

# TỔNG QUAN KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM 2015 VÀ TRIỂN VỌNG 2016

Phạm Thế Anh\*

Ngày nhận: 28/11/2015

Ngày nhận bản sửa: 01/12/2015

Ngày duyệt đăng: 5/12/2015

## Tóm tắt:

*Bài viết này nhằm đánh tổng quan tình hình kinh tế vĩ mô của Việt Nam trong năm 2015 và triển vọng 2016. Cụ thể, các vấn đề sản xuất, giá cả, thương mại, đầu tư cũng như tài chính – tiền tệ sẽ được phân tích và đánh giá. Nhờ ảnh hưởng tích cực của nền kinh tế thế giới và hội nhập, năm 2016 được dự báo sẽ là thời kỳ hồi phục tương đối chắc chắn của Việt Nam. Tăng trưởng GDP có thể đạt 6,5% (+/-0,2) còn lạm phát ở mức 3,5% (+/- 0,3). Nếu như Việt Nam thành công trong việc tái cơ cấu, nền kinh tế sẽ có khả năng chống chọi được với cú sốc từ việc suy giảm kinh tế thế giới. Ngược lại, nền kinh tế Việt Nam sẽ quay trở lại bất ổn.*

**Từ khóa:** Tăng trưởng, lạm phát, tiền tệ và tài khóa

## The overview of Vietnamese economy in 2015 and prospects for 2016

### Abstract:

*The paper attempts to review the performance of Vietnamese economy in 2015 and evaluate its prospects in 2016. In particular, real production, prices, trade, investment as well as fiscal and monetary are all thoroughly examined and analyzed. Thanks to the recovery of the world economy and the integration into various free trade and economic communities, Vietnam is expected to experience a moderate but more sustainable growth in 2016. Economic growth and inflation are predicted to be around 6,5% (+/-0,2) and 3,5% (+/- 0,3), respectively. If Vietnam is successful with the current reform the economy will cope well with any outside shocks. Otherwise, it may fall into an unstable path.*

*Keywords:* Economic growth, inflation, monetary and fiscal policy

## 1. Kinh tế vĩ mô thế giới và ảnh hưởng tới Việt Nam

### 1.1. Tình hình và triển vọng kinh tế thế giới

Triển vọng kinh tế thế giới thiếu chắc chắn và tiềm ẩn nhiều yếu tố bất ổn. Trong công bố mới nhất vào đầu quý 4/2015, IMF hạ dự báo tăng trưởng toàn cầu năm 2015 và 2016 xuống mức 3,1% và 3,6%, giảm so với mức dự báo 3,4% và 3,8% hồi tháng 7, và giảm sâu hơn so với dự báo hồi tháng 4. Tăng trưởng thương mại thế giới dự báo ở mức 3,2% năm 2015 và 4,1% năm 2016, giảm 0,9% so với dự báo trước đó. Giá hàng hóa thế giới giảm sâu, đặc biệt là giá nhiên liệu và thực phẩm.

Trong số các nền kinh tế phát triển, ngoại trừ Mỹ và EU có sự hồi phục nhẹ, tăng trưởng của các nền kinh tế còn lại là khá yếu. Mặc dù thấp hơn so với

kỳ vọng nhưng tăng trưởng cả năm của Mỹ ước đạt 2,6% cho cả năm 2016; chỉ số PMI tiếp tục ở trên ngưỡng 50 điểm; tỷ lệ thất nghiệp tiếp tục duy trì mức 5,0% và lạm phát thấp xoay quanh mức 0%, thấp hơn nhiều so với mức mục tiêu 2%.

Trong phát biểu gần đây nhất của mình vào đầu tháng 12/2015, Thống đốc Cục dự trữ liên bang Mỹ (Fed), Janet L. Yellen, đã bác bỏ khả năng rơi lại vào suy thoái của nền kinh tế Mỹ sau các biến cố ở Paris hay San Bernardino. Đồng thời, bà cũng cho rằng do ảnh hưởng trễ của chính sách tiền tệ, tri hoãn bình thường hóa chính sách tiền tệ có thể sẽ khiến Fed phải tăng lãi suất nhanh và mạnh sau này nếu lạm phát hay bong bóng giá tài sản xảy ra. Do vậy, nhiều khả năng Fed sẽ nâng lãi suất trong đợt họp

**Bảng 1: Dự báo một số chỉ số kinh tế thế giới 2015–2016 (% thay đổi so với cùng kỳ)**

	Thay đổi so với dự báo hồi tháng 7				
	2014	2015	2016	2015	2016
<b>GDP</b>					
<b>Thế giới</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>
<b>Các nước phát triển</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>
Mỹ	2,4	2,6	2,8	0,1	-0,2
Eurozone	0,9	1,5	1,6	0,0	-0,1
Nhật	-0,1	0,6	1,0	-0,2	-0,2
<b>Các nền kinh tế đang phát triển</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Nga	0,6	-3,8	-0,6	-0,4	-0,8
Trung Quốc	7,3	6,8	6,3	0,0	0,0
Ấn Độ	7,3	7,3	7,5	-0,2	0,0
Brazil	0,1	-3,0	-1,0	-1,5	-1,7
Nam Phi	1,5	1,4	1,3	-0,6	-0,8
ASEAN-5 (TH, PH, ML, IN, VN)	4,6	4,6	4,9	-0,1	-0,2
<b>Thương mại quốc tế</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>4,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,3</b>
<b>Nhập khẩu</b>					
Các nước phát triển	3,4	4,0	4,2	-0,5	-0,3
Các nước đang phát triển	3,6	1,3	4,4	-2,3	-0,3
<b>Xuất khẩu</b>					
Các nước phát triển	3,4	3,1	3,4	-0,5	-0,6
Các nước đang phát triển	2,9	3,9	4,8	-1,1	0,1
<b>Giá hàng hóa nguyên liệu</b>					
Dầu thô	-7,5	-46,4	-2,4	-7,6	-11,5
Phi nhiên liệu	-4,0	-16,9	-5,1	-1,3	-3,4
<b>Giá tiêu dùng thế giới</b>					
Các nước phát triển	1,4	0,3	1,2	0,3	0,0
Các nước đang phát triển	5,1	5,6	5,1	0,1	0,3

Nguồn: IMF (2015)

tới vào cuối tháng. Tuy nhiên, các bước gia tăng được dự báo là thấp, khoảng 0,25 điểm phần trăm và diễn ra từ từ để tránh gây những bất lợi cho đà hồi phục của nền kinh tế.

Trong khi đó, ở khu vực đồng tiền chung châu Âu (Eurozone) và Nhật, tăng trưởng tiếp tục được dự báo hồi phục yếu, với tỷ lệ thất nghiệp cao và giảm chậm. Tăng trưởng của khu vực Eurozone được dự báo vào khoảng 1,5% còn lạm phát chỉ vào khoảng 1,0% trong năm 2015, đều thấp hơn rất nhiều so với tỷ lệ mục tiêu. Nền kinh tế Nhật Bản đã hụt hơi sau gói kích thích kinh tế khổng lồ của thủ tướng Abe. Mặc dù có thể thoát khỏi suy thoái kinh tế trong năm nay, tuy nhiên tốc độ tăng trưởng rất mong manh, chỉ vào khoảng 0,6%. Trong khi đó, chỉ số giá tiêu dùng tăng nhẹ, xấp xỉ quanh mốc 0%. Sự hồi phục bấp bênh của khu vực Eurozone lẫn Nhật Bản khiến ngân hàng trung ương ở cả hai khu vực

này tiếp tục thực hiện chính sách nới lỏng định lượng.

Trong các nước thuộc khối BRICS chỉ có Ấn Độ có triển vọng kinh tế tích cực nhờ sự cải tổ nền kinh tế của thủ tướng mới Modi. Tốc độ tăng trưởng kỳ vọng tiếp tục duy trì mức 7,3% trong năm 2015 và lên 7,5% trong năm 2016, vượt Trung Quốc trở thành quốc gia có tốc độ tăng trưởng kinh tế cao nhất thế giới. Trong khi đó, nền kinh tế Trung Quốc được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng chậm lại ở mức 6,8% trong năm 2015 và thấp hơn nữa trong năm 2016. Kinh tế Brazil chính thức rơi vào suy thoái trong năm nay, còn Nam Phi hầu như không có cải thiện đáng kể nào. Nga được dự báo sẽ rơi vào suy thoái do ảnh hưởng của cấm vận kinh tế từ Mỹ và châu Âu.

Có nhiều cảnh báo về rủi ro suy giảm của nền kinh tế Trung Quốc. Chỉ số PMI của Trung Quốc

những tháng gần đây liên tiếp giảm dưới ngưỡng 50 điểm, báo hiệu năng lực sản xuất tiếp tục co lại. Đồng thời, Trung Quốc đang phải đối mặt với sự suy giảm mạnh của thị trường bất động sản và thị trường chứng khoán, dòng vốn đầu tư nước ngoài đang tháo chạy kéo theo sự sụt giảm của tăng trưởng xuất khẩu. Điều này một phần là do Trung Quốc đang mất dần lợi thế truyền thống về lao động giá rẻ trong ngành sản xuất, khiến cho dòng vốn đang có xu hướng dịch chuyển sang các nước Đông Nam Á và những nơi khác có chi phí lao động thấp hơn. Ngoài ra, một số nhà sản xuất còn di chuyển nhà máy của họ ngược về các nước phát triển bởi ngành sản xuất của họ bị chi phối bởi tiến bộ công nghệ chứ không bởi lao động giá rẻ. Sự phá giá mạnh đồng nhân dân tệ vào trung tuần tháng 8/2015 của Trung Quốc chưa loại bỏ được hết những rủi ro này.

Trong năm 2015, các nước ASEAN-5 (Ma-lay-xia, In-đô-nê-xia, Thái Lan, Phi-líp-pin và Việt Nam) đã đạt tốc độ tăng trưởng khoảng 4,6%, bằng với mức của năm 2014 và thấp hơn so với dự kiến do sụt giảm về xuất khẩu lẫn cầu nội địa. Các nước này được dự báo sẽ tiếp tục duy trì mức tăng trưởng trung bình, khoảng 4,9%, trong năm 2016 nhờ tình hình chính trị ổn định hơn và chi phí sản xuất giảm.

### **1.2. Ảnh hưởng tới Việt Nam**

Thời điểm Fed tăng lãi suất đang đến gần, tuy nhiên tác động của chính sách này sẽ không khiến dòng vốn dịch chuyển từ các nước đang phát triển trở về Mỹ diễn ra quá đột ngột bởi nó đã được dự báo trước và thị trường tài chính đã điều chỉnh trong cả năm qua. Hơn nữa, lộ trình cắt giảm từ từ và với biên độ nhỏ sẽ giúp cho thị trường không quá biến động mạnh. Dự kiến, Fed có thể bắt đầu tăng lãi suất cơ bản vào cuối năm 2015. Điều này, ít nhiều, sẽ tạo áp lực lên Ngân hàng Nhà nước (NHNN) Việt Nam phải tiếp tục điều chỉnh giảm giá VND.

Nền kinh tế thế giới đang gánh chịu rủi ro về giá dầu và hàng loạt giá nguyên vật liệu đầu vào khác. Sự sụt giảm đột ngột giá dầu thô từ cuối 2014 được giải thích là do Mỹ đã tăng nguồn cung dầu đá phiến để thay thế dầu nhập khẩu, trong khi các nước OPEC và Nga không chịu giảm sản lượng, cộng thêm với tình trạng buôn lậu dầu từ nhà nước hồi giáo tự xưng IS. Tình trạng này kéo dài đã khiến cho những quốc gia có ngân sách phụ thuộc vào xuất khẩu dầu, trong đó có Việt Nam, có nguy cơ rơi vào tình trạng căng thẳng ngân sách và nợ công. Sự thiếu chắc chắn về tương lai của giá dầu cũng khiến cho các kế hoạch sản xuất kinh doanh trở nên bấp bênh và cản trở sự

phục hồi kinh tế ở nhiều quốc gia.

Thương mại thế giới hồi phục cộng với việc tham gia vào hàng loạt các hiệp định thương mại tự do sẽ giúp Việt Nam có được nhiều lợi thế xuất khẩu trong những năm tới. Tuy nhiên, sự mất giá mạnh của đồng Euro và Yên Nhật so với USD, và do vậy là VND, sẽ có ảnh hưởng tiêu cực đáng kể tới xuất khẩu của Việt Nam vào các khu vực này. Bên cạnh đó, điều kiện xuất xứ hàng hóa nội khối trong các hiệp định thương mại tự do cộng với lợi thế về lao động giá rẻ cũng giúp Việt Nam có nhiều cơ hội để thu hút đầu tư nước ngoài.

Cuối cùng, giá dầu duy trì ở mức thấp sẽ khiến cho các giá hàng hoá cơ bản khác giảm theo. Điều này sẽ hỗ trợ giúp cho giá hàng hóa trong nước giảm. Tuy nhiên, việc giá dầu giảm sẽ không chỉ làm cho thu ngân sách trực tiếp từ xuất khẩu dầu thô sụt giảm mạnh, mà còn làm cho các khoản thu ngân sách nhà nước khác bị giảm theo do giá cả trong nước tăng thấp.

## **2. Kinh tế vĩ mô Việt Nam năm 2015**

### **2.1. Sản xuất và tổng cầu**

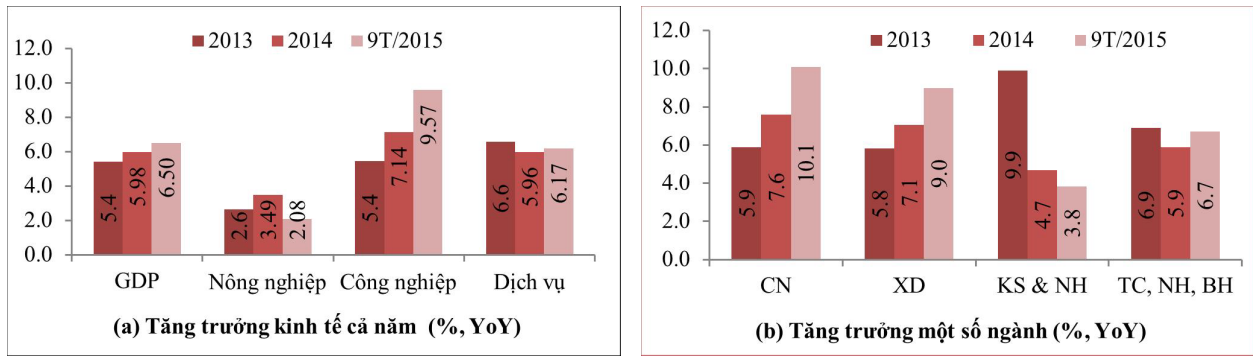
Nền kinh tế Việt Nam đang tiếp tục xu hướng phục hồi với tốc độ tích cực hơn. Tốc độ tăng trưởng của toàn nền kinh tế trong 3 quý đầu năm đạt 6,5%, và ước đạt khoảng 6,7% cho cả năm 2015. Đây là con số ấn tượng, cao hơn nhiều so với con số 5,98% của năm 2014 và 5,42% của năm 2013. Sự phục hồi đáng kể nhất diễn ra trong lĩnh vực công nghiệp và xây dựng. Trong khi đó, tăng trưởng của lĩnh vực dịch vụ chỉ cao hơn đôi chút còn lĩnh vực nông nghiệp lại giảm khá mạnh so với năm trước.

Trong lĩnh vực công nghiệp và xây dựng, ngành sản xuất chế biến và xây dựng hồi phục mạnh nhờ xuất khẩu tiếp tục tăng và thị trường bất động sản trong nước ấm lên. So với cùng kỳ, ngành công nghiệp chế biến đã có mức tăng trưởng lên tới gần 10,1%, còn ngành xây dựng tăng khoảng 9,0% sau 3 quý đầu năm 2015.

Nông lâm thủy sản là lĩnh vực có dấu hiệu tăng trưởng kém lạc quan nhất trong năm nay, với mức tăng chỉ đạt chưa đầy 2,1 sau 3 quý đầu năm. Trong lĩnh vực này, chỉ có ngành lâm nghiệp là có tốc độ tăng trưởng khá còn lại các ngành nông nghiệp và thủy sản đều có mức tăng thấp.

Trong lĩnh vực dịch vụ, hoạt động kinh doanh bất động sản tiếp tục có sự hồi phục nhẹ với tốc độ tăng trưởng đạt 2,9% sau 3 quý đầu năm 2015. Đây là mức tăng trưởng cao nhất kể từ năm 2007. Tuy nhiên, doanh số hoạt động kinh doanh khách sạn và

**Hình 1: Tăng trưởng kinh tế năm 2015**



Nguồn: Tính toán của tác giả từ nguồn số liệu của GSO.

nhà hàng lại sụt giảm mạnh, chỉ đạt 3,8%, do sụt giảm lượng khách du lịch từ các thị trường lớn như Nga, châu Âu và Mỹ. Ngoài ra, cùng với sự hồi phục chung của toàn nền kinh tế, ngành ngân hàng và bảo hiểm cũng đã có sự cải thiện đáng kể về tốc độ tăng trưởng, đạt 6,7% sau 3 quý đầu năm, cao hơn khá nhiều so với mức 5,7% của cả năm 2014.

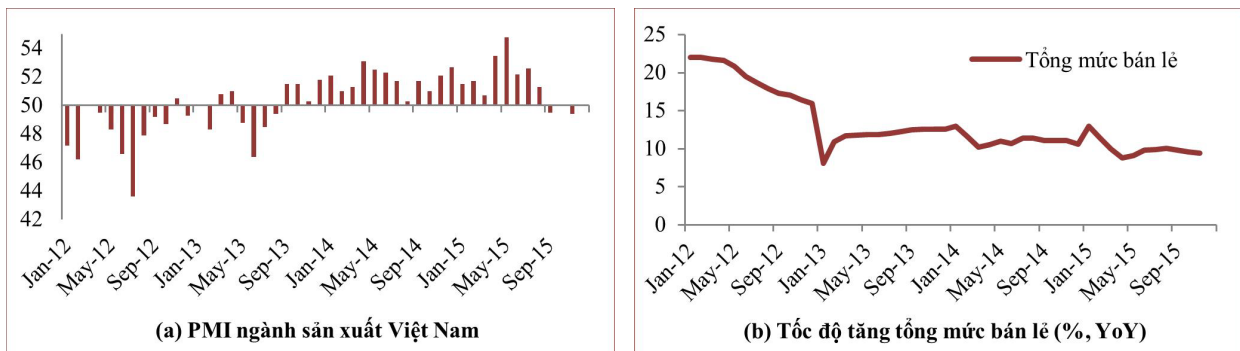
Tuy nhiên, một dấu hiệu không tích cực đối với nền kinh tế Việt Nam là chỉ số Nhà Quản trị Mua hàng (PMI) trong ngành sản xuất của Việt Nam đã giảm mạnh trong những tháng gần đây. Kể từ tháng 9 tới nay, chỉ số này chỉ đạt xấp xỉ hoặc dưới ngưỡng 50 điểm, phản ánh sự chuyển biến xấu của số đơn đặt hàng qua các tháng. Điều này làm dấy lên những lo ngại về sự hụt hơi của đà tăng trưởng kinh tế trong năm 2016. Bên cạnh đó, tốc độ tăng tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ các tháng trong năm 2015 cũng có dấu hiệu chậm lại, đạt 10,0% sau 3 tháng, 9,8% sau 6 tháng và 9,4% sau 11 tháng.

Cán cân ngân sách của chính phủ thâm hụt dai dẳng và ở mức cao. Sau 11 tháng thâm hụt ngân sách ước vào khoảng 155,6 nghìn tỷ đồng, tương đương với 18,1% tổng thu ngân sách trong cùng thời kỳ. Điều này sẽ ảnh hưởng xấu tới lựa chọn chính sách của Chính phủ. Bởi lẽ, để bù đắp thâm

hụt Chính phủ hoặc sẽ phải tăng thu, cắt giảm chi tiêu hoặc vay nợ, và cho dù bằng cách nào thì cũng sẽ hạn chế phần nào không gian tăng trưởng trong những năm tới. Mặt khác, tổng chi đầu tư phát triển chỉ chiếm 14,5% trong hơn 1015,7 nghìn tỷ đồng của tổng chi ngân sách nhà nước trong 11 tháng đầu năm. Điều này phản ánh sự mất cân đối lớn trong cơ cấu chi tiêu của Chính phủ. Ngoài ra, gánh nặng chi trả nợ và viện trợ cũng chiếm tới 16,6% tổng thu ngân sách nhà nước, đe dọa tính bền vững ngân sách và an toàn nợ công trong tương lai.

Khu vực ngoại thương cho thấy nhiều tín hiệu tích cực. Cầu xuất khẩu từ bên ngoài đối với hàng hóa Việt Nam tiếp tục giữ được tốc độ tăng khá qua các năm bất chấp sự hồi phục thiếu chắc chắn của kinh tế thế giới. Giá trị hàng hóa và dịch vụ xuất khẩu của Việt Nam trung bình giai đoạn 2012–2014 tăng trưởng xấp xỉ 16,0% mỗi năm. Trong 11 tháng đầu năm 2015, giá trị xuất khẩu ước đạt 148,7 tỷ USD, trong đó khu vực FDI gồm cả dầu thô chiếm tới hơn 2/3, tăng 8,3% so với cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, cùng với sự hồi phục của nền kinh tế, nhập khẩu cũng bắt đầu tăng cao và thâm hụt thương mại quay trở lại. Tính chung 11 tháng năm nay, kim ngạch hàng hoá nhập khẩu ước tính đạt

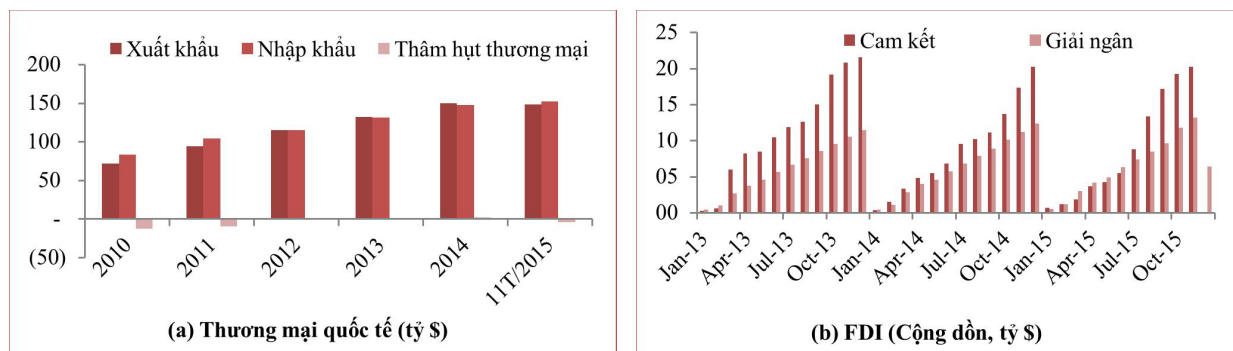
**Hình 2: Chỉ số PMI và tổng doanh thu bán lẻ**



Nguồn: Tính toán của tác giả từ nguồn số liệu của Markit và GSO.



**Hình 3: Thương mại và đầu tư quốc tế**



Nguồn: Tính toán của tác giả từ nguồn số liệu của GSO.

152,5 tỷ USD, tăng 13,7% so với cùng kỳ năm trước, dẫn đến mức thâm hụt thương mại vào khoảng 3,8 tỉ USD (Mặc dù khu vực FDI có thặng dư thương mại tới 12,9 tỉ USD). Điều này góp phần gây căng thẳng trên thị trường ngoại hối trong thời gian qua. Cùng thời gian này, giải ngân đầu tư trực tiếp nước ngoài vẫn duy trì được xu hướng tăng nhẹ so với các năm trước. Tính đến cuối tháng 11 năm 2015, tổng số vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài được giải ngân ước đạt 13,2 tỷ USD, tăng 6,45% so với cuối năm 2014. Ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tiếp tục thu hút đầu tư nước ngoài lớn nhất, với khoảng 64% tổng vốn đăng kí, hứa hẹn triển vọng tích cực của khu vực sản xuất và xuất khẩu trong tương lai. Cùng với việc gia nhập và chuẩn bị gia nhập một loạt các hiệp định thương mại tự do, cầu xuất khẩu và đầu tư nước ngoài một mặt đang bù đắp cho sự trầm lắng của khu vực kinh tế trong nước, mặt khác giúp cho sự ổn định của tỷ giá hối đoái và thị trường ngoại hối của Việt Nam trong những năm vừa qua, và có lẽ là cả thời gian tới.

## 2.2. Lạm phát, lãi suất và tỷ giá

### Lạm phát

Tốc độ tăng chỉ số giá tiêu dùng (CPI) của Việt Nam tiếp tục xu hướng giảm và duy trì ở mức rất thấp kể từ năm 2012. Nếu như tỷ lệ lạm phát của Việt Nam trong giai đoạn 2007–2011 lên tới xấp xỉ 13,8% trung bình mỗi năm, thì con số này đã giảm hơn một nửa xuống còn 6,8% trong năm 2012, 6,0% trong năm 2013, 4,1% trong năm 2014. Tính tới cuối tháng 11 năm 2015, tỷ lệ lạm phát tiếp tục sụt giảm xuống chỉ còn xấp xỉ 0,34% so với cùng kỳ năm trước, đây là con số thấp nhất trong hơn chục năm trở lại đây.

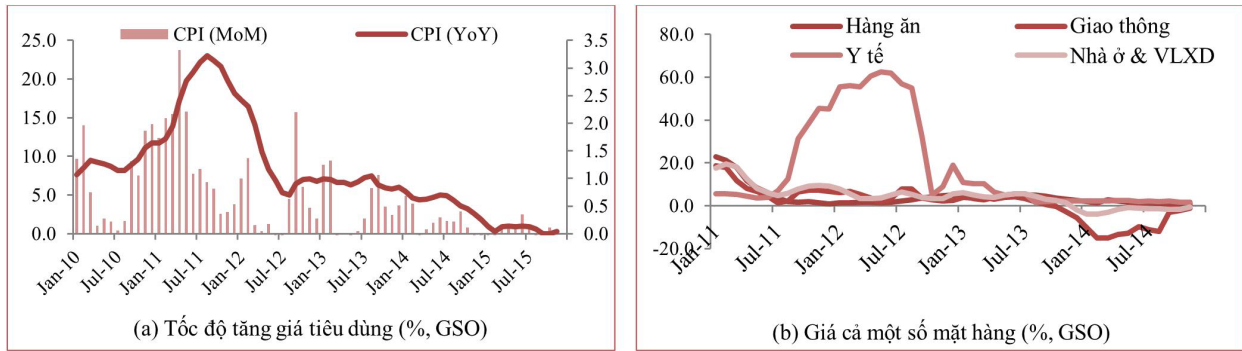
Sự giảm sút tốc độ tăng giá trong những năm gần đây diễn ra ở hầu hết các nhóm hàng tiêu dùng. Đáng chú ý phải kể đến lương thực và thực phẩm, nhóm hàng có tỷ trọng chiếm khoảng 40% giỏ hàng

tiêu dùng. Tốc độ tăng giá của nhóm hàng này đã giảm từ mức vài chục phần trăm trong những năm trước xuống chỉ còn chưa đầy 1% trong năm 2015. Cùng chung xu thế này còn có giá cả nhóm hàng nhà ở và vật liệu xây dựng. Điều này một phần phản ánh nhu cầu tăng thấp, mặt khác phản ánh chi phí đầu vào sản xuất của hai nhóm hàng này đã tăng chậm lại trong thời gian vừa qua. Bên cạnh đó, sau nhiều năm được điều chỉnh tăng mạnh, giá cả các nhóm hàng thuộc sự quản lý của nhà nước như y tế và giáo dục đã được kim hãm đáng kể và dần được nói lỏng theo cơ chế thị trường hơn.

Có thể nói rằng, ngoài việc nhu cầu trong nước tăng chậm lại do thu nhập thực của người dân đã bị bào mòn đáng kể sau nhiều năm lạm phát cao, thì sự sụt giảm của lạm phát ở Việt Nam trong thời gian gần đây là nhờ chi phí và giá cả thế giới giảm mạnh, đặc biệt là giá dầu mỏ. Trong suốt giai đoạn từ đầu năm 2012 đến nay, chỉ số giá cả hàng hóa cơ bản chung của thế giới đã giảm tới 45,4%. Trong đó, giá cả lương thực và đồ uống giảm 17,0%, giá hàng hóa nguyên liệu thô nông nghiệp, kim loại và năng lượng đã giảm khoảng 33,2%. Sự sụt giảm giá cả hàng hóa cơ bản này chủ yếu là do sự phục hồi chậm chạp hoặc suy giảm của các nền kinh tế châu Âu, Mỹ, Nhật và Trung Quốc, góp phần đáng kể vào việc duy trì tỷ lệ lạm phát thấp trên toàn thế giới. Ngoài ra, sự thành công của công nghệ khai thác dầu thô từ đá phiến ở Mỹ đang giúp mặt hàng này có sản lượng khai thác tăng và giá giảm mạnh. Chỉ tính từ tháng 6 năm 2014 đến nay, giá dầu thô trên thế giới đã giảm hơn một nửa từ khoảng 105 USD/thùng xuống còn khoảng 45 USD/thùng.

Tiến bộ công nghệ trong lĩnh vực năng lượng đi cùng với sự sụt giảm giá dầu mỏ sẽ thúc đẩy nền kinh tế thế giới tăng trưởng nhanh hơn do làm giảm chi phí sản xuất toàn cầu và tăng thu nhập khả dụng của hộ gia đình. Tuy nhiên, nó cũng sẽ phân phối lại

**Hình 4: Tốc độ tăng giá tiêu dùng của Việt Nam**



Nguồn: Tính toán của tác giả từ nguồn số liệu của GSO.

thu nhập giữa các quốc gia. Các quốc gia tiêu thụ nhiều năng lượng như Trung Quốc và Mỹ sẽ hưởng lợi nhiều nhất trong khi các quốc gia xuất khẩu dầu mỏ OPEC và Nga sẽ thiệt hại và buộc họ tái cấu trúc nền kinh tế theo hướng phụ thuộc vào dầu mỏ ít hơn. Nhìn chung, tiến bộ công nghệ và sự sụt giảm giá năng lượng sẽ kích thích tăng trưởng kinh tế thế giới trong những năm tới, và cải thiện tiềm năng của nền kinh tế thế giới trong dài hạn.

#### Lãi suất

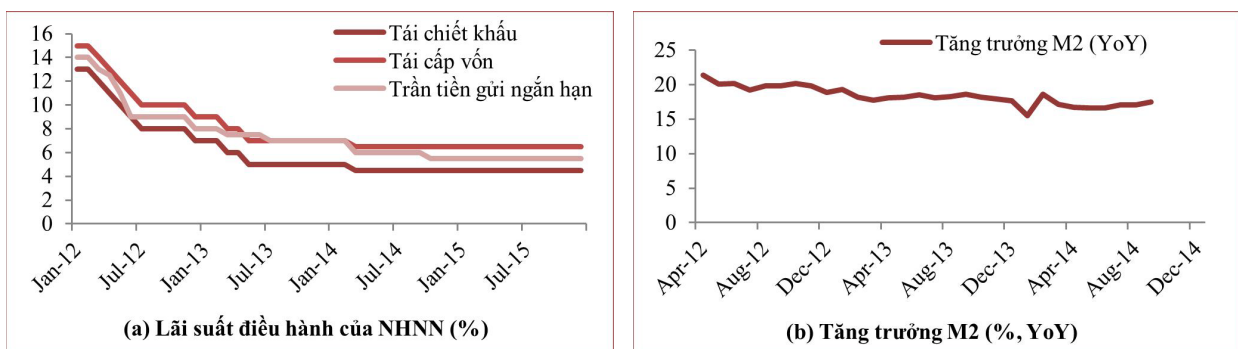
Các mức lãi suất điều hành đang ổn định ở mức thấp nhất kể từ khi NHNN thắt chặt tiền tệ nhằm chống lạm phát cao trong năm 2011. Các lãi suất điều hành như lãi suất tái chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn từng bước được điều chỉnh giảm từ mức 14–15% ở thời điểm cuối năm 2011, xuống còn 7–9% vào cuối năm 2012, 5–7% vào cuối năm 2013, và được duy trì ở mức 4,5–6,5% kể từ tháng 3 năm 2014 đến nay.

Lạm phát thấp và thị trường tiền tệ ổn định hơn đã đem đến nhiều dư địa cho NHNN thực hiện chính sách tiền tệ lỏng trong năm 2015. Kể từ năm 2014 đến nay, tốc độ tăng tổng phương tiện thanh toán luôn duy trì ở mức khoảng 16–18% so với cùng kỳ. Thanh khoản hệ thống ngân hàng được đảm bảo

với lãi suất liên ngân hàng kì hạn qua đêm và 1 tuần trung bình cả năm ở mức 4–5%/năm. Tuy nhiên, lãi suất huy động và đặc biệt là cho vay, không giảm được như kỳ vọng. Lãi suất cho vay phổ biến ở mức 10–12% trong năm 2015.

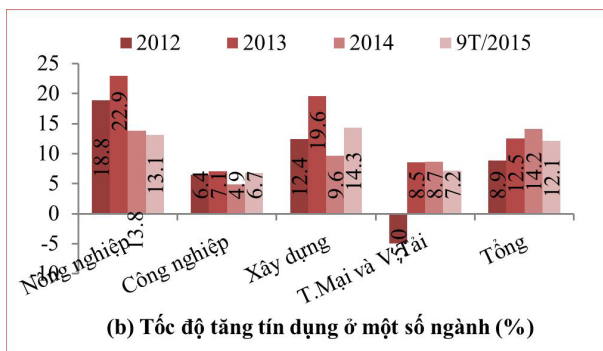
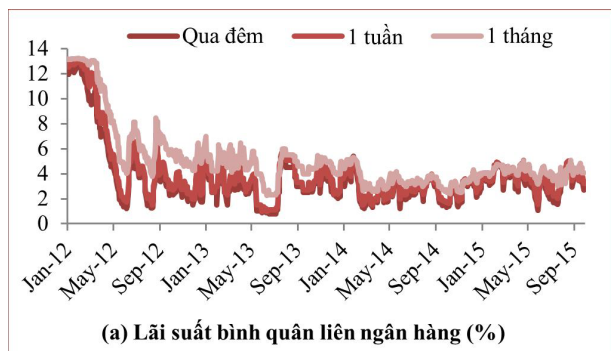
Một trong những nguyên nhân khiến lãi suất cho vay không giảm nhanh như lãi suất huy động là do nhu cầu phát hành trái phiếu cao của Chính phủ đã hấp thu lượng vốn nhân rồi lớn của nền kinh tế. Bên cạnh đó, với nợ xấu cao của những năm trước, các ngân hàng thương mại đã thận trọng hơn khiến cho nhiều doanh nghiệp vẫn gặp khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn. Tăng trưởng dư nợ tín dụng trong năm 2015 đã có sự cải thiện đáng kể so với những năm gần đây nhưng chưa tới mức quá nóng. Cụ thể, tính đến hết quý 3 năm 2015, tăng trưởng tổng dư nợ tín dụng đạt 12,1% so với đầu năm và gần 19,0% so với cùng kỳ. Đáng chú ý là tín dụng trong ngành công nghiệp và thương mại, vận tải và viễn thông chỉ tăng khiêm tốn lần lượt ở mức 6,7% và 7,2% so với đầu năm. Trong khi đó, con số tương ứng của ngành xây dựng lại lên tới 14,3%. Điều này cho thấy sự hồi phục của nền kinh tế còn chưa vững chắc, đặc biệt là khu vực sản xuất công nghiệp do doanh nghiệp chưa thực sự lạc quan vào triển vọng tương lai của nền kinh tế bất chấp các điều kiện tín

**Hình 5: Lãi suất điều hành và tăng trưởng cung tiền**



Nguồn: Tính toán của tác giả từ nguồn số liệu của NHNN.

**Hình 6: Lãi suất thị trường và tăng trưởng tín dụng**



Nguồn: Tính toán của tác giả từ nguồn số liệu của NHNN.

dụng và lãi suất ngày càng được nới lỏng. Đồng thời, sự tập trung tín dụng chủ yếu vào ngành xây dựng và kinh doanh bất động sản cũng làm tăng những lo ngại về bong bóng giá nhà, khiến cho nhu cầu sở hữu nhà ở của nhóm người thu nhập trung bình và thấp trong nền kinh tế càng trở nên xa vời hơn.

Chương trình tái cấu trúc hệ thống tài chính thực thi từ năm 2011 đã mang lại một số kết quả tích cực như khuôn khổ pháp lý về an toàn hoạt động ngân hàng từng bước được hoàn thiện, các ngân hàng được tái cơ cấu bước đầu đã có sự thay đổi năng lực tài chính, an toàn hệ thống đã dần được cải thiện. Vấn đề sở hữu chéo dần được hạn chế và kiểm soát hiệu quả. Tuy nhiên, tốc độ tăng nợ xấu tuy có giảm nhưng quy mô vẫn lớn do hoạt động của Công ty Quản lý Tài sản (VAMC) không giải quyết triệt để vấn đề nợ xấu mà chỉ kéo dài thời gian xử lý. Số liệu NHNN công bố cho thấy tỷ lệ nợ xấu trong tổng dư nợ tín dụng tính đến cuối tháng 9 năm 2015 là xấp xỉ 2,9%, tương đương với khoảng 129 nghìn tỷ đồng, giảm khoảng 20 nghìn tỷ đồng so với cuối năm 2014. Tuy nhiên, con số này còn chưa thực sự phản ánh đầy đủ tình trạng nợ xấu của hệ thống ngân hàng.

#### Tỷ giá

Thặng dư cán cân thương mại của giai đoạn 2012–2014 đã giúp cho NHNN ổn định thị trường ngoại hối và tỷ giá trong giai đoạn này. Tuy nhiên, bước vào năm 2015, thâm hụt thương mại đã quay trở lại và ước khoảng 3,8 tỷ USD trong 11 tháng đầu năm 2015; chênh lệch lãi suất tiền gửi giữa VND và USD đã thu hẹp đáng kể; đặc biệt kì vọng nâng lãi suất của Fed cộng với sự phá giá nhân dân tệ của Trung Quốc đã khiến cho thị trường ngoại hối trở nên bất ổn kể từ nửa cuối năm 2015. Người dân có xu hướng găm giữ USD nhằm đón đợi sự phá giá của NHNN. Để đối phó với những sự kiện này,

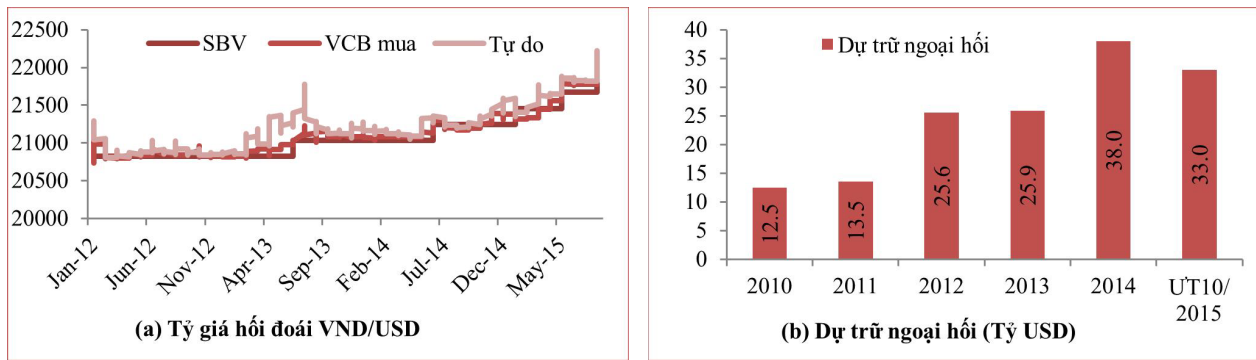
NHNN đã buộc phải điều chỉnh tỷ giá nhiều lần với tổng mức điều chỉnh là 3%, đồng thời nới biên độ dao động từ  $\pm 1\%$  lên  $\pm 3\%$ , vượt xa mức cam kết hồi đầu năm. Ngoài ra, NHNN cũng phải liên tục bán ra dự trữ ngoại hối (có thể lên tới 7 tỷ USD) và hạ lãi suất tiền gửi USD xuống còn 0,25%/năm đối với dân cư và 0% đối với tổ chức. Tuy nhiên, những nỗ lực này có vẻ chưa thể ổn định thị trường ngoại hối như mong muốn khi cả những bất ổn bên trong và bên ngoài còn hiện hữu.

Tỷ giá vẫn còn có những rủi ro bất ổn tiềm ẩn phía trước. Thứ nhất, đó là thâm hụt cán cân thương mại và quy mô của dự trữ ngoại hối còn tương đối thấp so với kim ngạch nhập khẩu. Với sự phụ thuộc cao vào nguyên vật liệu đầu vào nhập khẩu và hàng tiêu dùng giá rẻ, thâm hụt thương mại của Việt Nam sẽ ngày càng tăng cùng với sự hồi phục của nền kinh tế khi việc phát triển các ngành công nghiệp phụ trợ chưa có nhiều chuyển biến tích cực. Tương tự như vậy, việc ngăn chặn giao dịch của thị trường ngoại tệ và vàng tự do chỉ thành công trong điều kiện cán cân thương mại được duy trì tương đối cân bằng, và đặc biệt là lạm phát thấp. Nếu thâm hụt thương mại, và đặc biệt là lạm phát quay trở lại, nhu cầu trú ẩn vào các tài sản an toàn như ngoại tệ và vàng sẽ lập tức tăng mạnh. Điều này, nếu xảy ra, sẽ gây xáo trộn thị trường ngoại hối và đồng nội tệ sẽ chịu sức ép mất giá. Ngoài ra, rủi ro đến từ việc tích trữ ngoại tệ cho hoạt động buôn lậu vàng cũng không được loại trừ hoàn toàn khi giá vàng trong nước luôn được duy trì cao hơn giá vàng thế giới ở mức 3–4 triệu đồng/lượng như hiện nay.

Thêm vào đó, việc bỏ khả năng tăng lãi suất của Fed cũng đang khiến việc ổn định tỷ giá của NHNN trở nên khó khăn hơn. Có thể nói, dư địa (dự trữ ngoại hối và lãi suất tiền gửi USD) cho việc ổn định tỷ giá trong trường hợp xảy ra các bất ổn bên trong (thâm hụt thương mại và lạm phát) hay bất ổn bên



**Hình 7: Tỷ giá hối đoái và dự trữ ngoại hối**



Nguồn: Tính toán của tác giả từ nguồn số liệu của NHNN, VCB, IMF và khác.

ngoài (Fed tăng lãi suất, giá cả hàng hóa cơ bản thế giới tăng trở lại, hay chiến tranh tiền tệ) đang ngày càng trở nên hạn hẹp hơn. Công cụ duy nhất còn lại có lẽ là lãi suất VND, tuy nhiên cái giá phải trả của việc sử dụng công cụ này là không hề nhỏ đối với quá trình hồi phục chưa lấy gì làm vững chắc của nền kinh tế.

### 3. Xu hướng chính sách kinh tế vĩ mô và triển vọng 2016

#### 3.1. Tài khóa và nợ công

Quốc hội đã chính thức thông qua Nghị quyết số 98/2015/QH13 về việc phát triển kinh tế cho năm 2016 với các mục tiêu tăng trưởng GDP 6,7%; tổng vốn đầu tư phát triển toàn xã hội 31% GDP; tổng kim ngạch xuất khẩu tăng 10% và; tốc độ tăng giá tiêu dùng dưới 5%.

Như vậy có thể thấy mục tiêu của Chính phủ trong năm tới có thiên hướng ưu tiên tăng trưởng kinh tế đồng thời chấp nhận lạm phát cao hơn so với năm nay. Trong bối cảnh đầu tư nước ngoài tương đối ổn định, động lực của tăng trưởng trong những năm gần đây có xu hướng nghiêng về chi tiêu công nhằm bù đắp cho sự sụt giảm chi tiêu của khu vực tư nhân.

Chi tiêu công tăng nhanh trong khi nền kinh tế chậm hồi phục đã khiến cho thâm hụt ngân sách nhà nước đang có xu hướng ngày càng trầm trọng hơn khi tăng từ 4,4% GDP trong năm 2011 lên 5,4% GDP trong năm 2012, 6,6% trong năm 2013, 5,7% trong năm 2014 và dự kiến duy trì mức này trong năm 2015. Mức thâm hụt này vượt xa kế hoạch cho phép bởi Quốc hội vào đầu giai đoạn 2011–2015. Dự kiến mức thâm hụt ngân sách này còn tiếp tục cao trong những năm tới do nhiều nguồn thu giảm sút như thu từ dầu thô, thu thuế nhập khẩu và thu viện trợ không hoàn lại.

Như vậy, có thể thấy bức tranh tài khóa của Việt

Nam đang ở trong giai đoạn hết sức khó khăn. Điều này sẽ dẫn đến hậu quả là khả năng thực hiện các gói kích thích tài khóa, như giảm thuế hoặc tăng chi tiêu cho các dự án lớn đột biến, là gần như bằng không. Trong khi đó, Chính phủ tiếp tục phải phát hành một lượng lớn trái phiếu chính phủ để thực hiện nghĩa vụ trả gốc và lãi nợ công, đồng thời thực hiện các dự án đầu tư theo kế hoạch đã được phê duyệt từ trước. Nhu cầu phát hành trái phiếu chính phủ cũng buộc NHNN phải tăng cung tiền, đảm bảo dư thừa thanh khoản cho các tổ chức tín dụng nắm giữ trái phiếu chính phủ. Tính đến 4/12/2015, tổng lượng trái phiếu chính phủ phát hành bằng VND là 147,5 nghìn tỷ đồng (chưa kể 46,6 nghìn tỷ đồng trái phiếu chính phủ bảo lãnh), thấp hơn rất nhiều so với kế hoạch phát hành 250 nghìn tỷ đồng trong năm 2015. Khó khăn trong việc phát hành trái phiếu chính phủ do lãi suất không đủ hấp dẫn đã buộc Chính phủ phải quay trở lại phát hành trái phiếu kì hạn ngắn (3 năm) để tăng tỷ lệ phát hành thành công trong những tháng cuối năm. Ngoài ra, Chính phủ cũng phải vay “nóng” từ NHNN (30 nghìn tỷ đồng) và phát hành trái phiếu bằng ngoại tệ (1 tỷ USD cho VCB) để đáp ứng nhu cầu chi tiêu của mình. Tham vọng tăng trưởng cùng với nhu cầu chi tiêu công cao, cả chi đầu tư lẫn chi thường xuyên, có thể sẽ làm mất bằng lãi suất tăng nhẹ, hoặc ít nhất là không giảm trong năm 2016.

Nợ công Việt Nam ước tính tăng từ 59,6% GDP vào cuối năm 2014 lên 62,3% GDP vào cuối năm 2015, gấp khoảng ba lần tổng thu ngân sách trong năm. Trong đó, nợ Chính phủ xấp xỉ 47% GDP, còn lại là nợ Chính phủ bảo lãnh và nợ của chính quyền địa phương. Nếu chia theo trong và ngoài nước, nợ công trong nước là khoảng 33% GDP còn nợ công nước ngoài là 29% GDP. Theo thống kê chính thức, nợ công Việt Nam hiện vẫn nằm trong ngưỡng trần (65% GDP) đặt ra bởi Quốc hội và trong ngưỡng an



toàn khuyến cáo bởi các tổ chức quốc tế như Ngân hàng Thế giới (WB) hay Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF). Tuy nhiên, rủi ro của nó ngày càng gia tăng khi nghĩa vụ trả nợ so với tổng thu ngân sách nhà nước tăng đột biến trong 3 năm gần đây, lên 21,0% vào năm 2012, 22,4% vào năm 2013 và ước tính khoảng 24,2% vào năm 2014. Những con số này đang tiệm cận rất gần với ngưỡng 25% cho phép bởi Quốc hội. Điều này có nghĩa là, Chính phủ Việt Nam hiện phải chi tới 1/4 tổng thu ngân sách nhà nước mỗi năm chỉ để trả nghĩa vụ nợ gốc và lãi. Ngoài ra, những rủi ro tiềm tàng từ những khoản nợ xấu của khu vực doanh nghiệp nhà nước mà rất có thể sẽ phải dùng ngân sách nhà nước để trả cũng đang đe dọa tính bền vững của nợ công Việt Nam.

### **3.2. Chính sách tiền tệ và tỷ giá**

NHNN tiếp tục phát đi thông điệp sẽ thực hiện chính sách tiền tệ một cách thận trọng, đảm bảo thanh khoản hệ thống và cân đối giữa mục tiêu kiểm soát lạm phát cũng như hỗ trợ tăng trưởng. Với lạm phát đang ở mức thấp kỷ lục sau nhiều năm, các mức lãi suất điều hành hiện tại đã ở vùng đáy và được kỳ vọng có thể tăng nhẹ trong năm 2016 nhằm hài hòa với mục tiêu phát hành trái phiếu chính phủ và ổn định tỷ giá.

Bên cạnh sự sụt giảm của giá hàng hóa cơ bản trên thế giới, việc đặt mục tiêu kiểm soát lạm phát lên hàng đầu là một trong những nguyên nhân giúp cho NHNN chuyển nền kinh tế từ trạng thái lạm phát cao và bất ổn sang trạng thái lạm phát thấp và ổn định trong thời gian vừa qua. Bên cạnh đó, thị trường tiền tệ cũng có xu hướng ổn định trở lại. Sau nhiều năm tăng trưởng nóng, hiện tỷ lệ tổng tín dụng trên tổng huy động (LDR) trong toàn hệ thống ngân hàng đã giảm từ mức 117% ở thời điểm đầu năm 2011 xuống còn khoảng trên 80% vào những tháng giữa năm 2015, đảm bảo sự ổn định thanh khoản của hệ thống ngân hàng. Ngoài ra, việc ban hành và áp dụng Thông tư 36/2014/TT-NHNN quy định các giới hạn, tỷ lệ đảm bảo an toàn trong hoạt động của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, mặc dù có thể gây ra những xáo trộn nhỏ ban đầu, nhưng về lâu dài sẽ giúp hệ thống tài chính hoạt động một cách lành mạnh hơn.

Kể từ đầu năm 2011 đến giữa năm 2015, tỷ giá chính thức của NHNN gần như được neo cố định. Chính sách này, cùng với việc tăng lãi suất, đã tạo niềm tin cho thị trường và phát huy tác dụng tốt trong việc chống lạm phát cao của những năm 2011–2012. Tuy nhiên, sang đến giữa năm 2015, khi lạm phát đã ở mức thấp kỷ lục thì chính sách neo tỷ

giá cố định vào đồng USD có vẻ như không còn phù hợp nữa. Đặc biệt, khi đồng USD, và do vậy kéo theo đồng VND, lên giá mạnh so với hàng loạt những đồng tiền khác trên thế giới mà Việt Nam có thị phần xuất khẩu lớn như Euro hay Yên Nhật, thì chính sách này đã làm giảm mạnh sức cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam trên thị trường quốc tế cũng như thị trường nội địa. Đồng thời, khả năng gia tăng lãi suất của Fed cùng với phá giá tiền tệ của Trung Quốc đã khiến thị trường ngoại hối trở nên bất ổn, NHNN đã phải điều chỉnh mạnh tỷ giá và phá vỡ cam kết của mình. Ngoài ra, việc theo đuổi chế độ neo tỷ giá cố định lâu dài còn làm giảm tính độc lập và linh hoạt của chính sách tiền tệ khi thực hiện các mục tiêu trong nước. Cuối cùng, chính sách neo tỷ giá cố định và chỉ điều chỉnh theo một chiều tăng hiện nay còn làm phát sinh kỳ vọng một chiều (tăng) về tỷ giá, và dễ gây ra hoạt động đầu cơ một khi thâm hụt thương mại của Việt Nam quay trở lại cùng với đà hồi phục của nền kinh tế.

NHNN phát đi thông điệp ổn định tỷ giá trong những tháng cuối năm 2015 và có thể là cả những tháng đầu năm 2016. Tuy nhiên, đây có lẽ chưa phải là cam kết chính sách tối ưu trong bối cảnh Fed có thể tăng lãi suất bất kỳ lúc nào và bất ổn có thể xảy ra trên thị trường quốc tế. Thực tế cũng cho thấy khả năng can thiệp vào thị trường ngoại hối đang suy giảm do thâm hụt thương mại gia tăng và dự trữ ngoại hối suy giảm sau những đợt can thiệp nhằm ổn định tỷ giá trong năm 2015. Ngoài ra, công cụ lãi suất tiền gửi ngoại tệ của NHNN cũng gần như hết tác dụng do đã giảm gần về 0. Do vậy, rất có thể NHNN sẽ phải tính toán lại khả năng điều hành tỷ giá linh hoạt hơn trong năm 2016 nếu như không muốn tăng lãi suất tiền gửi VND, ảnh hưởng xấu đến khả năng hồi phục của các doanh nghiệp trong nền kinh tế.

### **3.3. Triển vọng kinh tế 2016**

Nền kinh tế đang tiếp tục xu hướng hồi phục, tuy chậm nhưng chắc chắn hơn, nhờ sự phục hồi của lĩnh vực sản xuất công nghiệp và xây dựng. Các chương trình tái cơ cấu đầu tư công, doanh nghiệp nhà nước và hệ thống ngân hàng đã bắt đầu có dấu hiệu nhanh hơn và được kỳ vọng tăng tốc trong năm 2016 sau khi một loạt các bộ luật quan trọng (Luật Doanh nghiệp, Luật Đầu tư, Luật Đầu tư công) được sửa đổi và thông qua theo hướng tạo điều kiện cho doanh nghiệp tư nhân phát triển.

Hoạt động thương mại quốc tế được dự kiến có sự khởi sắc nhờ việc Việt Nam tham gia và chuẩn bị tham gia vào một loạt các hiệp định thương mại tự

do và cộng đồng kinh tế chung. Đầu tư trực tiếp nước ngoài theo đó cũng được kì vọng tăng nhanh hơn nhằm tận dụng điều kiện xuất xứ hàng hóa nội khối trong các hiệp định thương mại tự do và tận dụng nguồn nhân công giá rẻ ở Việt Nam. Tuy nhiên, sức cầu trong nước chỉ hồi phục chậm do thu nhập khả dụng của người dân bị bào mòn sau nhiều năm lạm phát cao và do giá tài sản sụt giảm. Bên cạnh đó, đầu tư của khu vực tư nhân cũng chưa thể bật mạnh trở lại do nhiều doanh nghiệp vướng vào nợ xấu, môi trường kinh doanh không thuận lợi, và đặc biệt là do giới doanh nhân còn thiếu niềm tin vào triển vọng tăng trưởng bền vững của nền kinh tế trong tương lai. Ngoài ra, chi tiêu công đang bị giới hạn bởi thâm hụt ngân sách dai dẳng và nợ công tăng cao.

Lạm phát và lãi suất đang đi vào vùng đáy. Giá năng lượng đặc biệt là giá dầu thô được dự báo sẽ duy trì ở mức thấp do nguồn cung cạnh tranh đến từ công nghệ khai thác dầu thô từ đá phiến ở Mỹ, trong khi các thành viên OPEC vẫn chưa sẵn sàng trong việc cắt giảm sản lượng. Tuy nhiên, giá dầu có thể tăng nhẹ so với mức bình quân của năm 2015 nhờ sự hồi phục của kinh tế thế giới. Ngoài ra, sức mua trong nước chưa thể gia tăng mạnh do tăng trưởng thu nhập được dự báo chỉ ở mức trung bình. Cuối cùng, Chính phủ vẫn tiếp tục giữ quan điểm ổn định vĩ mô là chủ đạo, nên NHNN sẽ không thúc đẩy tăng trưởng tín dụng bằng mọi giá. Điều này, có nghĩa là tổng cầu của nền kinh tế tuy có tăng cao hơn nhưng không rơi vào tình trạng quá nóng.

Tỷ giá tiềm ẩn nhiều rủi ro do dự trữ ngoại hối còn mỏng và đặc biệt là khi thâm hụt thương mại

tăng trở lại cùng với đà hồi phục của nền kinh tế. Trong thời gian tới, rủi ro tỷ giá sẽ lớn dần khi Việt Nam phải đối mặt với nhập siêu và nguy cơ dòng tiền nóng sẽ dòi Việt Nam quay trở lại các nền kinh tế phát triển. Bên cạnh đó, áp lực phát hành trái phiếu chính phủ và gánh nặng nợ sẽ làm gia tăng rủi ro nợ công. Việt Nam tiếp tục phải đối mặt với nguy cơ nợ công vượt trần. Để giảm áp lực nợ công, Chính phủ sẽ có xu hướng khuyến khích tư nhân đầu tư vào các lĩnh vực công ích như giao thông, điện, nước, vệ sinh–nước sạch, y tế, giáo dục v.v. Ngoài ra, Chính phủ sẽ buộc phải đẩy mạnh cổ phần hoá các doanh nghiệp nhà nước, một mặt để nâng cao hiệu quả kinh doanh của khu vực này, mặt khác để lấy nguồn tiền để giải quyết vấn đề nợ xấu trong khu vực doanh nghiệp nhà nước, và thậm chí là tài trợ cho chi tiêu công. Các chính sách cổ phần hóa hay tư nhân hóa sẽ trở nên hiệu quả hơn nếu Việt Nam thu hút được nguồn vốn ngoại, tạo động lực mới cho phát triển kinh tế trong trung và dài hạn. Các thị trường tài sản được kỳ vọng có sự tăng trưởng nhẹ, phù hợp với tốc độ hồi phục của khu vực sản xuất.

Do vậy, kinh tế Việt Nam được dự báo tiếp tục hồi phục ở mức vừa phải nhưng chắc chắn hơn trong năm 2016. Kinh tế vĩ mô tiếp tục ổn định. Kỳ vọng tăng trưởng GDP đạt 6,5% (+/-0,2); lạm phát ở mức 3,5% (+/- 0,3). Nhờ ảnh hưởng tích cực của nền kinh tế thế giới và hội nhập, năm 2016 được dự báo sẽ là thời kỳ hồi phục tương đối chắc chắn của Việt Nam. Nếu như Việt Nam thành công trong việc tái cơ cấu, nền kinh tế sẽ có khả năng chống chọi được với cú sốc từ việc suy giảm kinh tế thế giới. Ngược lại, nền kinh tế Việt Nam sẽ quay trở lại bất ổn. □

## Tài liệu tham khảo

Bộ Tài chính (2015), *Báo cáo tình hình ngân sách 9 tháng đầu năm 2015*.

IMF (2015), *World Economic Outlook Database*, October 2015;

Ngân hàng Nhà nước (2015), *Thống kê tiền tệ tín dụng các tháng*.

Tổng cục Thống kê (2015), *Báo cáo tình hình kinh tế xã hội các tháng trong năm 2015*.

---

## Thông tin tác giả:

\***Phạm Thế Anh**, Phó giáo sư, tiến sĩ

- Tổ chức tác giả công tác: Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

- Lĩnh vực nghiên cứu: Kinh tế vĩ mô, Chu kỳ kinh doanh, Tài chính công, Tiền tệ và lạm phát

- Một số Tạp chí tác giả đã từng công bố công trình nghiên cứu: *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, *Tạp chí Tài chính*

- Địa chỉ Email: [pham.theanh@yahoo.com](mailto:pham.theanh@yahoo.com)