

## **BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ**

### **Tháng 2 – 2011**

**Phòng Nghiên Cứu Kinh Tế**  
**Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán TRÍ VIỆT (TVSC)**  
**142 Đội Cấn, Ba Đình, Hà Nội**  
**www.tvsc.vn**

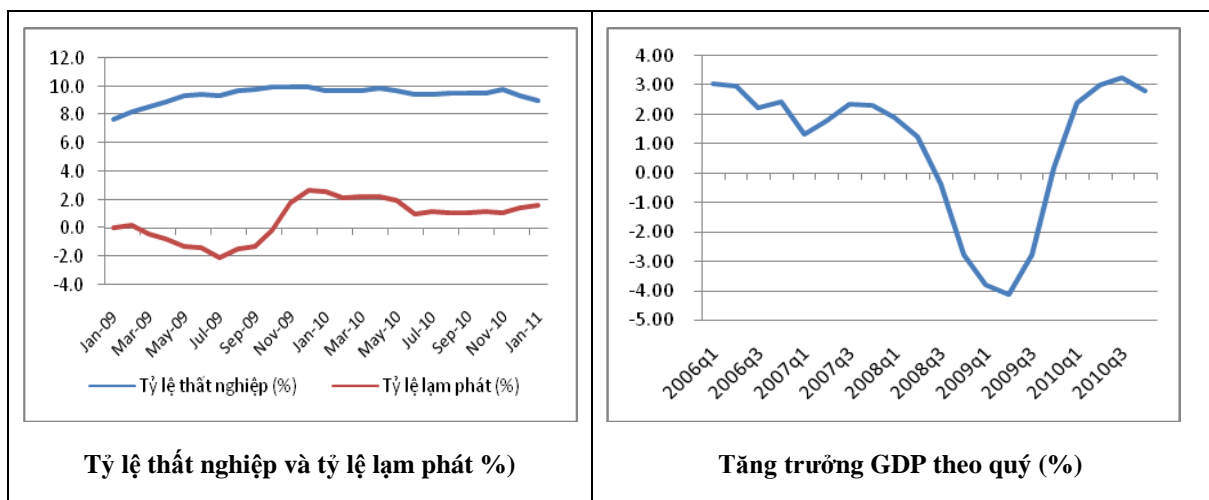
- Những biện pháp nới lỏng tài khóa và tiền tệ của Mỹ dường như đã có những tác động khá tích cực tới nền kinh tế Mỹ, tuy nhiên những diễn biến trên thị trường nhà đất cho thấy sự phục hồi còn chưa ổn định.
- Trung Quốc tăng lãi suất lần thứ 2 trong vòng 6 tuần trở lại đây, và là lần tăng thứ 3 kể từ tháng 10/2010, đồng thời tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc thêm 0,5% trong cuộc chiến chống lạm phát.
- Giá dầu tăng cao kỷ lục do những bất ổn chính trị tại Trung Đông và Bắc Phi. Sự tăng mạnh của giá dầu sẽ khiến cho đà hồi phục kinh tế thế giới cũng như nguy cơ lạm phát cao ngày càng trở nên hiện hữu.
- Nghị quyết số 11/NQ-CP về những giải pháp chủ yếu tập trung kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm an sinh xã hội ngày 24/2/2011 đã thể hiện rõ “quyết tâm chính trị” trong cuộc chiến chống lại bất ổn vĩ mô đang ở ngưỡng nguy hiểm. Những đột phá trong NQ là: i) bỏ mục tiêu tăng trưởng cho năm 2011, ii) có định hướng mạnh mẽ để thắt chặt tài khóa
- Lạm phát tháng 2 tăng cao ở mức 2,09%, cao nhất trong vòng 2,5 năm qua, chủ yếu do yếu tố lương thực và ăn uống. Trước sức ép từ việc tăng giá xăng dầu, tăng giá điện, điều chỉnh tỷ giá và giá lương thực thế giới, lạm phát tháng 3 sẽ tiếp tục ở mức cao, dự báo nằm trong khoảng 1,7-1,8%
- Giá trị sản xuất công nghiệp theo giá cố định tháng 2/2011 ước đạt 59,6 nghìn tỷ đồng, giảm tới 16,4% so với tháng 1 nhưng lại tăng tới 23,5% so với cùng kì năm ngoái. Đây là một diễn biến bình thường do đây là tháng 2 trùng với thời gian nghỉ Tết nguyên đán.
- NHNN điều chỉnh tăng tỷ giá bình quân liên ngân hàng thêm 9,3% vào ngày 11/2, nhưng diễn biến thị trường tự do vẫn căng thẳng với chênh lệch tỷ giá hai thị trường vẫn đứng ở mức cao, do tâm lý quan ngại sâu sắc về giá trị tiền VND và lạm phát. Tuy nhiên, tỷ giá tự do tháng 3 có thể giảm quanh mốc 21600-21900 do những biện pháp quyết liệt quản lý TT ngoại hối của CP cũng như nguồn cung USD có thể sẽ được khơi thông.
- Nhập siêu trong 2 tháng đầu năm 2011 đạt 1,83 tỷ USD, tương đương với 14,8% tổng kim ngạch xuất khẩu. Các nguồn tài trợ cho thâm hụt thương mại hiện vẫn khá tốt khi giải ngân FDI 2 tháng đầu năm đạt 1,15 tỷ USD, giải ngân ODA ước đạt 125 triệu USD; kiều hối và các luồng vốn gián tiếp vẫn đang trong xu thế gia tăng.

**KINH TẾ VĨ MÔ THẾ GIỚI**

**Kinh tế Mỹ tiếp tục hồi phục nhưng vẫn chưa ổn định**

Những biện pháp nới lỏng tài khóa và tiền tệ của Mỹ dường như đã có những tác động khá tích cực tới nền kinh tế Mỹ khi quốc gia này liên tiếp đón nhận những thông tin kinh tế vĩ mô khá tốt. Cụ thể, thị trường việc làm đã có dấu hiệu khởi sắc khi tỷ lệ thất nghiệp tháng 1/2011 giảm khá mạnh từ mức 9,4% của tháng trước xuống còn 9%. Không những thế, tín dụng tiêu dùng tháng 12/2010 tăng 6,1 tỷ USD lên 2,41 nghìn tỷ USD, cao hơn mức dự báo 2,4 tỷ USD của giới chuyên gia. Mức tăng trưởng tín dụng tiêu dùng mạnh nhất trong vòng 2 năm trở lại đây cho thấy người dân Mỹ đã mạnh tay chi tiêu hơn và lạc quan về triển vọng kinh tế. Sự lạc quan trong chi tiêu có thể bắt nguồn từ việc thu nhập bình quân theo giờ tăng 0,4%, cao hơn mức tăng 0,1% của tháng trước đó. Cùng với đó, niềm tin của người tiêu dùng vào triển vọng phục hồi ổn định của kinh tế Mỹ ngày càng cao khi chỉ số đo lường biến số này trong tháng 1 tăng từ mức 64,8 lên 70,4.

**Hình 1: Một số chỉ tiêu kinh tế vĩ mô của Mỹ**



Nguồn: [www.census.gov](http://www.census.gov); database của TVSC

Tuy nhiên, thị trường nhà đất phục hồi không ổn định. Giá nhà giảm tháng thứ 6 liên tiếp, xuống gần bằng mức thấp nhất trong năm 2009; số đơn cấp phép xây dựng giảm từ mức 630,000 đơn vị xuống còn 570,000 đơn vị (tính theo năm). Trong khi đó, sản xuất công nghiệp công nghiệp tháng 1 có mức tăng trưởng âm 0,1%, thấp hơn nhiều so với dự báo của giới chuyên gia (0,5%) cũng như thấp hơn mức tăng trưởng trong tháng cuối năm 2010 là 1,2%. Doanh số bán lẻ tháng 1 cũng chỉ tăng 0,3% so với mức tăng 0,5% của tháng trước đó.

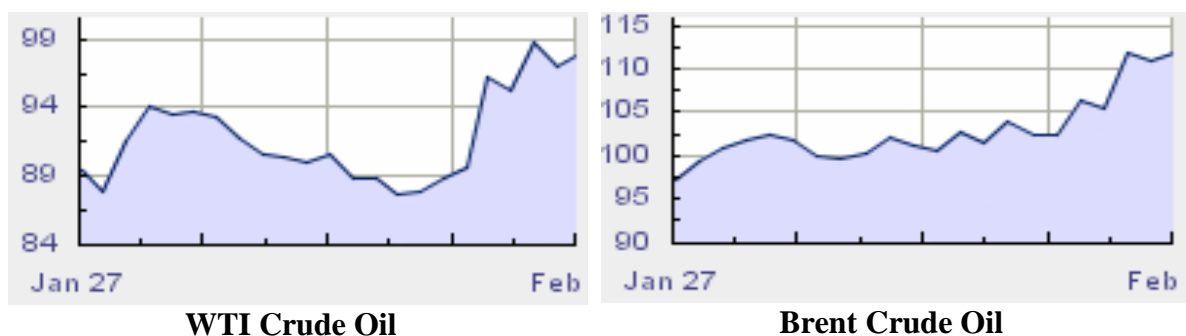
**Trung Quốc tiếp tục thắt chặt tiền tệ trước nguy cơ lạm phát cao**

Tại Trung Quốc, giá cả các hàng hóa thiết yếu, trong đó có mặt hàng lương thực, thực phẩm tăng cao trong những ngày sát Tết âm lịch đã khiến cho lạm phát tháng 1 tăng mạnh 4,9%. NHTW Trung Quốc đã phải nâng lãi suất tiền gửi và cho vay kỳ hạn 1 năm thêm 0,25%, đưa 2 mức lãi suất này lên tương ứng là 3% và 6,06% (có hiệu lực từ ngày 9/2/2011). Đây là lần tăng lãi suất lần thứ 2 trong vòng 6 tuần trở lại đây, và là lần tăng thứ 3 kể từ tháng 10/2010. Không những thế, Trung Quốc còn quyết định tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc thêm 0,5% kể từ ngày 24/2/2011; đồng thời chính thức hóa và tăng cường tính minh bạch của hệ thống tự động áp dụng yêu cầu dự trữ đối với các ngân hàng. Theo đó, các ngân hàng khác nhau sẽ có cấp độ khác nhau về mức tiền gửi dự trữ tại NHTW tùy theo tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu và yêu cầu kiểm soát rủi ro của từng ngân hàng.

**Giá dầu tăng mạnh do những bất ổn về chính trị tại Trung Đông và Bắc Phi**

Những bất ổn chính trị đang diễn ra tại Bắc Phi cũng như Trung Đông đã kéo theo những biến động đầy bất thường trên thị trường dầu mỏ trong 1 vài tuần trở lại đây. Trong tuần cuối cùng của tháng 2, giá dầu đã tăng tới 14% so với tuần trước đó, mức tăng mạnh nhất kể từ tháng 1/2009. Trong đó giá dầu Brent Biển Bắc tại sàn giao dịch London giữ vững trên mốc 112 USD/thùng (cao nhất kể từ ngày 21/8/2008), bất chấp việc Saudi Arabia nâng sản lượng từ 8,3 triệu thùng/ngày lên trên 9 triệu thùng/ngày, nhằm xoa dịu nỗi lo về gián đoạn nguồn cung dầu (Hình 2). Nhận định của nhiều chuyên gia cho thấy, giá dầu nhiều khả năng vẫn tiếp tục tăng trong 1 vài tuần tới nếu cuộc khủng hoảng chính trị tại Lybia chưa đến hồi kết. Không những thế, giá dầu thế giới còn có thể tiếp tục tăng cao nếu cuộc khủng hoảng tại Lybia lan sang Algeria – một trong những nguồn cung dầu lớn cho châu Âu.

**Hình 2: Diễn biến giá dầu thô trong 1 tháng trở lại đây**



Nguồn: <http://www.oil-price.net/>

**KINH TẾ VĨ MÔ TRONG NƯỚC****NQ 11 – Thông điệp mạnh mẽ và quyết liệt tuyên chiến với bất ổn vĩ mô****Những điểm nhấn quan trọng trong NQ 11**

Những diễn biến mới nhất trong 2 tháng đầu năm 2011 của tình hình thế giới (giá xăng, giá lương thực và giá các hàng hóa cơ bản trong xu thế gia tăng mạnh) và trong nước (giá xăng và giá điện bị điều chỉnh mạnh, lạm phát tăng cao, tỷ giá tự do gần như hỗn loạn, dự trữ ngoại hối mỏng, thâm hụt thương mại cao và dai dẳng, tình trạng đô la hóa và vàng hóa cao độ, niềm tin vào tiền đồng và điều hành kinh tế vĩ mô suy giảm nghiêm trọng...) cho thấy Việt Nam đang đứng trước những thử thách rất gay gắt, bất ổn vĩ mô đang đe dọa sự phát triển bền vững của nền kinh tế.

Vì thế, ổn định kinh tế vĩ mô là mục tiêu tất yếu và lựa chọn duy nhất trong thời điểm hiện nay. **Nghị quyết số 11/NQ-CP về những giải pháp chủ yếu tập trung kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm an sinh xã hội** ngày 24/2/2011 đã thể hiện rõ “quyết tâm chính trị” trong cuộc chiến chống lại bất ổn vĩ mô đang ở ngưỡng nguy hiểm. Đây là **động thái quyết liệt và mạnh mẽ nhất từ trước đến nay**, khi lần đầu tiên, CP đã **loại bỏ hẳn mục tiêu tăng trưởng** trong năm 2011, mọi giải pháp và chính sách đều hướng đến mục tiêu ổn định vĩ mô. Không những thế, lần đầu tiên, thông điệp chính sách rõ ràng hơn, minh bạch hơn, “chuyên nghiệp” hơn khi dùng từ “**chặt chẽ**” cho **chính sách tài khóa và tiền tệ**.

Tuy nhiên, **điểm nhấn quan trọng nhất và là đột phá của NQ lại nằm ở định hướng thắt chặt tài khóa mạnh mẽ**. Trong nhiều năm, việc phối kết hợp chính sách tiền tệ và tài khóa chưa có hiệu quả và không có sự gắn kết trong quá trình thực hiện các mục tiêu đề ra. Thâm hụt ngân sách cao kéo dài, nợ công năm 2010 là 52,6% GDP, trong đó nợ nước ngoài chiếm 38,8% GDP nhưng chi tiêu ngân sách vẫn “bình thường” khi nền kinh tế gặp khó khăn về vốn, khiến chính sách tiền tệ phải “gồng mình” đối phó với lạm phát và cung ứng vốn cho nền kinh tế. Trong ngắn hạn, chính sách tiền tệ cũng thường phải “một mình chịu trách nhiệm” về những biến vĩ mô như lạm phát, lãi suất, tỷ giá v.v... mà ít có sự hỗ trợ từ chính sách tài khóa, vai trò của chính sách tài khóa trong điều hành kinh tế vĩ mô là rất nhạt nhòa<sup>1</sup>.

Thực tế, mô hình tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong thập niên qua chủ yếu dựa vào đầu tư, đặc biệt là đầu tư công với chi tiêu tài khóa lớn, nên CSTT thường đi sau và tài trợ cho

<sup>1</sup> Có ý kiến cho rằng Việt Nam chưa thực sự sử dụng công cụ chính sách tài khóa mà chỉ thực hiện chính sách thu ngân sách, chi ngân sách độc lập với nhau, không gắn kết, thậm chí thoát ly với những diễn biến kinh tế vĩ mô trong nước và thế giới, để có thể tạo ra tác động vào các biến vĩ mô từ phía chính sách tài khóa. Cả thu và chi ngân sách năm sau luôn luôn tăng so với năm trước và so với dự toán.

CSTK, theo đó, kích hoạt lạm phát và bất ổn vĩ mô. Vì vậy, muốn ổn định dài hạn thì cần tái cấu trúc và thay đổi mô hình tăng trưởng. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, thì phải bắt đầu từ việc thực hiện thắt chặt chi tiêu tài khóa và phối kết hợp hiệu quả giữa CSTK và CSTT. Đây là điểm mà nội dung NQ 11 đã làm được (xem Hộp 1)

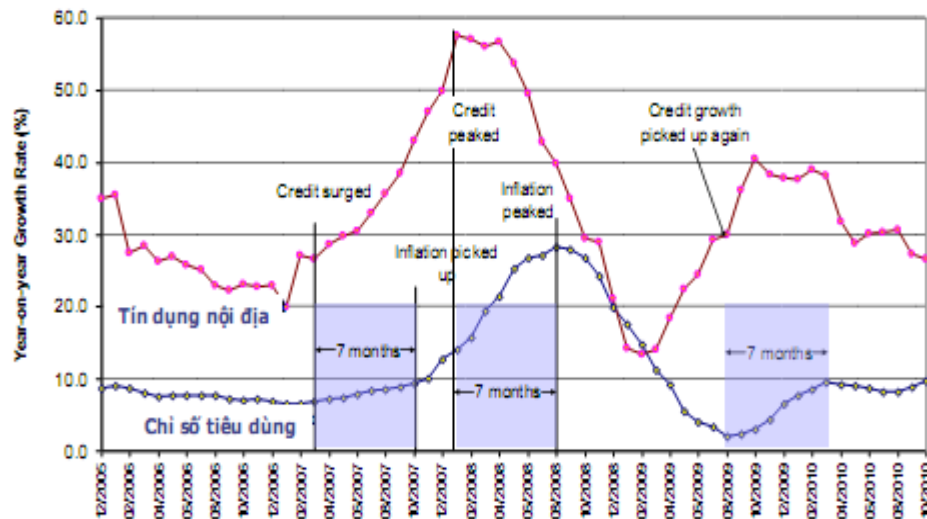
### Hộp 1. Các nhóm giải pháp trong NQ 11

Nhóm giải pháp	Các giải pháp cụ thể
<b>1. Thực hiện chính sách tiền tệ chặt chẽ, thận trọng</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Điều hành và kiểm soát để bảo đảm tốc độ tăng trưởng tín dụng năm 2011 dưới 20%, tổng phương tiện thanh toán khoảng 15 - 16%; ưu tiên vốn tín dụng phục vụ phát triển SXKD, nông nghiệp, nông thôn, XK, CN hỗ trợ, DNNVV</li> <li>Điều hành tỷ giá và thị trường ngoại hối linh hoạt; yêu cầu các tập đoàn kinh tế, TCT NN bán ngoại tệ cho NH khi có nguồn thu và được mua khi có nhu cầu hợp lý</li> <li>Kiểm soát chặt chẽ hoạt động kinh doanh vàng: tập trung đầu mỗi NK vàng, tiến tới xóa bỏ việc kinh doanh vàng miếng trên thị trường tự do; ngăn chặn hiệu quả các hoạt động buôn lậu vàng qua biên giới.</li> <li>Giám sát việc tuân thủ các quy định về thu đổi ngoại tệ, kinh doanh vàng</li> </ul>
<b>2. Thực hiện chính sách tài khóa thắt chặt, cắt giảm đầu tư công, giảm bội chi ngân sách nhà nước</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tăng thu NSNN 7-8% so với dự toán ngân sách năm 2011; Tiết kiệm thêm 10% chi thường xuyên; Giảm bội chi NSNN năm 2011 xuống dưới 5% GDP</li> <li>Không ứng trước vốn NSNN, TPCP năm 2012 cho các dự án, trừ các dự án phòng, chống, khắc phục hậu quả thiên tai cấp bách; Không kéo dài thời gian thực hiện các khoản vốn đầu tư từ NSNN, TPCP kế hoạch năm 2011.</li> <li>NHPTVN giảm tối thiểu 10% kế hoạch TD ĐT từ nguồn vốn tín dụng NN</li> <li>Chưa khởi công các công trình, dự án mới sử dụng vốn NSNN và TPCP, trừ các dự án phòng, chống, khắc phục hậu quả thiên tai cấp bách, các dự án trọng điểm quốc gia và các dự án được đầu tư từ ODA</li> <li>Các tập đoàn kinh tế, TCT NN rà soát, cắt giảm, sắp xếp lại các dự án đầu tư, tập trung vào lĩnh vực SXKD chính.</li> </ul>
<b>3. Thúc đẩy SXKD, khuyến khích XK, kiểm chế nhập siêu, sử dụng tiết kiệm năng lượng</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ban hành và thực hiện quy định về điều tiết cân đối cung - cầu đối với từng mặt hàng thiết yếu, bảo đảm kết hợp hợp lý, gắn SX trong nước với điều hành XNK</li> <li>Phân đấu bảo đảm nhập siêu không quá 16% tổng kim ngạch xuất khẩu; bảo đảm ngoại tệ để NK hàng hóa thiết yếu mà SX trong nước chưa đáp ứng</li> <li>Ưu tiên bảo đảm điện cho sản xuất</li> <li>Khuyến khích phát triển SX nông nghiệp, nông thôn, tăng XK, tạo việc làm, thu nhập cho người lao động, bảo đảm an ninh lương thực</li> </ul>
<b>4. Điều chỉnh giá điện, xăng dầu gắn với hỗ trợ hộ nghèo</b>	
<b>5. Tăng cường bảo đảm an sinh xã hội</b>	
<b>6. Đẩy mạnh công tác thông tin, tuyên truyền</b>	

### Ảnh hưởng của NQ 11 đến một số biến số vĩ mô

- Về tăng trưởng:** Rõ ràng tăng trưởng sẽ bị ảnh hưởng và cần chấp nhận sự đánh đổi với ổn định vĩ mô. Mục tiêu tăng trưởng 7 – 7.5% có thể khó đạt được trong năm. Với chính sách thắt chặt mạnh cả tài khóa và tiền tệ ở trong nước, trong bối cảnh kinh tế thế giới dự báo sẽ tăng trưởng chậm lại do diễn biến giá dầu và khủng hoảng lương thực cận kề, tăng trưởng kinh tế năm 2011 có thể chỉ đạt ở mức khá khiêm tốn 6 – 6.5%.

**Hình 3. Tăng trưởng tín dụng và lạm phát**



- **Về lạm phát:** Với độ trễ chính sách thường là 6-7 tháng (xem hình 3), riêng động thái thắt chặt tiền tệ từ tháng 11/2010 có thể khiến lạm phát ổn định từ quý 2. Tuy nhiên, việc tăng tỷ giá mức độ lớn vào giữa tháng 2, tăng giá xăng và giá điện vào cuối tháng 2 và đầu tháng 3 cộng thêm giá dầu thế giới đã tăng vượt ngưỡng 100 USD/1 thùng, nên lạm phát quý 2, mặc dù giảm theo quy luật hàng năm, nhưng chắc chắn sẽ ở mức cao hơn cùng kỳ năm 2010. Tuy nhiên, với gói giải pháp thắt chặt mạnh từ cuối tháng 2, nếu thực hiện nhất quán và cương quyết, lạm phát từ quý 3 và quý 4 có thể ổn định và thấp hơn cùng kỳ năm 2010.
- **Về lãi suất:** Lãi suất có mối liên hệ chặt chẽ với lạm phát và kỳ vọng lạm phát. Vì vậy, lãi suất có thể giảm nhẹ vào quý 3 khi lạm phát được kiểm soát và kỳ vọng lạm phát giảm. Thậm chí, nếu chính sách thắt chặt được thực thi kiên quyết, kỳ vọng lạm phát – một thành tố ảnh hưởng lớn đến lãi suất ở Việt Nam - có thể sẽ bắt đầu giảm từ giữa quý 2 và kéo lãi suất giảm nhẹ ngay thời điểm đó.

Tuy nhiên, ở thời điểm hiện nay, lãi suất đang chịu sức ép từ yếu tố thanh khoản kém đi của các NHTM trước sự thắt chặt tiền tệ mạnh (NHNN đã tăng lãi suất tái cấp vốn từ 9% đến 11% từ ngày 17/2; tăng lãi suất trên TT mở từ 11% lên 12% từ ngày 22/2; thu tiền về trên TT mở sau khi đã cung ứng hỗ trợ thanh khoản trong dịp Tết, ...). Hệ quả là lãi suất liên ngân hàng đã bắt đầu tăng trở lại, và không loại trừ khả năng lãi suất huy động sẽ lại gia tăng và hình thành cuộc đua lãi suất “ngầm” mới.

Với việc định hướng dòng tín dụng vào khu vực sản xuất (xuất khẩu, nông nghiệp, DN vừa và nhỏ), cộng thêm chính sách tài khóa giảm chi tiêu công mở thêm nhiều nguồn lực hơn cho khu vực tư nhân, lãi suất khu vực sản xuất có thể sẽ không tăng cao do chính sách thắt chặt. Tuy nhiên, lãi suất khu vực phi sản xuất (BDS, chứng



khoán, ngành kinh doanh có rủi ro cao) sẽ tăng mạnh do van tín dụng vào khu vực này sẽ bị thắt chặt hơn.

- **Về tỷ giá:** Tỷ giá đang có nhiều yếu tố hỗ trợ như: i) giảm chi tiêu tài khóa và đầu tư công tạo điều kiện giảm nhập siêu, ii) các biện pháp hành chính như kết hối ngoại tệ ở các Tập đoàn và TCT có thể tăng được nguồn cung USD trong ngắn hạn, iii) các biện pháp kiểm soát mạnh việc mua bán vàng có thể làm suy giảm mối liên thông mạnh giữa giá vàng và giá USD, trong khi v) các nguồn kiều hối, FDI và ODA giải ngân vẫn ở trạng thái tương đối tốt. Vì thế, nếu tâm lý thiếu tin tưởng vào điều hành tỷ giá và thị trường ngoại hối – nguyên nhân khiến chênh lệch tỷ giá chợ đen và tỷ giá các NHTM vẫn cao sau điều chỉnh tỷ giá – không còn chiếm ưu thế, tỷ giá tự do sẽ có xu hướng giảm và tiệm cận gần hơn với tỷ giá chính thức.

### **Tăng LSCB - một bước đi tiếp theo để kiềm chế lạm phát?**

Với những diễn biến vẫn còn phức tạp về lạm phát và tỷ giá, chắc chắn còn cần nhiều biện pháp cụ thể để triển khai tinh thần chung của NQ 11. Với định hướng thắt chặt, tăng LSCB và các lãi suất chính sách khác (như lãi suất tái chiết khấu) hay tăng dự trữ bắt buộc đều có khả năng xảy ra.

Trong thời điểm hiện nay, thanh khoản các NHTM, đặc biệt là các NHTM nhỏ đang gặp khó khăn, bên cạnh việc phải thực thi những quy định mới từ TT 13 và TT 19 về việc chỉ được phép dùng 80% nguồn vốn huy động để cho vay. Vì thế, nếu quy định 80% không thay đổi, khả năng tăng dự trữ bắt buộc sẽ ít xảy ra nếu NHNN không muốn các NHTM gặp thêm khó khăn về thanh khoản và kích hoạt cuộc đua lãi suất mới. Ngược lại, nếu quy định 80% được thay đổi (xác suất không lớn), tăng dự trữ bắt buộc (có thể khác nhau cho các loại hình NHTM khác nhau) có thể là một lựa chọn chính sách hợp lý.

Vì vậy, khả năng LSCB tăng là khá cao trong thời gian sắp tới, nhằm có được thông điệp mạnh mẽ và dứt khoát hơn để tuyên chiến với lạm phát. Những con số thống kê về lạm phát và tình hình ngoại hối ở cuối quý 1 sẽ là dấu hiệu để NHNN quyết định có tiếp tục tăng LSCB hay không.

### **Những yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả NQ 11**

Mặc dù định hướng và quyết tâm ổn định vĩ mô là rõ ràng và mạnh mẽ trong NQ 11, tuy nhiên, trong thời gian gần đây, điều hành vĩ mô không nhất quán, không minh bạch và thiếu quyết liệt đã khiến niềm tin vào chính sách của người dân và doanh nghiệp đã suy giảm nghiêm trọng – yếu tố quan trọng ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả của các chính sách vĩ mô.

Vì vậy, để NQ 11 thực sự có tác động lớn đến ổn định vĩ mô, điều cần làm là lấy lại niềm tin của thị trường, theo đó, đòi hỏi thông điệp chính sách cần rõ ràng, nhất quán, tuyên bố

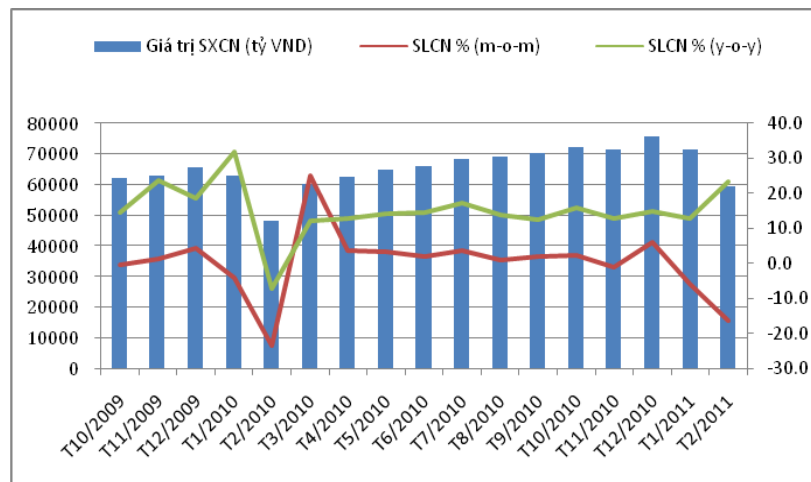
và hành động phải đi đôi với nhau. Có thực hiện được điều này hay không, trong bối cảnh còn nhiều sức ép với những mục đích khác nhau, vẫn còn là dấu hỏi.

Ngoài ra, cần lưu ý, căn nguyên của những căn bệnh kinh tế vĩ mô bấy lâu nay là từ mô hình tăng trưởng kinh tế. Vì thế, đi kèm với những giải pháp vĩ mô ổn định ngắn hạn thông qua hai chính sách cơ bản là tài khóa và tiền tệ, cần phải có ngay lộ trình để tái cơ cấu nền kinh tế theo hướng nâng cao chất lượng và hiệu quả tăng trưởng.

### **Giá trị sản xuất công nghiệp tháng 2 tăng 23,5% so với cùng kỳ năm ngoái**

Số liệu của Bộ Kế hoạch và đầu tư cho biết, giá trị sản xuất công nghiệp theo giá cố định tháng 2/2011 ước đạt 59,6 nghìn tỷ đồng, giảm tới 16,4% so với tháng 1 nhưng lại tăng tới 23,5% so với cùng kỳ năm ngoái. Giá trị sản xuất công nghiệp tháng 2 giảm so với tháng 1 là một diễn biến bình thường do đây là tháng trùng với Tết nguyên đán. Tính chung 2 tháng đầu năm 2011, giá trị sản xuất công nghiệp ước đạt 130,93 nghìn tỷ đồng, tăng 14,6% so với cùng kỳ năm 2010, cao hơn chỉ tiêu kế hoạch là 14% (trong khi 2 tháng cùng kỳ năm 2009 và 2010 tăng 2,9% và 14,3%). Trong đó, khu vực kinh tế nhà nước tăng 7,0%; khu vực kinh tế ngoài nhà nước tăng 17,0%; khu vực có vốn đầu tư nước ngoài tăng 16,6%.

**Hình 4. Giá trị sản xuất công nghiệp qua các tháng**



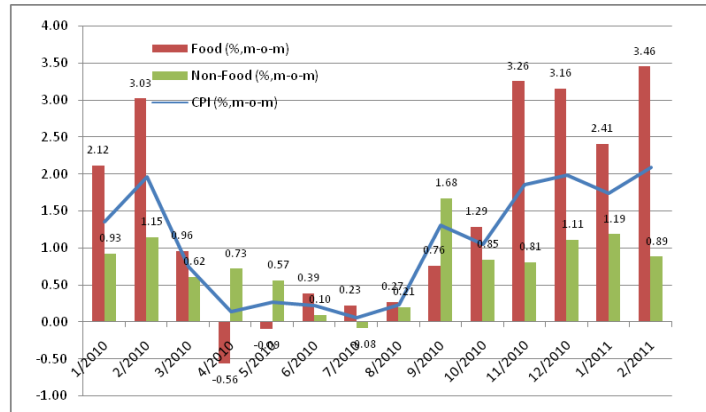
*Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, data base của TVSC*

### **Lạm phát tháng 2 tăng mạnh nhất trong hơn 2,5 năm qua**

Những sức ép đến lạm phát tháng 2 - tương tự tháng 1 nhưng với mức độ căng thẳng hơn - đã khiến chỉ số CPI tăng mạnh, lên mức 2,09% (tức 12,31% so với cùng kỳ năm ngoái), cao nhất kể từ tháng 7 năm 2008. Theo quy luật, chỉ số giá lương thực và ăn uống trong tháng 2 tăng mạnh (3,46% so với 2,41% trong tháng 1) đã đóng góp lớn vào mức giá chung trong tháng.



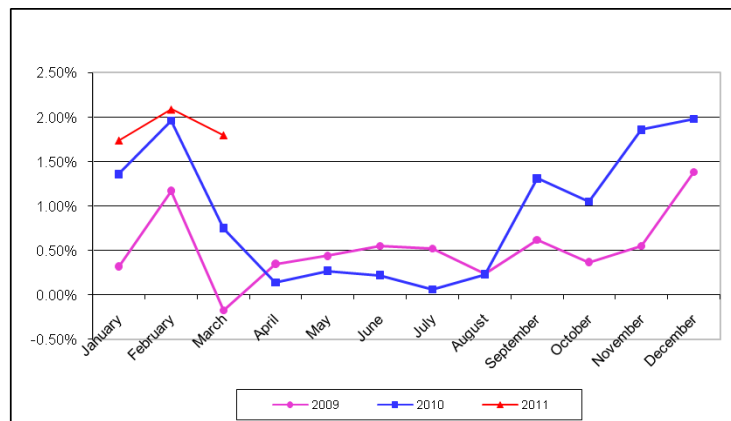
**Hình 5. Chỉ số lạm phát lương thực và phi lương thực (%)**



*Nguồn: GSO và tính toán của TVSC*

Thông thường, lạm phát tháng 3 theo quy luật hàng năm sẽ có xu hướng giảm khi nhu cầu chi tiêu về lương thực thực phẩm giảm xuống sau Tết nguyên đán. Tuy nhiên, trong năm nay, có khá nhiều yếu tố tác động khiến lạm phát tháng 3 sẽ chỉ giảm nhẹ, thậm chí có thể tăng cao hơn tháng 2. Giá xăng tăng 17,7% vào ngày 24/2<sup>2</sup> và lộ trình tăng giá điện lên 15,28% từ 1/3 sẽ là những nguyên nhân quan trọng tác động đến chỉ số CPI trong tháng. Việc điều chỉnh tỷ giá mạnh vừa qua mặc dù không ảnh hưởng lớn đến giá thành sản xuất hàng hóa trong nước và nhập khẩu hàng hóa nước ngoài do thị trường đã ngầm định tỷ giá tự do cho các giao dịch trong thời gian dài, nhưng tâm lý “tát nước theo mưa” để tăng giá đang trở thành hiện tượng phổ biến. Bên cạnh đó, giá lương thực thế giới vẫn có xu hướng tăng mạnh, thậm chí đã có quan ngại về khủng hoảng lương thực thế giới, do đó, lương thực trong nước vẫn đứng trước sức ép tăng giá.

**Hình 6. Lạm phát theo tháng các năm 2009, 2010 và các tháng đầu năm 2011**



*Nguồn: GSO và dự báo của TVSC*

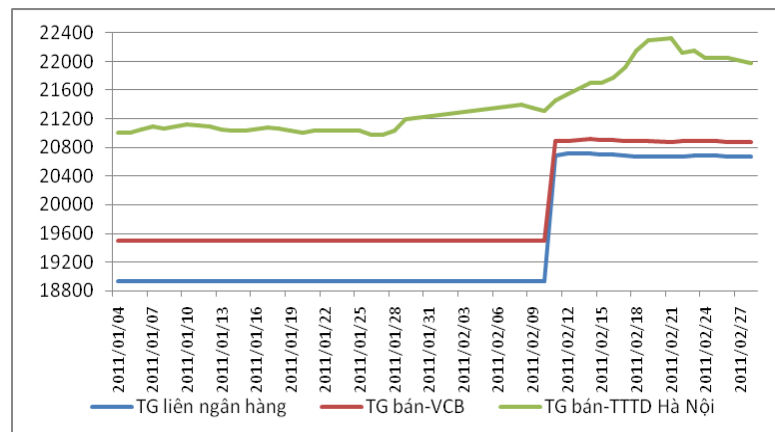
<sup>2</sup> Mặc dù thuế nhập khẩu xăng dầu đã được điều chỉnh giảm về 0%, nhưng với tình hình quỹ Bình ổn giá gần như cạn kiệt, giá xăng trong nước vẫn tiếp tục thấp hơn giá xăng các nước trong khu vực, trong bối cảnh giá xăng thế giới đã vượt ngưỡng 100 USD/1 thùng và còn tiếp tục đối mặt rủi ro tăng cao do nguồn cung giảm và bất ổn chính trị ở Ai Cập và Lybia, thì đợt tăng giá xăng này chưa phải là duy nhất trong năm nay.

Dựa vào các mô hình kinh tế lượng của TVSC như ARIMA, VAR và VECM, dự báo lạm phát tháng 3 sẽ ở mức cao 1,7-1,8% theo tháng (tức tăng 13,37% - 13,48% so với cùng kỳ năm trước). Đây cũng sẽ là mức lạm phát cao nhất trong tháng 3 trong vòng 3 năm qua.

**Tỷ giá được điều chỉnh tăng 9.3% nhưng chênh lệch hai tỷ giá vẫn đứng ở mức cao**

Đúng như dự đoán và kì vọng của thị trường, ngày 11/2 NHNN đã tiến hành điều chỉnh tăng tỷ giá bình quân liên ngân hàng thêm 9,3%, đồng thời thu hẹp biên độ dao động tỷ giá xuống  $\pm 1\%$ . Động thái điều chỉnh tỷ giá lần này được kì vọng sẽ giúp cho VND xích lại gần hơn với giá trị thực, giúp tỷ giá tự do và chính thức xích lại gần nhau, giảm sức ép tới nguồn dự trữ ngoại hối (được ước tính ở mức trên dưới 10 tỷ USD) và có thể làm giảm nhập siêu.

**Hình 7. Diễn biến tỷ giá USD**



Nguồn: [www.sbv.gov.vn](http://www.sbv.gov.vn), database của TVSC

Tuy nhiên, thực tế, ngay sau khi điều chỉnh, chênh lệch tỷ giá thị trường tự do và chính thức vẫn ở mức khá cao (trên 1000 đồng/1USD). Giá USD tự do liên tục tăng kể từ ngày 11/2, đặc biệt biến động khá mạnh trong ngày 17/2 khi giá bán được niêm yết vượt 22000, đạt kỉ lục 22300 vào ngày 19/2. Diễn biến này bắt nguồn từ chênh lệch giá vàng thế giới và trong nước vẫn đang duy trì ở mức khá cao, cộng thêm với tâm lý đầu cơ và găm giữ của người dân và doanh nghiệp do quan ngại sâu sắc về VND do việc điều chỉnh tỷ giá không đi kèm với bất kỳ biện pháp nào được công bố để đảm bảo mức tỷ giá mới. Cùng lúc, những thông tin về giá xăng, giá điện tăng mạnh vượt dự kiến đã khiến kỳ vọng tiền đồng mất giá càng thêm củng cố. Trong khi đó, tác động của đợt điều chỉnh tỷ giá này, theo báo cáo chuyên đề tháng 2 của TVSC, cũng không quá tích cực cho cán cân thương mại, với dự báo, nhập siêu không giảm, thậm chí còn gia tăng<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Xem thêm Chuyên đề vĩ mô tháng 2 của TVSC – Nhập siêu sẽ tăng do điều chỉnh tỷ giá?

**Dự báo tỷ giá trong tháng 3:**

Theo TVSC, NHNN sẽ tiếp tục điều chỉnh tỷ giá bình quân liên ngân hàng theo hướng linh hoạt, theo đó tỷ giá chính thức sẽ dao động quanh mốc 20700, khó có những biến động mạnh mặc dù dự trữ ngoại hối hiện vẫn còn thấp. Tỷ giá USD tự do có thể sẽ giảm nhẹ, dao động quanh mốc 21600-21900, bởi những nguyên nhân sau:

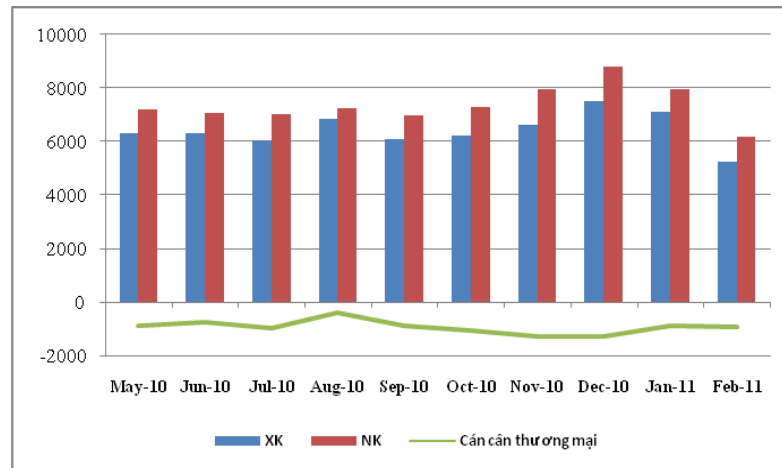
- Nhập siêu 2 tháng đầu năm vẫn nằm trong vòng kiểm soát (nhập siêu 2 tháng đầu năm chỉ tương đương với 14,8% kim ngạch xuất khẩu, thấp hơn nhiều so với mục tiêu là 18%). Trong khi đó, giải ngân FDI tăng cao trong tháng 2 (tăng 4,5% so với cùng kỳ năm 2010) và nguồn kiều hối vẫn khá dồi dào.
- Nghị quyết 11/NQ-CP đưa ra những giải pháp hết sức kiên quyết nhằm bình ổn thị trường ngoại hối như yêu cầu kết hối đối với tất cả các tập đoàn, tổng công ty Nhà nước (năm 2009 chỉ yêu cầu 7 tổng công ty); kiểm soát nghiêm ngặt các giao dịch vàng trên thị trường tự do vốn được coi là một trong những nhân tố liên thông tới sự biến động của thị trường ngoại tệ tự do (như tập trung đầu mỗi NK vàng, tiến tới xóa bỏ việc kinh doanh vàng miếng trên thị trường tự do; ngăn chặn hiệu quả các hoạt động buôn lậu vàng qua biên giới).

**Nhập siêu 2 tháng đầu năm 2011 đạt 1,83 tỷ USD, tương đương với 14,8% kim ngạch xuất khẩu**

Số liệu mới nhất của Tổng cục Thống kê cho thấy kim ngạch xuất khẩu tháng 2/2011 có thể đạt mức 5,25 tỷ USD, giảm khoảng 26% so với tháng trước; còn kim ngạch nhập khẩu tháng này ước tính đạt 6,2 tỷ USD, giảm xấp xỉ 22% so với tháng 1. Như vậy, nhập siêu tháng 2 chỉ ở mức khoảng 950 triệu USD, đưa mức nhập siêu của 2 tháng đầu năm lên 1,83 tỷ USD, tương đương 14,8% kim ngạch xuất khẩu. Sự giảm sút trong kim ngạch xuất khẩu cũng như nhập khẩu trong tháng 2 so với tháng 1 là bình thường do đây là tháng thường trùng vào thời gian nghỉ Tết nguyên đán.

Trong tháng 2 kim ngạch của một số mặt hàng xuất khẩu chủ lực tăng mạnh (chủ yếu là hàng nông nghiệp) do khối lượng và giá cả xuất khẩu tăng như thủy sản, hạt điều, cà phê, gạo, cao su, sản phẩm dệt may và sản phẩm da đều có mức tăng trưởng trên 40%, cao nhất là cao su với 175%. Các mặt hàng công nghiệp nhẹ như dệt may, giày dép cũng có tốc độ tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu lần lượt đạt 54,2% và 37,8%; sắt thép tăng trưởng 84,7%. Chỉ có 3 mặt hàng là hạt tiêu, than đá và dầu thô giảm về lượng xuất khẩu trong 2 tháng đầu năm.

**Hình 8. Kim ngạch xuất khẩu, nhập khẩu, và cán cân thương mại theo tháng**

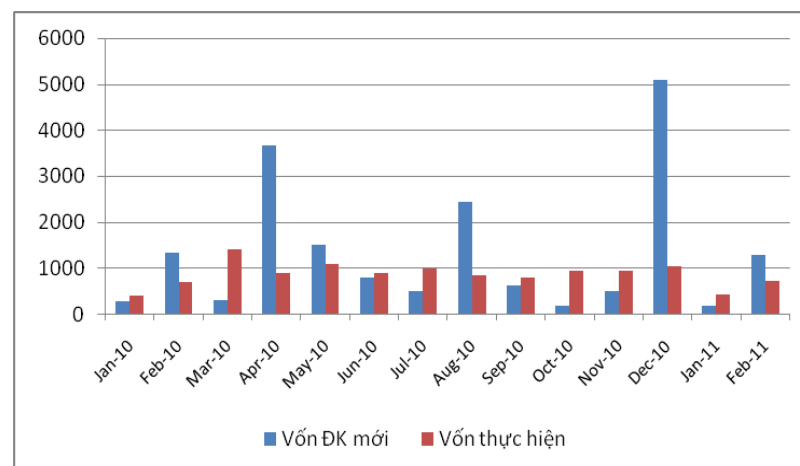


*Nguồn: GSO, database của TVSC*

### **Giải ngân FDI tăng trưởng khá tốt mặc dù lượng vốn đăng kí mới vẫn tiếp tục giảm**

Theo Cục Đầu tư nước ngoài, trong tháng 2 năm 2011, có 53 dự án FDI được cấp phép mới với số vốn đăng kí là 1,28 tỷ USD. Như vậy tính từ đầu năm, đã có 93 dự án mới được cấp giấy chứng nhận đầu tư với tổng số vốn đăng ký đạt 1,47 tỷ USD, bằng 74,3% so với cùng kỳ 2010; ngoài ra còn có 14 lượt dự án đăng ký tăng vốn với tổng vốn đầu tư đăng ký tăng thêm là 86 triệu USD, bằng 27,8% so với cùng kỳ năm ngoái. Tính chung cả vốn cấp mới và tăng vốn, trong 2 tháng đầu năm 2011, các nhà đầu tư đã đăng ký đầu tư vào Việt Nam 1,56 tỷ USD, bằng 68% cùng kỳ 2010. Mặc dù vốn FDI đăng kí mới giảm nhưng lượng giải ngân vẫn tiếp tục tăng khá, đạt 1,15 tỷ USD trong 2 tháng đầu năm 2011, tăng 4,5% so với cùng kì năm 2010.

**Hình 9. Vốn FDI đăng kí mới, và vốn FDI thực hiện theo tháng**



*Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, database của TVSC*

**PHỤ LỤC**

	Aug-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10	Dec-10	Jan-11	Feb-11
<b>Giá trị sản xuất công nghiệp</b>							
SXCN (Tỷ VND)	69160	70458	72237	71343	75647	71330	59600
SXCN (% m-o-m)	1.05	1.88	2.52	-1.24	6.03	-5.71	-16.44
SXCN (% y-o-y)	13.97	12.71	16.00	13.11	14.91	13.00	23.50
<b>Xuất nhập khẩu</b>							
XK (Tr. USD)	6857	6098	6227	6641	7498	7091	5250
XK (m-o-m %)	13.73	-11.07	2.12	6.65	12.90	-5.43	-25.96
XK (y-o-y %)	51.60	34.20	23.90	41.72	42.82	41.45	40.37
NK (Tr. USD)	7252	6973	7304	7941	8792	7968	6200
NK (m-o-m %)	3.50	-3.85	4.75	8.72	10.72	-9.37	-22.19
NK (y-o-y %)	24.01	9.36	10.25	17.35	35.26	33.74	22.29
Cán cân thương mại (Tr. USD)	-395	-875	-1077	-1300	-1294	-877	-950
XK/NK (%)	94.55	87.45	85.25	83.63	85.28	88.99	84.68
Nhập siêu/XK (%)	-5.76	-14.35	-17.30	-19.58	-17.26	-12.37	-18.10
<b>Lạm phát</b>							
Lạm phát theo tháng (%)	0.23	1.31	1.05	1.86	1.98	1.74	2.09
Lạm phát theo năm (%)	8.18	8.92	9.66	11.09	11.75	12.17	12.31
<b>Tỷ giá cuối kỳ USD/VND</b>							
Tỷ giá chính thức	18932	18932	18932	18932	18932	18932	20673
Tỷ giá NHTM (TG bán của VCB)	19500	19500	19500	19500	19500	19500	20880
Tỷ giá tự do HN (TG bán)	19510	19670	20450	20550	20960	21200	21980
<b>FDI (Số dự án, Tr. USD)</b>							
Số dự án mới	125	62	39	74	136	40	53
Số vốn đăng ký mới	2447	616	184	511	5099	182	1288
Số vốn đăng ký bổ sung	72	4	420	n.a	197.4	5.3	80.7
Số vốn FDI thực hiện	850	800	950	950	1050	420	730

**Điều Khoản Miễn Trừ / Khuyến Cáo**

Báo cáo phân tích này do Phòng Nghiên Cứu Kinh Tế, Công ty Cổ phần Chứng khoán Trí Việt (TVSC) thực hiện. Báo cáo được lập trên cơ sở thu thập, tổng hợp, nghiên cứu từ các nguồn số liệu, thông tin đáng tin cậy và có tính chính xác cao tại thời điểm phát hành. Tuy nhiên chúng tôi không cam kết hay đảm bảo đối với tính chính xác, hoàn chỉnh của các nguồn số liệu và thông tin đó. Trong bản báo cáo có thể thể hiện quan điểm cá nhân của nhóm phân tích, chứ không phải là quan điểm của TVSC. Báo cáo phân tích này chỉ mang tính chất tham khảo, do đó TVSC không chịu trách nhiệm đối với bất cứ rủi ro nào phát sinh từ việc tham khảo hay sử dụng những thông tin trong bản báo cáo này. Chúng tôi khuyến cáo nhà đầu tư, ngoài việc tham khảo báo cáo phân tích của TVSC thì nên kết hợp với việc tìm hiểu thêm các thông tin khác trước khi ra quyết định đầu tư.

Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Trí Việt  
<http://www.tvsc.vn>

Phòng Nghiên Cứu Kinh Tế