

KINH TẾ VĨ MÔ 2020, DỰ BÁO TRIỂN VỌNG 2021

Nội dung chính

- Diễn biến kinh tế vĩ mô Việt Nam năm 2020 và triển vọng 2021.

Hoàng Công Tuấn

Trưởng bộ phận nghiên cứu kinh tế

E:Tuan.hoangcong@mbs.com.vn

Nguyễn Đức Anh

E:A2.nguyenduc@mbs.com.vn

MBS Vietnam Research

Website: www.mbs.com.vn

Bloomberg: MBSV<GO>

Xem thông tin thêm ở trang cuối

Tóm tắt nội dung:

- Việt Nam là một điểm sáng trong khu vực Đông Nam Á trong năm 2020 do vẫn duy trì tăng trưởng GDP ở mức dương trong bối cảnh dịch bệnh Covid 19 xảy ra trên toàn cầu. Nguyên nhân chính là do Việt Nam dẫn đầu thế giới về khả năng kiểm soát dịch bệnh và các giải pháp hỗ trợ kịp thời về tiền tệ và tài khóa đến từ NHNN và Chính phủ.
- Trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu khó khăn song các cân đối vĩ mô vẫn được giữ vững khi lạm phát, tỷ giá hối đoái và cán cân thanh toán ổn định là một điểm xuất sắc trong công tác điều hành nền kinh tế của Chính phủ và NHNN.
- Môi trường kinh tế vĩ mô của Việt Nam tiếp tục là nền tảng vững chắc thu hút FDI trong năm 2020 và các năm tiếp theo.
- NHNN đã điều hành chính sách tiền tệ nới lỏng hơn trong năm 2020 nhằm hạ mặt bằng lãi suất, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế tuy nhiên vẫn đảm bảo sự thận trọng cần thiết, đáp ứng mục tiêu kép là ổn định kinh tế vĩ mô và hỗ trợ tăng trưởng hợp lý.
- Chính sách tài khóa được nới lỏng khá mạnh tay với các gói hỗ trợ tài khóa trực tiếp cho các đối tượng gặp khó khăn bởi dịch bệnh Covid 19 và thúc đẩy mạnh đầu tư công. Nhờ tỷ lệ Nợ công/GDP đã giảm đáng kể trong giai đoạn 2018 - 2019 khi kỷ luật tài khóa được nâng cao, Chính phủ Việt Nam có đủ dư địa tài khóa để hỗ trợ cho nền kinh tế đạt mức tăng trưởng hợp lý trong năm 2020 và tạo sức bật cho năm 2021.

KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM 2020 VÀ TRIỂN VỌNG NĂM 2021

Chỉ tiêu kinh tế vĩ mô 2020 và dự phóng cả năm

Chỉ tiêu kinh tế	2020	2021F
Tăng trưởng GDP	2,91%	6,5%
Mức tăng CPI (YTD)	3.23%	3,55%
Tỷ giá hối đoái (VND/USD)	23,220	23,250
Thặng dư thương mại (tỷ USD)	19,2	15
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	100	115
Tăng trưởng tín dụng	11%	13%
Lãi suất huy động kỳ hạn 1 năm	6.5%	7%
Vốn đầu tư FDI giải ngân (tỷ USD)	20	22

Nguồn: NHNN và MBS dự phóng.

Nhìn chung, chúng tôi dự phóng môi trường kinh tế vĩ mô của Việt Nam gặp nhiều thách thức do dịch bệnh Covid 19 song sẽ phục hồi mạnh trong năm 2021 đi cùng với đà phục hồi của kinh tế thế giới.

Tổng quan

Tăng trưởng GDP Việt Nam năm 2020 sụt giảm mạnh so với cùng kỳ năm 2019, chỉ đạt mức tăng 2.91% so với cùng kỳ năm ngoái trong đó Quý I tăng 3,68%; quý II tăng 0,39%; quý III tăng 2,69%; quý IV tăng 4,48%. Đây là mức tăng thấp nhất trong hơn 10 năm trở lại đây song vẫn là một thành tựu đáng ghi nhận trong bối cảnh toàn cầu chịu ảnh hưởng của một đợt suy thoái kinh tế nặng nề do ảnh hưởng của dịch Covid 19.

Riêng trong Quý 2, nền kinh tế đã chịu tác động nặng nề nhất của dịch Covid-19 khi Chính phủ chỉ đạo thực hiện mạnh mẽ các giải pháp giãn cách xã hội trong 3 tuần đầu tháng 4 khiến tất cả các khu vực của nền kinh tế chịu ảnh hưởng đặc biệt là khu vực dịch vụ, khi các hoạt động kinh doanh đều bị cấm trừ các dịch vụ thiết yếu dẫn đến khu vực dịch vụ suy giảm 1,76%. Tuy nhiên, trong Quý 3 và Quý 4 nền kinh tế đã có tín hiệu phục hồi mạnh mẽ khi các biện pháp giãn cách xã hội được áp dụng theo chiều hướng chọn lọc hơn nhờ khả năng kiểm soát dịch bệnh tuyệt vời của Việt Nam và các biện pháp kích thích tăng trưởng kinh tế bao gồm cả tài khóa và tiền tệ.

Nền kinh tế Việt Nam cũng cho thấy khả năng thích nghi và phục hồi cao khi vẫn đạt mức tăng trưởng dương trong năm 2020 trong bối cảnh nhiều nền kinh tế trên thế giới tăng trưởng âm. Đặc biệt, chất lượng tăng trưởng kinh tế cải thiện rất khả quan, tạo niềm tin cho các nhà đầu tư thể hiện qua các cân đối vĩ mô như lạm phát, tỷ giá hối đoái, cán cân thanh toán, nợ xấu trong hệ thống ngân hàng, nợ công/GDP đều không có biến động lớn và cơ bản được giữ trong mức an toàn trong bối cảnh nền kinh tế gặp nhiều hoàn cảnh bất lợi.

Lạm phát duy trì ở mức ổn định trong năm 2020 mặc dù giá thực phẩm (cụ thể là giá thịt lợn) tăng rất mạnh bởi nguồn cung khan hiếm do tác động của dịch tả lợn Châu phi. CPI tháng 12/2020 tăng 0,1% so với tháng trước và tăng 0,19% so với tháng 12/2019. CPI bình quân năm 2020 tăng 3,23% so với bình quân năm 2019.

Mặc dù có một số yếu tố gây sức ép lên lạm phát trong năm 2021 như diễn biến của giá thực phẩm và giá xăng dầu, đà tăng của nhiều hàng hóa cơ bản trên thế giới hiện nay và môi trường lãi suất thấp song chúng tôi vẫn kỳ vọng lạm phát năm 2021 được giữ ổn định do chính sách tiền tệ khá thận trọng của NHNN so với các quốc gia trong khu vực và trên thế giới cộng thêm sức cầu nội địa khó có thể phục hồi nhanh trong bối cảnh hiện tại khiến yếu tố cầu kéo không cao.

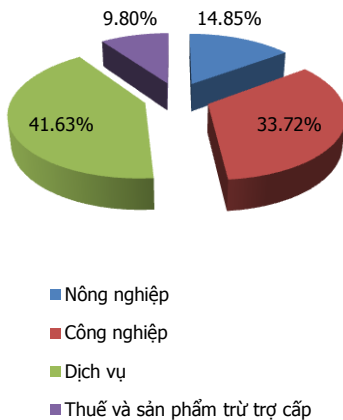
Lạm phát được kỳ vọng duy trì ổn định trong khi nguồn cung USD khá dồi dào nhờ Việt Nam tiếp tục duy trì thặng dư cán cân thanh toán khiến áp lực tỷ giá gần sẽ như không đáng kể trong năm 2021. Tỷ giá VND/USD giao động đi ngang trong một biên hẹp trong năm 2020 khi áp lực từ yếu tố cung cầu USD tương đối thấp trong khi các nền kinh tế lớn như Mỹ và EU đã nới lỏng tiền tệ rất mạnh tay khiến áp lực bên ngoài lên VND không lớn. Thậm chí chúng tôi đánh giá VND có khả năng sẽ tăng giá nhẹ so với USD trong nửa đầu năm 2020 trong bối cảnh đồng USD vẫn tiếp tục yếu.

Trước áp lực suy thoái kinh tế sâu trên toàn cầu, các NHTU của các nền kinh tế chủ chốt trên toàn cầu sẽ tiếp tục áp dụng quan điểm điều hành nới lỏng mạnh mẽ với các mức lãi suất gần 0% hoặc thậm chí dưới mức 0% (đối với NHTU Châu Âu và NHTU Nhật Bản). Động thái này đã làm các đồng tiền của các quốc gia trên suy yếu và đã tạo điều kiện cho NHNN trong việc điều hành tỷ giá ổn định trong năm 2020 mà không phải sử dụng đến nguồn dự trữ ngoại tệ hiện có. Xu hướng này sẽ tiếp tục diễn ra trong thời gian tới tạo môi trường thuận lợi cho việc điều hành tỷ giá trong năm 2021.

USD index giao động đi ngang quanh mức 92 điểm trong 2 tháng cuối năm 2020 và nhiều khả năng sẽ duy trì ở mức thấp trong năm 2021 do kỳ vọng kinh tế Mỹ suy yếu, và các biện pháp kích thích tiền tệ mạnh tay từ FED khiến áp lực mất giá của VND so với USD gần như không đáng kể.

Bên cạnh đó, nguồn cung USD trong nước khá dồi dào nhờ vào dòng vốn đầu tư nước ngoài (mặc dù đã suy giảm) vẫn tương đối khá (FDI khả quan và FII rút ròng nhẹ), xuất khẩu vẫn duy trì tăng trưởng dương.

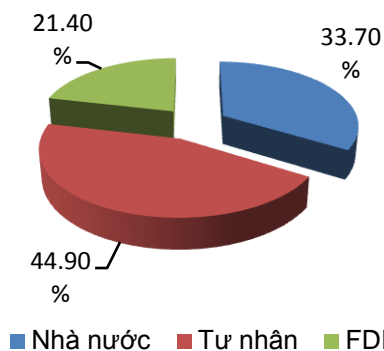
Tỷ trọng GDP năm 2020



Nguồn: Tổng cục thống kê

Tỷ trọng khu vực dịch vụ vẫn ở mức cao cho thấy sự chuyển dịch cơ cấu của nền kinh tế.

Tỷ trọng vốn đầu tư toàn xã hội



Nguồn: Tổng cục thống kê

Đầu tư từ khu vực tư nhân đang dần chiếm tỷ trọng cao hơn cho thấy sự chuyển dịch cơ cấu của nền kinh tế theo hướng hiệu quả hơn.

Vốn FDI giải ngân ước tính năm 2020 đạt gần 20 tỷ USD, giảm 2% so với năm trước, là con số rất khả quan trong tình hình dịch bệnh của năm 2020. Mức độ mua ròng trái phiếu Chính phủ của NĐTNN đạt trên 4,000 tỷ VNĐ;

Việt Nam tiếp tục xuất siêu trong năm 2020 mặc dù sức cầu hàng hóa của thị trường thế giới giảm mạnh vì dịch bệnh Covid 19 cho thấy sức cạnh tranh của nền kinh tế được cải thiện khả quan. Tính chung cả năm 2020, xuất siêu đạt mức 19,1 tỷ USD. Trong đó kim ngạch xuất khẩu hàng hóa ước tính đạt 281,5 tỷ USD, tăng 6,5% so với năm 2019; kim ngạch nhập khẩu hàng hóa ước tính đạt 262,4 tỷ USD, tăng 3,6% so với năm 2019. Cán cân thanh toán thặng dư và dự trữ ngoại hối vẫn được duy trì ở mức cao là 100 tỷ VNĐ.

Triển vọng năm 2021, kinh tế vĩ mô của Việt Nam nhiều khả năng sẽ tăng trưởng khả quan do hậu quả của dịch bệnh Covid 19 tác động mạnh đến kinh tế toàn cầu sẽ suy yếu khiến lĩnh vực xuất khẩu và dịch vụ khởi sắc. Tuy nhiên, mặc dù Việt Nam kiểm soát dịch bệnh thành công, song do tình hình dịch bệnh vẫn phức tạp trên toàn cầu nên các lĩnh vực như hàng không, du lịch và dịch vụ vui chơi giải trí sẽ phục hồi muộn hơn vào khoảng nửa cuối của năm 2021.

Điểm tích cực là có một số yếu tố vĩ mô sẽ hỗ trợ cho nền kinh tế phục hồi bao gồm: Mặt bằng lãi suất tiếp tục được duy trì ở mức thấp, hỗ trợ doanh nghiệp và người dân phục hồi hoạt động sản xuất kinh doanh; các biện pháp hỗ trợ tài khóa của Chính phủ được đẩy mạnh bao gồm hỗ trợ trực tiếp các đối tượng khó khăn và đẩy mạnh đầu tư công; Khu vực FDI vẫn kỳ vọng phục hồi khả quan nhờ kỳ vọng vào các hiệp định thương mại EVFTA và CTPPP.

Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng GDP sẽ tăng trưởng khoảng 6.5%, lạm phát vẫn duy trì ổn định và ở mức dưới 4% nhờ xu hướng chính sách tiền tệ thận trọng của NHNN và sức cầu nội địa khó phục hồi nhanh.

Thị trường ngoại hối sẽ tương đối ổn định khi các NHTU trên thế giới duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng và áp lực lạm phát tương đối thấp. NHNN có đủ dự trữ để can thiệp, duy trì biên độ giao động của tỷ giá VNĐ/USD dưới 1% nhờ lượng dự trữ ngoại hối dồi dào. Tăng trưởng tín dụng dự kiến sẽ phục hồi và xấp xỉ mức 13% nhờ môi trường lãi suất thấp và các doanh nghiệp và người dân gia tăng vay nợ khi cơ hội kinh doanh phục hồi.

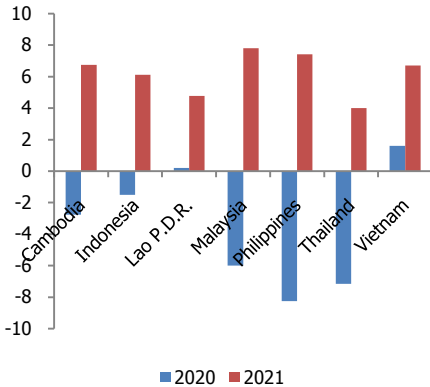
Trong năm 2020, Chính sách tài khóa đã là điểm nhấn điều hành của Chính phủ trong việc duy trì mức tăng trưởng hợp lý cho nền kinh tế trong bối cảnh sức cầu suy yếu tại khu vực tư nhân do dịch bệnh Covid 19 gây ra. Trong năm 2021, chúng tôi đánh giá mức độ hỗ trợ từ chính sách tài khóa cho nền kinh tế sẽ giảm dần về cuối năm khi nền kinh tế đã có dấu hiệu phục hồi và áp lực trả nợ của ngân sách tăng lên.

Mức lợi suất trái phiếu chính phủ đang ở mức rất thấp đang tạo điều kiện để Chính Phủ huy động thêm nguồn lực cho các biện pháp kích thích kinh tế. Tỷ lệ Nợ công/GDP vẫn duy trì ở mức an toàn mặc dù đã tăng lên đáng kể trong năm 2020 do thâm hụt ngân sách tăng lên do hụt thu dự kiến khoảng 135,000 tỷ VNĐ và mức tăng GDP thấp. Nhu cầu huy động vốn trái phiếu trong năm 2021 dự kiến sẽ cao hơn mức 260,000 tỷ VNĐ của năm 2020 do nghĩa vụ trả nợ đến hạn trong năm 2021 khá cao tuy nhiên sẽ không khiến mặt bằng lợi suất trái phiếu Chính phủ tăng nhiều nhờ nhu cầu của các NĐT nước ngoài và các NHTM còn khá cao.

Tổng thu ngân sách Nhà nước từ đầu năm đến thời điểm 15/12/2020 ước tính đạt 1.307,4 nghìn tỷ đồng, bằng 86,5% dự toán năm. Tổng chi ngân sách Nhà nước từ đầu năm đến thời điểm 15/12/2020 ước tính đạt 1.432,5 nghìn tỷ đồng, bằng 82% dự toán năm. Ngân sách nhà nước ước tính đến 15/12/2020 đã thâm hụt là 125,1 nghìn tỷ VNĐ (không tính chi trả nợ gốc). Áp lực lên ngân sách sẽ tiếp tục cao trong năm 2021 khi ngân sách hụt thu trong khi áp lực trả lãi vay và trả nợ gốc đang gia tăng. Theo cáo cáo của Chính phủ, 9,3% danh mục nợ trong nước của Chính phủ đến hạn năm 2019; 32,7% sẽ đến hạn trong giai đoạn 2019-2021. Ước tính, nhu cầu vay để trả nợ đến hạn của Chính phủ năm 2019 là 193.000 tỷ đồng, năm 2020 là 242.000 tỷ đồng, năm 2021 là 274.000 tỷ đồng.

NHNN đã nhiều động thái điều hành theo hướng nới lỏng trong năm 2020 để hỗ trợ nền kinh tế bao gồm: hạ các mặt bằng lãi suất điều hành từ 1,5%; ban hành Thông tư 01/2020/TT-NHNN, tạo điều kiện cho khách hàng vay vốn được cơ cấu lại thời hạn trả nợ kể cả gốc và lãi đối với khoản vay đến hạn trả nợ trong thời gian Chính phủ công bố dịch cho đến sau 3 tháng kể từ ngày tuyên bố hết dịch; yêu cầu các NHTM xem xét hạ lãi suất cho vay từ 1-2%

Tăng trưởng GDP dự kiến Việt Nam với các quốc gia khác



Nguồn: IMF

Việt Nam là điểm sáng kinh tế trong năm 2020 nếu so với các quốc gia trong khu vực khi đã sớm kìm chế được dịch bệnh và đưa nền kinh tế về trạng thái bình thường.

đối với các doanh nghiệp gặp khó khăn do dịch Covid 19. Chúng tôi đánh giá động lực nới lỏng thêm nữa chính sách tiền tệ trong năm 2021 đã không còn nhiều khi nền kinh tế đã phục hồi, tín dụng đã phục hồi trong khi áp lực lạm phát có khả năng gia tăng cùng với đà phục hồi của nền kinh tế.

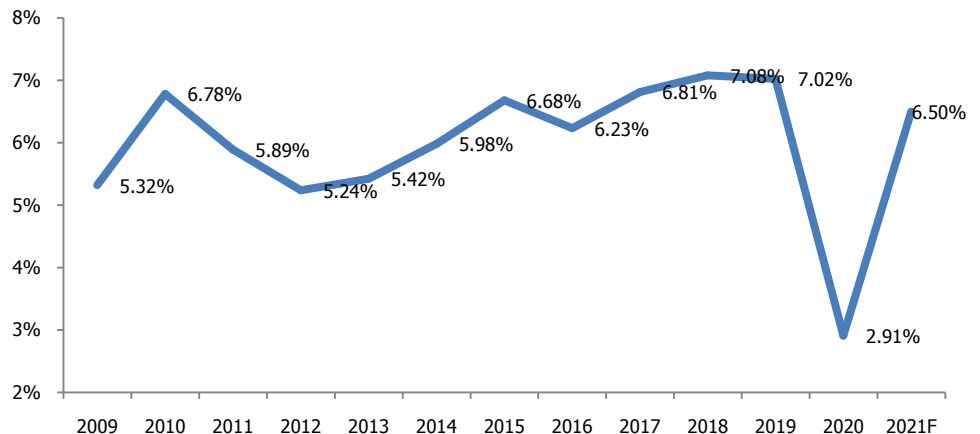
Trong năm 2020, dòng vốn đầu tư toàn xã hội có xu hướng chậm lại khi chỉ đạt 2.164,5 nghìn tỷ đồng, tăng 5,7% so với năm trước và bằng 34,4% GDP.

Cơ cấu vốn đầu tư toàn xã hội cũng có sự dịch chuyển nhẹ khi vốn từ khu vực nhà nước tăng cao nhất, vốn từ khu vực tư nhân tăng yếu và vốn từ khu vực đầu tư nước ngoài suy giảm. Trong đó vốn khu vực Nhà nước đạt 729 nghìn tỷ đồng, chiếm 33,7% tổng vốn và tăng 14,5% so với năm trước; khu vực ngoài Nhà nước đạt 972,2 nghìn tỷ đồng, bằng 44,9% và tăng 3,1%; khu vực có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đạt 463,3 nghìn tỷ đồng, bằng 21,4% và giảm 1,3%. Chúng tôi đánh giá, xu hướng trên sẽ giảm bớt trong năm 2021 khi khu vực tư nhân và khu vực ngoài nhà nước sớm phục hồi trở lại. Mặc dù gặp nhiều khó khăn, chúng tôi vẫn cho rằng xu hướng chuyển dịch cơ cấu đầu tư toàn xã hội lấy khu vực kinh tế tư nhân là chủ đạo vẫn sẽ tiếp diễn trong các năm tới tại Việt Nam.

Việt Nam đã có nhiều nỗ lực đáng ghi nhận trong công tác kìm chế dịch bệnh và ổn định kinh tế vĩ mô. Nhờ lường trước hậu quả của dịch bệnh và phòng ngừa tương đối sớm nên Việt Nam đã cơ bản khống chế được dịch bệnh chỉ với thời gian giãn cách xã hội tối thiểu là 3 tuần đầu tháng 4. Nhờ thời gian giãn cách xã hội khá ngắn, nền kinh tế của Việt Nam đã cơ bản trở lại vận hành bình thường (trừ một số lĩnh vực cụ thể vẫn chịu ảnh hưởng của tình hình thế giới như hàng không, du lịch và xuất khẩu).

Do đó, Việt Nam là một trong số ít các quốc gia vẫn duy trì mức tăng trưởng GDP dương trong năm nay. Với GDP 2020 tăng trưởng 2,91% và GDP 2021 hứa hẹn tăng trưởng 6.5% Việt Nam là điểm sáng trong các quốc gia trong khu vực với GDP suy giảm mạnh bao gồm Thái Lan (-7%), Malaysia (-2%), Singapore (-3,5%), Indonexia (1%), Philipin (0.5%).

Tăng trưởng GDP của Việt Nam qua các năm



Nguồn: MBS tổng hợp

Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng, tăng trưởng GDP năm 2020 giảm đột ngột đến từ cú sốc cung và cú sốc cầu do dịch bệnh Covid 19 gây ra. Các yếu tố cơ bản của nền kinh tế Việt Nam vẫn cơ bản được giữ vững. Sang năm 2021 khi dịch bệnh được kìm chế trên toàn cầu hoặc các giải pháp điều trị hữu hiệu và vaccin được tìm ra, nền kinh tế Việt Nam được dự báo sẽ phục hồi mạnh ở mức trên 6.5%.

Mặc dù, bối cảnh vĩ mô toàn cầu không thuận lợi do dịch Covid vẫn diễn biến phức tạp khiến một số ngành trong nền kinh tế chịu ảnh hưởng nặng nề. Tuy nhiên, với việc nền kinh tế đã cải thiện về hiệu quả thông qua các cải cách cơ cấu của Chính phủ trong các năm trước, chúng tôi kỳ vọng chu kỳ suy giảm tăng trưởng này sẽ qua nhanh hơn các chu kỳ trong quá khứ. Chúng tôi dự đoán năm 2021 sẽ là một năm phục hồi mạnh mẽ của kinh tế Việt Nam.

Phân tích các chỉ tiêu kinh tế

Tăng trưởng GDP

Tăng trưởng GDP năm 2020 chỉ đạt 2,91% thấp hơn đáng kể so với tốc độ tăng bình quân giai đoạn từ 2011 đến 2019 và không đạt mục tiêu theo Nghị quyết của Quốc hội (6,6-6,8%). Mặc dù gặp nhiều khó khăn, Chính phủ Việt Nam vẫn trình Quốc hội mức tăng trưởng mục tiêu trên 6.5% năm 2021 thể hiện quyết tâm cao trong việc thúc đẩy nền kinh tế phục hồi sau dịch bệnh.

Mức độ tăng trưởng khá yếu trong Quý 1 (3,8%) và sụt giảm mạnh trong Quý 2 (0,35%), phục hồi vào Quý 3 (2,69%) và Quý 4 (4,48%) khiến GDP năm 2020 chỉ tăng 2,91% so với cùng kỳ. Đây là mức tăng thấp nhất trong hơn 10 năm trở lại đây do Covid-19 đã ảnh hưởng tiêu cực tới mọi lĩnh vực kinh tế - xã hội khi Chính phủ chấp nhận hy sinh lợi ích kinh tế để bảo đảm tính mạng và sức khỏe của người dân. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng GDP sẽ phục hồi mạnh trong 2021 khi các biện pháp dân cách xã hội đã được gỡ bỏ hoàn toàn ở Việt Nam và trên thế giới với sự triển khai vacxin đồng loạt tại nhiều quốc gia.

Trong đó, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 2,68%, đóng góp 13,5%; khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 3,98%, đóng góp 53%; khu vực dịch vụ tăng 2,34%, đóng góp 33,5%.

Về cơ cấu nền kinh tế năm 2020, đóng góp của khu vực công nghiệp và xây dựng tăng mạnh trong 2020 do khu vực dịch vụ suy giảm do Covid 19 cộng thêm các gói thúc đẩy đầu tư công thông qua đầu tư cơ sở hạ tầng của Chính Phủ (Cơ cấu tương ứng của cùng kỳ năm 2019 là: 13,54%; 34,20%; 42,03%; 10,23%). Chúng tôi đánh giá, cơ cấu các lĩnh vực sẽ trở về mức bình thường trong năm 2021. Mặc dù có sự chững lại, xu hướng chuyển dịch cơ cấu nền kinh tế từ nông nghiệp sang công nghiệp và dịch vụ vẫn tiếp tục diễn ra. Tỷ trọng khu vực công nghiệp, dịch vụ tăng và tỷ trọng khu vực nông nghiệp co hẹp là xu hướng tất yếu trong thời gian tới và phản ánh yếu tố chuyển dịch cơ cấu kinh tế tích cực.

Lĩnh vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng trưởng ở mức độ khả quan so với các năm gần đây mặc dù chịu ảnh hưởng của khí hậu không thuận lợi, dịch Covid-19 và dịch tả lợn châu Phi. Ngành nông nghiệp tăng 0,83%, trong 6 tháng đầu năm 2020; Ngành lâm nghiệp tăng 2,15%; ngành thủy sản tăng 2,37%. Trong đó, ngành nông nghiệp tăng 2,55%; ngành lâm nghiệp tăng 2,82%; ngành thủy sản tăng 3,08%. Chúng tôi đánh giá, với việc dịch tả lợn Châu phi và Covid 19 dần được kiểm chế, lĩnh vực nông, lâm và thủy sản có thể tiếp tục duy trì khả quan trong năm 2021.

Lĩnh vực công nghiệp và xây dựng là điểm sáng của kinh tế Việt Nam khi ít chịu ảnh hưởng của Covid 19 với mức tăng 3,36% so với năm trước. Trong đó, công nghiệp chế biến, chế tạo đóng vai trò chủ chốt dẫn dắt tăng trưởng của nền kinh tế với mức tăng 5,82%; sản xuất và phân phối điện tăng 3,92%, cung cấp nước, hoạt động quản lý và xử lý rác thải, nước thải tăng 5,51%, đóng góp 0,04 điểm phần trăm; khai khoáng giảm 5,62% (do sản lượng khai thác dầu thô giảm 12,6% và khí đốt tự nhiên giảm 11,5%), Ngành xây dựng tăng 6,76%, khá khả quan nhờ đầu tư công tăng mạnh trên 34%.

Trong những tháng đầu năm 2020, khu vực dịch vụ đạt mức tăng thấp nhất so với cùng kỳ 10 năm trở lại đây với mức tăng chỉ đạt 2.34%. Năm 2020, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng đạt 5.059,8 nghìn tỷ đồng, tăng 2,6% so với năm trước, nếu loại trừ yếu tố giá giảm 1,2% (năm 2019 tăng 9,5%). Vận tải hành khách quý IV năm nay ước tính đạt 913,3 triệu lượt khách vận chuyển, giảm 31,2% so với cùng kỳ năm trước.

Chúng tôi đánh giá, khu vực dịch vụ sẽ phục hồi một phần vào 2021 song mức tăng trưởng vẫn sẽ khiêm tốn do mảng lưu trú và ăn uống không thể phục hồi hoàn toàn khi khách du lịch nước ngoài vẫn chưa trở lại Việt Nam. Tính chung năm 2020, khách quốc tế đến nước ta ước tính đạt 3.837,3 nghìn lượt người, giảm 78,7% so với năm trước.

Mặc dù mức tăng GDP sụt giảm trong năm 2020 song chúng tôi nhận định chất lượng tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam đã có nhiều sự cải thiện đáng kể. Bối cảnh kinh tế thế giới diễn biến hết sức bất lợi song các cân đối vĩ mô vẫn được giữ ổn định cho thấy mức tăng trưởng cao trong các năm trước là lành mạnh nhờ vào sự cải thiện về năng suất và năng lực cạnh tranh của nền kinh tế. Chất lượng tăng trưởng của nền kinh tế cải thiện trong thời gian qua đã giúp Việt Nam giải quyết một cách căn bản tình trạng bất ổn của nền kinh tế với lạm phát cao, biến động tỷ giá lớn và bong bóng tài sản.

Trong năm 2020, dòng vốn đầu tư toàn xã hội có xu hướng chậm lại khi chỉ đạt 2.164,5 nghìn tỷ đồng, tăng 5,7% so với năm trước và bằng 34,4% GDP. Trong đó vốn khu vực Nhà nước đạt 729 nghìn tỷ đồng, tăng 14,5% so với năm trước; khu vực ngoài Nhà nước đạt 972,2 nghìn tỷ đồng, tăng 3,1%; khu vực có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đạt 463,3 nghìn tỷ đồng, giảm 1,3%.

Nhìn chung do ảnh hưởng của dịch bệnh, cơ cấu tổng nguồn vốn đầu tư toàn xã hội đã có sự dịch chuyển nhẹ tăng tỷ trọng của khu vực vốn nhà nước. Và mặc dù khu vực nhà nước vẫn chiếm một tỷ trọng đáng kể trong tổng nguồn vốn đầu tư toàn xã hội song xu hướng co hẹp của khu vực này là rõ ràng. Với việc đẩy mạnh quá trình tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước, khu vực này sẽ tiếp tục giảm tỷ trọng và tạo điều kiện cho khu vực tư nhân (hiệu quả hơn) tăng trưởng, đóng vai trò là động lực chính của nền kinh tế. Chúng tôi đánh giá cao xu hướng chuyển biến này. Nguồn vốn đầu tư toàn xã hội mặc dù tăng trưởng yếu song vẫn đạt mức cao so với GDP cho thấy các doanh nghiệp vẫn lạc quan vào triển vọng phục hồi của nền kinh tế.

Lạm phát

CPI tháng 12 2020 CPI bình quân năm 2020 tăng 3,23% so với bình quân năm 2019, đạt mục tiêu Quốc hội đề ra là dưới 4%; CPI tháng 12/2020 tăng 0,19% so với tháng 12/2019, là mức thấp nhất trong giai đoạn 2016-2020.

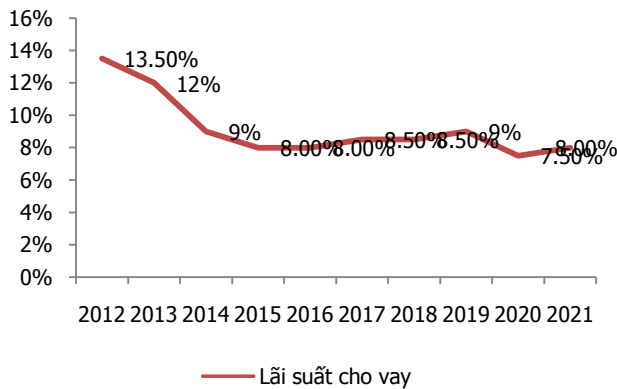
CPI bình quân năm 2020 tăng do giá các mặt hàng lương thực tăng 4,51%; giá các mặt hàng thực phẩm tăng 12,28% so với năm trước, trong đó riêng giá thịt lợn tăng 57,23%; giá thuốc và thiết bị y tế tăng 1,35% do dịch Covid-19 trên thế giới vẫn diễn biến phức tạp nên nhu cầu về mặt hàng này ở mức cao; (iv) Tiếp tục thực hiện lộ trình tăng học phí theo Nghị định số 86/2015/NĐ-CP làm chỉ số giá nhóm dịch vụ giáo dục năm 2020 tăng 4,32% so với năm 2019.

Chúng tôi đánh giá trong năm 2021 sẽ không có nhiều yếu tố tác động khiến CPI có thể gia tăng vượt khỏi tầm kiểm soát. Giá điện nhiều khả năng sẽ được giữ nguyên để hỗ trợ nền kinh tế, giá xăng dầu cũng có khả năng ổn định do nhu cầu yếu trên toàn cầu, giá các mặt hàng dịch vụ công như giáo dục và y tế đã được điều chỉnh theo lộ trình trong vài năm gần đây nên không thể có yếu tố đột biến, giá thịt lợn nhiều khả năng sẽ giảm khi dịch bệnh đi qua và các hộ chăn nuôi tăng cường tái đàn khi có lợi nhuận cao.

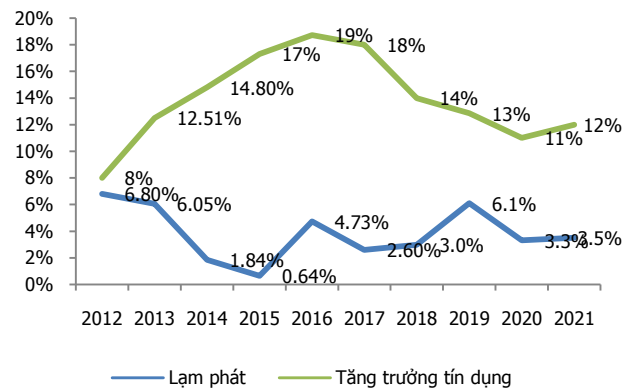
Về nguyên nhân tiền tệ, Chính sách của NHNN cũng không gây áp lực lên CPI trong năm 2021 khi từ năm 2018 NHNN đã kiên định điều hành thận trọng và kiểm soát mức tăng trưởng tín dụng dưới 14% (thậm chí tín dụng năm 2020 có thể chỉ tăng dưới 11% do nhu cầu vốn kinh doanh giảm). Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chính tạo ra lạm phát tại Việt Nam vẫn xuất phát chủ yếu từ nguyên nhân tiền tệ. Trong các năm lạm phát mất kiểm soát trong quá khứ như năm 2008, 2010 và 2011, tỷ lệ tăng cung tiền và tín dụng của các năm liền trước đều rất cao.

Hiện nay, độ chênh lệch giữa tăng trưởng GDP danh nghĩa và tăng trưởng cung tiền không còn lớn như các năm trước đây do đó rủi ro lạm phát cao gần như không đáng kể. Các yếu tố bên ngoài như giá hàng hóa cơ bản trên thế giới, giá dịch vụ công có thể gây áp lực lạm phát trong ngắn hạn song không đáng quan ngại. Về cơ bản lạm phát tại Việt Nam đã được kiểm soát chặt chẽ. Chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ tiếp tục duy trì quan điểm điều hành như hiện nay trong tương lai.

Lãi suất cho vay bình quân



Lạm phát của Việt Nam qua các năm



Nguồn: Tổng cục thống kê

Nguồn: Tổng cục thống kê & MBS dự phóng

Sau khi chạm đáy vào năm 2015, lạm phát tăng lên trong các năm 2016, 2017, 2018 và 2019 song đều trong tầm kiểm soát của NHNN. Mục tiêu của NHNN là kiểm soát lạm phát dưới 4% trong các năm tới và với các động thái điều hành của NHNN thời gian gần đây chúng tôi đánh giá điều này hoàn toàn có thể đạt được. Việc chấm dứt thời kỳ lạm phát cao từ 2009 – 2013 bước vào thời kỳ lạm phát ổn định là một thành tích đáng ghi nhận của Việt Nam. Lạm phát ổn định sẽ không gây sức ép lên mặt bằng lãi suất, tỷ giá qua đó đảm bảo một môi trường vĩ mô ổn định, khuyến khích tiết kiệm và đầu tư, tạo ra tăng trưởng bền vững trong các năm tới.

Tỷ giá hối đoái và cán cân thanh toán

Tỷ giá VND/USD diễn biến ổn định giao động quanh một biên hẹp trong suốt năm 2020.

Diễn biến tỷ giá VND/USD từ đầu năm 2020 cho đến giữa tháng 3 khá ổn định với mức dao động tỷ giá VND/USD chỉ ở mức 0,2 – 0,3%. Đến giai đoạn từ giữa tháng 3 đến đầu tháng 4/2020, tỷ giá VND/USD tăng khá mạnh khoảng 1,86% do nhu cầu USD tăng mạnh trước biến động của thị trường tài chính toàn cầu. Sau đó, tỷ giá VND/USD đã ổn định trở lại và giảm dần trước khi tăng nhẹ trở lại vào tháng 12 năm 2020 và trở về gần mức đầu năm.

Trong 6 tháng đầu năm 2020, NHNN áp dụng chính sách điều hành linh hoạt thông qua tỷ giá trung tâm, tuy nhiên chủ yếu để thị trường tự điều tiết và chưa có động thái bán ra lượng lớn

USD để can thiệp vào thị trường. Tận dụng điều kiện thị trường thuận lợi và nguồn cung USD dồi dào, NHNN tiếp tục mua vào USD để làm dày thêm dự trữ ngoại hối qua đó làm tăng dự địa điều hành tỷ giá VND/USD các năm sau.

Áp lực lên tỷ giá VND/USD trong tháng 4 2019 có tăng lên khi nền kinh tế thế giới suy thoái mạnh khiến nhiều nhà đầu tư có xu hướng tích trữ USD làm nguồn cầu khan hiếm, song với các biện pháp can thiệp của FED, thị trường đã sớm bình ổn trở lại. FED đã hạ lãi suất về mức 0%, đồng thời bơm một lượng tiền khổng lồ vào thị trường tài chính thông qua động thái mua trái phiếu. Chính các động thái bơm tiền mạnh mẽ của FED đã giảm áp lực lên VND cũng như các đồng tiền khác của các quốc gia mới nổi.

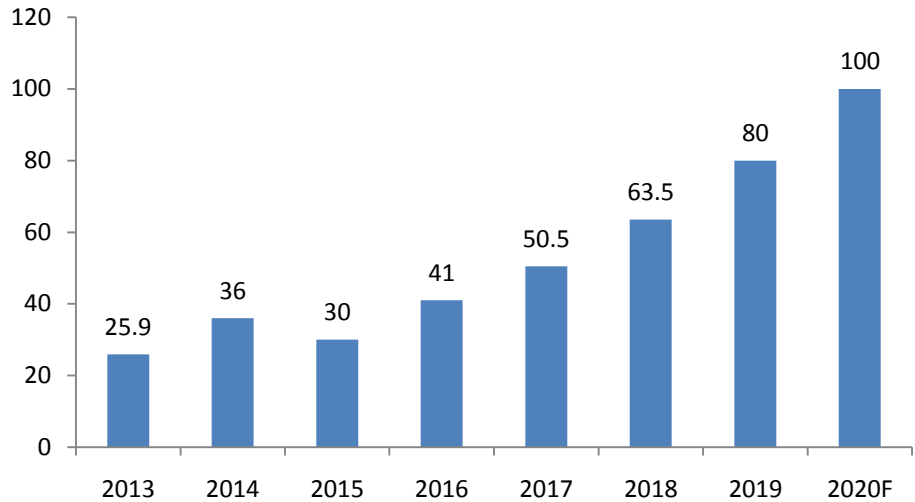
Dự trữ ngoại hối được củng cố và duy trì đà gia tăng trong năm 2020 khi cán cân thanh toán thặng dư. Ước tính dự trữ ngoại hối thời điểm hiện tại đạt khoảng 100 tỷ USD khi NHNN đã tiếp tục mua vào USD tại những thời điểm thuận lợi tạo điều kiện giữ ổn định tỷ giá. Trong năm 2021, NHNN sẽ chủ động điều hành ngay từ đầu năm do đó hoàn toàn chủ động trong việc điều hành tỷ giá linh hoạt trong biên độ an toàn.

Với xu hướng dao động đi xuống của USD trên thị trường tài chính thế giới cộng thêm áp lực lạm phát của Việt Nam sẽ không tăng mạnh trong 2020, sức ép giảm giá VND so với USD gần như không đáng kể. Do đó, chúng tôi đánh giá NHNN sẽ để VND tăng, giảm giá nhẹ so với USD trong năm 2021 tùy thuộc vào điều kiện thị trường. Nhìn chung, NHNN vẫn phải cân

đối hai mục tiêu là ổn định vĩ mô và hỗ trợ xuất khẩu do đó không có động lực hạ giá hay tăng giá VND quá mạnh nếu không chịu sức ép từ lạm phát hoặc từ môi trường kinh tế thế giới.

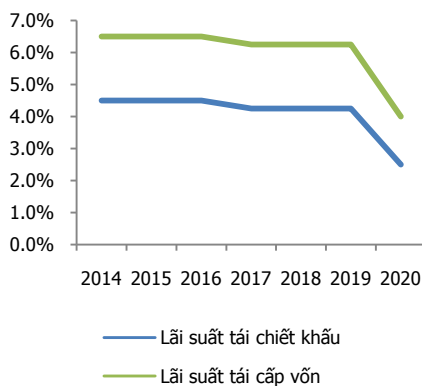
Cán cân thương mại của Việt Nam thặng dư khoảng hơn 19.1 tỷ USD trong năm 2020 nên đã tạo ra sự hỗ trợ vững chắc cho công tác ổn định tỷ giá tại Việt Nam của NHNN.

Dự trữ ngoại hối của Việt Nam qua các năm



Các mức lãi suất điều hành

Nguồn: MBS tổng hợp



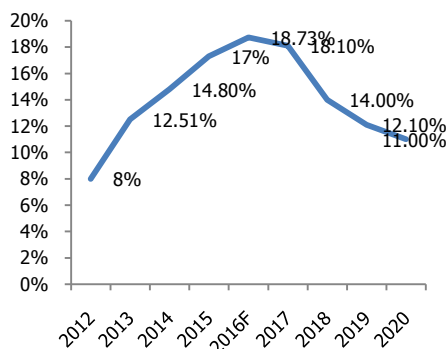
Nguồn: NHNN

Dự trữ ngoại hối của Việt Nam trong năm 2021 sẽ không tăng mạnh như năm 2020 song vẫn sẽ gia tăng nhờ được hỗ trợ bởi thặng dư cán cân vãng lai, dòng vốn đầu tư nước ngoài (cả trực tiếp và gián tiếp) và kiều hối. Hiện tại, dự trữ ngoại hối ước đạt 100 tỷ USD đã đạt trên 3.5 tháng nhập khẩu và cao hơn đáng kể so với mức nợ ngoại tệ ngắn hạn của nền kinh tế là 21.9 tỷ USD do đó chúng tôi đánh giá rủi ro tỷ giá tăng cao trong 2021 là khá thấp.

Chính sách tiền tệ

Trong năm 2020, NHNN vẫn giữ định hướng điều hành chính sách tiền tệ chủ động, linh hoạt, thận trọng song đã thiên về hướng nới lỏng với ba lần hạ các mức lãi suất điều hành. Trước ảnh hưởng của dịch bệnh Covid 19 trong tác động tiêu cực đến nền kinh tế trong khi áp lực lạm phát và tỷ giá không cao, NHNN đã nới lỏng chính sách tiền tệ ở mức độ nhất định để hỗ trợ thanh khoản cho hệ thống NHTM, hạ mặt bằng lãi suất qua đó hỗ trợ quá trình phục hồi kinh tế sau đại dịch.

Tăng trưởng tín dụng qua các năm



Nguồn: MBS tổng hợp

Trong năm 2020, NHNN đã điều chỉnh giảm đồng bộ các mức lãi suất điều hành với quy mô cắt giảm tương đối mạnh trong nhiều năm qua (từ 1-1,5%). Bên cạnh đó, NHNN cũng giảm trần lãi suất huy động ngắn hạn (kỳ hạn dưới 6 tháng) xuống mức 4,25% từ mức 5%. Các động thái của NHNN cũng đã làm giảm mặt bằng lãi suất cho vay tại NHTM để hỗ trợ nền kinh tế. Hiện mặt bằng lãi suất cho vay VND phổ biến ở mức 6,0-9,0%/năm đối với ngắn hạn; 9,0-11%/năm đối với trung và dài hạn. Lãi suất cho vay ngắn hạn tối đa bằng đồng VND đối với một số ngành lĩnh vực ở mức 4,5%/năm.

Mặt bằng lãi suất tiền gửi bằng VND của TCTD có xu hướng giảm so với cuối năm 2019. Hiện lãi suất tiền gửi bằng VND phổ biến ở mức 0,1-0,2%/năm đối với tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng; 3,2-3,9%/năm đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng; 4,0-6,0%/năm đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 6 tháng đến dưới 12 tháng; kỳ hạn từ 12 tháng trở lên ở mức 5,6-6,8%/năm.

Mặc dù có một số động thái nới lỏng chính sách, NHNN vẫn kiên định nhiệm vụ chính yếu của ngành là ổn định kinh tế vĩ mô, kiểm soát lạm phát ở mức 1 con số (lạm phát bình quân không vượt quá 4%/năm), nâng cao giá trị đồng bản tệ, đảm bảo thanh khoản hệ thống. Trên thực tế, NHNN cũng không khuyến khích các NHTM tăng trưởng tín dụng thiếu an toàn

và vẫn duy trì mức cung tiền phù hợp. Tính đến ngày 15-9-2020, tổng phương tiện thanh toán (M2) tăng 7,58% so với cuối năm 2019.

Chính sách tỷ giá đã được NHNN điều hành theo hướng duy trì biên giao động ổn định, phù hợp với cân đối vĩ mô và cung cầu thị trường. NHNN thực hiện công bố tỷ giá trung tâm hàng ngày trên cơ sở tham chiếu diễn biến thị trường trong và ngoài nước, các cân đối kinh tế vĩ mô, tiền tệ và mục tiêu CSTT góp phần ổn định tỷ giá và thị trường ngoại tệ trong nước. Nhìn chung nhờ bối cảnh vĩ mô vẫn vững chắc cộng thêm nguồn cung USD khá ổn định NHNN chủ yếu để thị trường tự điều tiết biến động tỷ giá VND/USD theo định hướng chung mà không phải can thiệp quá nhiều vào thị trường.

Chính sách tài khóa

Cân đối tài khóa của Việt Nam trong năm 2020 sẽ eo hẹp hơn so với năm 2019 do ngân sách sẽ hụt thu đáng kể do dịch bệnh Covid19 (ước tính 135,000 tỷ VNĐ), trong khi mức chi ngân sách sẽ gia tăng đáng kể khi Chính phủ đưa ra các gói hỗ trợ các đối tượng gặp khó khăn do dịch bệnh Covid 19.

Tổng thu ngân sách Nhà nước từ đầu năm đến thời điểm 15/12/2020 ước tính đạt 1.307,4 nghìn tỷ đồng, bằng 86,5% dự toán năm, trong đó thu nội địa đạt 1.101,6 nghìn tỷ đồng, bằng 87,1%; thu từ dầu thô 32,7 nghìn tỷ đồng, bằng 92,9%; thu cân đối ngân sách từ hoạt động xuất, nhập khẩu 172,3 nghìn tỷ đồng, bằng 82,8%. Tổng chi ngân sách Nhà nước từ đầu năm đến thời điểm 15/12/2020 ước tính đạt 1.432,5 nghìn tỷ đồng, bằng 82% dự toán năm, trong đó chi thường xuyên đạt 966,7 nghìn tỷ đồng, bằng 91,5%; chi đầu tư phát triển 356 nghìn tỷ đồng, bằng 75,7%; chi trả nợ lãi 98,8 nghìn tỷ đồng, bằng 83,6%.

Trong năm 2021, các nguồn thu nhiều khả năng sẽ tăng khi thu nội địa phục hồi do thu nhập của khu vực doanh nghiệp và người tăng lên; thu từ dầu thô có khả năng tăng khi giá dầu có xu hướng tăng lên; trong khi thu từ xuất nhập khẩu của sẽ ổn định nhờ kim ngạch khả quan.

Trong năm 2021, áp lực chi ngân sách vẫn sẽ gia tăng đặc biệt là chi thường xuyên do các gói hỗ trợ của Chính phủ cho người dân và doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi dịch Covid 19 còn tiếp tục. Chi đầu tư cũng sẽ gia tăng do chương trình đẩy mạnh đầu tư công của Chính Phủ.

Các chương trình hỗ trợ của Chính Phủ năm 2020

Chương trình	Nội dung	Quy mô (nghìn tỷ đồng)
Cá nhân/Hộ gia đình	Trợ cấp bằng tiền mặt	62
	Giảm tiền điện, cước viễn thông	26
	Giảm 50% lệ phí trước bạ ô tô lắp ráp trong nước	6
Doanh nghiệp	NHTM hỗ trợ lãi vay	280
	Gia hạn thời gian nộp thuế, thuê đất	180
	Giảm 30% thuế TNDN cho doanh nghiệp vừa và nhỏ	23
	Cho vay lãi suất 0% để trả lương	16
Đầu tư công	Giải ngân đầu tư công theo kế hoạch	550
	Chuyển đổi 3 dự án cao tốc Bắc – Nam từ hình thức PPP sang đầu tư công	100
	Tích cực tháo gỡ vướng mắc pháp lý bất động sản	

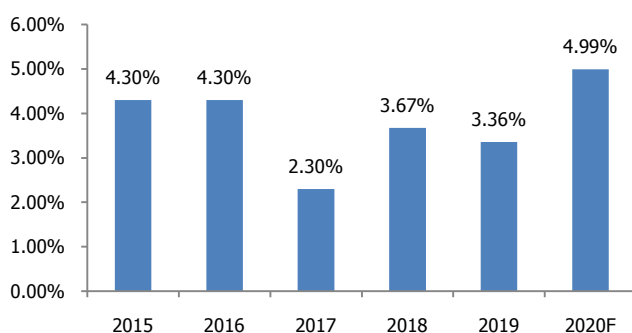
Nguồn: MBS tổng hợp

Thâm hụt ngân sách năm 2021 có khả năng sẽ giảm vào năm sau song vẫn sẽ ở mức cao do các nguồn thu chưa thể phục hồi hoàn toàn và các gói hỗ trợ tài khóa có khả năng được gia hạn trong các tháng đầu năm 2021. Chúng tôi đánh giá mức thâm hụt ngân sách sau quyết toán của năm 2021 sẽ ở mức cao nhưng thấp hơn mức 4.99% GDP của năm 2020.

Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng, thâm hụt ngân sách tính theo phương pháp mới (không tính chi trả nợ gốc) sẽ khó phản ánh được thực trạng căng thẳng ngân sách. Theo báo cáo của Chính phủ, nghĩa vụ trả nợ gốc trong nước của Chính phủ năm 2019 là 152.000 tỷ đồng, năm 2020 là 158.000 tỷ đồng và năm 2021 là 211.000 tỷ đồng. Nếu tính cả nợ nước ngoài, nhu cầu vay để trả nợ đến hạn của Chính phủ năm 2019 là 193.000 tỷ đồng, năm 2020 là 242.000 tỷ đồng, năm 2021 là 274.000 tỷ đồng.

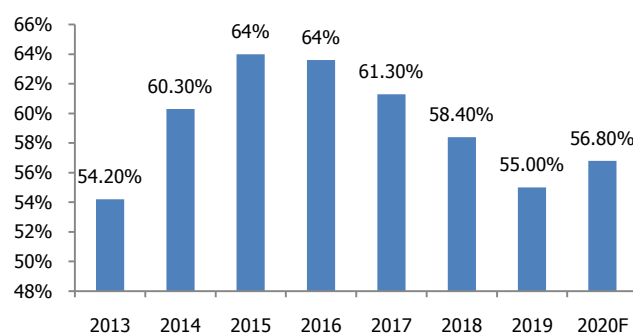
Năm 2020, thanh khoản hệ thống NHTM vẫn khá thuận lợi và nhu cầu tăng trưởng tín dụng không cao cộng thêm các NĐT nước ngoài cũng quan tâm đến TPCP của Việt Nam do lợi suất cao hơn nhiều nước trong khu vực và ổn định vĩ mô tốt. Do đó, sức cầu TPCP vẫn khá dồi dào. Trong năm 2020, Kho bạc Nhà nước mới huy động được gần 300 nghìn tỷ đồng thông qua đấu thầu tại HNX, vượt kế hoạch (kế hoạch đề ra là 260 nghìn tỷ).

Thâm hụt ngân sách/GDP qua các năm



Nguồn: MBS tổng hợp

Nợ công của Việt Nam/GDP qua các năm



Nguồn: MBS tổng hợp

Liên hệ:

Trịnh Xuân Sơn
GD TT Nghiên cứu

Email:
son.trinhxuan@mbs.com.vn

Hoàng Công Tuấn- Trưởng
Phòng NC Khách hàng tổ chức

Email:
tuan.hoangcong@mbs.com.vn

Trần Hoàng Sơn
GD Khối CLTT

Email:
son.tranhoang@mbs.com.vn

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land) và Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.