trong nước và trên thế giới. Theo báo cáo thì vẫn còn tới 20 ngân hàng chưa đạt yêu cầu của năm 2010. Ngân hàng Nhà nước đã yêu cầu các ngân hàng chưa đạt yêu cầu phải nộp kế hoạch cụ thể để tăng vốn theo yêu cầu hoặc kế hoạch chấm dứt tư cách pháp nhân theo luật pháp Việt Nam. Các ngân hàng, trong khi đang phải chạy đua để đạt yêu cầu về tăng vốn, cần tập trung chú ý quản lý chất lượng tài sản và mức tăng trưởng tín dụng. Thực tế là tín dụng tăng quá nhanh có thể sẽ tạo ảnh hưởng tiêu cực tới chất lượng tài sản và tăng tỷ lệ nợ xấu.

Đa số các ngân hàng báo cáo kinh doanh có lãi vào cuối năm 2009. Các ngân hàng đạt được lợi nhuận thông qua việc tăng cường các hoạt động cho vay truyền thống cũng như đa dạng hóa các hoạt động thu phí. Tuy nhiên, cần lưu ý là tăng trưởng tín dụng cuối năm

2009 lên tới 38% phần lớn là nhờ chương trình hỗ trợ lãi suất và các chương trình hỗ trợ khác của Chính phủ. Đối với năm 2010, vẫn còn có những quan ngại là lợi nhuận của các ngân hàng có thể sẽ bị ảnh hưởng bởi mục tiêu tăng trưởng tín dụng thấp hơn (25% cho năm 2010) và việc cắt giảm phần lớn các chương trình hỗ trợ của Chính phủ vào cuối năm 2009. Yêu cầu mới bắt buộc các ngân hàng tăng tỷ lệ an toàn vốn (CAR) từ mức hiện tại là 8% lên 9% vào quý IV năm 2010 sẽ tăng cường khả năng đối phó với các khó khăn trong tương lai của các ngân hàng, song yêu cầu này sẽ có thể tăng thêm áp lực lên lợi nhuận của các ngân hàng trong năm 2010. Cần lưu ý là mới đây Ngân hàng Nhà nước đã ra một quy định mới về các hệ số an toàn. Quy định này sẽ tăng cường các yêu cầu về báo cáo số liệu và sẽ giúp Ngân hàng Nhà nước và các ngân hàng có những thông tin tốt hơn để kiểm soát khu vực ngân hàng.

Có vẻ như các ngân hàng đang duy trì được chất lượng tài sản. Với mức nợ xấu chung được báo cáo là 1.9% vào cuối năm 2009 (mức của các Ngân hàng Thương mại Nhà nước là 2.08% và các ngân hàng cổ phần là 1.77%). Tuy nhiên, mức nợ xấu này được báo cáo theo Tiêu chuẩn Kế toán Việt Nam (VAS) và các quy định trong nước. Nếu áp dụng các tiêu chuẩn kế toán quốc tế hoặc các tiêu chuẩn báo cáo tài chính quốc tế thì tỷ lệ này sẽ kém lạc quan hơn. Quy định mới về phân loại nợ và dự phòng đang chuẩn bị được phê duyệt và sẽ tiến gần hơn tới các thông lệ quốc tế (mặc dù chỉ mới chỉ chủ yếu dựa trên Basel I). Việc này có thể sẽ ảnh hưởng tới cả việc báo cáo nợ xấu lẫn lợi nhuận do mức yêu cầu dự phòng sẽ cao hơn.

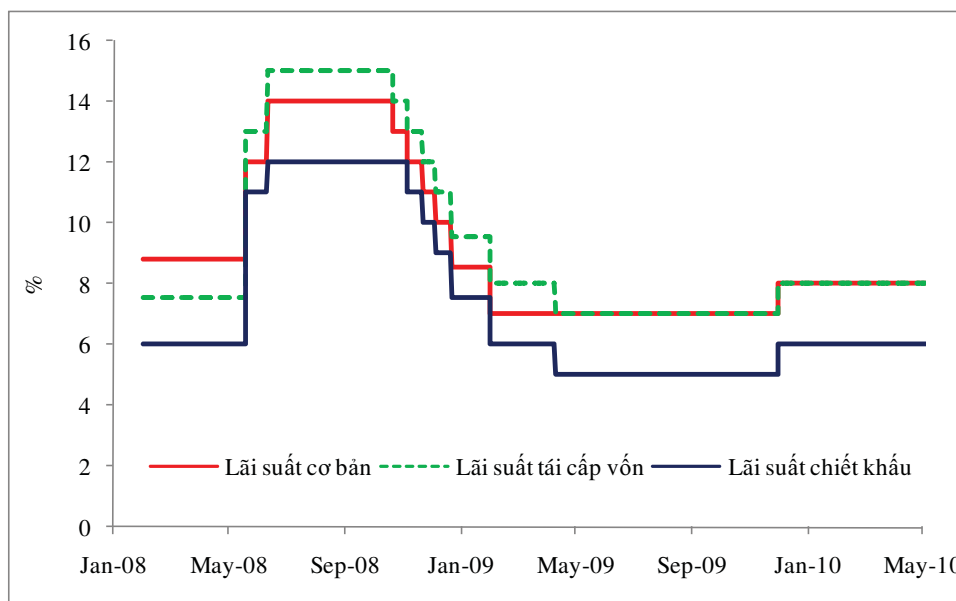
Lộ trình cải cách khu vực ngân hàng tới năm 2010 được thực hiện từ năm 2006 nhưng đã bị chậm hơn so với kế hoạch. Sau khi bắt đầu cổ phần hóa hai ngân hàng thương mại nhà nước, Vietcombank vào cuối năm 2007 và Vietinbank cuối năm 2008, đã không có thêm tiến triển nào nữa trong lĩnh vực này. Tuy nhiên, vào tháng 2 năm 2010 Vietinbank thông báo là họ đã đồng ý bán cổ phần cho Ngân hàng Nova Scotia của Ca-na-đa và Công ty Tài chính Quốc tế vào quý III năm nay. Sau khi hoàn thành việc bán cổ phần này, Vietinbank sẽ là Ngân hàng quốc doanh đầu tiên của Việt Nam có cổ đông chiến lược nước ngoài sau khi bắt đầu quá trình cổ phần hóa. Luật về Các tổ chức tín dụng và Luật Ngân hàng Nhà nước, dự kiến sẽ được thông qua tại kỳ họp Quốc hội lần này sẽ là bước chuyển biến lớn. Tuy nhiên, có rất ít tiến triển trong việc soạn thảo và hoàn thiện Luật Bảo hiểm tiền gửi.

THẤT CHẶT TIỀN TỆ

Trong quý IV năm 2009, có sự chuyển dịch dần trong chính sách kinh tế vĩ mô theo hướng đảm bảo sự cân bằng giữa mục tiêu tăng trưởng và ổn định hóa. Sự kiện giá vàng trong nước tăng đột biến và khoảng cách giữa tỉ giá tự do và tỉ giá chính thức ngày càng mở rộng cho thấy rõ ràng rằng quan điểm về chính sách mở rộng không thể duy trì được lâu hơn nữa. Lãi suất quá thấp cũng đã khiến việc phát hành trái phiếu chính phủ không còn sức hấp dẫn. Mặc dù giải ngân vốn ODA nhanh đã tăng mạnh và tiền gửi của chính phủ tại các hệ thống ngân hàng đã giảm nhưng việc tài trợ cho thâm hụt ngân sách vẫn ngày càng trở nên khó khăn.

Trên mặt trận tiền tệ, quan điểm chính sách mới đã được phản ánh qua việc hạ chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2010 (25% so với mức tăng trưởng 39,6% đã thực hiện được năm 2009), chấm dứt chương trình hỗ trợ lãi suất ngắn hạn và tăng lãi suất chính sách, với lãi suất cơ bản và lãi suất tái cấp vốn lại tăng từ 7 đến 8% (Hình 8).

Hình 8: Lãi suất của Ngân hàng Nhà nước



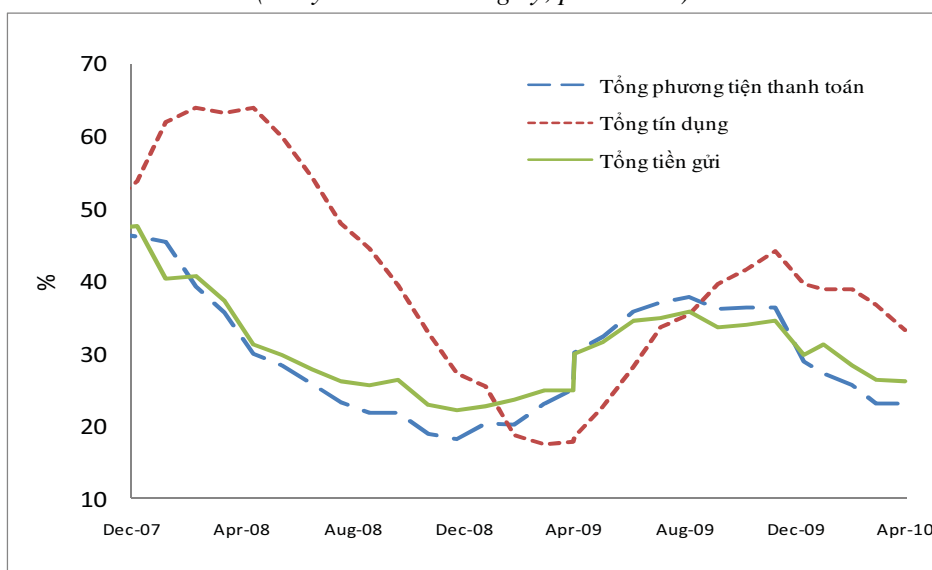
Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Tuy nhiên, ở Việt Nam, lãi suất chính sách không đóng vai trò giống như ở các nền kinh tế thị trường khác. Quyết định của Ngân hàng Nhà nước về việc tăng tính thanh khoản cho các ngân hàng thương mại và việc kêu gọi tinh thần trách nhiệm của các ngân hàng (nhất là ngân hàng thương mại quốc doanh) thường đóng vai trò rất quan trọng. Vì thế, trong quý đầu năm 2010, tình trạng mở rộng tín dụng ngân hàng đã được kiềm chế mạnh, mặc dù lãi suất chính sách có tăng nhẹ. Từ cuối tháng 12 năm 2009 đến cuối tháng 3 năm 2010, dư nợ

tín dụng chỉ tăng có 3,8%, tương ứng với mức ước quy đổi cho cả năm là 15,2%, và đây là quý mà các phương tiện thanh toán thường phải cung ứng rất mạnh để đáp ứng nhu cầu chi tiêu bằng tiền cao trong dịp Tết Nguyên đán. Việc đảo chiều nhanh chóng trong quan điểm về chính sách tiền tệ đã đánh dấu một giai đoạn mới trong quá trình điều hành theo kiểu “bước đi, bước dừng” của ba năm gần đây, khi Việt Nam đi từ tăng trưởng nhanh sang chính sách bình ổn kinh tế, rồi gói kích cầu và quay trở về tái cân bằng giữa mục tiêu tăng trưởng và ổn định hóa (Hình 8).

Chính sách tiền tệ thắt chặt lại mâu thuẫn với trần lãi suất cho vay mà chính phủ đã ấn định trong giai đoạn bình ổn kinh tế năm 2008. Trần được ấn định ở mức 150% của lãi suất cơ bản. Trong giai đoạn bình ổn kinh tế, với lãi suất cơ bản 14%, mức trần này cho phép lãi suất cho vay lên đến 21%, tức là đảm bảo một mức lợi nhuận trung gian hợp lý. Đầu năm 2010, với lãi suất cơ bản 8%, ngân hàng thương mại không được phép cho vay quá 12%, và đây là lúc mà người đi vay sẵn sàng trả nhiều hơn do thiếu phương tiện thanh toán. Phí và phụ thu trở thành công cụ phổ biến cho các khoản vay ngân hàng, cũng như việc định ra các khoản thưởng hoặc cho phép rút trước hạn các khoản tiền gửi ngân hàng. Vấn đề lớn là ở chỗ mức trần 150% lại được quy định trong Luật Dân sự, nên chỉ có thể bãi bỏ bằng một luật khác. Ý kiến chung cho rằng cách duy nhất để giải quyết được mức trần này là phải sửa đổi Luật về các Tổ chức tín dụng, nhưng kể cả khi đó thì sớm nhất cũng phải đến tháng Giêng năm 2011, luật đó mới có hiệu lực thi hành. Đứng trước thách thức này, cuối cùng thì Ngân hàng Nhà nước cũng phải cho phép các ngân hàng thương mại cho vay theo lãi suất thỏa thuận, tức là thực tế đã bãi bỏ quy định trần lãi suất.

Hình 9: Các cân đối tiền tệ
(Thay đổi so với cùng kỳ, phần trăm)



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

CỦNG CỐ TÀI KHOẢ

Thâm hụt ngân sách chung năm 2009 chiếm 8,4% GDP, một tỉ lệ cao bất thường so với cả mức thâm hụt trước đây ở Việt Nam cũng như thâm hụt ở các nước khác cũng áp dụng chính sách kích cầu quyết liệt (Bảng 8). Tuy nhiên, kết quả này lại khá khiêm tốn nếu so với các dự báo được đưa ra từ đầu năm. Việc áp dụng các biện pháp kích cầu trên thực tế đã được giải thích theo cách khiến không ai biết chắc về việc thâm hụt ngân sách chung sẽ lớn đến cỡ nào. Kế hoạch ngân sách nhà nước năm 2009, được thông qua tháng 11 năm 2008, là một kế hoạch ngân sách nói lỏng. Theo các chuẩn mực quốc tế, chính sách này sẽ khiến thâm hụt ngân sách chung vượt quá ngưỡng 8% GDP. Đồng thời, trong quý I và II năm 2009, một loạt các biện pháp mới được ban hành, mang theo nhiều ý nghĩa tài khóa tiềm tàng khác nhau. Những biện pháp này tổng hợp lại trong một gói kích cầu trị giá “143 nghìn tỉ đồng” (hơn 8% GDP), và dường như đây là đỉnh điểm của kế hoạch ngân sách mở rộng cho năm đó. Trên thực tế, gói “143 nghìn tỉ” có sự tính trùng rất lớn. Một số biện pháp đã được đưa vào dự toán ngân sách năm từ trước, một số khác được nêu hai lần (một lần như một khoản chi tiêu, và một lần nữa dưới dạng nguồn tài trợ cho khoản chi tiêu đó). Lại còn những khoản khác dự kiến không nằm trong ngân sách, ít nhất là trong năm 2009. Tuy vậy, kể cả khi đã loại trừ việc tính trùng thì tính đến giữa năm 2009, dường như thâm hụt ngân sách đã lên đến 12% GDP.

Bảng 7: Điều hành ngân sách nhà nước
(Tính theo phần trăm GDP)

	2007	2008	2009 Ước tính	2010 Dự báo
Tổng thu và viện trợ	28.7	28.1	26.7	26.9
Thu (không tính viện trợ)	28.1	27.6	26.3	26.7
Thu từ thuế	23.5	24.2	22.3	22.8
Thu từ dầu	6.9	6.0	3.6	3.6
Thu thuế ngoài dầu thô	16.6	18.2	18.7	19.2
Thu ngoài thuế và thu từ vốn	4.7	3.4	4.0	3.9
Viện trợ	0.5	0.5	0.4	0.3
Chi chính thức	29.4	29.2	31.7	28.6
Thường xuyên	20.3	20.1	20.9	21.7
Đầu tư	9.1	9.2	10.9	7.0
Cân đối ngân sách chính thức	-0.7	-1.2	-5.1	-1.7
Chi khác	1.2	2.5	3.9	4.2
Chi ngoài ngân sách	1.5	1.8	2.8	2.4
Cho vay lại ODA	-0.3	0.7	0.5	1.4
Tổng chi	30.6	31.7	35.6	32.9
Cân đối ngân sách chung	-1.9	-3.7	-8.4	-5.5
Chi phí hỗ trợ lãi suất	0	0	0.6	0.4

Nguồn: Bộ Tài chính, Quỹ Tiền tệ Quốc tế và Ngân hàng Thế giới. Số liệu ngân sách không bao gồm các khoản cho vay của Ngân hàng Phát triển Việt nam

Tình hình thực hiện ngân sách còn khá xa so với dự toán ngân sách. Tổng chi ngân sách cao hơn 16%, chủ yếu do chi đầu tư phát triển, với mức tăng bất thường lên đến 60%. Nhưng tổng thu ngân sách cũng trội lên theo, tăng 13% so với dự toán ban đầu, mặc dù chính phủ đã áp dụng giảm và hoãn thuế như một biện pháp kích cầu. Thu từ cả thuế Giá trị gia tăng và thuế Thu nhập doanh nghiệp đã tăng thêm 7,1% so với năm 2008. Thu thuế xuất nhập khẩu tăng 29%, cho dù khối lượng xuất nhập khẩu có giảm. Phí và lệ phí (kể cả tiền cho thuê đất) tăng 47%. Nguồn đóng góp đáng kể cho vượt thu ngân sách năm vừa rồi là thu thuế xuất nhập khẩu và thu tiền sử dụng đất. Cuối cùng nhưng không kém phần quan trọng, chi ngoài ngân sách đã được kiềm chế không tăng thêm là do chưa hoàn thành kế hoạch phát hành thêm trái phiếu chính phủ để tài trợ cho các khoản chi đó. Lãi suất giao dịch, công cụ chính để đạt mục tiêu này, được quy định quá thấp nên không hấp dẫn người mua.

Sự cân bằng lại quan điểm điều hành chính sách kinh tế vĩ mô bắt đầu từ cuối năm 2009, dự kiến sẽ kiềm chế được thâm hụt ngân sách trong năm 2010; cao hơn các năm “bình thường” nhưng sẽ thấp hơn nhiều so với năm 2009. Theo kế hoạch ngân sách thì thâm hụt ngân sách chung sẽ là 5,5% GDP. Nhưng với việc thu từ thuế tiếp tục tăng như đã thấy từ cuối năm 2009 thì con số này có thể giảm được hơn nữa. Liệu điều này có xảy ra hay không phụ thuộc rất lớn vào việc chính phủ sẽ sử dụng nguồn vượt thu này như thế nào.

BỀN VỮNG NỢ CÔNG

Không phải bất cứ khoản thâm hụt ngân sách cũng tự động chuyển thành một khoản nợ công tương ứng. Thí dụ, thâm hụt ngân sách chung năm 2009 là 8,4% GDP, nhưng tỉ lệ nợ công so với GDP chỉ tăng ở mức khiêm tốn hơn là 5 điểm phần trăm. Có nhiều lý do giải thích cho sự khác biệt đó. Tăng trưởng hiển nhiên là một nguyên nhân. GDP tăng từ đầu đến cuối năm, có nghĩa là cả tử và mẫu số của tỉ lệ nợ đều tăng lên cùng một lúc. Một lý do khác kém rõ rệt hơn là sự lên giá của tỉ giá thực. Một phần lớn nợ công của Việt Nam là bằng ngoại tệ. Khi giá cả trong nước tăng nhanh hơn tỉ giá, như thực tế đã diễn ra trong năm 2009, tỉ lệ nợ sẽ giảm một cách cơ học. Cuối cùng, chính phủ có thể dựa vào các nguồn tài trợ ngoài nợ, như đã làm trong năm 2009, hoặc tài trợ cho các khoản chi tiêu không được phản ánh trong ngân sách, như phương án chính phủ có thể sẽ chọn trong năm 2010.

Thâm hụt ngân sách lớn năm 2009 một phần đã được tài trợ bằng cách chính phủ rút tiền gửi của mình từ hệ thống ngân hàng. Dưới góc nhìn quốc tế, qui mô lớn bất thường của những khoản tiền gửi này là do hệ thống quản lý tiền mặt ở Việt Nam vẫn tập trung hóa cao độ, buộc từng đơn vị chi tiêu phải có cách dự phòng an toàn riêng của mình. Năm 2009 lẽ ra được xem như một điểm yếu trong quản lý tài chính công lại trở thành một lợi thế của chính phủ, vì chính phủ có thể có được khoảng 2% GDP từ nguồn này. Tuy nhiên, trong điều kiện hệ thống quản lý tiền mặt còn mang tính tập trung cao, chính phủ có thể sẽ tìm cách tái thiết lập lại những khoản tiền gửi này trong năm 2010. Đồng thời, chi phí cho một cấu phần quan trọng trong gói kích cầu, đó là chương trình hỗ trợ lãi suất, không rơi vào ngân sách năm

2009. Chi phí đó, ước tính vào khoảng 1% GDP, là do Ngân hàng Nhà nước gánh. Nhưng sớm hay muộn thì chi phí này cũng lại rơi vào ngân sách nhà nước, hoặc thông qua việc giảm mức nộp ngân sách của Ngân hàng Nhà nước hay qua quá trình tái cấp vốn. Vì thế, phương thức tài trợ ngoài nợ giúp kiềm chế được mức tăng trưởng nợ công trong năm 2009, nhưng có thể làm gia tăng nó trong năm 2010.

Cuối năm 2009, nợ công chiếm khoảng 49% GDP. Hai phần ba mức nợ này do các chủ nợ nước ngoài sở hữu và khoảng một phần tư là nợ bằng đồng VND. Nợ công có xu hướng vẫn bền vững nếu quá trình phục hồi kinh tế hiện nay tiếp tục và các cơ quan nhà nước có thể thay đổi tình hình thâm hụt ngân sách chung để chỉ còn chiếm khoảng 3-4% GDP trong vòng ba năm tới. Theo kịch bản cơ sở về phân tích tính bền vững nợ hiện nay của IMF, Ngân hàng Phát triển châu Á và Ngân hàng Thế giới, tỉ lệ nợ dự báo sẽ tăng hơn 50% GDP một chút trong nửa cuối thập niên này, trước khi bắt đầu giảm trong thập niên tới. Thâm hụt ngân sách lớn trong năm 2009 và 2010 không ảnh hưởng đáng kể đến tính bền vững nợ nói chung, nếu chính phủ có thể quay được về mức thâm hụt tiền khủng hoảng trong một vài năm tới.

Mặc dù tình hình vay nợ gần đây đã gần với các điều kiện thị trường hơn nhưng gần hai phần ba số nợ của Việt Nam vẫn theo các điều khoản được ưu đãi cao. Kết quả là tỉ lệ trả nợ trên kim ngạch xuất khẩu dự báo vẫn ở mức 5% hoặc thấp hơn, cho đến năm 2013. Kiểm định về mức độ căng thẳng năm nay vẫn chưa hoàn tất nhưng bức tranh cơ bản thì không thay đổi kể từ lần kiểm định trước diễn ra năm 2009. Hai rủi ro chính về khả năng bền vững nợ vẫn có xu hướng tiếp diễn là sự giảm giá đột ngột của đồng VND và sự gia tăng các dòng tạo nợ. Cả hai kịch bản này hiện nay xem ra đều ít khả năng xảy ra.

Vị thế nợ nước ngoài của Việt Nam vẫn còn rất lành mạnh, với kết quả sơ bộ từ đánh giá tính bền vững nợ cho thấy rủi ro về căng thẳng do nợ gây ra là thấp, nhờ tính ưu đãi cao và thời hạn trả nợ dài trong các khoản vay. Cuối năm 2009, tổng nợ nước ngoài (kể cả nợ của khu vực tư nhân) bằng khoảng 34,4% GDP, trong đó 30,4% là nợ nước ngoài của khu vực công. Nhưng tất cả các chỉ báo về gánh nặng nợ vẫn còn thấp hơn so với ngưỡng cảnh báo theo cả kịch bản cơ sở lẫn các kịch bản chuẩn khác cũng như theo các kiểm định về mức độ căng thẳng nợ.

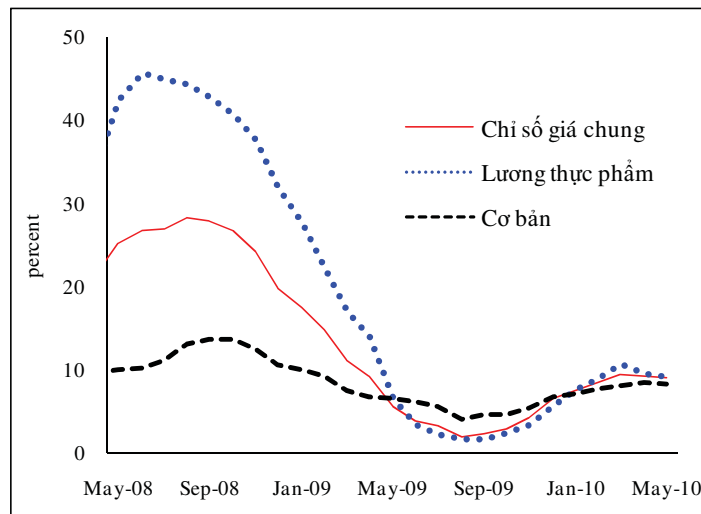
LIỆU LẠM PHÁT CÓ GIA TĂNG ?

Giá cả năm 2009 ổn định hơn nhiều so với năm 2008. Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tăng 6,5% so với 19,9% của năm trước. Tương tự, chỉ số giảm phát GDP tăng 6%, giảm từ mức 22,1% năm 2008. Theo các dấu hiệu này thì lạm phát không phải vấn đề đáng lo. Tuy nhiên, cầu tăng thêm do gói kích cầu tạo ra, sự phục hồi giá cả quốc tế của hàng hóa và sự mất giá của đồng VND, tất cả đều cùng tạo áp lực tăng giá trong nước. Những áp lực này đã trở nên rõ ràng vào cuối năm 2009. Việc điều chỉnh giá điện, giá xăng dầu, tuy có thể hiểu được dưới góc nhìn của tài chính công và tính hiệu quả, nhưng lại làm gia tăng áp lực đó. Đến cuối

tháng Ba năm 2010, CPI đã cao hơn năm ngoái 9,6%, khiến mục tiêu lạm phát 7% mà Quốc hội đặt ra cho năm 2010 khó lòng đạt được (Hình 10).

Tuy nhiên, hai tháng vừa qua đã cho thấy sự tái cân bằng các quan điểm về chính sách kinh tế vĩ mô của chính phủ, và chính sách thắt chặt tiền tệ đi theo quan điểm đó, đang thành công trong việc kiềm chế lạm phát gia tăng. CPI chỉ tăng 0,14% vào tháng Tư năm 2010 và 0,27% trong tháng Năm. Đúng là quý II thường có đặc điểm lạm phát thấp, nhất là nếu so sánh với mức lạm phát cao có tính thời vụ của quý I, khi cả sự khan hiếm thực phẩm do mùa đông và Tết Nguyên đán đều là áp lực làm tăng giá. Nhưng kết quả trong tháng Tư và tháng Năm vẫn được khẳng định ngay cả sau khi đã khử yếu tố thời vụ. Hơn nữa, dư cung về gạo trên thế giới sẽ giúp kiềm chế giá của các thực phẩm thiết yếu ở Việt Nam, vốn là những hàng hóa có trọng số cao trong tính toán CPI, cả theo kênh trực tiếp lẫn gián tiếp (thông qua hiệu ứng thay thế đối với các loại thực phẩm khác). Căn cứ vào những tiến triển này, tuy mục tiêu về lạm phát mà Quốc hội đặt ra có thể không đạt được nhưng lạm phát vẫn có thể sẽ chỉ ở mức một con số trong năm 2010.

Hình 10: Chỉ số giá tiêu dùng so với cùng kỳ



Nguồn: Tổng cục Thống kê

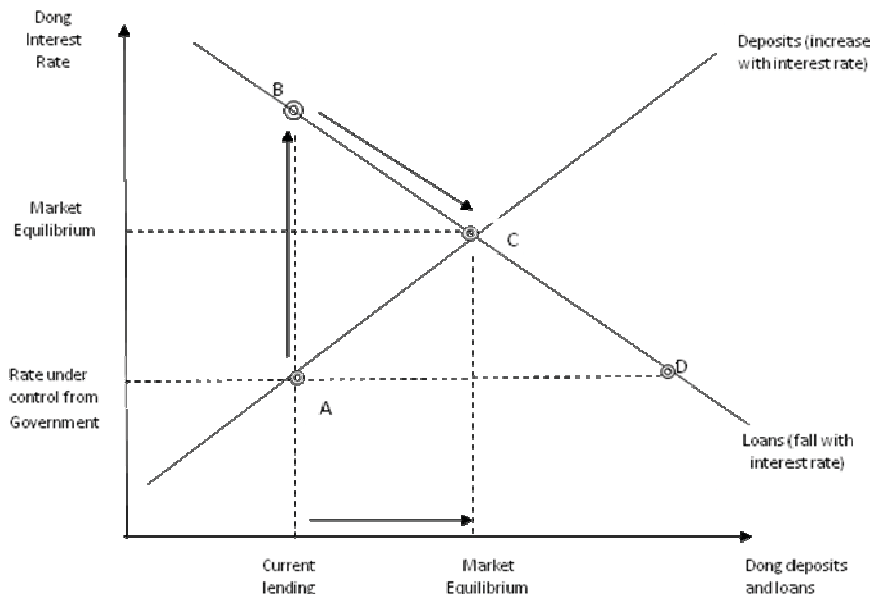
THEO HƯỚNG NÀO ĐÂY ?

Trong bối cảnh chính sách tiền tệ thắt chặt, việc dỡ bỏ hạn mức trần đối với lãi suất cho vay sẽ làm tăng chi phí đi vay. Nhưng tiền gửi bằng đồng VND sẽ không còn hấp dẫn nếu vẫn cứ duy trì mức trần đó, ngân hàng không có nhiều khả năng thanh khoản và đơn giản là cầu về tín dụng vẫn tiếp tục phải phân bổ theo định suất. Với lãi suất linh hoạt, cung và cầu về vốn vay sẽ cân bằng ở mức lãi suất cao hơn. Chi phí đi vay cao hơn đang trở thành mối quan ngại của nhiều người, những người coi đây là một nguy cơ tiềm ẩn đe dọa quá trình phục hồi kinh tế của Việt Nam. Trong điều kiện lạm phát đang hạ nhiệt hiện nay, ngày càng có nhiều ý kiến đề nghị cải thiện nhanh tính thanh khoản và hạ lãi suất. Nhưng sẽ có những rủi ro nếu đi theo hướng này. Liệu những kiến nghị này có hợp lý hay không phụ thuộc rất nhiều vào tốc độ mở rộng tính thanh khoản và cơ chế được sử dụng để điều hành quá trình đó.

Lãi suất ngân hàng chắc sẽ giảm ngay cả khi chính phủ không can thiệp gì. Khi lãi suất bằng đồng VND hấp dẫn hơn nhiều như hiện nay thì các đối tượng trong nước có thể thay đổi danh mục đầu tư của mình bằng cách giảm tích lũy bằng vàng hoặc các tài sản bằng ngoại tệ. Việc bán ra đồng đôla sẽ góp phần đưa tỉ giá trên thị trường tự do phù hợp sâu hơn với biên độ dao động chính thức, thậm chí ngay cả việc khớp với tỉ giá chính thức cũng là một tương lai không xa. Đồng đôla xuống giá dần dần sẽ xua tan đi nỗi lo sợ về một sự mất giá trong tương lai của đồng VND và góp phần tái cơ cấu lại danh mục tích lũy tài sản theo hướng các tài sản bằng đồng VND ngày càng hấp dẫn hơn. Đây là thời điểm mà Ngân hàng Nhà nước phải mua vào phần dư cung về đôla và đổi lại, tăng tính thanh khoản bằng VND. Bằng cách đó, Ngân hàng Nhà nước sẽ bắt đầu tái thiết lại dự trữ ngoại hối của quốc gia, và cung cấp đồng bản tệ cho các ngân hàng để đáp ứng cầu cho vay. Khi tính thanh khoản bằng đồng VND tăng, khối lượng cho vay sẽ tăng và lãi suất sẽ giảm.

Nhìn dưới góc độ lý luận, nền kinh tế đang ở điểm A trong Hình 10, khi hạn mức trần về lãi suất vẫn có hiệu lực. Lúc này, cầu về tín dụng ở mức lãi suất hiện hành (lãi suất điều tiết), thể hiện bởi điểm D, lớn hơn nhiều so với nguồn lực mà các ngân hàng thương mại có thể huy động. Tự do hóa lãi suất sẽ dịch chuyển điểm cân bằng tới B, tại đó tổng mức thanh khoản vẫn như trước nhưng chi phí đi vay cao hơn. Tuy nhiên, việc tái cơ cấu danh mục tích lũy trong nước thiên nhiều hơn vào việc tích lũy các tài sản bằng đồng bản tệ sẽ dần dần làm tăng lượng tiền gửi bằng VND và làm giảm lãi suất. Điều đó thể hiện bằng việc di chuyển từ điểm B đến điểm cân bằng cuối cùng C. Điều mà nhiều nhà bình luận đề nghị hiện nay có thể giải thích bằng việc bỏ qua giai đoạn lãi suất quá cao. Trong Hình 11, đề nghị này tương đương với việc chuyển càng nhanh càng tốt từ điểm B sang điểm C.

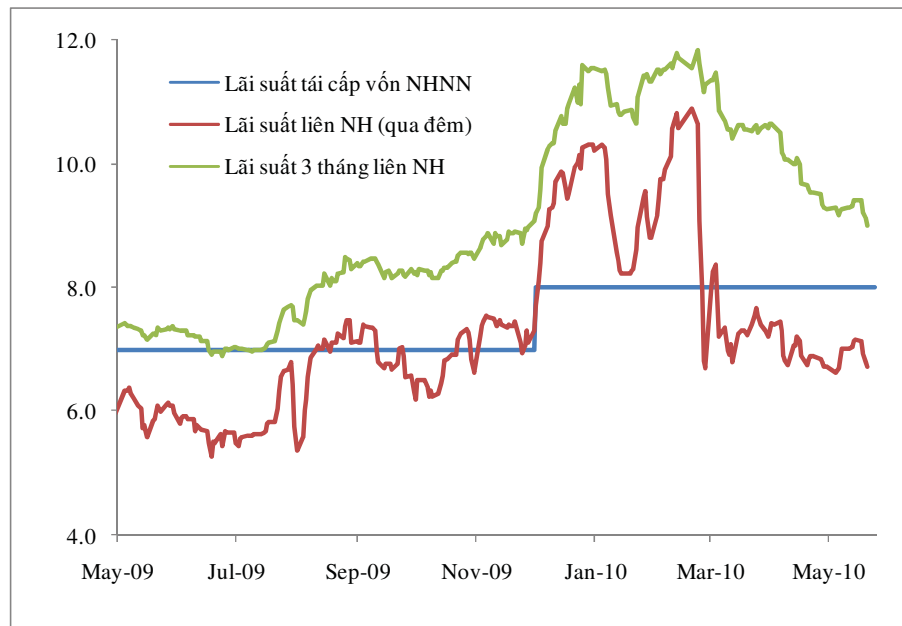
Hình 11: Giai đoạn lãi suất quá cao



Có một số bằng chứng cho thấy quá trình này thực tế đang diễn ra. Sau khi chỉ tăng trưởng có 3,8% trong ba tháng đầu năm nay, tín dụng ngân hàng đã được mở rộng thêm 5.6% cộng dồn trong tháng Tư. Rõ ràng lãi suất qua đêm liên ngân hàng đã được nói lỏng đáng kể trong hai tháng này (Hình 12).

Tuy nhiên, để quá trình điều chỉnh này diễn ra phải được dẫn dắt bởi việc tái cơ cấu danh mục đầu tư của các đối tượng trong nước, chứ không phải bằng cách mở rộng phương tiện thanh toán của Ngân hàng Nhà nước. Nói cách khác, cần phải tăng tính thanh khoản để đáp ứng mức cầu lớn hơn về tài sản bằng tiền VND của công chúng và giải quyết dứt điểm tình trạng dư cung về đôla. Nếu việc tăng tính thanh khoản diễn ra trước khi các đối tượng trong nước thực sự được thuyết phục để điều chỉnh danh mục của họ từ các tài sản bằng ngoại tệ sang tài sản bằng đồng bản tệ thì niềm tin vốn vẫn còn rất mong manh về tiền VND sẽ bị tổn thương nghiêm trọng. Vì thế, nếu chính phủ quyết tâm đi theo hướng này thì cần nói rất rõ trong trường hợp nào chính phủ sẽ tăng tính thanh khoản cho hệ thống ngân hàng. Không làm được điều này thì những tiến triển đạt được sẽ bị hạn chế, kể từ khi bắt đầu quá trình cân bằng lại quan điểm về chính sách kinh tế vĩ mô.

Hình 12: Lãi suất liên ngân hàng



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

TRIỂN VỌNG NĂM 2010

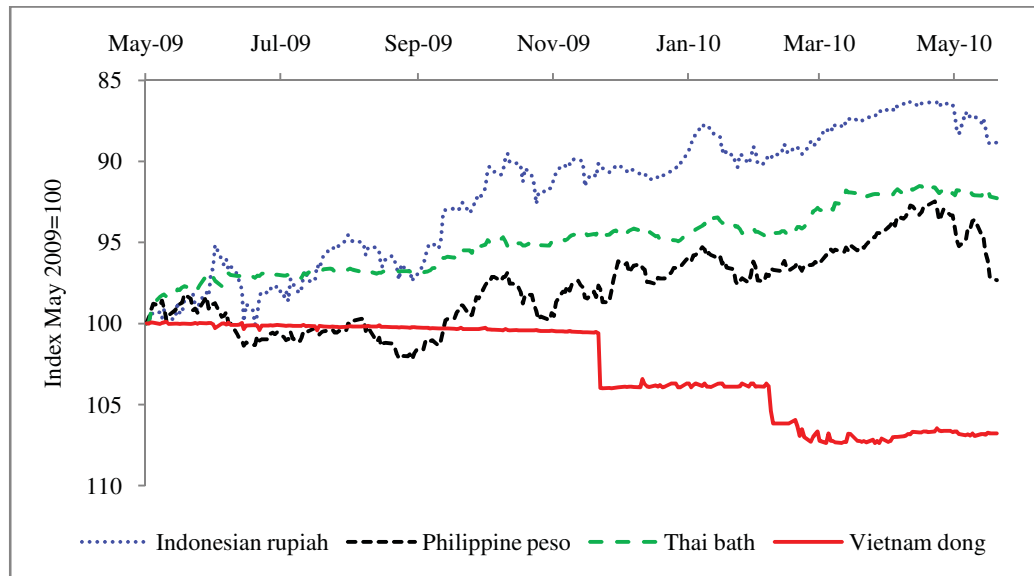
Dưới tác động của cuộc khủng hoảng toàn cầu, Việt Nam đã làm tốt hơn hầu hết các nước khác trong khu vực. Tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam vẫn trong số các tốc độ cao nhất và mức suy giảm xuất khẩu vẫn trong số các mức thấp nhất. Tuy vậy, mặc dù kết quả của Việt Nam trên mức trung bình nhưng nhận thức về điều đó và về khả năng chính phủ chèo lái nền kinh tế trong những giai đoạn bất ổn kinh tế vĩ mô dường như vẫn dưới mức trung bình. Niềm tin càng trở nên quan trọng hơn khi các chỉ báo chính sách then chốt như bội chi ngân sách, thâm hụt tài khoản vãng lai, tỷ lệ lạm phát... chỉ ngấp nghé ngưỡng an toàn.

Trên phạm vi quốc tế, có sự hiểu sai rõ ràng về các mục tiêu của chính phủ, mức độ rủi ro kinh tế vĩ mô mà Việt Nam đang phải đối mặt, hoặc động cơ đứng sau một số đối sách cụ thể mà chính phủ ban hành (nhất là khi các biện pháp đó không có tính chính thống). Thiếu thông tin công khai về mức dự trữ quốc tế, những sai lệch so với thông lệ chuẩn quốc tế trong trình bày các số liệu về ngân sách và khác biệt giữa dự toán ngân sách với các kết quả điều hành ngân sách thực sự đang hậu thuẫn cho những nghi ngại đó.

Trong những tình huống như thế, chẳng có gì làm lạ khi Việt Nam không tranh thủ được sự phục hồi trở lại của các dòng vốn vào quốc tế mà các nước khác đang được hưởng. Ở nước khác, những dòng vốn vào này đang làm đồng bản tệ lên giá, trong khi ở Việt Nam lại phải dành phần lớn thời gian của năm ngoái để vật lộn với sự giảm giá của đồng tiền

(Hình 13). Từ tháng Năm năm 2009, đồng rupi của Indônêxia đã mạnh thêm 11,2%, đồng bạt của Thái Lan thêm 7,7% và đồng pêxô của Philíppin thêm 2,7%. Cùng thời kỳ đó, đồng VND lại mất 6.8% giá trị.

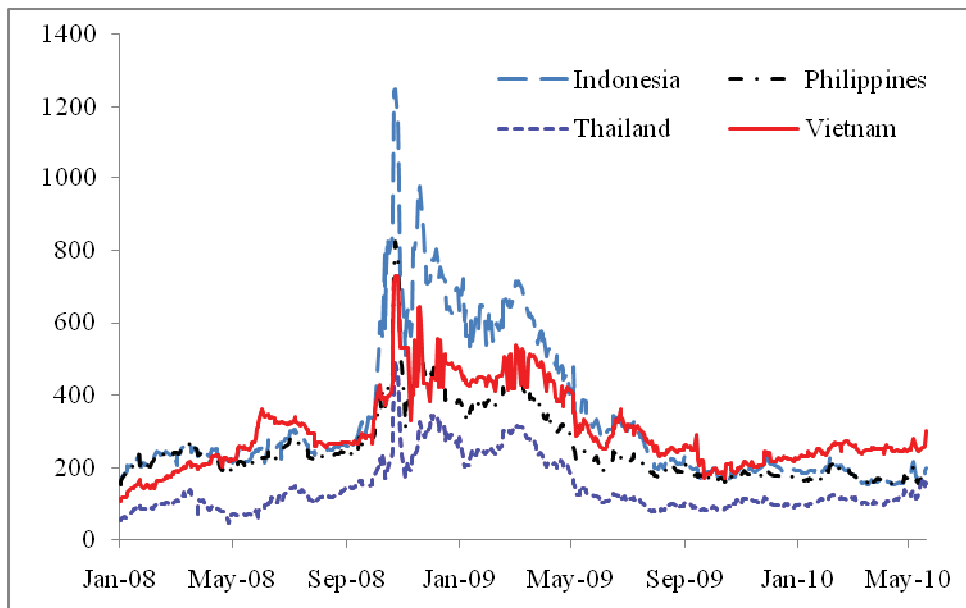
Hình 13: Tỷ giá của các đồng tiền trong khu vực
(Đồng bản tệ so với đồng đôla Mỹ)



Nguồn: Ngân hàng Thế giới

Nhận thức không chính xác của thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến chi phí đi vay của Việt Nam. So với các nước được đánh giá là các con nợ an toàn, các nước đang phát triển thường phải chịu một lãi suất chênh lệch vì rủi ro. Hình ảnh quốc tế về khả năng quản lý kinh tế vĩ mô của một nước càng tốt thì lãi suất chênh lệch này càng thấp và chi phí đi vay của nước đó càng rẻ. Trước khi xảy ra tình trạng bất ổn toàn cầu, khi xu hướng kinh tế vĩ mô của Việt Nam khá dễ dự đoán thì lãi suất chênh lệch rủi ro của Việt Nam tương đối thấp; cao hơn Thái Lan nhưng thấp hơn Indônêxia hoặc Philíppin. Hiện giờ, mức rủi ro quốc gia của Việt Nam cao nhất trong 4 nước này (Hình 14). Nguyên nhân ở đây không phải xuất phát từ nền tảng cơ bản của nền kinh tế vì cả thâm hụt cán cân thanh toán và tỷ lệ lạm phát hiện đều thấp hơn mức trước đây.

Hình 14: Chênh lệch rủi ro quốc gia của các nền kinh tế trong khu vực
(Hoán đổi rủi ro tín dụng 5 năm - CDS)



Nguồn: STRMG - Ngân hàng Thế giới

Các nhà phân tích sống ở Việt Nam và nghĩ rằng họ hiểu về tình hình kinh tế vĩ mô của nước này đã phải dành rất nhiều thời gian để ‘giải thích’ điều đó với người bên ngoài. Và điều này chứng tỏ chính phủ vẫn chưa làm tốt trong việc “giải thích” chính sách của mình như việc thiết kế và thực hiện các chính sách đó. Nếu Việt Nam làm được tốt hơn thế trong việc này thì có thể Việt Nam đã được hưởng lợi từ những dòng vốn vào lớn hơn và chi phí đi vay thấp hơn, mà cả hai điều đó đều có tác dụng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Khi mọi thứ tiếp diễn, Việt Nam sẽ chứng tỏ có thêm một năm tương đối thuận lợi, với tốc độ tăng trưởng GDP đạt 6.5 % hoặc cao hơn, và tỉ lệ lạm phát trên dưới 9%. Việc hoàn thiện quản lý kinh tế vĩ mô, tăng cường trao đổi thông tin và “giải thích” tốt hơn về những quyết định chính sách kinh tế của mình có thể giúp Việt Nam đạt những thành tựu kinh tế tốt hơn trong năm 2010.