

ĐIỂM LẠI

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

**Báo cáo của Ngân hàng Thế giới
Hội nghị giữa kỳ Nhóm tư vấn các nhà tài trợ cho Việt Nam
Sapa, 5-6 tháng 06 năm 2008**

Báo cáo này do Đinh Tuấn Việt, Keiko Kubota và Martin Rama thực hiện, với sự đóng góp của Noritaka Akamatsu, Nguyễn Văn Minh, Peter Rosner và Carolyn Turk, dưới sự chỉ đạo chung của Vikram Nehru. Trần Thị Ngọc Dung phụ trách thư ký biên soạn.

TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI: 1 ĐÔ LA MỸ = 16.107 ĐỒNG
NĂM TÀI KHÓA CỦA CHÍNH PHỦ TÍNH TỪ NGÀY 1 THÁNG 1 ĐẾN NGÀY 31 THÁNG 12

CÁC TỪ VIẾT TẮT

DNNN	Doanh nghiệp Nhà nước
FDI	Đầu tư trực tiếp nước ngoài
GDP	Tổng sản phẩm quốc nội
HASTC	Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội
HOSE	Sở giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh
IMF	Quỹ tiền tệ quốc tế
NHCP	Ngân hàng Thương mại Cổ phần
NHNN	Ngân hàng Nhà nước Việt Nam
NHTMNN	Ngân hàng Thương mại Quốc doanh
ODA	Viện trợ Phát triển Chính thức
P/E	Hệ số Giá/Thu nhập
TCHQ	Tổng cục Hải quan
TCT	Tổng Công ty
TCTK	Tổng cục thống kê
TĐKT	Tập đoàn kinh tế

MỤC LỤC

TÓM TẮT	i
Môi trường kinh tế toàn cầu trở nên bất ổn hơn	1
Áp lực âm ỉ do giá dầu và giá lương thực tăng	2
Lạm phát tăng tốc.....	3
Tác động xã hội của tình trạng giá cả tăng cao	5
Nhập khẩu tăng vọt	6
Tài khoản vãng lai tiếp tục thâm hụt.....	8
Nguyên nhân tình trạng kinh tế quá nóng	9
Các giải pháp chính sách và tình hình thực hiện	11
Có hiệu quả hay không?.....	12
Chính sách tỉ giá.....	13
Giá tài sản sụt giảm.....	15
Hoạt động Kinh tế: Mục tiêu và Dự báo.....	16

Biểu đồ

Biểu đồ 1: Chỉ số giá hàng hóa trên thế giới.....	2
Biểu đồ 2: Giá gạo trên thị trường thế giới	2
Biểu đồ 3: Giá xăng dầu trên thị trường trong nước và thế giới.....	3
Biểu đồ 4: Chỉ số Giá Tiêu dùng của Việt Nam	4
Biểu đồ 5: Tăng trưởng tiền tệ và tín dụng	4
Biểu đồ 6: Các hộ gia đình bán lương thực và bán gạo theo vùng	6
Biểu đồ 7: Giá nhập khẩu trung bình một số mặt hàng	8
Biểu đồ 8: Cán cân mậu dịch và Tài khoản vãng lai	8
Biểu đồ 9: Tăng trưởng Tín dụng và Cơ cấu tín dụng	10
Biểu đồ 10: Độ trễ thời gian giữa xung lực và kết quả.....	13
Biểu đồ 11: Tỉ giá danh nghĩa và tỉ giá thực tế.....	14
Biểu đồ 12: Chỉ số thị trường chứng khoán Việt Nam	16

Bảng

Bảng 1: Môi trường kinh tế quốc tế.....	1
Bảng 2: Phân phối tỉ lệ nghèo theo dân số.....	5
Bảng 3: Cơ cấu nhập khẩu và tăng trưởng.....	7
Bảng 4: Tóm tắt cán cân thanh toán.....	9
Bảng 5: Đầu tư của các Tập đoàn Kinh tế và các Tổng Công ty.....	11
Bảng 6: Tăng trưởng GDP theo ngành	17
Bảng 7: Cơ cấu và Tình hình Tăng trưởng Xuất khẩu.....	18

TÓM TẮT

Các điều kiện kinh tế vĩ mô toàn cầu đã trở nên khó khăn hơn kể từ nửa cuối năm 2007. Tốc độ tăng trưởng chậm lại của các nước công nghiệp đi kèm với sự bất ổn định trên thị trường tài chính và sự leo thang của giá cả hàng hóa trên thị trường thế giới. Việc giá gạo và giá xăng dầu trên thế giới tăng nhanh là mối quan ngại đặc biệt đối với Việt Nam. Các quy định về hạn chế xuất khẩu đối với gạo và ngừng tăng giá xăng dầu trong nước đã ngăn không cho các cơn sốt này ảnh hưởng quá nhiều tới giá tiêu dùng. Một vụ mùa bội thu sẽ giúp làm giảm cơn sốt về lúa gạo. Tuy nhiên, sức ép lạm phát vẫn còn âm ỉ, làm gia tăng tác động xã hội của việc giá cả tăng cao trong những tháng vừa qua.

Việt Nam phải được lợi nhiều hơn từ việc tăng giá lương thực, đặc biệt là gạo, bởi Việt Nam là nước xuất khẩu ròng. Tuy nhiên, chỉ có chưa đến một nửa số hộ gia đình ở Việt Nam là người bán lương thực ròng và một tỷ lệ còn thấp hơn nữa là người bán lúa gạo ròng. Do tác động phân phối phức tạp của việc giá lương thực tăng cao nên các biện pháp chung chung có thể là không thích hợp. Các biện pháp nhằm làm giảm giá gạo có thể có lợi cho người dân thành phố, song lại bất lợi đối với hơn một nửa số hộ nghèo ở vùng đồng bằng sông Hồng. Còn về biện pháp bổ sung cân đối, cần phải xác lập được đúng mục tiêu. Song ở Việt Nam, công tác xác lập mục tiêu mới chỉ được làm tốt đối với các vùng nông thôn nghèo và các nhóm dân tộc ít người vốn không phải là những đối tượng chịu thiệt hại nhiều trong tình hình kinh tế hiện nay.

Tuy nhiên, nhìn chung thì các khó khăn về kinh tế vĩ mô hiện nay ở Việt Nam đều xuất phát từ các nguyên nhân trong nước. Tuy phải đối mặt với các dòng vốn ồ ạt đổ vào trong năm 2007, Chính phủ vẫn lựa chọn ưu tiên đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng. Các cơ quan chức năng phụ trách về tiền tệ đã mua vào một lượng lớn ngoại tệ để ngăn không cho tiền đồng lên giá, rồi sau đó đã không thể nâng cao tính thanh khoản qua việc bán trái phiếu. Mức tăng cơ sở tiền tệ đã dẫn đến việc tín dụng tăng trưởng nhanh chóng, chủ yếu là do các ngân hàng cổ phần. Kết quả là lạm phát gia tăng và bong bóng nhà đất ngày càng lớn. Tình trạng bong bóng trong nhập khẩu hàng tiêu dùng khiến nhập siêu cao hơn, chủ yếu gắn với việc mua sắm hàng hóa đầu tư và hàng hóa trung gian. Hoạt động đầu tư của các tập đoàn kinh tế và tổng công ty ra ngoài ngành nghề kinh doanh chính của các đơn vị này đã khiến cho giá tài sản tăng vọt.

Để đối phó với tình hình kinh tế vĩ mô đang ngày càng trở nên khó khăn hơn, trong tháng Hai và tháng Ba năm 2008, Chính phủ đã chuyển hướng ưu tiên sang ổn định kinh tế. Nhiều biện pháp đã được thực hiện nhằm kìm bớt tốc độ tăng trưởng tín dụng, với mục tiêu giảm tỷ lệ này xuống còn 30% tính đến cuối năm nay. Gói chính sách bình ổn kinh tế được công bố còn bao gồm cả việc cắt giảm chi tiêu của Chính phủ, ngừng các dự án đầu tư công kém hiệu quả, tạm dừng các dự án mới và cho phép áp dụng tỉ giá linh hoạt hơn. Mục tiêu tăng trưởng GDP cho năm 2008 đã được điều chỉnh giảm từ 8,5-9% xuống còn 7%.

Có những dấu hiệu cho thấy gói chính sách bình ổn kinh tế tỏ ra hiệu quả, bởi giá cả các mặt hàng phi lương thực bắt đầu giảm so với những tháng trước và mức tăng nhập khẩu

hàng tháng cũng giảm so với cùng kỳ năm ngoái. Thị trường chứng khoán đã hạ nhiệt và có bằng chứng cho thấy thị trường bất động sản cũng vậy. Điều này gợi ý về sự cần thiết phải tiếp tục thắt chặt chính sách tiền tệ.

Tuy nhiên, cũng cần thực hiện các biện pháp khác trong gói chính sách này. Điều chỉnh về tài chính là việc làm cần thiết để tránh đặt toàn bộ gánh nặng bình ổn lên tỉ giá. Phụ thuộc quá nhiều vào chính sách thắt chặt tiền tệ sẽ chỉ khiến cho thị trường tài sản suy yếu và gây rủi ro cho các ngân hàng cổ phần trước đây đã cho vay quá nhiều để đầu tư tài chính và bất động sản. Trong thời điểm hiện nay, chênh lệch do lạm phát giữa Việt Nam và các đối tác thương mại của Việt Nam đã khiến tiền đồng tăng giá. Việc để mất khả năng cạnh tranh là một động thái không mong đợi trong thời điểm mức thâm hụt thương mại lên cao như vậy.

Nhìn nhận một cách tích cực thì quyết tâm thực hiện gói chính sách bình ổn kinh tế của Chính phủ sẽ không làm tốc độ tăng trưởng kinh tế bị chậm lại đáng kể. Sức ì “thống kê” có nghĩa là tỷ lệ tăng GDP trong năm 2008 vẫn cao, ngay cả khi chỉ đạt mục tiêu 7% trong các quý còn lại của năm. Xét từ góc độ này, chi phí để quyết tâm chặn đứng lạm phát và nhập siêu sẽ không phải là quá cao. Lúc này, Việt Nam hoàn toàn có thể dành ưu tiên cho mục tiêu ổn định kinh tế.

Môi trường kinh tế toàn cầu trở nên bất ổn hơn

Trong nửa cuối năm 2007, điều kiện kinh tế vĩ mô toàn cầu trở nên càng khó khăn hơn. Các dự báo tăng trưởng trên thế giới đều phải điều chỉnh theo hướng giảm xuống, và dự báo năm 2008 thấp hơn 2007 (Bảng 1). Các thị trường tín dụng thắt chặt dưới ảnh hưởng ngày càng sâu rộng hơn của tình trạng rối loạn trên thị trường cầm cố cho vay mua bất động sản của Mỹ. Diễn biến và ảnh hưởng của tình trạng rối loạn này đối với tăng trưởng, thương mại và dòng vốn là những yếu tố bất ổn lớn nhất đối với các nhà hoạch định chính sách kinh tế trên thế giới, trong đó có Việt Nam .

Bảng 1: Môi trường kinh tế quốc tế

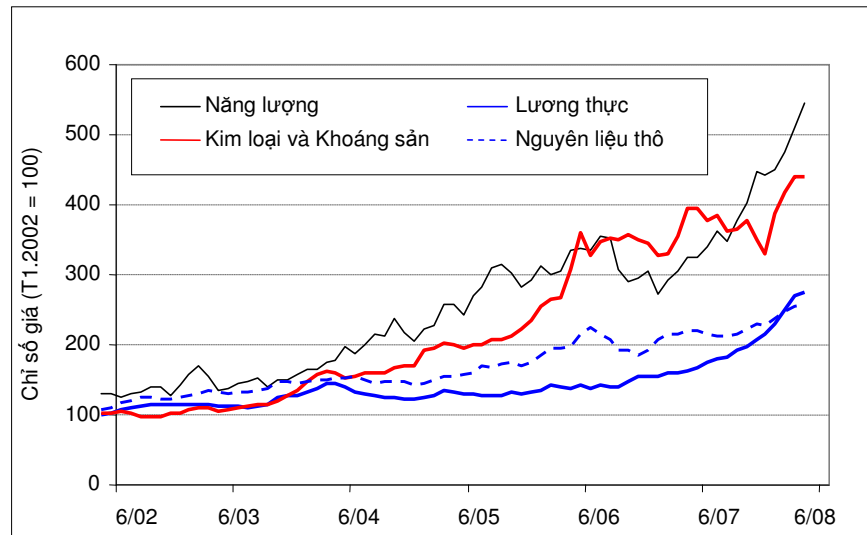
	2007	2008	2009
Tăng trưởng Tổng sản phẩm quốc nội (GDP) (%)			
Thế giới	3,6	2,4 - 2,8	2,8 - 3,2
Các nước thu nhập cao thuộc khối OECD	2,5	1,1 - 1,6	1,4 - 2,0
Mỹ	2,2	0,5 - 1,4	1,0 - 2,0
Khu vực châu Âu	2,7	1,3 - 1,7	1,5 - 1,9
Nhật Bản	2,1	1,3 - 1,7	1,6 - 2,0
Các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển	7,9	6,7	6,6
Đông Á	8,7	7,3	7,4
Thương mại thế giới (phần trăm thay đổi)	7,5	4,0 - 5,0	5,0 - 6,0
Giá dầu (US\$/thùng)	71,1	108,1	105,5
Giá hàng hóa phi dầu (phần trăm thay đổi)	15,8	10 - 12	-10 - 0

Nguồn: Ngân hàng Thế giới (2008) và Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) (2008).

Tác động trực tiếp của cơn bão tài chính của Mỹ đối với Việt Nam được ước tính ở mức độ hạn chế, vì các định chế tài chính của Việt Nam tham gia sâu rộng và tích cực trên thị trường cung cấp những công cụ tài chính mới. Tuy nhiên, vẫn có thể có những tác động gián tiếp. Các nhà đầu tư rút chạy khỏi thị trường Mỹ có thể đổ vào Việt Nam để tìm kiếm lợi nhuận cao hơn; hoặc tâm lý các nhà đầu tư có thể quay lưng lại với những thị trường mới nổi, như họ vẫn thường làm trong những giai đoạn rối loạn. Những động thái gần đây trên thị trường thứ cấp cho thấy kịch bản thứ hai dễ có khả năng xảy ra hơn. Quan niệm cho rằng tình hình không cải thiện có thể dẫn đến phản ứng bầy đàn trong các nhà đầu tư, kể cả khi thị trường có nền tảng tốt.

Giá cả lương thực, xăng dầu, khoáng sản và vật liệu xây dựng tăng lên không ngừng là những mối lo sát sườn hơn (Biểu đồ 1). Giá dầu đã tăng gấp ba kể từ 2003, và giá cả các mặt hàng phi dầu tăng gấp đôi. Xu hướng này đã bắt rễ rất sâu và sẽ tiếp tục trong thời gian tới. Tuy nhiên, xu hướng này có vẻ tăng nhanh hơn trong những tháng gần đây, đặc biệt là giá dầu và lương thực.

Biểu đồ 1: Chỉ số giá hàng hóa trên thế giới

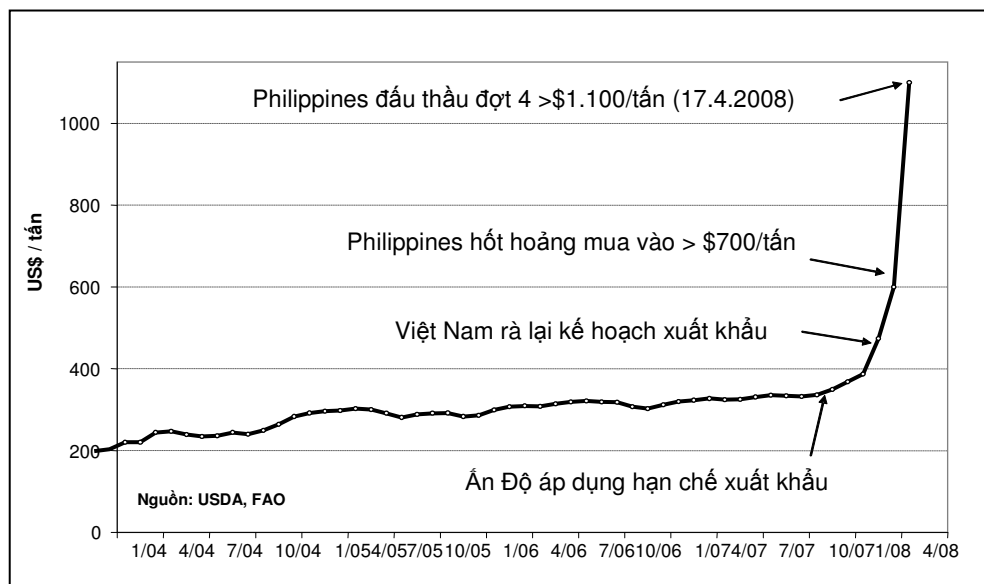


Nguồn: Ngân hàng Thế giới.

Áp lực âm ỉ do giá dầu và giá lương thực tăng

Những diễn biến về thị trường gạo thế giới đặc biệt quan trọng đối với Việt Nam. Vấn đề được đặc biệt quan tâm là tình trạng giá trên thị trường thế giới tăng mạnh từ tháng 10 năm 2007. Trong giai đoạn này, một số nước đang phát triển đã áp dụng các biện pháp an ninh lương thực, nhằm đảm bảo giá gạo trong nước duy trì ở mức hợp lý hoặc tăng cường dự trữ. Mặc dù những biện pháp này là dễ hiểu, song chúng đã dẫn tới tình trạng giá gạo thế giới leo thang rất nhanh (Biểu đồ 2).

Biểu đồ 2: Giá gạo trên thị trường thế giới

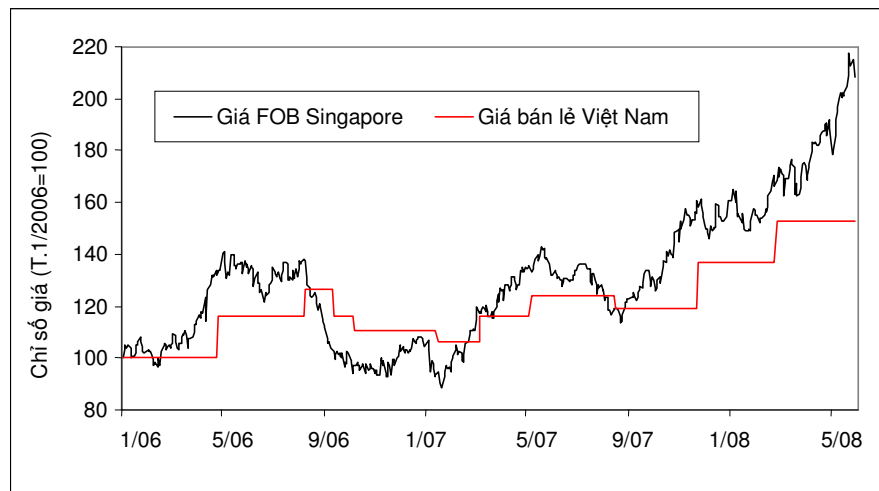


Nguồn: Theo số liệu của Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ và Tổ chức Lương thực Thế giới (FAO).

Có thể chờ đợi giá gạo thế giới sẽ giảm khi đến vụ thu hoạch tới. Tuy nhiên, giá sẽ không giảm đến mức đủ để đưa giá gạo thế giới quay trở lại mức cuối năm 2007. Trong khi đó, giá gạo ở Việt Nam tăng ít hơn nhiều so với giá gạo thế giới. Khi Việt Nam dỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu gạo, khoảng vào mùa hè này, thì chênh lệch giá cả sẽ là một nguồn gây áp lực lạm phát.

Tình hình đối với giá xăng dầu cũng tương tự. Chính phủ đã áp dụng một chính sách cương quyết là bảo trợ giá đối với các nhà phân phối trong nước. Kết quả là giá bán lẻ trong nước đã đang theo sát với giá cả trên thị trường quốc tế (Biểu đồ 3). Tuy nhiên, để kiểm soát lạm phát, Chính phủ đã phải cân nhắc việc điều chỉnh giá trong những tháng vừa qua của năm 2008. Một lần nữa, điều này làm cho khoảng cách giữa giá trong nước và giá thị trường quốc tế lại giãn ra xa hơn. Sớm hay muộn thì vấn đề này cũng sẽ phải được giải quyết và đây cũng là một nguồn gây áp lực lạm phát.

Biểu đồ 3: Giá xăng dầu trên thị trường trong nước và thế giới



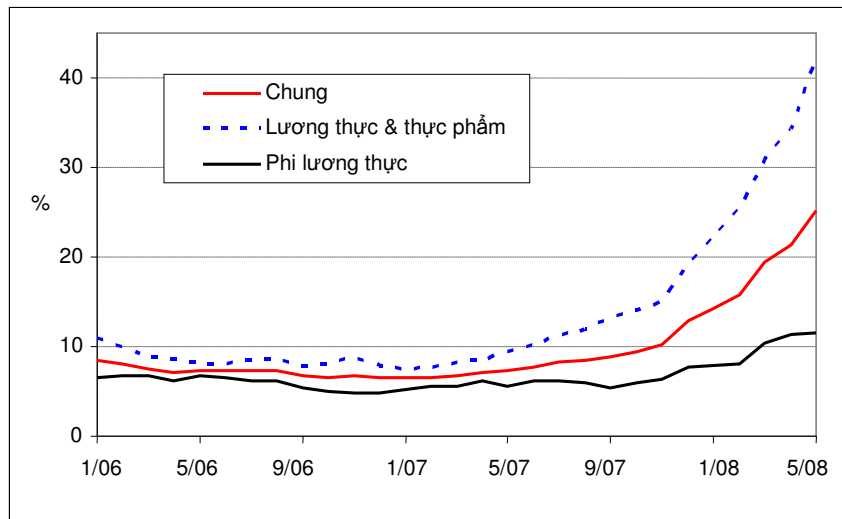
Nguồn: Giá FOB Singapore dựa theo Bộ Năng lượng Mỹ.

Lạm phát tăng tốc

Chỉ số giá tiêu dùng đã bắt đầu tăng từ nửa đầu năm 2007 và đặc biệt tăng tốc vào quý IV. Sự tăng tốc này chủ yếu là do tăng giá lương thực (Biểu đồ 4). Với một nền kinh tế mở và tỉ giá hối đoái ổn định, tình trạng giá cả lương thực tăng cao trên thị trường thế giới đã hoàn toàn truyền sang giá cả trong nước. Thời tiết khắc nghiệt của mùa đông và dịch bệnh gia súc gia cầm cũng là những nguyên nhân góp thêm vào tình trạng khan hiếm làm cho giá lương thực thực phẩm càng trở nên đắt đỏ.

Bên cạnh đó, từ quý IV năm 2007 giá cả các mặt hàng phi lương thực cũng tăng, lên đến 10% (so với cùng kỳ năm trước) vào cuối quý I năm 2008. Trong trường hợp này, nguyên nhân chủ yếu xuất phát từ trong nước. Tín dụng cho nền kinh tế tăng 63% trong vòng 12 tháng, tính đến tháng 3 năm 2008 (Biểu đồ 5). Dùng cách so sánh, tốc độ tăng trong kỳ 12 tháng trước đó là 32%.

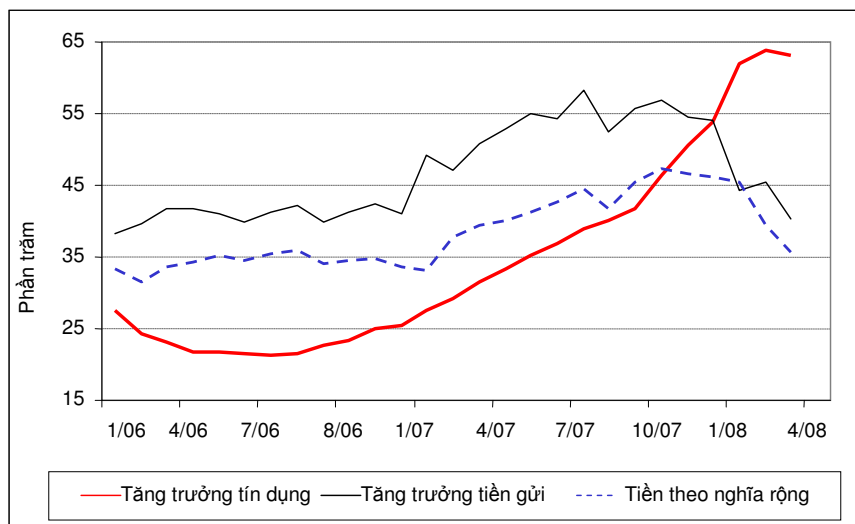
Biểu đồ 4: Chỉ số Giá Tiêu dùng của Việt Nam



Nguồn: Theo số liệu của Tổng cục Thống kê (TCTK).

Tín dụng tăng trưởng là do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) cố gắng ngăn chặn sự tăng giá của tiền đồng trước dòng vốn ồ ạt vào Việt Nam từ bên ngoài. Để bảo vệ sức cạnh tranh của xuất khẩu cũng như của toàn bộ nền kinh tế, cơ quan chức năng đã mua vào khoảng 10 tỉ USD chỉ trong vòng 1 năm. Song bằng cách làm này, họ đã bơm một lượng tiền tương đương bằng tiền đồng vào nền kinh tế. Do vậy Việt Nam phải đối mặt với tình trạng “tam pháp bất khả thi”, tức là đồng thời duy trì một tỉ giá hối đoái gần như cố định, một tài khoản vốn mở, và một chính sách tiền tệ độc lập. Nếu nghiệp vụ trung hòa không được thực hiện một cách có hiệu quả trên thị trường ngoại tệ, thì việc tích lũy dự trữ sẽ làm gia tăng cơ sở tiền tệ - tức là tăng qua mức số lượng tiền đồng trong lưu thông.

Biểu đồ 5: Tăng trưởng tiền tệ và tín dụng



Nguồn: Theo số liệu của NHNN và IMF.

Tác động xã hội của tình trạng giá cả tăng cao

Việt Nam là nước xuất khẩu gạo chính trên thế giới và kim ngạch nhập khẩu xăng dầu cũng tương đương với kim ngạch xuất khẩu dầu thô. Chính vì vậy, nếu tính tổng trên phạm vi cả nước thì Việt Nam phải được lợi từ việc giá dầu và giá lương thực tăng. Số liệu phân tích từ các khảo sát chỉ tiêu cũng làm yên lòng trực giác này. Một hộ gia đình trung bình của Việt Nam sản xuất lương thực trị giá khoảng 15,4 triệu đồng, trong khi đó tiêu dùng lương thực mất khoảng 10,2 triệu đồng mỗi năm. Hộ này sản xuất 1.247 kg gạo một năm, trong khi đó chỉ tiêu thụ hết 582 kg. Trong bối cảnh đó, kết quả những nghiên cứu gần đây gợi ý rằng phúc lợi trung bình ở Việt Nam có tăng nhẹ khi giá gạo và giá lương thực tăng tỏ ra hoàn toàn hợp lý.

Tuy nhiên, chúng ta còn phải cân nhắc đến vấn đề hiệu ứng phân phối. Các hộ gia đình có mẫu hình sản xuất và tiêu dùng khác nhau, và những sự khác biệt khá nhất quán giữa các hộ gia đình trung bình ở những vùng khác nhau của đất nước. Phần lớn người dân Việt Nam sống ở nông thôn và 73% những người dân sống ở nông thôn đã chiếm đến 94% số người nghèo của cả nước (Bảng 2). Những người trồng lúa chiếm đến 78% số người nghèo. Một phần năm (1/5) số nông dân là người nghèo và 23% người trồng lúa là người nghèo.

Bảng 2: Phân phối tỉ lệ nghèo theo dân số

	Phần trăm dân số	Tỉ lệ nghèo	Khoảng cách nghèo	Đóng góp vào tỉ lệ nghèo
Tất cả	100,0	15,9	3,8	100,0
Nông thôn	73,3	20,3	4,9	93,6
Thành thị	26,7	3,8	0,8	6,4
Kinh và Hoa	86,5	10,2	2,0	55,6
Dân tộc thiểu số	13,5	52,2	15,4	44,4
Phi nông nghiệp	29,0	5,0	1,1	9,1
Nông nghiệp	71,0	20,4	4,9	90,9
Không trồng lúa	46,9	7,5	1,7	22,0
Trồng lúa	53,1	23,4	5,6	78,0

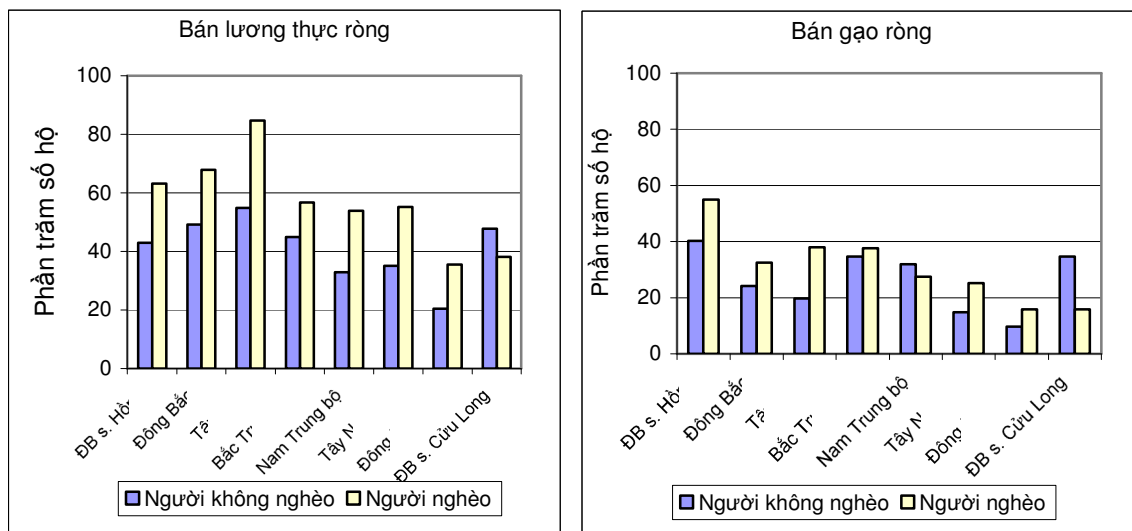
Nguồn: Ngân hàng Thế giới ước tính theo số liệu của TCTK.

Một phân tích đối với những mẫu hình chi tiết hơn về tình hình mua bán lúa gạo và lương thực đi ngược lại với những phép khái quát hóa dễ dãi. Không có gì đáng ngạc nhiên khi thấy một hộ gia đình sống ở thành thị trung bình là người mua lương thực ròng, phải mua đến 8,3 triệu đồng lương thực một năm. Tuy nhiên, 12% các hộ gia đình ở thành thị và 27% hộ gia đình nghèo thành thị trên thực tế là người bán lương thực ròng. Ngược lại, một hộ gia đình nông thôn trung bình là người sản xuất lương thực ròng, bán đến 7,4 triệu đồng lương thực một năm. Song có đến 46% số hộ sống ở nông thôn lại là người mua lương thực ròng. Các hộ gia đình nghèo ở nông thôn thường là người bán lương thực ròng, hơn là các hộ nông thôn không nghèo. Xem xét kỹ hơn bức tranh bán gạo, 7% người dân thành thị là

người bán gạo rỗng, song tỉ trọng này tăng lên đến 1/5 trong số các hộ nghèo ở thành thị. Chỉ có trên 1/3 số hộ gia đình ở nông thôn là nhà bán lúa rỗng, và tỉ trọng các hộ gia đình không nghèo trong số này cao hơn một chút.

Khác biệt giữa các vùng cũng rất đáng kể (Biểu đồ 6). Trên một nửa số hộ gia đình nghèo ở miền Bắc là người bán lương thực rỗng, trong khi đó tỉ lệ này thấp hơn một chút ở miền Nam. Có sự khác biệt rất rõ rệt giữa mô hình bán lúa gạo của hoa vùng đồng bằng trồng lúa chính này. Trong khi 55% số hộ nghèo ở Đồng bằng Sông Hồng là bán gạo rỗng, thì chỉ có 27% hộ gia đình nghèo ở Đồng bằng sông Cửu Long là thuộc nhóm này, mặc dù đồng bằng sông Cửu Long là “vựa lúa” của Việt Nam.

Biểu đồ 6: Các hộ gia đình bán lương thực và bán gạo theo vùng



Nguồn: Ngân hàng Thế giới theo số liệu của TCTK.

Số liệu khảo sát hộ gia đình cũng được sử dụng để mô phỏng tác động của những thay đổi giá gạo và lương thực đối với tình trạng phúc lợi và nghèo đói của hộ gia đình. Một kịch bản giả định giá lúa tại ruộng tăng 15,5% và giá bán lẻ tăng 11,2%. Theo kịch bản này, phúc lợi sẽ tăng 4,3% đối với một hộ gia đình trung bình và tăng 6,3% đối với vùng nông thôn. Mức tăng đối với các hộ giàu hơn thì cao hơn. Ngược lại, phúc lợi giảm 1,6% ở vùng thành thị và tác động tiêu cực lớn nhất là đối với các hộ phân phối ở đoạn giữa. Song mặc dù tình trạng phúc lợi chung có cải thiện, 51% tất cả số hộ và 86% số hộ gia đình ở thành thị bị giảm sút đời sống khi giá gạo tăng. Tỉ lệ hộ gia đình gặp khó khăn cao nhất ở vùng Tây Bắc, lên đến 76%. Tỉ lệ hộ gia đình cao hơn trong các kịch bản giả định giá bán lẻ tăng ở mức tương đương như giá công trại.

Nhập khẩu tăng vọt

Trong năm 2007, nhập khẩu tăng 39,4%, đạt mức 62,7 tỉ USD (Bảng 3). Tăng trưởng đặc biệt cao đối với nhập khẩu tư liệu sản xuất (59%) do các khoản mua lớn từ nước ngoài, bao gồm mua máy bay thương mại và máy móc thiết bị cho nhà máy lọc dầu đầu

tiên của Việt Nam. Nhập khẩu sắt thép tăng 74% và nhập khẩu máy tính, linh kiện điện tử tăng 45%. Nhập hàng nguyên nhiên liệu và bán thành phẩm cũng tăng mạnh (41%), như nguyên liệu cho ngành dệt may và da giày, sản phẩm hóa chất, chất dẻo và thức ăn gia súc. Nhập khẩu hàng tiêu dùng còn tăng nhanh hơn do xuất phát từ mức tương đối thấp. Ví dụ, nhập xe ô tô dưới 12 chỗ ngồi tăng 135%, lên đến 700 triệu USD, có lẽ là dấu hiệu hình thành một nhóm tiêu dùng cao cấp ở Việt Nam.

Bảng 3: Cơ cấu nhập khẩu và tăng trưởng

	Giá trị (tr \$) 2007	Tăng trưởng (phần trăm)				
		2006	2007	4M-06	4M-07	4M-08
Tổng giá trị nhập khẩu	62.682	21,4	39,4	6,9	32,8	71,0
Xăng dầu	7.710	18,8	29,2	22,4	14,0	70,2
Máy móc thiết bị và phụ tùng	11.123	25,5	67,8	14,2	52,7	47,0
Điện tử, máy tính và linh kiện	2.958	20,0	44,5	15,9	36,1	47,2
Dược phẩm	703	9,2	28,3	24,8	23,9	17,9
Nguyên phụ liệu dệt, may, da	2.152	-14,5	10,3	-5,4	-5,4	16,3
Sắt thép	5.112	0,2	74,1	-30,1	72,9	153,1
Phân bón	1.000	5,9	45,5	5,0	45,7	165,0
Chất dẻo	2.507	28,2	34,4	23,4	34,8	38,1
Vải các loại	3.957	24,4	32,6	28,7	22,4	16,2
Hóa chất	1.466	20,4	40,7	17,7	35,5	39,6
Sản phẩm hóa chất	1.285	19,7	27,6	27,3	23,9	30,4
Ô tô (COMP/CKD/IKD)	1.881	-18,6	93,6	-54,9	-3,9	333,2
Sợi dệt	741	60,2	36,3	31,3	43,2	28,7
Thuốc trừ sâu	383	25,3	25,4	25,3	27,8	52,4
Bông	267	31,0	22,1	0,2	49,7	70,5
Giấy các loại	600	31,2	26,2	42,8	10,7	60,4
Hàng hóa khác	18.835	40,4	27,3	3,1	34,5	85,5

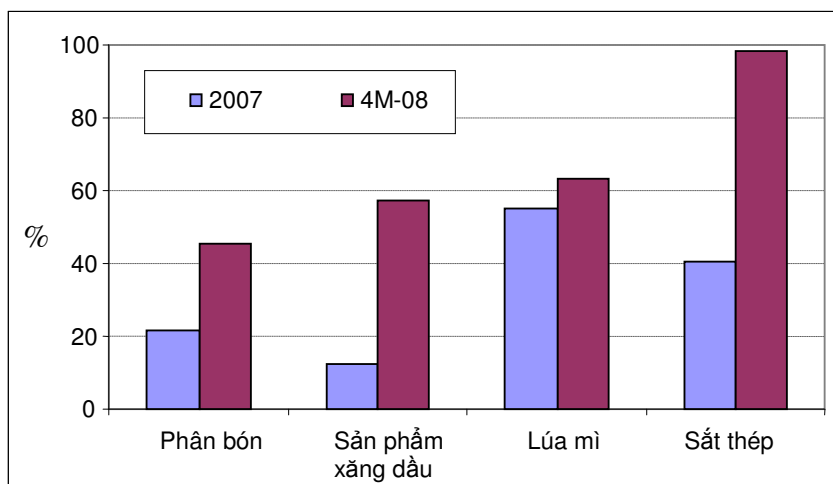
Nguồn: Tổng cục Hải quan (TCHQ) và TCTK.

Nhập khẩu tiếp tục tăng trong những tháng đầu năm 2008, vừa phản ánh sự gia tăng nhu cầu trong nước, vừa phản ánh tình trạng giá cả thế giới tăng cao. Chỉ riêng giá các mặt hàng sắt thép, phân bón và lúa mì tăng đã làm cho kim ngạch nhập khẩu của Việt nam tăng thêm 1,6 tỉ USD trong 4 tháng đầu năm nay (Biểu đồ 7). Đối với mặt hàng sắt thép, kim ngạch nhập khẩu tăng 153% trong 4 tháng đầu năm. Tuy nhiên, lượng thép nhập khẩu đã bắt đầu giảm khoảng 15% trong tháng Tư. Nhập khẩu ô tô cũng chậm lại trong tháng Tư, một phần do tăng thuế quan. Song giá trị nhập khẩu vẫn tiếp tục tăng ở mức rất cao là 333% tính từ đầu năm.

Việc nhập khẩu vàng ồ ạt cũng góp phần làm gia tăng nhập siêu. Trong 4 tháng đầu năm 2008, Việt Nam đã nhập trên 40 tấn vàng từ nước ngoài, trị giá khoảng 1,2 tỉ USD. Con số này gần bằng một nửa giá trị nhập khẩu vàng của cả năm 2007. Vàng được coi là một tài sản an toàn ở Việt Nam, và dường như có nhiều người mua vàng để bảo toàn vốn trong những giai đoạn lạm phát cao, thị trường bất động sản và chứng khoán đều đình trệ.

Kim ngạch nhập khẩu của các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài tăng 47%, chiếm đến 30% tổng kim ngạch nhập khẩu. Nhập khẩu máy móc và thiết bị của các doanh nghiệp này tăng 55%, phản ánh tình trạng giải ngân mạnh vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) trong năm 2007 và những tháng đầu năm 2008.

Biểu đồ 7: Giá nhập khẩu trung bình một số mặt hàng

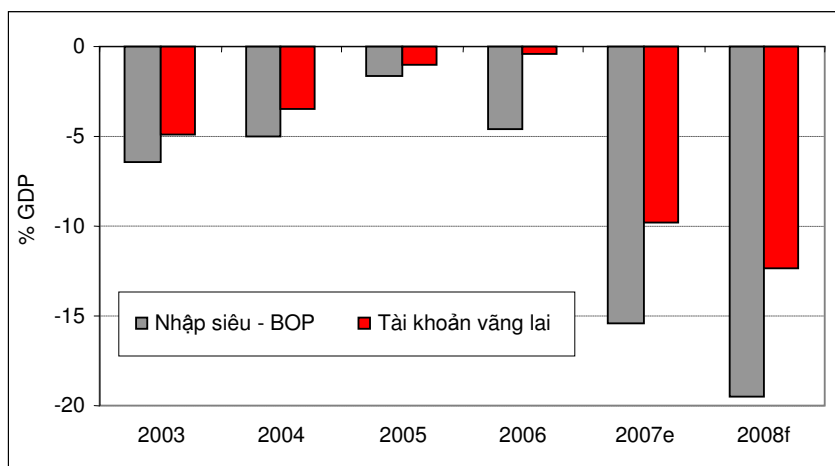


Nguồn: TCHQ và TCTK.

Tài khoản vãng lai tiếp tục thâm hụt

Thâm hụt tài khoản vãng lai đạt mức gần 10% GDP trong năm 2007, mức cao nhất kể từ nhiều năm trở lại đây. Nhập siêu, ước tính trên cơ sở giá FOB, lên đến khoảng 11 tỉ USD, hay 15% GDP (Biểu đồ 8). Dòng vốn nước ngoài đổ vào ở mức cao là một trong những yếu tố quan trọng của sự thâm hụt này.

Biểu đồ 8: Cán cân mậu dịch và Tài khoản vãng lai



Nguồn: NHNN và Ngân hàng Thế giới

Thâm hụt cán cân vãng lai hầu như hoàn toàn (94%) được bù đắp bằng dòng vốn FDI không sinh nợ và các khoản vay ưu đãi dài hạn thông qua viện trợ phát triển chính thức (ODA). Dòng vốn FDI ước đạt 6,7 tỉ USD, trong khi đó ODA giải ngân được 1,6 tỉ USD. Cả FDI và ODA đều có thể giải ngân cao hơn nếu các thủ tục hành chính hiện hành và năng lực tiếp nhận được cải thiện, vì con số cam kết đều cao hơn nhiều so với mức giải ngân. Kiều hối tư nhân, chủ yếu do người Việt sống ở nước ngoài và lao động xuất khẩu gửi về cũng đạt mức cao, ước đạt trên 6 tỉ USD, tương đương với dòng vốn FDI (Bảng 4).

Bảng 4: Tóm tắt cán cân thanh toán

	2007 (ước, tr. US\$)
A. Cán cân tài khoản vãng lai	-6,992
Cán cân mậu dịch (f.o.b.)	-10,360
Dịch vụ	-894
Lãi đầu tư	-2,168
Chuyển khoản và Kiều hối	6,430
B. Cán cân tài khoản vốn	17,540
FDI	6,550
Các khoản vay trung hạn và dài hạn	2,045
Các khoản vay ngắn hạn	79
Đầu tư gián tiếp	6,243
Tiền và tiền gửi	2623
C. Lỗi và sai số	-350
D. Thay đổi về dự trữ ngoại hối (=A+B+C)	10,199

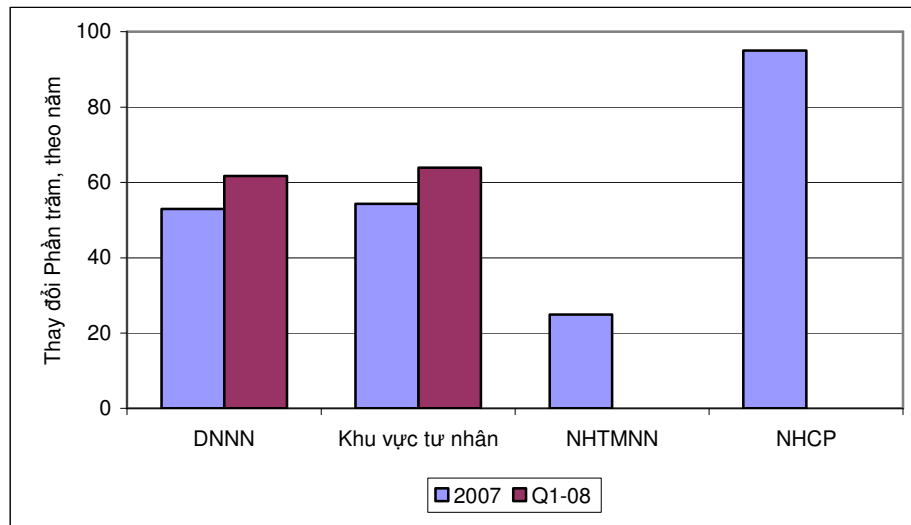
Nguồn: Ước tính của NHNN.

Nguyên nhân tình trạng kinh tế quá nóng

Tình hình lạm phát trên thị trường thế giới và tỉ giá hối đoái được neo một cách không chính thức có thể giải thích phần lớn nguyên nhân tình trạng lạm phát tăng tốc. Song sự tăng giá của các mặt hàng phi lương thực, nhập khẩu tăng vọt và bong bóng bất động sản vào cuối năm 2007 theo cách này hay cách khác đều gắn với tốc độ tăng trưởng quá nhanh của tín dụng. Việc NHNN mua một lượng lớn ngoại tệ dẫn đến tình trạng vốn khả dụng bằng tiền đồng cũng tăng mạnh ở mức tương đương. Khối lượng tiền gửi ngân hàng tăng nhanh, theo đó là tín dụng ngân hàng.

Bóc tách sự tăng trưởng tín dụng cho thấy rất rõ các kênh can thiệp của NHNN đã làm tăng nhiệt nền kinh tế như thế nào (Biểu đồ 9). Không có sự khác biệt lớn giữa các loại đối tượng vay. Tín dụng cho các doanh nghiệp nhà nước (DNNN) tăng trưởng hầu như cùng một tốc độ như tín dụng cho khu vực tư nhân. Tuy nhiên, có một sự tương phản rõ rệt giữa sự tăng trưởng tương đối khiêm tốn của số lượng cho vay từ các ngân hàng thương mại nhà nước (NHTMNN) với sự tăng trưởng phi thường số lượng cho vay từ các ngân hàng cổ phần (NHCP).

Biểu đồ 9: Tăng trưởng Tín dụng và Cơ cấu tín dụng



Nguồn: NHNN 2007 và Ngân hàng Thế giới dự báo cho năm 2008

Sự gia tăng nhanh chóng số lượng cho vay từ các NHCP cho thấy các ngân hàng này đang cố gắng mau chóng chiếm được thị phần. Tuy nhiên, năng lực quản lý rủi ro của những ngân hàng này khác nhau. Một số ngân hàng được sự hậu thuẫn của các đối tác nước ngoài đáng tin cậy. Song hoàn toàn công bằng khi nói rằng tốc độ tăng trưởng tín dụng của một số NHCP không phù hợp với các quy định thận trọng và làm dấy lên mối quan ngại về chất lượng tín dụng. Nhiều NHCP nhỏ đầu tư rất nhiều vào thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản. Ước tính đầu năm 2008 có đến 10% số dư nợ ngân hàng được đầu tư vào thị trường bất động sản, so với 3% vào thời điểm đầu năm 2007.

Một động cơ khác có tiềm năng gây tăng nhiệt cho nền kinh tế Việt Nam vào cuối năm 2007 chính là việc các DNNN lớn đa dạng hóa hoạt động kinh doanh tách rời khỏi ngành kinh doanh chính của mình, đặc biệt là các tập đoàn kinh tế (TĐKT) và các tổng công ty (TCT). TĐKT là tập đoàn các doanh nghiệp có tư cách pháp nhân độc lập, liên kết lại trên cơ sở đầu tư lẫn nhau, đóng góp vốn hoặc các hình thức liên kết khác. Các doanh nghiệp này chia sẻ lợi ích kinh tế dài hạn và được tổ chức theo mô hình công ty mẹ con. Tất cả các công ty con của TĐKT đều được cổ phần hóa, hoặc được cơ cấu lại. TCT là các pháp nhân công ty bao gồm công ty mẹ hay công ty nắm giữ vốn hoàn toàn thuộc sở hữu nhà nước và một nhóm các công ty con có thể hoàn toàn thuộc sở hữu nhà nước, hoặc trong đó nhà nước nắm giữ cổ phần chi phối.

Nhiều TĐKT và TCT trong những năm gần đây đã mở rộng hoạt động sang lĩnh vực tài chính và địa ốc, đặc biệt là trong thời kỳ bong bóng giá nhà đất năm 2007. Cho tới rất gần đây vẫn còn không rõ các TĐKT và TCT đã đầu tư bao nhiêu ra ngoài lĩnh vực kinh doanh chính của họ. Tuy nhiên, một đánh giá mới đây của Bộ Tài chính về đầu tư, tài sản nợ và các giao dịch giữa các bên có liên quan đối với các chủ thể này cho rằng đây không phải là động cơ chính gây nên cơn sốt bất động sản (Bảng 5). Tổng số đầu tư của họ vào khu vực tài chính và địa ốc lên đến khoảng nửa tỉ USD, rõ ràng là không nhỏ song thấp hơn nhiều so với số nguồn lực mà ngành ngân hàng đã đầu tư.

Bảng 5: Đầu tư của các Tập đoàn Kinh tế và các Tổng Công ty

Đầu tư ra bên ngoài (tính đến 31/12/2007)	Số lượng TĐKT và TCT	Khối lượng (tỉ đồng)	Phần trăm vốn cổ phần	Phần trăm tài sản
Quỹ đầu tư và chứng khoán	13	1,061	0.31	0.13
Các công ty giao dịch chứng khoán	13	420	0.12	0.05
Các NHCP	19	4,426	1.30	0.55
Bất động sản	18	1,463	0.43	0.18
Tổng		7,370		

Nguồn: Báo cáo của Thủ tướng chính phủ trước Quốc hội ngày 31 tháng 5, 2008

Tuy nhiên, sự đa dạng hóa hoạt động của các TĐKT và các TCT vẫn đang làm dấy lên sự lo ngại. Việc kết hợp lợi ích thương mại và tài chính trong cùng một chủ thể có thể dẫn tới việc phân bổ nguồn lực kém hiệu quả. Một kết hợp như vậy cũng có thể dẫn đến các giao dịch giữa các bên liên quan với nhau né tránh sự giám sát và gây rủi ro cho sự ổn định của khu vực tài chính.

Các giải pháp chính sách và tình hình thực hiện

Phải mất một vài tháng sau khi nền kinh tế tỏ ra quá nóng, các cơ quan chức năng mới đưa ra các giải pháp chính sách. Đến cuối năm 2007, tình hình trở nên rõ ràng là lạm phát đang tăng tốc, nhập siêu gia tăng và giá bất động sản tăng vọt. Tuy nhiên, mức tăng trưởng kinh tế cao vẫn được coi là ưu tiên hàng đầu của Việt Nam, và điều này vừa đòi hỏi phải có tỉ giá hối đoái cạnh tranh lẫn tăng nhanh đầu tư công vào hạ tầng.

Lựa chọn chính sách này không cho NHNN có nhiều khả năng để giải quyết vấn đề “tam pháp bất khả thi”. Luồng vốn đổ vào ở mức cao, làm cho việc tăng giá tiền đồng không phải là một phương án lựa chọn. NHNN cố gắng kiềm chế tăng trưởng tín dụng bằng các biện pháp khác. Sau đó, NHNN bán trái khoán NHNN, nâng mức dự trữ bắt buộc và lãi suất, ngừng mua ngoại tệ để rút tiền khỏi lưu thông, đồng thời nới rộng biên độ giao dịch tỉ giá hối đoái. Một số biện pháp gây lo ngại đối với doanh nghiệp và các định chế tài chính, song lại không thành công trong việc làm giảm tốc độ tăng trưởng tín dụng.

Cho đến tận tháng 2 năm 2008 Chính phủ mới quyết định chuyển hướng ưu tiên cho bình ổn kinh tế vĩ mô hơn so với mục tiêu tăng trưởng nhanh. Một số hàm ý thực tiễn của sự thay đổi này vẫn còn đang được nghiên cứu. Nhìn chung, Chính phủ dường như đã chọn cái có thể được gọi là gói giải pháp kinh tế “vĩ mô cộng”, không chỉ dựa vào chính sách tiền tệ và tỉ giá mà còn bao gồm cả hành động ở các mặt trận khác. Các biện pháp được công bố thực sự có phạm vi khá rộng, bao gồm thắt chặt chi tiêu công, tái phân bổ nguồn lực của Chính phủ ra khỏi hệ thống ngân hàng, ngừng các dự án đầu tư kém hiệu quả, tạm dừng các dự án mới, cùng với các biện pháp khác.

Một số biện pháp rõ ràng hơn liên quan đến chính sách tín dụng. Việc bán trái phiếu bắt buộc trị giá 20,3 tỉ đồng được công bố ngày 17 tháng 3 năm 2008. Trên thực tế, biện pháp này tương đương với việc tăng dự trữ bắt buộc, ngoại trừ một điểm là lãi suất cao

hơn. Tổng giá trị trái phiếu mà mỗi ngân hàng thương mại phải mua cũng được điều chỉnh theo điều kiện cụ thể của ngân hàng, tạo độ linh hoạt nhất định khi áp dụng so với yêu cầu tăng tỉ lệ dự trữ. Sau đó, các cơ quan chức năng công bố chỉ tiêu đề ra là giảm tăng trưởng tín dụng xuống còn 30% trong năm 2008. Ngày 19 tháng 5, lãi suất cơ bản được tăng từ 8,75% lên 12%, nâng trần lãi suất cho vay lên đến 18% (hay 150% lãi suất cơ bản theo quy định hiện hành).

Các biện pháp khác gần đây liên quan đến chính sách tài khóa. Chính phủ đã chỉ đạo các bộ, ngành, địa phương và các DNNN rà soát lại các dự án đầu tư công trong năm 2008, với chủ trương cắt những dự án không đủ vốn hay mục tiêu đã lỗi thời. Đối với các DNNN, Chính phủ cũng yêu cầu đánh giá so sánh chi phí và lợi ích. Đến ngày 18 tháng 5, có 28 bộ ngành trung ương, 43 tỉnh thành phố và 8 tập đoàn kinh tế đã báo cáo quyết định hoãn, tạm ngừng hoặc chấm dứt 995 dự án sử dụng kinh phí nhà nước trị giá 3.983 tỉ đồng, tương đương 7,8% tổng ngân sách đầu tư. Quyết định cũng được đưa ra nhằm giảm chi đầu tư được cấp vốn thông qua phát hành trái phiếu chính phủ lên đến 9.000 tỉ đồng, tương đương 25% kế hoạch ban đầu. Đối với chi thường xuyên, Chính phủ yêu cầu cắt giảm 10% tổng số chi (không tính các khoản trả lương) trong 8 tháng cuối năm 2008. Biện pháp này dự kiến sẽ tiết kiệm được 2.700 tỉ đồng.

Bên cạnh các biện pháp này, Chính phủ cũng yêu cầu các bộ ngành, địa phương và DNNN áp dụng biện pháp nâng cao hiệu quả chi tiêu. Những biện pháp này bao gồm nâng cao chất lượng lập và thẩm định dự án, đảm bảo các chủ đầu tư và các bên ra quyết định đầu tư chịu trách nhiệm giải trình về các quyết định đầu tư của mình, tăng cường thanh tra, kiểm tra đối với dự án. Còn phải chờ để xem những biện pháp này có thực sự mang lại khác biệt đáng kể cho chi tiêu công hay không.

Bên cạnh những chi tiết cụ thể, rõ ràng là thay đổi ưu tiên chính sách như vậy sẽ dẫn đến hoạt động kinh tế chậm lại. Chính phủ đã công bố mục tiêu tăng trưởng GDP mới năm 2008 là 7%, giảm xuống so với 8,5 – 9% như công bố vào đầu năm nay.

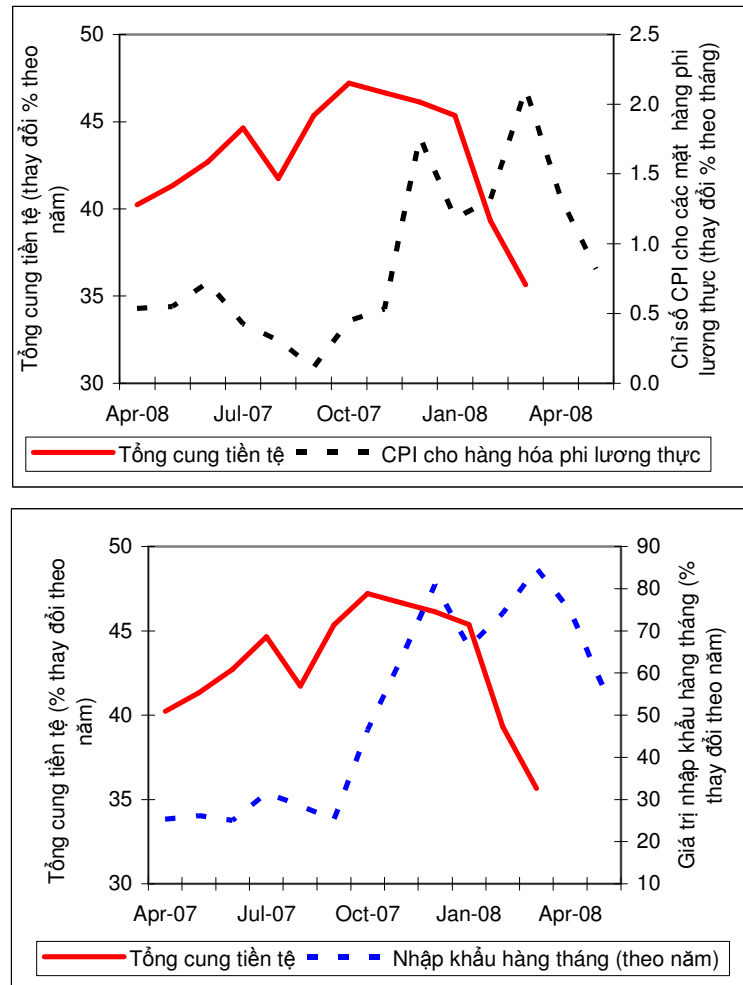
Có hiệu quả hay không?

Nhìn bề ngoài, có vẻ gói chính sách này chưa thật sự hiệu quả trong việc bình ổn các cân đối kinh tế vĩ mô. Chỉ số giá tiêu dùng có dấu hiệu giảm tốc vào tháng Ba so với tháng Hai, và tháng Tư so với tháng Ba. Song đến tháng Năm, chỉ số giá tiêu dùng lại tăng tốc trở lại. Chỉ số giá tiêu dùng so với cùng kỳ vẫn tiếp tục tăng, lên đến 25% tính đến tháng Năm. Trong khi đó, nhập khẩu vẫn ở mức khoảng 8 triệu USD một tháng, làm cho nhập siêu lên đến mức kỷ lục là 14,4 tỉ USD trong năm tháng đầu tiên của năm 2008, so với 3,8 tỉ USD cùng kỳ năm 2007.

Tuy nhiên, nếu chú ý đến độ trễ sẽ thấy chính sách thắt chặt hiện nay trên thực tế là có hiệu quả. Con số lạm phát của tháng Năm đặc biệt cao là do tình trạng hốt hoảng gây tăng giá gạo hồi cuối tháng Tư đầu tháng Năm. Nếu cân nhắc những thay đổi hàng tháng của giá các mặt hàng phi lương thực, thì lạm phát đã bắt đầu giảm tốc từ tháng Ba. Tương tự, kim ngạch nhập khẩu vẫn cao, song tỉ lệ tăng trưởng so với cùng kỳ năm 2007 cũng giảm tốc từ tháng Ba (mặc dù vẫn còn ở mức rất cao). Hơn nữa, động thái của 2 chỉ số này

đường như đi theo chiều hướng thay đổi của tổng cung tiền tệ, với độ trễ khoảng 3 tháng (Biểu đồ 10). Nếu như xu hướng này được khẳng định, và kỷ luật tiền tệ nghiêm ngặt tiếp tục được theo đuổi thì có thể hy vọng lạm phát đối với các mặt hàng phi lương thực và giá trị nhập khẩu hàng tháng sẽ giảm dần trong những tháng tới.

Biểu đồ 10: Độ trễ thời gian giữa xung lực và kết quả



Nguồn: Ngân hàng thế giới, dựa theo số liệu của NHNN và TCTK.

Chính sách tỉ giá

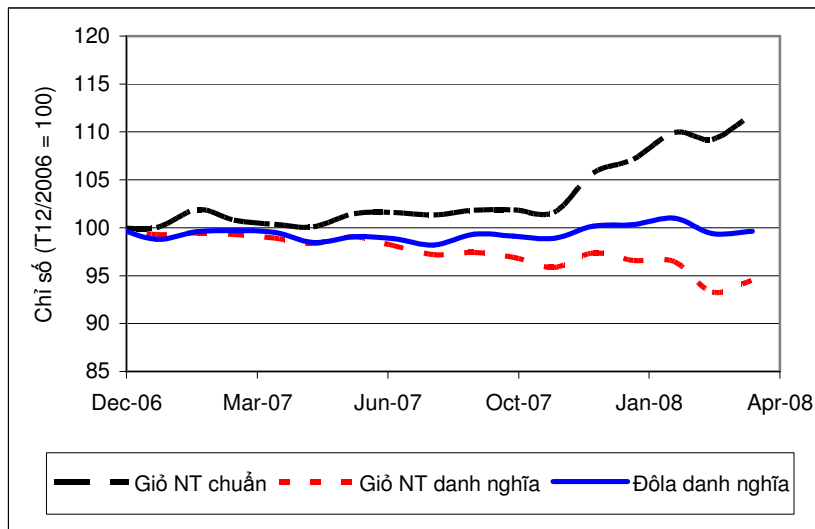
Trong năm 2008, tỉ giá vẫn ổn định xung quanh mức 16.000 đồng so với 1 USD (Biểu đồ 11, đường liền nét). Nếu không có những can thiệp thị trường của NHNN thì tiền đồng nhẽ ra đã tăng giá vào đầu năm, khi luồng vốn đổ vào còn ở mức đáng kể. Tiền đồng có thể mất giá nhiều hơn trong thời gian gần đây, khi luồng vốn đầu tư gián tiếp chậm lại đến mức nhỏ giọt và sự tăng trưởng nhập khẩu cần đến một lượng ngoại tệ lớn.

Sự ổn định rõ ràng của tỉ giá danh nghĩa đã ẩn giấu sự lên giá thực đáng kể của tiền đồng trong những tháng gần đây. Điều này là hệ quả của hai lực lượng trái ngược. Bằng

việc neo tỉ giá đồng Việt Nam vào đô-la Mỹ, các cơ quan chức năng điều hành tiền tệ đã cho phép đồng Việt Nam sụt giá. Điều này là bởi đô-la Mỹ đã sụt giá so với các ngoại tệ lớn khác mà Việt Nam sử dụng để xuất nhập khẩu hàng hóa. Nếu cơ quan chức năng điều hành tiền tệ neo đồng Việt Nam vào một giỏ ngoại tệ trong đó có đồng Euro và yên Nhật, với trọng số của từng ngoại tệ phản ánh xu hướng ngoại thương của Việt Nam, thì giá của một đô-la tính bằng đồng Việt Nam đã giảm xuống khoảng 5% (Biểu đồ 11, đường chấm).

Tuy nhiên, trong thời kỳ này tỉ lệ lạm phát ở Việt Nam cao hơn nhiều so với các đối tác thương mại chính. Với năng suất không thay đổi nhiều trong vòng vài tháng, thì sự cách biệt này về tỉ lệ lạm phát sẽ dẫn đến tình trạng mất tính cạnh tranh của nền kinh tế Việt Nam. Nếu cơ quan chức năng điều hành chính sách tiền tệ cố gắng duy trì tính cạnh tranh so với các đối tác thương mại chính của Việt Nam, thì giá đô-la Mỹ tính bằng đồng Việt Nam nhẽ ra đã phải tăng khoảng 12% (Biểu đồ 11, đường gãy nét). Đây chỉ là một ước tính rất sơ lược, dựa trên chỉ số lạm phát CPI chứ không phải trên giá thành sản xuất. Tuy nhiên, ước tính này cho thấy rằng tiền đồng đã bị mất giá và đây không phải là động thái tích cực khi nền kinh tế đang phải đối mặt với tình trạng nhập siêu.

Biểu đồ 11: Tỉ giá danh nghĩa và tỉ giá thực tế



Nguồn: Ước tính của Ngân hàng Thế giới, dựa trên chỉ số lạm phát CPI và tỉ giá danh nghĩa cho Mỹ, khu vực EU và Nhật Bản, áp dụng các trọng số liên quan đến thương mại.

Các quyết định chính sách được đưa ra cùng với nỗ lực bình ổn nền kinh tế bao gồm cả việc cho phép áp dụng tỉ giá linh hoạt hơn. Điều này sẽ giúp nền kinh tế có khả năng đối phó tốt hơn nếu như luồng vốn (chảy vào hay chảy ra) tăng lên. Ý định nới rộng biên độ tỉ giá lên ± 2 phần trăm đã được công bố. Tỉ giá linh hoạt hơn cũng sẽ giúp cho các doanh nghiệp, ngân hàng và hộ gia đình làm quen với ý niệm về rủi ro tỉ giá, khuyến khích họ giảm bớt rủi ro của mình. Chênh lệch tiền tệ là một nguồn gây bất ổn quan trọng trong những giai đoạn điều chỉnh.

Mức độ chênh lệch tiền tệ trong nền kinh tế Việt Nam còn ít được biết đến. Cán cân tiền tệ của cả nước thì tương đối cân bằng, vì giá trị danh nghĩa của nợ nước ngoài cũng tương đương với phần dự trữ ngoại hối. Tuy nhiên, Việt Nam là chủ nợ ròng nếu tính bằng giá trị hiện tại của nợ, do phần lớn các khoản vay từ nước ngoài là vay ưu đãi. Các ngân hàng thương mại là chủ nợ ròng về ngoại tệ, với phần tài sản ngoại tệ ròng lớn, trong khi nhiều doanh nghiệp (kể cả một số DNNN lớn) là con nợ ròng.

Giá tài sản sụt giảm

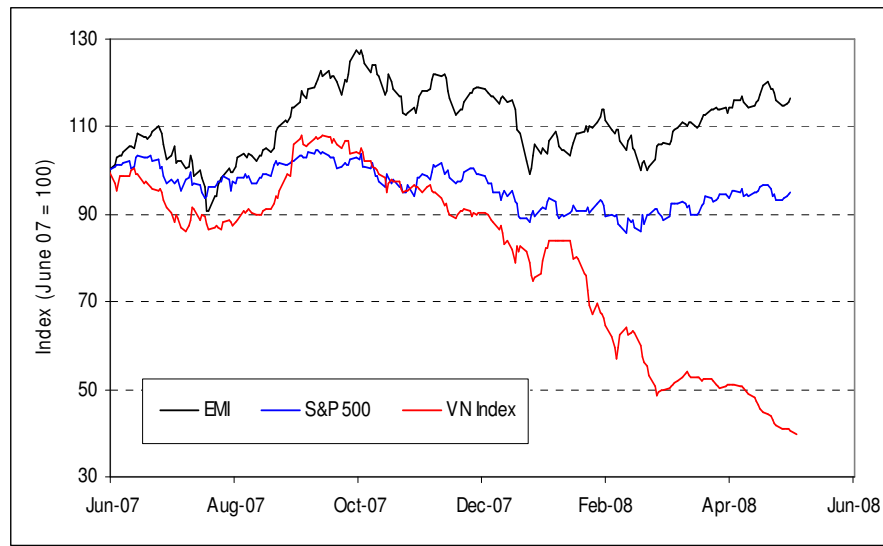
Việc thắt chặt tín dụng như một phần của gói giải pháp bình ổn đã có tác động đối với giá bất động sản. Những thông tin có được về thị trường địa ốc tương đối chấp vác, chủ yếu mang tính giai thoại. Tuy nhiên, các ý kiến đều đồng ý rằng giá cả đã giảm sút, và để bán một tài sản phải mất nhiều thời gian hơn.

Thông tin về giá cổ phiếu rõ ràng hơn nhiều. Thị trường chứng khoán Việt Nam trải qua thời kỳ bùng nổ trong khoảng thời gian từ 2006 đến tháng 3/2007. Vốn hóa ở Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HASTC) đạt gần 29 tỉ USD, hoặc trên 40% GDP, so với 1 tỉ USD tương đương 1,2% GDP vào năm 2005. Những yêu cầu đặt ra đối với ngân hàng phải thận trọng trong việc cho vay đối với các công ty chứng khoán và nhà đầu tư chứng khoán đã làm thị trường nguội đi kể từ mùa hè 2007. Song chính sách thắt chặt tín dụng đã làm cho giá cả đột ngột đi xuống theo hình tròn ốc, điều này dường như không dựa trên những yếu tố căn bản. Tính đến tháng 6/2008, tổng vốn hóa của hai thị trường ước tính đạt khoảng 17% GDP, thấp hơn một nửa so với tháng 12/2007. Hay nói một cách khác, thị trường chứng khoán Việt Nam đã mất khoảng 16 tỉ USD giá thị trường tính từ đầu năm (Biểu đồ 12).

Sự sụt giảm này một phần phản ánh sự điều chỉnh cần thiết sau một thời kỳ tăng trưởng phi lý. Song có lẽ nó đã đi quá xa nếu tính đến những nền tảng căn bản của thị trường. Tính đến cuối tháng 5/2008, hệ số P/E trung bình tại HOSE ước tính là 10; còn ở HASTC vào khoảng 6-7. Để làm thị trường nguội bớt, HOSE đã đột ngột thu hẹp biên độ giao dịch hàng ngày từ 5% xuống 1%. Ở HASTC biên độ giao dịch được thu hẹp từ 10% xuống còn 2%. Gần đây các biên độ này đã được nới lỏng hơn một chút, lên 2% và 3% tương ứng ở hai sàn. Động thái này tạm thời làm nhà đầu tư nhẹ nhõm hơn, nhưng cũng làm cho chứng khoán trở nên khó bán.

Thị trường tài sản trầm lắng sẽ ảnh hưởng đến các NHCP đã cho vay rất mạnh để đầu tư tài chính và địa ốc. Các khoản vay chưa được thanh toán liên tục được chuyển hạn có thể cho ngân hàng có thời gian để đợi cho thị trường tài sản phục hồi trở lại. Nhưng với lãi suất tăng cao hơn, việc đảo nợ không thể kéo dài mãi.

Biểu đồ 12: Chỉ số thị trường chứng khoán Việt Nam



Nguồn: HOSE tính cho Việt Nam, Morgan Stanley Capital International tính cho Chỉ số Thị trường mới nổi (EMI) và Standard and Poor cho chỉ số S&P500.

Tình trạng này đòi hỏi phải có 2 loại biện pháp. Thứ nhất là quyết đoán hơn trong việc chuyển sang các hợp phần khác của gói chính sách bình ổn đã công bố hồi tháng Ba. Cho đến nay, các hành động mới chỉ tập trung vào chính sách tiền tệ. Các công bố đưa ra còn nhắc đến chính sách tài khóa, song việc cắt giảm chi tiêu vẫn chưa thực sự diễn ra. Việc thiếu vắng hoạt động điều chỉnh ngân sách đồng nghĩa với việc tất cả gánh nặng của nhiệm vụ bình ổn kinh tế được đặt lên khả năng tiếp cận tín dụng.

Thứ hai, cần đảm bảo sự ổn định của khu vực tài chính và duy trì lòng tin của người gửi tiền đối với hệ thống ngân hàng. Cho đến nay, sự ổn định này vẫn được duy trì bằng cách đảm bảo cho các NHCP gặp khó khăn được tiếp cận với vốn khả dụng. Tuy nhiên, sớm hay muộn có lẽ cũng cần để cho một số NHCP yếu nhất bị thu tóm bởi các ngân hàng mạnh hơn và có uy tín hơn. Một dấu hiệu đáng mừng là một số ngân hàng nước ngoài đã tăng tỉ lệ cổ phần trong các NHCP lên 15% theo hạn mức quy định.

Hoạt động Kinh tế: Mục tiêu và Dự báo

Triển vọng của nền kinh tế chắc chắn không thuận lợi bằng một năm trước đây. Chính phủ quyết tâm chống lạm phát và gói chính sách bình ổn sẽ dẫn đến tỉ lệ tăng trưởng thấp hơn so với dự báo đưa ra hồi đầu năm. Tuy nhiên, nền tảng kinh tế của Việt Nam vẫn mạnh và tăng trưởng GDP có thể sẽ nhanh phục hồi hơn so với mục tiêu chính thức.

Trong quý I năm 2008, GDP tăng trưởng 7,4%, thấp hơn so với cùng kỳ năm 2007, song không nhiều (Bảng 6). Mặc dù dự báo quý I không phải là cơ sở để tính kết quả cho cả năm, song những động thái kinh tế trong và ngoài nước thời gian gần đây vẫn rất khả quan.

Bảng 6: Tăng trưởng GDP theo ngành

	2006	2007	Q1-06	Q1-07	Q1-08
Tổng GDP	8,2	8,5	7,2	7,8	7,4
Nông, lâm, ngư nghiệp	3,4	3,4	2,1	2,6	2,9
Công nghiệp và xây dựng	10,4	10,6	8,5	9,1	8,1
Công nghiệp	10,2	10,2	8,7	9,3	9,0
Khai khoáng	0,8	-2,0	0,2	0,1	0,1
Chế tác	12,4	12,8	11,0	11,9	10,6
Xây dựng	11,1	12,0	8,1	7,9	3,3
Dịch vụ	8,3	8,7	7,4	8,0	8,1
Bán lẻ	8,6	8,7	7,7	7,7	7,5

Nguồn: TCTK.

Khu vực nông, lâm, ngư nghiệp tăng trưởng 2,9% trong quý I năm 2008, mặc dù tình trạng bệnh dịch gia súc vẫn tiếp tục và thời tiết không thuận lợi, sau một mùa đông khắc nghiệt ở miền Bắc và miền Trung. Các tỉnh đồng bằng sông Cửu Long có một vụ đông xuân bội thu, sản lượng lúa vượt trên 9,9 triệu tấn, tăng hơn nửa triệu tấn so với năm ngoái. Giá trị gia tăng từ nuôi trồng thủy sản tăng 7,6% do tổng sản lượng tăng 9,3%. Những kết quả này bù đắp cho sự sụt giảm trong ngành chăn nuôi gia súc và gia cầm, do ảnh hưởng của các cơn bùng phát dịch bệnh trong những tháng gần đây.

Trong quý I, giá trị gia tăng trong sản xuất công nghiệp tăng 9% so với cùng kỳ năm trước. Giá trị gia tăng trong ngành khai khoáng chỉ tăng 0,1% do sản lượng dầu thô giảm và ngành chế tác cũng giảm sút. Trong lĩnh vực công nghiệp, doanh số của khu vực tư nhân trong nước tăng 22% trong khi của các doanh nghiệp nhà nước tăng 7,9% so với cùng kỳ năm trước trong bốn tháng đầu năm 2008. Khu vực tư nhân tiếp tục mở rộng và trở thành khu vực tạo công ăn việc làm chính ở Việt Nam. Ngành bị ảnh hưởng nặng nề nhất là ngành xây dựng, chỉ tăng trưởng 3,3% trong quý I, tỉ lệ thấp nhất trong nhiều năm. Khu vực dịch vụ với mức tăng trưởng mạnh trong 3 năm qua vẫn tiếp tục tăng trưởng nhanh trong quý đầu năm 2008 nhờ hoạt động hiệu quả của ngành du lịch, vận tải và dịch vụ tài chính.

Xuất khẩu tăng 27,6% trong 4 tháng đầu năm 2008 so với cùng kỳ năm trước (Bảng 7). Kim ngạch xuất khẩu dầu thô tăng mạnh mặc dù năng lực sản xuất bị hạn chế, nhờ giá dầu trên thị trường thế giới tăng cao. Tính đến tháng Tư, khối lượng xuất khẩu dầu giảm 10,5% song kim ngạch xuất khẩu lại tăng 46,2%. Xuất khẩu các mặt hàng phi dầu lửa cũng bắt nhịp với xuất khẩu dầu lửa.

Vượt ra khỏi phạm vi chi tiết theo từng ngành, “quán tính” thống kê cho thấy tăng trưởng trong năm 2008 vẫn mạnh kể cả khi đạt được chỉ tiêu tăng trưởng 7% cho từng quý còn lại của năm nay. Với mức tăng trưởng GDP 8,5% năm 2007 và vẫn còn ở mức 7,4% trong quý I năm 2008, sự giảm tốc có lẽ sẽ chậm lại so với chỉ tiêu chính thức đề ra. Kể cả khi tốc độ tăng trưởng của ngành xây dựng giảm xuống bằng 0 trong thời gian còn lại của

năm nay và các ngành khác hoạt động ở mức độ như quý I, GDP sẽ tiếp tục tăng trưởng ở quanh mức 7,5% trong năm 2008.

Bảng 7: Cơ cấu và Tăng trưởng Xuất khẩu

	Giá trị (triệu \$) 2007	Tăng trưởng (phần trăm)				
		2006	2007	4M-06	4M-07	4M-08
Tổng thu nhập từ xuất khẩu	48.561	22,8	21,9	25,1	22,0	27,6
Dầu thô	8.488	12,1	2,4	15,6	-10,5	46,2
Mặt hàng phi dầu	40.074	25,9	27,1	28,0	31,2	23,9
Gạo	1.490	-9,3	16,8	-9,0	-7,3	72,7
Nông sản khác	4.696	42,0	31,3	34,4	49,7	6,0
Thủy hải sản	3.763	22,6	12,1	22,5	20,4	13,6
Than	1.000	36,6	9,3	47,8	23,4	28,0
May mặc	7.750	20,6	32,8	38,7	31,7	24,5
Da giày	3.994	18,2	11,2	21,4	11,0	15,7
Điện tử và máy tính	2.154	19,7	26,1	23,7	27,5	33,9
Thủ công mỹ nghệ	825	10,9	30,9	10,8	21,6	8,6
Sản phẩm gỗ	2.404	23,7	24,4	31,9	24,2	22,5
Khác	11.996	38,7	37,6	32,9	47,1	30,5

Nguồn: TCHQ và TCTK.

Từ góc độ này, chi phí của việc giữ vững lập trường đối với lạm phát sẽ không lên quá cao trong thời gian trước mắt. Chính phủ có thể áp dụng các biện pháp trong gói chính sách bình ổn của mình một cách hiệu quả mà không phải đối mặt với tình trạng tăng trưởng sụt giảm quá mạnh trong ngắn hạn. Phải thừa nhận rằng, “quán tính” thống kê này sẽ không còn nữa khi sang đến năm thứ hai. Và điều này cũng làm cho tốc độ tăng trưởng dần khôi phục trở lại một khi chính sách thắt chặt được nới lỏng. Vào thời điểm hiện tại, rõ ràng Việt Nam có thể ưu tiên cho mục tiêu bình ổn kinh tế.