

# **ĐIỂM LẠI**

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

**DO NGÂN HÀNG THẾ GIỚI SOẠN THẢO**  
**Cho Hội nghị Tư vấn các nhà tài trợ cho Việt Nam**  
Thành phố Hà Tĩnh, 8-9 tháng 6, 2011

Báo cáo này do Deepak Mishra và Đinh Tuấn Việt soạn thảo, có sự đóng góp của các đồng nghiệp gồm Mette Frost Bertelsen, Ben Bingham, Sameer Goyal, Ivailo Izvorski, Valerie Kozel, Keiko Kubota và Triệu Quốc Việt, dưới sự hướng dẫn của Victoria Kwakwa. Nguyễn Lan Phương hỗ trợ biên soạn.

**BẢN DỊCH KHÔNG CHÍNH THỨC**

## MỤC LỤC

### TÓM TẮT TỔNG QUAN

- I. DIỄN BIẾN KINH TẾ TOÀN CẦU VÀ KHU VỰC GẦN ĐÂY VÀ TRIỂN VỌNG
  - A Kinh tế toàn cầu phục hồi: Vững chắc nhưng không đồng đều
  - B Bối cảnh khu vực: Việt Nam có phải là ngoại lệ so với chuẩn khu vực
- II. TÌNH HÌNH PHÁT TRIỂN KINH TẾ GẦN ĐÂY CỦA VIỆT NAM
  - A. Phục hồi theo chu kỳ kinh tế trong bối cảnh chậm chuyển dịch cơ cấu
  - B. Ngoại thương phát triển mạnh
  - C. Cán cân đối ngoại – tâm trạng lẫn lộn
  - D. Lạm phát gia tăng ở mức cao
  - E. Ước tính Chỉ số bình ổn kinh tế vĩ mô của Việt Nam
  - F. Tình hình tài khóa và nợ quốc gia
  - G. Diễn biến trong khu vực ngân hàng
- III. CÁC ĐỘNG THÁI CHÍNH SÁCH
  - A. Nghị quyết 11: Tất cả mới chỉ là sự khởi đầu
- IV. TRIỂN VỌNG TRONG VÀ SAU NĂM 2011

### **Phụ lục**

Ước tính Chỉ số bình ổn Kinh tế Vĩ mô của Việt Nam (VIMS)

## TÓM TẮT TỔNG QUAN

- i. **Trong vài năm vừa qua, tình hình kinh tế vĩ mô của Việt Nam đi theo một xu hướng đã được dự đoán trước.** Khi đối mặt với các cú sốc bên ngoài, các cơ quan chức năng lựa chọn bảo vệ tốc độ tăng trưởng nhanh của nền kinh tế, kể cả khi điều đó có nghĩa là phải chịu mức độ bất ổn về kinh tế vĩ mô cao hơn. Điều này đồng nghĩa với việc tốc độ tăng trưởng chậm lại chỉ chút ít và nền kinh tế thường xuyên rơi vào tình trạng tăng trưởng nóng. Do vậy, khi nền kinh tế bắt đầu tăng trưởng quá nóng vào cuối năm 2010 và sau những trì hoãn trong việc rút lại các gói kích thích tài khóa và tiền tệ đã được áp dụng vào năm 2009, không nhiều nhà quan sát dự đoán rằng chính phủ lại có phản ứng kiên quyết nhằm ngăn chặn tình trạng bất ổn kinh tế vĩ mô kế tiếp.
- ii. **Tình trạng bất ổn kinh tế vĩ mô hiện nay có mức độ trầm trọng ngang bằng với đợt tăng trưởng nóng trước vào giữa năm 2008.** Chúng tôi thử xây dựng một mô hình ước tính tình trạng bất ổn kinh tế vĩ mô – Chỉ số Ổn định Kinh tế Vĩ mô của Việt Nam (VIMIS) dựa trên biến động của bốn biến số là tỉ giá danh nghĩa, dự trữ ngoại hối, tốc độ lạm phát và lãi suất danh nghĩa. Kết quả của phép đo này cho thấy mức độ mất ổn định kinh tế vĩ mô hiện nay đã đến sát với mức độ bất ổn vào giữa năm 2008, tuy nhiên vẫn chưa vượt quá. Song khác với năm 2008, khi mức độ mất ổn định tăng mạnh và lại giảm ngay, với đợt tăng trưởng nóng này tình trạng mất ổn định đã kéo dài trong một thời gian khá dài – từ tháng 11/2010 đến tháng 2/2011 – làm cho nền kinh tế Việt Nam rơi vào một thời kỳ lo ngại và bất trắc kéo dài.
- iii. **Chính phủ Việt Nam đã thành công trong việc phục hồi lại mức độ ổn định vĩ mô đáng kể trong vòng vài tháng qua.** Sau kết thúc thành công của Đại hội Đảng XI<sup>th</sup> và Tết Nguyên Đán vào đầu tháng 2, các cơ quan chức năng đã hành động nhanh nhẹn để giải quyết các vấn đề kinh tế vĩ mô của đất nước. Tiền đồng của Việt Nam bị phá giá 9,3% so với đồng đô-la Mỹ vào ngày 11/2/2011, và một gói chính sách bình ổn – một phần được thể hiện thông qua Nghị quyết 11 – đã được phê duyệt vào ngày 24/2/2011. Nghị quyết 11 bao gồm những mục tiêu chính sách tiền tệ và tài khóa táo bạo, củng cố lẫn nhau và rất nhất quán, và gồm cả việc chính phủ lên kế hoạch tiến hành các biện pháp tái cơ cấu, cải cách doanh nghiệp nhà nước, cải thiện thông tin thị trường và bảo vệ người nghèo khỏi những cú sốc bất ổn kinh tế vĩ mô trong tương lai.
- iv. **Các nỗ lực bình ổn kinh tế - tất cả mới là sự khởi đầu.** Dù ban đầu có nhiều băn khoăn, song hiện nay dư luận đã công nhận rộng rãi rằng Nghị quyết 11 là một kế hoạch đáng tin cậy và là một bước đi quan trọng để dành lại sự ổn định kinh tế vĩ mô cho Việt Nam. Lần đầu tiên sau ba năm, đồng Việt Nam đã được giao dịch tại các ngân hàng thương mại thấp hơn tỷ giá tham chiếu chính thức. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam bắt đầu mua ngoại tệ trên thị trường liên ngân hàng, qua đó nâng cao dự trữ ngoại hối lên đáng kể. Mức độ rủi ro tín dụng của Việt Nam trên thị trường quốc tế đã cải thiện trong thời gian qua. Tuy nhiên vẫn còn vô số rủi ro vĩ mô trong hệ thống và chúng có thể làm đảo ngược những kết quả bước đầu trong ba tháng vừa qua.

v. **Mặc dù đạt được thành công bước đầu, các cơ quan chức năng vẫn cần cảnh giác nếu chấm dứt quá sớm các biện pháp chính sách theo Nghị quyết 11.** Việc thực hiện Nghị quyết 11 không phải chỗ nào cũng được làm tốt: những nỗ lực kiểm soát đầu tư công bị chậm triển khai, cải cách doanh nghiệp nhà nước chưa được thể hiện rõ ràng và các biện pháp nhằm thông tin tốt hơn với thị trường vẫn còn chậm chạp và do dự. Với dự kiến tăng trưởng sẽ chậm lại trong quý hai và quý ba năm 2011, có thể sẽ nảy sinh nhu cầu nói lỏng chính sách tiền tệ và tài khóa vào những thời điểm nhất định và cải cách cơ cấu đi chậm lại. Nhượng bộ cho những nhu cầu này có thể buộc toàn thể nền kinh tế phải trả giá đắt. Hơn nữa, đây là cơ hội để các cơ quan chức năng khôi phục lại sự tín nhiệm thông qua việc thực hiện Nghị quyết 11 một cách cương quyết và hiệu quả cho đến khi đạt được ít nhất là ba mốc quan trọng dưới đây: (i) lạm phát trở về mức bình ổn một chữ số; (ii) hoàn toàn xóa bỏ được chênh lệch về tỉ giá; và (iii) mức dự trữ ngoại hối tối thiểu tương đương với 2,5 tháng nhập khẩu.

vi. **Chúng tôi dự báo tình hình kinh tế Việt Nam sẽ dần dần được cải thiện trong sáu tháng cuối năm 2011.** Tốc độ lạm phát dự kiến lên cao nhất trong quý hai và sau đó giảm dần xuống khoảng 15% vào cuối năm, khi chính sách thắt chặt phát huy đầy đủ tác dụng. Mức thâm hụt tài khoản vãng lai ước tính vào khoảng 5% GDP và thị trường ngoại hối sẽ ổn định trong tương lai gần. Một khi sự ổn định kinh tế vĩ mô dần được khôi phục, tình trạng “biến vốn” (capital flight) dự kiến sẽ giảm đi trong năm 2011, giúp cho NHNN tích lũy dự trữ ngoại tệ nhanh hơn. GDP sau khi chững lại vào quý một và quý hai sẽ tăng mạnh trở lại vào cuối năm. Chúng tôi dự báo tăng trưởng kinh tế năm 2011 sẽ giảm xuống khoảng 6%, với tiềm năng tăng trở lại đáng kể vào năm 2012. Các rủi ro chính đối với triển vọng này bao gồm chấm dứt quá sớm các biện pháp bình ổn, sự trở lại của các vấn đề trong hệ thống ngân hàng và doanh nghiệp nhà nước, và giá cả hàng hóa thế giới tiếp tục tăng hoặc cuộc khủng hoảng nợ ở châu Âu tới hồi kịch phát và những ảnh hưởng lây lan của nó đến những khu vực khác trên thế giới.

## I. DIỄN BIẾN KINH TẾ TOÀN CẦU VÀ KHU VỰC GẦN ĐÂY VÀ TRIỂN VỌNG

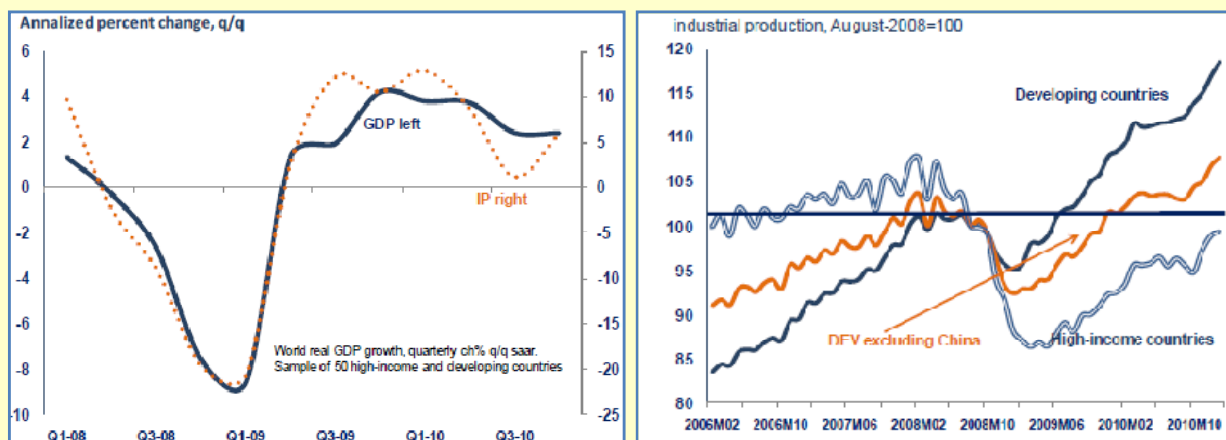
### I.A Kinh tế toàn cầu phục hồi: Vững chắc nhưng không đồng đều<sup>1</sup>

1. Sự phục hồi của nền kinh tế toàn cầu đã bắt rễ chắc chắn, mặc dù có những căng thẳng gia tăng và khả năng có các biến cố xấu bất thường ở nhiều khu vực trong những tháng gần đây. GDP của các nước đang phát triển tăng trưởng 7% trong năm 2010, sản xuất công nghiệp và thương mại toàn cầu lại tăng trưởng mạnh mẽ (xem Biểu đồ 1, hình trái). Các động lực phục hồi chính bao gồm nhu cầu nội địa mạnh mẽ của các nước đang phát triển, thương mại nam-nam tăng mạnh, các điều kiện thị trường lao động được cải thiện ở một số nền kinh tế có thu nhập cao, chính sách tài khóa và tiền tệ tiếp tục mở rộng ở hầu hết các nền kinh tế phát triển, và giảm đi lực cản đối với tăng trưởng nhờ sự phục hồi của khu vực tài chính. Những yếu tố này cho tới nay đã làm trung hòa ảnh hưởng của một số cú sốc tiêu cực như giá cả hàng hóa toàn cầu tăng, bất ổn về chính trị ở Trung Đông và Bắc Phi, thiên tai và thảm họa hạt nhân ở Nhật Bản.

**Biểu đồ 1: Kinh tế toàn cầu phục hồi mạnh mẽ, trong đó các nước đang phát triển đóng vai trò lớn hơn**

Trái: Kinh tế toàn cầu phục hồi vững chắc...

Phải: với tốc độ không đồng đều



Nguồn: *Triển vọng Kinh tế Toàn cầu (2011)*

2. Mặc dù khủng hoảng kinh tế có tính chất toàn cầu, song quá trình phục hồi dường như lại mang đậm nét địa phương. Sự phục hồi của sản xuất công nghiệp đã làm sản lượng của các nước đang phát triển tăng hơn 19% so với mức sản lượng trước thời điểm khủng hoảng vào tháng 8/2008 (biểu đồ 1, hình phải), trong khi đó sản lượng của các nước có thu nhập cao thấp hơn so với thời điểm tháng 2/2008 là 8%. Sản lượng công nghiệp của Trung Quốc cao hơn so với mức trước khi khủng hoảng là 40%, cả khu vực Đông Á và Việt Nam khoảng 35%. Ở Châu Âu, kết quả phục hồi của các nền kinh tế ngoại vi dường như không đi đôi với kết quả tăng trưởng của các nền kinh tế cốt lõi, dẫn đến hai tốc độ phục hồi khác nhau của châu Âu. Tương tự, mặc dù nền kinh tế Mỹ phục hồi vững chắc, song sự thiếu đồng thuận chính trị để giải quyết các vấn

<sup>1</sup> Theo “Dự thảo Triển vọng Kinh tế toàn cầu,” Ngân hàng Thế giới (Tháng 6, 2011).

đề tài khóa và nợ của Mỹ bắt đầu làm cho thị trường lo ngại. Sự phục hồi của nền kinh tế Nhật Bản đã bị cản trở bởi động đất và sóng thần tàn phá, điều này cũng làm ảnh hưởng đến nền kinh tế Việt Nam dù ở mức độ khiêm tốn (Xem Hộp 1).

### **Hộp 1: Tác động của động đất và sóng thần ở Nhật bản đối với nền kinh tế Việt Nam**

Các ước tính chính thức cho biết mức độ thiệt hại do đợt động đất và sóng thần ngày 11 tháng 3 ở Nhật Bản vào khoảng 3-5% GDP Nhật Bản, trực tiếp ảnh hưởng đến khu vực chiếm khoảng 4% GDP Nhật Bản và 4,5% dân số. Khoảng 450 nghìn người bị mất nhà ở, khoảng trên 20.000 thiệt mạng. Mặc dù ở một vài khía cạnh, quy mô của đợt thiên tai vừa rồi có thể so sánh với trận động đất ở Kobe năm 1995, song có những khác biệt đáng kể như khủng hoảng hạt nhân, thiệt hại cao hơn về sinh mạng và tài sản do sóng thần gây ra. Đặc biệt, trận thiên tai này đã phá hủy khoảng 7,3% lượng cung cấp điện năng của Nhật Bản, trong đó khoảng 3,8% là do hư hỏng hệ thống nhiệt điện, và 3,5% là hệ thống điện hạt nhân.

Trong khi trận thiên tai ở Kobe có ít tác động đến tăng trưởng GDP, đợt khủng hoảng lần này dự kiến sẽ làm tăng trưởng của Nhật Bản giảm đi đáng kể. Sự phục hồi sau đợt thiên tai năm nay cũng khác, do tình trạng mất điện và chi tiêu tiêu dùng giảm mạnh trong những tuần đầu tiên sau khủng hoảng. Doanh số bán lẻ trong tháng Ba giảm 8,5% so với cùng kỳ năm trước, doanh số thiết bị máy móc và kinh doanh giảm 17%. Trong ngành công nghiệp ô tô, tình trạng đình trệ dự kiến sẽ kéo dài đến cuối quý hai, khả năng làm cho sản lượng giảm một nửa. Mặc dù còn nhiều điều bất trắc, song nhiều người cho rằng GDP của quý hai sẽ giảm khoảng từ 3-10% (tính theo năm) trước khi những nỗ lực tái thiết khắc phục được tác động của sự đình đốn của nền kinh tế và làm cho tăng trưởng quay trở lại.

Nhật Bản và Việt Nam có mối quan hệ kinh tế mật thiết. Nhật là đối tác thương mại lớn thứ tư của Việt Nam. Đồng thời Nhật cũng là nước viện trợ ODA lớn nhất cho Việt Nam. Nhật Bản là một trong ba nước có đầu tư nước ngoài lớn nhất vào Việt Nam. Năm 2010, Việt Nam đã nhận được khoảng gần 4,5 tỉ USD ngoại tệ từ Nhật Bản thông qua xuất khẩu, ODA, FDI, kiều hối từ người lao động Việt Nam ở Nhật và doanh thu của ngành du lịch từ các du khách Nhật Bản.

Mặc dù có quan hệ kinh tế mật thiết như vậy, song ảnh hưởng trực tiếp của sóng thần và động đất dự đoán không quá 0,2% tăng trưởng hàng năm của Việt Nam. Tuy nhiên, mặc dù tốc độ tăng trưởng nói chung có thể chậm lại không nhiều, song tác động đối với một số ngành có thể rất đáng kể, như các ngành dệt may, thủy sản và dây cáp điện. Lý do vì sao tác động tổng thể lại nhỏ là: (i) tỉ trọng thương mại với Nhật Bản trong tổng giá trị thương mại của Việt Nam liên tục giảm, vì Việt Nam đã đa dạng hóa các thị trường xuất khẩu của mình đặc biệt sau khi gia nhập WTO; (ii) với việc duy trì sự tăng trưởng lâu dài về lợi ích thương mại của Nhật Bản đối với Việt Nam, chúng tôi cho rằng nguồn vốn FDI cam kết từ Nhật Bản sẽ được duy trì ở mức cao, dù trong thời gian trước mắt có thể giảm nhẹ; và (iii) cuối cùng, các quan chức Nhật bản vẫn cam kết rằng ODA dành cho Việt Nam sẽ không bị ảnh hưởng bởi những biến cố gần đây.

*Nguồn: Triển vọng Kinh tế Toàn cầu, Ngân hàng Thế giới (tháng 6/2011); Ngân hàng ANZ, Tác động của cuộc khủng hoảng ở Nhật Bản đối với Việt Nam (6/4/2011)*

**3. Áp lực tăng giá trở lại đối với giá cả hàng hóa toàn cầu là mối nguy cơ lớn đối với sự phục hồi của nền kinh tế toàn cầu.** Sử dụng vốn chặt chẽ hơn, tăng trưởng nhanh hơn, căng thẳng ở Trung Đông và các cú sốc cung sản phẩm nông nghiệp làm cho giá cả hàng hóa toàn cầu ngày càng tăng. Giá cả các mặt hàng lương thực được mua bán trên thị trường quốc tế đã lên gần đến mức như trong cuộc khủng hoảng lương thực năm 2008. Tuy nhiên, giá ngũ cốc – thành phần lương thực quan trọng nhất đối với người nghèo và một trong những mặt hàng xuất khẩu

chủ lực của Việt Nam – lại không tăng nhiều như trong năm 2008. Giá dầu thô đã tăng do nhu cầu tăng cao ở châu Á và kỳ vọng thắt chặt nguồn cung trong tương lai, đình trệ trong sản xuất dầu do biến động chính trị ở Trung Đông và Bắc Phi.

**4. Bất chấp tình trạng trì trệ gần đây, tăng trưởng toàn cầu dự báo sẽ ở mức cao từ năm 2011 đến 2013.** Ở các quốc gia có thu nhập cao, tác động tiêu cực của việc tái cấu trúc ngành ngân hàng và sự giảm sút trong ngành bất động sản sẽ phần nào giảm xuống, và nhiều nước đang phát triển sẽ hoạt động trở lại ở mức tiềm năng. Theo báo cáo Triển vọng Kinh tế Toàn cầu mới nhất (2011), một ấn phẩm của Ngân hàng Thế giới, thì tăng trưởng GDP toàn cầu từ mức 3,8% trong năm 2010 sẽ giảm xuống 3,2% trong năm 2011 trước khi tăng lên mức 3,6% trong cả hai năm 2012 và 2013.

#### **I.B Bối cảnh khu vực: Việt Nam có phải là ngoại lệ so với chuẩn khu vực?<sup>2</sup>**

**5. Tăng trưởng sản lượng trong toàn khu vực Đông Á năm 2010 đều mạnh.** Kết quả khả quan này phản ánh các biện pháp kích thích tiền tệ và tài khóa đã được duy trì và tăng trưởng mạnh hơn về nhu cầu của thị trường toàn cầu. Tăng trưởng GDP thực ở các nền kinh tế đang phát triển thuộc Đông Á – Thái Bình Dương (EAP) vào khoảng 9,6% trong cả năm 2010, cao hơn nhiều so với mức tăng trưởng của Việt Nam là 6,8%. Tăng trưởng năm 2010 là tăng trưởng rộng khắp, với bảy nước đang phát triển ở Đông Á tăng trưởng từ 7% trở lên. Tỷ lệ tăng trưởng năm 2010 đặc biệt cao đối với những nước đã có tăng trưởng âm trong năm 2009 và do vậy biểu đồ hồi phục tăng trưởng có hình chữ V. Tuy nhiên, những nước như Trung Quốc và Việt Nam với tốc độ tăng trưởng chậm lại không nhiều trong năm 2009 thì tăng trưởng trong năm 2010 lại không tăng tốc (hình trái, Biểu đồ 2).

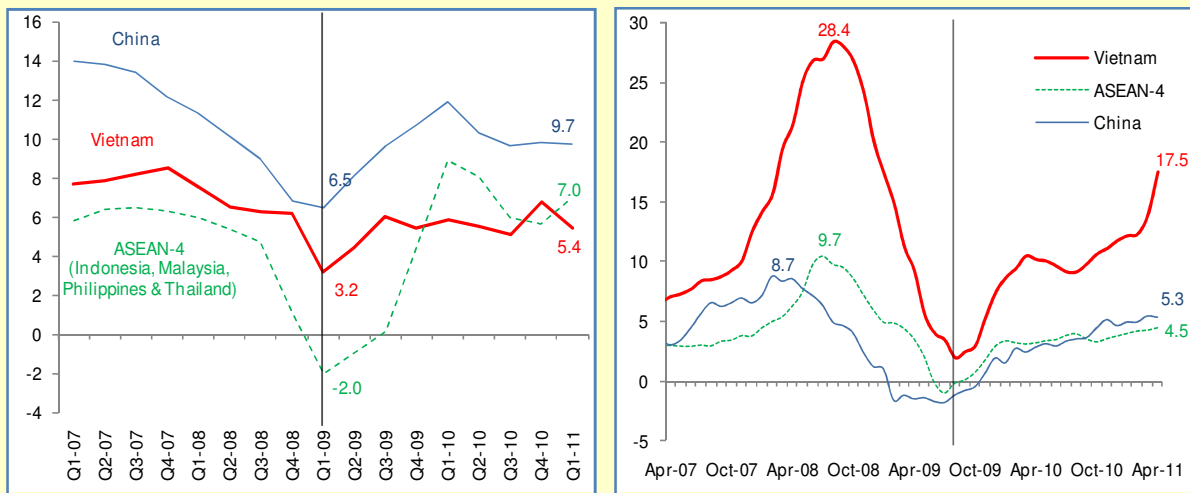
<sup>2</sup> Phần này dựa trên “Cập nhật triển vọng Kinh tế Đông Á - Thái Bình Dương,” Ngân hàng Thế giới (tháng Ba, 2011).



**Biểu đồ 2: Tăng trưởng và lạm phát ở một số nước khu vực Đông Á – Thái Bình Dương**

Trái: tốc độ tăng trưởng GDP theo quý (so cùng kỳ năm trước)

Phải: Tỷ lệ lạm phát CPI hàng tháng (so cùng kỳ năm trước)

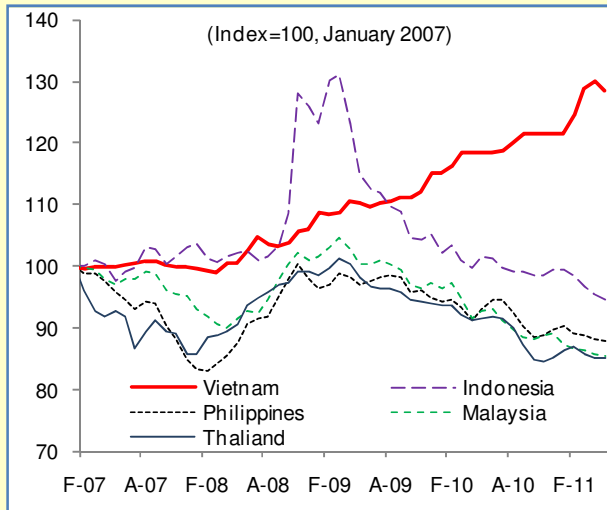


Nguồn: Cập nhật Kinh tế Đông Á – Thái Bình Dương (2011)

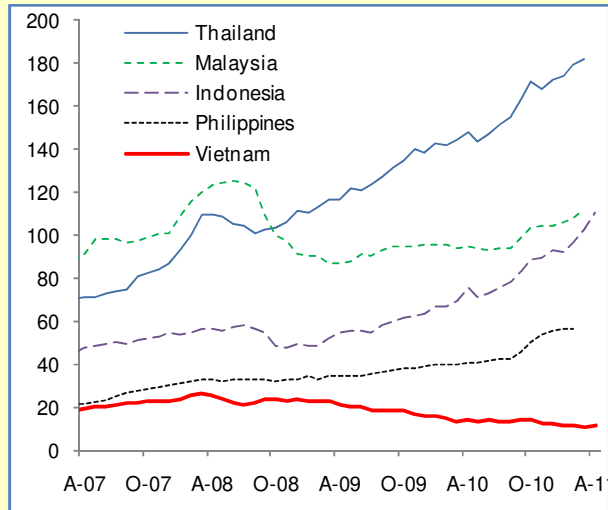
6. **Lạm phát giá tiêu dùng tăng nhanh hơn so với dự kiến kể từ cuối 2010 do giá lương thực và hàng hóa tăng mạnh, nhu cầu trong nước cao và thắt chặt tiền tệ một phần.** Lạm phát cao hơn mục tiêu đề ra hay dự báo chính thức ở Trung Quốc, Indonesia, Hàn Quốc và Việt Nam, cao hơn mức yên tâm của chính phủ ở một vài nước khác. Xu hướng biến động giống nhau của tỷ lệ lạm phát ở nhiều nước cho thấy vai trò ảnh hưởng ngày càng tăng của các yếu tố toàn cầu đối với giá cả trong nước (hình phải, biểu đồ 2). Tuy nhiên, đồng thời tỷ lệ lạm phát cao kéo dài ở Việt Nam cho thấy vấn đề cố hữu trong lập trường chính sách của Việt Nam là “thiên vị tăng trưởng và thiên vị lạm phát”, cũng như vị thế của Việt Nam là một nước có dư và xuất khẩu lương thực lớn – về sau này giải thích khả năng chịu đựng cao hơn của Việt Nam đối với lạm phát cao hơn, đặc biệt là lạm phát giá lương thực. Hơn nữa, Việt Nam đã đi trước các nước láng giềng trong khu vực trong việc chuyển giá nhiên liệu và năng lượng cho người tiêu dùng trong nước, do vậy đã chịu đợt lạm phát “chi phí đẩy từ bên ngoài” sớm hơn so với hầu hết các nước khác trong khu vực.

**Biểu đồ 3: Biến động tỉ giá danh nghĩa (so với đồng đô-la) và dự trữ ngoại hối ở một số quốc gia khu vực Đông Á – Thái Bình Dương**

Trái: tỉ giá danh nghĩa so với US\$



Phải: dự trữ ngoại hối (tỉ US\$)



*Nguồn: Cập nhật Kinh tế Đông Á – Thái Bình Dương (2011)*

**7. Phần lớn các quốc gia trong khu vực đều có đồng tiền lên giá và dự trữ ngoại hối tăng, trong khi Việt Nam đi ngược lại xu hướng này.** Với tình hình lãi suất thấp ở các nền kinh tế phát triển và triển vọng tăng trưởng sáng sủa hơn ở những nền kinh tế mới nổi, luồng vốn đổ vào các nền kinh tế mới nổi tăng mạnh, đặc biệt là các nước đang phát triển ở châu Á. Các nước áp dụng các công cụ chính sách khác nhau để bảo vệ cho nền kinh tế của mình không bị ảnh hưởng bởi những biến động bất thường trong luồng vốn từ bên ngoài đổ vào, và gia tăng dự trữ ngoại hối (hình phải, biểu đồ 3), và trong một số trường hợp cực đoan còn áp dụng các cơ chế kiểm soát vốn. Mặc dù Việt Nam vẫn tiếp tục nhận được các dòng vốn mạnh mẽ, chủ yếu là đầu tư trực tiếp nước ngoài và một số đầu tư gián tiếp – song cơ quan chức năng đang phải đối mặt với một tình thế tiến thoái lưỡng nan khác – đó là ngăn không cho đồng nội tệ bị mất giá và tìm cách tăng nhanh dự trữ ngoại hối đang cạn dần. Đây chủ yếu là hệ quả của tình trạng biến vốn (capital flight), đồng thời phản ánh tình trạng găm giữ ngoại tệ trong dân ngoài hệ thống tài chính chính thức như một cách phòng ngừa rủi ro trước tình hình lạm phát và đồng tiền mất giá.

**8. Nhìn chung, triển vọng kinh tế toàn cầu và khu vực vẫn có lợi đối với Việt Nam.** Nền kinh tế toàn cầu phục hồi vững chắc, tăng trưởng mạnh ở khu vực Đông Á và luồng vốn quốc tế mạnh mẽ là những điểm lành cho nền kinh tế Việt Nam. Trong khi Việt Nam cố gắng hạ nhiệt nền kinh tế trong nước bằng cách theo đuổi chính sách tiền tệ và tài khóa thắt chặt, thì nhu cầu xuất khẩu mạnh mẽ ở thị trường bên ngoài phải mang lại sự thúc đẩy cần thiết đối với triển vọng đầu tư và tăng trưởng của Việt Nam.

## II. TÌNH HÌNH PHÁT TRIỂN KINH TẾ GẦN ĐÂY CỦA VIỆT NAM

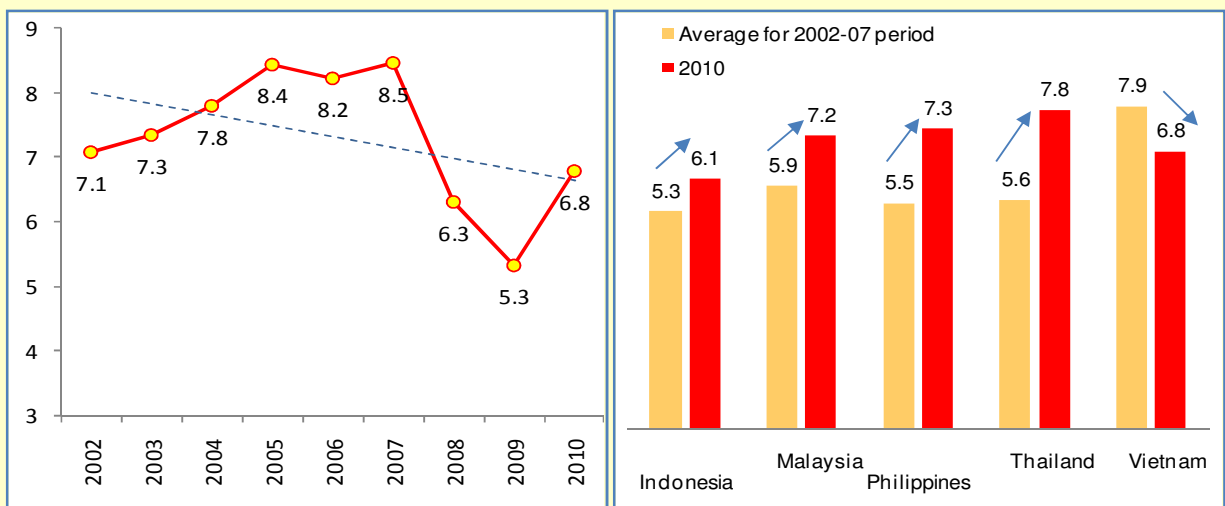
### II.A Phục hồi theo chu kỳ kinh tế trong bối cảnh chậm chuyển dịch cơ cấu

9. **Kinh tế Việt Nam tiếp tục hồi phục nhanh chóng từ sau khủng hoảng kinh tế toàn cầu, nhờ tăng trưởng mạnh mẽ trong đầu tư công và tăng nhanh tín dụng trong nước.** Tốc độ tăng trưởng GDP thực là 6,8% trong năm 2010 – tốc độ nhanh nhất trong ba năm gần đây (hình trái, biểu đồ 4). Kinh tế tăng trưởng liên tục theo từng quý trong năm 2010 – quý 1 tăng 5.8%, quý 2 tăng 6.4% và quý 3 tăng 7.2%. Đầu tư công và tín dụng trong nước tăng nhanh trong quý 4 dẫn đến tăng trưởng đạt 7.3% - tốc độ tăng trưởng cao nhất trong 11 quý trở lại đây. Tuy nhiên, do không thể duy trì quá lâu chính sách nới lỏng vì nó gây ra một làn sóng lạm phát mới, chính phủ phải tuyên bố thắt chặt chính sách tiền tệ vào đầu năm 2010. Tăng trưởng GDP quý 1/2011 giảm xuống còn 5,4%. Các báo cáo sơ bộ cho thấy tăng trưởng sáu tháng đầu năm 2011 ước vào khoảng 5,6%.

**Biểu đồ 4: Mặc dù phục hồi nhanh, Việt Nam còn cách xa mốc tăng trưởng trước khủng hoảng**

Trái: tăng trưởng GDP của Việt Nam

Phải: tăng trưởng của Việt Nam so với 4 nước ASEAN



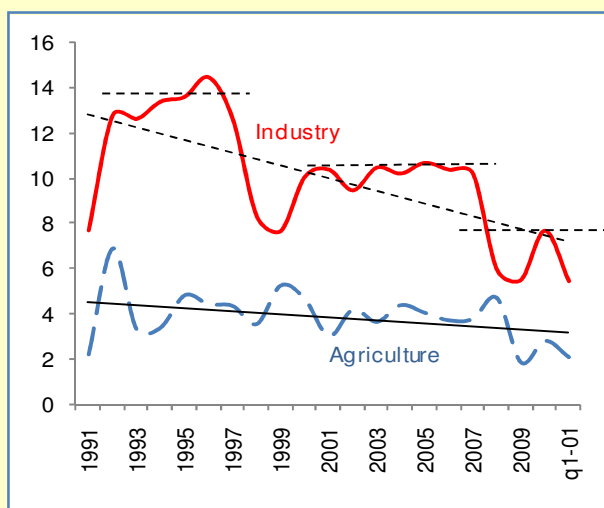
*Nguồn: Tổng cục Thống kê và Cập nhật tình hình kinh tế Đông Á Thái Bình Dương (2011)*

10. **Mặc dù Việt Nam phục hồi tốt theo chu kỳ kinh tế, song tốc độ tăng trưởng cơ cấu của Việt Nam có vẻ bị đẩy xuống thấp hơn so với trước khi khủng hoảng.** Đến năm 2010, hầu hết các nước có thu nhập trung bình ở Đông Nam Á đều phục hồi lại được tốc độ tăng trưởng của giai đoạn trước khủng hoảng. Tuy nhiên Việt Nam thì không. Theo biểu đồ tay trái của Biểu đồ 4, Indonesia, Malaysia, Philippines và Thái Lan đều có tốc độ tăng trưởng 2010 cao hơn so với tốc độ tăng trưởng trung bình của mình trong giai đoạn 2002-2007. Tuy nhiên, Việt Nam lại đi theo hướng ngược lại – tốc độ tăng trưởng cao nhất sau khủng hoảng vẫn thấp hơn đáng kể so với tốc độ tăng trưởng trung bình trước khủng hoảng. Có một số yếu tố giải thích cho tình trạng tăng trưởng chậm lại này. Lượng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài cam kết (hoặc đăng ký) đã giảm mạnh kể từ năm 2008, trong đó riêng 5 tháng đầu năm 2011 đã giảm 48%. Đồng thời, đầu tư công tăng nhanh trong những năm gần đây, bao gồm các dự án đầu tư công do các

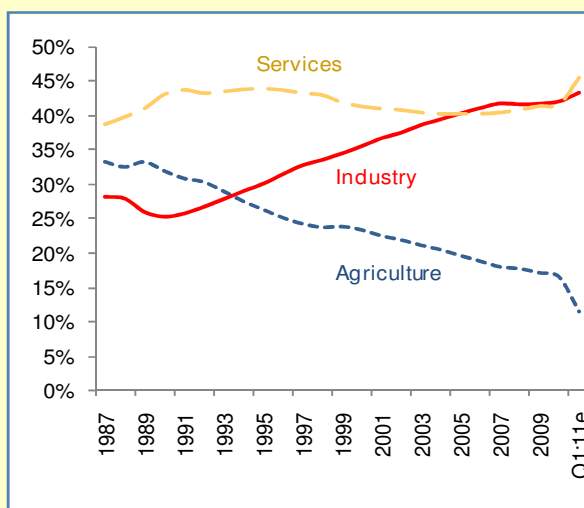
doanh nghiệp nhà nước thực hiện khó có khả năng duy trì trong những năm tới. Do vậy, càng ngày càng thấy rõ rằng nếu chất lượng và năng suất đầu tư không cải thiện một cách đáng kể thì Việt Nam sẽ không thể quay trở lại thời kỳ hoàng kim với tốc độ tăng trưởng của nửa đầu thập niên 2000.

**Biểu đồ 5: Chuyển dịch cơ cấu ngành và sự lớn mạnh của khu vực dịch vụ**

Trái: tăng trưởng GDP theo ngành ( % )



Phải: tỉ trọng ngành trong GDP thực (%)



Nguồn: Tổng cục Thống kê

## 11. Quá trình chuyển dịch cơ cấu ngành diễn ra chậm chạp nhưng chắc chắn, với các ngành xuất khẩu truyền thống – công nghiệp và nông nghiệp – có tốc độ tăng trưởng thấp.

Cho đến gần đây, câu chuyện tăng trưởng được đánh giá cao của Việt Nam là nhờ vào khả năng sản xuất các sản phẩm gia công hàng loạt sử dụng nhiều lao động kỹ năng thấp và sản xuất khối lượng lớn các sản phẩm lương thực và hàng hóa nông nghiệp cho xuất khẩu. Quá trình này nhờ vào luồng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài lớn đổ vào Việt Nam và sự hội nhập nhanh chóng của nền kinh tế Việt Nam vào nền kinh tế thế giới thông qua một loạt hiệp định thương mại. Tuy nhiên, điều đáng ngạc nhiên là những ngành xuất khẩu truyền thống này đã liên tục sụt giảm trong vòng hai thập niên vừa qua (hình trái, Biểu đồ 5)<sup>3</sup>. Ngành công nghiệp có tốc độ tăng trưởng giảm luôn sau những cuộc khủng hoảng kinh tế lớn: lần thứ nhất là cuộc khủng hoảng Đông Á cuối thập niên 1990 và nay là cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu mới đây. Những thay đổi này liệu có phải là một phần của quá trình chuyển dịch cơ cấu ngành của nền kinh tế hay chỉ là chuệch choạc nhất thời? Điều này thật khó dự đoán, nhưng quá trình chuyển dịch cơ cấu ngành dường như khá nhất quán với tốc độ tăng trưởng cơ cấu chậm lại mà chúng tôi đã thảo luận lúc trước.

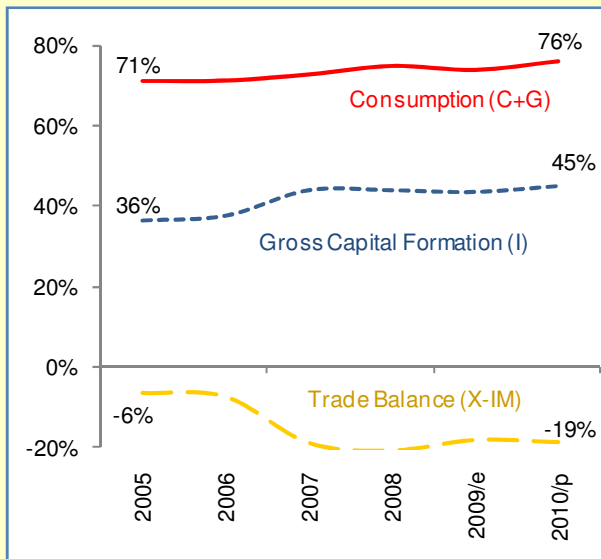
<sup>3</sup> Để bàn về tính bền vững lâu dài của các ngành sản xuất hàng hóa ở Việt Nam, với tình trạng phụ thuộc quá nhiều vào tài nguyên thiên nhiên và những hậu quả bất lợi đối với môi trường, tham khảo thêm *Báo cáo Phát triển Việt Nam, 2011*.

**12. Do những thay đổi này, ngành dịch vụ Việt Nam trở thành ngành lớn nhất trong nền kinh tế và đóng góp nhiều nhất vào tốc độ tăng trưởng chung.** Xu hướng này diễn ra do hai yếu tố. Thứ nhất là tăng trưởng chậm lại trong các ngành công nghiệp và nông nghiệp. Thứ hai là tình hình thương mại dịch vụ qua biên giới gia tăng. Việt Nam đón nhận lượng khách du lịch tăng mạnh trong những năm gần đây. Điều này cũng dẫn đến đầu tư trực tiếp nước ngoài đáng kể đổ vào ngành bất động sản và khách sạn nhà hàng. Việt Nam cũng bắt đầu nhận đầu tư từ một số hãng công nghệ thông tin lớn và ngành phần mềm của Việt Nam cũng tăng trưởng rất nhanh, mặc dù quy mô còn nhỏ. Các doanh nghiệp CNTT của Việt Nam cũng bắt đầu đầu tư ra nước ngoài. Tuy nhiên, tình trạng thiếu hụt nguồn nhân lực có trình độ đại học và kỹ năng thích hợp cũng đã nổi lên như một trong những cản trở chính đối với tăng trưởng trong tương lai, bộc lộ những hạn chế kéo dài trong quá trình tăng trưởng nhờ dịch vụ của Việt Nam. Năm 2011, chúng tôi dự kiến ngành dịch vụ sẽ đóng góp khoảng 42-43% tổng sản lượng, so với 42% của ngành công nghiệp và 15-16% của ngành nông nghiệp (hình phải, biểu đồ 5).

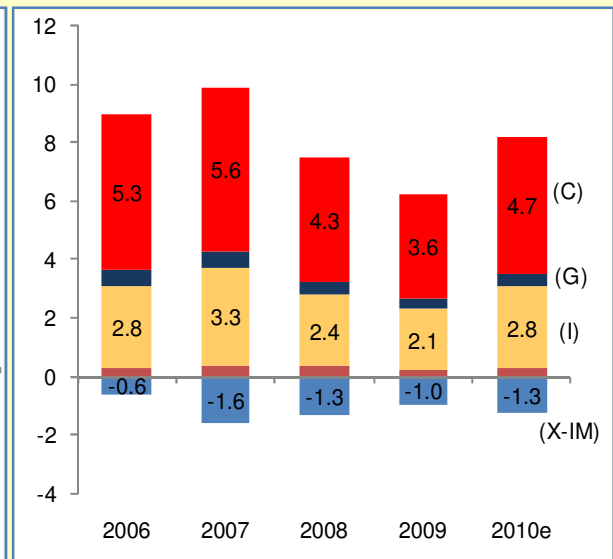
**13. Đầu tư, đặc biệt là đầu tư công, và tiêu dùng tư nhân vẫn là động lực chính của tổng cầu trong giai đoạn hậu khủng hoảng.** Cấu trúc của tổng cầu đã có sự chuyển dịch lớn trong năm 2007, tốc độ tích lũy tài sản cố định gộp tăng mạnh, chủ yếu do đầu tư trực tiếp nước ngoài tăng nhanh và gần đây là do tăng đầu tư công (hình trái, biểu đồ 6). Giai đoạn này cũng trùng với sự tăng trưởng nhất định trong tiêu dùng tư nhân như một phần của tổng cầu, mặc dù với quy mô nhỏ hơn so với đầu tư. Tỉ trọng đầu tư và tiêu dùng tư nhân tăng được bù đắp bởi tỉ trọng xuất khẩu ròng giảm mạnh tương đương, trùng hợp với giai đoạn cán cân thương mại và cán cân vãng lai thâm hụt rất lớn. Cơ cấu tổng cầu khá ổn định trong suốt giai đoạn hậu khủng hoảng như thể hiện trong hình phải của biểu đồ 6. Với tốc độ tăng trưởng nhập khẩu thấp hơn nhập khẩu, phần đóng góp của xuất khẩu ròng vào tăng trưởng nói chung đã tăng trong giai đoạn 2007-2009, sau đó lại giảm vào năm 2010. Gói kích cầu lớn của chính phủ, một phần trong đó được duy trì đến giữa năm 2010 và tín dụng nội địa tăng trưởng nhanh trong quý bốn năm 2004 đã tạo sự kích thích cần thiết cho đầu tư và tiêu dùng tư nhân tiếp tục tăng trưởng với tốc độ cao trong suốt năm 2010.

**Biểu đồ 6: Các yếu tố chính dẫn dắt tổng cầu**

Trái: tỉ trọng trong tổng cầu (2005-2010)



Phải: phần đóng góp vào tổng cầu, % (2006-2010)



Nguồn: Tổng cục Thống kê

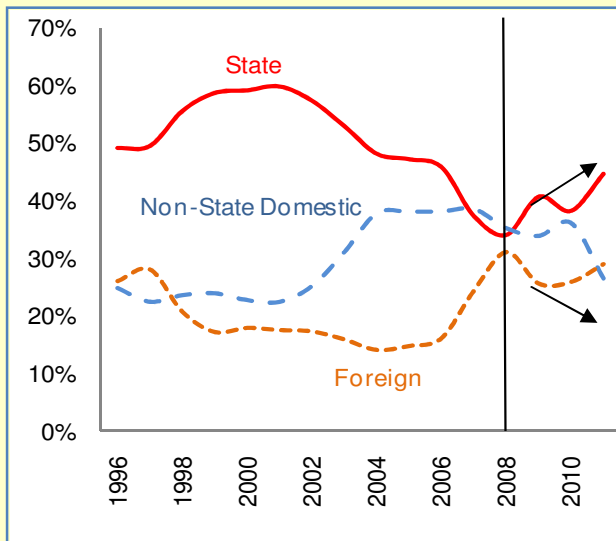
**14. Sự sụt giảm gần đây về tỉ trọng đầu tư trong nước tư nhân (ngoài quốc doanh) trong tổng đầu tư là một vấn đề gây quan ngại.** Sau khi khởi động triển khai chính sách đổi mới chính trị và kinh tế vào năm 1986, tỉ lệ đầu tư của nhà nước ở Việt Nam đã giảm, dù chậm nhưng đều đặn, ưu tiên hơn cho đầu tư nước ngoài và đầu tư của khối doanh nghiệp ngoài quốc doanh trong nước. Như thể hiện trong hình trái, biểu đồ 7, xu hướng này đã tăng tốc trong giai đoạn 2000-2008, song lại đảo chiều sau cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu, vì đầu tư tư nhân chững lại và đầu tư công thay thế để lấp đầy khoảng trống. Tuy nhiên, đây được coi là một phản ứng nhất thời trước một cú sốc nhất thời. Mặc dù vậy, chính phủ đã có hành động chậm chạp trong việc cắt giảm đầu tư, với đầu tư của khu vực nhà nước vẫn chiếm đến 45% tổng đầu tư trong quý đầu năm 2011, so với 27% của khu vực doanh nghiệp ngoài quốc doanh và 29% của doanh nghiệp đầu tư nước ngoài. Cho dù nguyên nhân của tình trạng sụt giảm đầu tư trong nước của tư nhân thì đây cũng là dấu hiệu không tốt đối với Việt Nam, vì Việt Nam cần có một khu vực tư nhân trong nước phát đạt, thịnh vượng để đạt được nguyện vọng tiến đến thu nhập trung bình của mình.

**15. Dấu hiệu đáng lo ngại thứ hai về phương diện đầu tư là số vốn cam kết của nhà đầu tư nước ngoài đã giảm đáng kể trong năm nay.** Đầu tư trực tiếp nước ngoài không chỉ mang công nghệ mới và thông lệ quản lý hiện đại đến Việt Nam, mà còn chiếm một phần lớn trong sản xuất hàng xuất khẩu và là kênh chính bù đắp cho tình trạng thâm hụt cán cân vãng lai của Việt Nam. Xét trên những góc độ này, tình trạng FDI liên tục sụt giảm là một vấn đề đáng quan ngại lớn. Trong năm tháng đầu năm 2011, chỉ có US\$4,7 tỉ FDI cam kết vào Việt Nam so với 9 tỉ USD vào cùng kỳ năm 2010 – giảm đến 48%. Đó là chưa kể đến việc FDI cam kết trong năm 2010 cũng đã thấp hơn năm 2009, vốn đã sụt giảm so với năm 2008 (hình phải, biểu đồ 7). Điều

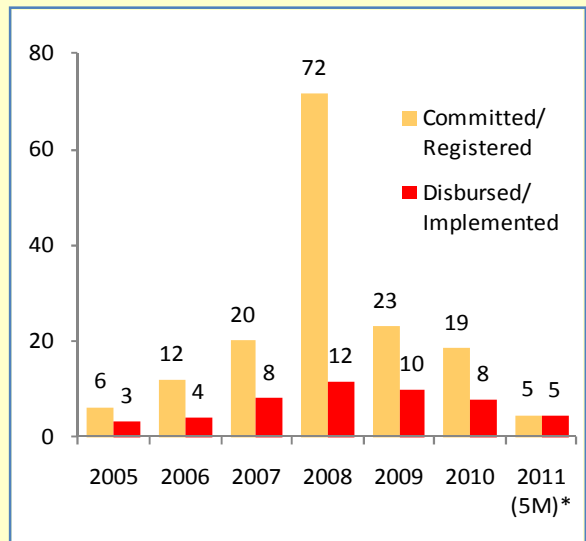
may mắn là FDI giải ngân thực tế (thực hiện) cho đến nay vẫn duy trì ở mức tốt, dù những cam kết mới đã giảm rất nhanh. Sự sụt giảm FDI cam kết không thể chỉ giải thích bằng những yếu tố từ nền kinh tế toàn cầu, do FDI vào khu vực Đông Á và Thái Bình Dương đang tăng lên. Điều này làm cho các yếu tố trong nước như bất ổn kinh tế vĩ mô, thiếu điện, khan hiếm lao động có tay nghề trở thành những lý giải hợp lý hơn cho sự giảm bớt nhiệt tình của các nhà đầu tư nước ngoài.

**Biểu đồ 7: Mức độ và cơ cấu đầu tư**

Trái: Đầu tư thực hiện theo thành phần kinh tế



Phải: Cam kết và Giải ngân FDI



Nguồn: Tổng cục Thống kê

## II.B Ngoại thương phát triển mạnh

**16. Ngoại thương Việt Nam đã phục hồi nhanh chóng, vượt cao hơn cả kết quả hoạt động trong giai đoạn trước khủng hoảng.** Với nền kinh tế mở cửa và phụ thuộc vào xuất khẩu – tỉ lệ thương mại so với GDP vượt trên 160% - có mỗi quan ngại rằng Việt Nam có thể bị ảnh hưởng nặng nề bởi khủng hoảng kinh tế toàn cầu, khi các doanh nghiệp phải đóng cửa và người lao động mất việc làm. Những mối lo ngại đó đã không trở thành hiện thực, một phần nhờ vào các biện pháp kích cầu mạnh mẽ và kịp thời, một phần nhờ vào sức chống chịu mạnh mẽ của khu vực xuất khẩu. Trong những tháng gần đây, Việt Nam còn được hưởng lợi từ việc giá cả hàng hóa thế giới tăng cao và sự phục hồi kinh tế vững chắc ở các nền kinh tế phát triển. Thâm hụt thương mại (tính theo cán cân thanh toán) đã giảm hơn 7 điểm phần trăm trong hai năm từ 14,2% GDP vào năm 2008 xuống 6,9% vào năm 2010.

**17. Các ngành xuất khẩu đã chống chịu các cú sốc từ nền kinh tế toàn cầu và trong nước tốt hơn dự đoán.** Sau năm hoạt động tồi tệ nhất là 2009, tình hình xuất khẩu của Việt Nam đã phục hồi mạnh mẽ trong năm 2010, với tốc độ tăng trưởng chung là 26,4%, và tăng trưởng



các sản phẩm ngoài dầu thô là 32%. Kết quả trong bốn tháng đầu năm 2011 còn ấn tượng hơn, kim ngạch xuất khẩu dầu thô tăng 40% và các sản phẩm ngoài dầu thô tăng gần 36,9% (bảng 1). Mặc dù đã giữ lại một lượng lớn dầu thô để tinh lọc trong nước, giá trị kim ngạch xuất khẩu dầu lửa vẫn cao, nhờ giá xuất khẩu tăng. Giá các mặt hàng nông sản xuất khẩu như lúa gạo, cà phê, hạt điều và cao su tăng cũng giúp cho Việt Nam đạt được kết quả tốt về xuất khẩu.

**Bảng 1: Tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam**

|                                                      | Giá trị năm 2010 (tỉ US\$) | Tăng trưởng, % |             |                                               |
|------------------------------------------------------|----------------------------|----------------|-------------|-----------------------------------------------|
|                                                      |                            | 2009           | 2010        | 4 tháng đầu năm 2011 so với cùng kỳ năm trước |
| <b>Tổng kim ngạch xuất khẩu</b>                      | <b>72.2</b>                | <b>-8.9</b>    | <b>26.4</b> | <b>37.2</b>                                   |
| Dầu thô                                              | 5.0                        | -40.2          | -20.0       | 40.1                                          |
| Ngoài dầu thô                                        | 67.2                       | -2.7           | 32.0        | 36.9                                          |
| Gạo                                                  | 3.2                        | -8.0           | 21.9        | 14.6                                          |
| Các mặt hàng nông sản khác                           | 6.4                        | -13.1          | 35.1        | 89.9                                          |
| Thủy sản                                             | 5.0                        | -5.7           | 18.0        | 28.3                                          |
| Than                                                 | 1.6                        | -5.1           | 22.3        | -8.1                                          |
| May mặc                                              | 11.2                       | -0.6           | 23.7        | 33.7                                          |
| Giày dép                                             | 5.1                        | -14.7          | 26.0        | 31.1                                          |
| Điện tử và máy tính                                  | 3.6                        | 4.7            | 29.9        | 11.4                                          |
| Thủ công mỹ nghệ (bao gồm trang sức và kim loại quý) | 3.3                        | 133.1          | 5.3         | 15.6                                          |
| Sản phẩm gỗ                                          | 3.4                        | -8.2           | 32.3        | 14.6                                          |
| Các mặt hàng khác                                    | 24.2                       | -6.3           | 49.0        | 42.9                                          |

*Nguồn: Tổng cục Hải quan*

**18. Đầu tư nước ngoài nhiều vào các ngành xuất khẩu và tăng cường tiếp cận thị trường thông qua các hiệp định thương mại đường như đóng vai trò quan trọng trong việc tiếp sức cho ngành xuất khẩu.** Các sản phẩm chế tác sử dụng nhiều lao động như may mặc, giày dép và điện tử, trong đó nhiều mặt hàng được sản xuất trực tiếp bởi các doanh nghiệp nước ngoài hoặc thông qua hợp đồng với các doanh nghiệp trong nước dành riêng cho thị trường xuất khẩu đạt được kết quả rất tốt (bảng 1). Xuất khẩu hàng may mặc vẫn duy trì ở mức tốt trong bốn tháng đầu năm 2011, tăng trưởng 33,7% so với cùng kỳ năm trước, trong khi tốc độ tăng trưởng của năm 2010 là 23,7%. Xuất khẩu hàng may mặc sang thị trường Mỹ đã tăng 18,7%, chiếm 52,2% tổng kim ngạch xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam trong bốn tháng đầu năm 2011. Trong cùng thời kỳ, kim ngạch xuất khẩu các mặt hàng giày dép tăng 31%, trong đó thị trường Mỹ chiếm một phần ba.

**19. Sự gia tăng đột biến gần đây trong hoạt động đầu tư và giá cả hàng hóa tăng cao làm cho giá trị nhập khẩu tăng nhanh.** Các ngành hàng nhập khẩu tăng nhanh nhất bao gồm sản phẩm xăng dầu, máy móc và thiết bị, và các nguyên vật liệu trung gian khác cho ngành xuất khẩu như nhựa, vải sợi và hóa chất (bảng 2). Giá hàng nhập khẩu tăng mạnh cũng làm cho giá trị



nhập khẩu tăng đột biến đối với nhiều mặt hàng như các sản phẩm xăng dầu, thép, phân bón, nhựa, giấy, bông vải sợi. Việt Nam nhập khẩu tăng thêm 2,2 tỉ USD hàng hóa trong bốn tháng đầu năm 2011 so với cùng kỳ năm ngoái. Xu hướng hoạt động thương mại không thay đổi so với năm trước, trong đó Trung Quốc vẫn là nguồn nhập khẩu quan trọng nhất, sau đó là các nước ASEAN và các quốc gia Đông Á khác.

**20. Xuất khẩu Việt Nam chưa thể tiến xa hơn trong chuỗi cung ứng toàn cầu là một vấn đề gây quan ngại cho các nhà hoạch định chính sách và học giả trong nước.** Mặc dù xuất khẩu hồi phục mạnh mẽ theo chu kỳ kinh tế trong giai đoạn hậu khủng hoảng, song Việt Nam vẫn chưa có tiến bộ đáng kể trong việc đa dạng hóa hoạt động xuất khẩu để cung ứng được các mặt hàng công nghiệp và chế tác có giá trị gia tăng cao hơn. Thực tế, Việt Nam vẫn được coi là một quốc gia xuất khẩu lớn, có chi phí thấp với các mặt hàng xuất khẩu truyền thống là lúa gạo, thủy sản và nông sản chiếm đến gần 40% kim ngạch xuất khẩu ngoài dầu thô. Các mặt hàng xuất khẩu còn lại là các sản phẩm thuộc các ngành chế tác có chi phí thấp, sản xuất hàng loạt, mà sản phẩm trung gian phải nhập khẩu từ ngoài vào. Mặc dù xuất khẩu có vẻ kém năng động nhưng không rõ là do những yếu tố gì, và chính phủ có thể đóng vai trò gì để tạo điều kiện thuận lợi hơn cho xuất khẩu.

**Bảng 2: Tăng trưởng Nhập khẩu của Việt Nam**

|                                | Giá trị năm 2010 (tỉ US\$) | Tăng trưởng (%) |             |                                               |
|--------------------------------|----------------------------|-----------------|-------------|-----------------------------------------------|
|                                |                            | 2009            | 2010        | 4 tháng đầu năm 2011 so với cùng kỳ năm trước |
| <b>Tổng giá trị nhập khẩu</b>  | <b>84.8</b>                | <b>-13.3</b>    | <b>21.2</b> | <b>30.3</b>                                   |
| Xăng dầu                       | 6.1                        | -43.0           | -2.8        | 67.1                                          |
| Máy móc và thiết bị            | 13.7                       | -9.4            | 8.0         | 16.2                                          |
| Nguyên liệu may mặc và da giày | 2.6                        | -18.0           | 35.7        | 21.1                                          |
| Máy tính và điện tử            | 5.2                        | 6.5             | 31.7        | 29.7                                          |
| Thép                           | 6.2                        | -20.2           | 14.8        | 17.6                                          |
| Phân bón                       | 1.2                        | -3.9            | -13.9       | 28.5                                          |
| Chất dẻo                       | 3.8                        | -4.5            | 34.2        | 38.3                                          |
| Vải các loại                   | 5.4                        | -5.2            | 26.9        | 43.7                                          |
| Hóa chất                       | 2.1                        | -8.5            | 30.4        | 33.4                                          |
| Sản phẩm hóa chất              | 2.1                        | -1.5            | 30.0        | 26.0                                          |
| Dược phẩm                      | 1.2                        | 26.9            | 13.3        | 23.8                                          |
| Sợi dệt                        | 1.2                        | 4.6             | 45.1        | 64.1                                          |
| Thuốc trừ sâu                  | 0.5                        | -34.3           | 12.4        | 11.9                                          |
| Bông                           | 0.7                        | -16.0           | 71.9        | 111.3                                         |
| Giấy                           | 0.9                        | 2.3             | 20.1        | 33.6                                          |
| Ô tô các loại                  | 2.9                        | 3.8             | -5.2        | 26.0                                          |
| Các mặt hàng khác              | 29.0                       | -11.0           | 35.1        | 25.4                                          |

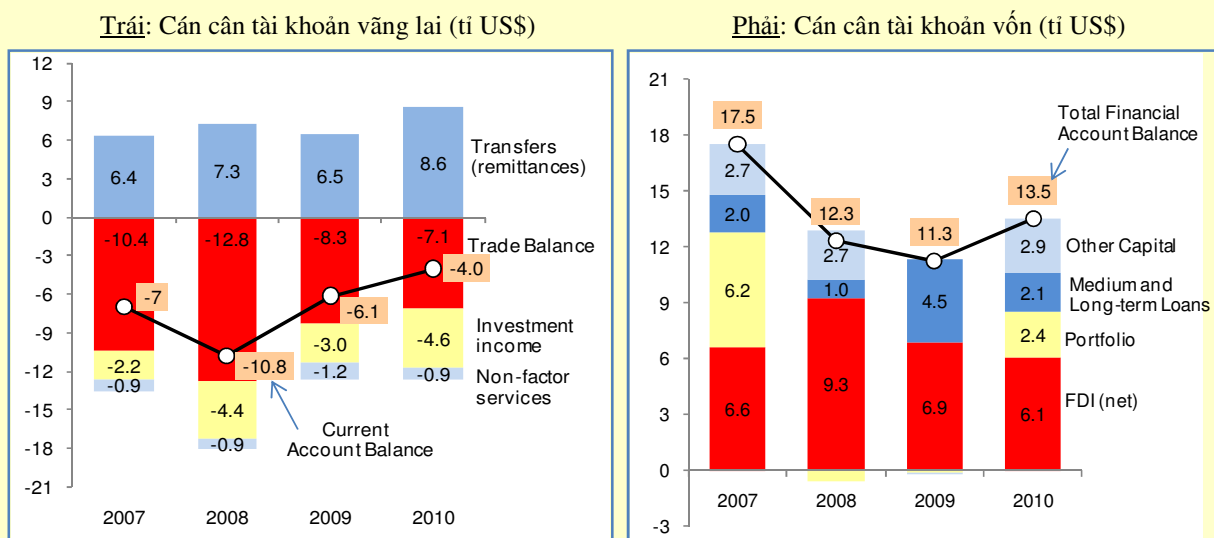
*Nguồn: Tổng cục Hải quan*

## II.C Cán cân đối ngoại: tâm trạng lẫn lộn

**21. Cán cân đối ngoại của Việt Nam là sự pha trộn kỳ lạ giữa thâm hụt cán cân vãng lai ở mức trung bình, dòng vốn đổ vào lớn và tình trạng biến vốn (capital flight) trong nước.** Các thời kỳ bất ổn kinh tế vĩ mô thường đi kèm với thâm hụt cán cân vãng lai (CAD) lớn và ngày càng xấu đi, khi CAD cao hơn thặng dư cán cân vốn (CAS) sẽ làm suy yếu dự trữ ngoại hối. Việt Nam đã trải qua tình trạng biến động kinh tế vĩ mô đáng kể trong những năm gần đây, đồng thời dự trữ ngoại hối cũng bị sụt giảm. Tuy nhiên, nguyên nhân dẫn đến suy giảm dự trữ ngoại hối không phải do CAD lớn và không bền vững, hay CAS thấp và giảm đi. Trên thực tế lại xảy ra điều ngược lại. CAD của Việt Nam đã giảm từ 10,8 tỉ USD vào năm 2008 xuống còn 4 tỉ USD vào năm 2010. Trong cùng thời kỳ này, CAS dao động quanh mức 12 tỉ USD. Như vậy, về mặt lý thuyết, dự trữ ngoại hối của Việt Nam hàng năm lẽ ra phải tăng một lượng bằng khoảng chênh lệch giữa CAS và CAD. Thay vào đó, mỗi năm lại có một dòng vốn rất lớn chảy ra không được báo cáo – vốn do người dân nắm giữ bằng ngoại tệ và vàng nằm ngoài hệ thống tài chính như một biện pháp phòng ngừa rủi ro trước tình hình lạm phát và đồng nội tệ mất giá – lớn hơn nhiều so với chênh lệch giữa CAS và CAD, dẫn đến tình trạng sụt giảm dự trữ ngoại hối.

**22. Thâm hụt cán cân vãng lai của Việt Nam đã giảm nhiều trong những năm gần đây mà chưa cần viện đến các biện pháp bảo hộ hay hành chính.** Trong năm 2008, khi CAD đạt mức 10,8 tỉ US\$ (hay 11,9% GDP), mọi người tin rằng thâm hụt cán cân vãng lai lớn như vậy là không bền vững và có thể là một nguyên nhân chính gây bất ổn trên thị trường ngoại hối. Song với kết quả xuất khẩu tốt, doanh thu tăng từ du lịch và dòng kiều hối mạnh mẽ, CAD đã dần dần giảm xuống, còn 6,1 tỉ US\$ (hay 6,6% GDP) vào năm 2009 và 4,0 tỉ US\$ (hay 3,9% GDP) vào năm 2010 (hình trái, biểu đồ 8). Một điều kỳ lạ là CAD giảm xuống cũng không làm giảm bớt áp lực đối với tiền đồng nhiều như mong đợi. Do vậy, cách giải thích truyền thống rằng những vấn đề của cán cân thanh toán thường là do CAD quá cao và không bền vững dường như lại không phải là nguyên nhân chính dẫn đến những vấn đề hiện nay của Việt Nam.

**Biểu đồ 8: Xu hướng và Cơ cấu Cán cân Vãng lai và Cán cân Vốn trong Cán cân Thanh toán**



Nguồn: Ước tính của NHNNVN, IMF và NHTG

**23. Việt Nam đã duy trì được luồng vốn từ bên ngoài đổ vào ở mức cao, bất chấp những vấn đề kinh tế vĩ mô đang diễn ra.** Việt Nam vẫn là một điểm đến hấp dẫn đối với đầu tư nước ngoài, mặc dù FDI cũng đã sụt giảm sau khi đạt mức kỷ lục vào năm 2008. Theo số liệu thống kê về cán cân thanh toán, FDI ròng dự kiến sẽ giảm nhẹ xuống còn 6,1 tỉ US\$ trong năm 2010, so với 6,9 tỉ US\$ của năm 2009. Đồng thời, sau một khoảng thời gian gián đoạn hai năm, đầu tư gián tiếp đã quay trở lại Việt Nam, lên đến gần 2,4 tỉ US\$ trong năm 2010. Vốn vay trung hạn và dài hạn, phần lớn từ các nguồn viện trợ chính thức đã trở lại đường xu hướng, vào khoảng 2 tỉ US\$ trong năm 2010, sau khi tăng mạnh trong năm 2009. Kết quả là tổng CAS dự kiến sẽ tăng lên 13,5 tỉ US\$ trong năm 2010, so với 11,3 tỉ US\$ trong năm 2009 (hình phải, biểu đồ 8). Như vậy, thặng dư cán cân vốn trong cán cân thương mại đã vượt xa mức thâm hụt cán cân vãng lai trong vòng ba năm qua, và xu hướng này dự kiến sẽ tiếp tục trong tương lai.

**24. Khôi phục ổn định vĩ mô và giảm tình trạng biến vốn (capital flight) trong nước (làm giảm xu hướng đô-la hóa của nền kinh tế) cần phải song hành với nhau.** Vấn đề về cán cân thanh toán của Việt Nam là không bình thường, vì nó chủ yếu là sản phẩm của việc “người dân trong nước” tìm đến chỗ trú ẩn an toàn là vàng và đô-la Mỹ để phòng ngừa rủi ro dự trữ tài chính của mình tránh khỏi những biến động lạm phát và đồng nội tệ mất giá trong tương lai. Ngược lại, các nhà đầu tư nước ngoài vẫn tiếp tục lạc quan vào nền kinh tế Việt Nam, thể hiện qua việc đầu tư FDI và đầu tư gián tiếp với số lượng lớn vào Việt Nam. Trên góc độ của cơ quan chức năng, điều quan trọng là phải khôi phục được lòng tin của người dân trước khi tình hình kinh tế vĩ mô bắt đầu ảnh hưởng đến tâm lý của các nhà đầu tư nước ngoài. Và cách tốt nhất để làm điều này là giảm lạm phát xuống mức ổn định một con số. Áp dụng các biện pháp hành chính để buộc người dân ngừng nắm giữ vàng và đô-la có thể có tác dụng trước mắt, song giải pháp lâu dài duy nhất là phải ngăn chặn những kỳ vọng lạm phát.

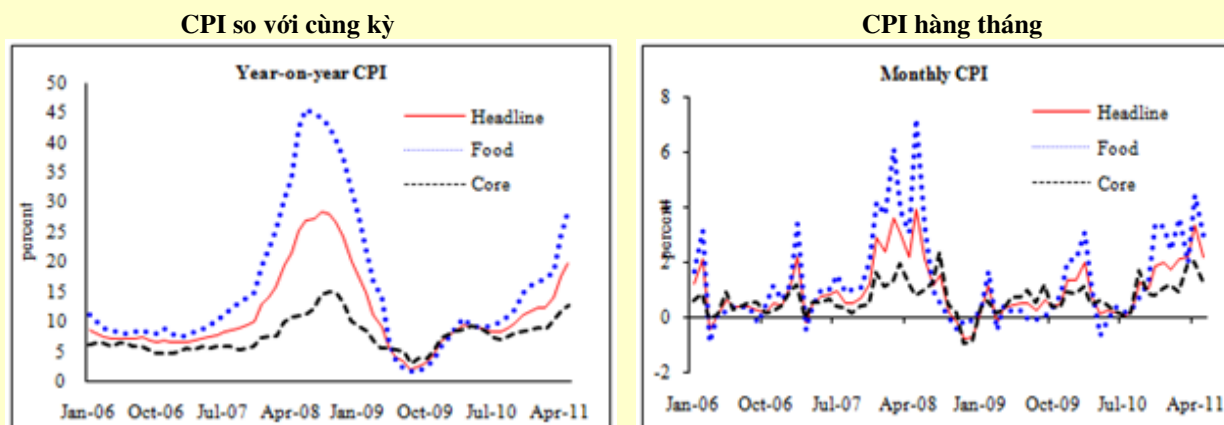
## **II.D Lạm phát gia tăng ở mức cao**

**25. Một trong những đặc điểm đáng chú ý của nền kinh tế Việt Nam trong những năm gần đây là lạm phát luôn luôn ở mức cao.** Trong vòng 40 tháng qua, tỉ lệ lạm phát chỉ ở mức dưới 5% (so với cùng kỳ năm trước) trong 6 tháng, và lên trên 10% trong 21 tháng. Giá cả tiêu dùng đã tăng gần gấp đôi kể từ tháng Giêng 2008, với lạm phát tích lũy từ đó đến nay lên đến 106%. Vì sao Việt Nam lại có lạm phát cao như vậy, và nó tác động đến người nghèo như thế nào?

**26. Đợt lạm phát lần này của Việt Nam cũng có cùng một nguyên nhân như đợt tăng trưởng nóng lần trước năm 2008.** Nó là sản phẩm của các yếu tố bên ngoài – giá lương thực và nhiên liệu thế giới tăng, các hiện tượng thời tiết bất thường – và các yếu tố bên trong – chậm thu về các biện pháp kích cầu, cung tiền và tín dụng tăng trưởng nhanh trong sáu tháng cuối năm 2010, giá nhiên liệu và giá điện đồng thời tăng – cộng với hiệu ứng trễ của việc phá giá tiền đồng. Lương tối thiểu tăng, dù là việc làm theo thông lệ và rõ ràng, cũng góp phần vào kỳ vọng lạm phát. Hệ quả là lạm phát trong tháng 5.2011 là 19,8% - mức cao nhất kể từ tháng 12/2008.

Việc Việt Nam có tỉ lệ lạm phát cao nhất trong khu vực Đông Á còn cho thấy các yếu tố trong nước đóng vai trò lớn hơn một cách mất cân đối trong đợt lạm phát hiện nay.

**Biểu đồ 9: Chỉ số giá tiêu dùng**



Nguồn: Tổng cục Thống kê

## Hộp -2 Tác động xã hội của lạm phát tăng cao đối với các hộ thu nhập thấp

Một đánh giá tác động nhanh do Oxfam/Hà Nội thực hiện vào đầu tháng 5.2011 ở một số khu vực có thu nhập thấp của TP Hồ Chí Minh, Hà Nội, Hải Phòng cho thấy mức độ dễ bị tổn thương cao của một số nhóm dân cư (người già và người sống dựa vào thu nhập cố định, công nhân nhập cư cư với mức tiền công thấp, nhiều lao động tự do), đồng thời người lao động trong khu vực doanh nghiệp nhà nước và người có mức thu nhập trung bình cũng bày tỏ quan ngại. Những phát hiện sơ bộ của đánh giá này như sau:

**Mức độ nghiêm trọng:** Không xác định được hậu quả ‘khủng hoảng’ nghiêm trọng ở cấp hộ gia đình – trẻ em không phải bỏ học, không có thiếu đói gay gắt. Các gia đình đối phó bằng các biện pháp phi chính thức truyền thống như giảm tiêu dùng lương thực (thịt, cá, đồ có chất lượng cao), giảm sử dụng điện, cắt bớt chi tiêu xã hội, giảm tiết kiệm và gửi tiền, và sự trợ giúp tạm thời của gia đình và bạn bè. Các hộ nghèo sống bằng thu nhập cố định bị ảnh hưởng nhiều nhất; các biện pháp mà họ sử dụng cũng chỉ là giắt gấu vá vai. Ảnh hưởng nghiêm trọng nhất chính là sự căng thẳng gia tăng (do lương tăng không kịp với giá tăng) trong quan hệ lao động giữa chủ sử dụng lao động và công nhân, đặc biệt ở một số ngành thâm dụng lao động.

**Tính dễ bị tổn thương:** Những người sống bằng lương hưu, hoặc những người có nguồn thu nhập chính là lương thấp, đặc biệt là công nhân nhập cư làm việc ở nhà máy, là những người bày tỏ quan ngại nhất. Lao động tự do trong khu vực không chính thức dường như ít bị tổn thương hơn: họ có thể linh hoạt nâng giá hàng hóa và dịch vụ của mình.

**Đáp ứng chính sách.** Chính phủ gần đây đã đưa ra một số các biện pháp chính sách tình thế nhằm giúp các gia đình đối phó với tác động tức thời của tình trạng giá cả tăng cao, bao gồm các chính sách trợ cấp và chi trả một lần cho các đối tượng đủ điều kiện (công nhân làm việc trong khu vực quốc doanh có thu nhập thấp, đối tượng chính sách xã hội và người có công) theo Quyết định 641, cùng với khoản trợ cấp tiền điện hàng tháng 30.000 đồng/hộ nghèo đủ điều kiện. Khoản trợ cấp này sẽ làm giảm chi phí sử dụng điện đến hai phần ba đối với nhiều hộ nghèo (các hộ nằm trong danh sách nghèo sử dụng điện dưới 50

kWh/tháng). Tuy nhiên, phần lớn những đối tượng này sống ở vùng nông thôn, và trợ cấp cũng không có tác dụng gì nhiều trong việc giúp hạn chế tác động của giá cả tăng cao đối với người tiêu dùng đô thị. Lương tối thiểu được nâng thêm 13,7%, cũng như lương hưu và trợ cấp bảo hiểm xã hội cho người lao động thuộc khu vực quốc doanh và lực lượng vũ trang đã nghỉ hưu. Các biện pháp khác đang được cân nhắc.

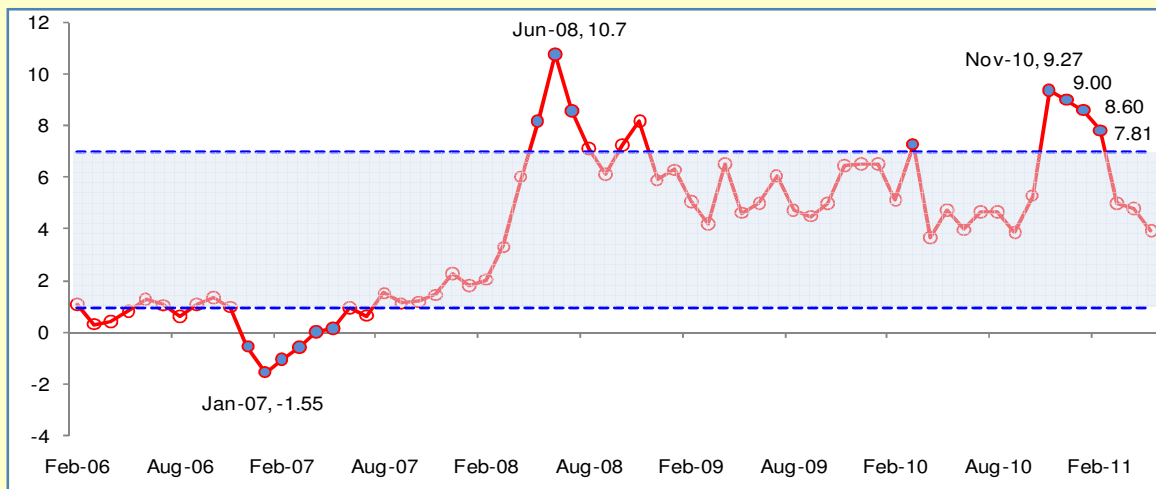
*Nguồn: Đánh giá Tác động Nhanh, Oxfam/Hà Nội (Tháng 5.2011)*

**27. Vòng luẩn quẩn lạm phát – đồng tiền phá giá – lạm phát đã hình thành và khó phá vỡ.** Lạm phát tăng nhanh vào năm 2008 làm cho nhiều người Việt Nam ngỡ ngàng và buộc họ phải tìm đến các tài sản giúp họ bảo toàn giá trị cho số tiền tiết kiệm của mình. Điều này dẫn đến tình trạng “biến vốn” (capital flight) trong nước và gây áp lực cao đối với đồng nội tệ. Tiền đồng, vốn tương đối ổn định trong thập niên 2000 đã trải qua đợt phá giá mạnh lần đầu tiên vào tháng 6.2008. Việc này làm cho lạm phát càng tăng cao, và một vòng luẩn quẩn lạm phát – tiền mất giá – lạm phát đã hình thành. Mặt khác, duy trì tỉ lệ lạm phát thấp và ổn định trong một thời kỳ đủ dài sẽ thuyết phục được người dân rằng chu kỳ này đã bị phá vỡ, và có thể dẫn đến một chu kỳ đi lên là lạm phát thấp và tỉ giá ổn định – những điều kiện này sẽ tạo điều kiện cho tăng trưởng tăng tốc trong tương lai.

## II.E Ước tính mức độ ổn định kinh tế vĩ mô

**28. Chúng tôi thử xây dựng một mô hình giản đơn để tính mức độ bất ổn định kinh tế vĩ mô ở Việt nam.** Công việc tính toán này là cần thiết khi một quốc gia thường xuyên phải đối mặt với các bất ổn kinh tế vĩ mô và có rất nhiều yếu tố là nguyên nhân cho sự bất ổn đó. Một ước tính ngắn gọn có thể được sử dụng như một chỉ báo diễn biến chính của tình trạng bất ổn và giúp các cơ quan chức năng có những biện pháp phòng chống một cách chủ động. Một trong những dấu hiệu bất ổn kinh tế vĩ mô của Việt nam là sự mất ổn định tỷ giá nên chúng tôi thử sử dụng một mô hình tính chỉ số áp lực thị trường ngoại hối (EMP) thường được dùng rộng rãi trong nghiên cứu khủng hoảng tiền tệ. Chỉ số ổn định vĩ mô của Việt nam được tính toán với bốn biến số sau: tỉ giá danh nghĩa, dự trữ ngoại hối, lãi suất và tỉ lệ lạm phát. Phân tích toán được trình bày chi tiết ở Phụ lục.

**29. Tình trạng bất ổn kinh tế vĩ mô hiện nay có mức độ trầm trọng ngang bằng với đợt tăng trưởng nóng trước vào giữa năm 2008 tuy mức độ ổn định dường như đã dần dần được khôi phục.** Ước tính VIMS cho thấy mức độ mất ổn định kinh tế vĩ mô hiện nay đã đến sát với mức độ bất ổn vào giữa năm 2008, tuy nhiên vẫn chưa vượt quá (hình 10). Song khác với năm 2008, khi mức độ mất ổn định tăng mạnh và lại giảm ngay, với đợt tăng trưởng nóng này tình trạng mất ổn định đã kéo dài trong một thời gian khá dài – từ tháng 11/2010 đến tháng 2/2011 – làm cho nền kinh tế Việt Nam rơi vào một thời kỳ lo ngại và bất trắc kéo dài. Tuy nhiên, do có những hạn chế trong quá trình ước tính chỉ số này (xem chi tiết ở phần Phụ lục), chúng tôi cho rằng thay vì quá tập trung vào một giá trị VIMS cụ thể, nên nhấn mạnh hơn đến xu hướng và phương hướng thay đổi.

**Hình 10: Chỉ số ổn định kinh tế vĩ mô của Việt nam (VIMS): Tháng 1/2007 – Tháng 5/2011**

Nguồn: Ước tính của NHTG

## II.E Tình hình tài khóa và nợ quốc gia

**30. Thâm hụt tài khóa chính phủ đang trên đà giảm, song tốc độ giảm chậm hơn nhiều so với mức cần thiết để đạt được ổn định kinh tế vĩ mô.** Theo ước tính mới nhất của IMF, tổng thu ngân sách và viện trợ tăng từ 26,7% GDP trong năm 2009 lên 28,2% trong năm 2010. Đồng thời, tổng chi ngân sách (bao gồm chi ngoài ngân sách) ước tính đã giảm 1 điểm phần trăm, từ 35,7% GDP trong năm 2009 xuống 34,6% trong năm 2010. Thâm hụt ngân sách do vậy ước tính đã giảm từ 9,0% GDP trong năm 2009 xuống 6,4% GDP trong năm 2010 (bảng 3). Con số này cao hơn đáng kể so với mức 3% GDP là mức cần để đảm bảo bền vững nợ lâu dài cho khu vực công.

**31. Nợ công của Việt Nam sẽ được duy trì ổn định nếu xu hướng phục hồi kinh tế hiện nay tiếp diễn và các cơ quan chức năng tiếp tục thắt chặt tài khóa.** Kết quả phân tích bền vững nợ được thực hiện trong năm 2011 cho thấy nợ khu vực công ở mức 52,8% GDP tính đến cuối năm 2010, trong đó 2 phần 3 (42,3% GDP) là nợ nước ngoài. Theo kịch bản cơ sở, tỉ lệ nợ này dự kiến sẽ tăng lên trên 50% GDP trong giai đoạn 2010-13 trước khi lại giảm xuống. Thâm hụt ngân sách lớn trong năm 2009 và 2010 không ảnh hưởng nhiều đến sự bền vững nợ công nói chung, với điều kiện chính phủ trở lại mức thâm hụt trước khủng hoảng trong vòng một vài năm tới như dự kiến. Các cuộc kiểm tra sức căng cho thấy hai rủi ro chính đe dọa bền vững nợ là mất khả năng tiếp cận với các dòng vốn không tạo ra nợ và xuất khẩu giảm sút.



**32. Nguyên nhân lớn nhất dẫn đến sự bất trắc, và do đó là một rủi ro không lượng hóa được trong đánh giá bền vững nợ (DSA) xuất phát từ những nghĩa vụ nợ gián tiếp, không được phản ánh trong những thống kê chính thức về nợ công hay nợ được nhà nước bảo lãnh.** Không có một định nghĩa rõ ràng cũng như không có một con số ước tính đáng tin cậy nào về những nghĩa vụ nợ, này, làm hạn chế khả năng của chính phủ trong việc quản lý các rủi ro kèm theo chúng. Các nghĩa vụ nợ dự phòng có thể phát sinh từ các quỹ nằm ngoài ngân sách như quỹ bảo hiểm xã hội, khu vực ngân hàng hay các DNNN lớn. DNNN là một mối quan ngại lớn kể từ sau vụ việc của Vinashin. Nguyên nhân thứ hai gây rủi ro cho ngân sách, mặc dù không lớn bằng các nghĩa vụ nợ dự phòng, xuất phát từ quy mô chi tiêu ngoài ngân sách khá lớn, phải được bù đắp bằng việc phát hành trái phiếu ngoài ngân sách. Trong bốn năm trở lại đây, chi ngoài ngân sách được bù đắp bằng trái phiếu của BKH&ĐT đã tăng mạnh từ 1,5% GDP trong năm 2007 lên 2,8%. Tuy nhiên, dự kiến con số này sẽ giảm xuống 1,9% GDP vào năm 2011 và 1,8% GDP vào năm 2012 (bảng 3).

**Bảng 3: Các chỉ số tài khóa**

| <i>(phần trăm GDP)</i>               | 2008 | 2009/r | 2010/e | 2011/p |
|--------------------------------------|------|--------|--------|--------|
| Tổng thu ngân sách và viện trợ       | 29.0 | 26.7   | 28.1   | 28.5   |
| Thu ngân sách (không tính viện trợ)  | 28.4 | 26.3   | 27.9   | 28.3   |
| Thu từ thuế                          | 24.5 | 22.3   | 23.6   | 24.1   |
| Thu từ dầu thô                       | 6.1  | 3.6    | 3.5    | 3.4    |
| Thu thuế ngoài dầu thô               | 18.4 | 18.7   | 20.1   | 20.7   |
| Thu ngoài thuế và vốn                | 3.9  | 4.0    | 4.2    | 4.1    |
| Viện trợ                             | 0.6  | 0.4    | 0.3    | 0.2    |
| Chi ngân sách (chính thức)           | 27.7 | 31.8   | 30.0*  | 29.5   |
| Chi thường xuyên                     | 19.7 | 20.9   | 21.4   | 22.8   |
| Trong đó: trả lãi                    | 1.1  | 1.4    | 1.3    | 1.5    |
| Vốn                                  | 8.0  | 10.9   | 8.6*   | 6.7    |
| Cân đối ngân sách chính thức         | 1.2  | -5.1   | 0.1    | -1.0   |
| Các khoản chi khác ngoài ngân sách   | 2.4  | 3.9    | 4.5    | 2.9    |
| Trái phiếu chính phủ ngoài ngân sách | 1.8  | 2.8    | 2.8    | 1.9    |
| ODA cho vay lại                      | 0.6  | 0.5    | 1.6    | 0.9    |
| Chi phí hỗ trợ lãi suất              | 0.0  | 0.6    | 0.1    | 0.0    |
| Tổng chi                             | 30.2 | 35.7   | 34.6*  | 32.4   |
| Cân đối ngân sách tổng thể           | -1.2 | -9.0   | -6.4*  | -3.9   |
| Nguồn bù đắp ngân sách               | 2.6  | 8.8    | 6.2    | 3.9    |
| Nước ngoài (ròng)                    | 1.7  | 3.6    | 3.2    | 2.0    |
| Trong nước (ròng)                    | 0.9  | 5.2    | 3.0    | 1.9    |

Nguồn: Ước tính của Bộ Tài chính, IMF và Ngân hàng Thế giới; \* ước tính sơ bộ và còn chỉnh sửa

## II.F Những diễn biến trong ngành ngân hàng

**33. Khu vực ngân hàng của Việt Nam bị ảnh hưởng tiêu cực bởi các bong bóng giá tài sản liên tiếp, chính sách thắt chặt tiền tệ và tăng trưởng chậm.** Một môi trường kinh tế vĩ mô bất ổn định rất bất lợi cho sự tăng trưởng ổn định và bền vững của khu vực tài chính. Các điều kiện kinh tế vĩ mô của Việt Nam trong vòng bốn năm trở lại đây bất ổn hơn so với hai thập niên trước. Ngành ngân hàng đã vượt qua những xoay chuyển lớn trong các điều kiện kinh tế mà không bị đổ vỡ, một điều đáng khen ngợi và đáng khích lệ. Tuy nhiên, ngành ngân hàng cũng nhiều lần gặp khó khăn trong những năm qua, từ những bong bóng bất động sản đến tình trạng giảm lạm phát trong nền kinh tế.

**34. Ngành ngân hàng tiếp tục thay đổi theo hướng phát triển mở rộng của các ngân hàng cổ phần (NHCP).** Ngân hàng thương mại quốc doanh (NHTMQD) đóng vai trò chi phối trong ngành ngân hàng mặc dù đang mất dần thị phần (cả về tín dụng lẫn tiền gửi) vào tay các NHCP. Vào thời điểm cuối năm 2007, NHTMQD chiếm khoảng 59,3% tổng dư nợ tín dụng. Đến năm 2010, thị phần của khối ngân hàng này còn 51,4% trong khi thị phần của các NHCP tăng lên từ mức 27,7% lên 34,8%. Hai NHTMQD đã được cổ phần hóa, hai ngân hàng khác lên kế hoạch cổ phần hóa trong năm nay. Công ty Tài chính quốc tế (IFC) đã mua 10% cổ phần của một NHTMQD lớn thứ ba ở Việt nam. Về tăng trưởng tín dụng, danh mục cho vay của các NHTMQD có mức tăng thấp hơn so với mức tăng của toàn ngành trong vài năm vừa qua. Ví dụ, trong năm 2010 mức tăng tín dụng của các NHTMQD là 22% so với mức trung bình 40% của các NHCP. Tỷ trọng tín dụng của các NHTMQD dành cho khu vực doanh nghiệp nhà nước cũng giảm dần trong thời gian gần đây. Tuy nhiên, với quy mô hiện hành của các NHTMQD và sự gắn kết mật thiết với khu vực DNNN thì khối các NHTMQD vẫn có thể là tâm điểm của tình trạng dễ bị tổn thương trong toàn bộ ngành ngân hàng.

**35. Ngành ngân hàng tiếp tục bị ảnh hưởng của tình trạng bất ổn kinh tế vĩ mô.** Người gửi tiền tiếp tục dịch chuyển các khoản tiết kiệm của họ sang các hình thức khác (ngoại tệ, vàng...) gây tình trạng đô la hóa nền kinh tế và đẩy giá bất động sản lên cao. Tiết kiệm cá nhân bằng tiền đồng đang có xu hướng tăng lên trong vài tháng gần đây (trong lúc tiền gửi của khu vực doanh nghiệp bị suy giảm làm cho tổng tiền gửi bằng tiền đồng bị sụt giảm). Nguyên nhân của hiện tượng này xuất phát từ các biện pháp hành chính đã làm cho các lựa chọn khác thiếu hấp dẫn hơn. Cùng thời gian đó, người gửi tiền đã chạy vòng vo quanh các ngân hàng, bất chấp rủi ro vì cho rằng SBV sẽ không để cho các ngân hàng phá sản. Thiếu một hệ thống xếp hạng rủi ro có hiệu quả cùng với mức độ minh bạch và công khai thấp cũng là nguyên nhân của tình trạng trên.

**36. Mặc dù đạt được những thành tựu rõ ràng, ngành ngân hàng cũng phải đối mặt với nhiều vấn đề về tính an toàn và lành mạnh của ngành.** Việt Nam có quá nhiều ngân hàng với sự hiện diện của khoảng 120 tổ chức tín dụng (trong đó có 5 NHTMQD hoặc ngân hàng có cổ phần do Nhà nước nắm đa số và 2 ngân hàng chính sách). Rất nhiều tổ chức tín dụng có quy mô nhỏ, hoạt động tại thành thị và có danh mục cho vay phát triển rất nhanh chóng. Do áp lực tăng



trường, hệ thống quản lý rủi ro còn tương đối kém phát triển, kỹ năng quản lý yếu kém, một số ngân hàng này đã phải đối mặt với các vấn đề về thanh khoản trong bối cảnh biến động lãi suất tăng cao trong những năm gần đây.

**37. Chất lượng tài sản của hoạt động ngân hàng vẫn là một quan ngại** khi tăng trưởng tín dụng cao bất thường các năm qua, tỷ lệ cho vay cao, và năng lực quản lý rủi ro yếu trong ngành ngân hàng. Theo số liệu chính thức, tỷ lệ các khoản nợ xấu (NPL) của hệ thống ngân hàng là 1,9% vào cuối năm 2009 và xấp xỉ 2% vào cuối năm 2010. Tuy nhiên, nếu các quy định được nâng lên theo tiêu chuẩn quốc tế và được tuân thủ tốt thì NPL của ngành ngân hàng dự kiến sẽ cao hơn rất nhiều. Hiện tại, chỉ có 3 ngân hàng thương mại được SBV công nhận áp dụng Điều khoản 7 của Quyết định 493 về phân loại tài sản “C6” được áp dụng tương đối sát với phương pháp quốc tế về tính toán NPL.

**38. SBV đã tăng các yêu cầu về vốn tối thiểu để đáp ứng những mối quan tâm về tình hình phát triển của ngành ngân hàng.** Cuối năm 2008, tất cả các ngân hàng thương mại đã đáp ứng được các yêu cầu mới về vốn. Quá trình tăng vốn điều lệ tối thiểu vẫn tiếp tục diễn ra, một phần nhằm thúc đẩy sự củng cố các ngân hàng nhỏ. Tuy nhiên, thời hạn tăng vốn điều lệ tối thiểu lên 3 nghìn tỷ đồng (tương đương khoảng 150 triệu USD theo tỷ giá hiện thời) vào cuối năm 2010 đã phải gia hạn thêm 1 năm nữa vì lý do 18 ngân hàng nhỏ đã không đủ khả năng đáp ứng yêu cầu này. SBV đã chọn biện pháp thực hiện chính sách này một cách thận trọng hơn, đặc biệt là trong bối cảnh tình hình kinh tế vĩ mô hiện tại còn bất ổn. Yêu cầu mới về mức an toàn vốn (CAR) lên 9% được đưa ra vào tháng 10 năm 2010 thể hiện một bước tiến quan trọng nhằm tăng tính an toàn cho hệ thống ngân hàng.

**39. Các chính sách dựa vào các biện pháp hành chính cần phải được loại bỏ và thay vào bằng các cơ chế thị trường.** Ngành ngân hàng đã áp dụng nhiều biện pháp hành chính trong sáu tháng qua bao gồm áp dụng mức trần cho tăng trưởng tín dụng (20% cho năm 2011), lãi suất tiền gửi (lãi suất tiền gửi Việt Nam Đồng mức trần là 14%, lãi suất tiền gửi bằng đồng Đô la Mỹ với mức trần là 2% đối với các khoản tiết kiệm cá nhân và 0,5% đối với tiền gửi của các tổ chức kinh tế), cũng như áp dụng mức trần cho các lĩnh vực phi sản xuất và quy định cầm huy động và cho vay vàng. Những biện pháp hành chính này đã được chứng minh là có hiệu quả trong việc thực hiện Nghị quyết 11 trong ngắn hạn. Tuy nhiên, trong dài hạn, việc lạm dụng các công cụ trực tiếp này thay vì các công cụ thị trường có thể sẽ có hại cho sự lành mạnh của hệ thống ngân hàng cũng như quá trình phục hồi của nền kinh tế.

**40. Cần tăng cường khung pháp lý và giám sát cũng như tuân thủ hiệu quả các quy định.** SBV đã tăng cường giám sát bằng cách thiết lập Cơ quan Thanh tra Giám sát Ngân hàng và điều chỉnh hai luật và quy định ngân hàng về tỷ lệ đảm bảo an toàn. Công tác xây dựng năng lực cho các giám sát viên, thực hiện giám sát nội bộ và bên ngoài, đang được thực hiện, nhưng kết quả thực hiện vẫn còn thiếu. Việc tuân thủ các quy định cho thấy vẫn còn yếu kém thể hiện ở số lượng các yêu cầu báo cáo đột xuất đối với các tổ chức tín dụng trong vài năm qua (mặc dù

lĩnh vực giám sát đã nhận được nhiều hỗ trợ từ cộng đồng các nhà tài trợ và các cấp thẩm quyền).

**41. SBV đã nỗ lực tăng cường tính minh bạch và công bố thông tin, nhưng vẫn chưa bắt kịp được với các nước cùng mức độ phát triển trong khu vực và quốc tế.** SBV đã tăng cường thực hiện tính minh bạch trong hệ thống và đối với công chúng, thể hiện qua dữ liệu và thông tin cung cấp trên trang mạng của SBV và các phương tiện thông tin đại chúng, nhưng vẫn bị tụt hậu so với các nước có cùng mức độ phát triển trong khu vực. Thông tư sửa đổi về công bố thông tin sẽ được ban hành vào khoảng giữa năm 2011 có thể mang lại một số cải thiện đáng kể, mặc dù các quy định về bảo mật hiện hành của chính phủ không cho phép có được những thay đổi có tính toàn diện. Về lĩnh vực này, việc thành lập Vụ Thống Kê và Dự báo đang giúp cải thiện năng lực của SBV trong việc đáp ứng các yêu cầu về công bố thông tin cũng như thực hiện chính sách về tiền tệ và dự báo.

### III. CÁC ĐỘNG THÁI CHÍNH SÁCH GẦN ĐÂY

#### III.A Tất cả mới là sự khởi đầu

**42. Việt Nam đã công bố một loạt chính sách quan trọng trong những tháng gần đây, và nếu các chính sách này được thực hiện tốt sẽ giúp cho Việt Nam đạt được ổn định kinh tế vĩ mô lâu dài.** Sau khi Đại hội Đảng XI thành công tốt đẹp vào tháng 1.2011, chính phủ (và cả chính quyền địa phương) đồng thuận áp dụng các biện pháp mạnh để khôi phục ổn định vĩ mô. Các cơ quan chức năng nhận ra cần phải chú ý tập trung giải quyết vấn đề bất ổn vĩ mô, kể cả khi phải chấp nhận tăng trưởng chậm lại trong ngắn hạn. Chính phủ công khai cho thấy ý định theo đuổi “chính sách tài khóa và tiền tệ thắt chặt và thận trọng” và thông qua Nghị quyết 11, cam kết với các cải cách chính tiền tệ, tài khóa và cơ cấu nhằm làm hạ nhiệt nền kinh tế quá nóng. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam tích cực nhất trong việc công bố các biện pháp tiếp theo theo yêu cầu của Nghị quyết 11, và các nỗ lực tương tự cũng đang được chuẩn bị ở tất cả các bộ ngành liên quan. Chúng tôi tóm tắt ngắn gọn những biện pháp đã đưa ra cho đến nay:

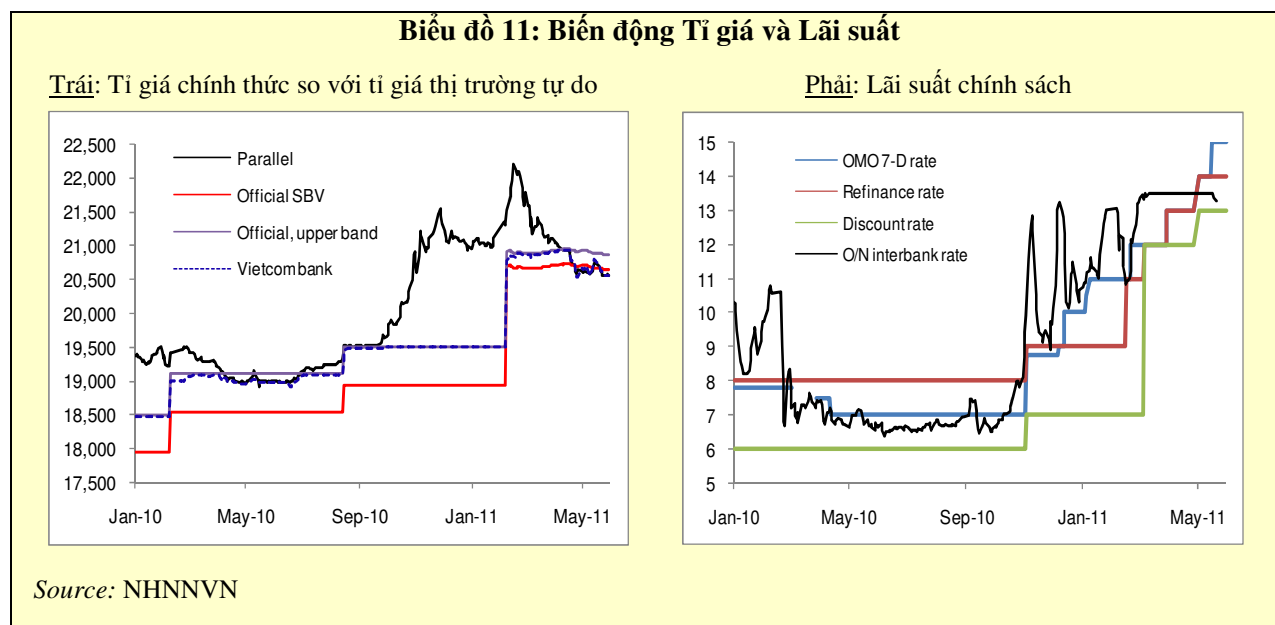
#### *Chính sách Tỷ giá*

- i. Tỷ giá tiền đồng so với đô-la Mỹ đã được điều chỉnh lên 9,3%, biên độ giao dịch thu hẹp từ +/-3 phần trăm xuống còn +/-1 phần trăm. Đây là đợt điều chỉnh tỷ giá lớn nhất kể từ khi tình hình kinh tế vĩ mô bắt đầu trở nên mất ổn định vào năm 2007. Các cơ quan chức năng cũng cho biết tỷ giá trung bình liên ngân hàng sẽ được quản lý linh hoạt hơn, nhất quán với mục tiêu dần dần chuyển sang chế độ tỷ giá linh hoạt. Trong những tuần gần đây, chênh lệch tỷ giá trên thị trường song hành đã dần dần giảm xuống bằng không. Tháng 5.2011, lần đầu tiên trong 37 tháng liên tiếp, tiền đồng được giao dịch tại các ngân hàng thương mại dưới tỷ giá tham chiếu chính thức.
- ii. Trong nỗ lực giảm bớt tình trạng đô-la hóa trong nền kinh tế, một thông tư đã được ban hành vào tháng Tư, cấm các ngân hàng nhận gửi hay cho vay bằng vàng.

- iii. Ngày 31 tháng 5, 2011, Ngân hàng Nhà nước ban hành Thông tư 13, yêu cầu các DNNN phải bán tiền gửi bằng đô-la cho các ngân hàng thương mại.
- iv. Trước tình trạng buôn bán, đầu cơ vàng tràn lan và ngày càng tăng gần như bất hợp pháp, dẫn đến quy mô lỗi và sai số tăng cao trong cân cân thanh toán, Nghị quyết 11 chỉ đạo cho NHNN phải xây dựng một Nghị định về Quản lý Kinh doanh Vàng để ban hành vào quý 2 năm 2011. Nghị định này sẽ tập trung hoạt động xuất khẩu vàng, cấm kinh doanh vàng miếng và ngăn chặn hoạt động buôn lậu vàng qua biên giới. Nghị quyết 11 cũng chỉ đạo các cơ quan chức năng phải đảm bảo hoạt động kinh doanh ngoại tệ và vàng phải tuân thủ pháp luật.

### Chính sách tiền tệ

- i. Trong bốn tháng qua, NHNNVN đã tăng lãi suất cơ bản (tái cấp vốn) từ 8% lên 14% và điều chỉnh tăng lãi suất nghiệp vụ thị trường mở (mua lại/repo) sáu lần – từ 7% lên 15% (hình phải, biểu đồ 11).



- ii. Theo Nghị quyết 11, chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng trong năm 2011 sẽ phải giảm xuống 20% so với 39% năm 2009 và 30% năm 2010. Đây sẽ là chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng thấp nhất trong vòng 10 năm qua. Tương ứng với động thái này, chỉ tiêu tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán M2 được giữ ở mức 15-16% trong năm 2011 – chỉ tiêu tăng trưởng cung tiền thấp nhất kể từ khi bắt đầu cải cách kinh tế hai thập niên trước đây. Tăng trưởng tín dụng và vốn khả dụng trong bốn tháng đầu năm 2011 lần lượt là 5% và 1%, đi đúng hướng nhằm đạt được mục tiêu đề ra cho cả năm.
- iii. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã tăng dự trữ bắt buộc đối với các khoản vay bằng ngoại tệ lên 6% đối với các khoản vay kỳ hạn dưới 12 tháng, và 4% đối với các khoản vay kỳ hạn trên

12 tháng (bắt đầu từ 1 tháng 5); và giới hạn trần lãi suất tiền gửi bằng đồng đô-la là 1% đối với tổ chức và 3% đối với cá nhân. Từ ngày 31 tháng 5, 2011, mức trần lãi suất này tiếp tục được điều chỉnh giảm xuống còn 0.5% đối với tổ chức và 2% đối với cá nhân.

### ***Khu vực ngân hàng***

- i. Nghị quyết 11 yêu cầu các ngân hàng hạn chế cho vay các hoạt động phi sản xuất (bao gồm bất động sản và chứng khoán) không quá 22% tổng dư nợ tín dụng đến ngày 30.6.2011, và không quá 16% đến ngày 31.12.2011. Các ngân hàng không tuân thủ theo yêu cầu này sẽ buộc phải tăng gấp đôi tỉ lệ dự trữ bắt buộc và hạn chế hoạt động kinh doanh. NHNNVN sẽ đánh giá tình hình tuân thủ vào cuối tháng 6.2011.
- ii. Chính phủ đang sửa đổi Quyết định 493 để nâng cấp thông lệ phân loại nợ và trích lập dự phòng trong hệ thống ngân hàng để tiến gần hơn với chuẩn mực quốc tế. Quyết định sửa đổi sẽ được ban hành trong tháng 5.2011.
- iii. Chính phủ cũng khẳng định sẽ tham gia Chương trình Đánh giá Khu vực Tài chính (FSAP) và yêu cầu Ngân hàng Thế giới và Quỹ Tiền tệ Quốc tế hỗ trợ kỹ thuật.

### ***Chính sách tài khóa***

- i. Chính phủ đã công bố sẽ giảm chi thường xuyên ngoài lương xuống thêm 10%, không khởi động mới các dự án xây dựng cơ bản trong khu vực công trong năm nay, bao gồm cả các dự án của DNNN, thông qua đó giảm thâm hụt ngân sách xuống dưới 5% GDP vào năm 2011 (theo định nghĩa của chính phủ Việt Nam) – tương ứng với giảm 1 điểm phần trăm trong năm 2010 và 0,3 điểm phần trăm dự toán ngân sách năm 2011.
- ii. Tuy nhiên, những nỗ lực cắt giảm chi tiêu công bằng cách ngừng lại các dự án lãng phí không đạt được tiến độ mong muốn. Vẫn chưa có công bố chính thức nào về mức cắt giảm ngân sách đầu tư (xây dựng cơ bản) chính xác là bao nhiêu trong năm 2011, mặc dù báo chí đưa tin cho biết mức cắt giảm do Bộ Kế hoạch và Đầu tư đề xuất là khá lớn.

### ***Doanh nghiệp nhà nước***

- i. Chính phủ đã yêu cầu các Tập đoàn Kinh tế chủ chốt thực hiện kiểm toán độc lập theo chuẩn quốc tế và báo cáo kết quả vào cuối năm 2011. Bộ Kế hoạch và Đầu tư được yêu cầu rà soát các khoản vay và dự án đầu tư theo kế hoạch của các DNNN để xác định các dự án phải ngừng triển khai hoặc cắt giảm quy mô. Báo cáo của BKH&ĐT đến hạn trình ra Quốc hội vào cuối tháng 3.2011. Nghị quyết 11 cũng cho thấy chính phủ sẽ đẩy nhanh tiến độ cổ phần hóa và tăng cường công tác quản trị doanh nghiệp ở các DNNN, mặc dù các biện pháp chính xác vẫn chưa được làm cụ thể.

***Các biện pháp tái cơ cấu khác.***

- i. Chính phủ đang soạn thảo một Thông tư nhằm tăng cường việc công khai thông tin và các chính sách ảnh hưởng đến quản lý tiền tệ và hoạt động ngân hàng, bao gồm việc đệ trình các số liệu thống kê then chốt cho Ban Thống kê Tài chính Quốc tế của IMF theo đúng lịch trình. Dự thảo thông tư đã được gửi cho Ngân hàng Thế giới để xem xét. Cuối cùng, chính phủ đang chuyển từ cơ chế quản lý hành chính trong việc ấn định giá cả cho các hàng hóa chủ chốt như điện, khí đốt và xăng dầu sang một cơ chế dựa vào thị trường. Chính phủ đã công bố tăng giá điện 15,3%, tăng giá ga 18% và giá dầu hỏa 21%. Ngoài ra, Nghị quyết 11 cũng chỉ thị cho Bộ công thương soạn thảo quy định về việc thiết lập cơ chế thị trường trong việc quy định giá điện.

**43. Các biện pháp chính sách nói trên, theo quan điểm của chúng tôi, là một kế hoạch đáng tin cậy để Việt Nam thiết lập lại ổn định kinh tế vĩ mô.** Các biện pháp này đã được chính phủ thảo luận rộng rãi, cùng với các đại diện của các DNNN lớn và các nhà kinh tế độc lập của Việt Nam. Kế hoạch nhận được sự ủng hộ rộng rãi của các bộ ngành trung ương và các ủy ban tài chính ngân sách của Quốc hội. Các thị trường tài chính quốc tế đã có phản ứng tích cực trước những thông báo gần đây, biểu hiện qua việc chênh lệch lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam liên tục giảm trong những ngày vừa qua. Đây là dấu hiệu tốt lành của việc thực hiện thành công Nghị quyết 11.

**44. Mặc dù đã có những thành công bước đầu, song các cơ quan chức năng cần phải thận trọng tránh “tuyên bố chiến thắng quá sớm” trong cuộc chiến nhằm bình ổn kinh tế vĩ mô.** Đáng tiếc là việc thực hiện Nghị quyết 11 không phải chỗ nào cũng đạt kết quả tốt như nhau. Những nỗ lực cắt giảm ngân sách đầu tư đã bị trì hoãn, chưa có sự đồng thuận về việc giảm thâm hụt ngân sách xuống mức bền vững hơn là 3% GDP. Tương tự, tính chất cải cách các DNNN cũng chưa được cụ thể hóa một cách đầy đủ, bao gồm cải thiện công tác quản trị doanh nghiệp, tăng cường kiểm toán và đẩy nhanh tiến độ cổ phần hóa. Có một số biện pháp đưa ra nhằm cải thiện thông tin liên lạc với thị trường, mặc dù những hành động cải cách có ý nghĩa hơn trong lĩnh vực này chưa phù hợp với luật pháp hiện hành về bí mật nhà nước. Tương tự, cần liên tục cập nhật và tăng cường hệ thống quản lý nhằm ngăn chặn trước các vấn đề phát sinh trong khu vực ngân hàng. Với dự kiến tăng trưởng trong năm 2011 sẽ giảm sút, sẽ có lúc nảy sinh nhu cầu nói lỏng chính sách tiền tệ và tài khóa và trì hoãn những cải cách cơ cấu. Nếu nhượng bộ cho những nhu cầu này có thể làm cho nền kinh tế phải trả giá.

**45. Mặc dù chưa có lịch trình rõ ràng cho việc chấm dứt các biện pháp bình ổn, song việc xác định các chỉ số để đo lường tiến độ thực hiện sẽ là việc làm hữu ích.** Tình hình hiện nay đặt các cơ quan chức năng trước cơ hội tốt để khôi phục lại sự tín nhiệm của mình bằng cách cương quyết thực hiện Nghị quyết 11 một cách hiệu quả. Và theo ý kiến của chúng tôi, điều quan trọng là lập trường chính sách hiện nay phải được duy trì cho đến khi đạt được ít nhất là ba mốc quan trọng dưới đây: (i) lạm phát trở về mức ổn định, một chữ số; (ii) chênh lệch tỉ giá hoàn toàn bị xóa bỏ; và (iii) dự trữ ngoại hối đủ cho ít nhất 2,5 tháng nhập khẩu.

#### IV. TRIỂN VỌNG TRONG VÀ SAU NĂM 2011

**46. Với sự bất trắc đáng kể trong triển vọng kinh tế toàn cầu và bối cảnh chính sách kinh tế trong nước có nhiều thay đổi, dự báo của chúng tôi về triển vọng nền kinh tế Việt Nam dựa trên một số giả định lớn.** Chúng tôi sử dụng những dự báo mới nhất của Ngân hàng Thế giới về tỉ lệ tăng trưởng kinh tế toàn cầu là 3,3% và của khu vực Đông Á đang tăng trưởng nhanh là 8,2%. Chúng tôi giả định rằng sẽ không có các cú sốc về giá lương thực và giá nhiên liệu toàn cầu mới, và giá cả trong giai đoạn tháng 3-5/2011 đã là mức giá cao nhất trong năm 2011. Chúng tôi cũng giả định rằng giá nhiên liệu và giá điện trong nước sẽ không có đợt tăng giá mạnh ngoài tiền liệu trong những tháng còn lại của năm 2011. Và quan trọng hơn cả, chúng tôi ngầm định rằng Nghị quyết 11 sẽ được thực hiện quyết liệt và hiệu quả, trong đó điều quan trọng là sẽ đạt được chỉ tiêu tăng tổng phương tiện thanh toán và tín dụng. Với sự lạc quan làm cơ sở cho những giả định này, dự báo của chúng tôi về nền kinh tế Việt Nam thiên theo chiều hướng đi lên.

**47. Chúng tôi dự kiến tình hình sẽ dần dần được cải thiện trong sáu tháng cuối năm 2011.** Sự cải thiện này bao gồm việc lạm phát sẽ giảm chậm nhưng vững chắc, tốc độ tăng trưởng đến cuối năm sẽ phục hồi ở mức khiêm tốn và tình hình cán cân đối ngoại không xấu đi nhiều. Trong năm 2012 Việt Nam sẽ có mức cải thiện tốt hơn, mặc dù nếu không có những hành động quyết đoán và mạnh bạo về mặt cơ cấu thì chúng tôi cho rằng Việt Nam sẽ không thể quay trở lại được thời tăng trưởng hoàng kim trước khi khủng hoảng trong ngắn hạn đến trung hạn.

**48. Mặc dù kinh tế trong nước đi chậm lại và kinh tế toàn cầu nhiều bất trắc, song ngành xuất khẩu sẽ vẫn đạt kết quả tốt như năm ngoái.** Nhu cầu đối với các mặt hàng xuất khẩu từ các ngành thâm dụng lao động và nông sản của Việt Nam vẫn được duy trì trong năm 2011. Tuy nhiên, tăng trưởng xuất khẩu mạnh hơn cũng sẽ làm cho giá trị nhập khẩu tăng do hàng xuất khẩu của Việt Nam phải sử dụng nhiều nguyên liệu nhập khẩu. Do vậy, chúng tôi dự kiến thâm hụt thương mại trong năm 2011 sẽ cao hơn một chút so với năm 2010 cả về giá trị tuyệt đối lẫn tính theo tỉ trọng trên GDP. Thâm hụt thương mại tăng và khiếu nại dự kiến giảm sẽ làm cho thâm hụt cán cân vãng lai tăng khoảng một điểm phần trăm – từ 4% GDP lên khoảng 5%. Thâm hụt cán cân vãng lai tăng có thể đi kèm với sự sụt giảm trong luồng vốn đổ vào, do FDI đang chững lại và khả năng đầu tư gián tiếp cũng giảm trong bối cảnh biến động kinh tế vĩ mô vẫn đang tiếp diễn. Tuy nhiên, chúng tôi dự kiến tình trạng “biến vốn” (capital flight) trong nước sẽ giảm trong năm 2011, giúp cho Ngân hàng Nhà nước Việt Nam dần dần củng cố được dự trữ ngoại hối.

**49. Việc thực thi Nghị quyết 11 sẽ góp phần làm giảm tốc độ lạm phát trong sáu tháng cuối năm 2011.** Chỉ số giá tiêu dùng của Việt Nam đã tăng đến 19,8% (so với cùng kỳ năm trước) vào thời điểm tháng 5/2011, là mức cao nhất trong vòng 26 tháng qua. Đây là hệ quả của tình trạng giá lương thực và nhiên liệu thế giới tăng cao, ảnh hưởng của việc điều chỉnh mạnh giá cả trong nước đối với một số mặt hàng chủ chốt (điện, xăng dầu...) và các sản phẩm nhập khẩu



tác động rất nhanh đến giá cả trong nước do đồng Việt Nam mất giá. Dự kiến tỉ lệ lạm phát so với cùng kỳ năm trước có thể lên đến đỉnh điểm vào cuối quý hai và sau đó bắt đầu giảm xuống khoảng 15% tính vào thời điểm tháng 12/2011. Dự báo lạm phát trong năm 2011 phụ thuộc rất nhiều vào việc liệu gói chính sách của chính phủ (Nghị quyết 11) có thành công hay không trong việc giành lại uy tín chính sách và lòng tin của các nhà đầu tư trong và ngoài nước. Do vậy thực hiện chính sách một cách cương quyết và kiên trì sẽ là yếu tố then chốt để kiềm chế lạm phát, xây dựng lòng tin và cải thiện tình hình cán cân đối ngoại.

**50. Triển vọng tăng trưởng ngắn hạn của Việt Nam vẫn đầy thách thức.** Nền kinh tế bắt đầu tăng trưởng chậm lại vào quý 1 năm 2011, khi tác động toàn diện của lạm phát cao và các biện pháp bình ổn vẫn chưa thể hiện hết. Quý hai và ba năm 2011 sẽ khó khăn hơn quý 1, mặc dù những dự báo gần đây của Bộ Kế hoạch và Đầu tư cho thấy nền kinh tế sẽ tăng trưởng vào khoảng 5,6% trong sáu tháng đầu năm. Thắt chặt chính sách tiền tệ và tài khóa sẽ làm giảm tăng trưởng đầu tư, trong khi lãi suất tăng mạnh và áp lực lạm phát gia tăng sẽ tác động tiêu cực đến tiêu dùng cá nhân. Chi phí sản xuất cao hơn cũng sẽ làm giảm tiềm năng tăng trưởng của khối doanh nghiệp. Thu hẹp hoạt động trong khối sản xuất cũng sẽ cản bước tăng trưởng của các hoạt động dịch vụ trong năm nay. Tuy nhiên, với giả định là các biện pháp chính sách của chính phủ sẽ khôi phục được lòng tin và lấy lại đà tăng trưởng, chúng tôi dự kiến nền kinh tế sẽ đạt được tốc độ tăng trưởng khoảng gần 6%.

**51. Với sự lạc quan làm cơ sở cho những giả định của chúng tôi, dự báo về triển vọng nền kinh tế Việt Nam mà chúng tôi đưa ra cũng đứng trước một số rủi ro theo chiều hướng xấu đi.** Các rủi ro chính bao gồm việc dừng thực thi các biện pháp bình ổn quá sớm, các vấn đề trong hệ thống ngân hàng và khu vực doanh nghiệp nhà nước quay trở lại, giá cả hàng hóa thế giới tiếp tục tăng cao và cuộc khủng hoảng nợ chính phủ ở Châu Âu đến hồi kịch phát và gây ảnh hưởng lây lan ra những khu vực khác trên thế giới.



**PHỤ LỤC:**  
**ƯỚC TÍNH CHỈ SỐ BÌNH ỔN KINH TẾ VĨ MÔ CỦA VIỆT NAM (VIMS)**

A1. **Khi một quốc gia thường xuyên phải đối mặt với những cơn mất ổn định kinh tế vĩ mô, người ta thường so sánh mức độ nghiêm trọng của cơn sốc này với cơn sốc khác.** Việt Nam ít nhất đã hứng chịu hai đợt tăng trưởng nóng trong vòng ba năm vừa qua, lần đầu tiên vào năm 2008 và lần thứ hai vào cuối năm 2010, hiện vẫn đang tiếp diễn. Việt Nam cũng hứng chịu ít nhất một lần sụt giảm hoạt động kinh tế và giảm phát rất nhanh – trùng với cơn khủng hoảng kinh tế toàn cầu – cũng có thể coi là một đợt mất ổn định kinh tế vĩ mô. Trong bối cảnh lạm phát cao và thị trường ngoại hối biến động như hiện nay, người ta thường đặt câu hỏi liệu cơn bất ổn kinh tế vĩ mô 2010-11 có tính chất nghiêm trọng nhiều hơn hay ít hơn so với năm 2008?

A2. **Hiện nay vẫn chưa có một kỹ thuật tiêu chuẩn nào để đo lường mức độ nghiêm trọng của sự bất ổn kinh tế vĩ mô.** Trên thực tế, vấn đề không chỉ nằm ở chỗ tìm ra kỹ thuật đúng. Nó bắt đầu từ khái niệm ‘bất ổn kinh tế vĩ mô’, thường được sử dụng rộng rãi trong các tài liệu chính sách, song gần như chưa bao giờ được định nghĩa một cách thực sự. Một nghiên cứu của Elbadawi và Schmidt-Hebbel (1998) đã cố gắng đo lường tình trạng mất ổn định vĩ mô bằng một nhóm chỉ số chính sách tài chính vĩ mô – tỉ lệ thâm hụt của khu vực công trên GDP – và các chỉ số khủng hoảng tài chính vĩ mô, được hiểu là sự mất cân bằng tài chính và kinh tế vĩ mô trầm trọng trong các lĩnh vực chính sách tài khóa, tiền tệ và tỉ giá thực. Tuy nhiên, phiên bản mất ổn định kinh tế vĩ mô của hai tác giả này không hoàn toàn phù hợp với bối cảnh Việt Nam vì hai lý do. Thứ nhất, định nghĩa của họ quá rộng – mọi yếu tố bất ổn trong điều kiện kinh tế vĩ mô của một quốc gia đều được đưa vào trong chỉ số này – để có thể phân biệt được giữa bất ổn do các yếu tố mang tính chu kỳ gây ra và bất ổn do các yếu tố bất nguồn từ cơ cấu. Thứ hai, chỉ số này có thể xây dựng với tần suất một năm hay một quý một lần, như vậy cũng không có ý nghĩa gì nếu như mục đích là ước tính một chỉ số có tần suất cao mà các nhà hoạch định chính sách có thể dùng để giám sát các điều kiện kinh tế vĩ mô và đưa ra những điều chỉnh chính sách kịp thời giữa hành trình.

A3. **Bất ổn kinh tế vĩ mô của Việt Nam thường được thể hiện qua tình trạng mất ổn định về tỷ giá và ngoại hối, nên một thước đo phù hợp hơn có thể là một chỉ số đo áp lực thị trường ngoại hối (EMP), được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu về khủng hoảng tiền tệ hoặc tài chính.** Định nghĩa phổ biến nhất về chỉ số EMP là một biến phức, tổng hợp của ba biến dưới đây: tỉ giá, dự trữ ngoại hối và lãi suất (xem Eichengreen, Rose & Wyplosz (1994) và Kaminsky & Reinhart (1999)). Biết rằng biến động khá lớn của một biến thành phần có thể chi phối chiều hướng biến động của toàn bộ chỉ số EMP, nên cách làm phổ biến là dùng hàm nghịch đảo của phương sai hoặc giá trị lệch chuẩn của chuỗi làm trọng số tương ứng.

A4. **Đối với Việt Nam, chúng tôi đề xuất ước tính Chỉ số Ổn định Kinh tế Vĩ mô (VIMS), là một phiên bản điều chỉnh của EMP.** Các chỉ số EMP được xây dựng hầu như chỉ để đo lường sự mất ổn định của thị trường ngoại hối, là một nguyên nhân quan trọng của tình hình bất ổn vĩ mô ở Việt Nam. Một nguyên nhân gây bất ổn khác là tỉ lệ lạm phát. Do vậy chúng tôi đề xuất chỉ số VIMS, bao gồm bốn biến số sau: tỉ giá, dự trữ ngoại hối, lãi suất và tỉ lệ lạm phát như trình bày trong phương trình dưới đây. Chúng tôi cũng sử dụng hàm nghịch đảo của độ lệch chuẩn chứ không dùng phương sai của chuỗi làm trọng số để ước tính.

$$VIMS_t = \frac{1}{\sigma_e} [E_t^p - E_t^p] - \frac{1}{\sigma_R} \left[ \frac{R_t - R_{t-1}}{R_{t-1}} \right] + \frac{1}{\sigma_i} [i_t^{VN} - i_t^{US}] + \frac{1}{\sigma_\pi} [\pi_t^{VN} - \pi_t^{US}]$$

trong đó:

$VIMS_t$ : Chỉ số Ổn định Kinh tế Vĩ mô của Việt Nam trong tháng t.

$E_t^p$ : tỉ giá danh nghĩa giữa đồng Việt Nam và đô-la Mỹ trên thị trường tự do trong tháng t

$E_t^p$ : tỉ giá danh nghĩa giữa đồng Việt Nam và đô-la Mỹ trên thị trường chính thức trong tháng t

$\sigma_e$ : độ lệch chuẩn của  $[E_t^p - E_t^p]$

$R_t$ : mức dự trữ ngoại hối trong tháng t

$\sigma_R$ : độ lệch chuẩn của  $\left[ \frac{R_t - R_{t-1}}{R_{t-1}} \right]$

$i_t^{VN}$ : lãi suất danh nghĩa của Việt Nam trong tháng t

$i_t^{US}$ : lãi suất danh nghĩa của Mỹ trong tháng t

$\sigma_i$ : độ lệch chuẩn của  $[i_t^{VN} - i_t^{US}]$

$\pi_t^{VN}$ : lạm phát của Việt Nam trong tháng t

$\pi_t^{US}$ : lạm phát của Mỹ trong tháng t

$\sigma_\pi$ : độ lệch chuẩn của  $[i_t^{VN} - i_t^{US}]$

**A5. Đồng thời với việc sử dụng VIMS để ra các quyết định chính sách, cần phải hiểu rõ những hạn chế của chỉ số này.** VIMS là một chỉ số phức hợp và giá trị của nó có thể biến động phụ thuộc vào khoảng thời gian dùng để ước tính, quốc gia được lựa chọn để tham chiếu (trong trường hợp này chúng tôi tham chiếu với Mỹ), cách tính trọng số (xem phân biện của Li, Rajan và Willett (2006)) và các biến số cụ thể được sử dụng trong phép ước tính (ví dụ như lãi suất repo qua đêm hoặc lãi suất liên ngân hàng 6 tháng). Do vậy, thay vì quá tập trung vào một giá trị VIMS cụ thể, nên nhấn mạnh hơn đến xu hướng và phương hướng thay đổi.

### **Tài liệu tham khảo**

Eichengreen, Barry, Andrew Rose, and Charles Wyplosz (1994). "Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates: An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System," Working Papers 4898, National Bureau of Economic Research.

Elbadawi, I. et K. Schmidt-Hebbel (1998) : "Macroeconomic Policies, Instability and Growth in the World," *Journal of African Economies*, 7, 116-168.

Kaminsky, Graciela and Carmen Reinhart (1999). "The Twin Crises: Causes of Banking and Balance-of-Payments Crises," *American Economic Review*, 89: 473-500.

Jie Li, Ramkishan S. Rajan and Thomas Willett (2006), "Measuring Currency Crises Using Exchange Market Pressure Indices: The Imprecision of Precision Weights" *Working Papers series in Economics*, School of Politics and Economics, Claremont Graduate University