

2009

**EuroCapital**  
Công Ty Chứng Khoán

Trụ sở: Tòa nhà Thành Công, Tầng 2, 57 Láng Hạ, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (84-4) 3514 4444/3514 8986 • Fax: (84-4) 3514 8947

Email: [contact@eurocapital.vn](mailto:contact@eurocapital.vn) • Website: [www.eurocapital.vn](http://www.eurocapital.vn)

# BÁO CÁO PHÂN TÍCH KINH TẾ VIỆT NAM NĂM 2008

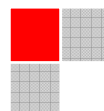
Phòng Phân Tích  
CTCPCCK EUROCAPITAL

*Người thực hiện:*

Phạm Duy Kiên  
Ngô Văn Minh  
Nguyễn Việt Đức  
Nguyễn Quang Đông  
Ngô Quốc Hưng  
Phạm Hồng Dung

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN EUROCAPITAL**

Hà Nội, tháng 01/2009



**MỤC LỤC**

<b>MỤC LỤC</b> .....	<b>2</b>
<b>KINH TẾ THẾ GIỚI</b> .....	<b>3</b>
Kinh tế Mỹ.....	3
Kinh tế Châu Âu.....	8
Kinh tế Nhật Bản.....	12
Kinh tế Trung Quốc.....	16
<b>ĐẶC ĐIỂM KINH TẾ VÀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM</b> .....	<b>20</b>
Cán cân thanh toán quốc gia.....	20
Tổng sản phẩm quốc nội (GDP).....	25
Lạm phát.....	30
Lãi suất.....	34
Tỷ giá hối đoái.....	40
Thị trường chứng khoán năm 2008.....	47
<b>PHỤ LỤC</b> .....	<b>60</b>

## KINH TẾ THẾ GIỚI

Nền kinh tế thế giới trong năm 2008 đã chứng kiến sự suy thoái sâu rộng trên quy mô toàn cầu. Nếu như những tháng đầu năm 2008, các nền kinh tế trên thế giới gồng mình chống chọi với sự tăng giá chóng mặt của các loại hàng hóa và tài sản thì đến nửa cuối năm 2008, vấn đề quan tâm hàng đầu lại là sự đổ vỡ dây chuyền của các định chế tài chính, sự đóng băng của thị trường tín dụng và suy thoái kinh tế. Trước những biến động, rủi ro và thua lỗ do hệ thống tài chính ngân hàng gây ra, các nhà đầu tư trên thế giới đã bán chứng khoán và nắm giữ các tài sản ít rủi ro hơn mà chủ yếu là trái phiếu chính phủ Mỹ. Chỉ số chứng khoán MSCI của các thị trường mới nổi giảm trên 60% so với mức đỉnh tháng 10/2007, trong đó Ukraine giảm 80%, Romani và Bulgari giảm 75%, Nga giảm 73%. Brazil, Trung Quốc, Ấn Độ và Việt Nam đều giảm trên 60%. Thị trường chứng khoán toàn cầu suy giảm hơn 17.000 tỷ USD vốn hóa. Bên cạnh đó trong năm 2008 và cả năm 2009, chúng ta còn chứng kiến sự mất giá của hầu như toàn bộ các đồng tiền của các nền kinh tế đang phát triển so với đô la Mỹ.

Năm 2008 do đó cũng là năm chứng kiến sự can thiệp chưa từng có tiền lệ của hầu hết Chính phủ và ngân hàng trung ương các nước vào hệ thống tài chính ngân hàng và nền kinh tế. “Bơm tiền”, “quốc hữu hóa”, “gói cứu trợ” là những cụm từ chúng ta bắt gặp nhiều nhất trong năm 2008 đặc biệt là mấy tháng cuối năm. Tính tới thời điểm hiện tại, còn quá sớm để đánh giá hiệu quả của các biện pháp can thiệp này, tuy nhiên đây là những hành động quyết liệt cần thiết, niềm tin trong hệ thống tín dụng đã được củng cố phần nào, lãi suất liên ngân hàng của hầu hết các nền kinh tế mặc dù còn biến động nhiều nhưng đã giảm mạnh.

Năm 2009 sẽ là năm tiếp tục khó khăn của nền kinh tế toàn cầu. Tác động có độ trễ của cuộc khủng hoảng hệ thống tài chính ngân hàng trên thế giới trong năm 2008 đối với nền kinh tế vật chất đã bắt đầu rõ ràng từ những tháng cuối năm 2008 và sẽ tiếp tục với cường độ mạnh hơn trong hai quý đầu năm 2009.

Chúng tôi sẽ tập trung đánh giá nền kinh tế của các nước và khu vực có tầm ảnh hưởng mạnh nhất tới Việt Nam cũng như thế giới trong năm 2008 và dự báo năm 2009 để có được cái nhìn rõ ràng nhất về tác động của suy thoái kinh tế thế giới với nền kinh tế và thị trường chứng khoán Việt Nam. Các nước và khu vực được chọn lựa lần lượt là Mỹ, Châu Âu, Nhật và Trung Quốc.

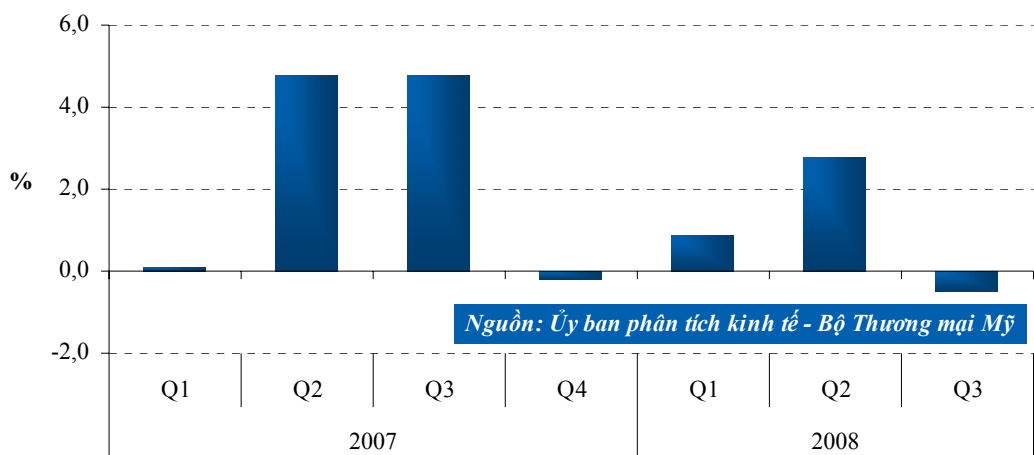
### Kinh tế Mỹ

Thị trường nhà đất Mỹ trong năm 2008 mới chỉ giảm giá 18% so với mức đỉnh và được dự báo còn tiếp tục suy giảm nhiều hơn nữa trong năm 2009. Mức giảm thêm trung bình trong năm 2009 được ước tính lên tới 21%, và có một số vùng giá nhà đất sẽ còn giảm thêm vài % trong năm 2010 trước khi phục hồi. Như vậy căn nguyên sâu xa và gốc rễ của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu trong năm 2009 chưa có dấu hiệu khởi sắc, báo hiệu một năm tiếp tục khó khăn hơn nữa của hệ thống tài chính và nền kinh tế Mỹ nói riêng, kinh tế toàn cầu nói chung.

## Tốc độ tăng trưởng GDP

Vào quý 3/2008, nền kinh tế Mỹ bắt đầu nhận thấy rõ ràng nhất ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính tín dụng lên nền kinh tế vật chất. Tốc độ tăng trưởng GDP của quý 3/2008 so với quý 2/2008 giảm 0,5%. Nền kinh tế Mỹ chính thức bước vào giai đoạn suy thoái. Và kết quả công bố sắp tới của quý 4/2008 cũng như 2 quý đầu năm 2009, chúng ta sẽ còn chứng kiến sự suy giảm mạnh mẽ hơn nữa của nền kinh tế lớn nhất thế giới này. Theo nhiều dự đoán, trong quý 4/2008 tốc độ tăng trưởng GDP của Mỹ sẽ giảm tới 5% so với quý 3/2008. 2 quý đầu năm 2009 sẽ tiếp tục chứng kiến sự suy giảm của nền kinh tế, tính chung cả năm 2009, dự đoán kinh tế Mỹ suy giảm khoảng -0,8%.

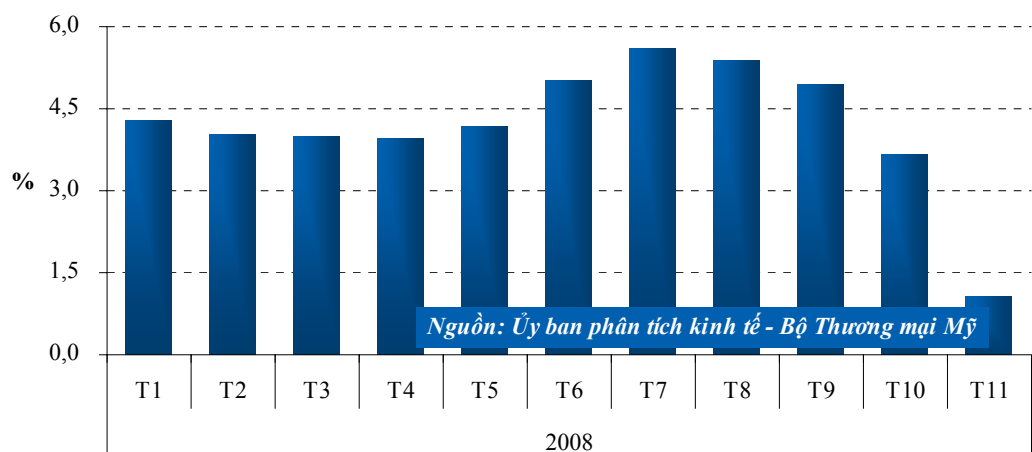
Tỷ lệ tăng trưởng GDP hàng quý của Mỹ từ 2007 đến 2008



## Tỷ lệ lạm phát

Tỷ lệ lạm phát của Mỹ giảm dần vào các tháng cuối năm 2008 khi mà cầu tiêu dùng sụt giảm. Tháng 11, chỉ số giá tiêu dùng Mỹ chỉ còn tăng 1,07% so với cùng kỳ năm 2007, mức giảm tương đối lớn nếu so với thời kỳ tháng 7,8 khi mà tỷ lệ lạm phát lên tới trên 5%. Trong tháng 12, theo chúng tôi, chỉ số giá tiêu dùng Mỹ chỉ tăng nhẹ 0,3% so với cùng kỳ và rất có thể các tháng đầu năm 2009, chúng ta sẽ chứng kiến chỉ số giá tiêu dùng tại Mỹ suy giảm so với cùng kỳ năm 2008.

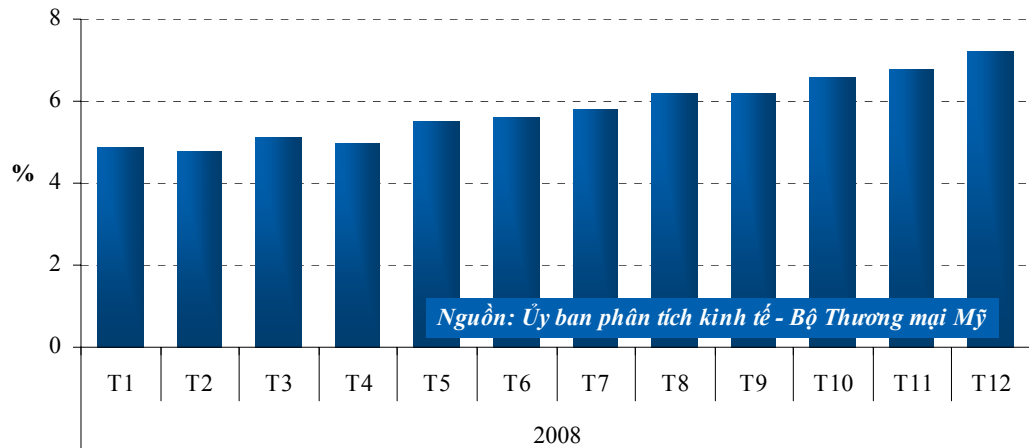
Tỷ lệ lạm phát hàng tháng của Mỹ năm 2008



## Tỷ lệ thất nghiệp

Tính đến hết tháng 12/2008, tổng số việc làm bị cắt giảm trong năm 2008 ở Mỹ đã lên tới 2,6 triệu, đẩy tỷ lệ thất nghiệp lên mức 7,2%. Đây là mức cao nhất trong khoảng 10 năm trở lại đây. Số người thất nghiệp của Mỹ tăng dần đều trong suốt 12 tháng năm 2008 và dự báo tiếp tục tăng trong năm 2009 do các tập đoàn tài chính, công nghiệp hàng đầu nước Mỹ vẫn tiếp tục kế hoạch cắt giảm nhân công. Chúng tôi cho rằng, trong năm 2009, tỷ lệ thất nghiệp của Mỹ có thể lên 2 con số.

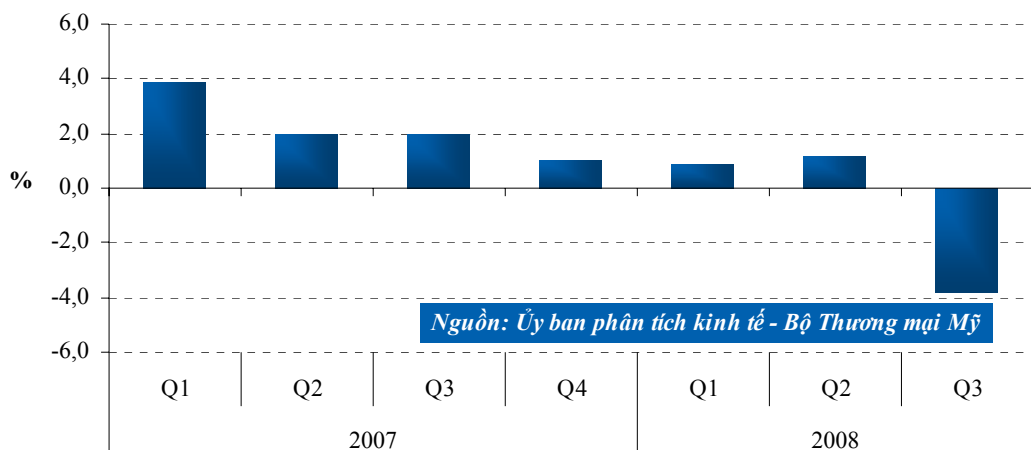
**Tỷ lệ thất nghiệp hàng tháng của Mỹ năm 2008**



## Đầu tư và tiêu dùng tư nhân

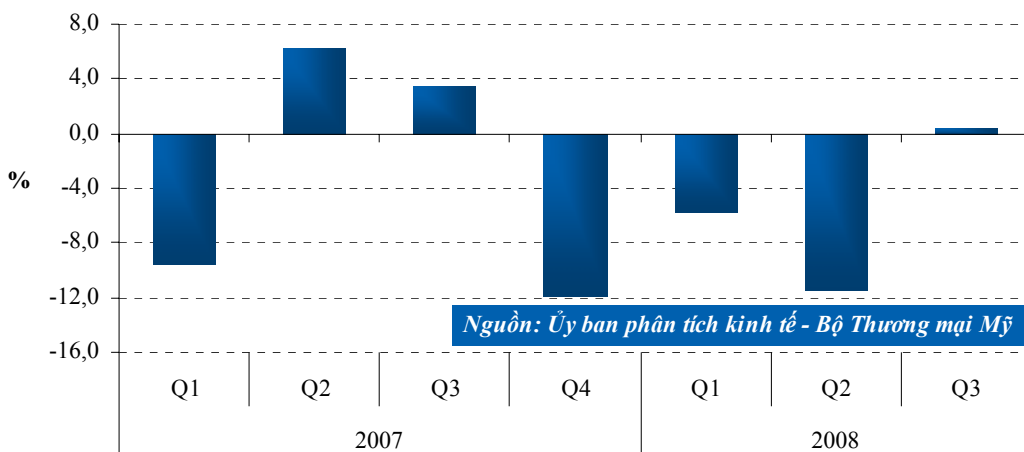
Tiêu dùng cá nhân, một yếu tố đóng góp lớn vào sự tăng trưởng của nền kinh tế Mỹ, trong quý 3/2008 đã sụt giảm tới 3,8% so với quý trước đó. Trong đó, hàng hóa lâu bền như nhà cửa, ô tô, máy móc đã sụt giảm rất mạnh trong quý 3/2008 lên tới 14,8% sau khi đã giảm liên tiếp từ quý 1 và quý 2/2008 với mức giảm tương ứng là 4,3% và 2,8% so với quý liền trước đó. Dịch vụ là khoản chi tiêu ít bị ảnh hưởng hơn cả, chỉ giảm 0,1% vào quý 3, trong khi hàng hóa khác giảm tới 7,1% trong quý 3/2008. Trong quý 4/2008, chúng tôi dự đoán tiêu dùng cá nhân tiếp tục suy giảm do doanh số tại các cửa hàng bán lẻ Mỹ đã giảm 6 tháng liên tiếp. Riêng trong tháng 12/2008, doanh số bán lẻ ở Mỹ giảm gấp đôi so với dự báo của các chuyên gia và ở mức giảm 2,7% bởi tỷ lệ thất nghiệp tăng cao, người Mỹ thắt chặt chi tiêu với mọi mặt hàng.

**Tăng trưởng tiêu dùng cá nhân hàng quý của Mỹ 2007 - 2008**



Đầu tư tư nhân nội địa của Mỹ đã tăng nhẹ trở lại vào quý 3 sau khi sụt giảm 3 quý liên tiếp tính từ quý 4/2007. Tuy nhiên đầu tư xây dựng nhà ở của khu vực tư nhân vẫn sụt giảm mạnh trong quý 3 ở mức -16% sau khi đã giảm 25,1% và 13,3% trong 2 quý trước đó. Đầu tư tài sản cố định giảm tới 5,3% trong quý 3 và dự báo trong quý 4/2008 và 2 quý đầu năm 2009, đầu tư nội địa Mỹ tiếp tục suy giảm ở mức độ sâu hơn.

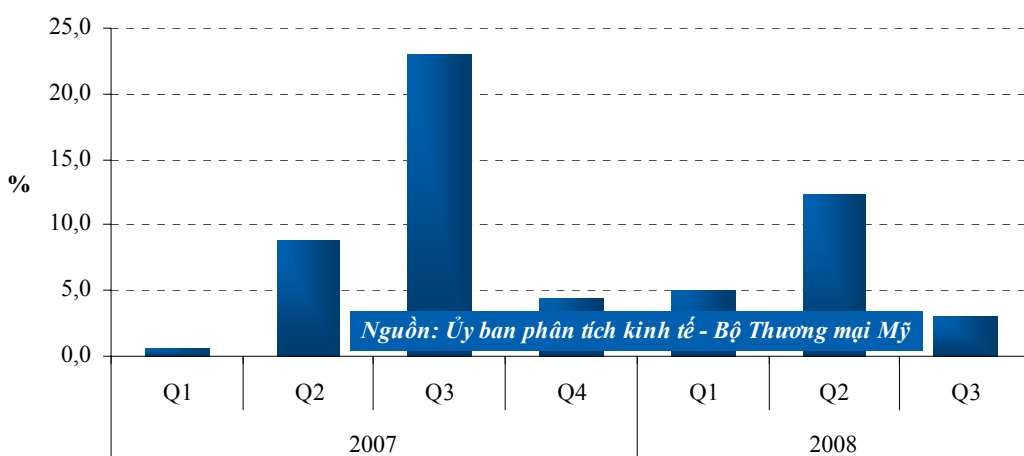
**Tăng trưởng đầu tư tư nhân hàng quý của Mỹ 2007 - 2008**



## Xuất nhập khẩu

Trong các năm qua, xuất khẩu và tiêu dùng đóng góp rất lớn vào sự phát triển của nền kinh tế Mỹ. Xuất khẩu của Mỹ vẫn đạt được sự tăng trưởng trong suốt 3 quý đầu năm 2008 mặc dù đồng USD đã lên giá so với hầu hết các đồng tiền khác (trừ Yên Nhật). Tuy nhiên tốc độ tăng của quý 3 đã sụt giảm mạnh so với quý 2 từ mức 12,3% xuống còn 3,0%. Trong đó xuất khẩu hàng hóa chỉ còn đạt mức tăng 3,7% so với mức 16,3% trong quý 2. Theo dự đoán của chúng tôi, quý 4/2008, xuất khẩu của Mỹ vẫn đạt mức tăng nhẹ, nhưng sang năm 2009, xuất khẩu của Mỹ sẽ giảm khoảng 2,8% và gây khó khăn cho nền kinh tế Mỹ.

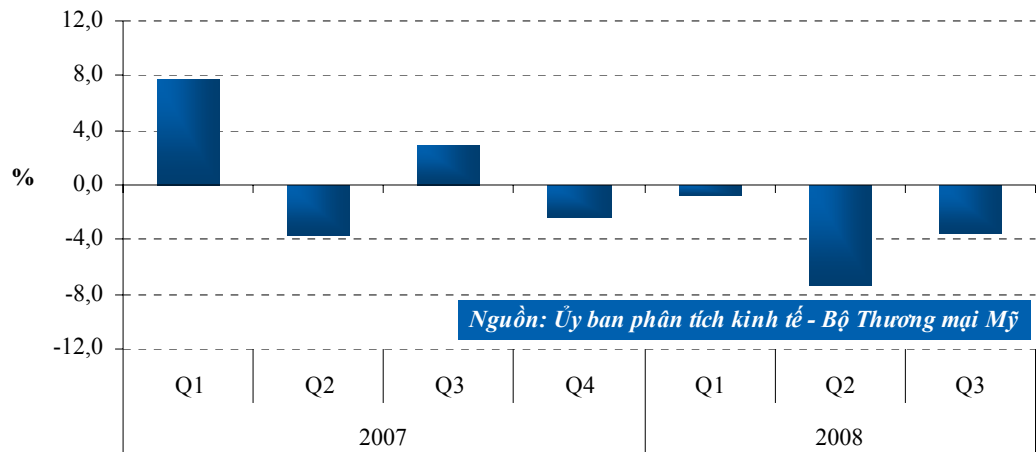
**Tăng trưởng xuất khẩu hàng quý của Mỹ 2007 - 2008**



Nhập khẩu của Mỹ trong năm 2008 đã suy giảm 3 quý liên tiếp, trong đó quý 2/2008 là giảm mạnh nhất với mức giảm -7,3% so với quý 1. Rõ ràng sự suy giảm trong tiêu dùng và đầu tư cá nhân đã làm giảm mạnh nhu cầu hàng hóa dịch vụ nhập khẩu của người dân Mỹ. Trong đó

nhập khẩu hàng hóa suy giảm 4 quý liên tiếp tính từ quý 4/2007, và đang ở mức -4,7% vào quý 3/2008. Riêng dịch vụ có sự tăng trưởng trở lại với mức tăng 3,3% trong quý 3. Chúng tôi dự đoán trong năm 2009, nhu cầu nhập khẩu của Mỹ giảm khoảng 1,3% so với năm 2008. Rõ ràng việc suy giảm hàng hóa nhập khẩu của Mỹ đã ảnh hưởng trực tiếp tới các doanh nghiệp xuất khẩu của Việt Nam vì Mỹ là thị trường nhập khẩu hàng đầu của Việt Nam và chiếm 25% tổng kim ngạch xuất khẩu. Các mặt hàng như giấy da, dệt may, thủy sản, đồ gỗ, linh kiện điện tử sẽ gặp nhiều khó khăn trong năm 2009 khi mà nhu cầu nhập khẩu từ thị trường hàng đầu này suy giảm.

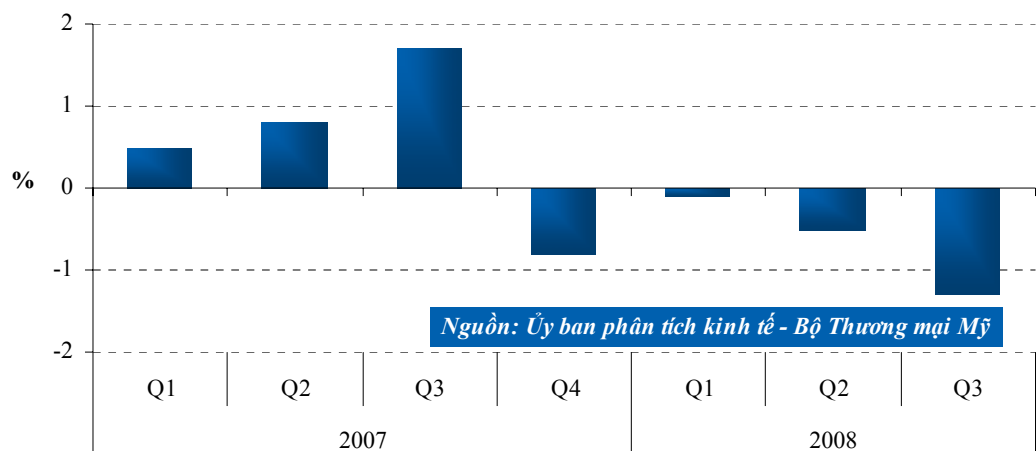
**Tăng trưởng nhập khẩu hàng quý của Mỹ 2007 - 2008**



## Tốc độ tăng trưởng công nghiệp

Sản xuất công nghiệp của Mỹ suy giảm 4 quý liên tiếp tính từ quý 4/2007. Mức độ sụt giảm càng về cuối năm 2008 càng mạnh hơn, nếu như quý 1/2008 mới chỉ giảm nhẹ 0,1% thì tới quý 3/2008 đã giảm 1,3% và dự đoán quý 4/2008 và 2 quý đầu năm 2009 tiếp tục sụt giảm do các ngành công nghiệp hàng đầu Mỹ như ô tô, điện tử, khai khoáng đều đang gặp rất nhiều khó khăn.

**Tăng trưởng sản xuất công nghiệp hàng quý của Mỹ**

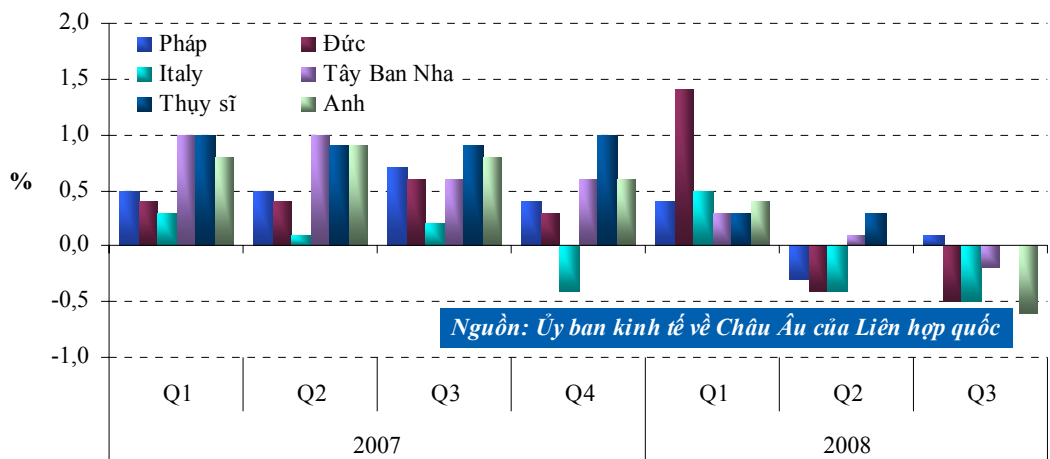


## Kinh tế Châu Âu

### Tốc độ tăng trưởng GDP

Hầu hết các nền kinh tế lớn của Châu Âu đều có tốc độ tăng trưởng GDP âm vào quý 3/2008, duy nhất Pháp là nước có tốc độ tăng trưởng GDP dương 0,1%. Trong đó Anh là có nước có mức sụt giảm mạnh nhất -0,6% và là quý đầu tiên trong 7 quý gần nhất nền kinh tế này chứng kiến mức suy giảm GDP. Thụy sĩ, một nền kinh tế có sức đề kháng mạnh cũng không thể tránh khỏi sự ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu. Quý 3/2008, nền kinh tế này không tăng trưởng và là mức thấp nhất trong vòng 10 năm qua. Dự báo trong năm cả 2009, các nền kinh tế lớn của Châu Âu sẽ tiếp tục suy giảm với tỷ lệ từ -0,5% đến -1,3% trong đó Anh là nước được dự báo có sự suy giảm mạnh nhất -1,3%. Tính chung cả khu vực Châu Âu sẽ suy giảm khoảng 0,6% vào năm 2009.

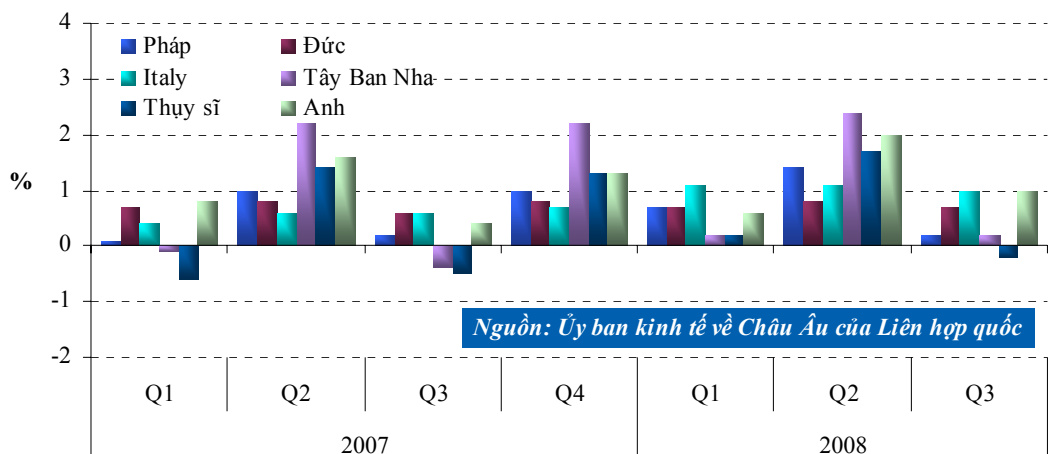
Tỷ lệ tăng trưởng GDP hàng quý của một số nước châu Âu



### Tỷ lệ lạm phát

Tỷ lệ lạm phát tăng mạnh trong quý 2 ở hầu hết các nền kinh tế lớn Châu Âu, trong đó Tây Ban Nha là nước có tỷ lệ lạm phát cao nhất và ở mức 2,4%, tiếp đến Anh ở mức 2%. Vào Q3/2008 tỷ lệ lạm phát đã giảm thấp về mức thấp hơn Q1/2008, đặc biệt Thụy Sĩ chứng kiến giảm phát trong quý 3 với mức -0,2%. Trong Q4/2008 và 2 quý đầu năm 2009 chúng ta sẽ tiếp tục chứng kiến sự suy giảm của chỉ số tiêu dùng tại các nền kinh tế lớn nói riêng và cả khu vực Châu Âu nói chung.

Tỷ lệ lạm phát hàng quý của một số nước châu Âu

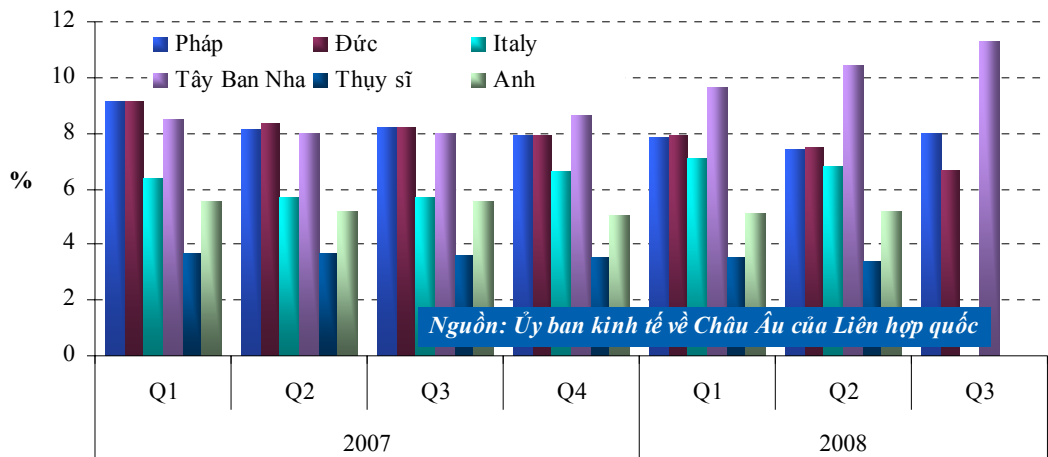




## Tỷ lệ thất nghiệp

Tỷ lệ thất nghiệp của hầu hết các nền kinh tế lớn Châu Âu đều tăng dần theo quý trong năm 2008. Trong đó Tây Ban Nha là nước có tỷ lệ thất nghiệp cao nhất trong quý 3/2008 và ở mức 11,3% (Italia, Thụy sĩ và Anh chưa có số liệu quý 3/2008). Thụy sĩ là nước duy nhất trong nhóm các nền kinh tế lớn Châu Âu có mức thất nghiệp duy trì dưới 4% trong suốt 7 quý gần đây. Dự báo trong năm 2009 số người thất nghiệp sẽ tiếp tục tăng cao tại các nền kinh tế lớn của Châu Âu, hơn một nửa trong số các nền kinh tế lớn Châu Âu sẽ có tỷ lệ thất nghiệp 2 con số.

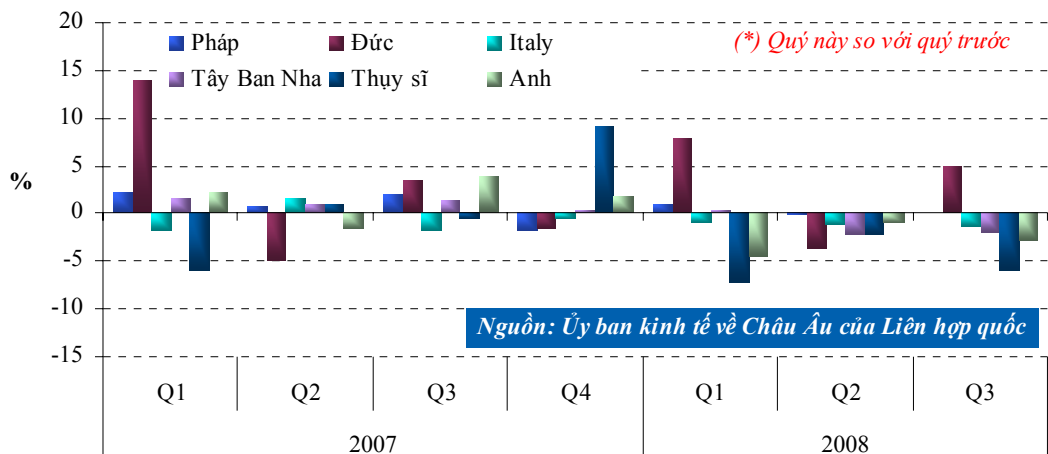
**Tỷ lệ lạm phát hàng quý của một số nước châu Âu**



## Đầu tư

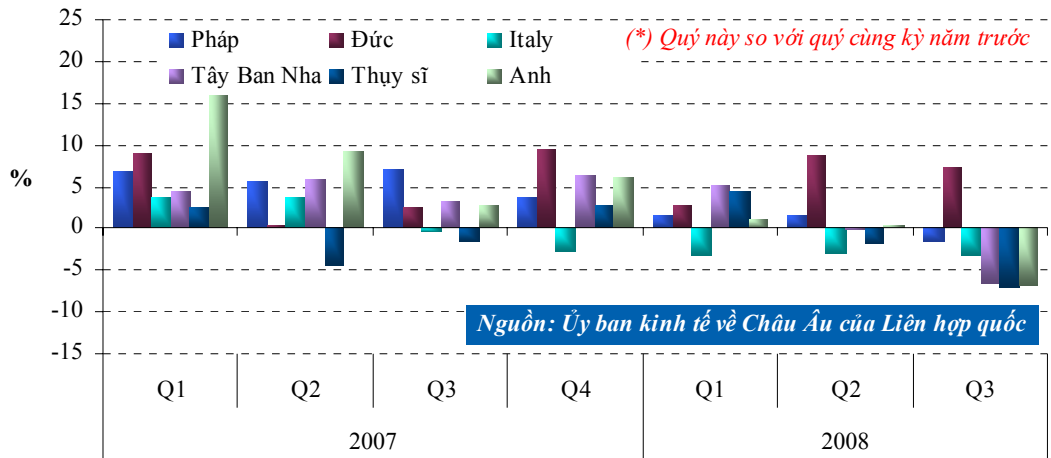
Riêng Đức có sự tăng trưởng trở lại của vốn đầu tư trong quý 3, sau khi suy giảm vào quý 2/2008. Các nền kinh tế còn lại đều chứng kiến sự suy giảm vốn đầu tư trong cả 3 quý liên tiếp, trong đó Thụy Sĩ là nước có mức độ suy giảm mạnh nhất, 6% trong quý 3 sau khi đã giảm gần 9% trong 2 quý đầu năm. Suy thoái kinh tế toàn cầu bắt nguồn từ Mỹ đã ảnh hưởng tới nhu cầu vốn đầu tư của các nền kinh tế Châu Âu, hầu hết các doanh nghiệp đều cắt giảm đầu tư, co cụm sản xuất.

**Tăng trưởng vốn đầu tư hàng quý của một số nước Châu Âu (\*)**



Nếu so sánh với quý cùng kỳ năm 2007, sự sụt giảm vốn đầu tư của các nền kinh tế Châu Âu còn rõ ràng hơn nữa với sự sụt giảm lớn hơn theo %.

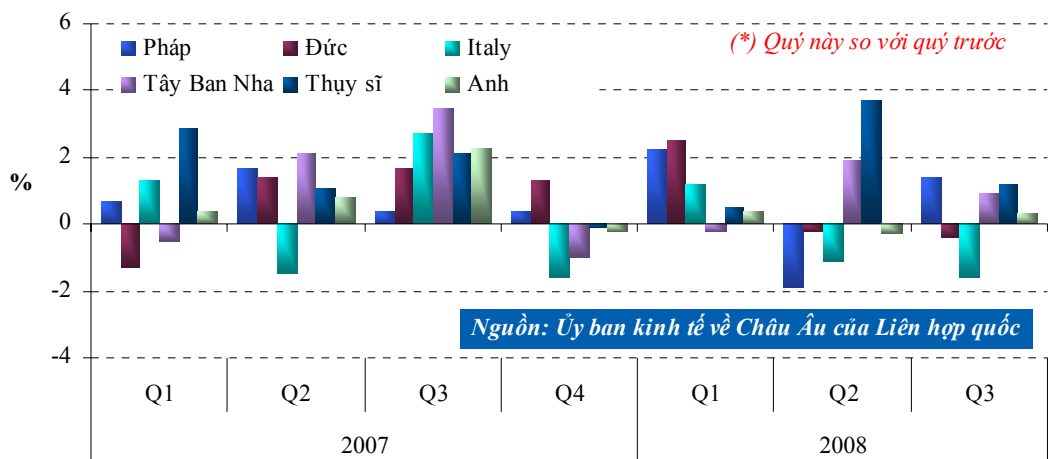
### Tăng trưởng vốn đầu tư hàng quý của một số nước Châu Âu \*



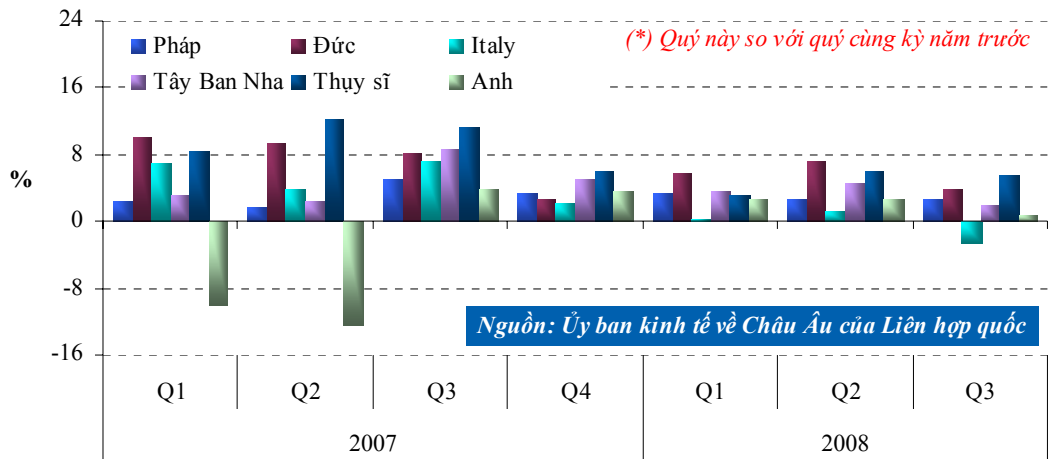
### Xuất nhập khẩu

Các nền kinh tế Châu Âu có sự phân hóa rõ nét khi nhìn vào tốc độ tăng trưởng xuất khẩu của quý 2 và quý 3/2008. Nếu như Pháp, Tây Ban Nha, Thụy Sĩ và Anh là 3 nước vẫn giữ được sự tăng trưởng về xuất khẩu trong quý 3 so với quý 2 thì Đức và Italia chứng kiến sự sụt giảm về xuất khẩu quý thứ 2 liên tiếp trong năm 2008 với mức độ mạnh hơn. Tây Ban Nha là nước có sự phục hồi xuất khẩu rất tốt vào quý 2 và quý 3 sau khi sụt giảm trong quý 1/2008, diễn biến này rất giống với năm 2007.

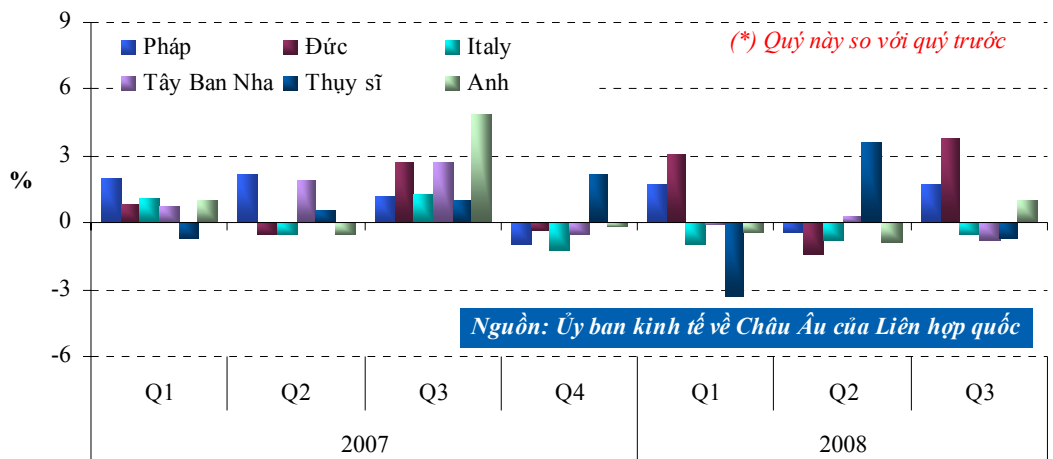
### Tăng trưởng xuất khẩu hàng quý của một số nước Châu Âu \*



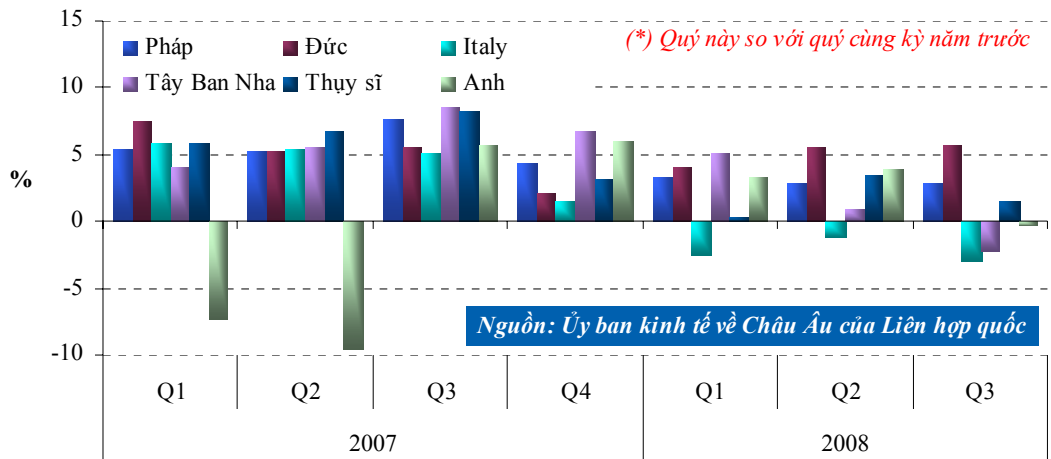
Nếu so sánh theo quý của năm 2008 với năm 2007 thì các nền kinh tế Châu Âu vẫn đạt sự tăng trưởng trong xuất khẩu (chỉ có Italia là suy giảm trong quý 3), tuy nhiên tốc độ tăng trưởng vào các quý cuối năm thấp hơn và có sự phân hóa giữa các nền kinh tế giống như khi so sánh các quý liền kề. Trong quý 4/2008 và cả năm 2009, chúng tôi cho rằng các nền kinh tế Châu Âu vẫn có lợi thế tương đối về xuất khẩu do đồng Euro đang có xu hướng giảm, do đó thặng dư thương mại của các nền kinh tế Châu Âu sẽ tăng nhẹ so với năm 2008.

**Tăng trưởng xuất khẩu hàng quý của một số nước Châu Âu \***


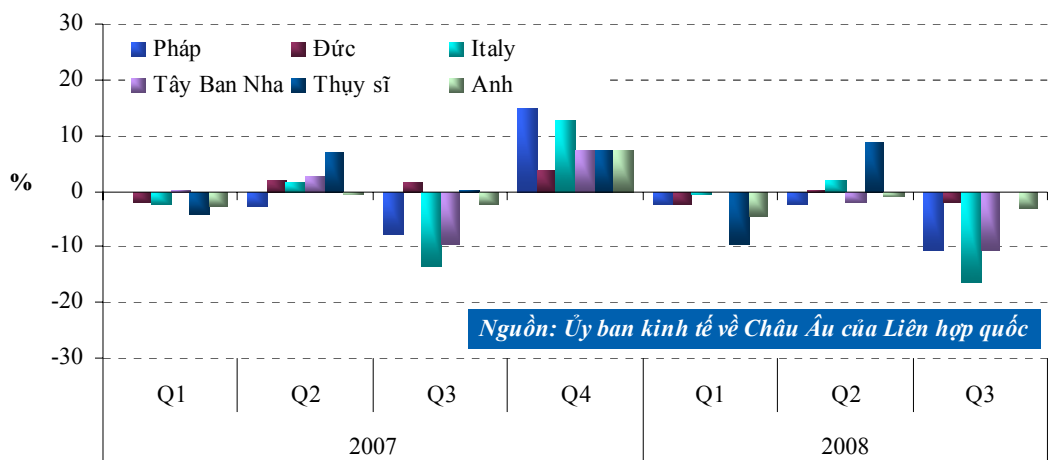
Nhập khẩu của các nền kinh tế Châu Âu có sự biến động tương đối nhiều trong 3 quý đầu năm 2008. Pháp và Đức nhập khẩu tăng trở lại vào quý 3 sau khi suy giảm ở quý 2 và mức hồi phục nhập khẩu của Đức là lớn hơn cả (gần 4%). Nhập khẩu của Anh sau khi suy giảm 3 quý liên tiếp đã tăng trở lại vào quý 3/2008 với mức tăng 1%. Thụy Sĩ chứng kiến sự phục hồi nhập khẩu vào quý 2, trong khi quý 1 và 3, nước này đều giảm nhập khẩu. Italia là nền kinh tế chứng kiến quý thứ 4 liên tiếp suy giảm về nhập khẩu.

**Tăng trưởng nhập khẩu hàng quý của một số nước Châu Âu \***


Nếu so sánh với cùng kỳ năm 2007, thì tốc độ tăng trưởng nhập khẩu của Pháp và Đức đều tăng và tương đối ổn định trong cả 3 quý 2008. Tây Ban Nha và Italia vẫn suy giảm dù so sánh ở mức độ nào. Anh suy giảm vào quý 3, trong khi Thụy Sĩ tăng nhẹ. Các doanh nghiệp Việt Nam nên nhìn vào nhu cầu nhập khẩu cụ thể của từng nền kinh tế Châu Âu để có những chuyển dịch hợp lý, bảo đảm kim ngạch xuất khẩu sang khu vực này trong năm 2009.

**Tăng trưởng nhập khẩu hàng quý của một số nước Châu Âu \***

**Tốc độ tăng trưởng công nghiệp**

Các nền kinh tế Châu Âu đều chứng kiến sự sụt giảm sản xuất công nghiệp trong quý 3/2008 trong đó Italia là nước có sự sụt giảm mạnh nhất lên tới 16,3%, tiếp đến là Pháp và Tây Ban Nha cùng sự sụt giảm 10,6%. Suy thoái kinh tế toàn cầu đã ảnh hưởng tới hầu hết các ngành sản xuất Châu Âu và dự đoán trong quý 4/2008 và 2 quý đầu năm 2009, sản xuất công nghiệp của Châu Âu tiếp tục sụt giảm.

**Tăng trưởng SXCN hàng quý của một số nước châu Âu**

**Kinh tế Nhật Bản**

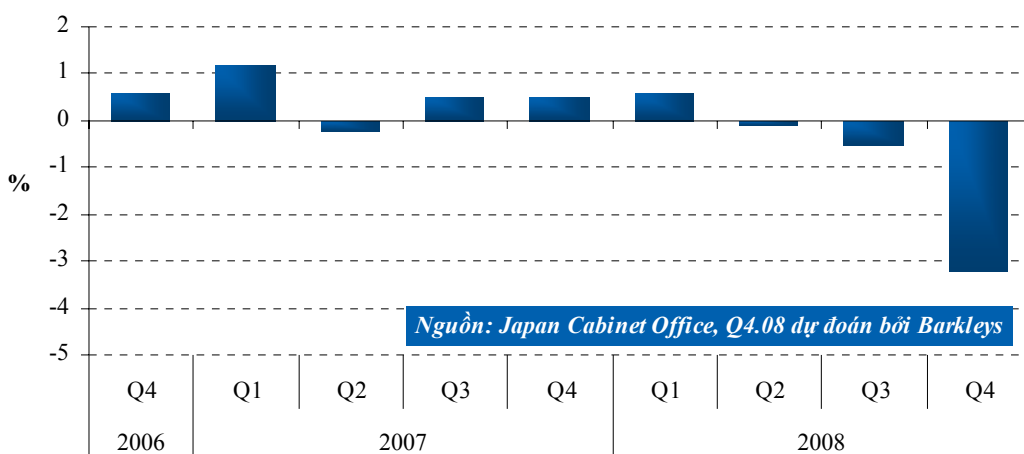
*Bắt đầu từ giữa năm 2007 Nhật lại bắt đầu bị tác động của thời kỳ suy thoái kinh tế toàn cầu mới và các dấu hiệu xấu của nền kinh tế Nhật cho đến cuối 2008 đã bộc lộ một cách rõ nét...*

Năm 1989 bong bóng chứng khoán của Nhật bắt đầu vỡ, tuy nhiên thị trường và giá BĐS vẫn tiếp tục duy trì tăng cho đến giữa năm 1990. Nền kinh tế bắt đầu gặp khó khăn khởi đầu từ việc các ngân hàng làm ăn thua lỗ (do đầu tư vào BĐS). Để cứu nguy nền kinh tế chính phủ Nhật đã thực hiện một loạt chính sách tiền tệ: liên tục cắt giảm lãi suất cơ bản (từ mức 6% năm 1990 xuống đến 0,5% vào đầu năm 1995; 0,15% vào tháng 3 năm 2001 và duy trì mức lãi suất thấp đến năm 1996). Song song với chính sách tiền tệ là các gói giải pháp kinh tế liên tục được đưa ra (từ 1992 đến 2000 Nhật đã bơm ra 10 gói giải pháp kích cầu, chủ yếu tập chung vào chi tiêu chính phủ đầu tư xây dựng các dự án cơ sở hạ tầng được đánh giá là không mang lại nhiều hiệu quả). Cho đến cuối năm 1999, cho dù các chính sách tiền tệ liên tiếp đưa

ra, mức lãi suất đã về gần đến 0 tuy nhiên nền kinh tế Nhật tiếp tục xấu đi, đặc biệt là từ lúc xảy ra khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997. Đến năm 2000, Ngân hàng Trung ương Nhật (BoJ) đã phải áp dụng chính sách tiền tệ khác: “Gia tăng mức linh hoạt tiền tệ có định lượng” (Quantitative Easing – QE). Điều đó có nghĩa là Chính phủ Nhật đã thông qua hệ thống ngân hàng bơm thẳng tiền vào doanh nghiệp để thỏa mãn nhu cầu thanh khoản (liquidity) của nền kinh tế và khắc phục giảm phát (deflation). Song song với quá trình đó, một loạt các hoạt động tái cấu trúc hoạt động tài chính của các ngân hàng, ngòi nổ của suy thoái kinh tế, đã được thực hiện. Trong thời kỳ 1990-2003 chỉ số chứng khoán Nikkei của Nhật đã giảm từ mức gần 39.000 điểm xuống mức thấp nhất dưới 8.000 điểm vào tháng 3 năm 2003. Đến năm 2006 nền kinh tế Nhật đã có những dấu hiệu phục hồi trở lại (lãi suất cơ bản được tăng trở lại và từ năm 2005 đến giữa năm 2007 chỉ số Nikkei 225 đã phục hồi tăng khoảng 50%), tuy nhiên bắt đầu từ giữa năm 2007 Nhật lại bắt đầu bị tác động của thời kỳ suy thoái kinh tế toàn cầu mới và các dấu hiệu xấu của nền kinh tế Nhật cho đến cuối 2008 đã bộc lộ một cách rõ nét...

## Tốc độ tăng trưởng GDP

Tỷ lệ tăng trưởng GDP hàng quý của Nhật từ 2007 - 2008



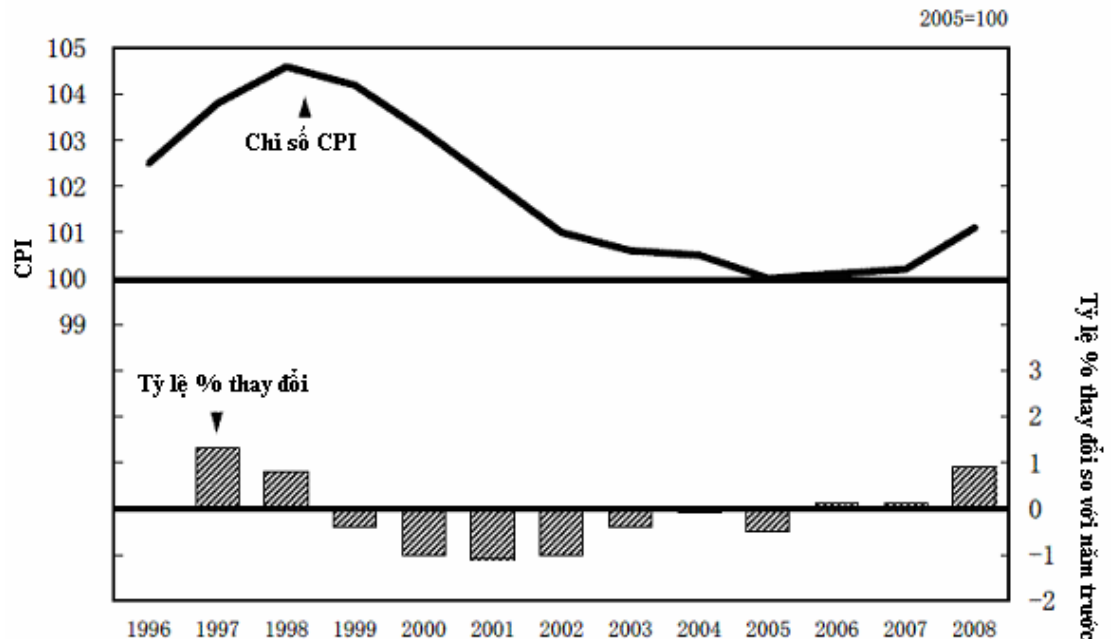
*Năm 2009 (bắt đầu tính từ 01/04/2009 theo năm tài khóa của Nhật) các dự báo tăng trưởng GDP của Nhật là 0% (theo Chính phủ Nhật) và - 0,1 % (theo WB).*

GDP 2007 của Nhật là 4.384 tỷ USD, tăng 0,2 % so với 4.375 tỷ USD của năm 2006. Quý 1 năm 2008 GDP Nhật tăng trưởng 0,6 % so với quý trước, tuy nhiên liên tiếp 3 quý tiếp sau con số tăng trưởng này đã bị âm. Cụ thể quý 2/2008 GDP tăng trưởng -0,1% so với quý 1/2008, quý 3 con số này là -0,5% và quý 4/2008 dự báo tăng trên -3,2%. Nhật Bản chính thức bước vào thời kỳ suy thoái kinh tế trong năm 2008 và năm 2009 (bắt đầu tính từ 01/04/2009 theo năm tài khóa của Nhật) các dự báo tăng trưởng GDP của Nhật là 0% (theo Chính phủ Nhật) và -0,1 % (theo WB).

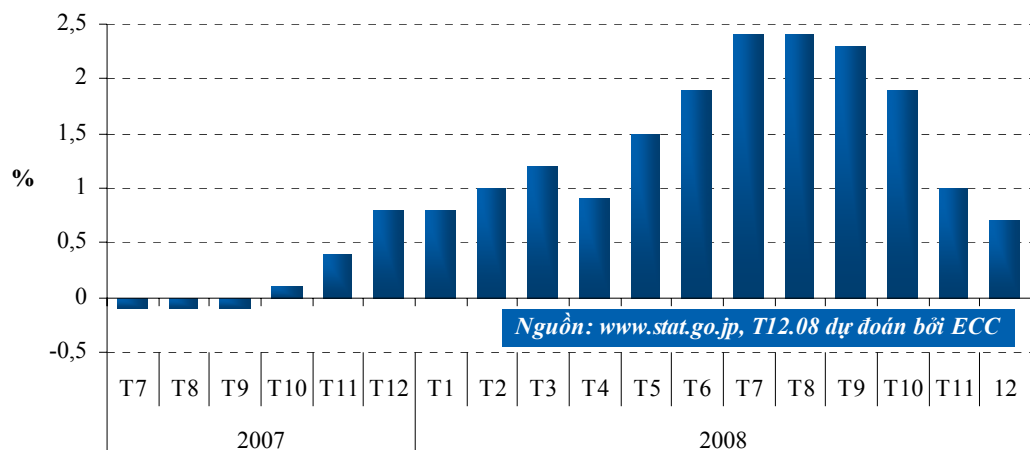
Nguyên nhân chính của việc suy giảm GDP là do sản xuất công nghiệp (đặc biệt là ngành công nghiệp ô tô và sản xuất điện tử) bắt đầu từ quý 3/2008 của Nhật đã giảm sút mạnh, tháng 11/2008 sản lượng công nghiệp giảm -8,1% so với tháng 10/2008. Xuất khẩu đã bị tác động mạnh: tháng 11/2008 giảm -26,7% so với cùng kỳ năm 2007.

## Tỷ lệ lạm phát

Chỉ số CPI hàng năm của Nhật Bản giai đoạn 1996 - 2008



Tỷ lệ lạm phát hàng tháng của Nhật từ nửa cuối 2007 đến 2008



*Trong bối cảnh suy giảm kinh tế năm 2009, tỷ lệ thất nghiệp sẽ gia tăng và khả năng chi tiêu của người dân bị co hẹp, rất có khả năng từ quý 2/2009 Nhật lại một lần nữa phải đối mặt với tình trạng giảm phát.*

Đến cuối năm 2007 bắt đầu có dấu hiệu lạm phát quay trở lại Nhật sau một thời gian dài Nhật phải đối phó với tình trạng giảm phát, khi chỉ số lạm phát cơ bản (core inflation) bắt đầu tăng trở lại. Trong 9 tháng đầu năm 2008, chỉ số lạm phát liên tục tăng đã làm ảnh hưởng đến sức tiêu dùng của người dân và gây khó khăn cho Chính phủ Nhật trong việc thực hiện các chính sách tiền tệ. Nguyên nhân của việc lạm phát tăng cao đến mức kỷ lục trong 10 năm vào 9 tháng đầu năm là do giá nhiên liệu, đặc biệt là giá dầu và các mặt hàng thiết yếu bị sốt giá trên toàn thế giới.

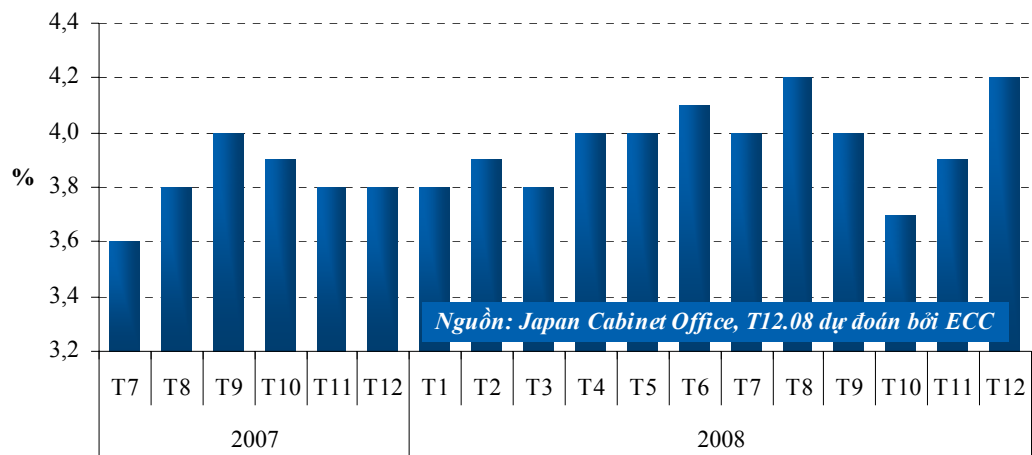
Tuy nhiên cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu có dấu hiệu từ Mỹ bắt đầu từ tháng 9/2008 đã tạo ra sự lo ngại về việc giảm giá hàng hóa mạnh trở lại và nguy cơ giảm phát có thể sẽ gõ cửa trở lại Nhật và các nền kinh tế lớn khác. Chỉ số lạm phát cơ bản của Nhật đã tăng trưởng đến mức đỉnh 2,4% trong tháng 7, 8 năm 2008 và 2,3% vào tháng 9. Tuy nhiên bắt đầu từ tháng 10 đã có dấu hiệu yếu đi rõ ràng, và đến tháng 12 năm 2008 chỉ số lạm phát của Nhật chỉ còn ở mức 0,7%.

Trong bối cảnh suy giảm kinh tế năm 2009, tỷ lệ thất nghiệp sẽ gia tăng và khả năng chi tiêu của người dân bị co hẹp, rất có khả năng từ quý 2/2009 Nhật lại một lần nữa phải đối mặt với tình trạng giảm phát.

## Tỷ lệ thất nghiệp

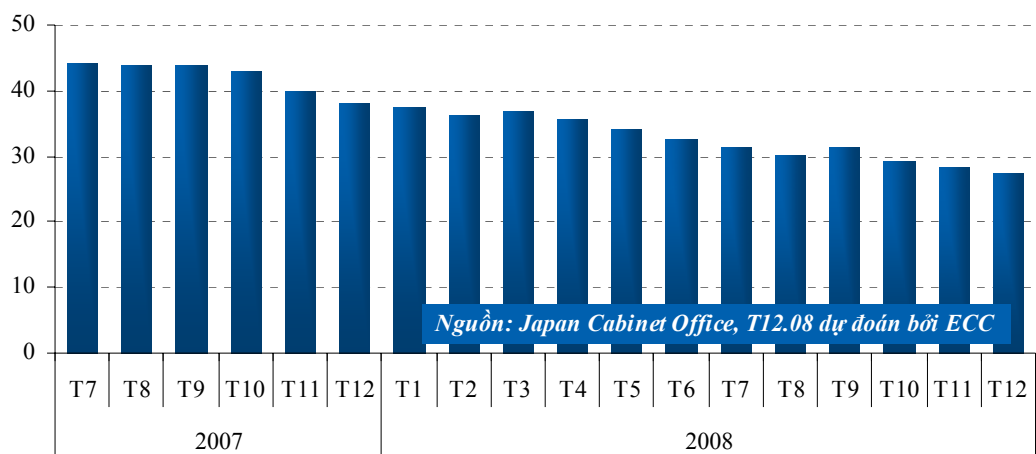
Tỷ lệ thất nghiệp ở Nhật Bản chưa có xu hướng giảm đột biến trong 11 tháng đầu năm 2008 như Mỹ và 1 số nước công nghiệp khác. Tuy nhiên, bắt đầu từ tháng 10/2008 các con số công bố cho thấy sản lượng hàng hóa công nghiệp sản xuất giảm mạnh, lợi nhuận của các doanh nghiệp suy sút, nhiều các tập đoàn lớn như Toyota công bố lỗ, hoạt động đầu tư vào các doanh nghiệp giảm sút, số lượng các công ty phá sản gia tăng... Theo chúng tôi, tỷ lệ thất nghiệp của Nhật bắt đầu có dấu hiệu gia tăng vào tháng 01/2009 và có thể đạt đỉnh điểm vào quý 2-3 năm 2009 này.

Tỷ lệ thất nghiệp hàng tháng của Nhật nửa cuối 2007 đến 2008



## Niềm tin tiêu dùng

Chỉ số niềm tin tiêu dùng hàng tháng của Nhật

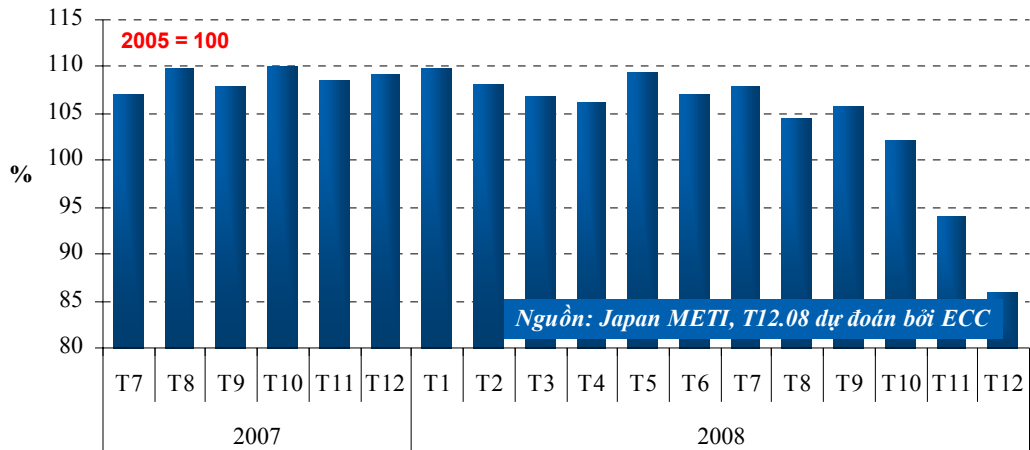


Niềm tin tiêu dùng giảm trong tháng 11 còn 28,4 so với tháng 1/2008 là 37,6. Đây là mức giảm cao nhất kể trong vòng trên 20 năm gần đây. Con số này cho thấy sự mất lạc quan rất lớn của người tiêu dùng đối với nền kinh tế Nhật vào thời điểm hiện nay.

## Tốc độ tăng trưởng công nghiệp

Bắt đầu từ tháng 09/2008, chỉ số sản xuất công nghiệp ở Nhật Bản có xu hướng giảm với tốc độ rất nhanh (tháng 10 giảm còn 102,3 điểm so với 105,8 của tháng 9 và đến tháng 11/2008 hạ xuống còn 94). Chỉ số công nghiệp giảm này cho thấy sản lượng sản xuất hàng hóa công nghiệp, đặc biệt trong lĩnh vực công nghiệp ô tô và điện tử đã giảm sút rất mạnh, nguyên nhân là do nhu cầu xuất khẩu và tiêu dùng đã bị giảm sút.

Tỷ lệ tăng trưởng sản xuất công nghiệp hàng tháng của Nhật



## Kinh tế Trung Quốc

Các chỉ số kinh tế năm chủ yếu của Trung Quốc

Chỉ số kinh tế	2005	2006	2007	2008	2009*
Chỉ số CPI	1,8	1,5	4,8	6%	-0,5
Thay đổi dự trữ ngoại tệ (tỷ USD)	207	247	462	472*	200
Tốc độ tăng trưởng GDP	10,4	11,6	11,9	9,0*	4
Dự trữ ngoại tệ (tỷ USD)	819	1.066	1.528	1.900*	2.100
Nợ nước ngoài (tỷ USD)	-	-	-	-	2.000

Nguồn: NHTG & (\*) do ECC ước tính

- **Dấu hiệu đổi chiều dòng vốn - tín hiệu xấu cho nền kinh tế Trung Quốc:** Nguy cơ các NĐT nước ngoài sẽ rút vốn ra khỏi Trung Quốc trong năm 2009 rất có khả năng xảy ra, *dấu hiệu ban đầu về việc này được nhận biết qua việc dự trữ ngoại tệ của Trung Quốc tháng 10/2008 giảm lần đầu tiên kể từ tháng 12/2003 xuống dưới 1.900 tỷ USD, trong khi thặng dư thương mại trong tháng này vẫn rất lớn* (cũng có 1 phần do đồng USD tăng giá so với EU). Trung Quốc hiện đang phải đối mặt với việc rút vốn một cách không bình thường ra khỏi biên giới, và dòng tiền chảy ra này đang được đánh giá một phần là tiền đầu tư nóng (hot money – NĐT nước ngoài trước đây đầu tư tiền vào Trung Quốc mua NĐT để chờ việc đồng NĐT sẽ tăng giá). Một phần không nhỏ dòng ngoại tệ sẽ ra khỏi Trung Quốc trong năm 2009 sẽ từ khối đầu tư trực tiếp trong bối cảnh kinh tế suy thoái nặng (depression) toàn cầu, đặc biệt là Mỹ có thể sẽ xảy ra, ví dụ như Bank of America đã bán bớt 5,62 tỷ cổ phiếu với giá 2,83 tỷ USD của China Construction Bank vào đầu tháng 1



năm 2009, UBS bán bớt gần 900 triệu USD cổ phiếu của Bank of China vào ngày cuối năm 2008, Credit Suisse cũng có hành động tương tự, RBS có thể sẽ bán tiếp 3 tỷ USD của Bank of China... Hiện cổ phiếu các ngân hàng lớn nhất của Trung Quốc đều được các định chế tài chính lớn của Mỹ và thế giới đầu tư vào với vai trò là cổ đông chiến lược (RBS, Temasek, UBS.. đầu tư vào Bank of China, Goldman Sachs, Allianz SE và American Express, Industrial and Commercial Bank of China...). Có một điểm lưu ý là hiện tại Trung Quốc, đặc biệt là các ngân hàng lớn của Trung Quốc vẫn nắm giữ khá nhiều chứng khoán của các tổ chức ở Mỹ, đặc biệt là các loại chứng khoán do Fannie Mae và Freddie Mac phát hành (*Gần 10% GDP của Trung Quốc năm 2007, theo New York Times*). Ngân hàng Trung ương Trung Quốc có khả năng sẽ kiểm tra tính hợp lệ của các khoản thanh toán thương mại và tiến tới giám sát trên các cá nhân mang ngoại tệ ra và vào nước.

- **Thị trường BĐS:** Thị trường BĐS Trung Quốc rơi vào thời kỳ xấu nhất trong 10 năm gần đây. Theo thông tin Cục Thống kê Bắc Kinh, trong 11 tháng đầu năm 2008, tại thủ đô Bắc Kinh có tổng số 7,389 triệu mét vuông nhà ở được bán, giảm 52,4% so với cùng kỳ năm 2007. Tính đến thời điểm cuối tháng 12/2009, tại Bắc Kinh số lượng nhà và căn hộ đã bán và đang xây dựng chỉ có 188.000 căn, trong khi số nhà và căn hộ đã xây xong nhưng chưa bán được là 174.000 căn, và trên thị trường còn tồn hơn 360.000 nhà và căn hộ để trống. Nếu các năm tiếp theo mỗi năm bán được số căn hộ bằng số lượng năm 2007 (120.000 căn) thì sẽ mất ít nhất 3 năm để bán tất cả trong trường hợp không tiến hành xây dựng thêm nữa. Tương tự với Bắc Kinh, doanh thu từ nhà ở dân cư tại thành phố Thượng Hải năm 2008 giảm 57%, Nam Kinh và Hàng Châu giảm tương ứng 54 và 50%. Giá nhà của các thành phố lớn của Trung Quốc chưa giảm mạnh (giảm dưới 10%) trong năm 2008 cho thấy nhu cầu nhà ở đã giảm mạnh.
- **Sản lượng điện tiêu thụ giảm - dấu hiệu xấu cho ngành sản xuất công nghiệp:** Sản lượng điện tháng 10/2008 của Trung Quốc giảm 4% so với cùng kỳ năm trước, con số này là -11% trong tháng 11/2008 và trên -6% được dự báo trong tháng 12/2008. Sản lượng điện tiêu thụ giảm mạnh trong những tháng cuối năm 2008 (thời điểm có con số tiêu thụ điện năng tăng trưởng cao trong 8 năm vừa qua) cho thấy rõ nhu cầu tiêu thụ điện trong các ngành công nghiệp nặng (luyện thép, sản xuất thép, kim loại, sản xuất vật liệu xây dựng và hóa chất..) giảm do cắt giảm sản xuất.
- **Xuất nhập khẩu sẽ giảm sút mạnh trong năm 2009:** Tháng 12 năm 2008 xuất khẩu của Trung Quốc đã bị sụt giảm đột ngột, giảm 2,8% tính theo giá trị USD so với cùng kỳ năm 2007 sau khi giảm 2,2% trong tháng trước đó. Tuy nhiên nếu tính theo giá trị NDT thì con số sụt giảm xuất khẩu của Trung Quốc là 9%. Đáng chú ý là nhập khẩu tháng 12 năm 2008 của Trung Quốc đã giảm 21,3% so với cùng kỳ, điều này cho thấy nhu cầu về hàng hóa đầu vào cho xuất khẩu giảm sút và xuất khẩu các tháng tiếp theo, đặc biệt trong quý 1 và 2 năm 2009 sẽ tiếp tục sụt giảm mạnh. Dự đoán, xuất khẩu của Trung Quốc sẽ giảm 17-20% trong năm 2009. Đóng góp của xuất khẩu vào tăng trưởng GDP trong năm 2009 gần như bằng 0 hoặc thậm chí sẽ âm. Ngày 8/1/2008 Ngân hàng Trung ương Trung Quốc công bố kế hoạch thử nghiệm sử dụng NDT thay thế USD trong thanh toán quốc tế, cụ thể các tỉnh Quảng Đông và vùng châu thổ sông Hoàng Hà sẽ thanh toán với đặc khu Hồng Kông và Ma Cao, các tỉnh Quảng Tây và Vân Nam sẽ thanh toán với các nước Đông Nam Á bằng

đồng NDT. Đây là chính sách thử nghiệm của Trung Quốc nhằm hỗ trợ các công ty xuất khẩu, vì nếu thanh toán bằng USD thì các nhà xuất khẩu của Trung Quốc sẽ phải đối mặt với thua lỗ.

#### **Các vấn đề khó khăn có thể xảy ra với Trung Quốc năm 2009:**

- Xuất khẩu giảm sút mạnh
- Nền sản xuất công nghiệp của Trung Quốc sụt giảm mạnh kể cả doanh thu và lợi nhuận.
- Giá BĐS tiếp tục sẽ giảm. Khả năng xảy ra nổ bong bóng BĐS ở Trung Quốc là ít, tuy nhiên nếu xảy ra thì tâm điểm khủng hoảng thế giới sẽ chuyển hướng sang Trung Quốc.
- Tỷ lệ thất nghiệp sẽ gia tăng.
- Các doanh nghiệp tiếp tục phá sản, sát nhập và đóng cửa mạnh.
- GDP dự báo tăng trưởng chậm đột ngột: 0-4%, chấm dứt giai đoạn tăng trưởng GDP ở mức 2 con số.

#### **Các giải pháp Trung Quốc đã và có thể sẽ đưa ra để hỗ trợ nền kinh tế:**

- Gói hỗ trợ kích cầu cho nền kinh tế đến cuối năm 2010 trị giá 586 tỷ USD. (Giảm thuế mạnh, hệ thống ngân hàng buộc phải tích cực cho vay các doanh nghiệp vừa và nhỏ nhiều hơn để cứu trợ xuất khẩu, các chính quyền địa phương sẽ chi tiêu nhiều hơn cho các dự án đường xá và cơ sở hạ tầng).
- Cân nhắc hạn chế hoặc không tiếp tục mua trái phiếu của Mỹ. Năm 2008 và trước đó, một phần lớn đáng kể của các khoản dự trữ bắt buộc của các ngân hàng Trung Quốc được gửi tại Ngân hàng Trung ương (tỷ lệ dự trữ bắt buộc của Trung Quốc cao) và Ngân hàng Trung ương Trung Quốc đã sử dụng số tiền này để mua trái phiếu của Mỹ. Tuy nhiên sang năm 2009 dòng tiền này sẽ được dịch chuyển sang cho vay trong nội địa. Thêm vào đó, dòng vốn FDI vào Trung Quốc đã bị thu hẹp lại khá lớn.
- Tiếp tục sử dụng các chính sách tiền tệ, cắt giảm lãi suất cơ bản.

## **Tốc độ tăng trưởng GDP**

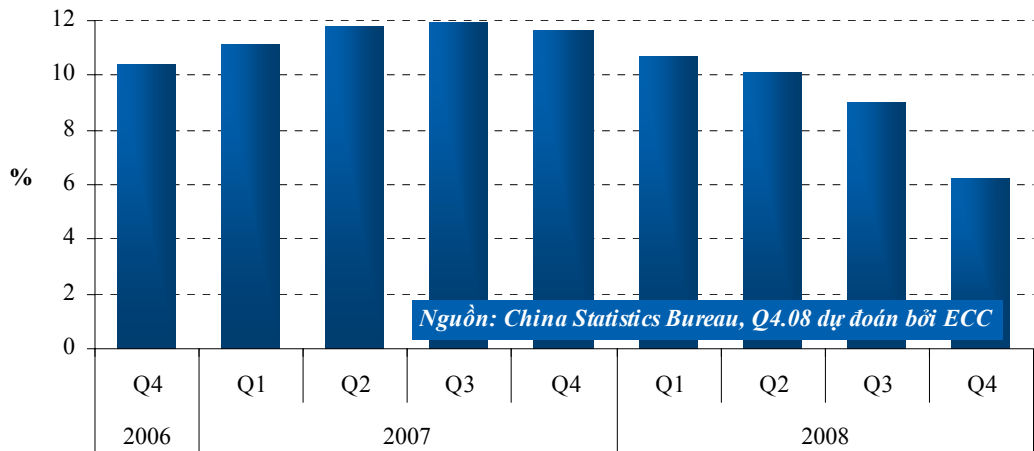
*Với kịch bản xấu, chúng tôi ước tính khả năng GDP của Trung Quốc tăng trưởng chỉ khoảng 0% - 4% trong năm 2009 là hoàn toàn có thể, và đó là cú sốc sau 30 năm liên tục tăng trưởng GDP ở mức cao nhất thế giới.*

Tăng trưởng kinh tế của Trung Quốc năm 2009 sẽ bị chậm lại đáng kể. Điều này được thể hiện qua sự suy giảm của đầu tư, đặc biệt trong việc xây dựng các tòa nhà mới và các dự án bất động sản, cho dù chính phủ Trung Quốc có tích cực chi tiêu trong việc đầu tư vào các ngành hàng không, vũ trụ, khoa học kỹ thuật, đồng thời khó khăn kinh tế càng tạo ra tâm lý giữ tiền tiết kiệm và hạn chế chi tiêu làm cho sức mua hàng của người dân Trung Quốc sẽ giảm sút.

WB dự báo GDP Trung Quốc 2008 tăng 9,6%, khi đó GDP quý 4/2008 sẽ tăng khoảng 8,4% so với cùng kỳ năm 2007. Với ước tính GDP 2008 của Trung Quốc khoảng 9% thì con số tăng tương ứng quý 4/2008 sẽ chỉ còn khoảng 6,2%, và với kịch bản xấu GDP 2008 tăng còn 8% thì GDP quý 4/2008 tăng trưởng GDP so với cùng kỳ sẽ còn chỉ 2,2%. Theo dự báo của WB, GDP Trung Quốc 2009 tăng trưởng 7,5%, Deustch Bank dự báo khoảng 7-7,6%. Tuy nhiên với kịch bản xấu, chúng tôi ước tính khả năng GDP của Trung Quốc tăng trưởng chỉ

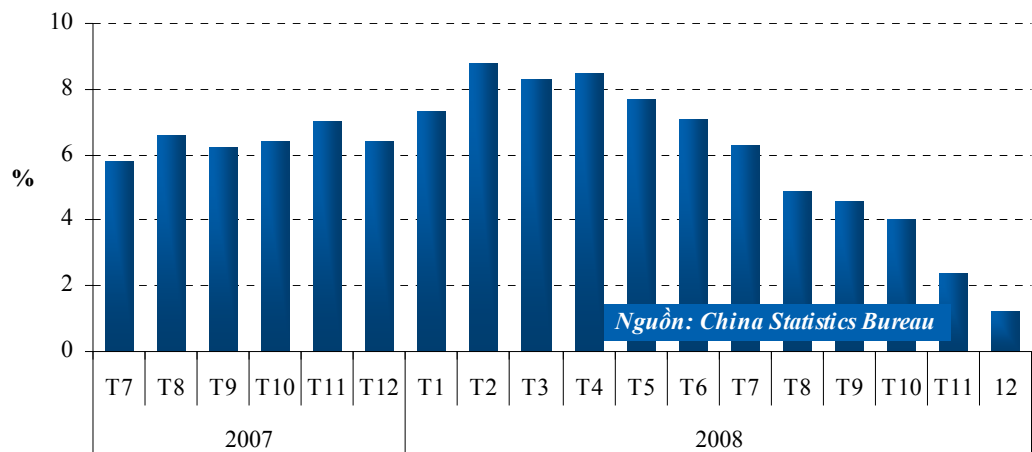
khoảng 0% - 4% trong năm 2009 là hoàn toàn có thể, và đó là cú sốc sau 30 năm liên tục tăng trưởng GDP ở mức cao nhất thế giới.

### Tỷ lệ tăng trưởng GDP hàng quý của Trung Quốc 2007 - 2008



### Tỷ lệ lạm phát

#### Tỷ lệ lạm phát hàng tháng của Trung Quốc 2007 - 2008



*Theo đánh giá của chúng tôi, CPI của Trung Quốc năm 2009 sẽ đạt ở ngưỡng (-0%; -1%).*

Sự sụt giảm mạnh giá dầu và giá hàng hóa trong quý 4 năm 2008 vừa qua đã tác động làm cho chỉ số giá tiêu dùng CPI của Trung Quốc tháng 11/2008 có mức tăng thấp nhất trong thời gian 2 năm trước đó, với mức tăng CPI chỉ 2,4%, so với mức tăng tháng 10/2008 là gần 4% và dự kiến CPI tháng 12/2008 chỉ còn ở mức trên 1%. Theo xu hướng mới này thì khả năng sẽ có giảm phát ở Trung Quốc vào năm 2009 này, khi áp lực giảm giá hàng hoá để kích thích tiêu dùng vẫn còn rất lớn. Với kịch bản khả quan, kinh tế suy giảm đến mức xấu nhất vào quý 2, 3 năm 2009 và phát triển tăng trở lại vào quý 4/2009, theo đánh giá của chúng tôi, CPI của Trung Quốc năm 2009 sẽ đạt ở ngưỡng (0%;-1%).

## ĐẶC ĐIỂM KINH TẾ VÀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM

### Cán cân thanh toán quốc gia

#### Tài khoản vãng lai

##### Cán cân thương mại

Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê, xuất khẩu cả năm 2008 đạt 62,9 tỷ USD, tăng 29,5% so với năm 2007, bao gồm khu vực có vốn đầu tư nước ngoài (kể cả dầu thô) đạt 34,9 tỷ USD, tăng 25,7%, đóng góp 49,7% vào mức tăng chung của xuất khẩu; khu vực kinh tế trong nước đạt 28 tỷ USD, tăng 34,7%, đóng góp 50,3%. Trong tổng kim ngạch hàng hoá xuất khẩu năm 2008, nhóm hàng công nghiệp nặng và khoáng sản chiếm tỷ trọng 31%, nhóm hàng nông sản chiếm 16,3%. Kim ngạch xuất khẩu năm 2008 của các loại hàng hoá đều tăng so với năm 2007, chủ yếu do sự tăng giá trên thị trường thế giới.

Kim ngạch hàng hoá nhập khẩu năm 2008 ước tính 80,4 tỷ USD, tăng 28,3% so với năm 2007, bao gồm khu vực kinh tế trong nước đạt 51,8 tỷ USD, tăng 26,5%; khu vực có vốn đầu tư nước ngoài đạt 28,6 tỷ USD, tăng 31,7%. Trong tổng kim ngạch hàng hoá nhập khẩu năm 2008, tư liệu sản xuất chiếm 88,8%; hàng tiêu dùng chiếm 7,8%; vàng chiếm 3,4% (năm 2007 tỷ trọng của 03 nhóm hàng này tương ứng là: 90,4%; 7,5%; 2,1%). Nếu loại trừ yếu tố tăng giá của một số mặt hàng thì kim ngạch nhập khẩu năm nay chỉ tăng 21,4% so với năm 2007. Nhìn chung, các mặt hàng nhập khẩu chủ lực nhằm đáp ứng nhu cầu phát triển sản xuất trong nước đều tăng so với năm 2007. Tuy nhiên, nhập khẩu nguyên liệu cho sản xuất những tháng cuối năm có xu hướng giảm nhiều, đây là một trong những dấu hiệu của sự chững lại trong đầu tư và sản xuất. Trong khi đó, kim ngạch nhập khẩu hàng tiêu dùng đang có xu hướng tăng vào các tháng cuối năm cho thấy hàng tiêu dùng nước ngoài đang tạo sức ép lớn lên hàng tiêu dùng của Việt Nam ngay tại thị trường trong nước. Nhập khẩu ô tô năm 2008 đạt mức cao kỷ lục với 2,4 tỷ USD, trong đó ô tô nguyên chiếc đạt 1 tỷ USD với 50,4 nghìn chiếc (ô tô dưới 12 chỗ ngồi 27,5 nghìn chiếc, tương đương 380 triệu USD).

**Nhập siêu năm 2008 ước tính 17,5 tỷ USD**, tăng 24,1 % so với năm 2007, bằng 27,8% tổng kim ngạch xuất khẩu. Tuy nhập siêu đã giảm nhiều so với dự báo những tháng trước đây nhưng mức nhập siêu năm nay vẫn khá cao, trong đó châu Á có mức nhập siêu lớn nhất, đứng đầu là thị trường Trung Quốc với 10,8 tỷ USD, cao hơn 1,7 tỷ USD so với năm 2007.

Trong năm 2009, chúng tôi ước tính xuất khẩu của Việt Nam đạt khoảng 52 tỷ USD, giảm khoảng 10,9 tỷ USD so với năm 2008 tương đương mức giảm 18%. Nhập khẩu cùng trong hướng suy giảm do cầu đầu tư trong nước giảm mạnh. Chúng tôi dự tính nhập khẩu cả năm 2009 khoảng 65 tỷ USD, giảm khoảng 18% so với năm 2008, đưa mức **thâm hụt thương mại năm 2009 xuống còn 13 tỷ USD**.

*Thâm hụt thương mại năm 2008 là 17,5 tỷ USD, dự báo năm 2009 thâm hụt 13 tỷ USD..*

## Cán cân dịch vụ

Theo thống kê từ Tổng cục thống kê, tổng trị giá xuất khẩu dịch vụ năm 2008 ước tính đạt 7,1 tỷ USD, tăng 9,8% so với năm 2007, trong đó dịch vụ du lịch đạt 4 tỷ USD, tăng 7,2%; dịch vụ vận tải hàng không đạt 1,3 tỷ USD, tăng 23,7%; dịch vụ vận tải biển đạt 1 tỷ USD, tăng 27,7%.

*Nhập siêu dịch vụ năm 2008 là 0,8 tỷ USD, dự báo năm 2009 thâm hụt 0,6 tỷ USD*

Tổng trị giá nhập khẩu dịch vụ năm 2008 ước tính đạt 7,9 tỷ USD, tăng 10,3% so với năm 2007, trong đó dịch vụ du lịch 1,3 tỷ USD, tăng 6,6%; dịch vụ vận tải hàng không 800 triệu USD, giảm 2,4%; dịch vụ hàng hải 300 triệu USD, tăng 20%.

***Nhập siêu dịch vụ năm 2008 là 0,8 tỷ USD.***

Năm 2009 sẽ chứng kiến sự khó khăn của hầu hết các ngành nghề mà trong đó du lịch dịch vụ bị ảnh hưởng khá nặng. Theo ước tính của chúng tôi, xuất khẩu dịch vụ năm 2009 chỉ đạt 5,6 tỷ USD, giảm 20% so với năm 2008. Nhập khẩu dịch vụ giảm 22% so với năm 2008 và đạt 6,2 tỷ USD.

***Dự báo cả năm 2009 cán cân dịch vụ thâm hụt 0,6 tỷ USD.***

## Thu nhập ròng từ bên ngoài

Khoản mục này bao gồm các khoản thu ròng về cổ tức, lãi và lợi nhuận của người cư trú từ vốn đã đầu tư ra nước ngoài (một cá nhân được xem là cư trú trong một quốc gia khi họ sống trong quốc gia đó ít nhất là 12 tháng, các công ty đa quốc gia được xem như cư trú nhiều quốc gia, mỗi chi nhánh của công ty đặt tại mỗi nước sở tại được xem như cá nhân cư trú tại nước đó, các tổ chức quốc tế như WB, IMF được coi như các nhân không cư trú đối với mọi quốc gia trên thế giới bất chấp nó đặt trụ sở tại đâu).

*Thu nhập ròng ước tính -2,61 tỷ US, dự báo -2,74 tỷ USD vào năm 2009*

Theo số liệu của các năm trước và gần nhất là quý 3 năm 2008 (mức trung bình của 9 năm từ 1999 đến 2007 là -2% GDP, trong đó năm 2007 là -3% và quý 3/2008 là -2,9%), chúng tôi ước tính con số này vào khoảng -3% GDP. ***Theo đó, mức thu nhập ròng từ bên ngoài năm 2008 ước tính là -2,61 tỷ USD*** (Theo số liệu tổng cục thống kê, GDP năm 2008 là 1.478.695 tỷ VND tương đương 87 tỷ USD theo tỷ giá liên ngân hàng ngày 19/01/2009 là 16.997 VND/USD).

***Dự báo năm 2009, thu nhập ròng từ bên ngoài là -2,74 tỷ USD.***

## Chuyển giao vãng lai ròng

*Chuyển giao vãng lai ròng là 5,820 tỷ USD*

Khoản mục này bao gồm các khoản chuyển tiền đơn phương không hoàn trả, được thể hiện dưới dạng ròng. Với Việt Nam, các khoản chuyển tiền về nước của khu vực tư nhân (kiều hối) chiếm tỷ trọng chính trong khoản mục này, ngoài ra còn có viện trợ chính thức không hoàn lại của các chính phủ và các tổ chức.

Kiều hối theo thống kê của NHNN năm 2008 đạt 8 tỷ USD, viện trợ chính thức không hoàn lại ước đạt 0,188 tỷ USD (theo số liệu chính thức từ Tổng cục thống kê ngày 23/9/2008).

***Theo đó Chuyển giao vãng lai ròng cả năm 2008 là khoảng 8,2 tỷ USD.***

Theo chúng tôi, lượng kiều hồi năm 2009 chỉ đạt 50% năm 2008, do đó ước tính **chuyển giao vãng lai dòng cả năm 2008 khoảng 4,2 tỷ USD.**

**Như vậy, Tài khoản vãng lai năm 2008 thâm hụt 12,71 tỷ USD, giảm gần 4,4% so với mức thâm hụt 13,33 tỷ USD 6 tháng đầu năm.**

**Dự báo cả năm 2009, tài khoản vãng lai thâm hụt 12,14 tỷ USD. (Chi tiết xem bảng)**

## Tài khoản vốn

### Đầu tư trực tiếp nước ngoài ròng

*Đầu tư trực tiếp nước ngoài ròng năm 2008 đạt 11,5 tỷ US, dự báo năm 2009 đạt 7,2 tỷ USD*

Theo số liệu từ Tổng cục thống kê, trong năm 2008, lượng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đăng ký đạt mức kỷ lục 64 tỷ USD, gần gấp 3 lần năm 2007, trong đó 60,3 tỷ USD là vốn đầu tư đăng ký mới, 3,7 tỷ USD là vốn đăng ký tăng thêm. Lĩnh vực công nghiệp và xây dựng chiếm 54,1% tổng vốn đăng ký tương đương 32,6 tỷ USD; lĩnh vực dịch vụ 27,4 tỷ USD, chiếm 45,5%. Tuy nhiên con số trong khoản mục đầu tư trực tiếp nước ngoài ròng thì chúng ta chỉ tính đến con số giải ngân thực tế. **Theo đó, giải ngân FDI năm 2008 đạt 11,5 tỷ USD.**

Trong năm 2009, vốn FDI đăng ký vào giải ngân chắc chắn sẽ suy giảm so với năm 2008. Nhìn vào cơ cấu vốn đăng ký FDI năm 2008 có thể thấy rằng Malayxia, Đài Loan, Nhật Bản và Xingapo đã chiếm tới 80% vốn đăng ký. Nền kinh tế các nước này dự báo sẽ gặp nhiều khó khăn hơn nữa trong năm 2009, cộng với việc vốn tự do của các dự án đăng ký chỉ chiếm khoảng 30% giá trị dự đăng ký, do đó chúng tôi cho rằng lượng vốn **giải ngân FDI thực tế trong năm 2009 chỉ đạt khoảng 7,2 tỷ USD.**

### Vay nợ dài và trung hạn

*Vay nợ dài và trung hạn năm 2008 ước đạt 1,227 tỷ USD, dự báo năm 2009 đạt 1,3 tỷ USD*

Khoản mục này tương ứng với lượng ODA giải ngân thực tế (không tính phần ODA không hoàn lại đã tính vào khoản mục **Chuyển giao vãng lai ròng**). Hiện chưa có số liệu thống kê ODA cả năm 2008, theo số liệu từ Tổng cục thống kê, vốn ODA giải ngân thực tế trong 9 tháng năm 2008 đạt **1,227 tỷ USD** (bằng 74,5% kế hoạch cả năm) trong tổng số 1.826 triệu USD cam kết.

Theo hội nghị các nhà tài trợ cuối tháng 12 năm 2008, ODA cam kết cho năm 2009 của Việt Nam đạt 5,12 tỷ USD, **chúng tôi đánh giá mức ODA giải ngân thực tế trong năm 2009 chỉ đạt khoảng 1,3 tỷ USD.**

### Vay nợ ngắn hạn

*Vay nợ ngắn hạn năm 2008 là 0,261 tỷ USD, dự báo năm 2009 đạt 0,274 tỷ USD*

Chúng tôi không có số liệu chính thức về khoản mục này. Tuy nhiên theo số liệu thống kê các năm trước và quý 3/2008 (mức trung bình 9 năm từ 1999 đến 2007 là 0,11% GDP, năm 2007 là 0,1% và quý 3/2008 là 0,3%), chúng tôi ước tính con số năm 2008 vào khoảng 0,3% GDP, **tương đương 0,261 tỷ USD.**

**Dự báo cả năm 2009, vay nợ ngắn hạn là 0,274 tỷ USD.**

## Đầu tư danh mục chứng khoán ròng

Khoản mục này bao gồm mua bán chứng khoán, các công cụ nợ trên thị trường tiền tệ, công cụ phái sinh. Tuy nhiên tại thị trường Việt Nam thì khoản mục này chủ yếu là bao gồm danh mục trái phiếu và cổ phiếu.

*Đầu tư danh mục chứng khoán ròng năm 2008 là -1,82 tỷ USD, dự báo năm 2009 là -1,2 tỷ USD.*

Theo thống kê của chúng tôi, năm 2008 đầu tư danh mục chứng khoán ròng của các nhà đầu tư nước ngoài là -31.005 tỷ đồng, **tương đương -1,82 tỷ USD**. Trong đó danh mục trái phiếu bán ròng 37.383 tỷ đồng (-2,2 tỷ USD), danh mục cổ phiếu mua ròng 6.378 tỷ đồng (+0,38 tỷ USD).

Tính tới ngày 16/01/2009, Nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục bán ròng trái phiếu -2.645 tỷ đồng, mua ròng cổ phiếu 151 tỷ đồng. Với sự co cụm của các luồng vốn quốc tế trong năm 2008 và tiếp tục trong năm 2009, chúng tôi cho rằng xu hướng bán ròng trong năm 2009 của các Nhà đầu tư nước ngoài là không thể tránh khỏi, đặc biệt là vào 6 tháng đầu năm 2009. **Do đó cả năm 2009, chúng tôi ước tính lượng bán ròng của các Nhà đầu tư nước ngoài khoảng -1,2 tỷ USD.**

## Tiền gửi

*Khoản mục tiền gửi đạt 2,267 tỷ USD*

Số liệu thống kê các năm gần đây cho thấy khoản mục tiền gửi trong tài khoản vốn biến động thất thường, âm trong các năm từ 1999 đến 2001, 2005-2006, trong khi dương trong các năm 2002-2004 và đặc biệt năm 2007 và quý 1 năm 2008 tăng mạnh. Cụ thể, năm 2007 là 2,623 tỷ USD (chiếm 3,7% GDP) và quý 1/2008 là 3,302 tỷ USD (chiếm tới 17,9% GDP). Trong năm 2008, chúng ta chứng kiến sự suy giảm dòng tiền gửi từ các nước phát triển sang các nước đang phát triển. Theo số liệu của Ngân hàng thế giới, trong năm 2008, lượng tiền gửi từ các nước phát triển sang các nước đang phát triển giảm từ mức 2% của năm 2007 xuống mức 1,8% GDP của các nước đang phát triển. Việt Nam cũng không nằm ngoài xu hướng đó, chúng tôi ước tính lượng tiền gửi trong năm 2008 cũng chỉ vào khoảng 1,8% GDP (bằng một nửa tỷ lệ năm 2007), tương đương 1,57 tỷ USD. Dự báo cả năm 2009, lượng tiền gửi vào Việt Nam đạt khoảng 1,1 tỷ USD.

**Tài khoản vốn năm 2008 thặng dư 12,87 tỷ USD, đầu tư trực tiếp nước ngoài đóng góp chính vào khoản thặng dư này (89,37%).**

**Dự báo tài khoản vốn năm 2009 đạt 8,67 tỷ USD. (Chi tiết xem bảng)**

## Cán cân thanh toán tổng thể và Dự trữ ngoại hối

*Cán cân thanh toán năm 2008 thặng dư 0,16 tỷ USD, đưa mức dự trữ ngoại hối cuối năm 2008 lên mức 23,76 tỷ USD*

Mức tăng hay giảm của dự trữ ngoại hối đúng bằng mức thặng dư hay thâm hụt của Cán cân thanh toán (Bảng tổng giữa Tài khoản vãng lai, Tài khoản vốn và Mục sai số), nếu như quốc gia không dùng tới các khoản tài trợ đặc biệt.

Cán cân thanh toán tổng thể năm 2008 đạt mức thặng dư 0,16 tỷ USD đưa mức dự trữ ngoại hối cuối năm 2008 đạt 23,76 tỷ USD.

**Bảng tổng kết Cán cân thanh toán năm 2008 và dự đoán năm 2009**

ĐVT: Tỷ USD

TT	Khoản mục	2007	% GDP	9T/2008	Cả năm 2008	Dự đoán năm 2009
<b>1</b>	<b>Cán cân thương mại</b>	<b>-10,36</b>	<b>-14,5</b>	<b>-15,83</b>	<b>-17,50</b>	<b>-13,00</b>
	Xuất khẩu (Giá FOB)	48,56		49	62,90	52,00
	Nhập khẩu (Giá FOB)	58,92		64	80,40	65,00
<b>2</b>	<b>Cán cân dịch vụ</b>	<b>-0,89</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,97</b>	<b>-0,80</b>	<b>-0,60</b>
	Xuất khẩu	6,03		0,00	7,10	5,60
	Nhập khẩu	6,92		0,00	7,90	6,20
<b>3</b>	<b>Thu nhập ròng từ bên ngoài</b>	<b>-2,17</b>	<b>-3</b>	<b>-1,84</b>	<b>-2,61</b>	<b>-2,74</b>
	Nhận về	1,09		0,00		
	Thanh toán	3,26		0,00		
<b>4</b>	<b>Chuyển giao vãng lai ròng</b>	<b>6,43</b>	<b>9</b>	<b>5,82</b>	<b>8,20</b>	<b>4,20</b>
	Khu vực tư nhân	6,18		0,00		
	Khu vực chính phủ	0,25		0,00		
<b>I</b>	<b>Tài khoản vãng lai</b>	<b>-6,99</b>	<b>-9,8</b>	<b>-12,82</b>	<b>-12,71</b>	<b>-12,14</b>
	Đầu tư trực tiếp nước ngoài ròng	6,55	9,2	8,10	11,50	7,20
	Vay nợ dài và trung hạn	2,05	2,9	1,23	1,23	1,30
	Vay nợ ngắn hạn	0,08	0,1	0,18	0,26	0,27
	Đầu tư gián tiếp	6,24	8,8	0,83	-1,82	-1,20
	Tiền gửi	2,62	3,7	2,27	1,70	1,10
<b>II</b>	<b>Tài khoản vốn</b>	<b>17,54</b>	<b>24,6</b>	<b>12,61</b>	<b>12,87</b>	<b>8,67</b>
	Mục sai số	-0,35		-1,49	0,00	0,00
<b>III</b>	<b>CÁN CÂN THANH TOÁN</b>	<b>10,20</b>	<b>14</b>	<b>-1,70</b>	<b>0,16</b>	<b>-3,47</b>
<b>IV</b>	<b>Dự trữ ngoại hối cuối kỳ</b>	<b>23,60</b>		<b>21,90</b>	<b>23,76</b>	<b>20,29</b>
	Thay đổi dự trữ ngoại hối trong kỳ	10,198		-1,702	+0,16	-3,47

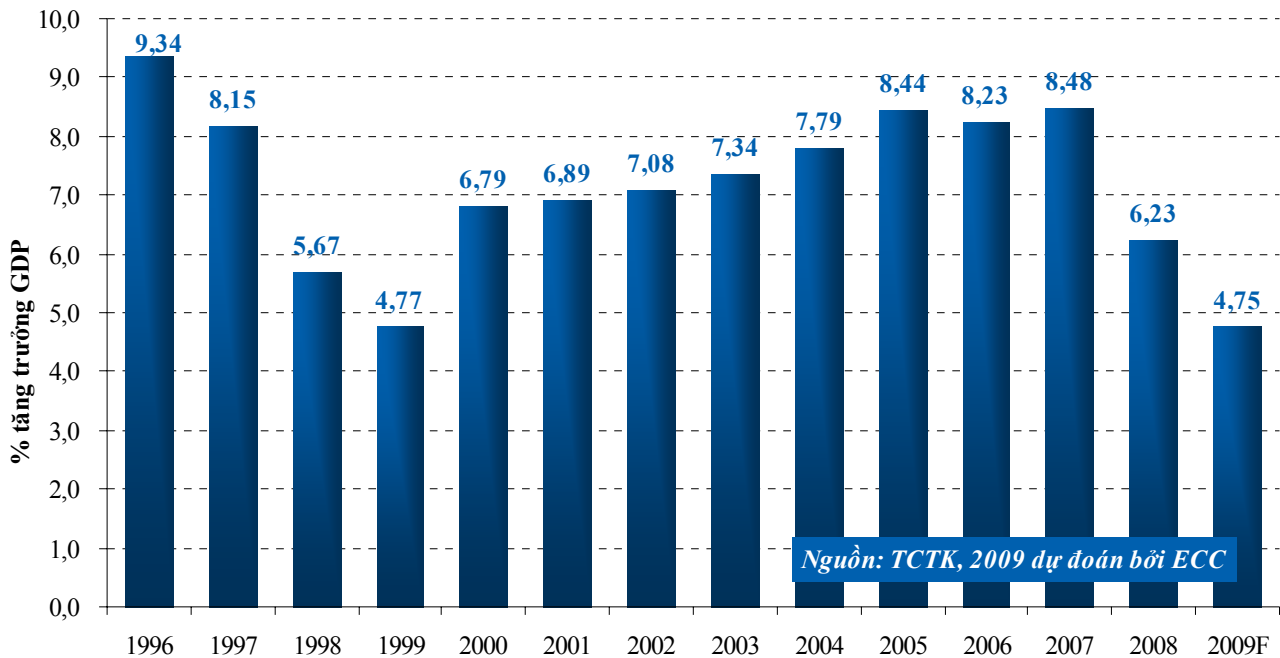
(Nguồn: ECC, ADB, SBV &amp; Morgan Stanley Research)



## Tổng sản phẩm quốc nội (GDP)

### Từ hạ cánh mềm tới nguy cơ suy giảm kinh tế

#### Biểu đồ tăng trưởng kinh tế 1996 - 2009



#### Diễn biến GDP trong năm 2008

2008 là một năm không vui với tăng trưởng GDP của Việt Nam khi tốc độ tăng trưởng GDP chỉ đạt ~ 6,23%, thấp nhất kể từ năm 1999, năm mà Việt Nam phải hứng chịu những hậu quả lớn của cuộc khủng hoảng tiền tệ châu Á. Đáng lo ngại hơn là việc tốc độ tăng trưởng GDP năm tới, theo dự đoán của chúng tôi, sẽ còn thấp hơn và chỉ đạt ~4,75%

#### Quý I/2008

**GDP tăng trưởng 6,23%, thấp nhất kể từ năm 1999**

Năm 2008 khởi đầu với hy vọng khi Quốc hội và Chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng GDP là 8,5%-9% trên cơ sở mức tăng trưởng kinh tế năm 2007 là 8,48%. Tuy nhiên, ngay trong quý I/2008, những dấu hiệu của một nền kinh tế quá nóng, đã trở nên ngày một rõ rệt:

- **Lạm phát gia tăng:** quý I/2008 lạm phát tăng 16,37% so với cùng kỳ năm trước. Lạm phát ngoài ra do cơ chế tỷ giá chưa hợp lý (neo theo đồng đô la Mỹ) khiến việc giá cả tăng cao trên thị trường quốc tế (lương thực, thực phẩm, xăng dầu, vật liệu xây dựng) đã phản ánh vào giá trong nước

- **Thâm hụt tài khoản vãng lai:** Cán cân thương mại thâm hụt ở mức kỷ lục trong nhiều năm (9,3%-9,7% GDP) trong đó tổng kim ngạch nhập khẩu tăng 40% so với cùng kỳ năm ngoái.

- **Bong bóng trên thị trường bất động sản:** Khi các biện pháp của nhà nước góp phần

làm hạ nhiệt cơn sốt chứng khoán thì cơn sốt này chuyển sang thị trường Bất Động Sản làm giá nhà đất tăng nhanh.

### Quý II/2008

Kết thúc quý I, GDP tăng 7,4% nhưng những dấu hiệu của việc sút giảm GDP đã xuất hiện khi Chính phủ có những biện pháp mạnh tay để giải quyết các vấn đề nóng bỏng như lạm phát, tỷ giá, thâm hụt thương mại. Mục tiêu lúc này không còn là tăng trưởng GDP mà là “hạ cánh mềm”. Ảnh hưởng của một chính sách thắt chặt tiền tệ đã khiến cho trong quý II, GDP lùi mạnh mẽ đưa tăng trưởng GDP trong sáu tháng đầu năm chỉ là 6,5%.

### Quý III/2008

*Tốc độ tăng trưởng giảm vào Quý II và Quý IV*

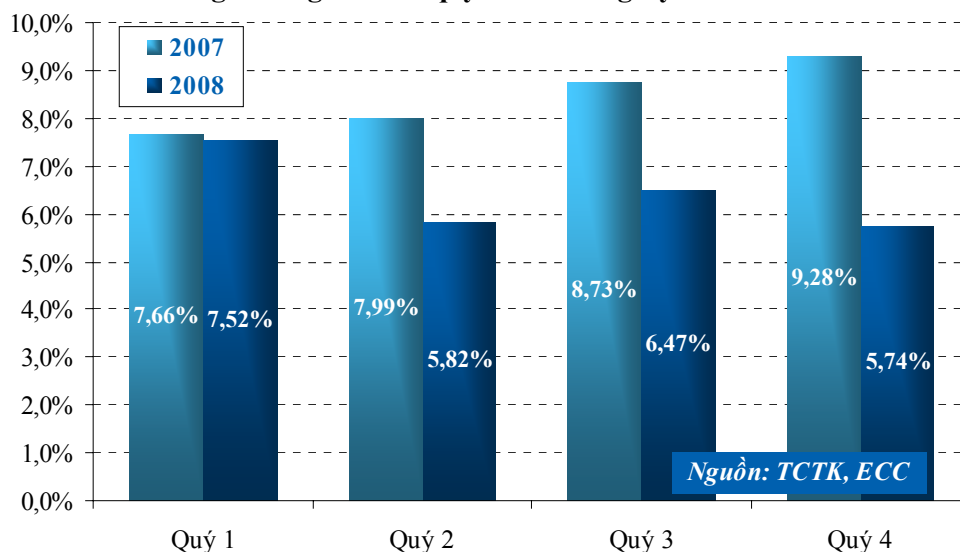
Các biện pháp kiềm chế lạm phát đã có hiệu quả khi lạm phát giảm dần. Tỷ giá cũng đi dần vào ổn định. FDI và hạn chế nhập siêu có thể nói là 2 nguyên nhân chính dẫn tới sự phục hồi tăng trưởng GDP trong quý III, 9 tháng đầu năm tăng trưởng GDP là 6,52%.

### Quý IV/2008

Cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới nhanh chóng lan tỏa sang các lĩnh vực khác khiến nền kinh tế toàn cầu rơi vào suy thoái. Nhu cầu hàng hóa tiêu dùng giảm mạnh, giá cả hàng hóa thế giới tiếp tục suy giảm. Trong khi đó, chính sách tỷ giá của Việt Nam vẫn tương đối xơ cứng nên trong khi đồng tiền nhiều nước cạnh tranh xuất khẩu chủ yếu với Việt Nam mất giá mạnh nên VND đã lên giá tương đối, dẫn tới xuất khẩu suy giảm và nhập khẩu tăng mạnh trong tháng 11/2008.

Mặc dù Quốc hội đã điều chỉnh mức tăng trưởng GDP dự kiến cho năm 2008 chỉ là 6,5% nhưng do tình hình xấu nhanh hơn dự kiến, kết thúc quý IV/2008, nền kinh tế không giữ được thành quả của 3 quý đầu khiến cho tăng trưởng kinh tế năm 2008 giảm xuống chỉ 6,23%. Đáng lo ngại hơn, theo biểu đồ tăng trưởng quý của chúng tôi, cả bốn quý trong năm tăng trưởng GDP đều thấp hơn mức cùng kỳ năm 2007, trong đó đặc biệt quý IV/2008, mức tăng trưởng chỉ là 5,74%, bằng 62% mức tăng trưởng quý IV/2007.

**Tăng trưởng kinh tế quý so với cùng kỳ năm trước**



## Dự đoán tăng trưởng kinh tế 2009

*Dự tính tăng trưởng GDP là 4,75% cho năm 2009*

Mặc dù Quốc hội trong phiên họp vào tháng 11/2008 đặt mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2009 là 6,5%, theo chúng tôi, Việt Nam sẽ rất khó khăn để đạt được mục tiêu tăng trưởng như Quốc hội đề ra. Chúng tôi thiên về phương án tốc độ tăng trưởng kinh tế sẽ ~ 4,75%/năm, theo đó thì 2 quý đầu năm sẽ là một thời kỳ sẽ rất khó khăn, trước khi chúng ta có thể hy vọng những chuyển biến tích cực hơn từ Quý III/2009. Nếu 1) nền kinh tế thế giới chậm hồi phục (từ năm 2010 thay vì quý III/2009), tương đương với việc nhu cầu với hàng xuất khẩu và dòng vốn đầu tư vào Việt Nam tăng chậm (hoặc giảm) và 2) Việt Nam gặp khó khăn trong việc vay vốn nước ngoài (~ 3 tỷ USD) để tài trợ thâm hụt ngân sách, tăng trưởng GDP năm 2009 sẽ có khả năng chỉ từ 3 - 4%.

Trong những năm gần đây thì 3 trụ cột chính đóng góp vào tăng trưởng GDP là tiêu dùng, đầu tư phi nhà nước và xuất khẩu. Để nhìn rõ hơn, chúng tôi phân tích khả năng tăng trưởng GDP thông qua cách tính tổng tiêu dùng:

**GDP = Tiêu dùng cuối cùng + Đầu tư xã hội + Chi tiêu chính phủ + Xuất khẩu ròng**

### - Tiêu dùng cuối cùng

*Tăng trưởng GDP sẽ được hỗ trợ bởi xuất khẩu ròng những sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực từ đầu tư tư nhân và đầu tư nước ngoài*

Trong năm 2008, tốc độ tăng tiêu dùng khu vực hộ gia đình là 8%, giảm so với năm 2007 (10,7%) nhưng vẫn cao hơn tăng trưởng GDP. Đây sẽ vẫn là một động lực chính cho tăng trưởng GDP, nhất là khi hàng năm dân số Việt Nam vẫn tăng hơn 1 triệu người. Tuy nhiên, tình trạng thất nghiệp gia tăng sẽ khiến cho tiêu dùng khó tăng mạnh. Theo cách tính của Tổ chức lao động thế giới: 1% tăng trưởng kinh tế tương đương với 0,33%-0,34% lao động có việc làm, như vậy với việc tốc độ tăng trưởng kinh tế giảm 2,25 % từ 8,48% xuống 6,23% (và sẽ giảm thêm trong năm 2009) thì số lao động thất nghiệp ~ 300.000 người. Nếu lấy con số thất nghiệp để dự báo tăng trưởng kinh tế thì với việc năm 2009 dự tính ít nhất 150.000 người nữa sẽ thất nghiệp trong tổng số 9 triệu lao động tại các doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng kinh tế sẽ giảm 1,1% xuống ~ 5,1%. Tốc độ tăng tiêu dùng dự tính sẽ tiếp tục suy giảm tốc độ tăng trưởng về mức 4%-6%. Kích thích tiêu dùng cá nhân tiếp tục tăng sẽ là nhân tố quan trọng bậc nhất để đảm bảo tăng trưởng kinh tế trong năm 2009.

### - Đầu tư xã hội:

GDP năm 2008 là hơn 88 tỷ USD thì trong đó có tới 4,5 tỷ USD là hàng tồn kho, một mức rất cao so với trung bình 2% của các năm trước. Nhiều ngành chủ đạo như phân bón, thép... dự tính phải tới hết quý I/2009 mới tiêu thụ hết hàng tồn kho. Điều này có nghĩa là tốc độ tăng trưởng 6,23% đã “ăn” một phần vào tốc độ tăng trưởng năm 2009. Đáng lo ngại hơn nữa là việc hệ số ICOR đang suy giảm mạnh, hiện ở mức 7 so với mức trung bình 4,5 (2001) và 6,6 (2007), tăng tới 48% chỉ trong vòng sáu năm, một mức quá cao theo nhận định của Ngân hàng thế giới.

Trong cơ cấu đầu tư xã hội năm 2008 thì khu vực Nhà nước chiếm 29%, Tư nhân 41% và Doanh nghiệp vốn FDI 30%, nhưng xét về tốc độ tăng trưởng thì khu vực tư nhân (tăng 43%) và khu vực doanh nghiệp vốn FDI (tăng 47%) là động lực chính.

Trong năm 2009 sắp tới, đầu tư FDI dự tính trong trường hợp khả quan nhất là giữ

nguyên, và hoàn toàn có thể giảm 20%-40% (~ 2-4 tỷ USD). Năm 2008 đăng ký FDI đạt mức kỷ lục nhưng 90% vốn cấp phép là vào các dự án luyện cán thép, hóa dầu, bất động sản. Với một thị trường thép dư thừa, xăng dầu thế giới đang ở mức giá rất thấp và bất động sản đóng băng, cùng với việc tất cả các nước khác cũng đang gặp khó khăn lớn về kinh tế, nguồn vốn FDI rất khó giữ được mức như năm 2008. ECC dự tính giải ngân FDI trong năm 2009 biến thiên từ 7-9 tỷ USD.

Đầu tư tư nhân nhiều khả năng cũng sụt giảm, hoặc tốt nhất là giữ nguyên. Hiện nhiều doanh nghiệp đều cho biết sẽ án binh bất động trong 2 quý đầu năm 2009. Đầu tư tư nhân có tăng để giữ vững tốc độ tăng trưởng GDP không sẽ phụ thuộc nhiều vào tiến trình và hiệu quả các chương trình hỗ trợ thuế, hỗ trợ lãi suất của chính phủ với khu vực này. Dự tính đầu tư tư nhân sẽ dao động từ mức tương đương năm 2008 (trường hợp tốt) tới giảm 5% (trường hợp xấu).

*Xuất khẩu dự tính ~ 52 tỷ USD (giảm 18%), nhập khẩu đạt 65 tỷ, thâm hụt thương mại hơn 13 tỷ USD*

Như vậy, gánh nặng sẽ rơi vào đầu tư công. Chi tiết về đầu tư công sẽ được gộp vào phân tích chỉ tiêu chính phủ tiếp theo.

#### - **Xuất khẩu ròng**

Đây là khoản mục chúng tôi thấy sự cải thiện và có thể đóng góp tích cực hơn đối với GDP. Năm 2008, Việt Nam thâm hụt thương mại hơn ~17 tỷ USD và nếu thâm hụt này được thu hẹp lại (hơn 13 tỷ USD) điều này có nghĩa GDP sẽ tăng được 3,5 tỷ-4 tỷ USD, một con số hoàn toàn không nhỏ vì với quy mô Việt Nam thì mức tăng trưởng GDP ~ 6% cho năm 2009 cũng chỉ ~ tăng thêm 5 tỷ USD nữa.

#### - **Chỉ tiêu chính phủ và Đầu tư công**

*Thâm hụt ngân sách dự kiến sẽ vào khoảng 9% GDP*

Chỉ tiêu chính phủ sẽ là một động lực lớn cho tăng trưởng GDP nhưng hạng mục này cũng gặp khó khăn lớn về “nguồn”. Sau khi gặp liên tiếp các khó khăn về kinh tế trong nước (lạm phát, thâm hụt thương mại) và ngoài nước (suy thoái toàn cầu), chúng ta không có được nguồn lực mạnh như các nước khác. Thâm hụt ngân sách năm 2008 là ~ 4 % GDP nhưng thu ngân sách tăng do giá dầu thô cũng như nhiều mặt hàng xuất khẩu được giá khiến cho thu thuế tăng. Tuy nhiên, trong năm tới nguồn thu từ dầu thô sẽ giảm mạnh (~ 2-3 tỷ USD), giá và lượng xuất khẩu đều gặp khó khăn, trong khi chính phủ đang tiến hành chương trình cắt, giảm miễn thuế cho nhiều đối tượng, lĩnh vực.

Tóm lại, chúng tôi nhận thấy khả năng ngân sách tiếp tục thâm hụt cao trong năm tới. Để chi ngân sách và đầu tư công là động lực kinh tế, Việt Nam sẽ phải dựa vào nguồn vốn trong nước và vay quốc tế. Nếu như các dự đoán của chúng tôi ở các hạng mục khác là chính xác, thì trong năm 2009, chi tiêu và đầu tư chính phủ sẽ cần tăng từ 2-3 tỷ USD để bù đắp cho mức tăng trưởng chậm (hoặc giảm) ở các khoản mục đầu tư và chi tiêu khác. Trong năm 2008, thâm hụt ngân sách là ~ 4 tỷ USD được bù đắp bởi vay trong nước (77%) và vay nước ngoài (23%). Trên cơ sở dự tính về các nguồn tăng trưởng khác, chúng tôi đưa ra 3 kịch bản tăng trưởng cho năm 2009 như sau:

**Ba kịch bản tăng trưởng GDP trong năm 2009**

DVT: tỷ USD

Chỉ tiêu cá nhân	Đầu tư tư nhân	Đầu tư nước ngoài	Tổng chi ngân sách	Xuất khẩu ròng	Thâm hụt ngân sách (% GDP)	Tăng trưởng GDP
52	15,5	9	24,5	-13,5	-7%	5,6%
51,5	15,2	8	25,5	-13,5	-9%	4,75%
51	14,7	7	26	-13,5	-11%	3%

Nguồn: ECC

Như vậy, để có thể đạt tăng trưởng kinh tế 5,6% cũng đòi hỏi một sự bù đắp lớn từ ngân sách, trong trường hợp tốt nhất, thâm hụt ngân sách có thể duy trì ở mức chấp nhận được là 7% GDP. Tuy nhiên nếu chỉ tiêu cá nhân, đầu tư tư nhân và đầu tư nước ngoài giảm mạnh thì thâm hụt ngân sách sẽ lên tới mức báo động là > 10% GDP. Chúng tôi cho rằng kịch bản thứ hai với tốc độ tăng trưởng 4,75% và thâm hụt ngân sách ~ 9% GDP là kịch bản có xác suất xảy ra cao nhất đối với tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong năm 2009.

## Kết luận

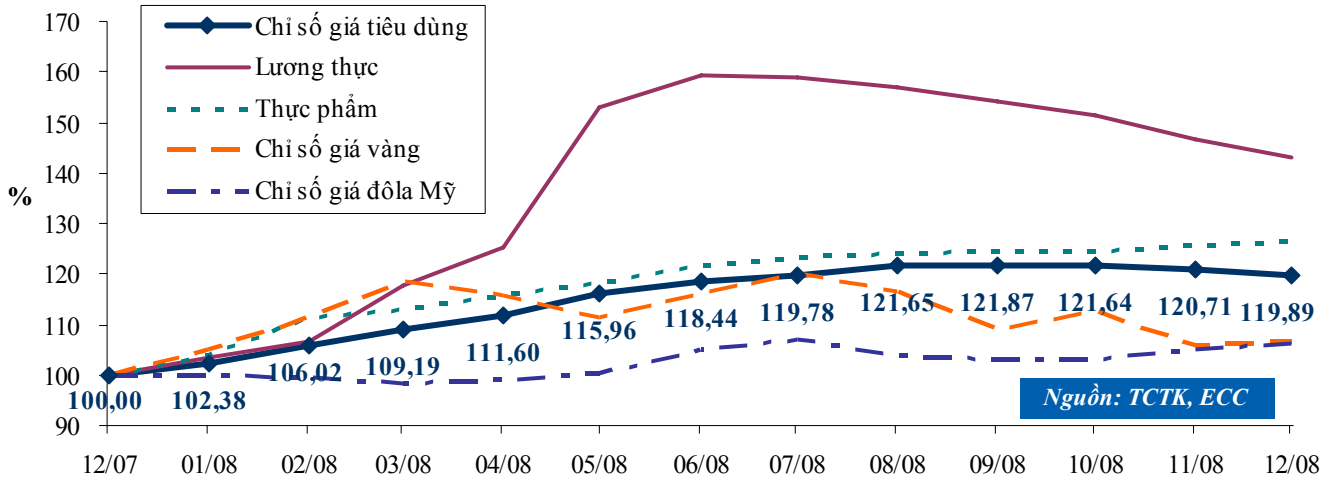
*Kịch bản lãi suất sẽ trực tiếp kích thích tăng trưởng đầu tư tư nhân I*

Những dự đoán về tăng trưởng kinh tế trong năm 2009 của chúng tôi là khá ảm đạm, song nếu xét trên các khía cạnh như trên, theo sát với thực tế hiện nay. Trong 2 năm 1998-1999 chịu ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính châu Á với quy mô và mức độ tàn phá nhỏ hơn nhiều so với cuộc khủng hoảng hiện nay, tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam chỉ đạt 5,67% (1998) và 4,77% (1999). Vấn đề chủ yếu trong năm 2009, theo chúng tôi sẽ là 1) C (tiêu dùng tăng chậm) và I (đầu tư giảm sút) và 2) thâm hụt ngân sách. Giống như nhiều nước khác, Việt Nam chắc chắn sẽ phải chấp nhận thâm hụt ngân sách (có thể lên tới 10% GDP trong trường hợp xấu) để có thể vượt qua đợt suy thoái toàn cầu này. Bài toán đặt ra là đảm bảo tăng trưởng kinh tế trong khi vẫn duy trì thâm hụt ngân sách ở mức hợp lý. Ngoài ra, với một nền kinh tế phụ thuộc nhiều vào xuất nhập khẩu như Việt Nam, sự hồi phục kinh tế sẽ được quyết định một phần rất lớn vào sự hồi phục của nền kinh tế thế giới. Với những thông tin chúng tôi có được hiện nay thì kịch bản tăng trưởng 4,75% cũng đã cần sự cố gắng nỗ lực rất nhiều của mọi thành phần, nhưng bản thân chúng tôi hy vọng nền kinh tế thế giới sẽ phục hồi sớm và qua đó giúp Việt Nam tăng trưởng vượt mức tăng trưởng dự tính 4,75% cho năm 2009 của chúng tôi.

## Lạm phát

### Từ lạm phát tới giảm phát

#### Đồ thị lạm phát



#### Diễn biến của lạm phát năm 2008

Diễn biến lạm phát 2008 chia làm 3 giai đoạn: lạm phát nóng, kiềm chế lạm phát và giảm phát.

##### Giai đoạn 1: Lạm phát nóng

Trong hơn nửa đầu năm 2008, lạm phát là vấn đề số một của nền kinh tế Việt nam. Tốc độ tăng giá tiêu dùng liên tục tăng ở mức 2%/tháng với đỉnh điểm vào tháng 2 và tháng năm (tăng 3,19 %). Lạm phát được xác định là do cả 3 nhân tố: Chi phí đẩy, cầu kéo, và tăng cung tiền. Thứ nhất, việc đồng USD suy yếu và giá cả nhiều mặt hàng trên thế giới tăng cao đã làm tăng giá nhập khẩu. Tổng kết cho thấy trong 7 tháng đầu năm giá nguyên nhiên liệu thế giới tăng 39,85% so với cuối năm 2007 (Nguồn: SGTT). Thứ hai, đầu tư toàn xã hội tăng cao với bội chi ngân sách cao (tổng chi ngân sách năm 2007 vượt 12% kế hoạch năm), nguồn FDI và ODA cao trong khi hệ số ICOR tăng cao (thể hiện chi phí đầu tư cao). Thứ ba, cung tiền năm 2007 tăng 46,7% so với năm 2006. Tổng lượng ngoại tệ chảy vào nền kinh tế năm 2007 đạt ~ 22 tỷ USD, theo đó Ngân hàng nhà nước đã tăng dự trữ ngoại hối từ 11,5 tỷ USD (2006) lên mức 21,6 tỷ USD (2007) và cung tiền đồng ra thị trường, trong đó một phần là để mua số ngoại tệ nói trên.

##### Giai đoạn 2: Giao thời - Kiềm chế lạm phát

Trước những ảnh hưởng sâu rộng của lạm phát, chính phủ đã đưa ra 8 nhóm giải pháp kiềm chế lạm phát, tập trung vào việc thắt chặt cung tiền và giảm bớt đầu tư công và hạn chế nhập siêu. Được sự trợ giúp từ việc giá hàng hóa trên thế giới bắt đầu giảm từ mức đỉnh vào tháng 6/2008, tốc độ tăng lạm phát đã được đưa xuống mức dưới 2%/tháng (tháng 7-8/2008) và xấp xỉ 0%/tháng trong tháng 9/2008. Mặc dù đây là một thành công của chính phủ Việt Nam trong việc kiềm chế lạm phát, chúng ta cũng cần nhìn nhận rằng chính phủ có nhiều biện pháp của riêng Việt Nam (yêu cầu các NHTM mua tín phiếu bắt buộc) và đây phần lớn là do một chính sách tiền tệ thắt chặt (và những hậu quả phái sinh của biện pháp này) hơn là một sự cải thiện trong việc đầu tư công, cắt giảm ngân sách (Theo thống

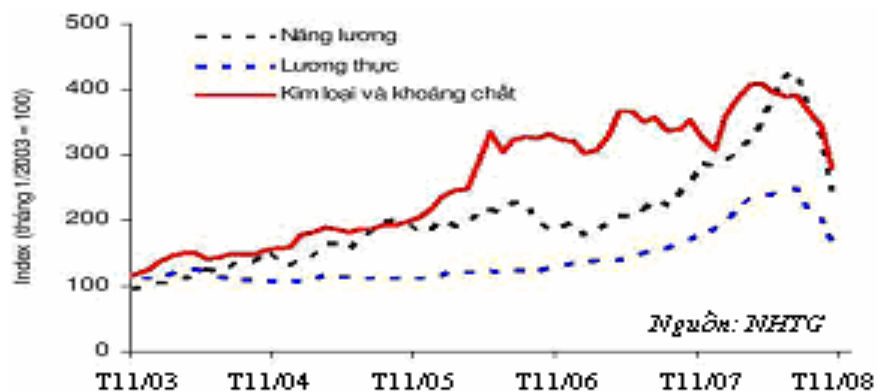
*Diễn biến lạm phát 2008 chia làm 3 giai đoạn: lạm phát nóng, kiềm chế lạm phát và giảm phát*

kê thi đến cuối năm 2008, chi ngân sách tăng tới 22,7% so với năm 2007 và vượt 18,9% so với kế hoạch, cũng có nghĩa là các biện pháp cắt giảm đầu tư công do Chính phủ yêu cầu đã không được các Bộ, ngành, địa phương tận dụng triệt để - *Nguồn: SGTT*). Ngoài ra, việc giá cả hàng hóa thế giới bắt đầu giảm từ mức đỉnh vào tháng 6-7/2008 cũng đã hỗ trợ cho việc kiềm chế lạm phát của Việt Nam.

### Giai đoạn 3: Giảm phát

Cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu bước vào giai đoạn bùng phát vào tháng 9/2008 và nhanh chóng lan tỏa tới các lĩnh vực kinh tế khác, dẫn tới suy thoái kinh tế toàn cầu. Việc cắt giảm đầu tư và tiêu dùng dẫn tới một sự giảm đột ngột về cầu khiến cho nhiều giá nhiều mặt hàng giảm mạnh. Tính trong 4 tháng từ tháng 8 đến tháng 11/2008, giá nguyên liệu thế giới giảm 58% với đà giảm gia tăng. Giảm phát ở Việt nam có độ trễ 2 tháng so với nước ngoài và chính thức bắt đầu từ tháng 10/2008, với một trong những nguyên nhân chủ yếu là các doanh nghiệp nhập khẩu với giá cao trong những tháng trước (phân bón, sắt thép...) cố gắng giữ giá bán để giảm thiểu thiệt hại do chi phí đầu vào lớn hơn giá bán hoặc tăng giá bán (sữa...). Giống như nhiều nước khác, mối lo ngại của Việt Nam đã chuyển trạng thái từ lạm phát sang giảm phát khi giảm phát xảy ra trong cả 3 tháng của quý IV/2008. Ngoài ra, do tác động của chính sách thắt chặt tiền tệ trong 2/3 năm 2008 và việc khó khăn trong việc mở rộng tín dụng vào quý IV/2008, tốc độ tăng phương tiện thanh toán là thấp, chỉ tương đương 16%.

Chỉ số giá thế giới của một số mặt hàng chính



## Tác động của biến động lạm phát tới hoạt động SXKD của doanh nghiệp

### Lạm phát và Giảm phát đều ảnh hưởng tiêu cực tới tình hình SXKD của doanh nghiệp

Liên tiếp đối mặt với 2 cực trái dấu của lạm phát, các doanh nghiệp đã trải qua một năm 2008 đầy khó khăn, trong đó có ảnh hưởng từ việc dự báo kém chính xác dẫn tới một số chính sách không hợp lý của nhiều Bộ, Ngành. Trong 6 tháng đầu năm 2008, lạm phát tăng cao và có tới 97% doanh nghiệp cho rằng lạm phát tác động tiêu cực tới lợi nhuận (theo báo cáo khảo sát của VCCI ngày 15/7/2008) nhưng cũng có tới 53% cho biết tốc độ tăng doanh thu tốt hơn nửa đầu năm 2007. Cho đến những tháng cuối năm thì tình trạng giảm phát suy thoái khiến không chỉ lợi nhuận mà cả doanh thu cũng bị ảnh hưởng nghiêm trọng do doanh nghiệp không bán được hàng hoặc bán lỗ. Một ví dụ tiêu biểu là ngành thép. Việc giá thép tăng cao trong 6 tháng đầu năm đã đem lại siêu lợi nhuận cho nhiều công ty thép khi các công ty này đã mua và dự trữ phôi thép với giá thấp hơn từ cuối năm 2007. Tuy nhiên, giá thép thành phẩm đã giảm mạnh trong nửa cuối năm 2008 trong khi tiêu thụ đình trệ do chính sách thắt chặt lạm phát của chính phủ cũng như nhu cầu suy giảm do ảnh

hường của suy thoái khiến nhiều công ty thép làm ăn thua lỗ, phải chấp nhận bán thép thành phẩm với giá thấp hơn giá nhập phiêu thép để giải phóng hàng tồn kho thu hồi vốn trả nợ ngân hàng. Các công ty trong ngành liên tiếp phải cầu cứu đến sự hỗ trợ của chính phủ như việc các NHTM cơ cấu lại nợ, gia hạn nợ và tiếp tục cho vay đối với các công ty thép hiện còn tồn đọng lớn.

## Dự báo lạm phát năm 2009

*Theo dự báo của chúng tôi, lạm phát năm 2009 ở Việt Nam sẽ dao động ở mức 9%*

Xét trong cả năm 2009, chúng tôi đánh giá CPI sẽ tiếp tục tăng và mức tăng sẽ ~ 9%, bằng ½ so với mức tăng ~ 20% của năm 2008, trong đó tốc độ tăng trung bình của 6 tháng đầu năm ~ 0,5%/tháng và của sáu tháng cuối năm ~ 1%/tháng. Một mặt khác, với việc thế giới sẽ cần thời gian từ 1-2 năm để khắc phục hậu quả từ đợt suy thoái này, chúng tôi cho rằng việc lạm phát tăng mạnh sẽ khó xảy ra trong năm 2009 và cả năm 2010 nếu việc điều hành chính sách tiền tệ không có những sai lầm lớn. Với một nền kinh tế với độ mở đứng thứ năm thế giới (sau Singapore, Hồng Kông, Malaysia, Bỉ) với kim ngạch xuất nhập khẩu ~ 160% GDP như Việt Nam, lạm phát sẽ vẫn bị tác động chính bởi 3 yếu tố: Chính sách tiền tệ (khá dễ dàng điều chỉnh), chính sách tài khóa (vấn đề cốt lõi: thâm hụt ngân sách gia tăng, đầu tư công không hiệu quả) và diễn biến giá cả thế giới. Những nguyên nhân ngoại lai và nội tại chính ảnh hưởng tới CPI trong năm sau sẽ là:

### Yếu tố ngoại lai:

- Giá dầu lửa tuy nhiều khả năng duy trì ở mức tương đối thấp trong năm 2009 do nhu cầu giảm sút nhưng đà hồi phục sẽ có thể xuất hiện vào nửa cuối năm 2009. Theo dự báo gần nhất của các chuyên gia trên thế giới, giá dầu mỏ sẽ đạt mức 60 USD, tăng 50% so với hiện nay, trong năm 2009 (nguồn:TBKT). Giá dầu mỏ tăng cao sẽ kéo theo sự hồi phục giá của nhiều mặt hàng khác như cao su, đường..
- Giá nhiều mặt hàng nông sản hiện đã ở mức thấp tuy nhiên khả năng biến động giá mạnh trong năm 2009 là không cao do nhiều nước được mùa và hiện có tình trạng dư thừa nhẹ về cung.
- Giá nhiều loại nguyên liệu cơ bản được dự đoán có thể sẽ còn giảm do nhu cầu yếu trong năm 2009.

### Yếu tố nội tại:

- Các biện pháp kích thích kinh tế của Việt Nam như hỗ trợ lãi suất, giảm miễn thuế, xây nhà cho người có thu nhập thấp... tuy việc thực hiện có độ trễ nhất định nhưng cũng sẽ phát huy tác dụng đối với việc kích cầu đầu tư và tiêu dùng vào cuối năm 2009. Cung tiền mặt sẽ được khuyến khích gia tăng ở mức hợp lý (mục tiêu tăng trưởng tín dụng dưới 30%) có thể dẫn tới lạm phát gia tăng.
- Các khoản đầu tư công tiếp tục tăng- vốn tiếp tục được rót vào các tập đoàn kinh tế: Thực tế năm 2008 cho thấy không có sự tiến bộ rõ rệt trong chính sách tài khóa khi bất chấp những cam kết, chi tiêu ngân sách vẫn tăng. Nhu cầu bù đắp thâm hụt ngân sách hoàn toàn có thể đưa lạm phát quay trở lại.
- Hệ số ICOR cao nhất trong nhiều năm gần đây: Một hệ số ICOR lớn ~ 7 có nghĩa là để có thể duy trì tăng trưởng GDP, một lượng vốn đầu tư lớn hơn, kéo theo đó là nguy cơ lạm phát, sẽ được sử dụng.



- Lương cơ bản được điều chỉnh tăng từ 1/1/2009: Ngày 10/11/2008, chính phủ đã dự định lùi việc điều chỉnh lương tối thiểu tới tháng 5/2009 (có thể do những lo ngại về khả năng ảnh hưởng tới lạm phát). Mức giảm phát trong quý IV vừa qua đã tạo điều kiện để chính phủ sớm nâng mức lương tối thiểu lên 100.000 đồng - 130.000 đồng kể từ 01/01/2009.
- Nhiều mặt hàng thiết yếu đối với sản xuất tiêu dùng trong nước như điện, than, được...sau khi chịu những hạn chế tăng giá trong chính sách thắt chặt tiền tệ chung vào đầu năm 2008 sẽ được phép tăng giá gần với mức giá thị trường hơn trong năm 2009. Ngay từ những ngày đầu năm 2009, mặt hàng gas đã rục rịch tăng giá. Chính phủ mới đây đã cho phép các doanh nghiệp quyền tự quyết định giá của 14 mặt hàng: xăng, dầu, xi măng, thép xây dựng, thóc gạo, muối, đường, sữa, khí hóa lỏng, phân bón, cước vận chuyển hành khách bằng đường sắt loại ghế ngồi cứng, một số loại thức ăn chăn nuôi gia súc, một số loại thuốc thú y, thuốc phòng chữa bệnh cho người thuộc danh mục thuốc chữa bệnh chủ yếu.

## Dự báo ảnh hưởng của lạm phát 2009 tới hoạt động doanh nghiệp

*Việc điều chỉnh tiền lương và giá điện, nước, than...sẽ ảnh hưởng lớn chỉ số lạm phát 2009*

Khác với năm 2008 khi lạm phát ảnh hưởng sâu rộng tới hầu hết các đối tượng và thành phần kinh tế, với khả năng lạm phát được kiềm chế ở mức 1 con số trong năm 2009, những tác động của lạm phát sẽ ít ảnh hưởng hơn tới hoạt động của doanh nghiệp. Theo chúng tôi, điều đáng lo ngại có lẽ chỉ là khả năng giảm phát vẫn có khả năng là một mối nguy cơ trong những tháng đầu của năm 2009 trước khi các biện pháp kích cầu phát huy tác dụng. Đặc biệt, nhiều mặt hàng thiết yếu như gạo, sắt thép...còn tồn kho lớn phải đến hết quý I/2009 mới có khả năng được tiêu thụ hết nên lạm phát là ít có khả năng cao trong quý I sắp tới. Chúng tôi cũng đang chờ xem việc tăng giá điện, nước, than...sẽ có ảnh hưởng thế nào đối với nền kinh tế nói chung nhưng không cho rằng những sự điều chỉnh giá trên sẽ khiến cho tình trạng sốt lạm phát quay trở lại. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng bài học về lạm phát vẫn còn nóng hổi sẽ góp phần giúp chúng ta không phạm phải những sai lầm trong việc nói lỏng chính sách tiền tệ.

## Kết luận

*Với việc giá cả thế giới sẽ ít biến động (với xu hướng chủ đạo là giảm nhẹ trong nửa đầu năm 2009), Việt Nam sẽ chủ động hơn trong việc điều chỉnh tỷ lệ lạm phát trong năm tới.*

Mặc dù hiện đang có nhiều mối lo ngại về việc Việt nam sẽ giống với nhiều nước trên thế giới sẽ rơi vào giảm phát và suy thoái, trên thực tế, tình hình ở Việt Nam chưa thực sự đến mức lo ngại như vậy. Với việc giá cả thế giới sẽ ít biến động (với xu hướng chủ đạo là giảm nhẹ trong nửa đầu năm 2009), Việt Nam sẽ chủ động trong việc điều chỉnh tỷ lệ lạm phát trong năm tới.

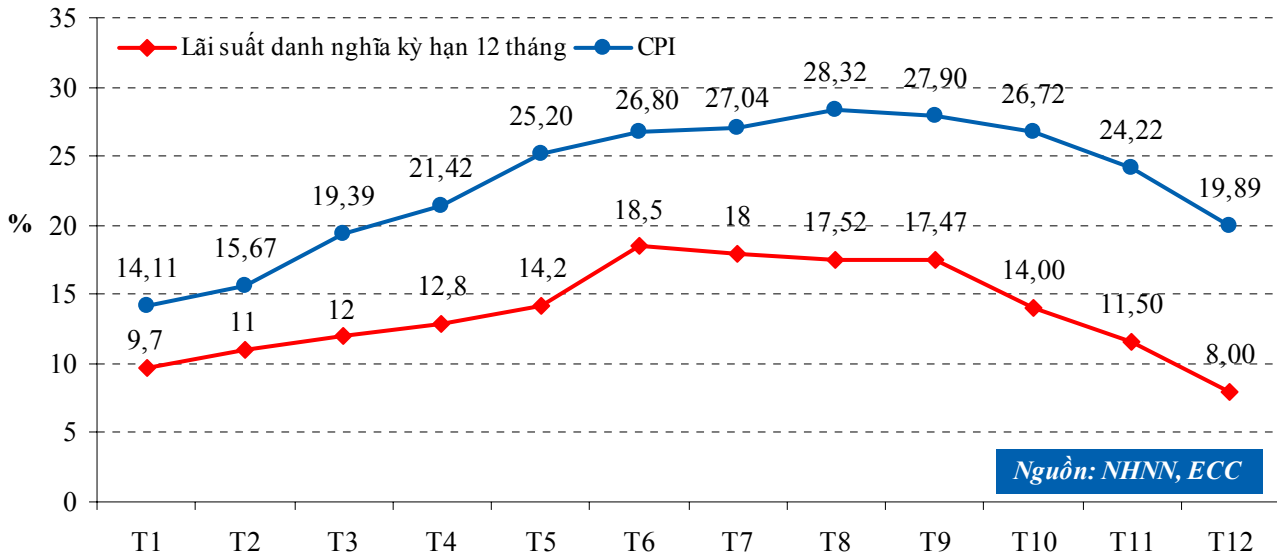
Trên thực tế, chỉ tiêu lạm phát năm nay trình Quốc Hội là < 15% cho thấy Chính phủ vẫn rất lo ngại về việc lạm phát gia tăng trở lại ngay sau khi kết thúc suy thoái. Một mặt khác, chúng tôi đã thấy dấu hiệu trở lại của việc đầu tư vào các tập đoàn kinh tế nhà nước (BIDV gần đây cam kết cấp tín dụng ~ 15.000 tỷ đồng cho Vinalines trong giai đoạn 2009-2011), cũng như chi tiêu ngân sách năm 2008 dù đã có những cam kết cắt giảm trong năm 2008 nhưng vẫn tăng và một hệ số ICOR ở mức rất cao ~ 7%. Điều này có nghĩa là một sức ép tăng trưởng GDP trong khi các khoản đầu tư công cao cùng hệ số hiệu quả đầu tư thấp có thể đưa lạm phát trở lại nhanh hơn dự kiến.

## Lãi suất

### Diễn biến lãi suất năm 2008

#### Đồ thị lãi suất

Biểu đồ lãi suất trung bình của NHTM và chỉ số CPI



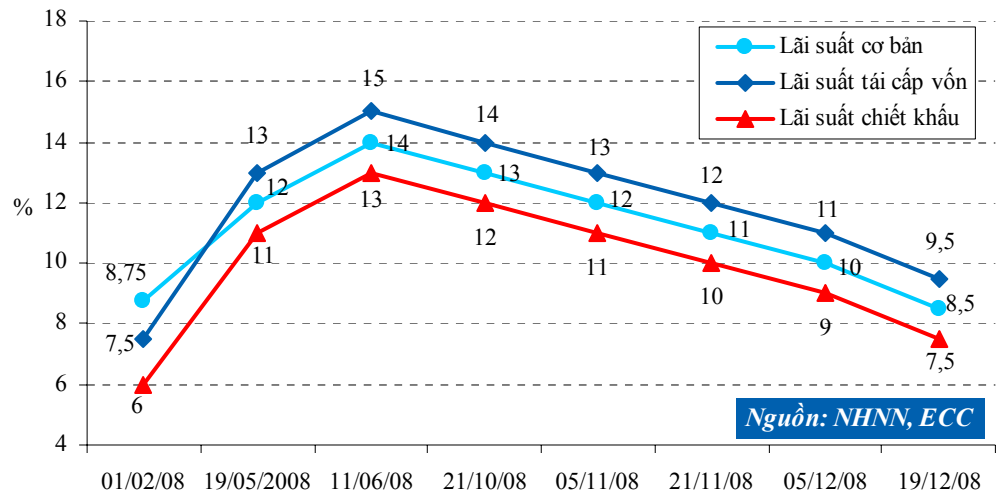
#### Biến động lãi suất năm 2008

Năm 2008 có lẽ có thể được coi là năm của lãi suất khi lãi suất biến động trái chiều với một biên độ lớn chỉ trong vòng 12 tháng và việc Ngân hàng Nhà nước có những điều chỉnh lãi suất cơ bản và các mức lãi suất khác theo định hướng thị trường với một độ nhanh nhạy khiến nhiều người bất ngờ, đặc biệt là trong thời gian cuối năm. Việc điều hành lãi suất và chính sách tiền tệ, tuy còn sai sót và chậm trễ, nói chung tương đối thành công trong một năm 2008 đầy biến động và không nhiều niềm vui.

Chúng tôi đánh giá diễn biến lãi suất trong năm 2008 gồm 2 giai đoạn chính: Cuộc đua tăng lãi suất của các ngân hàng vào nửa đầu năm 2008 và một cuộc đua khác theo chiều hướng ngược lại, đua giảm lãi suất, dù độ quyết liệt kém hơn. Những sự kiện lớn đối với diễn biến lãi suất năm 2008 diễn ra như sau:

#### 8 lần thay đổi lãi suất cơ bản trong năm 2008

- ❖ **8 lần thay đổi lãi suất cơ bản:** Tính riêng trong năm 2008, NHNN đã 3 lần tăng và 5 lần giảm lãi suất cơ bản và các lãi suất tương ứng (lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu), 5 lần thay đổi tỷ lệ dự trữ bắt buộc, và 5 lần điều chỉnh lãi suất tiền gửi bắt buộc ( 3 lần tăng, 2 lần giảm). Lãi suất tăng rất nhanh những duy trì bền hơn trong những tháng đầu năm (tháng 2 - tháng 4 với lãi suất cơ bản ~ 8,75%/năm; tháng 6-9 với lãi suất cơ bản ~ 14%/năm). Trong khi đó, về cuối năm mức cắt giảm lãi suất là nhẹ nhàng hơn nhưng với nhịp độ rất cao trong đó 2 tháng cuối năm cắt lãi suất với nhịp độ 2 lần/1 tháng.

**Đồ thị điều chỉnh lãi suất cơ bản, lãi suất tái cấp vốn và lãi suất chiết khấu**


*Lãi suất cơ bản trở thành trọng tâm của chính sách tiền tệ (tương tự mô hình của các nước tiên tiến)*

- ❖ **Lãi suất cơ bản đóng vai trò trọng tâm trong chính sách tiền tệ:** Trong nhiều năm trước, mặc dù lãi suất thị trường có biến động những lãi suất cơ bản gần như không biến động. Từ lần điều chỉnh lãi suất ngày 19/5/2008 (từ 8,75% lên 12%/năm), lãi suất cơ bản được trả lại vai trò kim chỉ nam của thị trường khi lãi suất cho vay không được quá 150% lãi suất cơ bản (theo quy định của Bộ Luật Dân Sự). Cơ chế cho vay-huy động vốn dựa trên trần lãi suất của NHNN cũng như lãi suất thỏa thuận của Hiệp hội Ngân hàng bị hủy bỏ.
- ❖ **Chính sách tiền tệ đi theo hướng linh hoạt hơn:** Chúng tôi nhận thấy sự linh hoạt của NHNN trong việc điều chỉnh lãi suất cơ bản theo các biến động của thị trường. Trước quyết định ngày 19/5/2008, việc tăng dự trữ bắt buộc và yêu cầu mua tín phiếu bắt buộc đã tạo ra sự căng thẳng về thanh khoản trong hệ thống ngân hàng nhưng sự căng thẳng này đã giảm bớt với việc trả lại vai trò định hướng thị trường của lãi suất cơ bản kể từ ngày 19/5/2008. Vào giai đoạn cuối năm 2008, trước những diễn biến bất lợi của nền kinh tế thế giới, NHNN đã liên tục giảm mạnh lãi suất cơ bản và chuyển đổi khá nhanh chóng từ chính sách thắt chặt sang nới lỏng tiền tệ.
- ❖ **Chạy đua tăng (giảm) lãi suất:** Trên cơ sở một mức tăng lạm phát kỷ lục trong nhiều năm gần đây, sự thiếu hụt vốn khả dụng của nhiều ngân hàng, đặc biệt là NHTMCP nhỏ, cuộc chạy đua thu hút vốn giữa các ngân hàng, bùng phát vào tháng 5 và tháng 6, đưa lãi suất liên ngân hàng đạt đến đỉnh với kỷ lục 43%; lãi suất huy động của nhiều ngân hàng ở mức 19%-20%. Cuộc đua này chỉ thoái trào vào tháng 7/2008 với việc vốn khả dụng nhiều ngân hàng trở nên đảm bảo và các biện pháp can thiệp mạnh tay của NHNN. Kể từ tháng 9/2008, cùng với cuộc khủng hoảng tài chính thế giới và suy thoái toàn cầu, NHNN đã liên tục cắt giảm lãi suất cơ bản. Theo đó, các NHTM đã “phải” liên tục điều chỉnh lãi suất huy động - lãi suất cho vay. Theo ghi nhận của Thời báo kinh tế, đã có ít nhất 8 đợt điều chỉnh lãi suất trên diện rộng trong nửa cuối năm 2008.

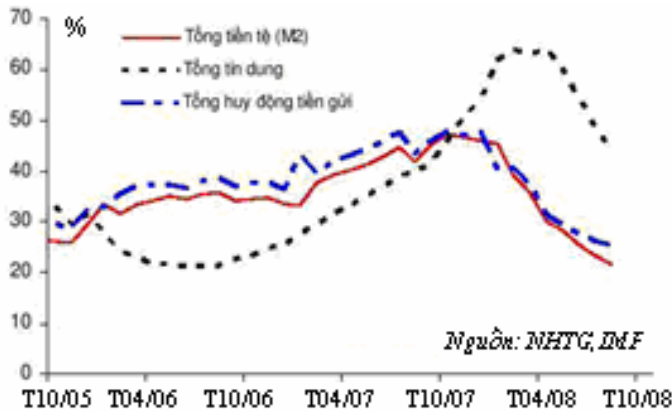
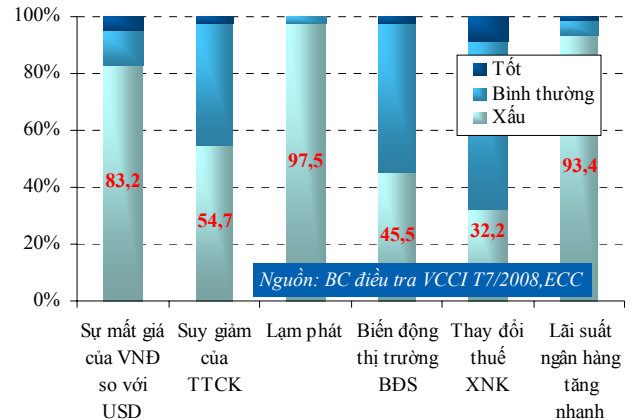
*Chạy đua tăng (giảm) lãi suất giữa các NHTM*

## Lãi suất tác động tới hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp

Diễn biến lãi suất phản ánh tác động tiêu cực của cả lạm phát và giảm phát lên hoạt động của hầu hết các doanh nghiệp đang niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán. Lãi suất nóng (tháng 5-6/2008) khiến doanh nghiệp phải vay với lãi suất cao khiến cho chi phí tài chính tăng mạnh, ảnh hưởng lớn tới lợi nhuận của doanh nghiệp. Báo cáo của VCCI tháng 7/2008 cho thấy có tới 93% doanh nghiệp cho rằng việc lãi suất ngân hàng tăng cao đã gây ảnh hưởng xấu tới hoạt động sản xuất kinh doanh. Trong khi đó, lo ngại về suy thoái và giảm phát cuối năm một mặt khiến cho các doanh nghiệp không dám vay vốn ngân hàng để phát triển sản xuất. Mặt khác, các doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn cũng không được vay vốn từ ngân hàng do lãi suất thấp khiến cho mức vay ở trần lãi suất (~12,75%) không đảm bảo bù đắp được những rủi ro nợ xấu. Trong một năm mà gần như tất cả các ngành/ngành đều chịu ảnh hưởng tiêu cực của biến động lãi suất, chúng tôi điểm lại những ngành chính sau:

*Thị trường tiền tệ, thị trường bất động sản chịu ảnh hưởng nặng nề của biến động lãi suất*

- **Khối ngân hàng:** Các ngân hàng trong năm 2008 có thể dính vào ba bẫy: Bẫy thiếu thanh khoản vào đầu năm, bẫy thừa vốn mà không thể cho vay, và bẫy lãi suất xuống quá nhanh và sâu khiến cho ngân hàng không thể tiếp tục huy động được vốn. Mặc dù trong năm 2008 không có ngân hàng nào thua lỗ, điều đó có sự hỗ trợ rất lớn từ NHNN trong nửa cuối năm 2008 với các biện pháp như tăng lãi suất dự trữ bắt buộc hay giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc. Ngoài ra, việc trích lập nợ xấu của nhiều ngân hàng hiện vẫn chưa đạt chuẩn quốc tế. Tỷ lệ nợ xấu ngân hàng theo công bố vào cuối năm của NHNN chỉ là 43.500 tỷ đồng, chiếm 3,5% dư nợ tín dụng nhưng con số này dựa trên chuẩn mực kế toán Việt Nam. Nhiều TCTD, tuy nhiên, chỉ công bố nợ xấu hạch toán nội bảng, một tỷ lệ thấp so với nợ hạch toán ngoại bảng và do đó, bức tranh nợ xấu bị che đi một phần đáng kể.
- **Khối bất động sản:** Có lẽ ít khối ngành nào chịu ảnh hưởng nặng nề từ chính sách lãi suất như Bất Động Sản. Vào đầu năm, chính sách tiền tệ thắt chặt được đưa ra khiến cho hoạt động xây dựng đình đốn và giảm sút nhanh chóng. Lãi suất vay cao cũng như giá cả nguyên vật liệu xây dựng tăng cao khiến nhiều doanh nghiệp không còn hoạt động. Đến cuối năm, mặc dù lãi suất đã giảm mạnh nhưng suy thoái kinh tế đã khiến cho các công ty vẫn không dám đầu tư. Bên cạnh đó, do những quan ngại về rủi ro nợ xấu BĐS, nhiều ngân hàng không cho vay hoặc rất chặt chẽ với các doanh nghiệp BĐS mặc dù vẫn thừa vốn khả dụng.
- **Khối vận tải công nghiệp:** Trên đà phát triển của những năm trước, nhiều công ty vận tải đã vay vốn ngân hàng để mua sắm phương tiện mới (tàu chở hàng). Hầu hết các công ty vận tải công nghiệp có tỷ lệ nợ tài chính/nguồn vốn rất lớn từ 40%-60% (VTO: 59%, VSP: 42%, VFC: 38%, VIP: 42%- số liệu BCTC 2007). Trong khi lãi suất nợ vay ở mức rất cao thì ngành vận tải đi vào chu kỳ suy thoái do đây là một trong những ngành nhạy bén nhất với cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu. Cổ phiếu của các công ty ngành vận tải sụt dốc nghiêm trọng với đà mạnh hơn VNINDEX. Những cổ phiếu giữ giá tương đối so với VNINDEX đều là của các công ty có tỷ lệ nợ tài chính/nguồn vốn thấp như VSC (9%), TMS (6%), PJC (18%) hay DXP (26%).

**Tăng trưởng tiền tệ và tín dụng**

**Các yếu tố ảnh hưởng tới SXKD của doanh nghiệp**

**Gói kích cầu kinh tế thông qua biện pháp lãi suất**

Theo thông tin mới nhất thì gói kích cầu 1 tỷ USD (nguồn nhiều khả năng từ quỹ dự trữ ngoại hối) tập trung vào việc hỗ trợ lãi suất tương đương 4% cho các doanh nghiệp thông qua hệ thống ngân hàng đã được Chính phủ thông qua. Như vậy, sẽ có khoảng 420.000 tỷ đồng vốn ưu đãi được cung cấp cho nền kinh tế, tương đương 1/3 tổng dư nợ dự tính của hệ thống ngân hàng trong năm 2009. Có thể nói, đây sẽ là một phương pháp hỗ trợ khá đặc biệt và khác với các gói hỗ trợ kinh tế của các nước khác trong khu vực (tập trung vào đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng) và các nước phát triển như Mỹ, Nhật (bơm tiền qua hệ thống ngân hàng, mua lại nợ xấu ngân hàng). Một số ý kiến của các chuyên gia cho rằng đây là một ý tưởng táo bạo và việc hỗ trợ lãi suất thông qua hệ thống NHTM sẽ giảm bớt khả năng hàng xuất khẩu Việt Nam bị kiện hay áp thuế chống bán phá giá tại các thị trường xuất khẩu. Kênh giải ngân chủ yếu của gói này có lẽ là qua khối NHTM vốn nhà nước, và thời hạn trước mắt là 12 tháng. Các cơ sở để giải ngân gói này cũng đã khá rõ, trong đó các doanh nghiệp của các ngành nghề không trực tiếp tạo động lực cho nền kinh tế như tài chính, ngân hàng, nhập khẩu hàng không thiết yếu... không được ưu tiên. Vai trò của Ngân hàng Phát triển Việt Nam cũng được coi trọng khi Ngân hàng này nhận được 200 tỷ từ Bộ Tài chính để hình thành nguồn vốn cho Quỹ bù đắp rủi ro bảo lãnh tín dụng.

**Dự báo biến động lãi suất năm 2009**
**Lãi suất cơ bản**

Theo nguồn từ TBKTSG, trong lần cắt giảm lãi suất cuối cùng của năm 2008, Chính phủ đã dự tính đưa lãi suất cơ bản từ mức 10% xuống mức 7%. Dự định này nhận được sự đồng thuận của các ngân hàng nhà nước và các ngân hàng TMCP lớn, nhưng do nhiều NHTMCP nhỏ yêu cầu thông qua Hiệp Hội Ngân hàng, lãi suất NHNN trình lên Chính phủ cuối cùng ở mức 8,5%/năm. Việc hạ lãi suất nhỏ giọt sẽ giúp các ngân hàng nhỏ có thêm thời gian để thoát khỏi vòng quay lãi suất và các khoản thu hút đầu vào giá cao vào giữa năm 2008 (bình quân lãi suất đầu vào ~ 12% vào thời điểm cuối năm 2008).

Các dấu hiệu cho việc tiếp tục cắt giảm lãi suất cơ bản đã khá rõ ràng (BIDV ngày

*Lãi suất cơ bản ~ 7%,  
lãi suất cho vay ~10%*

07/01/2009 giảm lãi suất xuống mức 6,5%/năm trong thời hạn đến 3 tháng đối với khách hàng còn sản phẩm tồn kho, chậm tiêu thụ như phôi thép, thép xây dựng, phân bón, xi măng, thuốc chữa bệnh). Với dự báo kinh tế thế giới năm 2009 sẽ chỉ có thể hồi phục sớm nhất vào nửa cuối năm 2009, nhiều khả năng lãi suất cơ bản sẽ chỉ duy trì ~ 7% trong cả năm 2009. Một khả năng là lãi suất cơ bản sẽ được cắt nhẹ hơn ~ 100 điểm xuống mức 7,5%/năm trong Quý 1/2009 trước khi có thể tiếp tục được điều chỉnh tiếp tùy theo diễn biến kinh tế thế giới và trong nước.

### **Lãi suất huy động - lãi suất cho vay**

Hiện nhiều ngân hàng đã đón đầu việc tiếp tục cắt giảm lãi suất cơ bản trong thời gian tới khi liên tục hạ lãi suất huy động, lãi suất tiết kiệm cho kỳ hạn 12 tháng ~ 7% năm. Do đó, mặc dù LSCB nhiều khả năng sẽ tiếp tục được cắt giảm trong thời gian tới, lãi suất huy động sẽ chỉ giảm nhẹ đối với nhiều ngân hàng và lãi suất cho kỳ hạn 12 tháng sẽ duy trì ~ 7%/năm. Với việc lạm phát ~ 9%-10% trong năm 2009, mức lãi suất đầu vào 7% vẫn không thể đảm bảo mức lãi suất thực dương cho người gửi tiết kiệm, nên sẽ rất khó để đưa mức lãi suất thấp hơn nữa trừ khi lạm phát kỳ vọng sẽ ở mức thấp hơn (5%-6%). Nhiều thông tin cho thấy mức lãi suất cho vay sẽ được điều chỉnh ở mức ~10% trong năm 2009, trong đó nếu chương trình hỗ trợ lãi suất được thực hiện, đối tượng vay vốn theo chương trình này sẽ có thể vay vốn với lãi suất chỉ 6% do được Chính phủ hỗ trợ 4% lãi suất.

## **Ảnh hưởng của lãi suất tới doanh nghiệp trong năm 2009**

Việc cắt giảm lãi suất sẽ có tác động tích cực tới hiệu quả kinh doanh của hầu hết các khối ngành. Theo thống kê của chúng tôi, ngay tại thời điểm lãi suất tăng rất cao và các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn trong tiếp cận vốn ngân hàng thì vẫn có tới 73% các doanh nghiệp trên sàng có chỉ số nợ/vốn chủ sở hữu trên 50% và 56% doanh nghiệp sử dụng vốn vay (chủ yếu là vay ngân hàng) để đảm bảo vốn kinh doanh.

*Cắt giảm lãi suất ảnh hưởng tích cực tới hoạt động sản xuất kinh doanh của hầu hết các doanh nghiệp*

- Các doanh nghiệp xuất khẩu, doanh nghiệp trong lĩnh vực nông thủy sản: Đây là đối tượng trực tiếp của chính sách hỗ trợ lãi suất hay tỷ giá. Tuy nhiên, một mặt khác, các doanh nghiệp này (thủy hải sản, cao su, cà phê, dệt may, da giày...) cũng chịu ảnh hưởng trực tiếp và rất nặng nề từ cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu. Do các công ty này có nguồn thu USD, ngay thời điểm hiện tại nhiều ngân hàng đã có những chương trình hỗ trợ lớn cho các doanh nghiệp này.
- Doanh nghiệp thuộc các ngành mà vẫn có thị trường ổn định, doanh thu tăng bền vững và ít chịu ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng kinh tế: Ngành sữa (VNM), ngành dược phẩm (DHG, IMP, DMC...) có thị trường ổn định và mức tăng trưởng tốt trong năm 2009 sẽ được hưởng lợi nhờ việc được vay với lãi suất thấp hơn. Đặc biệt, những doanh nghiệp dược nếu có kế hoạch mở rộng nhà máy, tân trang thiết bị sản xuất thì đây sẽ là thời điểm tốt để được vay vốn rẻ và điều đó sẽ có ảnh hưởng tích cực tới hoạt động lâu dài của ngành.
- Ngành điện: Trong năm 2008, chính sách thắt chặt tiền tệ khiến cho nhiều dự án điện bị đình trệ. Từ cuối năm 2008, các dự án điện đã được khởi động trở lại và với vốn vay

ưu đãi, các dự án này sẽ đảm bảo suất sinh lời cho các công ty điện trong những năm tới. Mặc dù vậy, những công ty điện vốn có nguồn tiền gửi lớn sẽ có doanh thu tài chính suy giảm mạnh trong năm tới do giảm lãi suất. Nhìn chung, chúng tôi nghĩ rằng lãi suất sẽ có ảnh hưởng tốt tới các doanh nghiệp hiện đang mở rộng sản xuất (VSH, PPC).

- Ngành ngân hàng: Việc được hỗ trợ lãi suất sẽ là cứu cánh để các NHTM tiếp tục kinh doanh có lãi trong năm 2009. Tuy nhiên, các NHTM, đặc biệt là các ngân hàng nhỏ không có nguồn vốn rẻ như các ngân hàng TMQD lớn, sẽ vẫn chịu ảnh hưởng đáng kể từ nguồn vốn huy động giá cao vào giữa năm 2008. Tuy nhiên, phần lớn nguồn huy động này là ở các kỳ hạn ngắn và có lẽ sau quý I/2009, hầu hết các khoản này sẽ đến hạn. Chúng tôi đánh giá hoạt động chung của ngành ngân hàng sẽ tốt dần lên từ quý II/2009, đặc biệt là các ngân hàng lớn nhận được nhiều ưu đãi hơn (VCB, Vietinbank, BIDV, ACB, STB...)

Ngành xây dựng & vật liệu xây dựng: BĐS trên thực tế vẫn là một địa chỉ đầu tư tiềm năng khi các công ty BĐS hàng đầu (HAG, TDH...) vẫn đưa lên kế hoạch trong năm 2009 với mức lợi nhuận tương đương năm 2008 và cổ phiếu của một số công ty BĐS vẫn là hàng hiếm trên thị trường OTC. Với việc lãi suất giảm (cùng với việc chi phí tài chính giảm trong khi đây là một trong những chi phí lớn nhất của ngành BĐS có tỷ lệ nợ/vốn cao hơn nhiều so với các ngành khác), giá nguyên vật liệu xây dựng giảm, năm 2009 sẽ là một năm thuận lợi để các công ty BĐS có tiềm lực tài chính mạnh tiếp tục đầu tư và đón đầu sự hồi phục kinh tế vào những năm sau. Ngành nhựa, ngành thép sẽ vẫn tiếp tục khó khăn đến hết quý I/2009 nhưng cũng sẽ nhận được các yếu tố hỗ trợ tích cực từ lãi suất thấp.

## Kết luận

Chúng tôi cho rằng lãi suất cơ bản đã ở rất gần mức đáy trong năm 2009 (dự tính ~ 7%). Khác với nhiều nước khác đã đưa lãi suất về mức rất thấp (~0%), Việt Nam hiện còn rất nhiều “ room” để tiếp tục cắt giảm lãi suất nếu tình hình kinh tế trong nước xấu hơn dự kiến.

Vấn đề lúc này dường như không còn là chuyện lãi suất mà là vấn đề giải ngân vốn, bởi lẽ nếu doanh nghiệp được vay với lãi suất 6% (giả sử các NHTM sẽ cho vay ở mức 10% và doanh nghiệp được trợ giúp 4% từ chính phủ đưa lãi suất thực vay xuống 6%) thì đây đã là mức lãi vay rất hợp lý, có thể nói là thấp nhất trong vòng nhiều năm trở lại đây. Trên thực tế, hiện nhiều tổng công ty (dệt may, cao su, điều, thủy hải sản...) đã sớm đề nghị được tiếp cận nguồn vốn này. Vấn đề lớn hơn là các doanh nghiệp không thuộc diện ưu đãi (vẫn phải vay với mức lãi suất ~10%) sẽ làm gì khi họ không được tiếp cận nguồn vốn vay rẻ này. Tiến độ giải ngân, phương thức giải ngân và sự minh bạch cũng là những yếu tố rất đáng quan tâm trong năm 2009. Ngoài ra, vấn đề trần lãi suất theo quy định của Bộ Luật Dân sự không được vượt quá 50% so với lãi suất cơ bản cũng đang được NHNN tháo gỡ, báo hiệu một năm sẽ “dễ thở” hơn cho việc giải ngân vốn.

## Tỷ giá hối đoái

### Biến động mạnh nhất trong vài năm gần đây

#### Đồ thị tỷ giá hối đoái



#### Diễn biến tỷ giá năm 2008

##### Bốn giai đoạn trong diễn biến tỷ giá 2008

##### 1 lần tăng tỷ giá trung bình LNH, 4 lần tăng biên độ

Cũng như lãi suất, diễn biến tỷ giá năm 2008 đầy biến động với những ảnh hưởng từ các yếu tố vĩ mô, cung cầu ngoại tệ và thậm chí cả tin đồn. Chỉ trong năm 2008, biên độ tỷ giá đã được điều chỉnh 5 lần, một mật độ chưa từng có trong lịch sử. Nếu như trong những năm trước, tỷ giá luôn được định hướng tăng nhẹ (1%/năm) thì trong năm 2008, tỷ giá công bố LNH, vốn có xu hướng được duy trì tương đối ổn định, đã tăng ~ 5% và tỷ giá giao dịch LNH tăng ~10%. Trên cơ sở các quyết định điều chỉnh biên độ tỷ giá chính thức của NHNN, chúng tôi chia diễn biến tỷ giá trong năm thành 4 giai đoạn chính:

#### Giai đoạn 1: Từ 01/01/2008 đến 10/03/2008

Trong giai đoạn này, tỷ giá USD/VND trên thị liên ngân hàng giảm mạnh từ 16.112 đồng xuống còn 15.960 đồng. Tỷ giá trên thị trường tự do có lúc rớt xuống thấp hơn tỷ giá liên ngân hàng. Bên cạnh các nguyên nhân như lượng kiều hối (5,5 tỷ USD) chuyển về tăng mạnh trong dịp Tết dương lịch, lượng vốn FDI và vốn FII vào Việt Nam tiếp tục đà tăng mạnh từ năm 2007, VND lên giá chủ yếu do USD đã mất giá quá mạnh trên thị trường thế giới trong giai đoạn đầu năm 2008. NHNN đã tăng biên độ tỷ giá từ +/- 0,75% lên mức 1% vào ngày 10/3/2008. Khác với các lần điều chỉnh tỷ giá khác, tỷ giá USD/VND đã về mức sàn ngay sau khi có quyết định tăng biên độ của NHNN.

#### Giai đoạn 2: Từ 10/03/2008 đến ngày 27/06/2008

Trong giai đoạn này, tỷ giá diễn biến trái chiều với giai đoạn một với sự mất giá của VND so với USD, tỷ giá LNH công bố từ 15.960 đ- 15.946 đồng, đặc biệt trong tháng 6/2008 khi tỷ giá trên thị trường LNH có lúc lên tới 19.400 đồng và cao hơn 2.600 đồng so với tỷ giá trần quy định. Nguyên nhân chính của sự mất giá của VND là do những số liệu cho



thấy nền kinh tế có dấu hiệu lạm phát tăng cao và thâm hụt cán cân thương mại (~ 15 tỷ USD tính đến hết tháng 6/2008). Nhu cầu USD để nhập khẩu vàng do chênh lệch lớn giữa giá vàng trong nước và giá vàng quốc tế và nhu cầu rút vốn của nhà đầu tư nước ngoài do những lo ngại về nền kinh tế trong nước và các tin đồn cũng là những nguyên nhân chính dẫn tới sự trượt giá của VND so với USD. Vào ngày 27/6/2008, Ngân hàng nhà nước đã quyết định tăng biên độ tỷ giá lên +/-2%.

### Giai đoạn 3: Từ 27/06/2008 đến 07/11/2008

Từ tháng 9/2008, cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ thế giới đã gây sức ép khiến VND mất giá ngày càng cao do các nguyên nhân:

*Tỷ giá bình quân LNH tăng 5,4%, tỷ giá giao dịch tăng ~10% trong năm 2008*

1. Xuất khẩu yếu đi do sự xấu đi nhanh chóng của các thị trường xuất khẩu chủ yếu như Mỹ, Nhật, khối EU.
2. Sự tăng giá của đồng USD so với các đồng tiền khác (5%-10%) do nhiều nhà đầu tư vẫn coi USD là nơi trú ẩn an toàn trong giai đoạn khủng hoảng toàn cầu. Tại nhiều thị trường mới nổi đã diễn ra tình trạng rút vốn lớn của các nhà đầu tư nước ngoài khiến cho đồng nội tệ mất giá so với USD, hàng hóa của các nước này cũng trở nên có sức cạnh tranh cao hơn so với hàng xuất khẩu của Việt Nam.
3. Thâm hụt thương mại có dấu hiệu gia tăng trở lại khi xuất khẩu giảm sút nhưng nhập siêu vẫn ở mức cao.
4. Nhu cầu rút vốn của nhà đầu tư nước ngoài là rõ ràng ngay tại TTCK Việt Nam. Tính từ khi cuộc khủng hoảng tài chính thế giới lan rộng (giữa tháng 9/2008) đến cuối năm, nhà ĐTNN liên tục bán ròng trên thị trường trái phiếu (~ ~26.000 tỷ VND) và thị trường cổ phiếu (~1800 tỷ VND), một phần số vốn thu được đã được chuyển đổi sang USD dẫn tới cầu USD cao tại các ngân hàng nước ngoài.

Vào cuối giai đoạn này, biên độ tỷ giá được điều chỉnh vào ngày 7/11/2008 từ +/-2% lên mức +/- 3%.

### Giai đoạn 4: từ 07/11/2008 đến 31/12/2008

Sau khi NHNN tăng biên độ tỷ giá, mặc dù tỷ giá USD/VND LNH công bố vẫn duy trì ở mức ~16.500 đồng, tỷ giá tại các ngân hàng thường xuyên được duy trì ở mức trần ~ 17.000 đồng. Tỷ giá giao dịch trên thị trường không chính thức ở mức 17.200 đồng - 17.450 đồng. Tỷ giá giao dịch tạm ổn định ở mức trần, được trợ giúp bởi thâm hụt thương mại được cải thiện, chênh lệch lãi suất giữa VND và USD giảm, và việc USD có xu hướng đứng giá và giảm nhẹ so với các ngoại tệ khác sau quyết định cắt giảm lãi suất cơ bản của Fed vào ngày 17/12/2008 từ 1% xuống 0-0,25%.

Vào ngày 24/12/2008, Bộ Kế hoạch - Đầu tư công bố GDP cho năm 2008 ở mức 6,23%, thấp hơn rất nhiều so với mức dự tính trước đó là ~ 6,5%. Thông tin thống kê xuất khẩu tháng 11 giảm 4,8% so với tháng 10 (trong khi cùng kỳ năm trước xuất khẩu tăng 6%). Trước những thông tin lo ngại trên về tình hình kinh tế và xuất khẩu, cùng ngày 24/12, NHNN đã công bố việc điều chỉnh tỷ giá USD/VND LNH tăng 3% (hay VND trượt giá 3%) từ mức 16.494 đồng (24/12/08) lên 16.989 đồng (25/12/2008). Tỷ giá USD/VND của

Vietcombank cũng biến động ngay sau công bố của NHNN lên mức 17.180-17.350 đồng.

Trên thực tế, các ngân hàng dường như đã dự tính trước về khả năng này khi ngay từ đầu tháng 12/2008, nhiều ngân hàng đã tích cực thu mua ngoại tệ nhưng không cho vay, duy trì trạng thái dương về ngoại tệ (ĐTCK- 26/12/2008). Cho đến những ngày đầu năm 2009, tỷ giá giao dịch USD của các ngân hàng vẫn đứng ở mức cao sát trần: 17.370-17.480 đồng (05/01/2009).

## Tác động của biến động tỷ giá tới hoạt động SXKD của doanh nghiệp

Biến động về tỷ giá đã ảnh hưởng mạnh tới doanh nghiệp trong năm 2008 không chỉ thông qua kết quả kinh doanh mà còn qua việc tiếp cận tín dụng ngoại tệ. Chịu ảnh hưởng nặng nề nhất là các doanh nghiệp phải nhập khẩu nguyên liệu từ nước ngoài khi phải chịu ảnh hưởng kép đặc biệt trong thời điểm giữa năm 2008: giá nguyên vật liệu tăng và VND trượt giá.

- **Ngành nhựa:** Công ty nhựa Bình Minh trong giai đoạn tháng 5-6/2008 thiệt hại mỗi tháng 5-6 tỷ đồng do biến động tỷ giá.
- **Ngành dệt may:** Tập đoàn dệt may thiệt hại khoảng 50 tỷ đồng cũng trong giai đoạn này do chênh lệch giữa giá USD thu bán cho NHTM và giá mua USD phục vụ mua nguyên liệu.
- **Ngành xăng dầu:** Tại thời điểm cuối tháng 3/2008, tỷ giá thị trường thấp hơn tỷ giá liên ngân hàng nên Petrolimex phải mua USD với giá cao hơn giá thị trường khiến mỗi lít xăng dầu tăng 300-400 đồng do tỷ giá. Từ tháng 4/2008, tỷ giá đảo chiều mạnh, tỷ giá LNH giao dịch ở trần biên độ, chênh lệch tỷ giá từ thời điểm ký hợp đồng đến thời điểm thanh toán từ 40 đ/lít lên mức 500 đ/lít ở thời điểm tháng 7-8/2008.
- **Ngành dược:** Trong bản giải trình báo cáo tài chính quý II/2008 của DHG, công ty giải thích rằng việc tỷ giá tăng cao trong tháng 5-6/2008 trong khi nguyên liệu công ty chủ yếu nhập ngoại nên đã làm tăng khoản chênh lệch tỷ giá của công ty trong quý II/2008.
- **Ngành điện:** PPC là một trong những trường hợp điển hình nhất trong số các công ty bị thiệt hại do biến động tỷ giá. Với khoản vay ~ 37 tỷ Yên Nhật, PPC phải chịu thiệt kép về tỷ giá khi VND trượt giá so với USD trong khi đồng USD cũng giảm giá so với Yên Nhật (tính từ tháng 6/2008 đến tháng 11/2008, Yên tăng 7,73% so với USD trong đó nếu chỉ tính từ tháng 9-11/2008, Yên Nhật tăng giá 20%-25% so với USD và 30%-40% so với EURO - *Nguồn: TBKT*). Chỉ trong 6 ngày sau khi có thông báo về điều chỉnh lợi nhuận do lỗ tỷ giá, cổ phiếu của PPC đã giảm sàn với mức sụt giảm tổng cộng là 23%. Theo báo cáo tài chính năm 2007, công ty phát sinh khoản lỗ tỷ giá ~ 232 tỷ đồng và với tỷ giá JPY/VND như ở mức hiện tại (JPY/VND ~ 180 đồng-184 đồng), theo chúng tôi, dự phòng chi phí tài chính sẽ là ~ 1.400 tỷ đồng và mức lợi nhuận cho năm 2008 của PPC sẽ là âm.

*Biến động về tỷ giá đã ảnh hưởng mạnh tới doanh nghiệp trong năm 2008 không chỉ thông qua kết quả kinh doanh mà còn qua việc tiếp cận tín dụng ngoại tệ*

Diễn biến tỷ giá EUR/USD năm 2008



Diễn biến tỷ giá USD/JPY năm 2008



## Dự báo tỷ giá hối đoái năm 2009

Với việc NHNN điều chỉnh tỷ giá LNH (thay vì tăng biên độ như một số dự đoán), chúng tôi cho rằng NHNN và các cơ quan chính phủ khác đều nhận định cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu hiện nay sẽ kéo dài và việc giảm giá VND thay vì nâng biên độ sẽ là tốt hơn để đối phó với cuộc khủng hoảng này. Với trần 3%, tỷ giá trần cho việc mua -bán USD của các ngân hàng sẽ ở mức 17.500 đồng. Theo quan điểm của chúng tôi, lần điều chỉnh tỷ giá này là khá mạnh tay. Tuy nhiên, diễn biến cho thấy sau khi nâng tỷ giá, tỷ giá mua-bán của các ngân hàng đã tiếp tục leo sát mức trần và giao dịch ở mức 17.430 (bán ra) cho thấy sức ép đối giảm giá đối với VND vẫn là rất lớn. Bất kỳ một tin xấu nào nữa cho nền kinh tế Việt Nam (giảm FDI, giảm kiều hối, giảm xuất khẩu và nhập siêu, giảm mạnh dự trữ ngoại hối) sẽ lại tiếp tục gây sức ép lên VND phải tiếp tục giảm giá.

Thực tế thì với việc lạm phát trong năm tới ~ 10% ở Việt Nam và <2% ở Mỹ, VND sẽ có thể phải mất giá tới 8% so với USD nếu tính theo cân bằng sức mua. Trong quá khứ, VND đã mất giá ~ 19% chỉ trong vòng 14 tháng trong thời kỳ khủng hoảng 1997-1998. Cuộc khủng hoảng lần này có tác động còn sâu rộng hơn nhiều, vì vậy chúng ta hoàn toàn có thể nghĩ tới khả năng VND tiếp tục mất giá ~8%-10% nữa.

**Dự báo VND sẽ tiếp tục được điều chỉnh mất giá nhẹ trong năm 2008**

Khả năng đó là có thể, nhưng chúng tôi thiên về khả năng VND mất giá **3% - 5% trong năm 2009**. Dự đoán này của chúng tôi dựa trên cơ sở:

- Tuy xuất khẩu nhiều khả năng suy giảm trong năm 2009 (dự tính xuất khẩu sẽ chỉ đạt ~52 tỷ USD, giảm 18% so với năm 2008) nhưng nhập khẩu sẽ giảm với tốc độ tương đương do nhu cầu giảm sút và giá cả hàng hóa thế giới hiện đang giảm 30%-50% so với mức trung bình trong năm 2008. Giả sử nhập siêu giảm ~ 18% thì giá trị nhập khẩu sẽ là 65 tỷ USD, đưa thâm hụt thương mại ở mức nhỏ hơn 14 tỷ USD, so với mức 17 tỷ USD trong năm 2008.
- FDI đăng ký tuy suy giảm chỉ còn 1/3 nhưng FDI giải ngân sẽ đạt mức cao tương đương năm 2008 là 11 tỷ USD (theo thông tin từ Bộ Kế hoạch-Đầu tư). Theo ECC mức giải ngân FDI dự kiến năm 2009 từ 7-9 tỷ USD. ODA giảm tương đương 1 tỷ USD nhưng chúng ta có hy vọng để nổi lại khoản viện trợ của Nhật Bản.
- Nguồn kiều hối có thể suy giảm nghiêm trọng so với năm 2008 (dự tính 8 tỷ USD), dự tính mức suy giảm ~ 2-4 tỷ USD.

- Việt Nam sẽ có thể huy động trái phiếu quốc tế từ 2-3 tỷ USD như định hướng gói kích cầu của chính phủ. Hiện tỷ lệ nợ nước ngoài của Việt Nam trên GDP là không đáng lo ngại (30% GDP), ngoài ra lãi suất USD đang ở mức thấp nhất trong nhiều năm nên vấn đề lớn nhất là 1) “Ai” sẽ mua trái phiếu ngoại tệ khi tất cả các nước hiện đều cần tiền để phục vụ mục tiêu hồi phục kinh tế, và 2) Việt Nam sẽ sẵn sàng trả ở mức lãi suất cao hơn bao nhiêu. Nếu huy động được nguồn vốn này, cán cân thanh toán sẽ vẫn được duy trì tương đối ổn định ngay cả khi FDI giải ngân suy giảm mạnh xuống ~ 7-9 tỷ USD.

Nếu như cán cân thanh toán quốc gia diễn ra với xu hướng như trên, việc VND sẽ chỉ mất giá nhẹ như trên là khá cao. Chúng tôi cũng dự tính sẽ có thêm một số lần điều chỉnh tỷ giá cho năm 2009 với xu hướng là giảm nhẹ, bám sát diễn biến thị trường, biên độ cũng có thể được điều chỉnh nhiều lần với biên độ tối đa 5%, tuy rằng chúng tôi ủng hộ việc điều chỉnh tỷ giá hơn là điều chỉnh biên độ. Tỷ giá cuối năm 2009 dự tính ở mức **~17.500 đồng -17.800 đồng** với mức giao dịch mua-bán của các NHTM là ~18.000 đồng (nếu biên độ giữ vững ~ 3%) và 18.400 đồng (nếu biên độ được nâng lên 5%), tương đương với khả năng nền kinh tế thế giới sẽ bắt đầu quá trình phục hồi vào đầu QIII/2009 và dòng kiều hối cũng như FDI vào Việt Nam sẽ hồi phục trong năm 2010.

Khả năng giảm ở mức tương đối thấp của VND như trên có thể sẽ được hỗ trợ bởi khả năng EUR sẽ tăng giá tương đối so với USD đặc biệt là trong nửa cuối năm 2009. Tuy nhiên, việc lãi suất cơ bản ở Nhật và Mỹ hiện đều đã ở mức ~ 0% sẽ hạn chế các hoạt động carry-trade giữa hai đồng tiền, cộng với việc chính phủ Nhật cũng thực hiện mạnh các biện pháp nới lỏng tiền tệ nên JPY sẽ có khả năng giảm ở mức ~ 5%-10% so với USD trong năm 2009 (trên cơ sở tỷ giá JPY/USD hiện là 89).

## Dự báo ảnh hưởng của tỷ giá 2009 tới hoạt động doanh nghiệp

Xét về ảnh hưởng trực tiếp, việc NHNN giảm giá VND sẽ có ảnh hưởng tích cực tới các doanh nghiệp xuất khẩu và ảnh hưởng tiêu cực tới các doanh nghiệp nhập khẩu. Đối với các công ty niêm yết thuộc từng ngành cụ thể, tác động của tỷ giá sẽ như sau:

*Các ngành xuất khẩu sẽ được hỗ trợ từ tỷ giá, trong khi ảnh hưởng của tỷ giá tới các doanh nghiệp tập trung vào nhập khẩu tùy vào khả năng chuyển giá tới người tiêu dùng*

- **Ngành dược:** Do ngành dược nhập khẩu tới 90% nguyên liệu từ nước ngoài, việc tỷ giá USD/VND tăng sẽ ảnh hưởng lớn tới chi phí đầu vào của ngành dược, trong khi đó việc tăng giá thuốc là tương đối khó khăn khi ngành chịu sự quản lý chặt chẽ của Cục quản lý dược. Những công ty có nguồn dược liệu trong nước (TRA) sẽ chịu ảnh hưởng thấp hơn từ tăng tỷ giá.
- **Ngành sữa:** Các công ty sữa nhập khẩu trên 80% nguyên liệu đầu vào từ nước ngoài và tỷ giá chắc chắn cũng sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới ngành. Các công ty có nguồn nguyên liệu trong nước tốt (VNM) tuy nhiên sẽ giảm bớt được tác động của đợt tăng tỷ giá này, nhất là khi lạm phát nhiều khả năng sẽ chỉ duy trì ở một con số trong năm 2009. Ngoài ra, các công ty sữa có sức mạnh lớn trong khi người tiêu dùng có nhu cầu lớn nên phần lớn sự tăng giá nguyên liệu sẽ đi vào giá bán và người tiêu dùng sẽ là người chịu thiệt.

- **Ngành thép:** Ngành thép đang trong tình trạng dư thừa ngắn hạn trên toàn thế giới khiến nhiều nước phải tìm cách xuất khẩu thép dư thừa trong thời gian qua. Tình hình tương tự cũng đang diễn ra ở Việt Nam. Trên thực tế, trong ngắn hạn, tỷ giá tăng là một lợi thế cho các doanh nghiệp trong nước trong việc giải quyết hàng tồn kho do giá thép nhập khẩu sẽ kém cạnh tranh hơn. Tuy nhiên, về dài hạn, do ngành thép vẫn chủ yếu nhập phôi thép từ nước ngoài, tỷ giá tăng sẽ có ảnh hưởng tới chi phí đầu vào của ngành thép và các doanh nghiệp trên sàn (HPG, HSG, KKC, VGS, vv..).
- **Ngành thủy sản:** Năm 2009 xác định là một năm tương đối khó khăn với ngành thủy sản khi các thị trường chính như Mỹ, Nhật, châu Âu đều có khả năng thu hẹp do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng kinh tế và việc các đồng tiền của các nước cạnh tranh chính trong xuất khẩu thủy sản với Việt Nam đều giảm giá mạnh trong thời gian qua. Việc điều chỉnh tỷ giá sẽ có ảnh hưởng rất tích cực tới các doanh nghiệp thủy sản trong việc tiếp tục duy trì sức cạnh tranh trong năm 2009 như thủy sản Nam Việt (ANV) và thủy sản Vĩnh Hoàn (VHC). Hiện ngành thủy sản cũng đang có đề nghị tiếp tục nới rộng biên độ tỷ giá để hỗ trợ xuất khẩu.
- **Ngành dệt may và giày dép:** Cũng như thủy sản, các doanh nghiệp dệt may và giày dép sẽ được hưởng lợi từ việc giảm giá VND trong năm 2009. Trong những tháng cuối năm 2008, kim ngạch ngành dệt may giảm mạnh một phần do VND tăng tương đối so với các đồng tiền của các nước xuất khẩu khác như Trung Quốc, Thái Lan, Indonesia... Tuy nhiên, đối với hai ngành này và ngành thủy sản, những rào cản thương mại vô hình cũng rất quan trọng đối với khả năng tiếp tục duy trì xuất khẩu.
- **Dầu khí:** Có lẽ đây là một trong những ngành được hưởng lợi lớn từ việc giảm giá VND khi một USD sẽ đổi được nhiều hơn VND. Với sự điều chỉnh, tỷ giá LNH hiện nay, ngành dầu khí sẽ thu thêm được ~ 2500 tỷ đồng từ tỷ giá trong năm tới, còn nếu tỷ giá được điều chỉnh 5% tương đương với việc ngành dầu khí sẽ thu được thêm ~ 4500 tỷ đồng. Nhiều công ty trong ngành sẽ được hưởng lợi. Chẳng hạn với PVD khi công ty ký kết các hợp đồng giàn khoan bằng USD với đối tác nước ngoài. Tuy nhiên, PVD cũng đang có các khoản vay USD để xây các dàn khoan PVD2 và PVD3 và việc tỷ tăng sẽ khiến gánh nặng trả nợ tăng thêm.
- **Các doanh nghiệp vay bằng ngoại tệ:** Các doanh nghiệp vay bằng ngoại tệ sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực từ việc giảm giá VND với mức độ khác nhau. Chẳng hạn, VSH có một khoản vay 34 triệu bằng USD và hiện mỗi năm phải trả nợ (gốc + chi phí quản lý) khoảng 4 triệu USD. Sau khi điều chỉnh tỷ giá, chi phí tài chính cho các khoản nợ này sẽ tăng thêm 2 tỷ đồng và nếu VSH lập dự phòng rủi ro tỷ giá cho khoản vay này thì công ty sẽ phải dành khoảng 17 tỷ đồng, tuy nhiên cả 2 khoản này (nếu có) đều không đáng kể so với quy mô doanh nghiệp với dòng khấu hao dồi dào hơn 140 tỷ/năm. Ở một mức độ khác là PPC với khoản vay ~ 35-37 tỷ Yên Nhật (~400 triệu USD). Bất kỳ sự tăng giá nào của USD so với VND (và của JPY so với USD) và ngược lại sẽ có ảnh hưởng lớn tới lợi nhuận năm 2009 của PPC.

## Kết luận

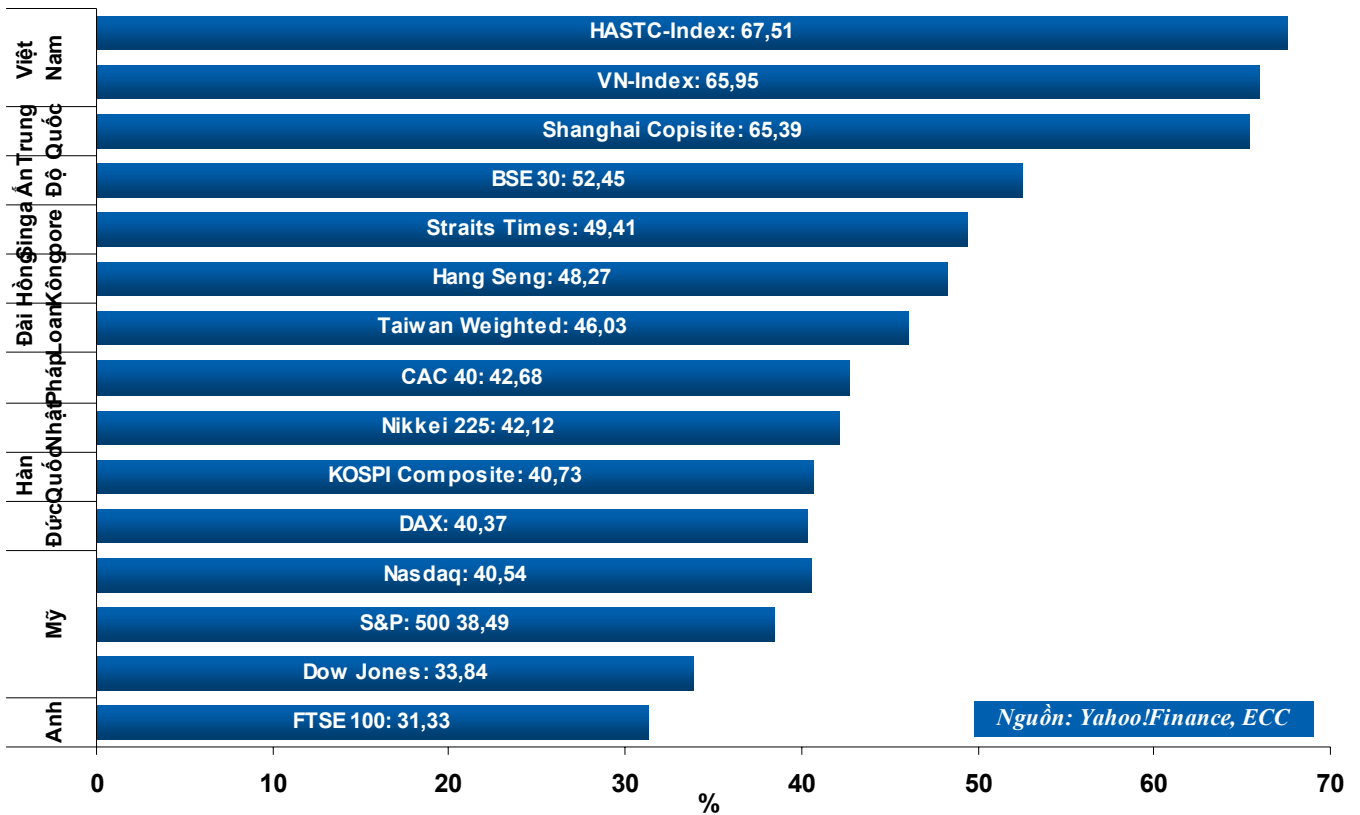
*VND có thể tiếp tục mất giá 3% - 5%, tỷ giá giao dịch liên ngân hàng 18.000 đồng - 18.500 đồng trong năm 2009*

Năm 2008 đánh giá một năm VND giảm giá rất mạnh (~10%) so với mức điều chỉnh nhẹ nhàng ~ 1%/năm trong khoảng 6-7 năm gần đây. Điều này cho thấy chính phủ cũng đã nhận thấy sức tàn phá của cuộc khủng hoảng lần này, đặc biệt là tới xuất nhập khẩu trong khi Việt Nam là một nước có độ mở thuộc diện cao nhất thế giới. Việc NHNN điều chỉnh tỷ giá khá mạnh tay ~ 3% vào những ngày cuối cùng năm 2008 là một tín hiệu đáng mừng, góp phần phá băng thị trường ngoại hối và giảm bớt sức ép giảm giá VND ít nhất là trong vài tháng tới. Động thái này cũng đã cho thấy NHNN không còn giữ chủ trương duy trì tỷ giá công bố LNH ổn định (xoay quanh mức 16.500 trong các năm trước) mà sẽ chủ động điều chỉnh tỷ giá này tùy theo diễn biến thị trường.

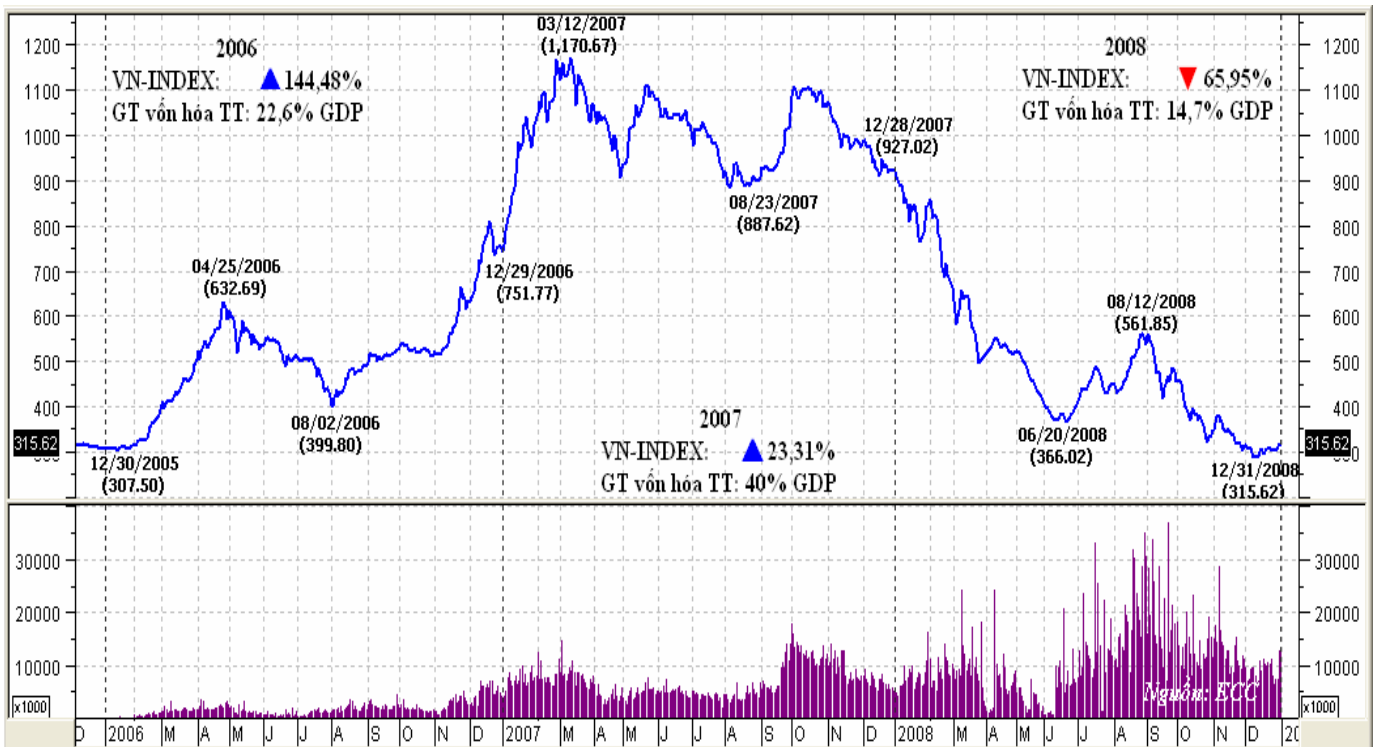
Chúng tôi thiên về khả năng VND tiếp tục sẽ mất giá ~3%-5% với tỷ giá giao dịch USD/VND ~ 18.000-18.500 vào cuối năm 2009. Một khả năng mất giá cao hơn của VND là hoàn toàn có thể nhất là khi 1) FDI giải ngân sụt giảm mạnh so với dự kiến của Bộ Kế hoạch - Đầu tư, 2) Thâm hụt thương mại không được cải thiện như dự báo của chúng tôi và 3) Việt Nam không thành công trong việc huy động trái phiếu từ nước ngoài để bù đắp cho suy giảm trong kiều hối, và có thể là FDI. Trong trường hợp xấu nhất chúng tôi dự tính tỷ giá giao dịch USD/VND sẽ ở mức 19.000 đồng - 19.500 đồng tương đương VND mất giá 8%-10%.

## Thị trường chứng khoán năm 2008

Mức sụt giảm của một số chỉ số chứng khoán tiêu biểu năm 2008 (so với cuối năm 2007)



### Thị trường chứng khoán Việt Nam



## Những con số đặc biệt của một năm đặc biệt

Năm 2008, chưa bao giờ thế giới lại chứng kiến một năm thảm bại của thị trường chứng khoán cũng như các lĩnh vực kinh tế khác. Những sóng gió từ khủng hoảng tài chính, nhà đất và suy thoái kinh tế đã được phản ánh đầy đủ vào diễn biến âm ảm của thị trường cổ phiếu tại nhiều quốc gia trong năm qua đồng thời phản ánh sự đi xuống của kinh tế toàn cầu. Đây là năm mà TTCK toàn cầu sụt giảm nghiêm trọng và được ví như chứng khoán Mỹ thời kỳ 1931, điều này làm làm giới đầu tư liên tưởng tới năm 2009 sẽ giống như năm 1932 - khi thị trường chứng khoán sẽ giảm ít hơn năm trước đó và theo kịch bản này thì năm 2010 sẽ là năm phục hồi của chứng khoán Mỹ, giống như sự hồi phục ấn tượng của năm 1933 thế kỷ trước.

### Thị trường chứng khoán Mỹ

Ngày 20/11/2008, chỉ số Dow Jones chạm 7.552,29 điểm, mức thấp nhất từ đỉnh 14.093,08 điểm hôm 19/10/2007, sau đó phục hồi mạnh mẽ trở lại, khiến nhiều người cho rằng TTCK Mỹ đã chạm đáy, tuy nhiên với các nhà đầu tư tại Mỹ, năm 2008 là năm tồi tệ nhất kể từ cuộc đại khủng hoảng diễn ra gần 80 năm trước. Chỉ số Dow Jones mất 33,84% giá trị, con số tương tự với Nasdaq và S&P 500 lần lượt là 40,54% và 38,49%. Chỉ số Nasdaq đã có mức sụt giảm tệ hại nhất kể từ khi nó ra đời năm 1971. Giá trị vốn hóa toàn thị trường chứng khoán Mỹ mất khoảng 7.500 tỷ USD - mức giảm lớn nhất trong lịch sử thị trường này. Còn nhớ khi cuộc đại khủng hoảng kinh tế xảy ra năm 1929, chỉ số Dow Jones và S&P500 mất 17%. Sang các năm 1930, 1931 và 1932, chỉ số Dow Jones giảm lần lượt là 34%, 53% và 22%. Đến năm 1933, TTCK Mỹ mới hồi phục với chỉ số Dow Jones tăng 67% và chỉ số S&P500 tăng 48%.

### Thị trường chứng khoán Châu Âu, Châu Á - Sụt giảm kỷ lục

**Ở châu Âu:** Con bão tài chính đã tác động mạnh tới thị trường chứng khoán toàn cầu khiến các chỉ số chứng khoán có nhiều ngày tăng, giảm bất thường, các chỉ số chứng khoán ở châu Âu cũng mất điểm từ 31,33% đến 42,68%, trong đó chỉ số CAC40 của Pháp giảm có mức giảm mạnh nhất (-42,68%) và chỉ số FTSE của Anh giảm ít nhất (-31,33%).

**Ở châu Á:** Một số thị trường lớn khác như Trung Quốc, Hàn Quốc, Hong Kong cũng có một năm tồi tệ, các thị trường đều mất điểm mạnh từ 40,73% đến 65,95%, trong đó chỉ số KOSPI của Hàn Quốc có mức giảm thấp nhất (40,73%), trong khi đó chỉ số VN-Index của Việt Nam và chỉ số Shanghai Composite của Trung Quốc là 2 trong số các thị trường dẫn đầu về mức độ sụt giảm tại Châu Á với sự sụt giảm lần lượt là 65,95% và 65,39% giá trị so với các thị trường được đưa vào so sánh trong các thị trường tiêu biểu. Riêng chỉ số Nikkei 225 của Nhật đã giảm tới 42,12% - mức giảm mạnh nhất kể từ năm 1990 (-39%), chỉ số BSE30 của Ấn Độ cũng đã giảm 52,45%. Năm 2008 chứng kiến nỗi đau lớn của nhiều nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư cá nhân ở các thị trường Trung Quốc, Việt Nam và Ấn Độ với các khoản tiết kiệm tích góp nhiều năm và được đưa vào thị trường chứng khoán còn chưa hoàn chỉnh, nơi yếu tố rủi ro vẫn được cho là nhân tố quan trọng của chiến thắng.

### Thị trường chứng khoán Việt Nam

Đối với Việt Nam, trong hơn 8 năm hoạt động của thị trường chứng khoán thì năm qua là một năm sụt giảm kỷ lục, mục tiêu cổ phần hóa và nhiều cuộc đấu giá thất bại, chưa bao giờ mối quan hệ và ảnh hưởng từ thị trường thế giới lại thể hiện sâu sắc như trong năm qua, kinh tế thế giới rơi vào khủng hoảng tác động đến nền kinh tế Việt Nam, đặc biệt là đối với xuất khẩu và đầu tư gián tiếp. Điều này đã thể hiện ở thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2008, khi thị trường này thường phản ánh trước những khó khăn của nền kinh tế. Kết thúc năm 2008, chỉ số



VN-Index và HASTC-Index có mức giảm lần lượt là 65,95% và 67,51% so với cuối năm trước đó, một mức sụt giảm chưa từng có trong lịch sử hơn 8 năm hoạt động, thuộc nhóm chỉ số giảm mạnh nhất trên thế giới. Hàng chục nghìn tỷ đồng vốn hóa thị trường “bốc hơi” trong năm suy giảm nghiêm trọng này.

**Về số công ty niêm yết:** hiện có 338 công ty niêm yết và chứng chỉ quỹ (sàn TP.HCM 170, sàn Hà Nội 168), cũng trong năm này có thêm 89 cổ phiếu niêm yết mới (33 cổ phiếu ở sàn HOSE, trong đó có 2 mã là PTC và BMI chuyển từ sàn HASTC sang và 58 cổ phiếu ở sàn HASTC). Mặc dù tăng khá so với thời điểm khi mới hoạt động cũng như một số thời điểm trước đây (cuối năm 2006 có 193, cuối năm 2007 có 233), nhưng nếu so với số lượng công ty cổ phần hiện hữu ở Việt Nam thì chỉ chiếm một tỷ lệ rất thấp. Nguyên nhân là mục tiêu cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước lại thêm một năm thất bại, theo báo cáo của Bộ Tài chính, 11 tháng đầu năm 2008 chỉ cổ phần hóa được 73/262 doanh nghiệp, chỉ đạt 28% kế hoạch đã được Chính phủ phê duyệt trước đó. Trong cả năm 2007, tỷ lệ hoàn thành cũng chỉ là 21%. Một loạt kế hoạch cổ phần hóa các tổng công ty lớn đã không thể thực hiện, theo như lộ trình đặt ra tại Quyết định số 1729/QĐ-TTg ngày 29/12/2006 của Thủ tướng Chính phủ. Đây là một trong những chỉ báo quan trọng không chỉ phản ánh quy mô mà còn phản ánh cả mức độ phổ cập của thị trường chứng khoán Việt Nam. Số công ty chứng khoán hiện có là 101, cao hơn số 55 của 2006 và 74 của 2007. Số công ty quản lý quỹ hiện có 42, tăng so với 18 của 2006 và 24 của 2007.

**Tổng khối lượng niêm yết:** Năm 2008, tổng khối lượng niêm yết đạt gần 8 tỷ đơn vị cao gấp 1,7 lần năm 2007 và 3,2 lần năm 2006.

**Giá trị vốn hóa thị trường:** Đây là một trong những chỉ báo có tầm quan trọng hàng đầu phản ánh quy mô thị trường chứng khoán, đến nay đã đạt khoảng 219.775 tỷ đồng (tương đương 13,12 tỷ USD) (sàn TP.HCM 169,346 nghìn tỷ đồng, sàn Hà Nội 50,429 nghìn tỷ đồng). So với GDP tính theo giá thực tế năm 2009 (ước đạt 1.478 nghìn tỷ đồng), thì tổng giá trị vốn hóa thị trường chứng khoán Việt Nam đạt 14,7%, thấp hơn mức cuối năm 2006 (22,6% GDP) và cuối năm 2007 (40% GDP). Trong đề án phát triển thị trường vốn của Bộ Tài chính trình Chính phủ trong năm 2007, mốc 50% GDP vào năm 2010 đã được đặt ra, nhưng sự sụt giảm quá mạnh trong năm 2008 là một chuyển động ngược không ngờ tới. Như vậy chỉ sau một năm giá trị vốn hóa thị trường đã bốc hơi hơn 270 nghìn tỷ đồng (16 tỷ USD), nếu không tính các cổ phiếu niêm yết trong năm 2008 thì giá trị mất đi còn tăng lên thành 314 nghìn tỷ đồng. Giá trị vốn hóa thị trường của những cổ phiếu hàng đầu cũng sụt giảm mạnh. So với cuối năm 2007 có 12 cổ phiếu có mức vốn hóa thị trường trên 10 nghìn tỷ đồng thì năm 2008 con số này đã giảm xuống chỉ còn 5 cổ phiếu: VNM, DPM, ACB, HAG và PVD, trong đó HAG mới niêm yết cuối năm 2008.

**Số nhà đầu tư trên thị trường chính thức:** Theo con số thống kê đến ngày 25/07/2008 thì số nhà đầu tư trên thị trường chính thức hiện có 430 nghìn tài khoản, trong đó có 418.569 tài khoản là của NĐT trong nước. Đối với NĐTNN, theo thống kê của trung tâm lưu ký đến 1/1/2009 đã có 12.720 tài khoản, trong đó có 11.833 tài khoản cá nhân và 887 tài khoản của tổ chức. So với năm 2007 thì số tài khoản của NĐTNN đã tăng gấp 1,6 lần, trong đó số tài khoản tổ chức đã tăng gấp 1,85 lần và số tài khoản cá nhân đã tăng 1,5 lần. Đáng lưu ý, trong tổng số nhà đầu tư, nếu như ở các nước, nhà đầu tư tổ chức chiếm khoảng 70%, còn nhà đầu tư cá nhân chỉ chiếm khoảng 30%, thì trên thị trường chứng khoán Việt Nam các con số trên đã ngược lại: số nhà đầu tư cá nhân chiếm 70%, các nhà đầu tư tổ chức chỉ chiếm 30%. Chính tỷ trọng đảo ngược này cộng với nguồn vốn còn phụ thuộc lớn từ nguồn vay ngân hàng của các nhà đầu tư cá nhân, nên tính đầu tư theo phong trào còn khá nặng; khi giá chứng khoán xuống thường ào ào bán ra, khi giá lên lại đẩy mạnh mua vào, vừa làm cho thị trường dễ biến động mạnh mà hậu quả làm cho các nhà đầu tư nhỏ lẻ dễ bị thua lỗ nặng.

**Về thị trường trái phiếu:** Trong năm 2008, hoạt động của thị trường trái phiếu cũng đã tiếp tục được Chính phủ quan tâm từng bước tạo điều kiện phát triển với việc tập trung hoạt động giao dịch trái phiếu từ HOSE về HASTC để hình thành thị trường trái phiếu chuyên biệt. Báo cáo tổng kết năm 2008 của HASTC cho biết, trong năm 2008, Trung tâm đã tiếp nhận thêm 12 thành viên đầu thầu, nâng tổng số thành viên đầu thầu trái phiếu tại Trung tâm lên

77 thành viên. Tính đến 31/12/2008, Trung tâm đã tổ chức được 44 đợt đấu thầu trái phiếu, huy động được 7.008 tỷ đồng trên 31.700 tỷ đồng gọi thầu, đạt 22,1% kế hoạch gọi thầu và bằng 36,9% tổng huy động của năm 2007. So với năm 2007, nhiều phiên đấu thầu không thành công, đặc biệt trong 6 tháng đầu năm 2008, liên quan tới chính sách tiền tệ thắt chặt, lạm phát. Tuy nhiên, vào quý III và quý IV, các cuộc đấu thầu trái phiếu Chính phủ đạt kết quả tương đối khả quan, đặc biệt lãi suất trúng thầu thấp hơn lãi suất ngân hàng - một kết quả rõ rệt của việc đấu thầu tập trung qua HASTC. Trên thị trường trái phiếu niêm yết, khối lượng đã gia tăng đáng kể với 275 mã chuyển niêm yết từ HOSE, nâng tổng số mã trái phiếu giao dịch trên HASTC lên 527 mã trái phiếu với tổng giá trị niêm yết gần 162.539,3 tỷ đồng, cũng trong năm 2008, sàn Hà Nội đã chấp thuận đưa thêm vào niêm yết 89 loại trái phiếu, với tổng giá trị niêm yết hơn 51.273 tỷ đồng theo mệnh giá. Về giá trị giao dịch, tổng KLGĐ trong năm qua đạt 1.992,4 triệu trái phiếu tương ứng với giá trị 189.108,4 tỷ đồng gấp 2.427 lần so với tổng giá trị giao dịch trái phiếu của cả năm 2007, giá trị giao dịch bình quân phiên đạt 762,5 tỷ đồng. Năm 2008 cũng đánh dấu nhiều thời điểm sôi động của thị trường trái phiếu, có vị thế quan trọng nhưng chưa được chú ý đúng mức trên thị trường vốn Việt Nam. Những khó khăn về kinh tế vĩ mô trong nước khiến cho khối ngoại bán ròng trái phiếu kỷ lục trong tháng 6 với giá trị ghi nhận là 6.000 tỷ đồng, lãi suất chiết khấu kỷ lục trên 20%/năm. Cung ngoại - cầu nội và phần thưởng cho NĐT chủ yếu là các ngân hàng nội là khoản lợi nhuận lớn trong năm 2008.

Diễn biến của thị trường chứng khoán năm 2008 đã quá bất ngờ và không kịp phản ứng đối với các nhà đầu tư, các nhà quản lý hoạch định chính sách và cả các chuyên gia phân tích, dự báo thị trường. Năm 2008 chúng ta đã chứng kiến, cảm nhận về sự khốc liệt của thị trường mà đại bộ phận các nhà đầu tư phải gánh chịu sự thất thoát thua lỗ quá sức, đây là sự thua lỗ mang tính toàn cầu và các bài học rút ra rất thấm thía và đau đớn. Một năm sóng gió của cuộc khủng hoảng tài chính - suy thoái kinh tế toàn cầu đã qua đi, song hệ lụy của nó chắc chắn vẫn còn để lại cho năm 2009. Nhiều điều khó tin đã xảy ra và các NĐT sẽ không dễ quên những cột mốc lịch sử diễn ra trong một năm đầy sóng gió vừa qua.

### **Nhận định thị trường Q1/2009**

Chúng tôi đánh giá 2 quý đầu năm 2009 là thời gian khó khăn nhất của các doanh nghiệp Việt Nam nói chung và các doanh nghiệp niêm yết nói riêng. Tuy nhiên tính vào thời điểm cuối năm 2008, tính chung các cổ phiếu trên 2 sàn HOSE và HASTC không kể các cổ phiếu trong nhóm ngành nhạy cảm như: Bất động sản, tài chính, ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm thì giá trị của toàn thị trường đã chỉ còn gần tương đương với giá trị sổ sách. Điều này có nghĩa Price/Book Value của thị trường (trừ các ngành nêu trên) ~1. Chỉ số này của thị trường châu Á trong cuộc khủng hoảng tài chính 2007 thấp nhất cũng ở mức 1,2, bởi vậy cho dù giá trị sổ sách của toàn thị trường có thể giảm nếu được đánh giá lại thì giá cổ phiếu của TTCKVN cũng đã chạm đến vùng đáy. Nếu đánh giá ở mức độ xấu nhất là Price/Book Value của thị trường (trừ các nhóm ngành nhạy cảm kể trên) xuống đến mức 0,8 thì VNIndex cũng chỉ chạm ngưỡng 250 điểm. Ở chiều ngược lại, trong 2 quý đầu năm sẽ khó có những yếu tố bền vững để kích thích TTCK phát triển trở lại, bởi vậy, trong trường hợp có những đợt sóng nhỏ thì thị trường cũng chỉ dừng lại ở mức 350 điểm. Tuy nhiên, trong giai đoạn khó khăn này, sẽ có khá nhiều các doanh nghiệp vẫn duy trì và chuẩn bị cho sự phát triển mạnh trở lại sau thời kỳ suy thoái, và cũng sẽ có nhiều các “cơ hội vàng” cho các nhà đầu tư lựa chọn được các cổ phiếu có sức tăng trưởng mạnh trong tương lai.

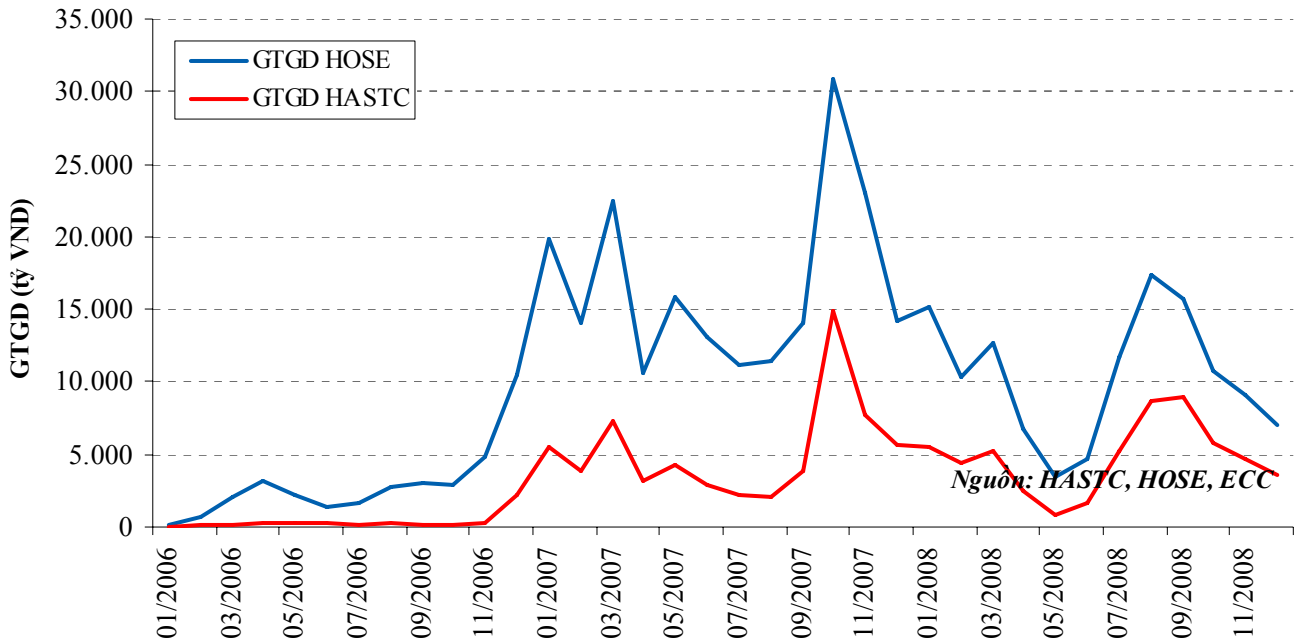
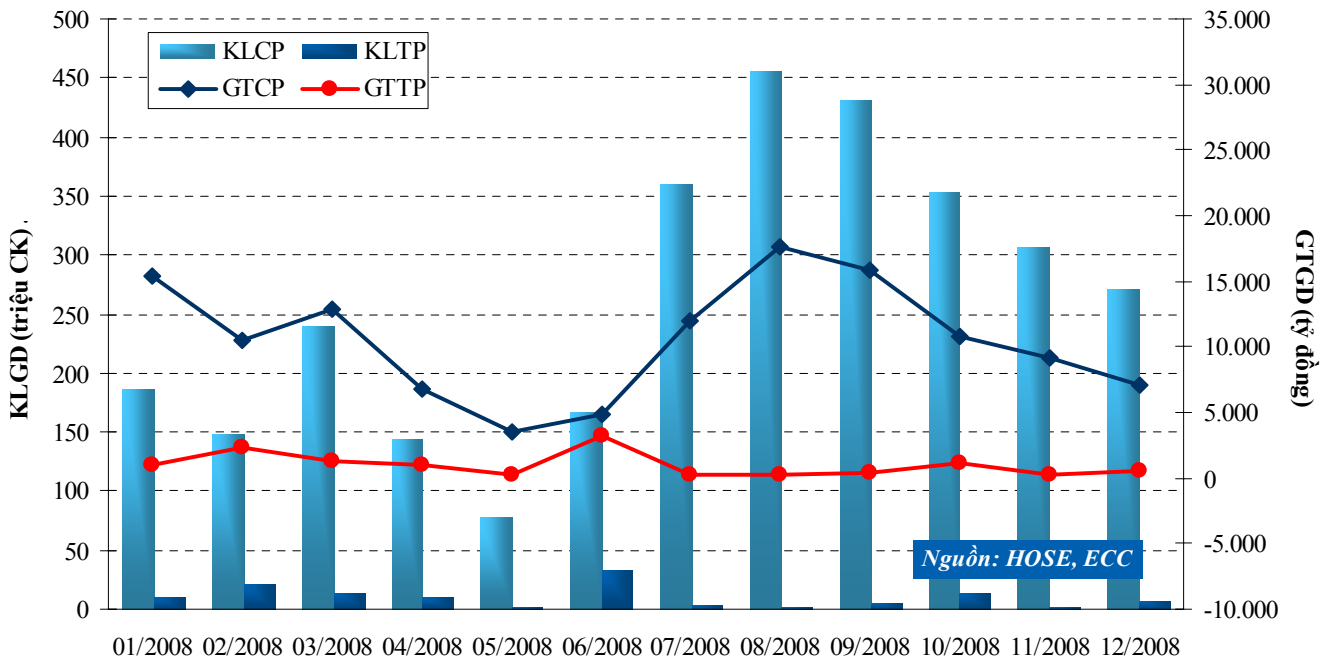
Tổng quan từ việc phân tích tổng thể trong báo cáo 2008, chúng tôi nhận định: ***VNIndex trong 2 quý đầu năm 2009 sẽ dao động trong khoảng 250 - 350 điểm.***

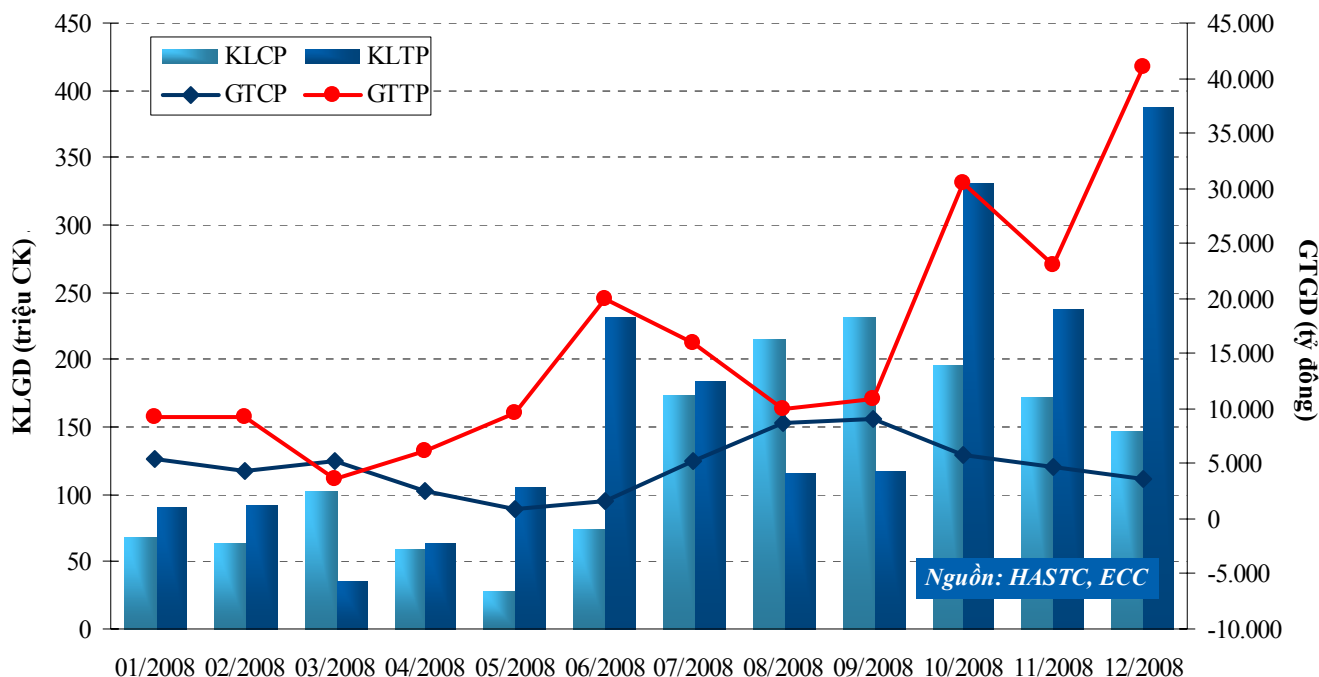
## Quy mô giao dịch toàn thị trường

### Thị trường chứng khoán Việt Nam - Những con số ấn tượng

	2005	2006	2007	2008
<b>Công ty niêm yết</b>	<b>41</b>	<b>193</b>	<b>233</b>	<b>338</b>
HOSE	32	106	130	170
HASTC	9	87	103	168
<b>Khối lượng CP niêm yết</b>	<b>341.812.955</b>	<b>2.526.310.974</b>	<b>4.721.406.458</b>	<b>7.911.009.469</b>
HOSE	191.750.215	1.406.149.638	3.540.881.671	5.739.530.842
HASTC	150.062.740	1.120.161.336	1.180.524.787	2.171.478.627
Giá trị TPNY (tỷ đồng)	38.122	74.845	115.657	180.382
Vốn hóa CP (tỷ đồng)	9.356	221.156	451.555	219.775
<b>Huy động vốn (tỷ đồng)</b>	<b>7.088</b>	<b>27.893</b>	<b>334.702</b>	
Đấu giá CPH	4.573	18.068	258.446	
Đấu thầu TP Chính phủ	2.515	8.525	75.832	
IPO		1.300	424	
<b>Công ty chứng khoán</b>	<b>14</b>	<b>55</b>	<b>74</b>	<b>101</b>
Tổng vốn điều lệ (tỷ đồng)	724	3.972	12.855	20.173
<b>Công ty quản lý quỹ</b>	<b>6</b>	<b>18</b>	<b>24</b>	<b>42</b>
Tổng vốn điều lệ (tỷ đồng)	88	335	725	1.542
<b>Số tài khoản</b>	<b>31.316</b>	<b>106.393</b>	<b>307.409</b>	<b>510.000</b>
<i>Trong nước</i>	<i>30.880</i>	<i>104.293</i>	<i>299.268</i>	<i>497.280</i>
Cá nhân	30.601	103.800	298.175	
Tổ chức	279	493	1.093	
<i>Nước ngoài</i>	<i>436</i>	<i>2.100</i>	<i>8.141</i>	<i>12.720</i>
Cá nhân	398	2.003	7.664	11.833
Tổ chức	38	97	477	887
<b>VN-Index</b>	<b>307,5</b>	<b>751,8</b>	<b>927,0</b>	<b>315,62</b>
<b>HASTC-Index</b>	<b>96,2</b>	<b>242,9</b>	<b>323,6</b>	<b>105,12</b>

(Nguồn: ECC)

**Giá trị giao dịch theo tháng tại HOSE & HASTC**

**HOSE - Biểu đồ giao dịch toàn thị trường 2008**


**HASTC - Biểu đồ giao dịch toàn thị trường 2008**

**Top 20 cổ phiếu có mức vốn hóa lớn nhất thị trường<sup>(1)</sup>**

Mã CK	Sàn NY	Ngành <sup>(2)</sup>	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	% thay đổi vốn hóa TT <sup>(3)</sup>	% thay đổi giá <sup>(3)</sup>	Khối lượng NĐTNN được phép sở hữu (ICK)	Khối lượng NĐTNN còn được phép mua (ICK)
VNM	HOSE	Thực phẩm và đồ uống	14.548	-50,00	-50,00	80.626.808	2.491.593
DPM	HOSE	Hóa chất	13.656	-51,44	-53,38	186.200.000	118.721.173
ACB	HASTC	Ngân hàng	12.908	-65,14		138.798.479	-
HAG	HOSE	Dịch vụ tài chính	11.328	-		88.109.105	57.509.889
PVD	HOSE	Dầu khí	10.838	-35,26	-44,08	64.762.077	26.268.728
PVF	HOSE	Dịch vụ tài chính	9.900	-		150.000.000	92.397.940
STB	HOSE	Ngân hàng	9.413	-67,70	-71,91	153.474.925	-
VIC	HOSE	Hàng hóa và dịch vụ công nghiệp	8.911	-28,14	-48,71	58.791.746	53.096.756
KBC	HASTC	Hàng hóa và dịch vụ công nghiệp	8.325	-54,91		65.700.670	41.932.470
FPT	HOSE	Công nghệ	7.108	-65,32	-77,58	68.496.031	30.046.272
VPL	HOSE	Du lịch và giải trí	6.600	-		49.000.000	32.721.300
HPG	HOSE	Hàng hóa và dịch vụ công nghiệp	6.284	-49,89	-66,84	96.218.359	49.540.809
PPC	HOSE	Dịch vụ công cộng	6.080	-68,58	-68,57	159.855.150	101.468.451
SSI	HOSE	Dịch vụ tài chính	3.954	-80,39	-82,86	66.966.669	3.795.517
VSH	HOSE	Dịch vụ công cộng	3.822	-40,48	-40,04	67.372.186	28.816.704
ITA	HOSE	Hàng hóa và dịch vụ công nghiệp	3.570	-64,58	-78,65	64.799.934	21.007.442
PVI	HASTC	Bảo hiểm	3.313	-50,48		50.739.500	38.152.689
PVS	HASTC	Dầu khí	3.090	-74,16		49.000.000	39.849.700
PVT	HOSE	Hàng hóa và dịch vụ công nghiệp	2.448	-54,97	-77,88	35.280.000	32.388.290
VCG	HASTC	Xây dựng và vật liệu xây dựng	2.369	-		73.492.724	51.082.617

(1) Tính tại thời điểm 31/12/2008

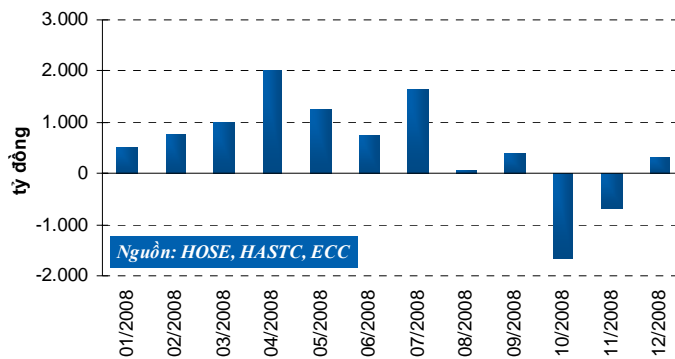
(2) Theo phân ngành cấp 2 của ICB

(3) So với thời điểm 31/12/2007

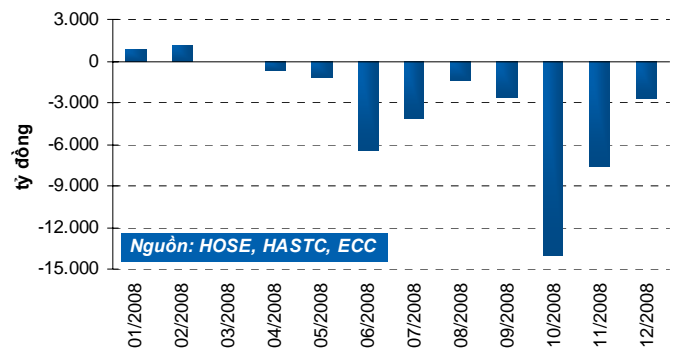
(Nguồn: HOSE, HASTC, ECC)

## Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài

**Biểu đồ mua ròng CP & CCQ của NĐTNN**



**Biểu đồ mua ròng trái phiếu của NĐTNN**



Lịch sử 8 năm thành lập và hoạt động, chưa bao giờ TTCK Việt Nam lại chịu nhiều cảm xúc và áp lực như năm 2008 khi mà đầu năm thị trường bị tác động mạnh bởi những thay đổi về chính sách kinh tế vĩ mô trong nước, đến nửa cuối năm lại chịu ảnh hưởng nặng nề bởi cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu, sự ảnh hưởng này được đặt trong một bối cảnh đặc biệt, cuộc khủng hoảng tài chính bùng nổ tại Mỹ, kế tiếp là cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu. Thị trường chứng khoán thế giới sụt giảm mạnh, ảnh hưởng đến thị trường Việt Nam, thể hiện rõ ở tâm lý nhà đầu tư trong nước cũng như phản ứng không mong đợi từ khối đầu tư nước ngoài. Một ảnh hưởng cụ thể là năm 2008 đã chứng kiến hoạt động bán ròng chưa từng có của nhà đầu tư nước ngoài. Trong năm này, trái với hướng sôi động với sự tham gia mua vào mạnh của NĐTNN trong Q1 đặc biệt là vào tháng 2 trên thị trường thứ cấp; lượng phát hành thành công ước đạt 78% tổng giá trị phát hành trên thị trường sơ cấp thì thị trường lại phải chứng kiến 2 đợt rút vốn mạnh của khối ngoại. Đợt 1 diễn ra trong các tháng 6 và 7 đối với trái phiếu, nguyên do chủ yếu từ biến động kinh tế trong nước, khối ngoại đẩy mạnh bán ra để tránh lạm phát tiền đồng và sự mất giá của VND. Thời điểm đó không có nhà đầu tư nào trúng thầu trái phiếu trong những đợt đấu thầu tại HASTC, thậm chí có những đợt gọi thầu không có nhà đầu tư tham gia. Các trái phiếu chính phủ với lãi suất coupon 8% - 8,5% được nhà đầu tư bán ra với lợi suất cao (có một số giao dịch lên đến 20% - 23%). Trên thị trường sơ cấp khối lượng phát hành thành công chỉ đạt khoảng 30%.; và đợt 2 là đợt bán ròng hiếm thấy trong tháng 10 và tháng 11 đối với cả cổ phiếu và trái phiếu, nguyên nhân do tác động của khủng hoảng thế giới. Cao điểm NĐT rút ra gần 14 nghìn tỷ đồng đối với trái phiếu và hơn 1.658 tỷ đồng cổ phiếu trong tháng 10 trên cả hai sàn niêm yết.

Trong tháng cuối cùng của năm 2008, NĐTNN đã chuyển hướng sang mua ròng cổ phiếu sau 2 tháng liên tục bán ròng trong năm và giao dịch trái phiếu có dấu hiệu ổn định trở lại, gắn với chính sách cắt giảm lãi suất cơ bản liên tục của Ngân hàng Nhà nước, nhưng xu hướng bán ròng trái phiếu của khối đầu tư nước ngoài vẫn tiếp diễn nhằm thực hiện hóa lợi nhuận và rút một phần vốn về chính quốc, theo con số thống kê thì trong nửa đầu tháng 1/2009 NĐTNN đã bán ròng trái phiếu gần bằng cả tháng 12/2008. Như vậy tính cho cả năm 2008 thì NĐTNN đã rút khỏi thị trường Việt Nam 31.005 tỷ đồng (1,82 tỷ USD).

**Giao dịch của NĐTNN tại HOSE và HASTC trong năm 2008**

Tiêu chí	HOSE <sup>(1)</sup>			HASTC <sup>(2)</sup>
	Khớp lệnh	Thỏa Thuận	Tổng	Khớp lệnh và thỏa thuận
Số lượng chứng khoán mua (mã)	171	85	172	154
Khối lượng chứng khoán mua (1 CK)	393.051.460	75.937.963	468.989.423	56.947.490
Giá trị chứng khoán mua (1.000 đồng)	22.037.485.922	3.362.391.508	25.399.877.430	2.467.709.215
Số lượng chứng khoán bán (mã)	167	78	167	143
Khối lượng chứng khoán bán (1 CK)	344.129.230	69.154.465	413.283.695	59.324.880
Giá trị chứng khoán bán (1.000 đồng)	16.440.893.063	3.135.080.513	19.575.973.576	1.913.652.638
Giá trị ròng (mua - bán) (1.000 đồng)	5.596.592.859	227.310.995	5.823.903.854	554.056.577

(1) Giao dịch của CP và CCQ tại HOSE

(Nguồn: HOSE, HASTC, ECC)

(2) Giao dịch của CP tại HASTC

**HOSE - Quy mô giao dịch của NĐTNN năm 2008**

DVT: tỷ đồng

Quý	Cổ phiếu và CCQ			Trái phiếu		
	Mua	Bán	Mua - Bán	Mua	Bán	Mua - Bán
Quý I/2008	6.020	3.908	2.111	8.870	5.319	3.551
Quý II/2008	5.556	1.674	3.882	3.273	4.847	-1.574
Quý III/2008	9.922	8.048	1.875	343	248	95
Quý IV/2008	3.902	5.946	-2.044	160	939	-780
<b>Cả năm 2008</b>	<b>25.400</b>	<b>19.576</b>	<b>5.824</b>	<b>12.646</b>	<b>11.353</b>	<b>1.293</b>

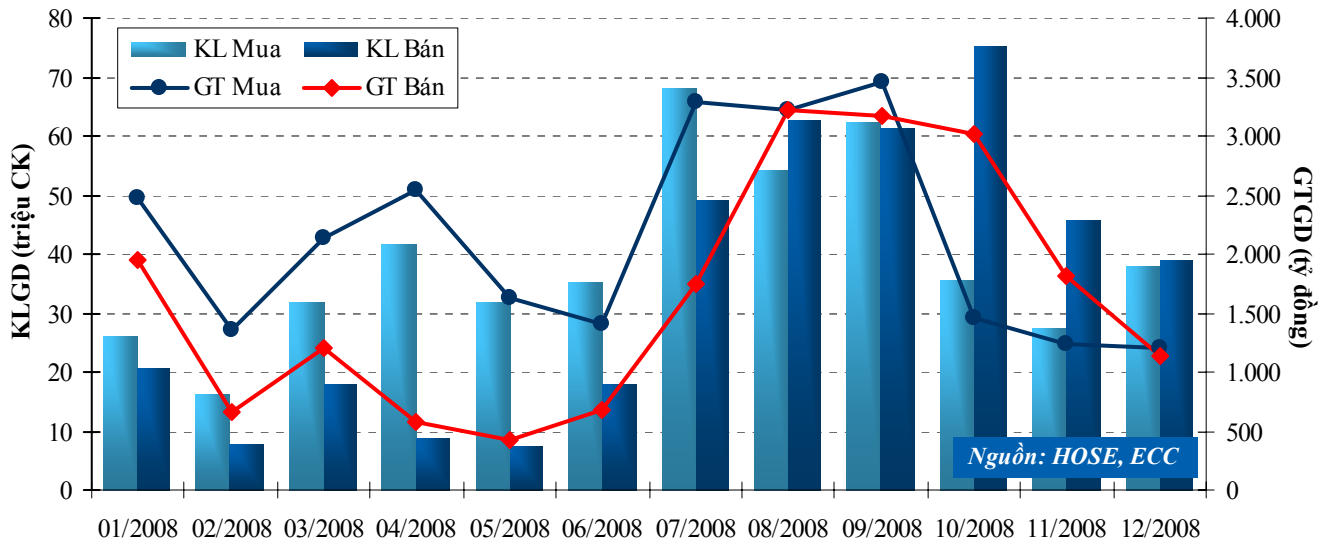
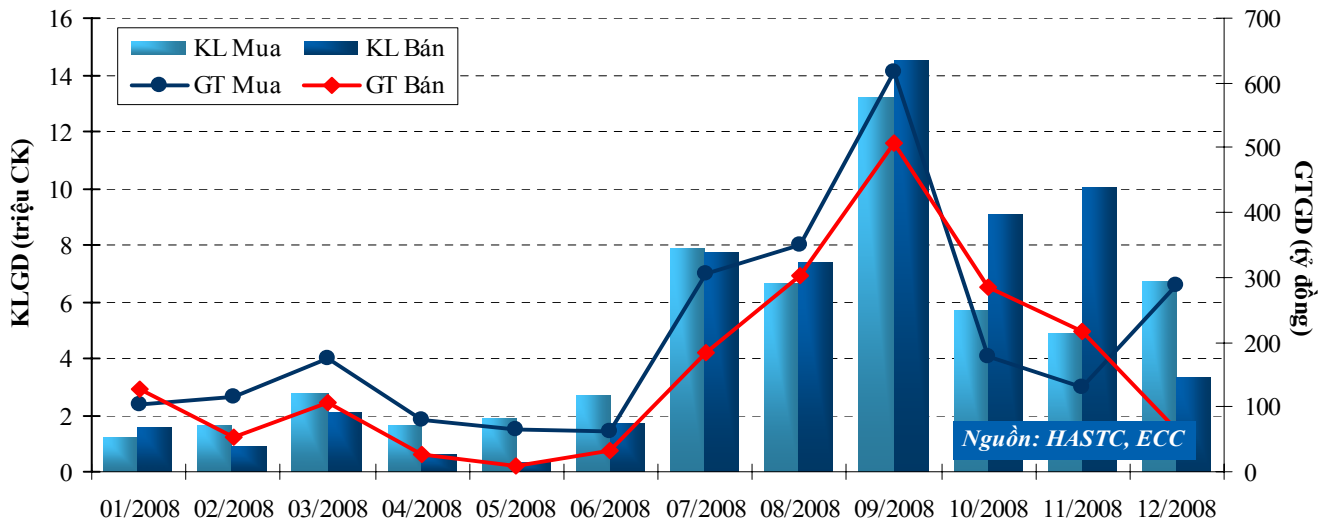
(Nguồn: HOSE, ECC)

**HASTC - Quy mô giao dịch của NĐTNN năm 2008**

DVT: tỷ đồng

Quý	Cổ phiếu và CCQ			Trái phiếu		
	Mua	Bán	Mua - Bán	Mua	Bán	Mua - Bán
Quý I/2008	396	287	109	18.634	16.684	1.950
Quý II/2008	206	70	136	21.941	30.243	-8.303
Quý III/2008	1.272	993	279	18.201	26.354	-8.153
Quý IV/2008	595	565	30	19.699	43.870	-24.170
<b>Cả năm 2008</b>	<b>2.468</b>	<b>1.914</b>	<b>554</b>	<b>78.475</b>	<b>117.151</b>	<b>-38.676</b>

(Nguồn: HASTC, ECC)

**HOSE - Biểu đồ giao dịch của NĐTNN 12 tháng năm 2008**

**HASTC - Biểu đồ giao dịch của NĐTNN 12 tháng năm 2008**

**HOSE - Top 10 cổ phiếu có GTGD mua ròng của NĐTNN lớn nhất năm 2008**

STT	Mã CK	Giá trị mua ròng (Nghìn đồng)	Giá trị mua (Nghìn đồng)	Khối lượng mua (1 CK)	Khối lượng mua ròng (1 CK)	KL được phép sở hữu (1 CK)	KL còn được phép mua (1 CK)	% SH nước ngoài 31/12/08	% SH nhà nước 31/12/08
1	DPM	1.748.222.904	3.248.172.578	60.699.960	31.145.420	186.200.000	118.721.173	17,76	60,05
2	SSI	1.272.254.746	2.363.096.063	47.068.940	25.084.650	66.966.669	3.795.517	46,22	0
3	HPG	815.902.996	1.661.594.949	27.446.630	11.001.120	96.218.359	49.540.809	23,77	0
4	PVD	782.131.945	2.143.903.639	22.200.629	7.146.060	64.762.077	26.268.728	29,12	50,38
5	PPC	522.944.828	1.177.635.061	33.538.463	13.727.010	159.855.150	101.468.451	17,90	67,82
6	FPT	418.770.988	1.663.291.108	18.292.580	4.835.680	68.496.031	30.046.272	27,51	7,20
7	DHG	287.179.635	855.175.785	5.869.540	1.765.610	9.800.000	1.545.242	41,27	44,28
8	VSH	243.444.391	458.667.760	14.892.640	7.744.040	67.372.186	28.816.704	28,04	54,55
9	ANV	169.522.192	431.764.095	8.875.950	2.013.520	32.340.000	19.286.140	19,78	0
10	DPR	154.537.719	337.550.908	6.006.310	2.707.150	19.600.000	13.869.300	14,33	60,00

Số liệu cập nhật 31/12/2008

(Nguồn: HOSE, ECC)



**HOSE - Top 10 cổ phiếu có GTGD bán ròng của NĐTNN lớn nhất năm 2008**

STT	Mã CK	Giá trị bán ròng (Nghìn đồng)	Giá trị bán (Nghìn đồng)	Khối lượng bán (1 CK)	Khối lượng bán ròng (1 CK)	KL được phép sở hữu (1 CK)	KL còn được phép mua (1 CK)	% SH nước ngoài 31/12/08	% SH nhà nước 31/12/08
1	SAM	453.256.488	158.646.716	23.288.978	18.419.170	32.045.616	21.210.065	16,57	31,36
2	VPL	398.220.450	775.656.210	12.273.610	4.070.400	49.000.000	32.721.300	16,28	0,00
3	ITA	159.295.925	605.905.418	12.542.937	4.612.280	64.799.934	21.007.442	33,11	0,00
4	VIP	149.183.656	91.378.966	13.816.962	9.498.380	29.305.815	22.760.910	10,94	51,00
5	AGF	87.181.204	26.893.656	3.735.546	3.173.846	6.301.051	3.248.185	23,74	8,19
6	REE	79.716.142	198.263.070	7.974.740	2.170.590	39.280.107	2.147.260	46,32	4,85
7	DMC	78.001.016	95.635.059	1.821.570	740.530	6.747.300	789.083	43,20	38,61
8	TDH	75.879.291	290.576.275	6.605.320	2.675.550	12.372.500	3.245.925	36,14	0,00
9	TTP	69.068.789	43.818.425	4.602.930	3.197.960	7.349.999	3.922.576	22,85	27,31
10	BHS	59.439.557	4.290.063	2.927.670	2.775.190	9.080.494	8.287.148	4,28	11,25

Số liệu cập nhật 31/12/2008

(Nguồn: HOSE, ECC)

**HASTC - Top 10 cổ phiếu có GTGD mua ròng của NĐTNN lớn nhất năm 2008**

ST T	Mã CK	Giá trị mua ròng (Nghìn đồng)	Giá trị mua (Nghìn đồng)	Khối lượng mua (1 CK)	Khối lượng mua ròng (1 CK)	KL được phép sở hữu (1 CK)	KL còn được phép mua (1 CK)
1	KBC	468.638.150	501.825.990	5.313.300	5.793.400	65.700.670	41.932.470
2	PVS	149.751.800	362.122.790	3.343.700	7.708.500	49.000.000	39.849.700
3	PVI	108.286.162	542.231.662	1.578.240	14.467.140	50.739.500	38.152.689
4	VNR	58.210.800	68.530.560	1.874.900	2.186.000	32.937.036	11.339.866
5	NTP	37.112.430	234.980.170	428.000	4.095.200	10.617.809	7.252.959
6	PVC	34.047.560	36.590.170	492.500	580.800	5.880.000	6.478.386
7	KLS	9.792.130	47.534.330	571.500	2.532.700	24.261.399	23.646.119
8	PAN	7.934.070	26.603.740	180.800	624.800	3.430.000	3.090.100
9	VCS	7.771.790	8.766.600	189.500	212.600	6.345.500	4.816.219
10	SD7	7.615.080	21.138.670	249.100	529.600	4.410.000	4.039.047

Số liệu cập nhật 31/12/2008

(Nguồn: HASTC, ECC)

**HASTC - Top 10 cổ phiếu có GTGD bán ròng của NĐTNN lớn nhất năm 2008**

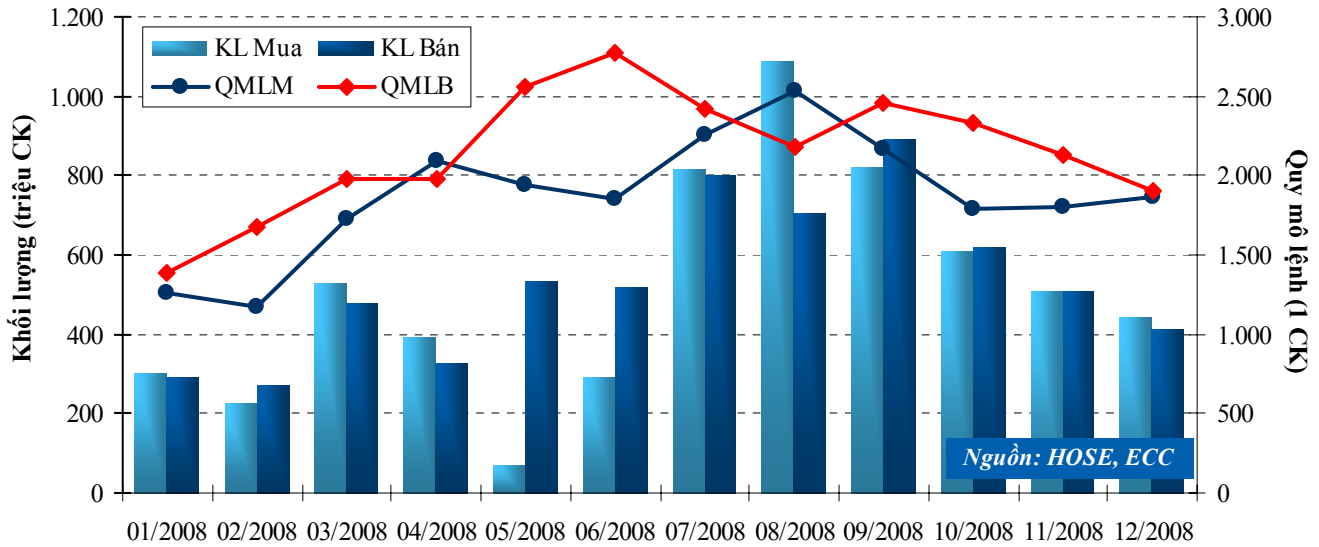
STT	Mã CK	Giá trị bán ròng (Nghìn đồng)	Giá trị bán (Nghìn đồng)	Khối lượng bán (1 CK)	Khối lượng bán ròng (1 CK)	KL được phép sở hữu (1 CK)	KL còn được phép mua (1 CK)
1	VCG	78.973.680	162.382.110	3.173.900	7.147.300	73.492.724	51.082.617
2	BVS	60.495.265	217.915.040	2.334.030	4.830.200	22.050.000	12.766.024
3	BCC	49.626.090	67.040.318	3.738.900	4.791.680	46.874.085	36.446.265
4	NBC	44.658.460	93.853.690	840.500	1.791.300	2.940.000	2.419.800
5	SDT	39.459.990	42.424.240	1.137.200	1.233.200	5.733.000	5.634.200
6	TLC	33.528.720	35.323.280	3.067.400	3.215.800	4.890.200	4.831.000
7	TC6	24.806.820	26.969.090	632.400	692.600	4.900.000	3.858.707
8	HPC	24.676.250	39.547.620	485.100	1.090.900	11.730.506	11.064.082
9	TBC	18.208.430	33.903.600	1.102.100	2.210.600	31.115.000	30.187.346
10	BTS	10.474.690	12.231.810	776.000	894.500	44.531.278	38.212.523

Số liệu cập nhật 31/12/2008

(Nguồn: HASTC, ECC)

## Cung - Cầu chứng khoán trong kỳ

### HOSE - Biểu đồ Cung - Cầu chứng khoán năm 2008



### HOSE - Top 10 CP & CCQ có khối lượng mua ròng lớn nhất

*DVT: 1 CK*

STT	Mã CK	Khối lượng đặt mua	Khối lượng chào bán	Khối lượng mua ròng	Quy mô lệnh mua	Quy mô lệnh bán
1	DPM	462.933.850	387.854.910	75.078.940	2.839	2.928
2	HPG	227.542.820	191.260.180	36.282.640	2.007	2.298
3	DPR	52.234.160	38.416.680	13.817.480	2.857	2.382
4	PET	89.605.230	75.813.490	13.791.740	1.681	1.703
5	SBT	86.901.100	76.174.220	10.726.880	2.448	3.310
6	MPC	51.763.430	42.990.610	8.772.820	2.656	2.497
7	TYA	34.771.560	26.099.520	8.672.040	2.046	1.984
8	VNM	76.074.340	68.044.150	8.030.190	1.666	1.637
9	PVD	96.911.490	89.180.580	7.730.910	2.390	2.262
10	TSC	26.824.860	19.295.620	7.529.240	1.410	1.463

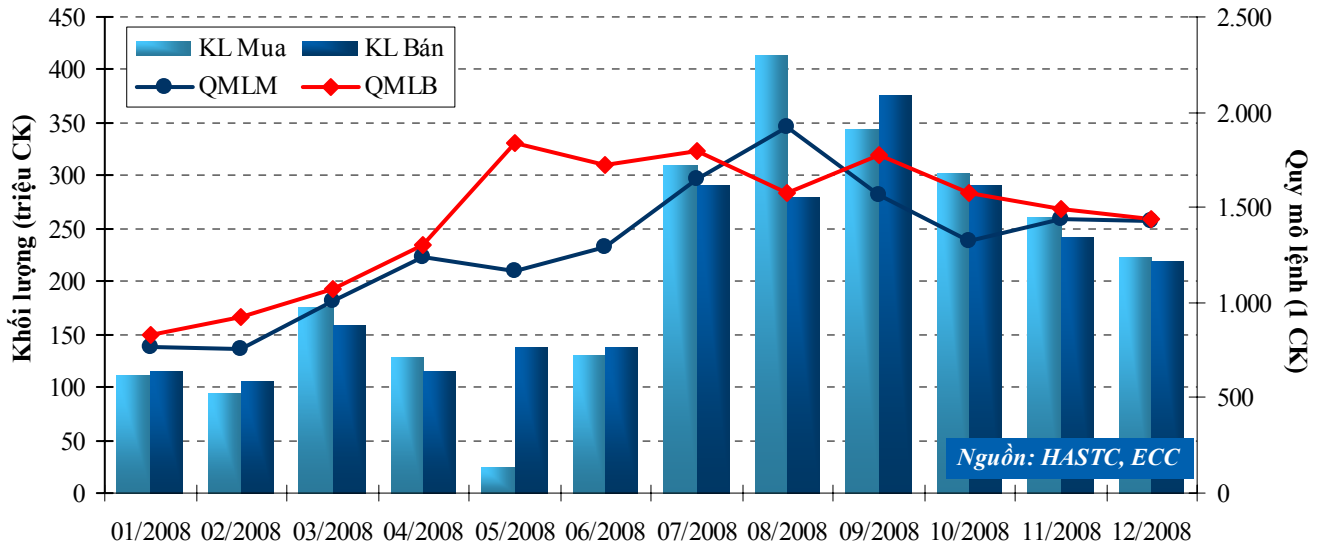
(Nguồn: HOSE, ECC)

### HOSE - Top 10 CP & CCQ có khối lượng bán ròng lớn nhất

*DVT: 1 CK*

STT	Mã CK	Khối lượng đặt mua	Khối lượng chào bán	Khối lượng bán ròng	Quy mô lệnh mua	Quy mô lệnh bán
1	SSI	385.837.190	461.634.210	-75.797.020	2.271	2.731
2	STB	882.626.420	921.794.170	-39.167.750	2.277	3.129
3	DQC	39.324.560	65.808.530	-26.483.970	1.520	2.176
4	VFMVF4	45.622.260	67.551.280	-21.929.020	2.978	5.282
5	VKP	10.445.800	32.360.190	-21.914.390	2.059	4.011
6	PRUBF1	96.292.580	117.861.080	-21.568.500	2.015	2.757
7	BBC	27.035.830	47.382.480	-20.346.650	1.690	2.402
8	PPC	116.069.620	135.311.990	-19.242.370	2.753	3.231
9	SJS	84.608.730	102.684.470	-18.075.740	1.967	1.996
10	KMR	14.136.920	30.888.810	-16.751.890	1.590	3.723

(Nguồn: HOSE, ECC)

**HASTC - Biểu đồ Cung - Cầu chứng khoán năm 2008**

**HASTC - Top 10 CP có khối lượng mua ròng lớn nhất**

ĐVT: 1 CK

STT	Mã CK	Khối lượng đặt mua	Khối lượng chào bán	Khối lượng mua ròng	Quy mô lệnh mua	Quy mô lệnh bán
1	PVS	160.558.900	142.433.400	18.125.500	1.662	1.622
2	KLS	243.530.800	230.437.800	13.093.000	1.996	2.428
3	NTP	61.291.200	49.475.400	11.815.800	1.628	1.521
4	MIC	17.351.100	5.784.400	11.566.700	2.315	754
5	ACB	277.899.300	270.090.200	7.809.100	1.630	2.060
6	DBC	49.830.800	42.850.200	6.980.600	1.940	1.967
7	BCC	47.813.700	41.017.400	6.796.300	1.876	1.967
8	PVI	115.545.800	108.804.000	6.741.800	1.785	1.742
9	VSP	32.300.000	26.257.700	6.042.300	934	980
10	VCS	20.069.400	15.164.400	4.905.000	1.600	1.430

(Nguồn: HASTC, ECC)

**HASTC - Top 10 CP có khối lượng bán ròng lớn nhất**

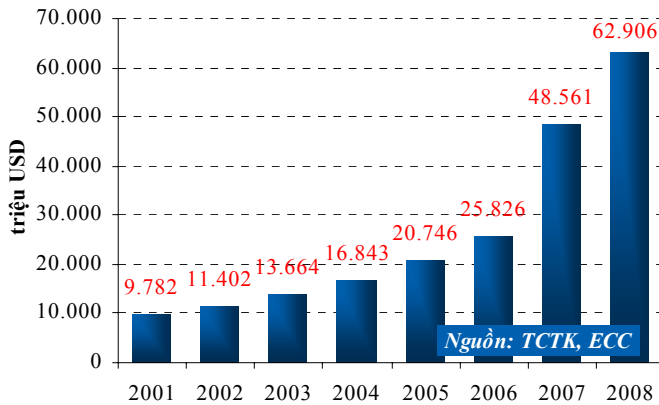
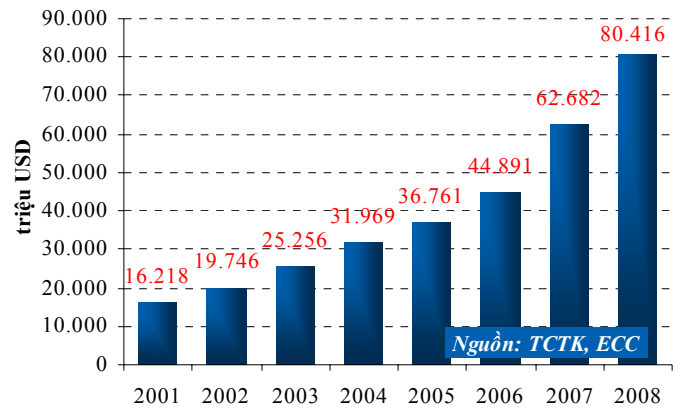
ĐVT: 1 CK

STT	Mã CK	Khối lượng đặt mua	Khối lượng chào bán	Khối lượng bán ròng	Quy mô lệnh mua	Quy mô lệnh bán
1	SD7	45.682.300	67.546.500	21.864.200	1.338	2.067
2	TLT	25.135.500	31.473.900	6.338.400	1.255	1.527
3	HPC	57.554.600	62.318.500	4.763.900	1.162	1.225
4	KMF	5.425.100	9.782.900	4.357.800	1.181	1.343
5	CSG	24.061.300	27.365.200	3.303.900	1.762	2.180
6	XMC	13.458.600	16.756.500	3.297.900	1.580	1.996
7	L62	2.485.700	5.609.600	3.123.900	1.366	1.938
8	TLC	27.577.500	30.549.300	2.971.800	1.307	1.728
9	HUT	4.722.600	7.466.400	2.743.800	1.812	2.415
10	KKC	13.409.800	16.150.600	2.740.800	1.187	1.636

(Nguồn: HOSE, ECC)

## PHỤ LỤC

### Tình hình xuất nhập khẩu của Việt Nam qua các thời kỳ

**Giá trị kim ngạch xuất khẩu qua các thời kỳ**

**Giá trị kim ngạch nhập khẩu qua các thời kỳ**

**10 mặt hàng xuất khẩu chủ yếu trong năm 2008**

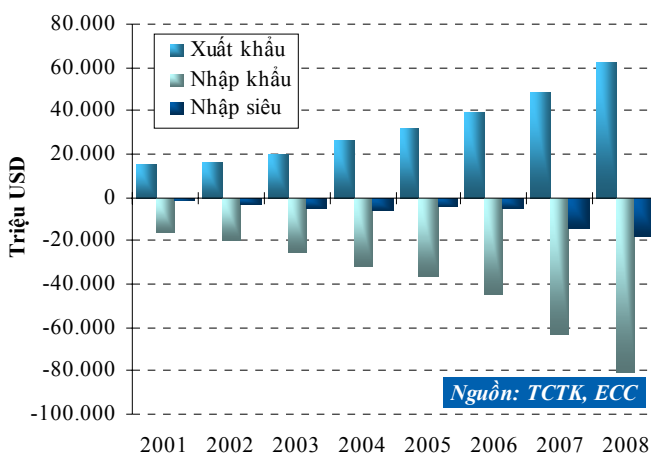
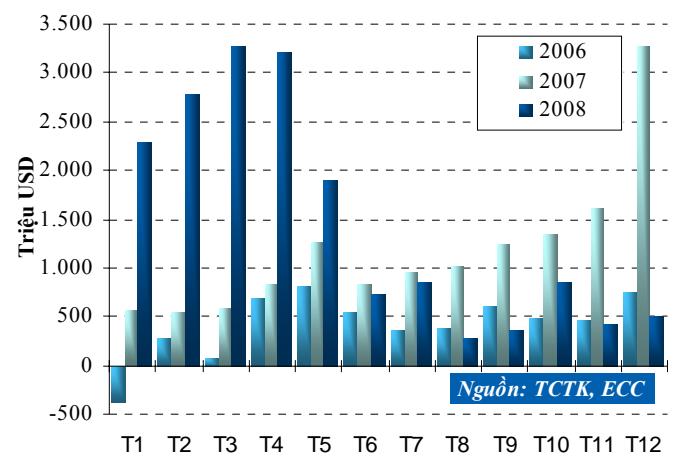
STT	Mặt hàng	Giá trị XK (triệu USD)	Tỷ trọng (%)
1	Dầu thô	10.450	16,61%
2	Dệt, may	9.108	14,48%
3	Giày dép	4.697	7,47%
4	Thủy sản	4.562	7,25%
5	Gạo	2.902	4,61%
6	Sản phẩm gỗ	2.779	4,42%
7	Điện tử, máy tính	2.703	4,30%
8	Cà phê	2.022	3,21%
9	Cao su	1.597	2,54%
10	Than đá	1.444	2,30%
11	Hàng hóa khác	20.642	32,81%
<b>Tổng</b>		<b>62.906</b>	<b>100,00%</b>

(Nguồn: TCTK, ECC)

**10 mặt hàng nhập khẩu chủ yếu trong năm 2008**

STT	Mặt hàng	Giá trị NK (triệu USD)	Tỷ trọng (%)
1	Máy móc, thiết bị	13.712	17,05%
2	Xăng dầu	10.888	13,54%
3	Sắt thép	6.566	8,17%
4	Vải	4.434	5,51%
5	Điện tử, máy tính	3.722	4,63%
6	Chất dẻo	2.924	3,64%
7	Ô tô	2.442	3,04%
8	NPL dệt, may, da	2.376	2,95%
9	Hóa chất	1.768	2,20%
10	Thức ăn gia súc và NPL	1.738	2,16%
11	Hàng hóa khác	29.846	37,11%
<b>Tổng</b>		<b>80.416</b>	<b>100,00%</b>

(Nguồn: TCTK, ECC)

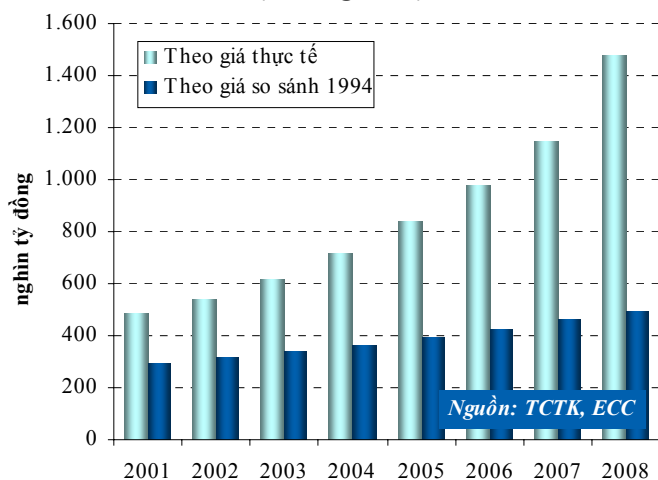
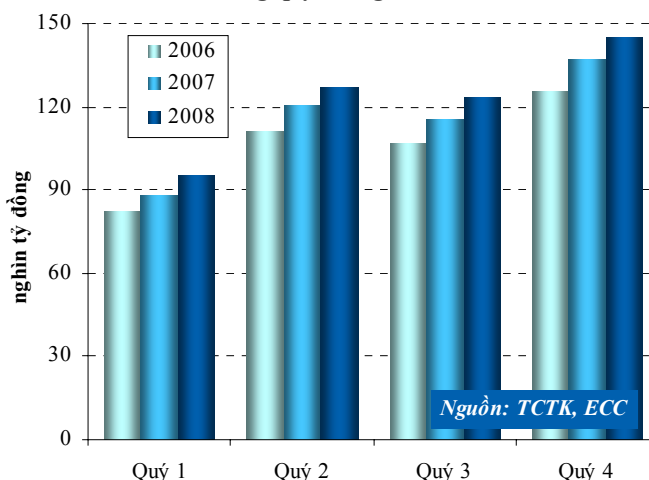
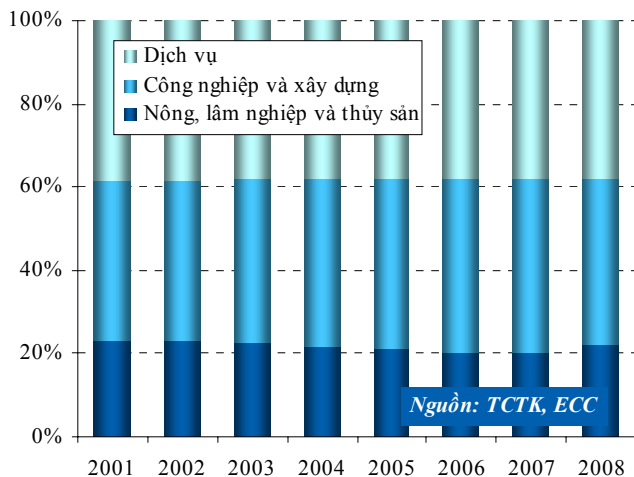
**Cán cân thương mại Việt Nam qua các thời kỳ**

**Tình hình nhập siêu ở Việt Nam qua các tháng**


## Tình hình GDP của Việt Nam qua các thời kỳ

**Số liệu GDP của Việt Nam qua các thời kỳ**

GDP	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Theo giá thực tế	481.295	535.762	613.443	715.307	839.211	974.300	1.144.000	1.016.503
Theo giá so sánh 1994	292.535	313.247	336.242	362.435	393.031	425.400	461.400	345.353
Tốc độ tăng trưởng (%)	6,89%	7,08%	7,34%	7,79%	8,44%	8,23%	8,48%	6,52%

(Nguồn: TCTK, ECC)

**GDP của Việt Nam giai đoạn 2001 - 2008**

**GDP của từng quý theo giá so sánh 1994**

**Cơ cấu GDP phân theo ngành kinh tế**

**Cơ cấu GDP của Việt Nam trong năm 2008**

Ngành kinh tế	Tỷ đồng	% GDP
<b>Nông, lâm nghiệp và thủy sản</b>	<b>325.166</b>	<b>22,0%</b>
<b>Công nghiệp và xây dựng</b>	<b>590.075</b>	<b>39,9%</b>
Công nghiệp	494.111	33,4%
<i>Trong đó: Công nghiệp chế biến</i>	313.941	21,2%
Xây dựng	95.964	6,5%
<b>Dịch vụ</b>	<b>563.454</b>	<b>38,1%</b>
Thương mại	204.375	13,8%
Khách sạn và nhà hàng	64.717	4,4%
Vận tải, kho bãi, thông tin liên lạc	67.046	4,5%
Các dịch vụ khác	227.316	15,4%
<b>Tổng</b>	<b>1.478.695</b>	<b>100%</b>

(Nguồn: TCTK, ECC)

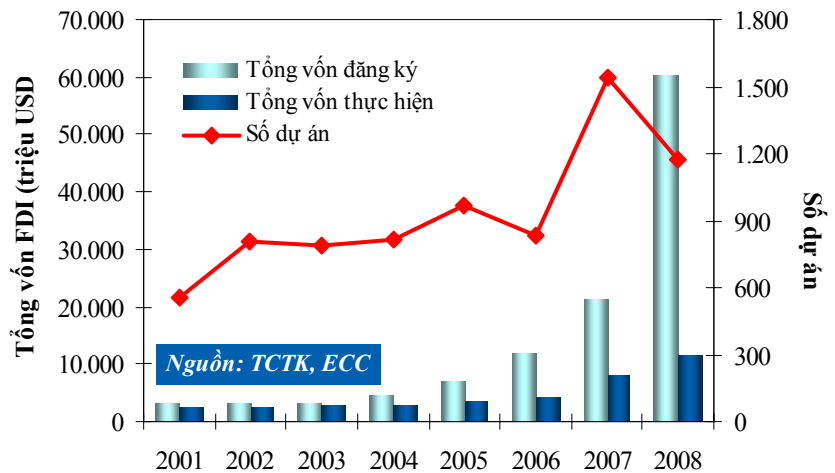
## Tình hình đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào Việt Nam

### FDI vào Việt Nam giai đoạn 2001 - 2008

Năm	Số dự án	Vốn đăng ký	Vốn thực hiện
2001	555	3.142,8	2.450,5
2002	808	2.998,8	2.591,0
2003	791	3.191,2	2.650,5
2004	811	4.547,6	2.852,5
2005	970	6.839,8	3.308,8
2006	833	12.004,0	4.100,1
2007	1.544	21.347,8	8.030,0
2008	1.171	60.271,2	11.500 (*)

(\*)Số liệu ước tính

Nguồn: TCTK, ECC



### Cơ cấu FDI vào Việt Nam trong năm 2008

Lĩnh vực đầu tư	Số dự án	Số vốn đăng ký		Nước và vùng lãnh thổ	Số dự án	Số vốn đăng ký	
		Tổng số (triệu USD)	Tỷ lệ (%)			Tổng số (triệu USD)	Tỷ lệ (%)
Công nghiệp nặng	177	19.441,0	32,3%	Malaysia	55	14.938,3	24,8%
Dầu khí	8	10.574,9	17,5%	Đài Loan	132	8.643,5	14,3%
Xây dựng văn phòng, căn hộ	33	9.594,5	15,9%	Nhật Bản	105	7.287,5	12,1%
Khách sạn, du lịch	26	9.126,1	15,1%	Singapore	101	4.466,4	7,4%
Xây dựng khu đô thị mới	5	4.896,5	8,1%	Bru-nây	19	4.400,8	7,3%
Giao thông vận tải, bưu điện	25	1.858,6	3,1%	Canada	9	4.237,7	7,0%
Công nghiệp nhẹ	245	1.818,5	3,0%	Thái Lan	32	3.992,7	6,6%
Dịch vụ khác	438	1.278,6	2,1%	Quần đảo Virgin (Anh)	49	3.940,8	6,5%
Văn hóa, y tế, giáo dục	21	489,5	0,8%	Síp	3	2.200,1	3,7%
Công nghiệp thực phẩm	35	434,2	0,7%	Hàn Quốc	292	1.803,4	3,0%
Các lĩnh vực khác	158	758,8	1,3%	Quốc gia khác	374	4.360,0	7,2%
<b>Tổng số</b>	<b>1.171</b>	<b>60.271,2</b>	<b>100%</b>	<b>Tổng số</b>	<b>1.171</b>	<b>60.271,2</b>	<b>100%</b>

(Nguồn: TCTK, ECC)

## Những thuật ngữ viết tắt

STT	Viết tắt	Viết đầy đủ
1	<b>CCQ</b>	Chứng chỉ quỹ
2	<b>CK</b>	Chứng khoán
3	<b>CP</b>	Cổ phiếu
4	<b>CPI</b>	Chỉ số giá tiêu dùng
5	<b>FDI</b>	Đầu tư trực tiếp nước ngoài
6	<b>GDP</b>	Tổng sản phẩm quốc nội
7	<b>GT</b>	Giá trị
8	<b>GTGD</b>	Giá trị giao dịch
9	<b>HASTC</b>	Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội
10	<b>HOSE</b>	Sở giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh
11	<b>KL</b>	Khối lượng
12	<b>KLGD</b>	Khối lượng giao dịch
13	<b>LNH</b>	Liên ngân hàng
14	<b>NDT</b>	Đơn vị tiền tệ của Trung Quốc
15	<b>NĐT</b>	Nhà đầu tư
16	<b>NĐTNN</b>	Nhà đầu tư nước ngoài
17	<b>NHNN</b>	Ngân hàng Nhà nước
18	<b>NHTG</b>	Ngân hàng Thế giới
19	<b>NHTM</b>	Ngân hàng thương mại
20	<b>NHTMCP</b>	Ngân hàng thương mại cổ phần
21	<b>NK</b>	Nhập khẩu
22	<b>QMLB</b>	Quy mô lệnh bán
23	<b>QMLM</b>	Quy mô lệnh mua
24	<b>SXKD</b>	Sản xuất kinh doanh
25	<b>TCTK</b>	Tổng cục Thống kê
26	<b>TP</b>	Trái phiếu
27	<b>TTCK</b>	Thị trường chứng khoán
28	<b>USD</b>	Đơn vị tiền tệ của Hoa Kỳ
29	<b>VCCI</b>	Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam
30	<b>VND</b>	Đơn vị tiền tệ của Việt Nam
31	<b>XK</b>	Xuất khẩu

## KHUYẾN CÁO

Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần chứng khoán Eurocapital. Trừ điều kiện luật pháp Việt Nam cho phép, bất kỳ nội dung hoặc hình ảnh nào của tài liệu này không được phép sử dụng lại, phân phối dưới bất kỳ hình thức nào, lưu trữ dưới bất kỳ cơ sở dữ liệu nào mà không có sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần chứng khoán Eurocapital.

Bản báo cáo này được thực hiện độc lập khách quan bởi Phòng Phân tích CTCP Chứng khoán EuroCapital dựa trên những nguồn thông tin đáng tin cậy. Bản báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, do đó nội dung có thể thay đổi mà không cần báo trước. CTCP Chứng khoán EuroCapital, Hội đồng quản trị, Ban giám đốc cũng như toàn bộ cán bộ công nhân viên công ty không cam kết bảo đảm tính chính xác hoàn toàn và đầy đủ của các thông tin có trong bản báo cáo này vì trong thực tế luôn tồn tại những yếu tố nằm ngoài tầm kiểm soát, do đó chúng tôi sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào về việc sử dụng hoặc dựa trên bất kỳ nội dung nào trong bản báo cáo này. Bản báo cáo này không nhằm mục đích khuyến nghị mua bán bất kỳ loại chứng khoán nào.

### Mọi thắc mắc và ý kiến đóng góp xin liên hệ:

**Phòng Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán Eurocapital**

**Địa chỉ: Tầng 2, tòa nhà Thành Công, 57 Láng Hạ, Hà Nội**

**Điện thoại: +844.514.4444 ext 401**

**Email: [phantich@eurocapital.vn](mailto:phantich@eurocapital.vn)**