



Chèo Lái Trong Những Cơ Gió nghịch

Francois Painchaud
Trưởng Đại Diện của IMF Tại Việt Nam và Lào

THÁNG 11, 2022



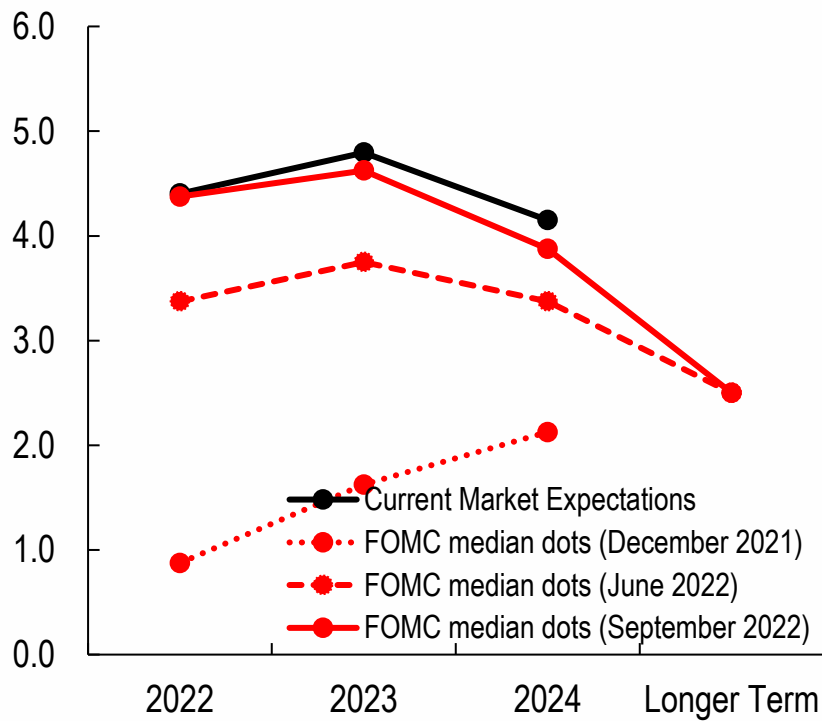
Những Cơ Hội Nghịch Toàn Cầu



Thắt chặt Tài chính Toàn cầu

FED mạnh tay tăng lãi suất hơn do lạm phát vẫn ở mức cao ...

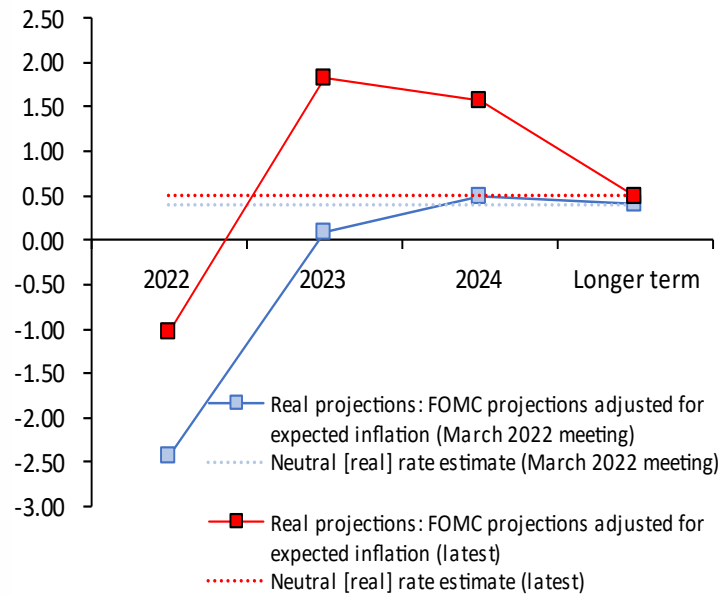
Lãi suất của FED
(%, so với cùng kỳ năm trước)



Nguồn: Bloomberg Finance L.P; cán bộ IMF ước tính. Kỳ vọng thị trường đến 14/10, 2022.

...với lãi suất thực của Mỹ được kỳ vọng sẽ giữ ở mức cao trong năm 2023

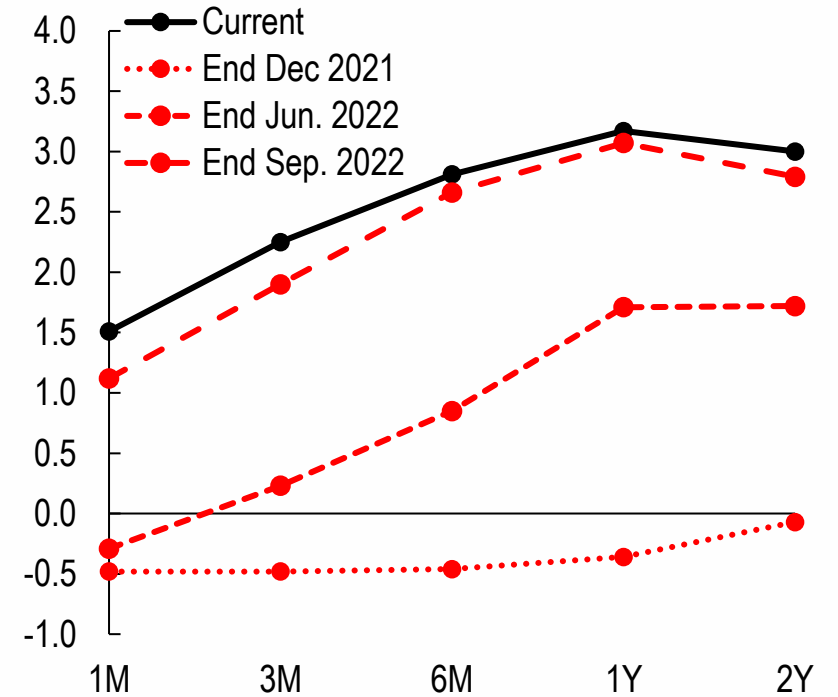
Lãi suất thực của FED
(%, so với cùng kỳ năm trước)



Nguồn: Bloomberg Finance L.P. Cán bộ IMF ước tính; dữ liệu đến 12/10/2022.

... và ECB (NHTW Châu Âu) cũng thắt chặt hơn so với kỳ vọng trước đây ...

Lãi suất chính sách nợ ý – đồng Euro
(%)



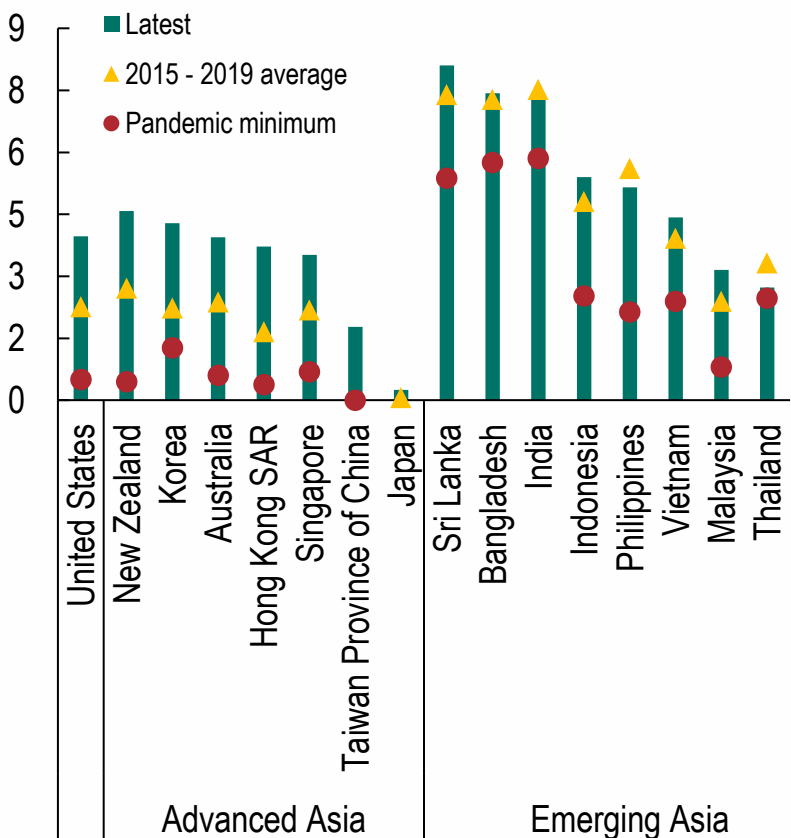
Nguồn: Bloomberg Finance L.P; Cán bộ IMF ước tính. Kỳ vọng thị trường đến 14/10/2022.



Việc Thắt chặt Tài Chính

Lợi suất đã tăng lên ở các nước châu Á, những vẫn ở mức trung bình trong lịch sử tại các nước mới nổi...

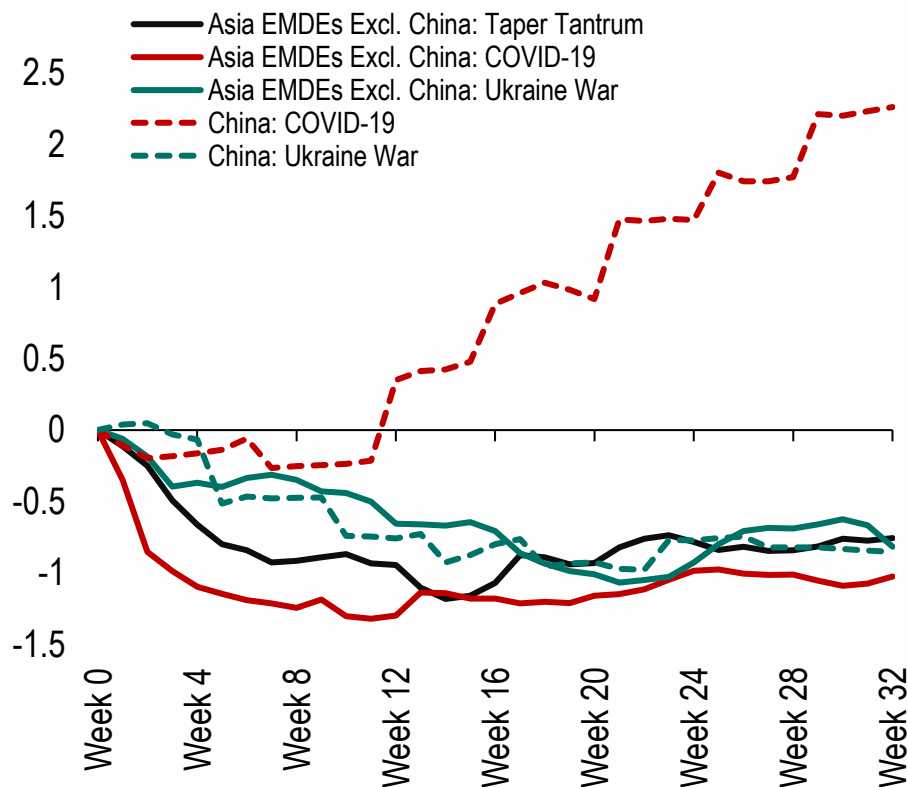
Lợi suất trái phiếu chính phủ theo nội tệ (% , lợi suất trái phiếu 10 năm)



Nguồn: Bloomberg Finance L.P. , và cán bộ IMF ước tính. Dữ liệu đến 12/10/2022.

... Luồng vốn ra lớn do những căng thẳng gần đây...

Luồng vốn đầu tư gián tiếp cộng dồn (% của nợ IIP)

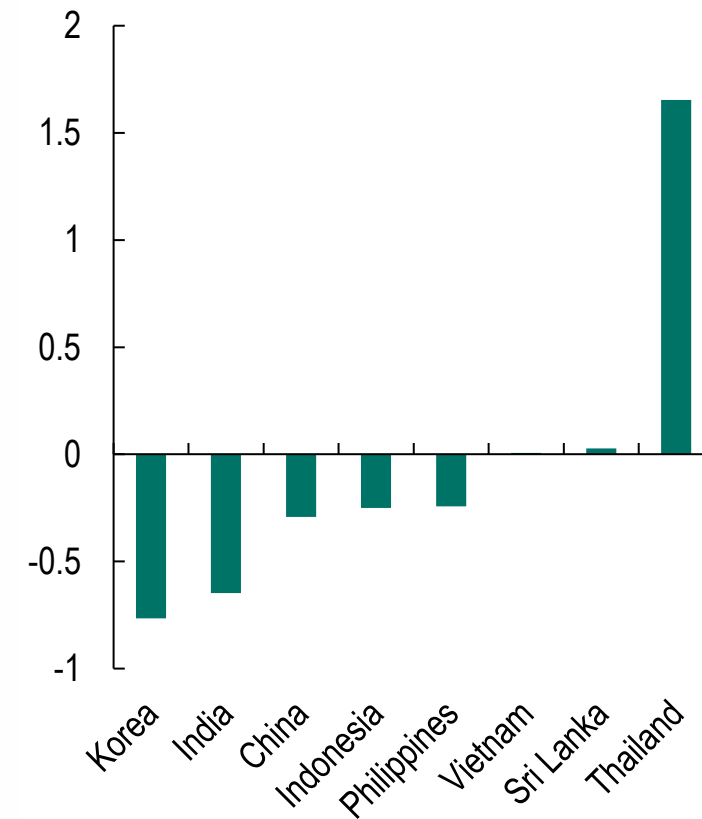


Nguồn: Học viện Tài chính quốc tế,; phân tích Haver; Thống Kê Tài Chính Quốc tế, và cán bộ Quỹ ước tính.

Ghi chú: Các nước mới nổi châu Á (EM Asia) bao gồm Ấn độ Indonesia, Philipin, Sri Lanka, và Thái lan. Dữ liệu đến cuối tháng 9/2022

...Nhưng vẫn hạn chế ở một số quốc gia

Luồng vốn đầu tư gián tiếp ròng cộng dồn (SL 2022 so với cuối năm trước, %GDP)



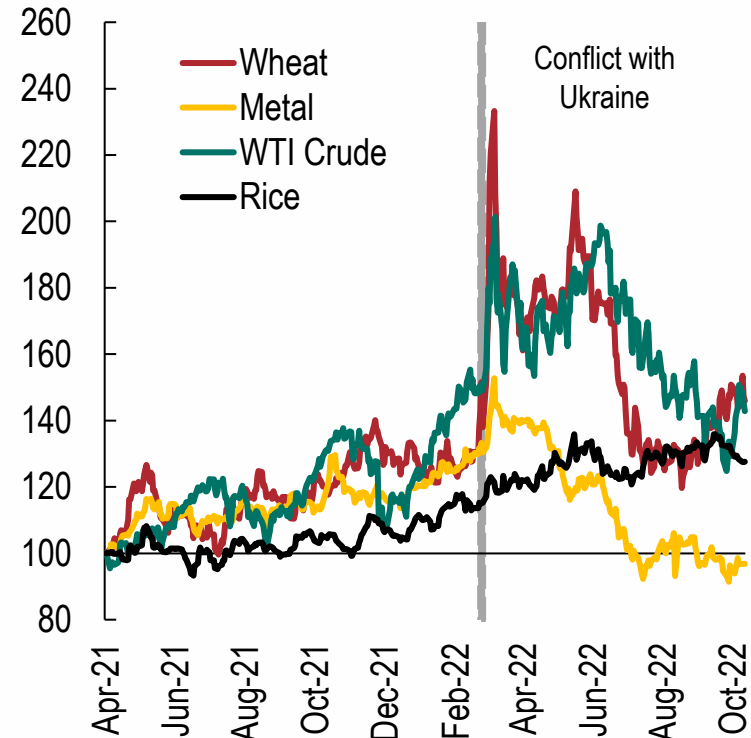
Nguồn: Phân tích Haver; Thống Kê Tài Chính Quốc tế, và cán bộ Quỹ ước tính. Dữ liệu đến cuối tháng 9/2022.



Cuộc xung đột Nga-Ukraine

Giá cả hàng hóa nguyên liệu thô tăng đột biến sau chiến sự nhưng phần lớn đã đảo chiều...

Giá hàng hóa nguyên liệu thô
(Chỉ số, tháng 4 2021=100)

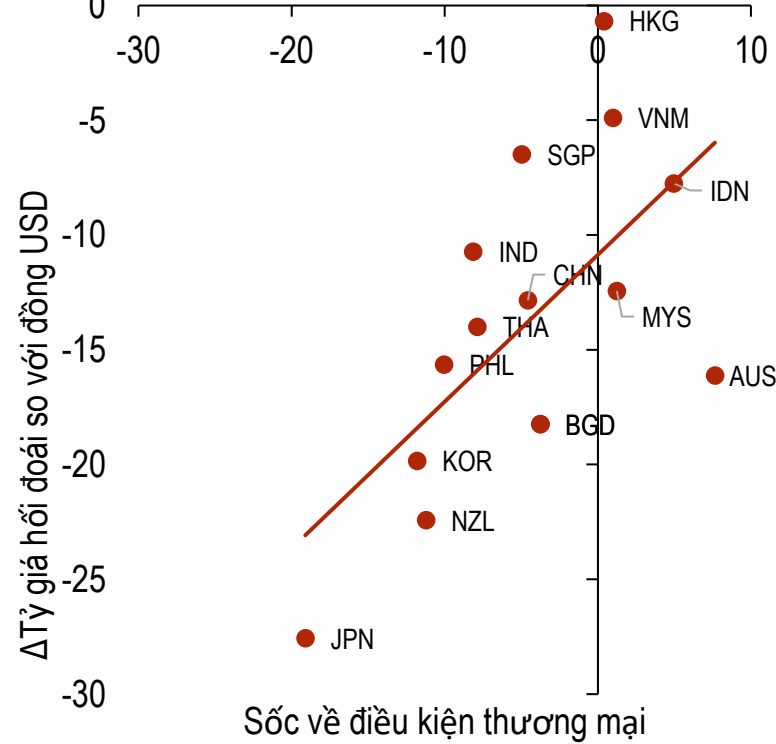


Nguồn: Bloomberg Finance L.P. và cán bộ IMF ước tính.

Ghi chú: Chỉ số hàng kim loại dựa trên giá giao ngay của Bloomberg và theo trọng số sau: Nhôm (45%), Đồng (25%), Nickel (2%) Chì (12%), Kẽm (15%) và Thiếc (1%).

...Các điều kiện thương mại cho thấy sự biến động tương đối của tỷ giá...

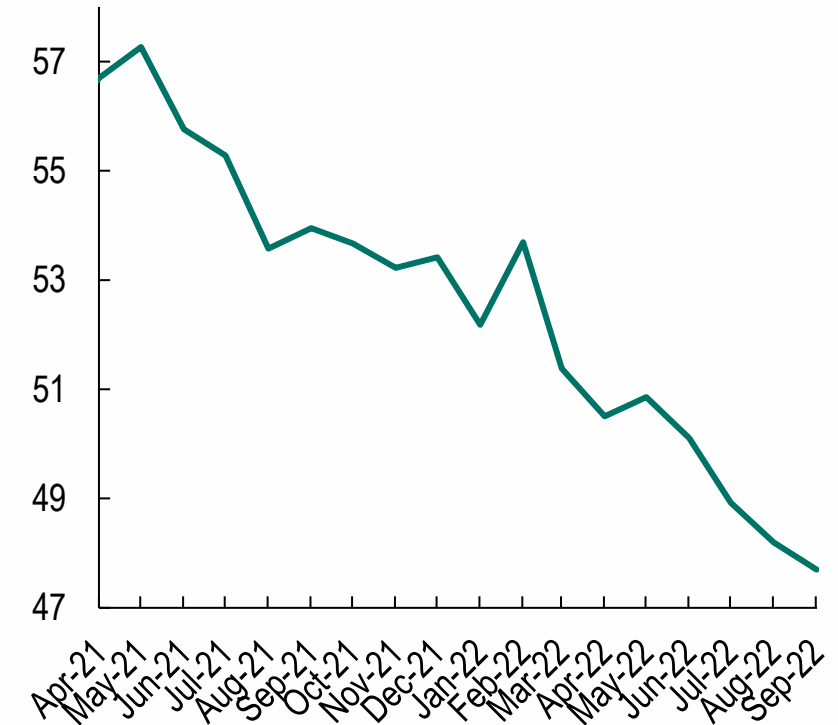
Tỷ giá và điều kiện thương mại của hàng hóa nguyên liệu thô
(In percent)



Nguồn: Bloomberg Finance L.P.; Gruss và Kebhaj (2019), và cán bộ IMF ước tính. Số liệu đến 12/10/2022.

...và các đơn hàng xuất khẩu toàn cầu đã bắt đầu giảm do chiến sự kéo dài và rủi ro suy thoái tăng lên ở Mỹ và châu Âu

Chỉ số PMI toàn cầu: các đơn hàng XK mới
(Chỉ số PMI không đổi = 50)



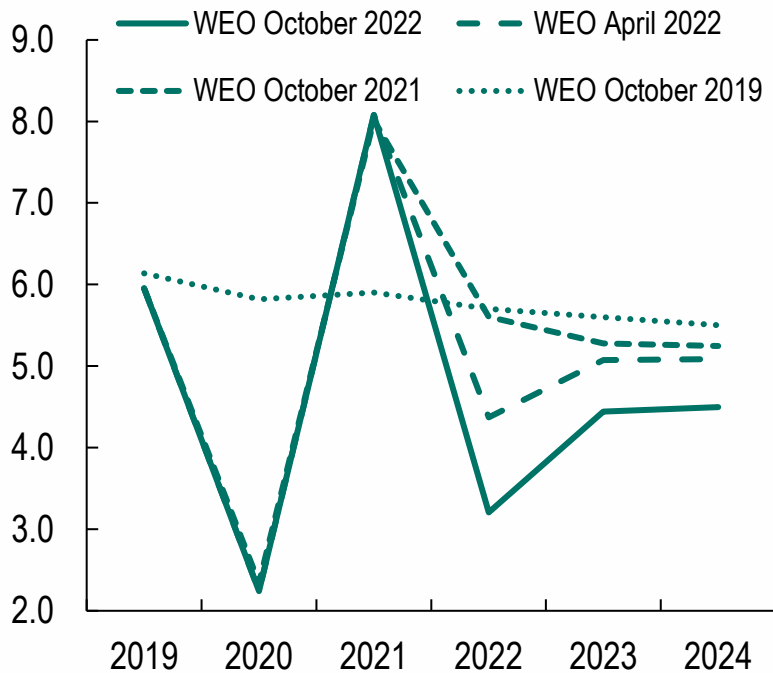
Nguồn: Phân tích Haver; và cán bộ IMF ước tính.



Tăng trưởng chậm lại mạnh ở Trung Quốc

Dự báo tăng trưởng của Trung quốc đã được điều chỉnh thấp hơn đáng kể...

Điều chỉnh tăng trưởng của Trung quốc (%)



Nguồn: Triển Vọng Kinh tế Thế Giới.
Ghi chú: WEO = Triển Vọng Kinh Tế Thế Giới.

... phản ánh tác động của chính sách zero-COVID đối với sự di chuyển của người dân và khủng hoảng ở khu vực BĐS...

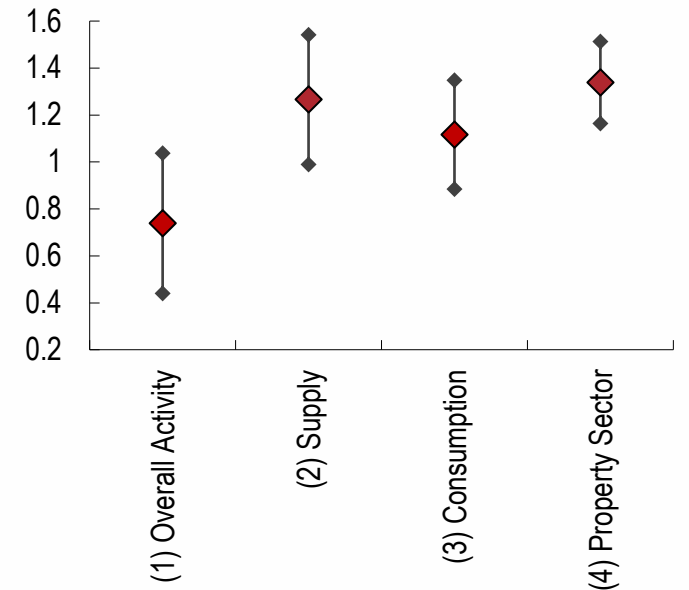
Trung quốc: gián đoạn việc di chuyển và chuỗi cung ứng
(Di chuyển: trung bình trượt 14 ngày, chỉ số PMI trừ 50)



Nguồn: WIND; và cán bộ IMF ước tính.

...với tác động lan tỏa đến các nước khác ở châu Á

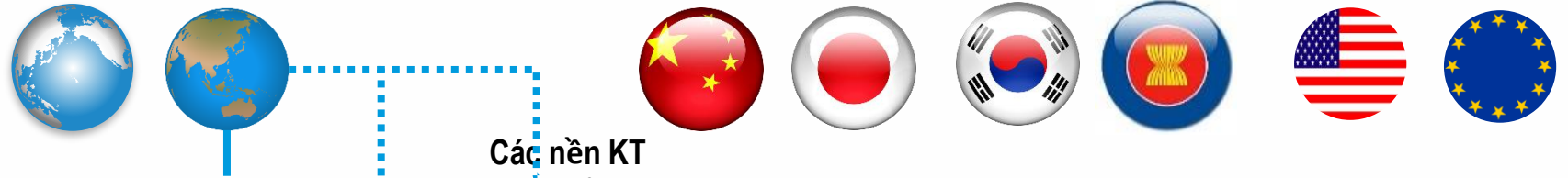
Spillovers from Chinese Growth; by Driver
(Tích lũy đỉnh giảm của GDP, %)



Nguồn: Cán bộ IMF ước tính dựa trên Fernald và cộng sự (2021).
Ghi chú: Định phân hồi với đo lường hoạt động kinh tế tổng thể từ Fernald và cộng sự (2021) (1), thành tố cung là từ phân rã mô hình cấu trúc VAR (2), một cú sốc với tiêu dùng tư nhân cuối cùng (3), giá trị tăng thêm của khu vực BĐS. Điểm đồ thị hình vuông thể hiện bình quân phân vị phản ứng của 50 quốc gia (không gồm Trung Quốc), các đường là 60 phần trăm khoảng tin cậy. Các cú sốc là theo một độ lệch chuẩn.



Dự báo tăng trưởng GDP



Các nền KT mới nổi và đang phát triển

	TG	Châu Á	Các nc phát triển	Các nền KT mới nổi và đang phát triển	TQ	Nhật bản	Hàn quốc	ASEAN	Mỹ	KV Euro
2021	6.0	6.5	3.7	7.2	8.1	1.7	4.1	3.1	5.7	5.2
2022	3.2	4.0	2.3	4.4	3.2	1.7	2.6	5.0	1.6	3.1
Điều chỉnh kể từ dự báo trong WEO tháng 4, 2022	-0.4	-0.9	-0.4	-1.0	-1.2	-0.7	0.1	-0.1	-2.1	0.3
2023	2.7	4.3	2.0	4.9	4.4	1.6	2.0	4.7	1.0	0.5
Điều chỉnh kể từ dự báo trong WEO tháng 4, 2022	-0.9	-0.8	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.9	-0.9	-1.3	-1.8

Nguồn: Triển vọng Kinh Tế thế giới của IMF tháng 10/2022.

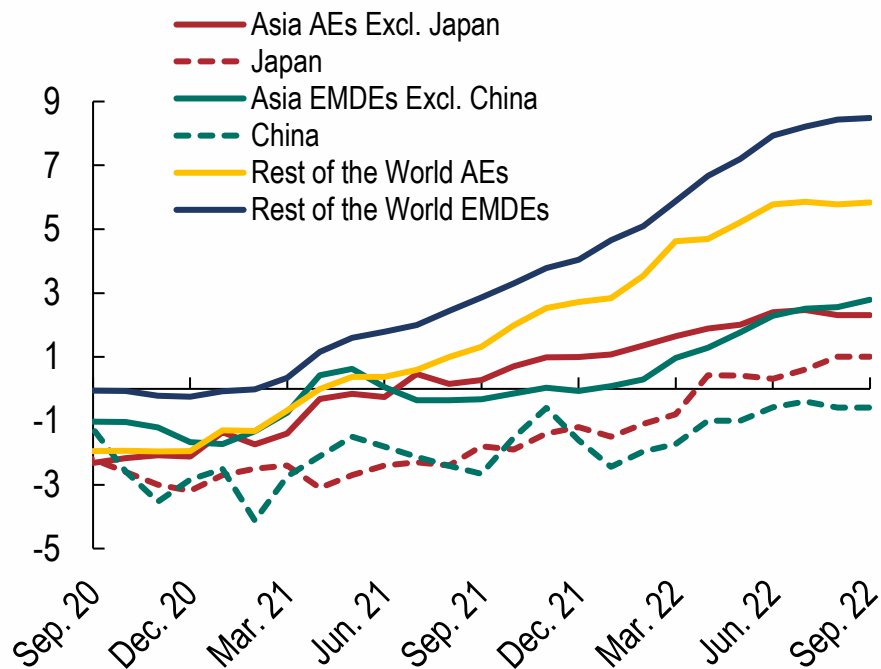


Lạm phát được kỳ vọng sẽ tăng lên nữa

Lạm phát đang tăng lên ở Châu Á nhưng không cao như những khu vực khác

Lạm phát chung: độ lệch so với mục tiêu

(%)

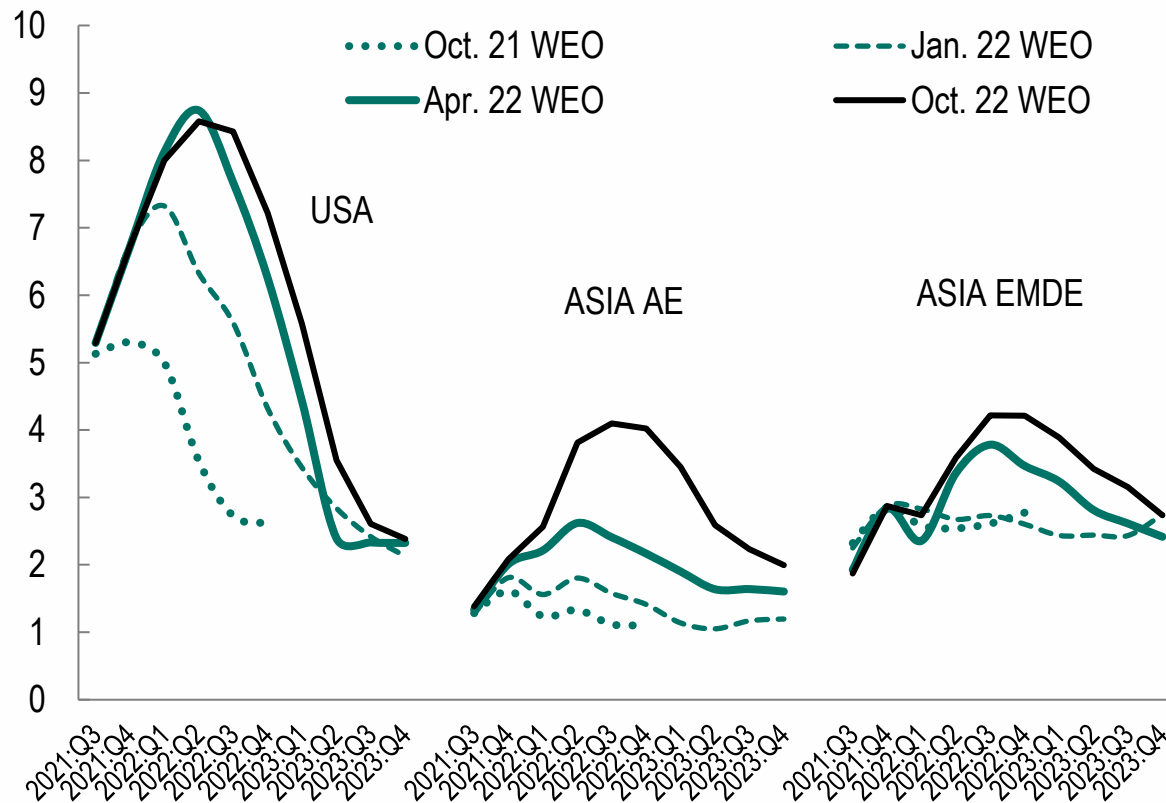


Nguồn: phân tích Haver; và cán bộ IMF ước tính.

Ghi chú: Châu Á không gồm Nhật, bao gồm AUS, HKG, KOR, MAC, NZL, SGP, and TWN. Các nước châu Á mới nổi không gồm Trung Quốc, mà gồm IND, IDN, MYS, PHL, THA, và Việt nam. Phần còn lại của thế giới các nước tiên tiến gồm CAN, CHE, DEU, ESP, FRA, GBR, ITA and USA. Phần còn lại của thế giới các nước mới nổi gồm BRA, COL, CHL, CZE, HUN, MEX, PER, and ZAF.

... và mặc dù chúng tôi điều chỉnh mức dự báo đáng kể, chúng tôi kỳ vọng lạm phát sẽ đạt đỉnh vào cuối năm 2022

(%, so với cùng kỳ theo năm)



Ghi chú: Bình quân gia quyền. Các nền kinh tế tiên tiến châu Á gồm Australia, New Zealand, Japan, Hong Kong SAR, Korea, Taiwan Province of China, and Singapore. Asia emerging market and developing economies includes China, India, Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand, and Vietnam. WEO = World Economic Outlook; AE = advanced economies; EMDE = emerging market and developing economies.



Những rủi ro đối với triển vọng kinh tế

Kịch bản tiêu cực trong dự báo của RES:

- Tăng trưởng chậm lại đáng kể ở Trung quốc.

Một cú sốc đối với đầu tư và tiêu dùng làm giảm tăng trưởng thêm 1 phần trăm nữa.

- Suy thoái toàn cầu

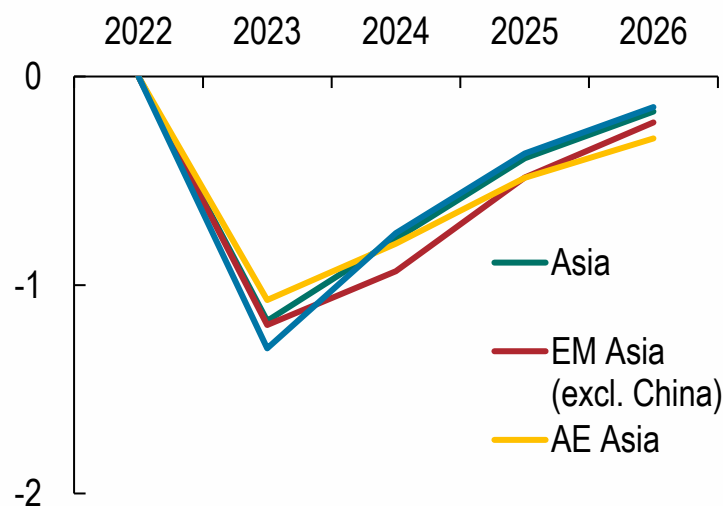
Một cú sốc đối với cầu của Mỹ và Châu Âu làm giảm tăng trưởng 1% trong năm 2023.

- Các điều kiện tài chính thắt chặt

Chênh lệch lợi tức ở Mỹ quay về mức trung bình trong lịch sử, chênh lệch lợi suất trái phiếu Quốc gia và DN tăng lên 150 điểm phần trăm.

Tăng trưởng có thể giảm 1 điểm phần trăm ở châu Á nhưng vẫn tăng trưởng dương...

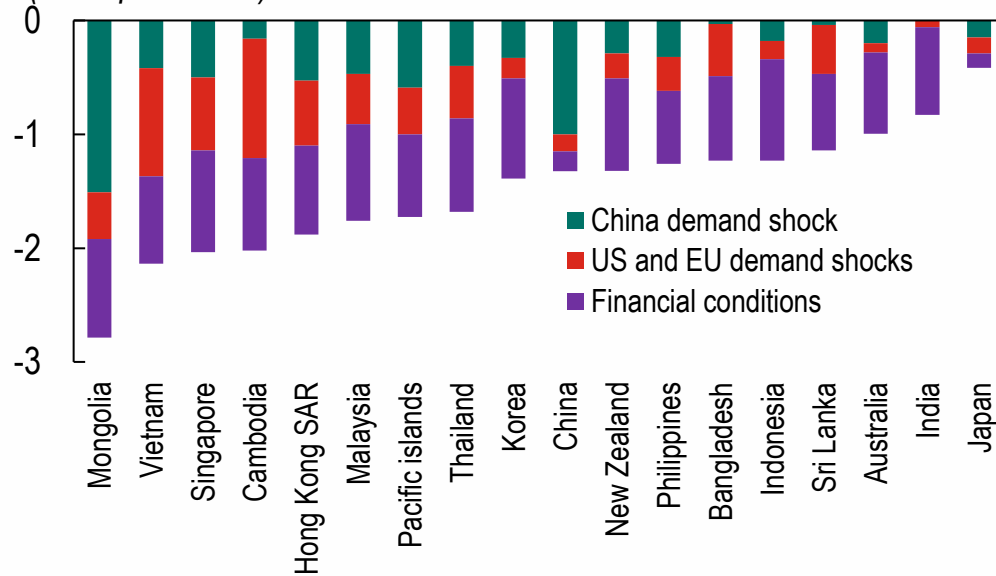
Tác động đối với tăng trưởng thực (Điểm phần trăm)



... tác động khác nhau tùy thuộc vào sự liên kết về thương mại và tài chính

Tác động ở cấp quốc gia đối với tăng trưởng thực

(Điểm phần trăm)



Nguồn: Cán bộ IMF ước tính sử dụng G20MOD.

Ghi chú: EM = Các nền kinh tế mới nổi; AE = các nền kinh tế tiên tiến.



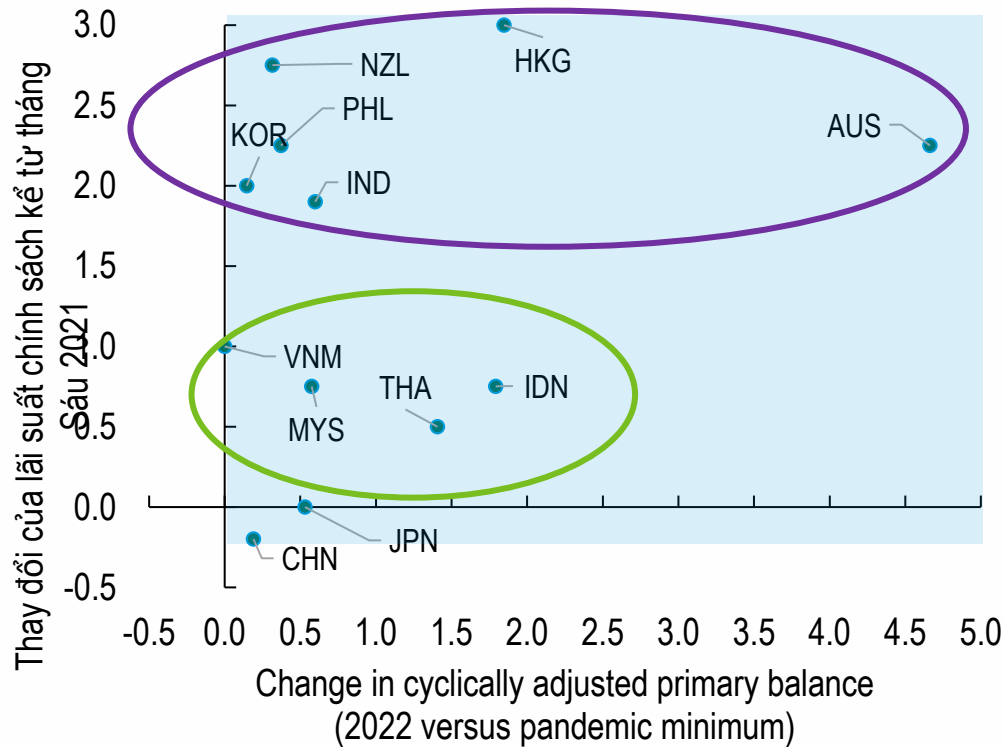
Các Chính sách Trong Khu vực



Sự phối hợp chính sách tiền tệ và tài khóa khác nhau

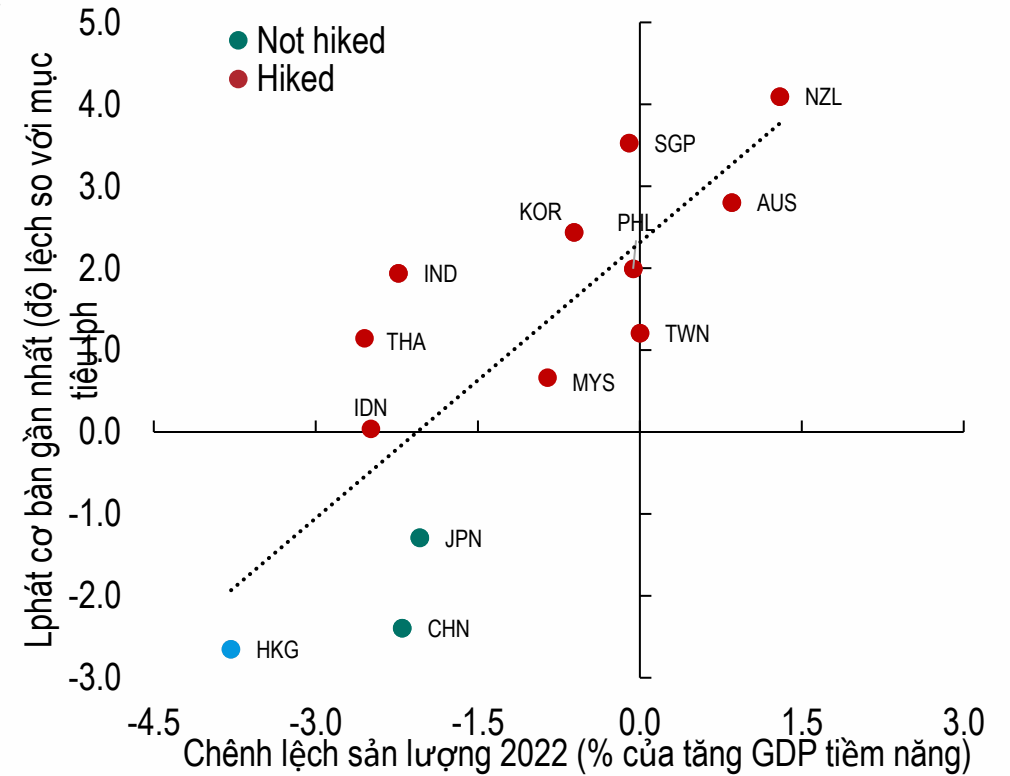
Các chính sách tiền tệ và tài khóa đang trở lại bình thường ở hầu hết các quốc gia ...

Chính sách tài khóa và tiền tệ ở Châu Á (%)



...phần nhiều tùy theo tình trạng đình trệ của hoạt động kinh tế và áp lực đối với lạm phát cơ bản

Lạm phát cơ bản và chênh lệch sản lượng (%)



Nguồn: Phân tích Haver; và dữ liệu Triển Vọng Kinh tế toàn cầu (WEO).
Ghi chú: Tên viết tắt của quốc gia theo tổ chức quốc tế về mã quốc gia. WEO = World Economic Outlook. Số liệu đến 3/10/ 2022.

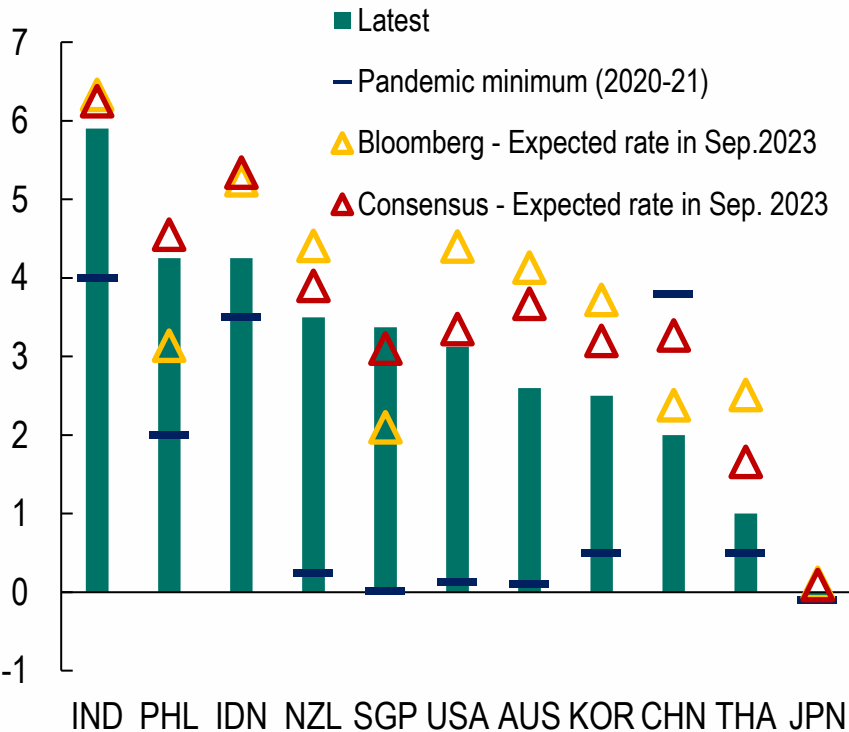
Nguồn: Phân tích Haver; và dữ liệu Triển Vọng Kinh tế toàn cầu, và cán bộ IMF ước tính.
Ghi chú: đối với các nước đặt lạm phát mục tiêu, sử dụng độ lệch so với mục tiêu hay điểm trung bình của mục tiêu lạm phát. Đối với các nền kinh tế không đặt lạm phát mục tiêu (Hong Kong SAR, Malaysia, Taiwan Province of China, and Singapore), độ lệch được tính tuwz trung bình dài hạn trong thời kỳ 2010 -- 19. Đường chấm chấm là hồi quy lọc. Tên viết tắt của quốc gia theo tổ chức quốc tế về mã quốc gia.



Chính sách tiền tệ đang được thắt chặt, song chu kỳ thắt chặt có thể ngắn

Tăng lãi suất đã bắt đầu ở khắp các nước trong khu vực và kỳ vọng sẽ tăng lên nữa...

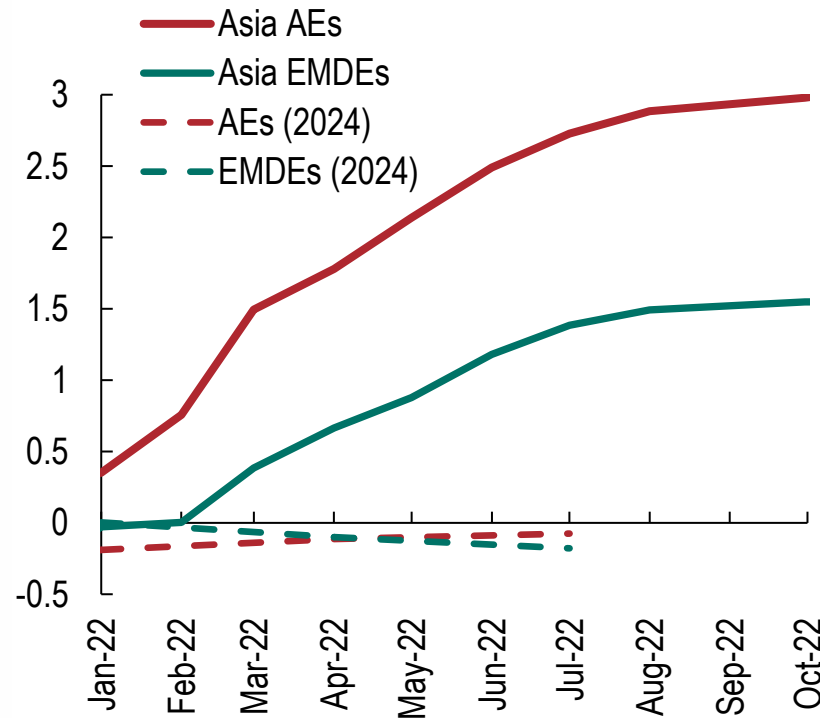
Lãi suất ngắn hạn (% , cuối kỳ)



Nguồn: Bloomberg L.P; Haver Analytics; Consensus Forecasts; và cán bộ IMF ước tính.
Ghi chú: số liệu đến 12/10/2022.

...lạm phát được kỳ vọng sẽ quay trở lại mục tiêu vào 2024 ...

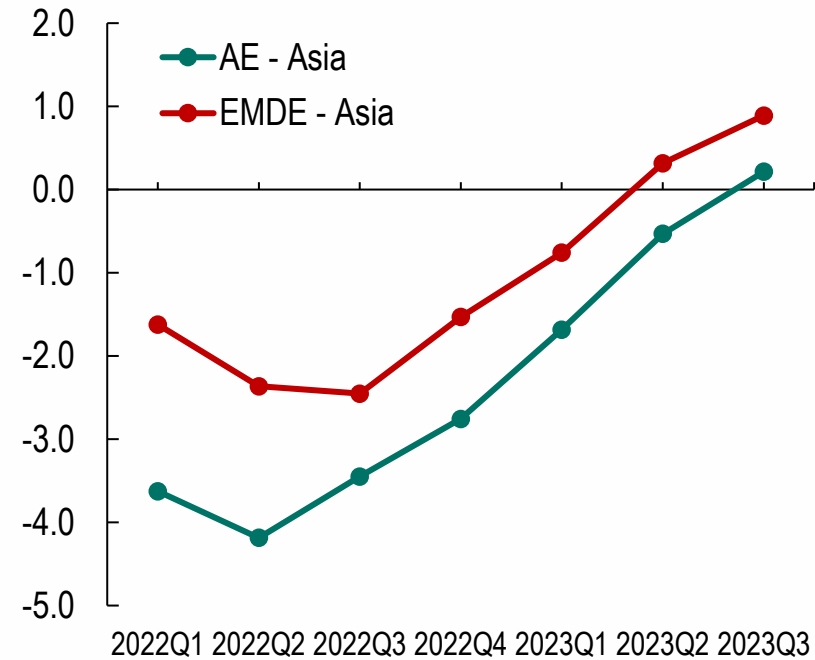
Châu Á: Dự báo lạm phát (độ lệch so với mục tiêu, so với cùng kỳ năm trước)



Nguồn: Consensus Economics và cán bộ IMF ước tính.
Ghi chú: Các nước mới nổi châu Á (Asia AEs) gồm Australia, Japan, Korea, New Zealand, Singapore, and Taiwan Province of China. Các nước (Asia EMDE) gồm China, India, Indonesia, Malaysia, the Philippines, Thailand, and Vietnam.

...mặc dù lãi suất thực trên thực tế là âm

Lãi suất thực trên thực tế (%)



Nguồn: Bloomberg Finance L.P; Haver Analytics; WEO 10/2022 và cán bộ IMF ước tính.
Ghi chú: Lãi suất thực tế trong quá khứ là chênh lệch của lãi suất hàm ý 3M, 6M and 1Y và bình quân thời kỳ, dự báo lạm phát thay đổi theo năm.
AE-Asia gồm: Australia, New Zealand, Japan and Korea. EMDE- Asia gồm: China, India, Malaysia, Philippines and Thailand. AE = nước tiên tiến; EMDE = nền kinh tế mới nổi.

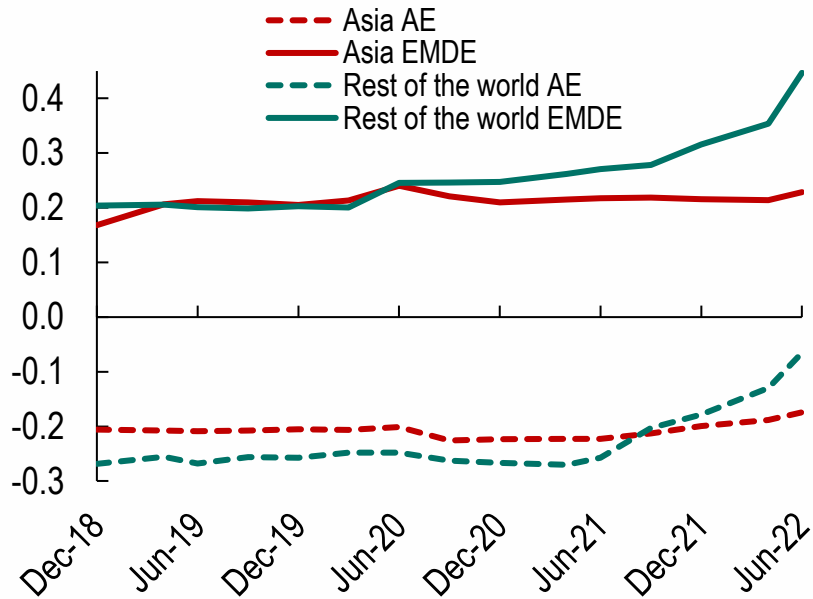


Nhưng nếu lạm phát cơ bản dai dẳng hơn thì sao?

Trong lịch sử, lạm phát ở châu Á có xu hướng khá dai dẳng ...

Sự dai dẳng của lạm phát

(Hệ số trong tự hồi quy của đường cong Phillips; độ lệch so với trung bình toàn cầu)



Nguồn: Cán bộ IMF ước tính.

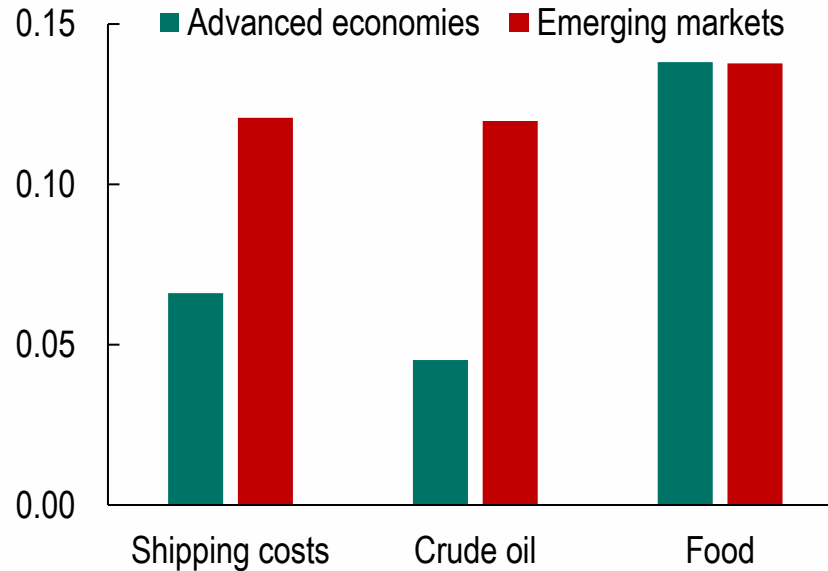
Ghi chú: Asia AE gồm AUS, JPN, KOR, HKG, NZL, SGP and TWN.

Asia EMDE gồm CHN, IDN, IND, MYS, PHL and THA.

Phần còn lại của AE gồm CAN, GBR, DEU, FRA, CHE, USA. Phần còn lại của EMDE gồm POL và ZAF.

...lạm phát cơ bản phản ứng mạnh với các cú sốc bên ngoài gợi ý về các tác động vòng hai

Phản ứng của lạm phát cơ bản ở châu Á trước các cú sốc toàn cầu (Điểm phần trăm)

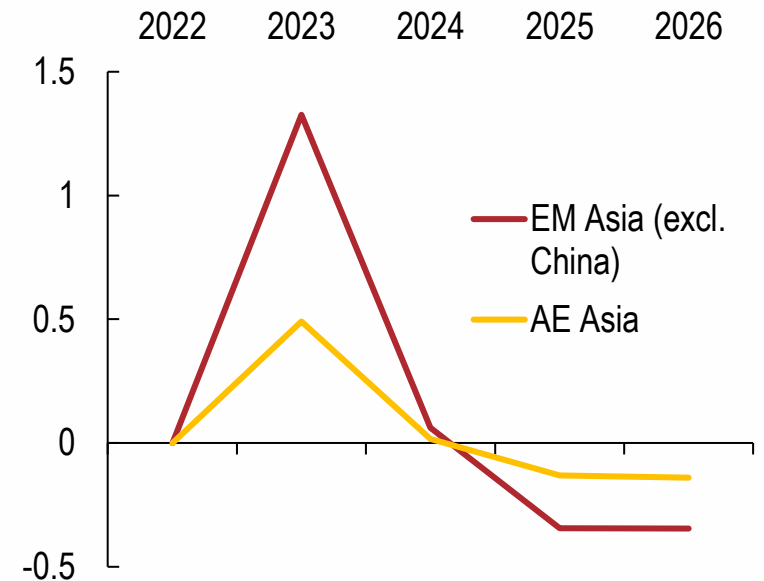


Nguồn: Cán bộ IMF ước tính; Haver Analytics.

Note: Estimations documented in Carrière-Swallow and others (2022). Bars show the maximum response of core inflation (year-on-year) following a 1-standard-deviation increase in each global variable.

Trong kịch bản mà kỳ vọng lạm phát tăng lên, chính sách tiền tệ cần phải thắt chặt hơn nữa ...

Tác động của lãi suất chính sách (Điểm phần trăm)



Nguồn: Cán bộ IMF ước tính.

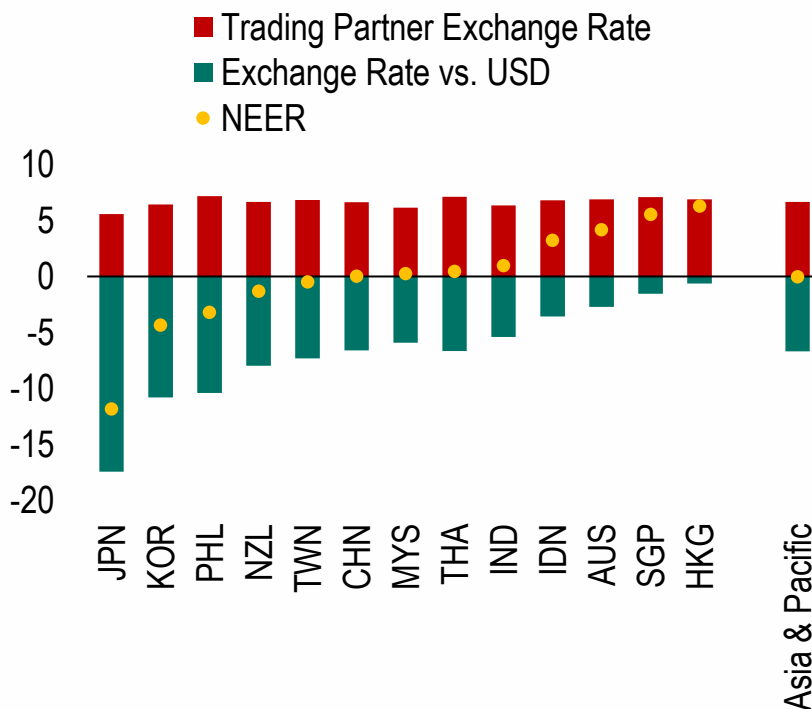
Note: EM = emerging market economies; AE = advanced economies.



Áp lực đối với tỷ giá ở các nước Châu Á là rủi ro đối với Lạm phát

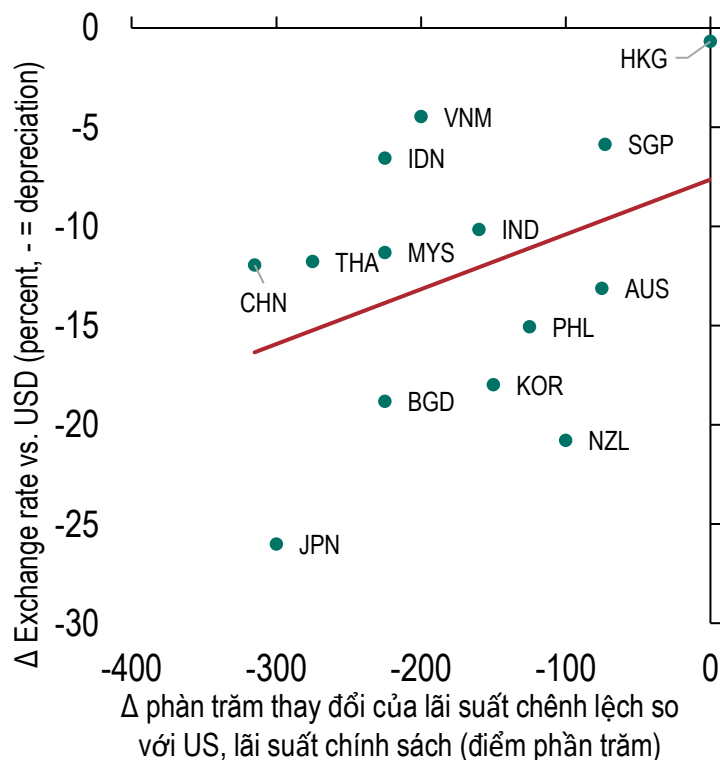
Các đồng tiền ở châu Á mất giá mạnh so với đồng đô la...

Đóng góp vào thay đổi của tỷ giá hiệu lực danh nghĩa năm 2022 (%)



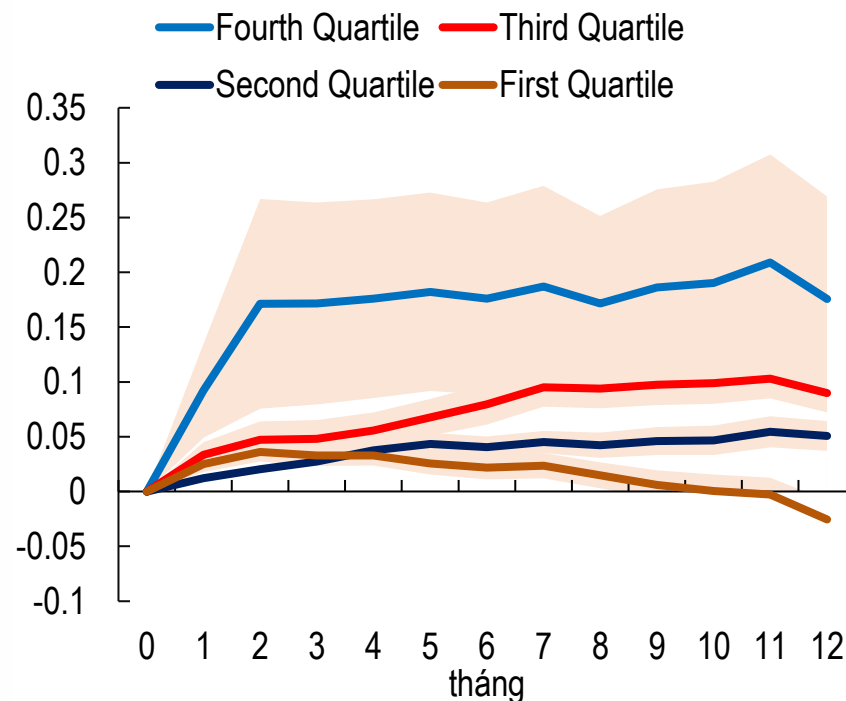
...với việc mất giá tỷ lệ với chênh lệch về lãi suất

Mất giá so với chênh lệch lãi suất (thay đổi phần trăm, so với cuối năm trước)



...Những tác động truyền dẫn có thể tăng lên khi mức lạm phát tăng

Tác động truyền dẫn của tỷ giá theo mức lạm phát (%)



Nguồn: cán bộ IMF ước tính.

Note: ước tính chia ra phản ứng của lạm phát chung theo độ lệch chuẩn tăng (mất giá) của tiền bản tệ /USD theo mỗi quartile của phân bố lạm phát. Các thanh lỗi biểu thị khoảng tin cậy 90%. Các lỗi tiêu chuẩn được nhóm lại ở cấp quốc gia.

Nguồn: Hệ thống thông báo thông tin và cán bộ IMF ước tính.
Ghi chú: % thay đổi so với cuối năm trước. Trung bình tháng đến tháng 8/2022.

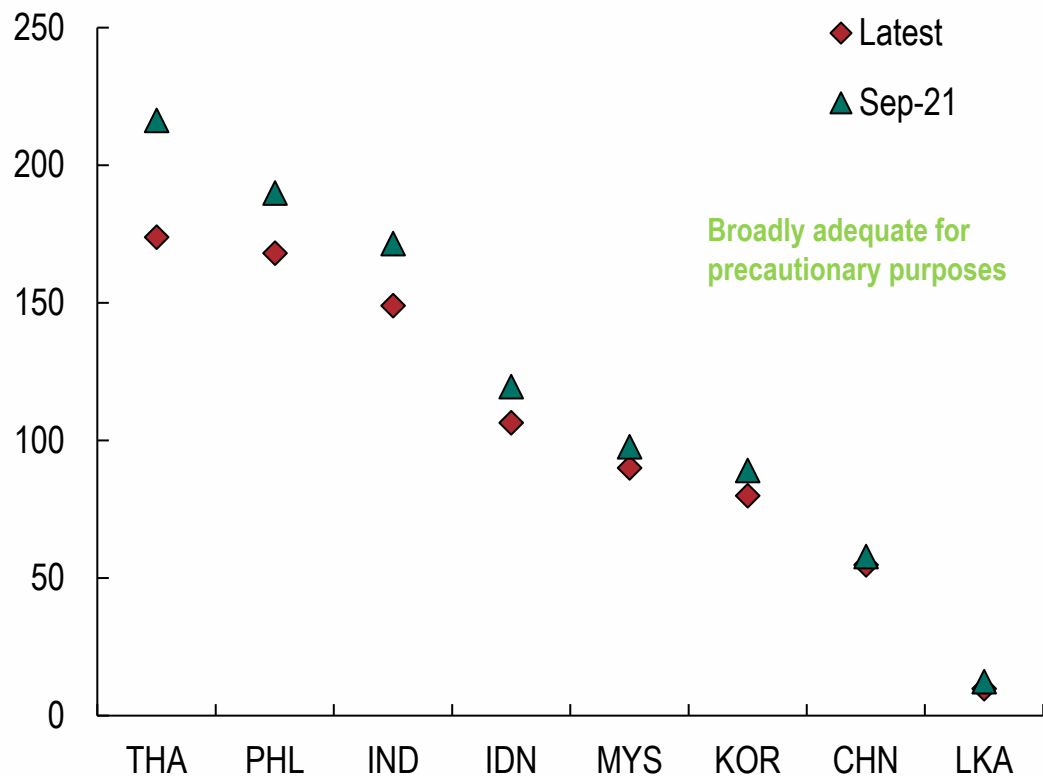


Các ngân hàng trung ương đang sử dụng đệm dự trữ của mình

Dự trữ đang giảm mặc dù các bộ đệm dự trữ vẫn đủ đối với hầu hết các thị trường mới nổi và đang phát triển ở châu Á, áp lực có thể vẫn tiếp tục

Tổng Dự trữ quốc tế

(% mức đủ dự trữ (ARA) năm 2022)

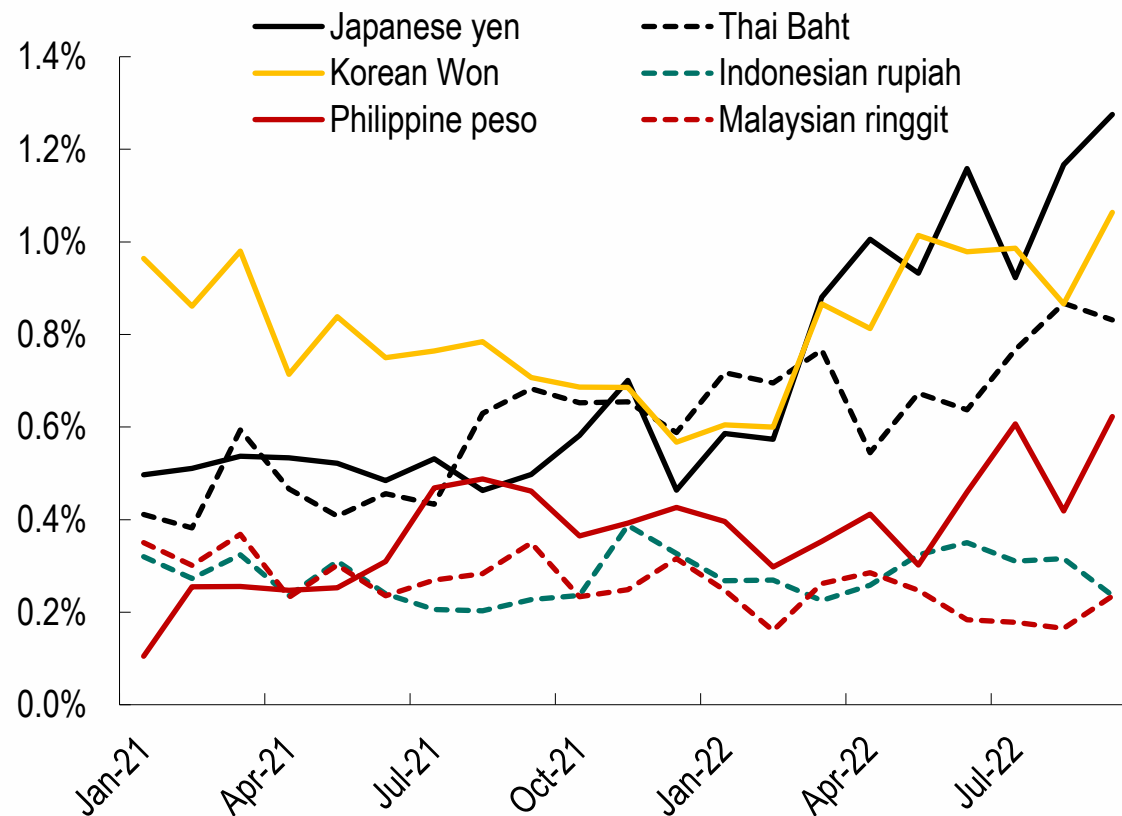


Nguồn: CEIC, Đánh giá mức đủ dự trữ 4/ 2022 và cán bộ IMF ước tính.

Mặc dù biến động có tăng lên, nó chưa lan rộng

Biến động tăng lên trên thị trường ngoại hối

(TB tháng của biến động tỷ giá hàng ngày lớn nhất so với USD)



Nguồn: Bloomberg và cán bộ IMF ước tính.

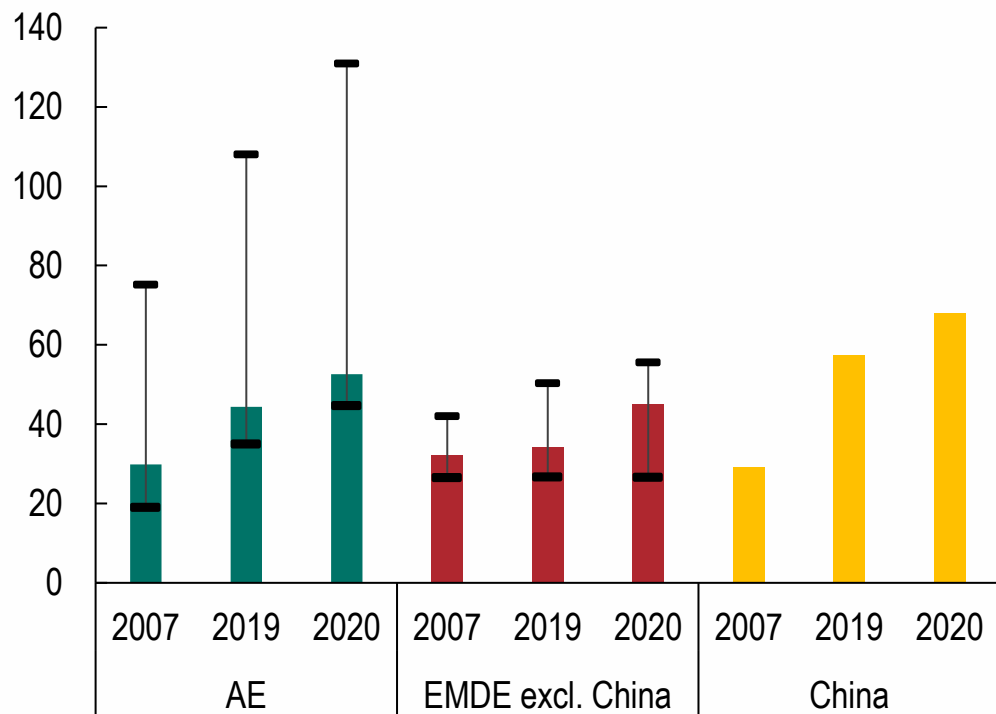
Ghi chú: tỷ giá hàng ngày đo lường như phần trăm thay đổi giữa tỷ giá giao dịch thấp nhất và c



Chính sách tài khóa bị hạn chế bởi mức nợ cao

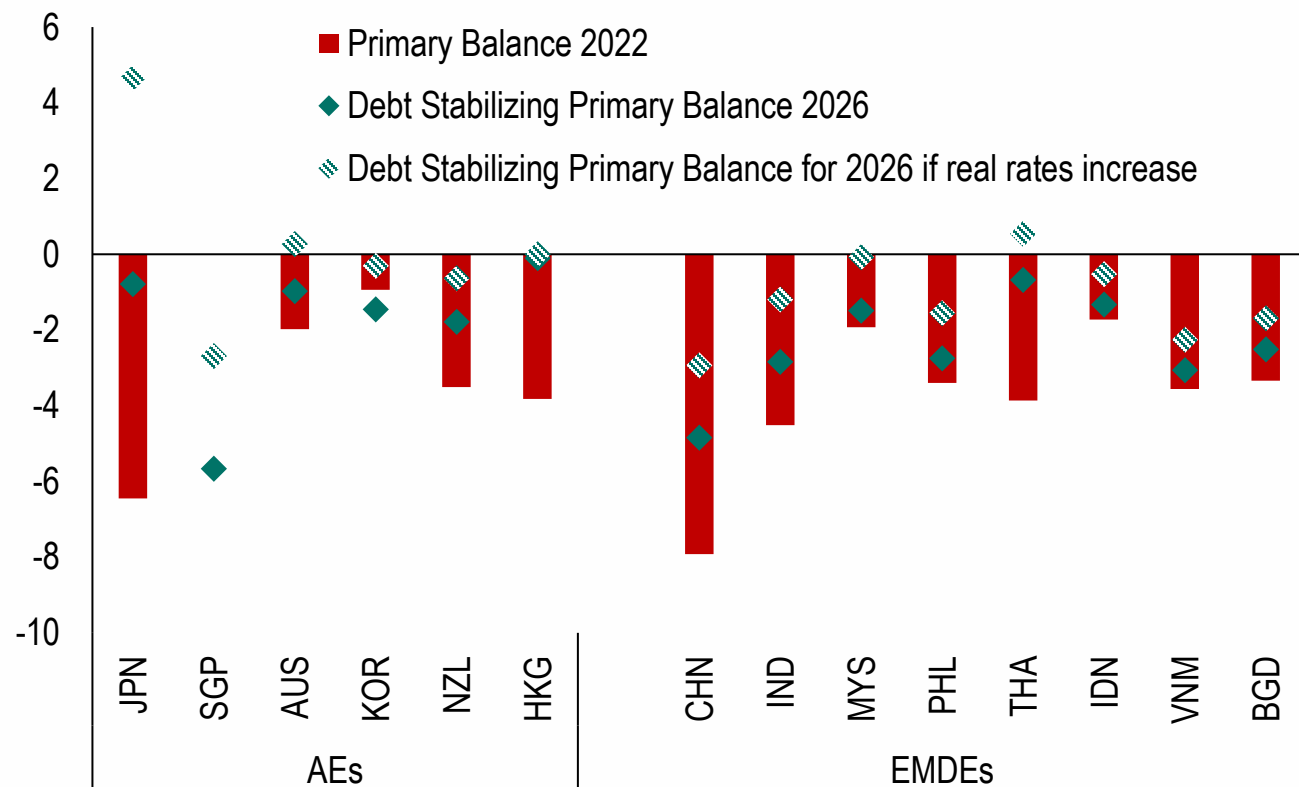
Nợ công đã tăng lên ở hầu hết các nước châu Á, tăng mạnh hơn nữa trong đại dịch

Châu Á: Nợ chính phủ chung (% GDP)



Nguồn: Dữ liệu Nợ Toàn cầu của IMF; và cán bộ IMF ước tính.
Ghi chú: các cột thể hiện trung bình phân vị giwux các quốc gia. AE= các nền kinh tế tiên tiến; EMDE = các nền kinh tế mới nổi.

Cần củng cố để ổn định nợ, và chính sách tài khóa cần nỗ lực hơn nếu lãi suất tiếp tục tăng lên



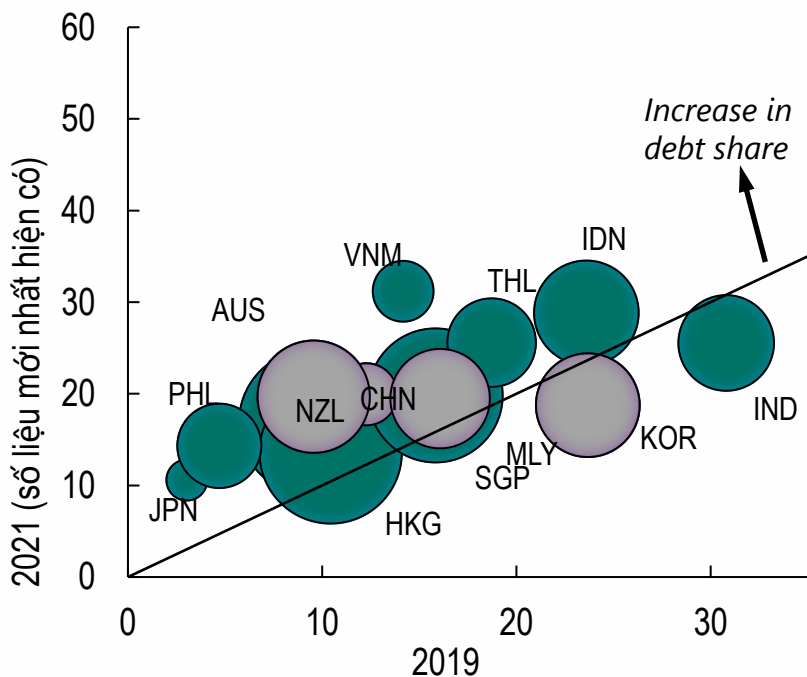
Nguồn: Triển vọng Kinh Tế thế giới và cán bộ IMF ước tính.
Ghi chú: cho thấy tác động vào nợ dài hạn ổn định cân cân tài khóa cơ bản giả sử là có sự thay đổi về đường cong lợi tức của 210 điểm phần trăm (chênh lệch giữa lãi suất thực 10 năm của Mỹ trong thời gian đại dịch và lãi suất dài hạn bình quân thời kỳ 1998 và 2019). Giả thiết là toàn bộ dư nợ được tài trợ bằng lợi tức cao- Assumes the entire debt stock is refinanced at higher yields—trong phạm vi cơ cấu kỳ hạn khác nhau giữa các quốc gia, tác động đến việc ổn định cân cân tài khóa cơ bản có thể xảy ra trong các thời



Tính dễ tổn thương tài chính đang tăng lên

Tỷ lệ nợ DN đang tăng lên tại các DN bị tổn thương...

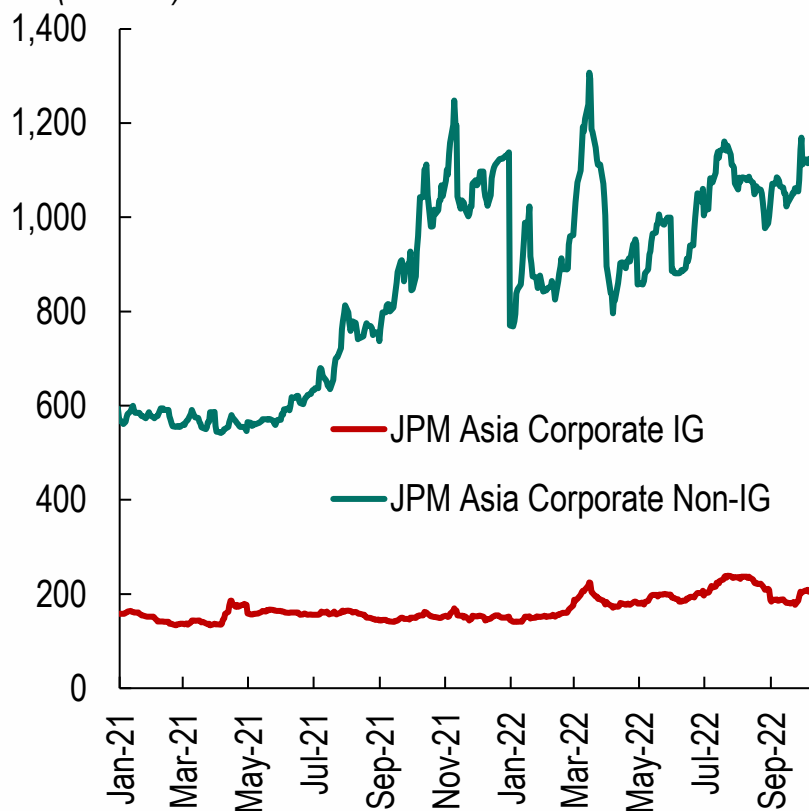
Tỷ lệ nợ của các DN phi tài chính trong số các DN bị tổn thương
(% của tổng nợ ở các DN phi tài chính với ICR nhỏ hơn 1)



Nguồn: Cán bộ IMF ước tính.
Note: Includes publicly traded nonfinancial corporations (NFCs) in operation. Size of bubbles represents share of NFCs with ICR less than 1 in total number of NFCs in the sample. Based on latest available quarterly data. Country abbreviations are International Organization for Standardization country codes. ICR = Interest Coverage Ratio; NFC = nonfinancial corporation.

... Và chênh lệch lợi suất trái phiếu DN cao đã tăng lên đáng kể

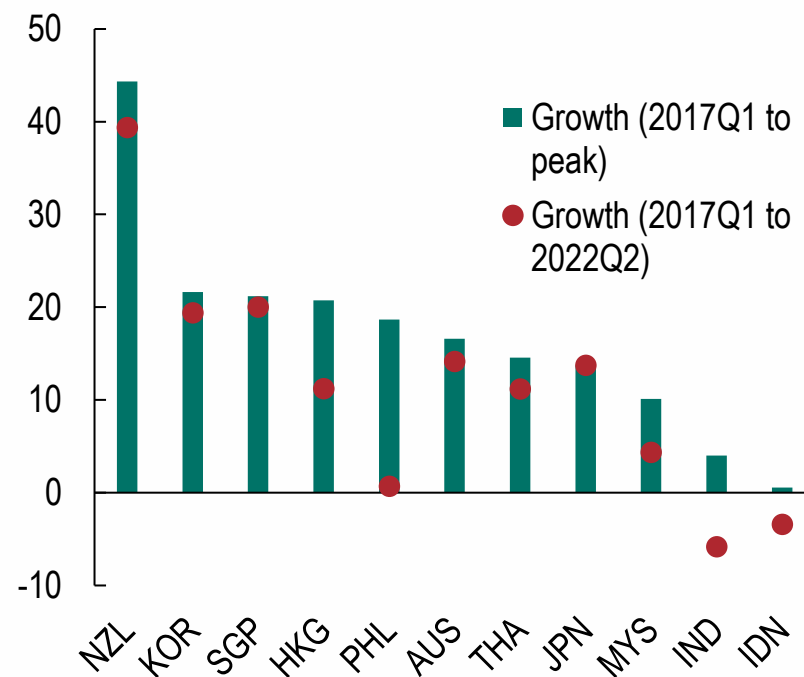
Chênh lệch lợi suất trái phiếu JPM JACI
(Điểm %)



Nguồn: Dữ liệu của Thomson Reuters.

Các thị trường BĐS ở các nền kinh tế tiến tiến đang có dấu hiệu hạ nhiệt

Chỉ số giá nhà ở thực
(Loại trừ lạm phát, %)



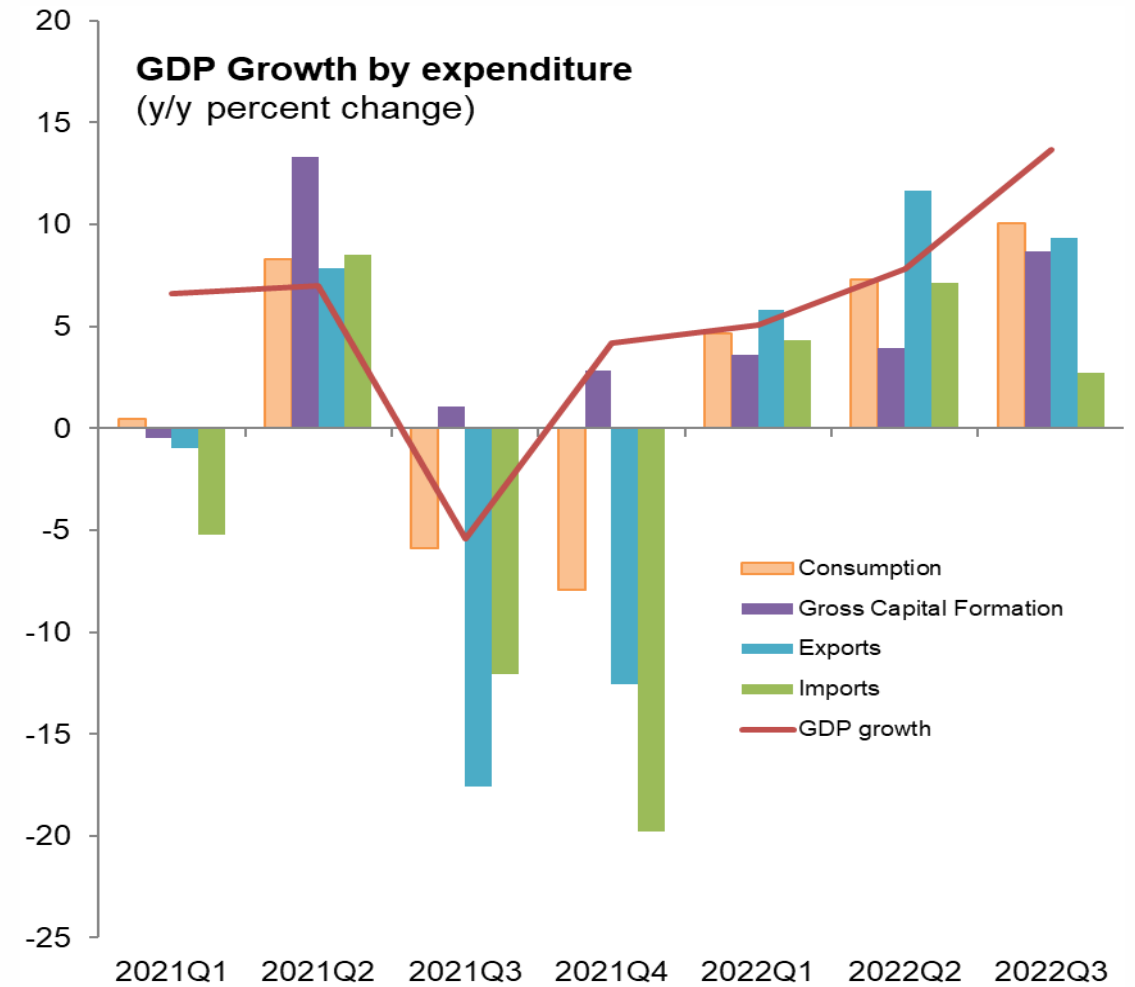
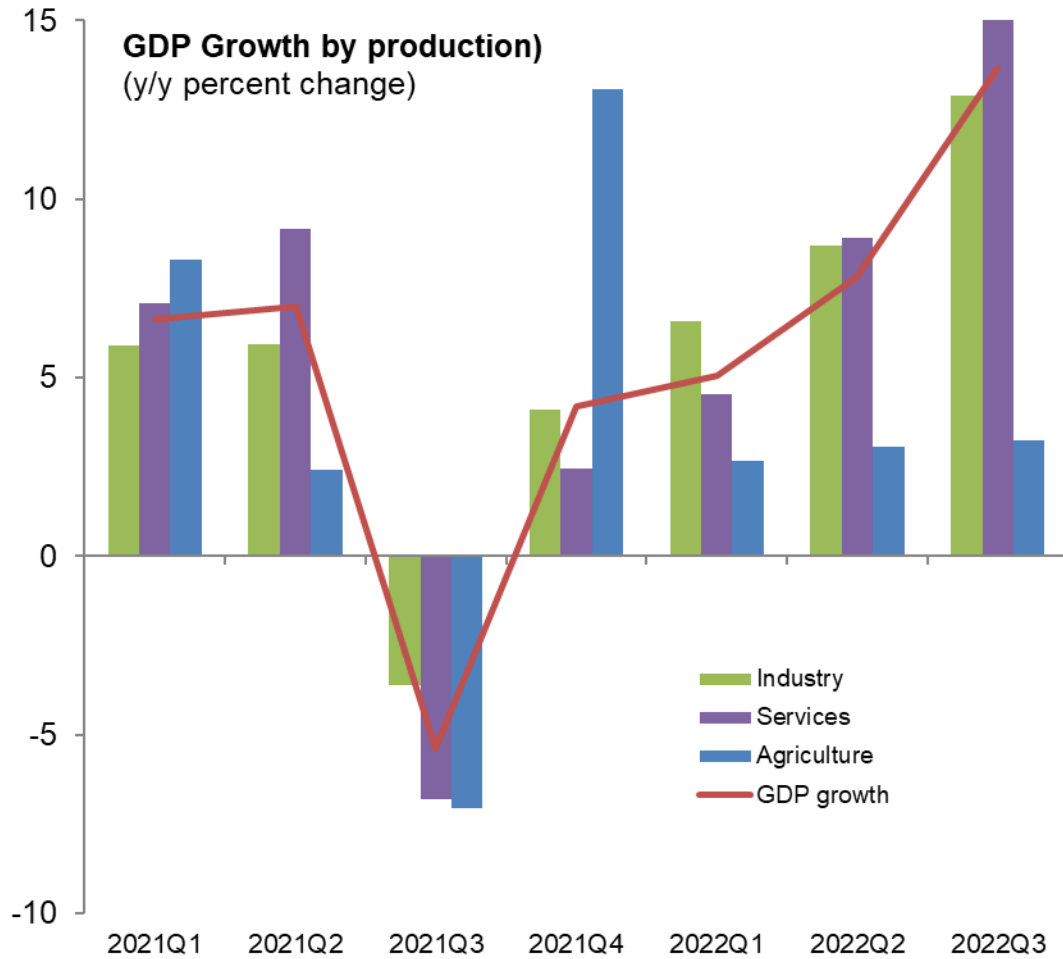
Nguồn: Ngân Hàng Thanh Toán quốc tế (BIS) và cán bộ IMF ước tính.
Note: Country abbreviations are International Organization for Standardization country codes.



Việt Nam: tình hình gần đây và triển vọng



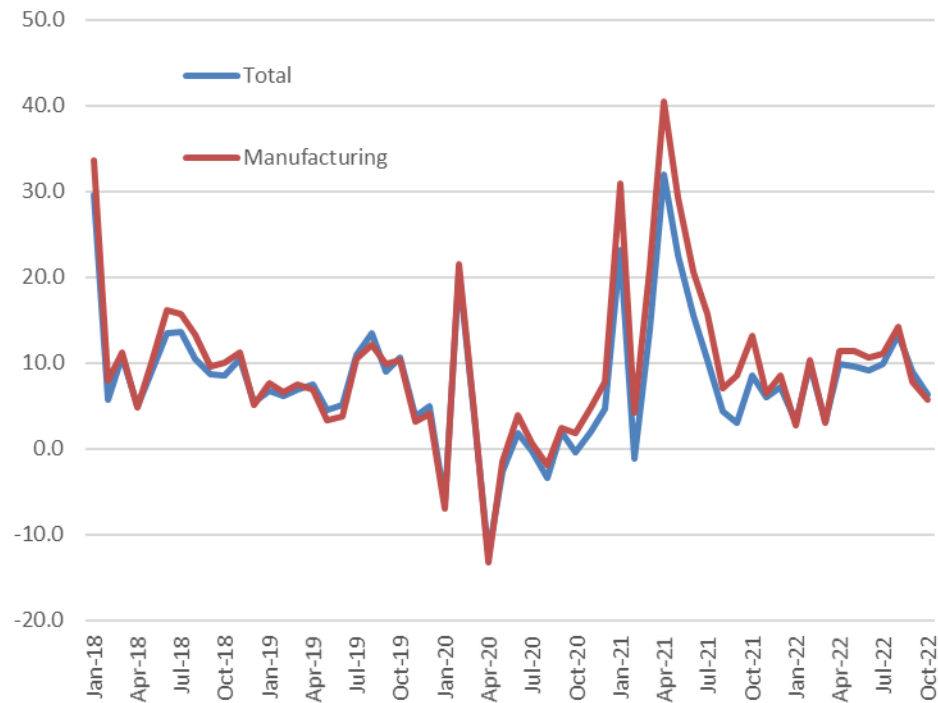
Tăng trưởng mạnh trong đầu năm 2022...



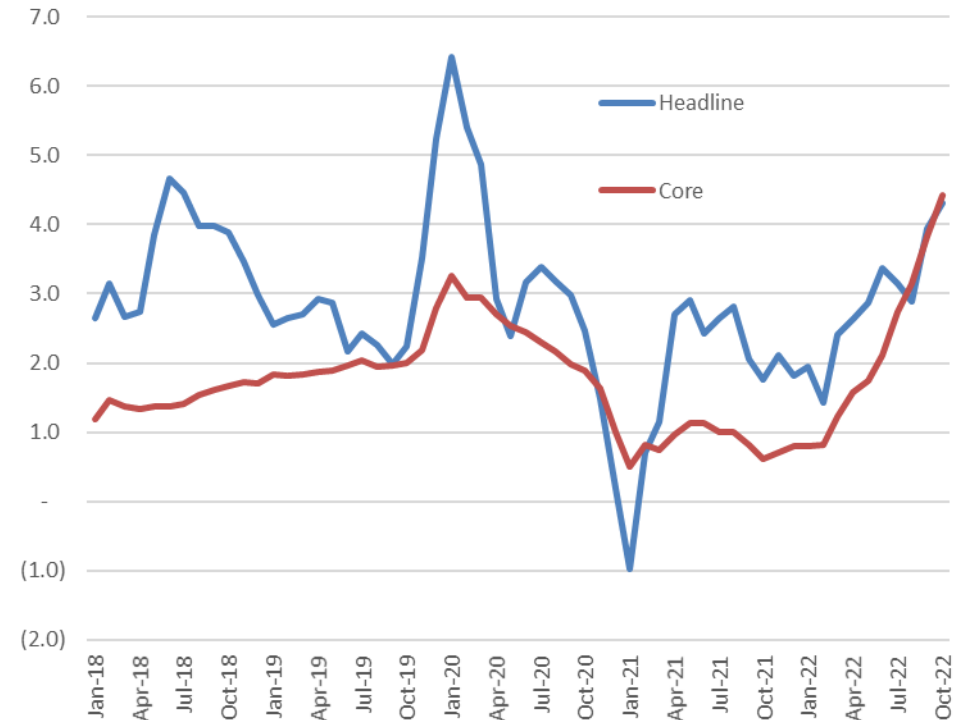


Nhưng gần đây có dấu hiệu chậm lại và lạm phát tăng lên nhanh...

Industrial Production (y/y)

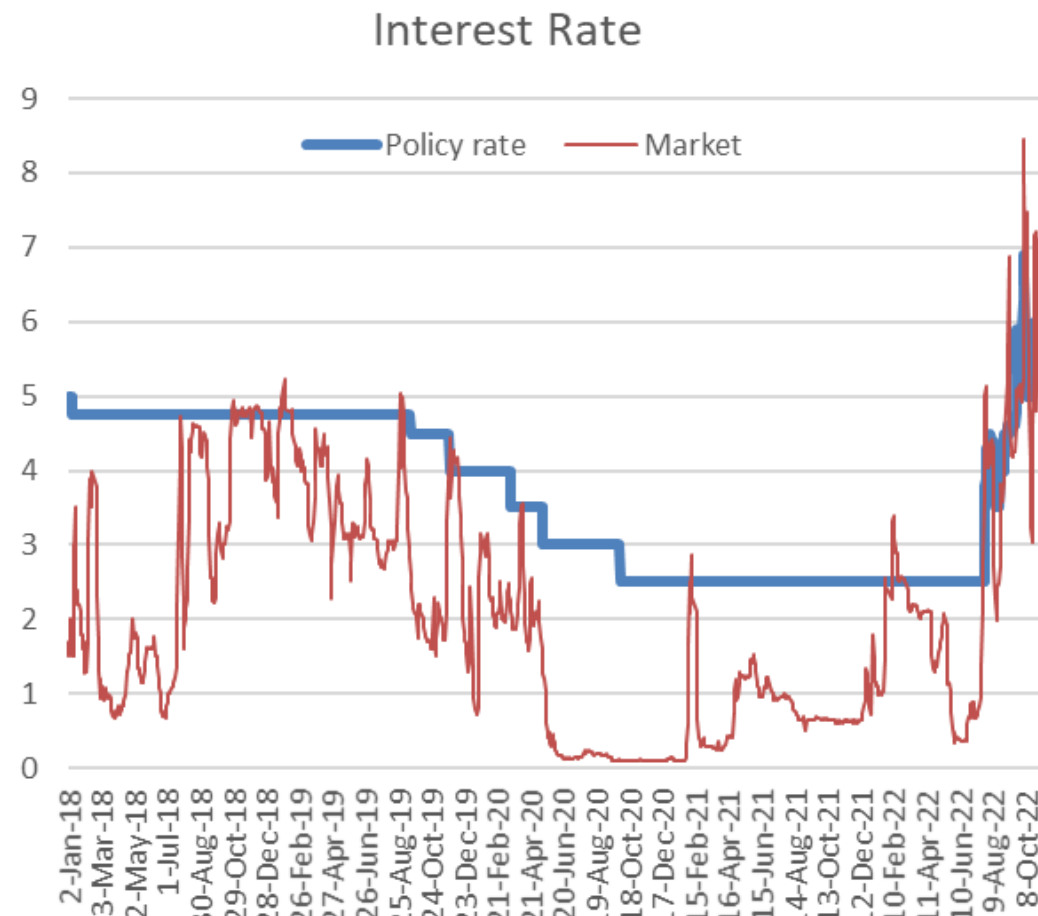
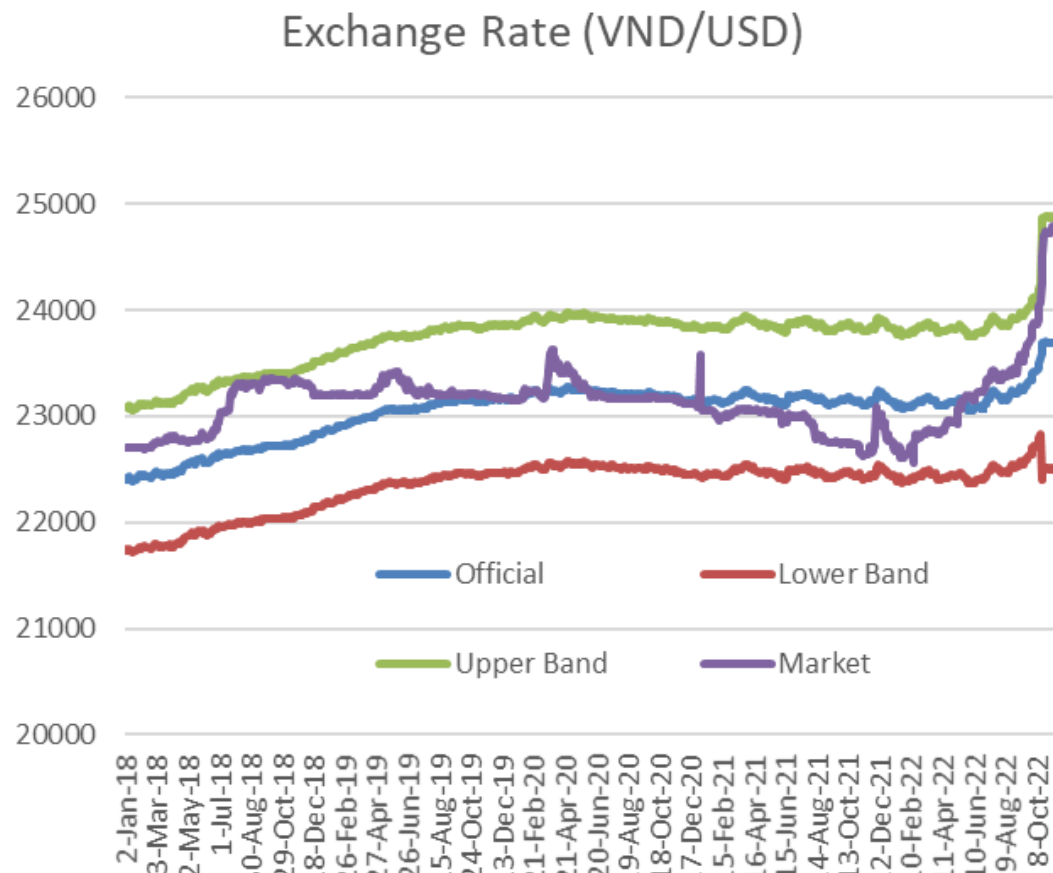


Inflation (y/y)





... VND chịu áp lực và lãi suất đã tăng lên





Triển vọng và những rủi ro

- **Tăng trưởng: 2022 (7.0% ++) và 2023 (5.8%)**
- **Lạm phát sẽ tăng lên trước khi dần quay trở về mức dưới 4%**
- **Rủi ro đối với tăng trưởng nghiêng về tiêu cực và rủi ro đối với lạm phát nghiêng về lạm phát sẽ tăng lên**



Các khuyến nghị chính sách

- **Cần cân nhắc, phối hợp và truyền thông một cách thận trọng**
- **Ngân hàng Nhà nước nên kiên quyết tập trung vào lạm phát**
- **Đảm bảo ổn định tài chính**
- **Chính sách tài khóa linh hoạt; cần nhắm trúng mục tiêu, đối tượng hơn nếu áp lực lạm phát tiếp tục tăng**

Xin cảm ơn!