

TIỀN ĐỀ TÁI CƠ CẤU: VÀI VẤN ĐỀ KINH TẾ VÀ TÀI CHÍNH NGẮN VÀ DÀI HẠN

TS. PHẠM ĐỖ CHÍ

Nguyên Chuyên gia kinh tế và đầu tư cao cấp của IMF

Những kết quả ban đầu của Nghị quyết 11/2011 và lộ trình chính sách

Từ quý 2 năm 2011, thị trường tiền tệ và thị trường ngoại hối là hai thị trường có nhiều kết quả phát triển tốt so với quý 1.

(i) Trước hết là *tỷ giá tạm được ổn định*. Thị trường ngoại tệ tự do đã bị thu hẹp đáng kể, không còn sôi động, thậm chí hỗn loạn vì những cơn sốt tỷ giá như trước. Giao dịch giảm nhiệt, tỷ giá giao dịch dần dần được hạ xuống, bắt đầu từ sự giảm xuống của tỷ giá trên thị trường tự do làm cho chênh lệch tỷ giá giữa thị trường này so với thị trường chính thức giảm xuống, thậm chí có thời điểm thấp hơn cả thị trường chính thức. Không chỉ vậy, tỷ giá giao dịch thực tế trên thị trường chính thức thường chưa sử dụng hết biên độ giao dịch +/-1%. Điều này đã giúp cho trạng thái ngoại tệ của các ngân hàng thương mại được cải thiện khi doanh nghiệp và người dân đã bán ngoại tệ cho ngân hàng; chuyển dần việc gửi/vay ngoại tệ sang mua/bán đứt đoạn ngoại tệ với ngân hàng. Nhờ đó, tỷ giá USD/VND bình quân liên ngân hàng có xu hướng giảm và tỷ giá mua - bán của ngân hàng thương mại có nhiều thời điểm thấp hơn tỷ giá bình quân liên ngân hàng. Trong đó tỷ giá VND/USD tăng trong tháng 5 và tương đối ổn định trong tháng 6. Không chỉ vậy, Ngân hàng Nhà nước cũng đã bổ sung trong mấy tháng mới đây thêm được 4,8 tỷ USD vào dự trữ ngoại hối (theo tuyên bố của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước cuối tháng 7/2011).

(ii) Cùng với đó, *những cuộc chạy đua lãi suất huy động giữa các ngân hàng thương mại đang chững lại*. Do việc nguồn vốn hạn hẹp, đặc biệt là áp lực giảm tăng trưởng đối với lĩnh vực phi sản xuất (22% tổng dư nợ vào 30/6 và 16% vào thời điểm 31/12), lãi suất huy động và cho vay thực tế lên mức rất cao. Mặc dù lãi suất trần huy động là 14%/năm nhưng hầu hết các ngân hàng thương mại huy động với lãi suất 17-18%/năm và cho vay đã lên mức 25 – 27%/năm từ cuối tháng 4, đầu tháng 5; lãi suất không kỳ hạn cũng tăng lên mức cao, thậm chí ở mức 13%/năm, nguyên nhân là từ thông tư số 04/2011/TT-NHNN ban hành ngày 10/03 về việc áp dụng lãi suất thấp nhất đối với tiền gửi rút trước hạn nhằm ngăn chặn tình trạng cạnh tranh lãi suất giữa các ngân hàng. Trong thời gian gần đây, lãi suất đã bắt đầu hạ nhiệt theo sự giảm xuống của lạm phát từng tháng (trong tháng 5 và 6). Hiện nay, lãi suất cho vay VNĐ bình quân khoảng 18,74%/năm, tăng 3,4%/năm so với cuối năm 2010.

Các đợt đấu thầu trái phiếu chính phủ liên tiếp thành công trong tháng 6 cũng là một điểm tích cực nữa cho việc xác định xu thế lãi suất có thể giảm trong thời gian tới. Sau nhiều lần phát hành không thành công từ tháng 3 cho tới giữa tháng 5 thì các đợt trúng thầu với tỷ lệ 100% liên tiếp diễn ra trong tháng 6. Hiện mức lãi suất trúng thầu ở các kỳ hạn đã giảm về mức 12 – 13%.

Theo đà giảm của lạm phát cùng với việc thanh khoản của hệ thống ngân hàng được cải thiện, lãi suất đấu thầu trái phiếu giảm dần ở các kỳ hạn và tăng trưởng tín dụng ngân hàng tính đến 10/6 mới chỉ đạt 7,05% cho thấy lãi suất trên thị trường tiền tệ sẽ có xu hướng giảm xuống trong thời gian tới.

I. Những thách thức ngắn hạn trước mặt

Tuy đạt được vài kết quả khả quan như trên, nhưng trong thời gian còn lại của năm 2011, vẫn còn rất nhiều khó khăn đang đặt ra.

Thứ nhất là rủi ro trong lĩnh vực ngân hàng ngày càng tăng lên. Theo Ngân hàng Nhà nước, hiện tại nợ xấu của hệ thống ngân hàng xung quanh mức 3% và mục tiêu cơ quan này đề ra cho năm nay là trường hợp xấu nhất thì cũng chỉ dưới 5%. Nỗi lo nợ xấu hiện nay tập trung lớn nhất ở hai lĩnh vực kinh doanh đó là chứng khoán và bất động sản. Nợ xấu sẽ dẫn tới mất vốn, giảm lợi nhuận qua đó khiến ngân

hàng thương mại mất khả năng cân đối dòng tiền cũng là rủi ro của hệ thống nhưng vấn đề quan trọng nhất lúc này vẫn là yếu tố thanh khoản.

Thứ hai là sự sụt giảm trên thị trường chứng khoán và bất động sản trong 6 tháng đầu năm.

Trên thị trường chứng khoán, giá cổ phiếu ở cả hai sàn sụt giảm thê thảm mặc dù số lượng doanh nghiệp niêm yết đã tăng lên rất nhiều so với cùng kỳ năm ngoái. Sự sụt giảm mạnh trong tháng 5 của thị trường chứng khoán được coi là tồi tệ nhất kể từ giai đoạn khủng hoảng 2008 – 2009 khi chỉ số HNX Index xuống mức thấp hơn đáy tháng 3/2009 (76 điểm) với mức 66,1 điểm vào ngày 26/5, VNIndex cũng tụt sâu xuống mức 371 điểm vào ngày 26/5. Các nhà đầu tư đã bỏ chạy khỏi thị trường chứng khoán, nhà đầu tư nước ngoài bắt đầu bán ròng từ cuối tháng 5/2011 đến hết tháng 06/2011, mặc dù nửa đầu năm 2011 khối này vẫn mua ròng. Thanh khoản của thị trường giảm mạnh, khối lượng giao dịch trong nhiều phiên giảm xuống dưới 500 tỷ đồng.

Thị trường bất động sản 6 tháng đầu năm đã rơi vào tình trạng trời sập và đóng băng do tác động thất chật tiền tệ, đặc biệt là cuộc chạy đua kéo xuống tỷ trọng cho vay lĩnh vực phi sản xuất khiến lãi suất tăng cao. Bên cạnh đó, giá nguyên vật liệu xây dựng tăng mạnh do giá cả hàng hóa thế giới tăng cao và lạm phát trong nước leo thang. Giá bất động sản giảm mạnh trong tháng 5, nhất là tại các thị trường miền Bắc và miền Trung. Trong đó, giảm cao nhất ở Hà Nội, có thể lên đến 34%. Dư nợ bất động sản giảm còn khoảng 318 nghìn tỷ đồng, tương đương 10% tổng dư nợ tín dụng.

Thứ ba là tình trạng kém hiệu quả của quy định trần lãi suất huy động trong thời gian qua, thực tế Ngân hàng Nhà nước đã không kiểm soát được việc chấp hành của các ngân hàng thương mại, các vi phạm về trần lãi suất trên thực tế là xảy ra rất nhiều nhưng khó phát hiện và trong thời gian qua gần như chưa phát hiện và xử được vụ vi phạm nào. Quy định này không những không hiệu quả mà còn làm tăng thêm nguy cơ và theo đó là chi phí của các khoản vay tăng lên ở mức cao, các doanh nghiệp đang phải vay vốn với lãi suất hơn 20%/năm, vay vốn quá đắt không thể bảo đảm hoạt động sản xuất kinh doanh có lãi.

Không chỉ vậy, việc ấn định trần lãi suất huy động như thế này còn hạn chế khả năng cạnh tranh của các ngân hàng. Bởi vì việc huy động vốn của các ngân hàng thương mại với lãi suất bao nhiêu còn phụ thuộc vào mạng lưới và uy tín thương hiệu của từng ngân hàng, *khi mặt bằng chung đều là 14% thì các ngân hàng nhỏ sẽ lâm vào thế bất lợi vì không thể cạnh tranh được với các ngân hàng lớn, gián tiếp đẩy các ngân hàng nhỏ phải phá rào, ảnh hưởng đến thị trường vốn.*

Một điều nữa cần phải xem xét là trần lãi suất tiền gửi hiện nay được ấn định ở mức 14%/năm, khi quy đổi chỉ tương đương với trần lãi suất 1,16%/tháng. Với mức lạm phát hiện nay thì lãi suất thực đã âm trong năm tháng liên tiếp, chỉ dương trong tháng 6 và do đó không làm tăng được các khoản tiền gửi dài hạn để chống lạm phát. Thay vào đó, dân chúng sẽ đầu cơ vào những tài sản có khả năng giữ được sức mua trong thời kỳ lạm phát cao như vàng và bất động sản, khiến cho con báo giá khó dừng lại. Do vậy, nền kinh tế sẽ mắc kẹt ở mức lạm phát cao và lãi suất cao trong thời gian dài. *Do đó, trong tình hình hiện nay, Ngân hàng Nhà nước nên bỏ ngay quy định trần lãi suất huy động.*

Thứ tư là sự ổn định của tỷ giá USD chỉ có thể tồn tại trong ngắn hạn do nguồn cung ảo USD (nhu cầu vay tín dụng USD tăng quá cao trong vài tháng qua đưa đến nguồn cung USD dồi dào giả tạo trong ngắn hạn), áp lực tăng tỷ giá USD/VND sẽ trở lại vào thời điểm cuối năm, do nhiều nguyên nhân khác nhau sẽ được bàn dưới đây.

II. Những thách thức dài hạn

(i) Hiện nay, *đường cong lãi suất không tồn tại* khi lãi suất tất cả các kỳ hạn đều bị đẩy lên cao, đôi lúc lãi suất kỳ hạn ngắn còn cao hơn lãi suất kỳ hạn dài. Dễ thấy, đường cong lãi suất đã thẳng tuyệt đối, một biểu hiện của sự bất thường trên thị trường tiền gửi. Với biểu lãi suất này, người có ý định gửi tiền sẽ không đại gì chọn kỳ hạn dài, trừ khi có thêm khuyến mãi. Do đó, hoặc là ngân hàng chỉ huy động

được tiền gửi kỳ hạn ngắn, hoặc là huy động được tiền gửi ở kỳ hạn dài nhưng lãi suất thực (gồm khuyến mãi) chắc chắn cao hơn.

Và trên thực tế, mặc dù nhiều ngân hàng liên tục tung ra các hình thức khuyến mại đa dạng và không kém phần hấp dẫn, khách hàng vẫn có thiên hướng chọn gửi kỳ hạn ngắn hơn là gửi kỳ hạn dài kèm khuyến mãi do sự lẩn át của những bản khoản về sự ổn định của giá trị tiền đồng. Vì vậy, cơ cấu nguồn vốn của các ngân hàng đang có xu hướng thiên về tăng tỷ trọng tiền gửi kỳ hạn ngắn (rút ngắn kỳ hạn trung bình). Hệ lụy của tình trạng này là doanh nghiệp khó tiếp cận các nguồn vốn trung và dài hạn, nguồn tài trợ quan trọng cho việc mở rộng sản xuất, kinh doanh hoặc tái cấu trúc doanh nghiệp - một trong những nhu cầu của doanh nghiệp nhằm tranh thủ cơ hội thời kinh tế suy giảm. Như vậy, việc áp mức lãi suất trần huy động mà các ngân hàng đang thực hiện hoàn toàn khiên cưỡng, không chỉ mang tính hình thức mà còn gây ra hiệu ứng bóp méo thị trường. Tính hình thức còn thể hiện ở các công bố lãi suất cho vay.

Nguyên lý kỳ hạn càng dài, lãi suất càng cao tạo nên một đồ thị đường cong lãi suất; rất tiếc nguyên lý này không còn đúng tại thị trường Việt Nam. Các ngân hàng không hề muốn một đường cong lãi suất “thẳng” như hiện nay bởi điều đó phản ánh tình trạng mất cân bằng trong cơ cấu nguồn vốn của ngân hàng, khiến chi phí hoạt động tăng lên do chi phí lãi vay tăng lên, dự trữ bắt buộc và trích lập dự phòng rủi ro tín dụng nhiều hơn trên mức dư nợ cho vay ít hơn (vì bị giới hạn bởi tỷ lệ cho vay dài hạn bằng nguồn vốn ngắn hạn). Việc người dân yêu cầu lãi suất tiền gửi cao, đồng thời ưa thích kỳ hạn gửi tiền ngắn cho thấy niềm tin vào tính ổn định của giá từ đồng nội tệ không cao.

(ii) Mặc dù trong những năm qua, *thị trường trái phiếu Việt Nam* đã có bước tiến nhưng thực tế thị trường này *vẫn chưa phát triển* đúng với tiềm năng của nó.

Quy mô thị trường trái phiếu chính phủ vẫn còn nhỏ, chưa tương xứng với tiềm năng, hàng hóa trên thị trường còn manh mún với số lượng mã trái phiếu lớn trong khi giá trị niêm yết bình quân từng mã trái phiếu nhỏ. Ngoài ra, tính thanh khoản trên thị trường thứ cấp chưa cao, giao dịch trái phiếu tập trung chủ yếu tại các kỳ hạn ngắn và trung hạn. Một trong những nguyên nhân của tình trạng trên là thị trường còn thiếu những hướng dẫn chính sách (policy guidances) - thí dụ như từ Ngân hàng Nhà nước, thước đo giúp định hướng, khuyến khích các hoạt động giao dịch và đầu tư trái phiếu. Trong khi đó, mức độ nhạy cảm của lãi suất đối với sự tác động của Ngân hàng Nhà nước không cao. Tính thị trường của lãi suất trái phiếu chính phủ mới phát hành thấp, lãi suất phát hành trái phiếu chính phủ hầu như không chịu sự chi phối bởi mức lãi suất chỉ đạo của Ngân hàng Nhà nước mà theo mục đích huy động vốn cho NSNN trong từng thời kỳ. Lãi suất trái phiếu chính phủ đôi khi tăng cao, hơn cả lãi suất tín dụng ngân hàng. Lãi suất nghiệp vụ thị trường mở (OMO) chịu sự chi phối bởi cặp lãi suất chỉ đạo của Ngân hàng Nhà nước. Tuy nhiên, tại những thời điểm nhất định lãi suất OMO đã biến động ra khỏi cặp lãi suất chỉ đạo, thể hiện ở các phiên thực hiện theo phương thức đấu thầu lãi suất.

Quy mô và thực tế giao dịch trái phiếu công ty Việt Nam thời gian qua cho thấy có một số đặc điểm đáng quan tâm về thị trường trái phiếu Việt Nam hiện nay. Đó là:

- Thị trường còn khá sơ khai với quy mô quá nhỏ so với GDP. Các doanh nghiệp phát hành thường là lần đầu, chưa tạo ra một thị trường nhất định và chủ yếu vẫn là các doanh nghiệp nhà nước,... nhờ dựa vào uy tín và thực chất là trái phiếu chính phủ.
- Thị trường trái phiếu Việt Nam với chủ yếu là trái phiếu có cấu trúc lãi suất cố định năm đầu và thả nổi những năm còn lại do biến động của lãi suất. Lãi suất trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) phần nào chịu sự chi phối bởi lãi suất chỉ đạo của Ngân hàng Nhà nước, song quy mô thị trường TPDN quá nhỏ bé, lãi suất TPDN này không phải là mức lãi suất tiêu biểu của thị trường.
- Các công ty phát hành chưa được xếp hạng tín nhiệm bởi hãng định mức tín nhiệm chuyên nghiệp và dường như các doanh nghiệp Việt Nam khi nào “bị” tiền thì mới nghĩ đến phát hành trái phiếu khiến cho trái phiếu chính phủ Việt Nam không được biết đến như trái phiếu chính phủ

Philippines và Indonesia, mặc dù mức tín nhiệm của các quốc gia này giống Việt Nam vào thời điểm đầu năm 2010.

- Tính thanh khoản thấp: Trên thị trường thứ cấp, giao dịch trái phiếu công ty rất kém sôi nổi và kém thanh khoản. Thị trường trái phiếu mới phát triển ở Việt Nam, các chỉ số thị trường mới hình thành nên tính thanh khoản thấp, mức độ sôi động kém là điều dễ hiểu. Hơn nữa, lại chưa có nhà tạo lập thị trường. Điều đó làm cho thị trường thứ cấp hầu như không hoạt động và việc xác định, xây dựng các chỉ số thị trường (như lợi tức trái phiếu) là cần có thời gian.
- Đồng thời, việc huy động qua trái phiếu, chi phí cũng cao so với phát hành cổ phiếu và vay ngân hàng; do đó các doanh nghiệp nếu tính cho ngắn hạn (trước mắt) thì sẽ không phát hành trái phiếu mang tên công ty mình.

Chi phí vốn không được xác định và quản lý tốt khi Ngân hàng Nhà nước giữ lãi suất chính sách tách rời khỏi thị trường liên ngân hàng cùng với thực tế không có đường cong lãi suất, thị trường trái phiếu kém phát triển đã làm cho Ngân hàng Nhà nước khó khăn trong việc sử dụng nghiệp vụ thị trường mở nhằm các mục tiêu chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến lãi suất/ lạm phát. Do đó, trong những năm tới, chúng ta cần phải phát triển thị trường trái phiếu, trong đó, yêu cầu đặt ra là xây dựng một chỉ báo lãi suất, mà cụ thể là đường cong lợi suất nhằm tạo ra công cụ phản ánh, theo dõi cung cầu thị trường có vai trò quan trọng trong việc phát triển thị trường trái phiếu Việt Nam.

(iii) Không chỉ vậy, *thị trường vốn cũng chưa phát triển*, tính đầu cơ cao và không khuyến khích cho các nhà đầu tư nhỏ, cá nhân. Nói chung, thị trường chứng khoán là thị trường của niềm tin và hành động theo đám đông. Tuy nhiên có thể nói rằng niềm tin của các đầu tư tại thị trường chứng khoán Việt Nam bị suy giảm nghiêm trọng do nếm phải trái đắng trong thời kỳ khủng hoảng kinh tế và trong các đợt suy giảm vừa qua. Việc thua lỗ của các nhà đầu tư một phần do kiến thức chuyên môn và tính chuyên nghiệp chưa hội đủ, cộng với tư tưởng đầu tư là phải thắng ngay chứ không có tư tưởng đầu tư lâu dài. Mức lợi nhuận kỳ vọng của các nhà đầu tư chứng khoán niềm yết không như mong đợi nên rất khó thu hút thêm được nhà đầu tư mới tham gia vào thị trường trong đó có các nhà đầu tư nước ngoài.

Mặt bằng lãi suất cao, khiến cho chi phí vốn của doanh nghiệp cao, luồng vốn đổ vào thị trường chứng khoán bị thu hẹp. Cùng với đó, do sự điều hành chính sách vĩ mô chưa nhịp nhàng, tác động của các yếu tố tự nhiên bất lợi làm cho thị trường vốn Việt Nam chưa phát triển, chưa thật sự thu hút được các nhà đầu tư trong và ngoài nước.

Thị trường vốn bị tác động bởi các yếu tố kinh tế vĩ mô và các yếu tố nội tại của thị trường vốn. Vì thế muốn nâng cao tính hấp dẫn của thị trường vốn Việt Nam thì nhất thiết trước hết cần phải nâng cao tính cạnh tranh của nền kinh tế vĩ mô. Song song với các giải pháp về vĩ mô, để phát triển mạnh thị trường chứng khoán thì bản thân các doanh nghiệp phải có chiến lược tốt, nâng cao tính cạnh tranh bằng các chiến lược về khác biệt hóa và chi phí hạ thì cần đẩy mạnh việc cải cách. Trong đó các doanh nghiệp lớn, doanh nghiệp Nhà nước cần tái cấu trúc về hoạt động cho phù hợp với tình hình mới, tạo thành những tập đoàn vững mạnh từ đó thu hút được nhiều nhà đầu tư mới trong và ngoài nước. Khi các giải pháp được thực hiện một cách đồng bộ sẽ tạo tiền đề cho sự phát triển của thị trường vốn trong những năm tiếp theo.

(iv) Một vấn đề khác đã được đề cập rất nhiều trong các diễn đàn quốc tế và giới truyền thông là tình trạng *thiếu minh bạch thông tin* ở Việt Nam. Không khó để nhìn ra sự chưa thực sự minh bạch ấy hiện diện trong nhiều lĩnh vực, ngành nghề. Chẳng hạn giá bất động sản ở Việt Nam đất thuộc loại hàng đầu thế giới, chung cư xây hàng loạt và đang có nguy cơ ế hàng nhưng vẫn cực kỳ khó mua giá gốc; nạn đầu cơ, thao túng thông tin, làm giá phổ biến trên thị trường chứng khoán, bất động sản; nhiều sản phẩm, ngành hàng được Nhà nước ưu đãi, hỗ trợ đủ đường nhưng cứ mãi còi cọc, ốm yếu, trong khi trách nhiệm chẳng thể quy được cho ai... Trong hệ thống ngân hàng, hệ thống lãi suất hiện đang méo mó một cách khủng khiếp, ngoài việc thiếu một đường cong lãi suất như nói trên, và số liệu ngân hàng thì kém minh bạch. Bất chấp quy định về trần lãi suất 14%, lãi suất cho vay của nhiều ngân hàng đã lên đến mức 19%-20% bằng nhiều cách khác nhau. Trong khi đó lãi suất cho vay có nơi dao động từ 27 – 30%, người

gửi tiền có thể thoải mái mặc cả lãi suất tại các ngân hàng. Ngoài vấn đề thiếu tính hiệu quả cho hoạt động của hệ thống ngân hàng, còn phải đặt ra cả các rủi ro đạo đức (moral hazards).

Mặc dù các số liệu thống kê được công bố hàng tháng, hàng quý nhưng có thể thấy rõ, hệ thống thống kê của Việt Nam bị nhiều vấn đề. Thứ nhất là tính thiếu nhất quán giữa các số liệu; thứ hai, các số liệu không đầy đủ trong hệ thống; và thứ ba, nguy hại hơn, là cách công bố và nhận dạng số liệu thống kê. Ví dụ, có những số liệu phải công khai, ai cũng cần biết, nhưng ở Việt Nam lại rất thiếu và yếu, như về tiền tệ, ngân sách, cán cân thanh toán và dự trữ quốc tế... Sự thiếu minh bạch như vậy chính là một nguyên nhân quan trọng tác động tiêu cực tới nền kinh tế và sự điều hòa chính sách vĩ mô.

Sự minh bạch hết sức quan trọng, nó giúp tăng khả năng tiên liệu, giảm rủi ro trong kinh doanh; và củng cố lòng tin thị trường. Nhìn nhận ra sự thiếu minh bạch rất quan trọng, nhưng quan trọng hơn nằm ở quyết tâm chấn chỉnh lại những sự thiếu minh bạch đó. Do đó, Chính phủ cần tăng cường công khai những số liệu vĩ mô về tài chính, ngân sách nhằm “lấy lại” và “tăng cường” niềm tin của công chúng. Nếu người dân không biết những thông tin như vậy, họ sẽ có những suy nghĩ tiêu cực.

(v) Tiếp đến là *hiệu quả cắt giảm đầu tư công* trên thực tế. Thực hiện chính sách tài khóa thắt chặt, cắt giảm đầu tư công, giảm bội chi ngân sách Nhà nước là một trong 6 nhóm giải pháp đã được nêu trong Nghị quyết 11 của Chính phủ về những giải pháp chủ yếu tập trung kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô và bảo đảm an sinh xã hội. Từ sau khi nghị quyết nói trên được ban hành, cắt giảm đầu tư công như thế nào cho thực sự hiệu quả là vấn đề được tranh luận khá nhiều. Việc cắt giảm đầu tư công không được thực hiện như mong đợi. Theo các vụ chức năng Tổng cục Thống kê, tổng số vốn đầu tư các bộ, ngành, địa phương và các tập đoàn kinh tế, tổng công ty nhà nước cắt giảm trong năm 2011 là 80,55 nghìn tỷ đồng, bằng khoảng 9% tổng vốn đầu tư toàn xã hội năm 2011. Tuy nhiên, chi tiêu đầu tư thực tế trong 6 tháng đầu năm nhiều hơn, đạt 73,3 nghìn tỷ đồng (39% dự đoán cả năm), tăng 15% so với cùng kỳ năm ngoái, trong đó nhiều địa phương đã hoàn thành phần lớn các kế hoạch chi tiêu. Cho nên rất khó để có thể cắt giảm thật sự trong nửa cuối năm. (Xem thêm phần đề xuất chính sách dưới đây).

Rõ ràng, cắt giảm đầu tư công bằng con số trên giấy như hiện nay mới chỉ là con số “thô”, hiệu quả như thế nào còn cần phải có sự tính toán, đánh giá một cách khoa học và bài bản hơn, tránh tình trạng “đầu voi đuôi chuột” hoặc thiếu quyết tâm, thiếu giám sát.

(vi) Bên cạnh việc phải cắt giảm đầu tư công thì còn một vấn đề nổi bật lên là *tình trạng đầu tư và phân bổ nguồn lực kém hiệu quả* đã tồn tại từ nhiều năm nay. Hệ số ICOR có xu hướng tăng lên 7-8 trong những năm gần đây. Việc chậm tiến độ là một trong những nguyên nhân chủ yếu làm tăng chi phí, giảm hoặc không còn hiệu quả đầu tư và tác động tiêu cực đến nền kinh tế. Nguyên nhân chủ yếu do việc chậm giải phóng mặt bằng, nhưng không ít là do năng lực của chủ đầu tư, từ ban quản lý dự án và các nhà thầu yếu kém; do thủ tục đầu tư; do chậm bố trí vốn và nhiều nguyên nhân khác. Bên cạnh đó, cơ chế khuyến khích thu hút đầu tư tư nhân còn chưa có sự đột phá mạnh, vì thế sự tham gia của khu vực tư nhân vào đầu tư phát triển còn hạn chế, nhất là trong các ngành đầu tư phát triển hạ tầng.

Việc phân bổ vốn đầu tư từ NSNN còn dàn trải, số vốn bình quân phân bổ cho các dự án hàng năm thấp. Việc phân bổ vốn dàn trải dẫn tới tình trạng các dự án bị kéo dài, chậm đưa vào sử dụng phát huy hiệu quả, chi phí đầu tư tăng. Việc phân bổ và sử dụng các nguồn lực trong khối các doanh nghiệp nhà nước (DNNN) cũng còn thấp. DNNN đang được ưu tiên sử dụng rất nhiều nguồn lực như vốn, tài nguyên và vị thế kinh doanh. Một số lĩnh vực kinh doanh DNNN đang chiếm vị thế độc quyền. Tuy nhiên, hiệu quả hoạt động của DNNN lại không tương xứng với những nguồn lực được ưu tiên đó. Trong khi đó, việc giám sát, kiểm tra thực hiện chưa được chú trọng. Tuy đã thực hiện phân cấp mạnh mẽ trong cơ chế quản lý vốn đầu tư song chế độ thông tin báo cáo, kiểm tra, giám sát trong một số khâu chưa được điều chỉnh tương xứng nên công tác thống kê, tổng hợp, đánh giá gặp nhiều khó khăn.

Nhu cầu nguồn lực cần có cho đầu tư phát triển hạ tầng kinh tế xã hội giai đoạn 10 năm tới là rất lớn. Trong điều kiện nguồn lực huy động là có giới hạn, việc nâng cao chất lượng và hiệu quả sử dụng các nguồn lực tài chính, nhất là nguồn vốn nhà nước phải được xem là chìa khóa quan trọng. Đối với tài chính nhà nước, huy động và phân bổ nguồn lực phải tập trung những lĩnh vực và khu vực mà việc phân

bổ nguồn lực của tài chính phi nhà nước không thể hoạt động hoặc hoạt động không hiệu quả. Bên cạnh đó, để tối đa hóa lợi ích thu được, việc phân bổ và sử dụng nguồn lực tài chính phải hướng vào việc thực hiện các ưu tiên chiến lược (các đột phá) của nền kinh tế trong từng giai đoạn. Việc xác định “thứ tự ưu tiên” phải được xem là một trong những yêu cầu cốt lõi trong việc nâng cao hiệu quả của đầu tư nhà nước trong thời gian tới. Đồng thời trong phân bổ và sử dụng nguồn lực tài chính cho đầu tư cần phải đảm bảo tuân thủ tính kỷ luật tài khóa, hiệu quả và hiệu lực tài chính; coi trọng tính minh bạch và công khai.

- **Vài đề nghị cho lộ trình chính sách trước mắt**

Thứ nhất, trước tình trạng kém hiệu quả của quy định trần lãi suất huy động hiện nay, Ngân hàng Nhà nước nên *bỏ trần lãi suất huy động* cũng như không nên áp đặt trần lãi suất cho vay. Bởi một khi áp đặt các biện pháp hành chính thì sẽ lại xuất hiện tình trạng “lách luật” của các ngân hàng như đã làm. Do đó, nên để cho các ngân hàng tự xác định lãi suất dựa theo cung, cầu của thị trường. Ngân hàng Nhà nước không nên quá lo ngại về lãi suất huy động từ dân cư, mà thay vào đó thị trường liên ngân hàng mới là trọng tâm mà Ngân hàng Nhà nước cần quan tâm. Nếu thị trường liên ngân hàng ổn định, thì thị trường tài chính bên ngoài sẽ ổn định. Lãi suất các ngân hàng cho nhau vay hiện đã vênh quá xa so với lãi suất cấp vốn của Ngân hàng Nhà nước trên thị trường mở. *Các ngân hàng lớn có lợi thế về vốn đang trở thành nhà cho vay nặng lãi với các ngân hàng nhỏ, gián tiếp đẩy cuộc đua lãi suất lên cao.*

Thứ hai, cần *giám sát các khoản nợ xấu* và có hành động thích hợp để tránh một hệ quả không tốt. Nợ xấu không chỉ phát sinh bởi doanh nghiệp làm ăn kém hiệu quả, lãi suất quá cao khiến cho lợi nhuận làm ra không đủ trả lãi ngân hàng, từ yếu tố khách quan của nền kinh tế, mà nó còn nảy nở ngay chính từ nội bộ các ngân hàng. Chỉ trong vòng 2 tháng trở lại đây, số lượng các vụ vi phạm về cho vay, lừa đảo, tham nhũng tại các ngân hàng thương mại gia tăng đáng kể. Lâu nay vấn đề rủi ro đạo đức trong kinh doanh ngân hàng luôn là nỗi ám ảnh đối với các nhà băng. Khi lãnh đạo không làm hết trách nhiệm, cán bộ tín dụng bị tha hóa vì đồng tiền cùng với hệ thống quản trị rủi ro, kiểm soát lỏng lẻo sẽ vô cùng nguy hiểm.

Thứ ba, cần *điều hành chính sách tiền tệ một cách linh hoạt*, xác định đúng thời điểm để tiến hành điều chỉnh từ chính sách tiền tệ thắt chặt sang nới lỏng một cách hợp lý để đảm bảo thực hiện được mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô và đưa nền kinh tế phát triển.

Một số chuyên gia kinh tế đã đề xuất quan điểm nới lỏng chính sách tiền tệ dựa trên những kết quả tích cực từ chính sách tiền tệ thắt chặt khi tốc độ lạm phát cũng như dư nợ của các ngân hàng đang giảm và những mặt trái của nó như làm nền kinh tế khan hiếm vốn, sản xuất kinh doanh bị ảnh hưởng nghiêm trọng, lãi suất cao còn góp phần đẩy chi phí đầu vào của các doanh nghiệp tăng cao, từ đó gia tăng áp lực lên giá cả.

Tuy nhiên, chúng ta không nên lạc quan quá sớm với những kết quả đạt được trong việc chống lạm phát. Với tình hình hiện nay, chống lạm phát vẫn phải được ưu tiên hơn tăng trưởng, chống lạm phát có thể gây ra “đón đầu”, thậm chí một số doanh nghiệp có thể phải phá sản nhưng lợi ích của cả nền kinh tế phải đặt lên trên hết. Cho nên chưa thể nới lỏng chính sách tiền tệ vì thời điểm này vẫn còn quá sớm để đo lường và đánh giá tình hình. *Chính sách tiền tệ chỉ có thể được nới lỏng khi lạm phát đã giảm xuống một con số và được kiểm soát một cách ổn định.*

Ngân hàng Nhà nước vừa có sự điều chỉnh lãi suất trên thị trường mở giảm từ 15% xuống còn 14%. Việc giảm lãi suất OMO không đồng nghĩa với việc Ngân hàng Nhà nước nới lỏng chính sách tiền tệ, bởi những ngân hàng nào có giấy tờ có giá (trái phiếu chính phủ) mới có thể tham gia vay vốn trên thị trường này. Đặc biệt, lãi suất OMO lãi suất 14%/năm, nhưng kỳ hạn chỉ có 7 ngày nhằm hỗ trợ những ngân hàng bù đắp thiếu hụt thanh khoản chứ không phải cho vay.

Cần nhấn mạnh đây không phải là tín hiệu chính sách mà chỉ là giải pháp điều hành linh hoạt công cụ nghiệp vụ thị trường mở phù hợp với chủ trương điều hành chính sách tiền tệ chặt chẽ, thận trọng và linh hoạt. *Hy vọng đây cũng là hướng điều hành chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước trong thời*

gian tới. Mặc dù vậy, lãi suất OMO giảm sẽ tạo điều kiện cho các ngân hàng thương mại tiếp cận nguồn vốn rẻ hơn. Điều đó cùng với việc lãi suất trên thị trường liên ngân hàng thời gian qua đã hạ nhiệt sẽ tạo điều kiện cho các ngân hàng thương mại giảm được chi phí vốn, từ đó giảm lãi suất cho vay.

Thứ tư, cần có những biện pháp cụ thể để hạn chế việc vay vốn bằng USD vì nó có thể đẩy tỷ giá hối đoái tăng lên trong nửa cuối năm 2011. Trong mấy tháng qua, chênh lệch quá lớn giữa lãi suất đồng nội tệ và ngoại tệ khiến các doanh nghiệp đổ xô đi vay USD. Cung tín dụng USD tăng vọt, tốc độ tăng trong sáu tháng đầu năm gấp gần chục lần so với VND và tăng gấp gần 2,5 lần so với tốc độ huy động vốn ngoại tệ này. Và vào quý 4, có nguy cơ doanh nghiệp đổ xô đi mua USD khi đến kỳ trả nợ, và như vậy gây nên hiện tượng căng thẳng trên thị trường ngoại hối và gây áp lực trở lại trên tỷ giá. (Xem thêm phần Phụ Lục).

Trên giác độ vi mô (các ngân hàng thương mại và doanh nghiệp), với điều kiện Việt Nam hiện nay, trình độ quản lý rủi ro hối đoái hạn chế thì với việc doanh nghiệp gia tăng vay nợ bằng ngoại tệ, nguy cơ rủi ro hối đoái lại càng gia tăng. Nếu tình hình diễn ra đối với cả nền kinh tế thì *rủi ro hệ thống là đáng phải lưu ý*.

Thứ năm, như được bàn chi tiết trong phần Phụ Lục, áp lực lạm phát vẫn là ưu tiên chính sách đối phó số một trong 6 tháng cuối năm. Ngoài việc duy trì chính sách thắt chặt tiền tệ như đã nêu trên, gần như tất cả giới học thuật và quan sát chính sách đang chờ một *tín hiệu quyết đoán và rõ ràng hơn của Chính phủ về chính sách tài khóa*.

Và sau cùng, nhưng không phải là ít quan trọng nhất, Chính phủ nên bắt tay sớm vào việc *giải quyết những vấn đề chính sách dài hạn nêu trên*.

PHỤ LỤC: Chi tiết các vấn đề ngắn hạn của 2011 cần giải quyết

- **Áp lực lạm phát cao vẫn còn là vấn đề số một cho nửa sau 2011**

Lạm phát tháng 7 theo dự báo mới nhất là 1,17% và đem mức tăng giá lên 22% so với cùng kỳ năm ngoái. Dù các biện pháp tiền tệ thắt chặt có thể giúp hạn chế mức lạm phát trong các tháng tới, mức dự kiến cuối năm khó dưới 19%-20% (xin xem các bảng 1 và 2 dưới đây).

Bảng 1.CPI: thay đổi so với tháng trước

	2008	2009	2010	2011
Tháng 1	2.38%	0.32%	1.36%	1.74%
Tháng 2	3.56%	1.17%	1.96%	2.09%
Tháng 3	2.99%	-0.17%	0.75%	2.17%
Tháng 4	2.20%	0.35%	0.14%	3.32%
Tháng 5	3.91%	0.44%	0.27%	2.21%
Tháng 6	2.14%	0.55%	0.22%	1.09%
Tháng 7	1.12%	0.52%	0.06%	1.17%
Tháng 8	1.56%	0.24%	0.23%	0.90%
Tháng 9	0.18%	0.62%	1.31%	0.70%

Tháng 10	-	0.24%	0.37%	1.05%	0.50%
Tháng 11	-	0.76%	0.55%	1.86%	0.60%
Tháng 12	-	0.64%	1.38%	1.98%	1.00%

Bảng 2.CPI: thay đổi so với 12 tháng trước (cùng kỳ năm ngoái)

	2008	2009	2010	2011
Tháng 1	6.50%	17.46%	17.48%	12.17%
Tháng 2	6.80%	14.75%	14.79%	12.31%
Tháng 3	7.16%	11.22%	11.25%	13.89%
Tháng 4	7.31%	9.21%	9.23%	17.51%
Tháng 5	7.80%	5.56%	9.05%	19.78%
Tháng 6	8.39%	3.92%	8.69%	20.82%
Tháng 7	8.57%	3.30%	8.19%	22.16%
Tháng 8	8.80%	1.96%	8.18%	22.98%
Tháng 9	9.34%	2.41%	8.92%	22.24%
Tháng 10	10.01%	3.04%	9.66%	21.57%
Tháng 11	12.63%	4.40%	11.09%	20.07%
Tháng 12	14.11%	6.52%	11.75%	18.92%

Như đã nêu trên, chính sách tiền tệ không nên được nói lỏng vội vàng dù mức lạm phát trong ba tháng vừa rồi có chiều giảm so với 4 tháng trước, nguyên do vì đó là khuynh hướng giảm giá tự nhiên trong các quý 2-3 theo các khung giá hàng năm; đặc biệt năm nay áp lực giá vẫn tăng cao trong những tháng này so với 2009 và 2010 và nên vẫn là cảnh báo lạm phát đáng chú ý. Nhưng do chính sách tiền tệ đã gần đến các giới hạn áp dụng thực tế, vấn đề nêu ra là sự thay đổi chờ đợi của chính sách tài khóa.

- **Cần thắt chặt thật sự chính sách tài khóa ra sao?**

Một số quan sát viên bi quan cho là sẽ khó có động thái cụ thể để giảm chi ngân sách thật sự, nhất là đầu tư công từ nguồn ngân sách và phát hành trái phiếu, vì các nguồn chi ngân sách đã được phân bổ từ đầu năm và nay rất khó đảo ngược. Con số trên 96.000 tỷ cắt giảm đầu tư công đã tuyên bố chỉ phần lớn là dự chi của các doanh nghiệp nhà nước chưa có nguồn tài trợ rõ ràng, nay có được tuyên bố cắt đi chỉ là con số lý thuyết không có ảnh hưởng đến chi tiêu thực tế và không giúp làm giảm áp lực tiền tệ hay lạm phát cho năm nay.

Trong bài này chúng tôi xem xét các đề mục cụ thể trong bảng ngân sách dự toán cho năm 2011 đã được chấp thuận bởi Quốc hội khóa XII, và đề nghị một vài chỉnh sửa trong các mục chi tiêu để giảm cụ thể bội chi ngân sách so với GDP và trình lên Quốc hội khóa XIII.

Để tái lập lòng tin của thị trường, Bộ Tài chính cần xem xét lại bảng “Dự toán Ngân sách Nhà nước (NSNN) năm 2011”, như trình bày trong Bảng 3 dưới đây, áp dụng biện pháp cương quyết để giảm “Chi đầu tư phát triển” từ 152.000 tỷ VND dự toán xuống còn 140.000 tỷ lập trình, và giảm “Chi phát triển sự nghiệp kinh tế - xã hội, quốc phòng, an ninh, quản lý hành chính” từ 442.100 tỷ xuống còn 413.142 tỷ. Với cắt giảm đầu tư công từ nguồn ngân sách như trên, bội chi ngân sách năm nay sẽ được cắt giảm 33% từ mức dự toán 120.600 tỷ xuống mức lập trình là 79.642 tỷ, hay từ 5,3% GDP xuống chỉ còn 3,5% GDP.

Bảng 3. Dự toán Lập trình Ngân sách Nhà nước 2011

Đơn vị tính: Tỷ đồng

STT	Chỉ tiêu	Thực tế	Thực tế	Dự toán	Thực tế Lập trình	
		Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2011 15/5	31/12
A	Tổng thu cân đối ngân sách nhà nước	468,795	560,170	605,000	248,000	605,000
I	Thu cân đối ngân sách nhà nước	442,340	559,170	595,000	248,000	595,000
1	Thu nội địa	269,656	510,478	382,000	160,400	382,000
2	Thu từ dầu thô	60,500	43,192	69,300	36,200	69,300
3	Thu từ xuất khẩu, nhập khẩu	105,664		138,700	49,400	138,700
4	Thu viện trợ không hoàn lại	6,520	5,500	5,000	5,000	
II	Thu kết chuyển từ năm trước sang	26,455	1,000	10,000	10,000	
B	Tổng chi cân đối ngân sách nhà nước	584,695	669,630	725,600	270,300	684,642
1	Chi đầu tư phát triển	179,961	170,970	152,000	61,000	140,000
2	Chi trả nợ và viện trợ	64,800		86,000	37,200	86,000
3	Chi phát triển sự nghiệp kinh tế - xã hội, quốc phòng, an ninh, quản lý hành chính	320,501	434,670	442,100	172,000	413,142
4	Chi bù lỗ kinh cho doanh nghiệp kinh	2,100				

	doanh đầu					
5	Chi cải cách tiền lương			27,000	27,000	
6	Chi bổ sung quỹ dự trữ tài chính	100		100	100	
7	Dự phòng			18,400	18,400	
8	Chi chuyển nguồn	17,233	10,000			
	Chi trả nợ gốc		53,990			
C	Bội chi ngân sách nhà nước	-115,900	-109460	-120,600	-22,300	-79,642
	Tỷ lệ bội chi so GDP	6.90%	5.60%	5.30%	3.50%	
D	Nguồn bù đắp bội chi ngân sách nhà nước	115900		120,600	79,642	
1	Vay trong nước	88520		92,600	51,642	
2	Vay ngoài nước	27380		28,000	28,000	

(Nguồn: Công Thông tin điện tử Bộ Tài chính cho 2009-2010 và cột dự toán 2011; và cột ngân sách lập trình 2011 do tính toán của tác giả)

Quyết định giảm đầu tư công và bội chi ngân sách như trên nếu được công bố sẽ giảm gánh nặng cho chính sách thắt chặt tiền tệ trong việc làm giảm kỳ vọng lạm phát và từ đó giúp giảm mặt bằng lãi suất để tránh tình trạng đình đốn sản xuất trong các quý 3 và 4. Nếu không được thực hiện, lãi suất sẽ tiếp tục ở mức cao.

Các con số lập trình (programmed) đề xuất cho ngân sách 2011 được duyệt lại như trên đây, cho thời gian từ nay đến cuối năm, cũng khá thực tế so với các con số thực hiện được cho tới ngày 15/5/2011 như trình bày trong 2 cột cuối của bảng 2. Số bội chi ngân sách cho tới ngày 15/5 là 22.300 tỷ đồng hay bằng 28% của bội chi ngân sách lập trình trên đây dự kiến cho cả năm là 79.642 tỷ đồng. Số tổng thu ngân sách cho tới ngày 15/5 là 248.000 tỷ đồng hay bằng 40% số tổng thu dự kiến cho cả năm là 605.000 tỷ đồng. Và sau cùng, số tổng chi cho tới 15/5 là 270.300 tỷ đồng hay 41% của số tổng chi lập trình dự kiến là 684.642 tỷ đồng (so với 725.600 tỷ đồng trong ngân sách dự toán hiện nay chưa thực sự giảm bớt sau NQ 11).

Ngoài ra, chúng tôi cũng muốn nêu lên *dè dặt quan trọng về mặt chính sách thu* khi mới đây Bộ Tài chính sửa soạn đệ trình các dự án giảm hay miễn thuế thu nhập lên Quốc hội, đây hoàn toàn là một tín hiệu chính sách hoàn toàn ngược với các lời tuyên bố thắt chặt chính sách tài khóa trong NQ 11 hay các áp dụng đưa ra sau đó.

C. Triển vọng cán cân thanh toán quốc tế 2011 và áp lực lên tỷ giá ở quý 4?

Sự ổn định tỷ giá hiện nay, với tiền VND mới lên giá 8% so với tiền USD từ việc áp dụng NQ 11 ngày 24/2, chỉ tạm thời hay sẽ bị xáo động trở lại lúc nhập siêu tiếp tục tăng cao vào cuối năm, nhất là từ Trung Quốc, do hàng nhập khẩu rẻ hơn nhiều và kiều hối giảm bớt do lãi suất USD giảm mạnh từ 6% xuống 2% hiện nay và còn có thể giảm nữa. Liệu tỷ giá sẽ lại vượt qua mức 21.000 VND/USD vào cuối năm?

Áp lực ngoại hối giảm và thị trường ngoại hối đi dần vào ổn định sau các biện pháp chống đô-la hóa của Chính phủ.

Nhất là nhờ vào các biện pháp hành chính hạn chế các thị trường vàng và ngoại tệ, giúp đem giá vàng ở Việt Nam xuống thấp hơn giá vàng quốc tế, giá vàng miếng SJC được sử dụng như một công cụ để Ngân hàng Nhà nước “đánh xuống” giá USD tự do. Đây cũng là cơ hội cho Ngân hàng Nhà nước tiếp tục mua USD vào để tăng dự trữ ngoại hối nhà nước (mua thêm 4,8 tỷ USD dự trữ trong ba tháng qua theo công bố của Ngân hàng Nhà nước vào ngày 22/7/2011).

Tuy nhiên, như một thí dụ khá hào hứng về tác động hoán đổi (trade-off effects), nếu tác động mới đây trên tỷ giá khá thuận lợi trong ngắn hạn, chúng ta đừng quên nó lại có thể làm tăng nhập siêu và tiếp tục gây ra thâm hụt cho cán cân thanh toán tổng thể cuối năm nay.

Chuyện nhập siêu đang tăng cao trở lại, sau 6 tháng đầu năm đã lên đến 6,6 tỷ đô-la (dù đã nhờ vào xuất khẩu vàng trên 1 tỷ USD), trong đó nhập siêu với Trung Quốc chiếm gần 6 tỷ. Đây là kết quả khó tránh sau các biện pháp ngăn chặn đầu cơ vàng, giảm việc găm giữ USD và giúp ổn định tỷ giá tiền đồng. VND lên giá từ mức 22.300 VND/USD, ở đáy thấp nhất trên thị trường tự do vào tháng 2 sau khi Ngân hàng Nhà nước điều chỉnh tỷ giá 9,3% với USD, tới mức 20.680 VND/USD mới đây (22/7/2011), hay tăng gần 8% giá trị so với USD.

Do tiền RMB (nhân dân tệ) gần như thay đổi rất ít so với USD trong cùng thời gian ngắn, tiền VND mặc nhiên lên giá khoảng gần 7%-8% so với nhân dân tệ và làm hàng hóa từ Trung Quốc, cả hàng tiêu hóa thường ngày lẫn máy móc nguyên vật liệu, rẻ đi nhiều trên thị trường Việt Nam. Và tỷ giá mới này khuyến khích thêm nhập siêu từ Trung Quốc. Nếu khuynh hướng này tiếp tục cho cả năm, nhập siêu với Trung Quốc có thể lên tới 13-14 tỷ USD và sẽ đẩy nhập siêu tổng cộng lên 15 tỷ cho năm 2011, cao hơn 36% so với năm 2010 (ở mức 11 tỷ).

Đây chính là nguyên nhân căn bản khiến người viết này nghi ngại khi phát biểu không đồng tình với dự báo chính thức khá lạc quan của vài giới chức, cho rằng cán cân thanh toán tổng thể của Việt Nam sẽ có thặng dư 1-2 tỷ USD vào năm nay.

Ngoài ra, việc giảm lãi suất huy động USD từ 5% xuống 2% mới đây và quyết định tăng mức dự trữ bắt buộc trên tiền gửi USD thêm lên 1% từ 1/6/2011 sẽ làm giảm thêm lãi suất huy động USD, và có thể giảm lượng kiều hối độ 1-2 tỷ (như chiều hướng đã được thống kê về kiều hối xác nhận trong hai tháng qua).

Cộng chung với tác dụng nói trên qua nhập siêu dự báo tăng 4,5 tỷ, cán cân thanh toán tổng thể năm nay có thể tiếp tục thâm hụt chừng 2 tỷ USD (mặc dù đầu tư gián tiếp ròng được dự báo tăng lên 1 tỷ đô la và phần sai số & bỏ sót có thể giảm đi nhiều và trở thành số dương, xem Bảng 4), tuy có giảm so với thâm hụt 3 tỷ USD ước tính năm 2010. *Dự báo này hàm ý tỷ giá có thể vượt lại mức 21.000-21.500 VND/USD vào cuối năm.*

Bảng 4. Cán cân thanh toán quốc tế của Việt Nam (triệu USD)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Cán cân vãng lai	-164	-6,953	-10,787	-7,440	-9,406	-15,700
Cán cân thương mại	-2,776	-10,438	-2,782	-8,306	-10,595	-15,000
Dịch vụ xuất khẩu (ròng)	-8	-755	-915	-1,129	-1,650	-1,700
Thu nhập đầu tư (ròng)	-1,429	-2,190	-4,401	-4,532	-3,859	-4,000
Chuyển giao (ròng)	4,049	6,430	7,311	6,527	6,698	5,000
Cán cân tài chính	3,088	17,730	12,341	11,452	12,113	12,500

FDI ròng	2,315	6,516	9,279	6,900	7,565	7,000
Đầu tư gián tiếp ròng	1,313	6,243	-578	128		1,000
Vay (ròng)	-540	4,971	3,640	4,841	4,548	4,500
Sai số và bỏ sót	1,400	-565	-1,080	-12,178	-5,500	1,200
Cân đối tổng thể	4,324	10,212	474	-8,166	-2,793	-2,000

Nguồn: IMF, IFS; ước tính 2010; và dự báo của tác giả cho 2011