

Ngày 10 tháng 02 năm 2009



Phòng Phân tích Đầu tư

Báo cáo nghiên cứu

phantich@vdsc.com.vn

BÁO CÁO KINH TẾ

“THỬ THÁCH 2009”

Công ty Cổ Phần

Chứng khoán Rồng Việt

Lầu 3 – 4 - 5 Tòa nhà Estar

147 - 149 Võ Văn Tần, Q.3

Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

Tel: 84 8 299 2006

Fax: 84 8 299 2007

www.vdsc.com.vn

info@vdsc.com.vn

PHẦN MỞ ĐẦU

BỨC TRANH KINH TẾ THẾ GIỚI NĂM 2008 VÀ TRIỂN VỌNG NĂM 2009

Thế giới năm 2008: năm của khủng hoảng và suy thoái.	2
Tình trạng lạm phát và giá cả hàng hóa	3
Chu kỳ kinh tế và các gói kích thích kinh tế	4
Ý nghĩa của tiến trình diễn biến các gói kích thích kinh tế trên thế giới đối với Việt Nam	6

KINH TẾ VIỆT NAM: TỪ 2008 NHÌN VỀ 2009

Từ 2008 nhìn về 2009: dấu ấn lạm phát và lãi suất	7
Tăng trưởng kinh tế và môi trường kinh doanh: chủ đề của năm 2009	9
Cán cân thanh toán và sức ép lên tỷ giá USD/VND	11
Gói kích cầu và sức ép lên ngân sách	14
Những tảng băng chìm: hoạt động của ngân hàng và thị trường bất động sản	14
Tháng 1 năm 2009: những dấu hiệu tăng trưởng chậm	15
Tóm lược	17

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2009

VN-Index trong “cuộc đua về đáy”	18
Tương quan của thị trường chứng khoán với các thị trường đầu tư khác	18
Một số vấn đề quan tâm đối với người kinh doanh chứng khoán	20
Nhìn nhận chung.....	21

PHẦN MỞ ĐẦU

Năm 2009 được dự báo là một năm đầy thử thách trước mắt cho nền kinh tế toàn cầu nói chung và kinh tế Việt Nam nói riêng. Những áp lực kinh tế xuất phát từ suy giảm kinh tế toàn cầu sẽ tạo ảnh hưởng xấu đối với tình hình xuất nhập khẩu và dòng vốn đầu tư nước ngoài cho các nước đang phát triển, trong đó có Việt Nam.

Báo cáo này của chúng tôi tóm tắt những chủ điểm chính của kinh tế toàn cầu và Việt Nam trong năm 2008 và đưa ra một cái nhìn về triển vọng kinh tế và nhận định về các kênh đầu tư trong năm 2009. Chúng tôi cũng đưa ra những phân tích về những số liệu kinh tế đầu năm 2009 và qua đó đánh giá lại những dự báo kinh tế trong các tháng còn lại.

Chúng tôi dự đoán trong năm 2009, tốc độ lạm phát của Việt Nam sẽ giảm nhiều so với năm 2008, nhưng sẽ vẫn giữ ở mức dương và có thể cao hơn tốc độ tăng trưởng kinh tế. Chủ đề về tỷ giá và chi tiêu ngân sách để hỗ trợ nền kinh tế sẽ là một chủ đề quan trọng thu hút mối quan tâm của nhà đầu tư trong năm 2009 thay cho chủ đề về lạm phát và lãi suất.

Về các kênh đầu tư, theo đánh giá của chúng tôi, vàng và USD có thể là hai kênh đầu tư thu hút nhà đầu tư bên cạnh đầu tư vào thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, với độ rủi ro của đầu tư vàng với giá cao và độ biến động giá quốc tế lớn, chúng tôi cho rằng sẽ không nhiều nhà đầu tư mạo hiểm với các khoản đầu tư này ở những mức giá cao như hiện nay. Chứng khoán sẽ vẫn là kênh đầu tư được xếp trước kênh đầu tư bất động sản cho đến khi thị trường bất động sản có tín hiệu rõ ràng hơn.

Trong năm 2009, các thương vụ mua lại và sáp nhập có thể tăng trưởng mạnh hơn năm 2008 và có thể thu hút một số nhà đầu tư có tổ chức và các định chế tài chính vào cuộc. Đây cũng là cơ hội cho những giao dịch trên thị trường OTC.

Nhóm phân tích báo cáo

Hồ Quốc Tuấn

Lê Thụy Đoan Trang

BỨC TRANH KINH TẾ THẾ GIỚI NĂM 2008 VÀ TRIỂN VỌNG NĂM 2009

Thế giới năm 2008: năm của khủng hoảng và suy thoái.

Kinh tế thế giới năm 2008 chứng kiến những vụ đổ vỡ tài chính trên diện rộng của nền kinh tế thế giới, nhiều ngân hàng tên tuổi một thời đã lâm vào tình trạng mất khả năng chi trả và phải bị mua lại hay bị quốc hữu hóa một phần hoặc toàn bộ.



(Nguồn: VDSC tổng hợp từ thông tin của FDIC, báo chí và trang web của các tổ chức có liên quan)

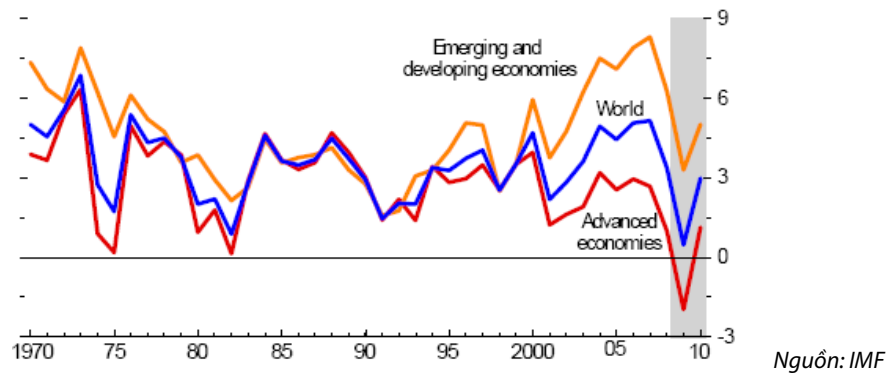
Sự suy giảm tăng trưởng nhanh hơn dự kiến của nhiều nền kinh tế châu Á cũng như tình hình nguy ngập của nhiều ngành kinh doanh chính của các cường quốc kinh tế như Mỹ và Nhật đặt ra nhiều lo ngại đối với tăng trưởng kinh tế thế giới trong năm 2009. Ngành kinh doanh ô tô của Mỹ, Nhật, Hàn Quốc và Trung Quốc đang phải tìm kiếm những gói hỗ trợ tài chính từ chính phủ, đặc biệt, hai trong ba công ty lớn nhất ngành ô tô Mỹ là General Motors và Chrysler đang ở tình trạng cực kỳ khó khăn và có thể phải nộp đơn phá sản nếu vừa qua không nhận được thêm tiền hỗ trợ. Các ngành kinh doanh công nghiệp chế biến và bán lẻ của Mỹ, Nhật, khu vực đồng Euro, Anh, và Trung Quốc đều đang suy giảm. Xuất khẩu của nhiều nền kinh tế có thể mạnh xuất khẩu ở châu Á như Trung Quốc, Đài Loan, Hàn Quốc đều suy giảm nhanh hơn dự đoán.

Tăng trưởng kinh tế toàn cầu trong năm 2009 được dự đoán sẽ chỉ còn ở mức 0.5% nếu tính theo phương pháp so sánh sức mua (Purchasing Power Parity) hoặc sẽ xuống mức tăng trưởng âm nếu tính theo giá hiện tại. Với việc áp dụng các chính sách thả lỏng tín dụng và thực hiện các chính sách tài chính và tiền tệ, dự đoán kinh tế thế giới sẽ dần hồi phục vào năm 2010 và có thể đạt mức tăng trưởng 3%.

Tăng trưởng kinh tế ở các quốc gia đang phát triển và mới nổi được cho là sẽ chậm lại đạt mức 3.25% trong năm 2009 so với mức 6.25% trong năm 2008. Mức độ tăng trưởng chậm là do ảnh hưởng từ việc suy giảm nhu cầu hàng xuất khẩu, giá cả hàng hóa thấp và việc thắt chặt các nguồn tài trợ từ bên ngoài.

Tuy nhiên, các mức kỳ vọng về tăng trưởng này là *không chắc chắn* và tốc độ cũng như thời gian hồi phục của kinh tế thế giới phụ thuộc rất nhiều vào việc thực hiện các chính sách tài chính và tiền tệ của các quốc gia.

Tốc độ tăng trưởng kinh tế: Kinh tế của các quốc gia đang phát triển và mới nổi lẫn các quốc gia phát triển đều phải đối mặt với suy thoái trong năm 2009



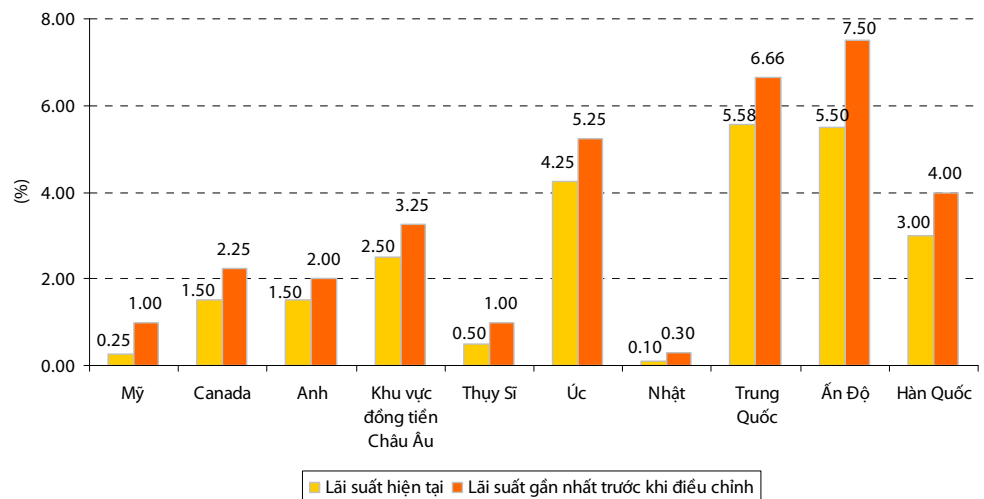
Nguồn: IMF

Tình trạng lạm phát và giá cả hàng hóa

Lạm phát và giá cả hàng hóa tăng cao trong giai đoạn đầu năm nhưng giảm nhanh về cuối năm là một trạng thái chung của nhiều nền kinh tế trong năm 2008. Nhìn chung, với tốc độ lạm phát trung bình trên 9%, nỗi lo giá cả tăng nhanh bao trùm các nền kinh tế đang phát triển và mới nổi là dễ hiểu. Tuy nhiên, hoạt động kinh tế chậm lại và giá cả hàng hóa giảm ở những tháng cuối năm đã góp phần giải tỏa áp lực lạm phát.

Chính sách tiền tệ của nhiều nền kinh tế chuyển từ thắt chặt chống lạm phát sang chính sách nới lỏng vào những tháng cuối năm 2008. Tuy nhiên, hiện nay nhiều chính phủ vẫn lo ngại rằng giảm lãi suất quá mức sẽ làm bùng phát lạm phát trong nhiều năm sau đó. Vì vậy, chính phủ một số nền kinh tế mới nổi tuy vẫn cắt giảm lãi suất khá mạnh nhưng vẫn đang phải cố gắng duy trì một vùng đệm lãi suất để phòng ngừa lạm phát.

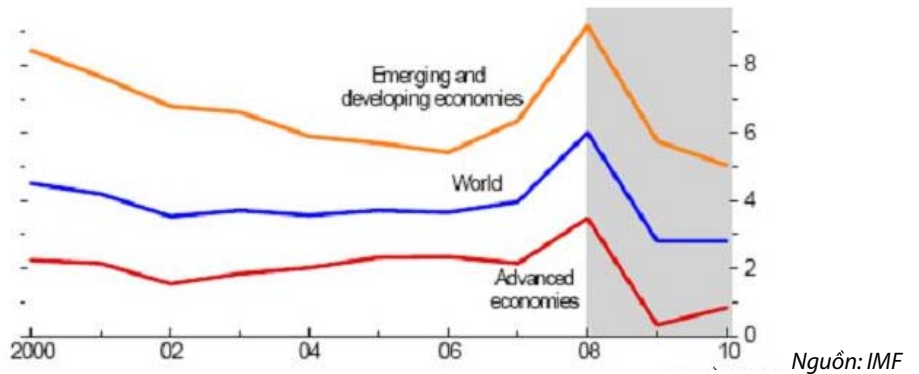
**Lãi suất chủ đạo một số nền kinh tế tính đến đầu tháng 1/2009:
Xu thế giảm lãi suất là xu thế chủ đạo của đa số các nền kinh tế**



Nguồn: FxStreet

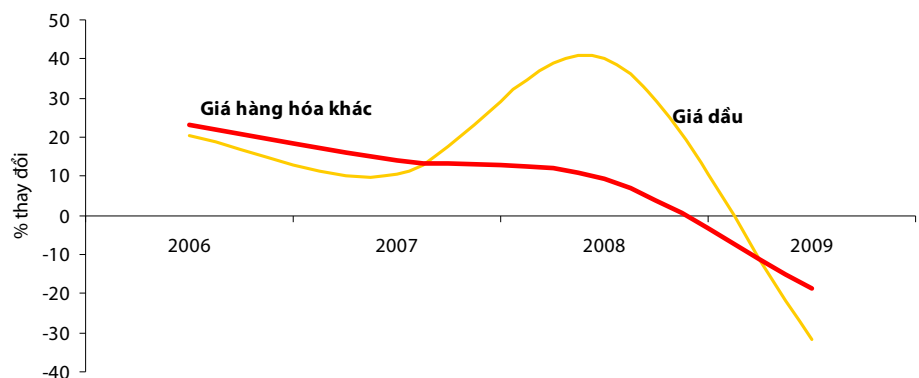
Với việc thực hiện hàng loạt các chính sách tài chính và tiền tệ, lạm phát tại các nền kinh tế phát triển được kỳ vọng sẽ giảm từ 3.5% trong năm 2008 xuống mức 0.25% trong năm 2009 và sẽ đứng ở mức 0.75% năm 2010. Ngoài ra, một số quốc gia còn được dự đoán sẽ chứng kiến mức tăng giá tiêu dùng rất thấp và thậm chí là mức tăng âm. Tại các nền kinh tế đang phát triển và mới nổi, lạm phát cũng được cho là sẽ giảm còn 5.75% năm 2009 và 5% năm 2010 sau khi đạt đỉnh 9.5% năm 2008.

Tốc độ lạm phát: Áp lực lạm phát giảm vào cuối năm 2008 và sẽ tiếp tục giảm trong năm 2009



Theo số liệu dự báo của IMF, giá các hàng hóa thô, bao gồm dầu thô, kim loại, ngũ cốc, cao su, thịt gia súc, v.v. sẽ giảm mạnh trong năm 2009, thể hiện qua tốc độ tăng giá trung bình dự kiến nằm ở mức **-31,8%** đối với dầu và **-18,7%** đối với hàng hóa khác. Thực tế, bong bóng giá hàng hóa đã bắt đầu giảm trong năm 2008 và quả bóng này xì hơi rất nhanh vào nửa cuối 2008. Đây là một nhân tố giúp lạm phát toàn cầu giảm nhanh trong nửa cuối năm 2008 và có thể gây ra tình trạng giảm phát ở một số quốc gia trong năm 2009. Điều này đặc biệt bất lợi cho các nước xuất khẩu các hàng hóa thô như dầu thô, kim loại, lương thực, hàng nguyên liệu và hàng sơ chế.

Giá hàng hóa (commodity) được dự kiến giảm mạnh trong năm 2009



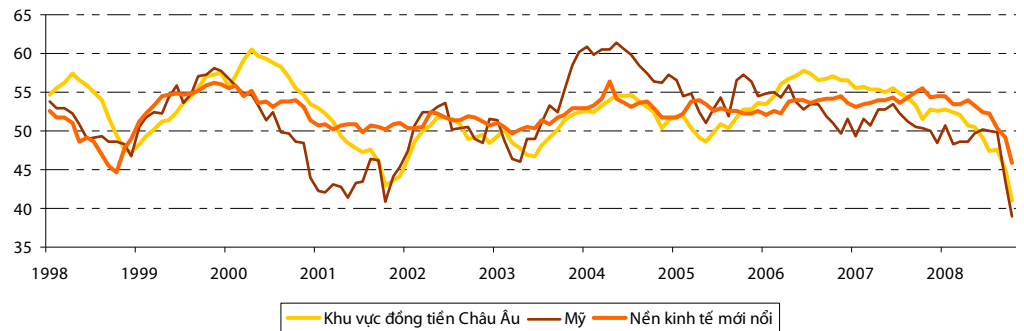
Nguồn: IMF

Chu kỳ kinh tế và các gói kích thích kinh tế

Theo đồ thị của chỉ số PMI (Purchasing Managers Index) - một chỉ số phản ánh niềm tin kinh doanh của các ngành sản xuất và đồng thời là của cả nền kinh tế - nền kinh tế thế giới đang ở vào một chu kỳ suy thoái kinh tế vốn đã bắt đầu từ năm 2006 đến nay khi chỉ số niềm tin kinh doanh liên tục sụt giảm, và tốc độ sụt giảm niềm tin kinh doanh nhanh nhất là trong những tháng cuối năm 2008. Thông thường, chỉ số này càng giảm nhiều dưới mức 50 nghĩa là xu thế của nền kinh tế là thu hẹp sản xuất. Theo kinh nghiệm của các chu kỳ kinh tế trước từ 1998 tới nay, thì khoảng thời gian tối tệ nhất (nghĩa là khi chỉ số PMI giảm đến đáy và từ từ đi lên) có thể kéo dài hơn 1 năm. Nếu như vậy thì với diễn biến của chỉ số PMI như vào cuối năm 2008, có thể vào cuối năm 2009, kinh tế thế giới mới có thể lấy lại thăng bằng và ổn định lại. Tuy nhiên, khi mà **nhiều nhà kinh tế có tên tuổi đề cập rằng chúng ta có thể đang ở trong một giai đoạn suy thoái kinh tế tối tệ nhất từ 1930 đến nay**, thì có thể giai đoạn tối tệ này sẽ kéo dài hơn

những chu kỳ khác từ 1998 đến nay, và do đó, **chúng tôi lo ngại rằng một số nhận định là nền kinh tế thế giới sẽ hồi phục vào giữa năm 2009 là lạc quan quá sớm.** Rõ ràng chúng ta vẫn chưa thấy chỉ số PMI tạo thành đáy, do đó, chỉ số này còn có thể giảm nhiều hơn nữa trong bối cảnh ngày càng nhiều người lo sợ những con số lợi nhuận công bố trong quý 1 năm 2009 của các tập đoàn lớn trên thế giới sẽ rất kém so với dự đoán.

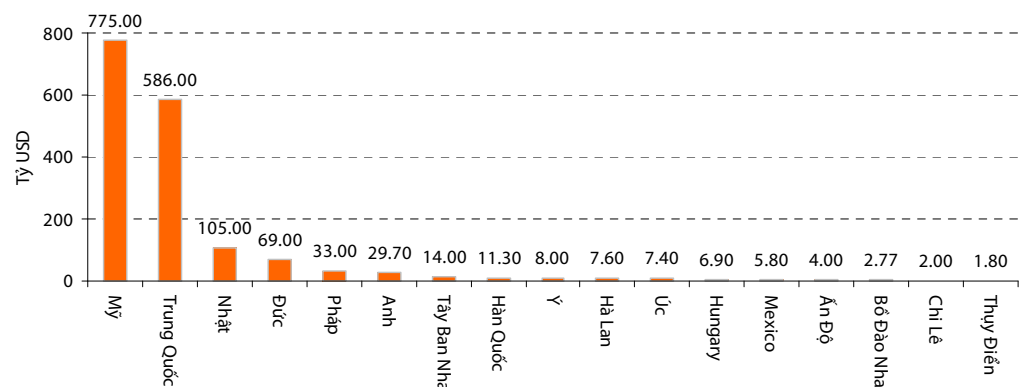
Chỉ số PMI: Niềm tin kinh doanh sụt giảm mạnh, các nền kinh tế đều có chỉ số PMI xuống dưới 50



Nguồn: IMF

Nhiều gói kích thích kinh tế hàng trăm tỷ USD đã được đưa ra ở nhiều nước để ngăn chặn đà suy thoái kinh tế cực nhanh đang diễn ra là điểm nhấn chính sách quan trọng và xuyên suốt từ cuối năm 2008 đến 2009. Tiền từ các gói kích thích kinh tế này có thể được sử dụng với nhiều mục đích, bao gồm việc giảm thuế để kích thích tiêu dùng và kinh doanh, chi cho các dự án đầu tư công, ví dụ như vào cơ sở hạ tầng hay dự án của chính phủ, bao gồm cả các khoản hỗ trợ doanh nghiệp (chẳng hạn thông qua giảm, miễn hoặc hoàn thuế, hoãn thuế), và đương nhiên là bao gồm cả những khoản tiền cho các tập đoàn khổng lồ vay để vượt qua khủng hoảng với lập luận là sự sụp đổ của những tập đoàn quá lớn có thể gây ra thất nghiệp cao và làm mất ổn định hệ thống tài chính, gây áp lực cho hệ thống phúc lợi xã hội và làm giảm niềm tin kinh doanh lẫn niềm tin tiêu dùng.

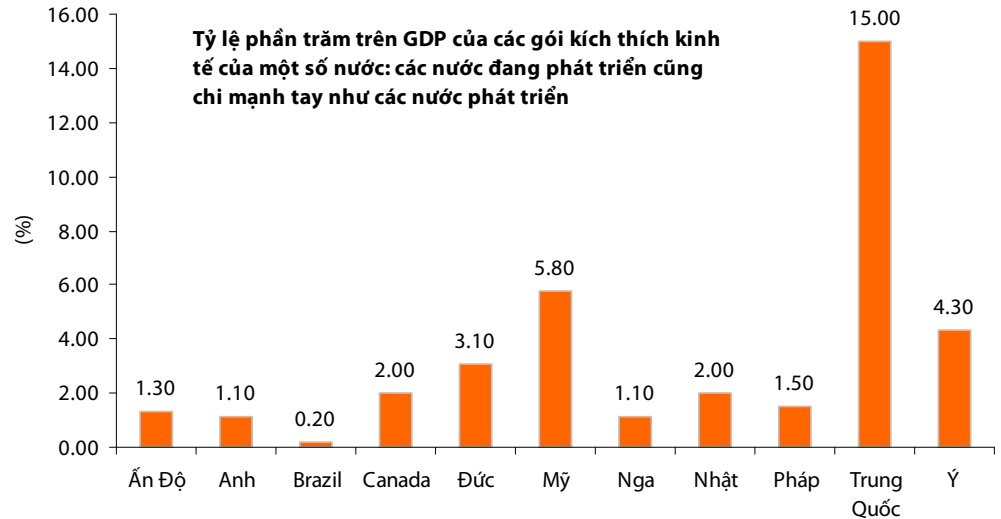
Những gói kích thích kinh tế tốn kém nhưng liệu có mang lại hiệu quả hay sẽ để lại nhiều hậu quả nặng nề về sau?



Nguồn: IIF-Institute of International Finance, ước tính đến cuối năm 2008

Tuy nhiên, mặc dù chính phủ các nước đua nhau “kích thích kinh tế”, hiệu quả của các gói kích thích kinh tế này đến đâu thì vẫn trong vòng tranh cãi. Nhiều chuyên gia kinh tế lo ngại rằng những gói kích thích kinh tế thông qua chi tiêu công có thể không phải là một giải pháp tốt, thậm chí có thể đưa nền kinh tế thế giới vào một giai đoạn lạm phát rất cao sau khi các gói kinh tế được áp dụng. Trước khi các gói kích thích kinh tế bằng chi tiêu công được đề xuất,

nhiều nước đã sử dụng các gói hỗ trợ nền kinh tế dưới dạng hỗ trợ tài chính cho các ngân hàng để các ngân hàng này tiếp tục gia tăng cho vay ra nền kinh tế để duy trì tăng trưởng. Giải pháp này đã không phát huy tác dụng đáng kể trong việc gia tăng tín dụng cho các nền kinh tế, do đó, lần này có thể cũng là một tình trạng tương tự: gói giải pháp gia tăng chi tiêu công hoặc giảm thuế cũng có thể không làm gia tăng chi tiêu tiêu dùng trong xã hội.



Nguồn: The Economist

Nỗi lo lớn nhất sau khi các gói kích thích kinh tế này được áp dụng vẫn là tình trạng thâm hụt ngân sách lớn, khả năng tạo ra lạm phát cao, mà tốc độ tăng trưởng ít được cải thiện. Khi đó, quá trình suy thoái kinh tế thế giới có thể kéo dài hơn dự kiến. Tuy nhiên, cũng không thể không làm gì trước bối cảnh kinh tế suy giảm hiện tại. Trong bối cảnh niềm tin trong nền kinh tế thấp, và rủi ro suy thoái mạnh tăng cao, có thể các gói kích thích kinh tế là một trong số những lựa chọn ít xấu nhất cho các chính phủ.

Ý nghĩa của tiến trình diễn biến các gói kích thích kinh tế trên thế giới đối với Việt Nam

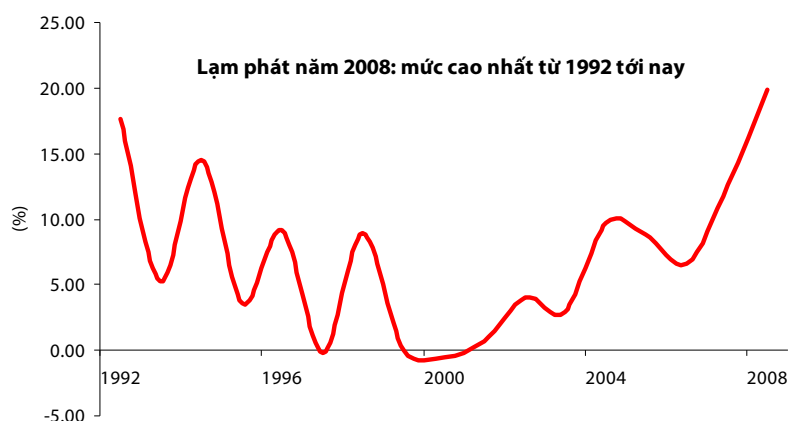
Vào đầu tháng 1 năm 2009 đã có xuất hiện nỗi lo về chuyện quốc hội Mỹ có thể trì hoãn việc cho phép chính phủ tiếp cận với những khoản tiền mới trong kế hoạch giải cứu nền kinh tế. Và như tân tổng thống Obama nói, điều này có thể là quá trở ngại cho kinh tế Mỹ nếu hành động quá chậm. Vào giữa tháng 1 năm 2009, vấn đề này đã được giải tỏa, tuy nhiên, hành động trì hoãn này cũng có thể sẽ diễn ra ở một số nước khác, và ít nhất điều đó có thể ảnh hưởng đến xuất khẩu và niềm tin kinh doanh và tiêu dùng ở Việt Nam.

Tóm lại, nếu được tiến hành nhanh chóng và suôn sẻ, các gói kích thích kinh tế của phương Tây có thể có tác động đáng kể đối với hoạt động xuất khẩu và đặc biệt là với niềm tin của nhà đầu tư và tiêu dùng ở châu Á nói chung và Việt Nam nói riêng. Tuy nhiên, những gói kích thích kinh tế lớn của những đối thủ cạnh tranh thu hút đầu tư tại châu Á của Việt Nam như Trung Quốc, Thái Lan, Malaysia, có thể là rào cản lớn đối với hoạt động thu hút đầu tư nước ngoài và tiến trình cải thiện môi trường kinh doanh của Việt Nam.

KINH TẾ VIỆT NAM: TỪ 2008 NHÌN VỀ 2009

Từ 2008 nhìn về 2009: dấu ấn lạm phát và lãi suất

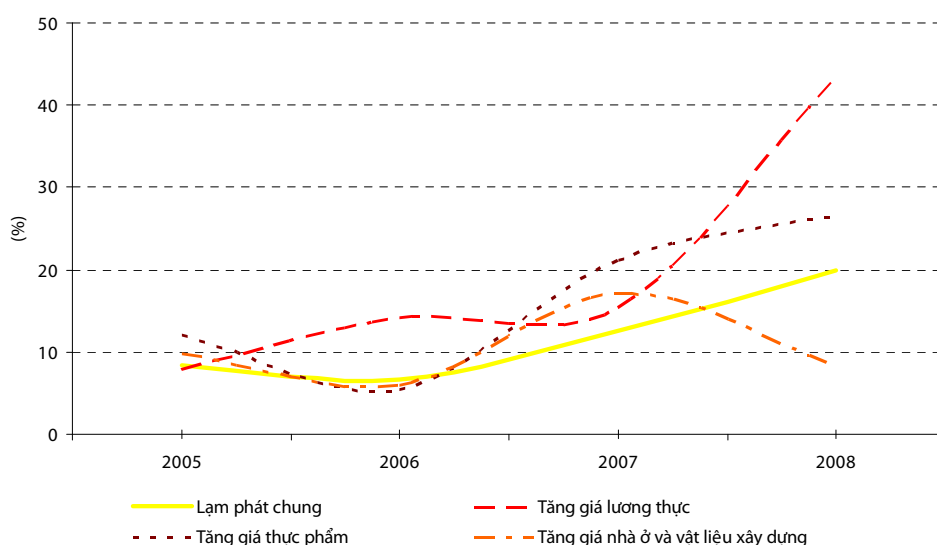
Năm 2008 có thể được xem là một năm mà bóng ma lạm phát là nỗi lo hàng đầu của các nhà điều hành chính sách ở Việt Nam. Lạm phát của năm 2008 đạt mức cao nhất 1992 trở lại đây, và trong năm 2008, lương thực và thực phẩm tăng rất mạnh, đặc biệt là giá cả lương thực tăng đột biến là một trong những nguyên nhân chính đẩy tốc độ lạm phát của năm 2008 lên rất cao.



Nguồn: IMF, Tổng cục Thống kê

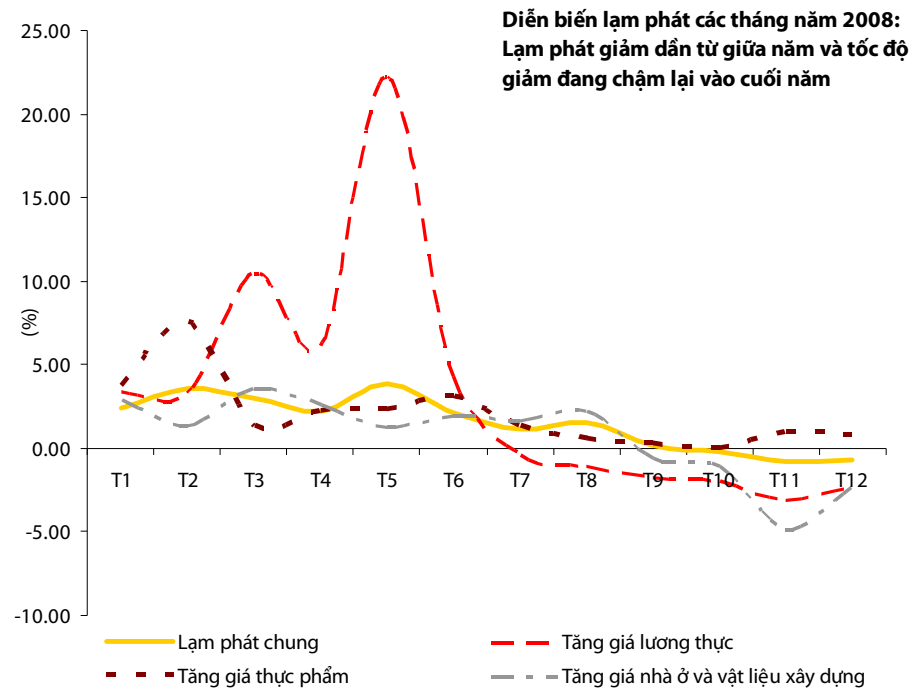
Trong khi đó, so với năm 2007, thì tốc độ tăng giá nhà ở và vật liệu xây dựng đã chậm lại, phản ánh tác động của việc thị trường bất động sản suy giảm.

Một trong những nguyên nhân quan trọng khiến lạm phát trong năm 2008 tăng cao là giá lương thực tăng cao đột biến so với các năm trước



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Năm 2009: Lạm phát hay giảm phát? Theo số liệu so sánh chỉ số CPI từng tháng của năm 2008, có thể nhận thấy một trong những nguyên nhân khiến tốc độ tăng CPI rơi vào trạng thái âm những tháng cuối năm là do giá cả lương thực giảm mạnh từ giữa năm 2008. Đến tháng 12 năm 2008, giá cả lương thực và giá nhà ở và vật liệu xây dựng tiếp tục giảm thấp trong khi mức tăng giá thực phẩm không mạnh, do đó, chỉ số CPI tiếp tục giảm so với tháng trước. Tuy nhiên, tốc độ giảm giá trong tháng 12 đã chậm lại so với tháng trước đó.



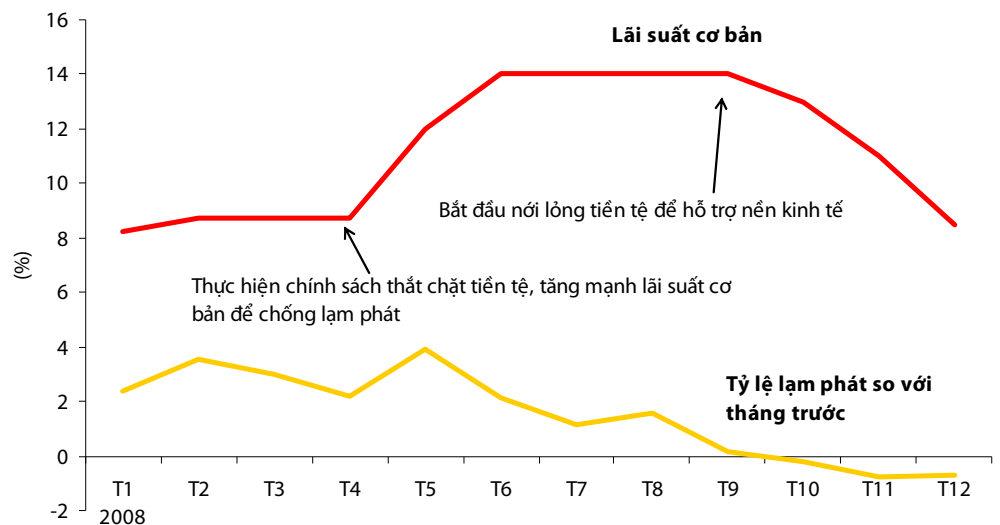
Nguồn: Tổng cục Thống kê

Ở một khía cạnh khác, giá cả hàng hóa trong nước trong năm 2009 có thể còn tiếp tục tăng khi giá điện được dự kiến sẽ tăng trong quý 2 và giá hàng hóa thế giới có thể bắt đầu ổn định và tăng trở lại. Vì những lý do như vậy, chúng tôi duy trì quan điểm là giảm phát (tốc độ tăng CPI âm) khó có khả năng xảy ra và tỷ lệ lạm phát Việt Nam vẫn sẽ dương nhưng sẽ thấp hơn năm 2008. Ngoài ra, mặc dù các chính sách nới lỏng tiền tệ đã được thực hiện trong những tháng cuối năm 2008 về lý thuyết sẽ tạo thêm áp lực lạm phát cho nền kinh tế (đặc biệt là gây mất giá tiền đồng so với Đô la Mỹ), tuy nhiên, giá lương thực và giá dầu thế giới giảm mạnh cộng với cầu nội địa yếu sẽ gây tác động ngược lại giảm bớt áp lực lạm phát. **Lạm phát có thể sẽ nằm trong khoảng lạm phát dưới 2 con số nhưng cao hơn mức tăng trưởng kinh tế** và theo ý kiến của chúng tôi là lạm phát ở Việt Nam sẽ đạt khoảng 7-8% trong năm 2009, nghĩa là cao hơn mức 5.75% là mức lạm phát ước tính cho khu vực các thị trường mới nổi của IMF.

Do tác động tăng giảm bất thường của lạm phát trong năm 2008, chính sách điều hành lãi suất của chính phủ Việt Nam cũng có những thay đổi. Cơ chế điều hành theo lãi suất cơ bản được thiết lập thay cho cơ chế lãi suất thỏa thuận. Mặt khác, quan điểm điều hành chính sách tiền tệ cũng có sự điều chỉnh, từ việc thắt chặt tiền tệ chống lạm phát ở nửa đầu năm đã chuyển sang chính sách nới lỏng tiền tệ để hỗ trợ hệ thống ngân hàng và kích thích tăng tín dụng vào cuối năm để chống suy thoái.

Năm 2009, Ngân hàng Nhà nước sẽ tiếp tục thực hiện các chính sách nới lỏng tiền tệ ngược với xu hướng tăng lãi suất cơ bản trong nửa đầu năm 2008 nhằm hạn chế tăng trưởng tín dụng nóng và kiềm chế lạm phát. Lãi suất cơ bản đã được cắt giảm từ 14% vào tháng 10/2008 xuống 8.5% vào cuối năm 2008. Năm 2009, lãi suất cơ bản được dự đoán là sẽ tiếp tục được cắt giảm với lần cắt giảm đầu tiên vào tháng 23/01/2009 xuống mức 7%.

Điểm đáng chú ý là đầu năm 2009 đã có những tín hiệu cho thấy lãi suất thỏa thuận có thể được áp dụng cho một số thị trường như thị trường tín dụng tiêu dùng. Đây cũng là một dấu hiệu cho thấy trong năm 2009, chính phủ đang hướng mục tiêu duy trì một sự hỗ trợ lãi suất cho giới kinh doanh bằng cách giảm lãi suất cơ bản nhưng có thể thả lỏng lãi suất cho tín dụng tiêu dùng để tạo điều kiện cho ngân hàng chủ động trong kinh doanh và giúp kích thích tiêu dùng thông qua tín dụng.



Nguồn: NHNN, Tổng cục Thống kê

Duy trì lãi suất thấp là bài toán đang được áp dụng tại nhiều nước châu Á và có lẽ là gần như ở đa số các nền kinh tế lớn. **Tuy nhiên, điều này không có nghĩa là lãi suất thấp có thể giúp nền kinh tế mau chóng có thêm tiền và ngân hàng sẽ tiếp tục cho vay cho doanh nghiệp và các dự án bất động sản.** Rõ ràng những diễn biến ở Mỹ, Nhật và Châu Âu cho thấy ngân hàng phải tích lũy một khoản dự trữ nhiều hơn để đối phó với nợ xấu và cầm chừng hoạt động, do đó hạn chế cho vay thêm tín dụng ra nền kinh tế cho doanh nghiệp. Do đó, chúng tôi dự đoán, lãi suất thấp cũng không giúp vực lại các doanh nghiệp gặp khó khăn và thiếu vốn, nhưng có thể khiến người dân tránh xa kênh gửi tiền tiết kiệm và bắt đầu hướng đến các kênh đầu tư khác nhau là vàng, chứng khoán và USD. Mặc dù vậy, kênh tín dụng tiêu dùng có thể sẽ giúp kích thích một lượng chi tiêu đáng kể ra nền kinh tế. Điều này có thể giúp tốc độ tăng CPI quay lại con số dương.

Có thể nói, tuy lãi suất và lạm phát là hai chủ đề “nóng” trong năm 2008 và dự kiến hai biến số vĩ mô này vẫn diễn biến phức tạp trong năm 2009, nhưng chúng tôi cho rằng mối quan tâm của giới đầu tư và quản lý kinh tế đối với hai yếu tố này sẽ không “nóng” như năm 2008.

Tăng trưởng kinh tế và môi trường kinh doanh: chủ đề của năm 2009

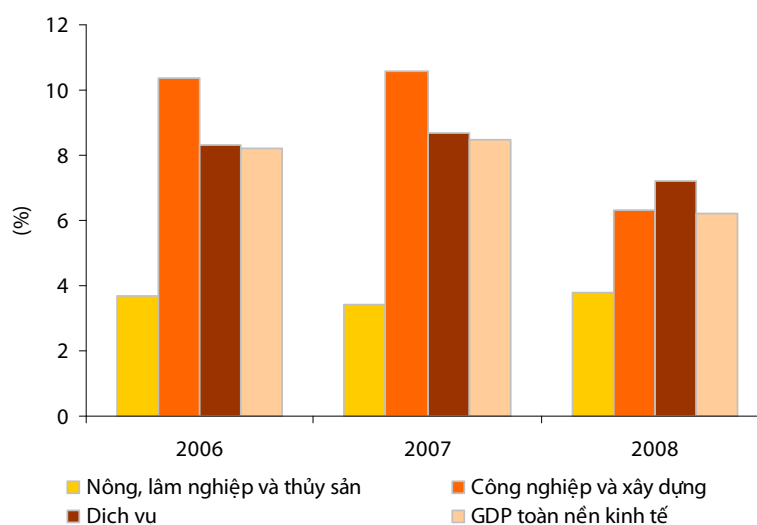
Tăng trưởng kinh tế 2009 của Việt Nam cũng không thoát khỏi xu hướng suy thoái của kinh tế toàn cầu. Nhiều tổ chức khác nhau đã đưa ra các dự báo về tăng trưởng kinh tế của Việt Nam. Trong đó, đa số các tổ chức tư nhân tỏ ra bi quan hơn so với các tổ chức chính phủ hoặc tổ chức quốc tế có hoạt động hỗ trợ và tư vấn chính sách.

Nhóm dự báo tăng trưởng trên 5%		Nhóm dự báo tăng trưởng dưới 5%	
Tổ chức	Dự báo	Tổ chức	Dự báo
Chính phủ Việt Nam	6,5%	Deutsche Bank	4,1%
ADB	5-6%	EIU	4,3%
HSBC	5,4%	Morgan Stanley	4,5%
		IMF	3%

Môi trường kinh doanh 2009: nỗi lo thất nghiệp và phá sản. Nhìn về môi trường kinh doanh 2009, có thể thấy nỗi lo phá sản của nhiều doanh nghiệp là chủ đề quan trọng của những ngày cuối năm 2008, đầu 2009. Điển hình là vào cuối năm 2008, đã có số liệu công bố ở Bình Dương, một trong những địa phương có tốc độ tăng trưởng kinh tế cao của cả nước, có thể có hơn 12 doanh nghiệp đóng cửa hoặc có nguy cơ đóng cửa và hơn 2.000 công nhân mất việc. Ở TP.HCM cuối năm 2008, các số liệu cho thấy cũng có khoảng 21 doanh nghiệp đóng cửa và hơn 6.000 lao động mất việc. Con số này vẫn còn đang tiếp tục gia tăng. Điều đáng lo ngại nhất là con số này sẽ tác động xấu đến niềm tin kinh doanh và đầu tư tại Việt Nam, khiến doanh nghiệp co cụm, ngân hàng thận trọng trong cho vay và ảnh hưởng niềm tin tiêu dùng. Sự suy giảm niềm tin tiêu dùng và kinh doanh sẽ lại quay lại tạo thành vòng xoáy tạo ra nhiều vụ đóng cửa doanh nghiệp và thất nghiệp hơn, tương tự như những gì đã diễn ra tại Mỹ từ tháng 6.

Tăng trưởng của khu vực công nghiệp năm 2008 chậm hơn các năm trước, và đóng góp vào tăng trưởng GDP thấp hơn tăng trưởng trong khu vực dịch vụ. Xu hướng này còn có thể tiếp tục duy trì qua năm 2009 do nhiều doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực công nghiệp và xây dựng sẽ tiếp tục lâm vào tình trạng phải đóng cửa hoặc tạm dừng hoạt động. Các doanh nghiệp tồn tại cũng phải thu hẹp hoạt động. Vì công nghiệp và xây dựng chiếm tỷ trọng lớn trong GDP của Việt Nam đồng thời sẽ gián tiếp gây suy giảm cho khu vực dịch vụ hỗ trợ, do đó, chúng tôi dự đoán GDP năm 2009 sẽ giảm thấp nhiều hơn mức 6%.

Tăng trưởng công nghiệp và xây dựng giảm mạnh ảnh hưởng lớn đến GDP

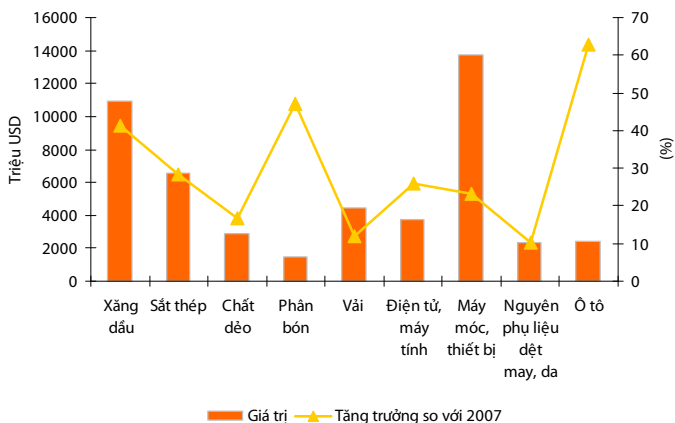


Nguồn: Tổng cục Thống kê

Cán cân thanh toán và sức ép lên tỷ giá USD/VND

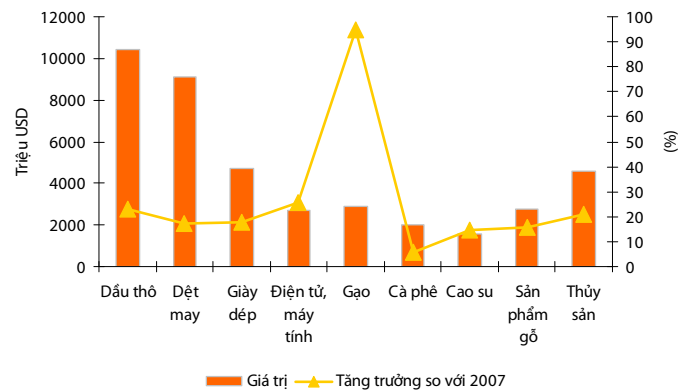
Về diễn biến cán cân thương mại, chúng tôi dự đoán rằng xuất khẩu và nhập khẩu năm 2009 đều khó có tốc độ tăng ấn tượng như trong năm 2008. Nhiều mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam như dầu thô, gạo, cà phê lại nằm trong số danh mục các hàng hóa đang giảm giá nhanh trên thế giới, do đó giá trị xuất khẩu hàng chủ lực sẽ gặp khó khăn. Mặt khác, các mặt hàng chủ lực khác như dệt may, giày dép, thủy sản, gỗ v.v. cũng đều gặp khó khăn về thị trường xuất khẩu do sự suy giảm kinh tế. Do đó, xuất khẩu năm 2009 sẽ đối mặt nhiều khó khăn. Các mặt hàng nhập khẩu chủ yếu của Việt Nam như nguyên phụ liệu may da, vải, xăng dầu mang tính hỗ trợ sản xuất khá nhiều nên khi kinh tế được dự kiến suy giảm thì giá trị nhập khẩu sẽ bị hạn chế nhiều. Mặt khác, một số mặt hàng nhập khẩu như xăng dầu, thép, phân bón giảm giá mạnh so với năm 2008 nên giá trị nhập khẩu cũng sẽ giảm đáng kể. Nhìn vào diễn biến thâm hụt thương mại kể từ giữa năm 2008, và căn cứ vào những biện pháp chính phủ đang thực hiện để hỗ trợ xuất khẩu, cũng như với dự đoán trên về diễn biến xu hướng xuất nhập khẩu, chúng tôi cho rằng thâm hụt thương mại sẽ giảm trong năm 2009.

Một số mặt hàng nhập khẩu chủ yếu 2008



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Một số mặt hàng xuất khẩu chủ lực 2008

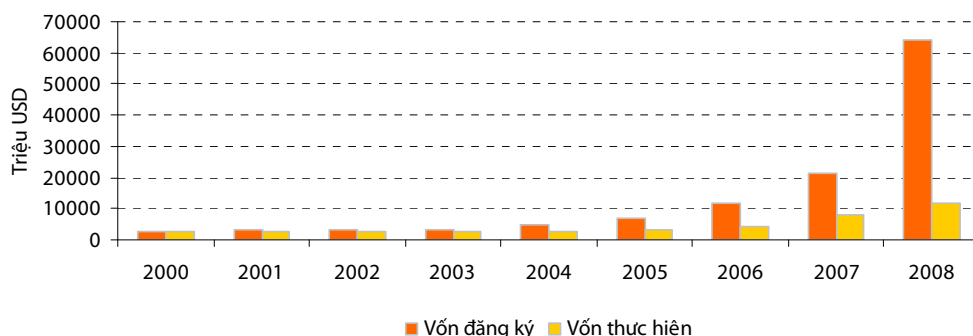


Nguồn: Tổng cục Thống kê

Về phía tài khoản vốn, chúng tôi cho rằng nguồn vốn nước ngoài vào Việt Nam trong năm 2009 nhiều khả năng sẽ sụt giảm.

Vốn FDI: Mặc dù số vốn FDI đăng ký (bao gồm vốn cấp mới và vốn tăng thêm từ dự án hiện hữu) trong năm 2008 đạt mức kỷ lục 64 tỷ USD nhưng mức giải ngân thực tế chỉ khoảng 11,5 tỷ USD, chỉ tăng khoảng 43% so với năm 2007, trong khi lượng vốn cấp mới tăng đến gần 300% so với 2007. Như vậy, có một khoảng cách lớn giữa lượng vốn cấp mới với lượng vốn đầu tư thực sự giải ngân. Với tình hình khó khăn của kinh tế thế giới, lượng vốn FDI đăng ký mới ở Việt Nam trong năm 2009 có thể giảm mạnh. Tuy nhiên vấn đề không nằm ở lượng vốn đăng ký mới mà nằm ở lượng vốn FDI giải ngân. Với hơn 64 tỷ USD đăng ký trong năm 2008, thì chỉ cần đẩy nhanh được tốc độ giải ngân khoảng 20% lượng vốn đăng ký đó, thì Việt Nam đã có một lượng vốn giải ngân lớn và mang lại một lượng ngoại tệ đáng kể trong năm 2009. Tuy nhiên, với hiện trạng kinh tế Việt Nam vào cuối năm 2008, chúng tôi e ngại nhiều dự án đầu tư sẽ bị đình trệ và lượng vốn FDI thực sự giải ngân trong năm 2009 sẽ có thể thấp hơn lượng vốn giải ngân trong năm 2008.

Vốn FDI thực hiện từ 2006 đến 2008 thường thấp hơn vốn đăng ký rất nhiều



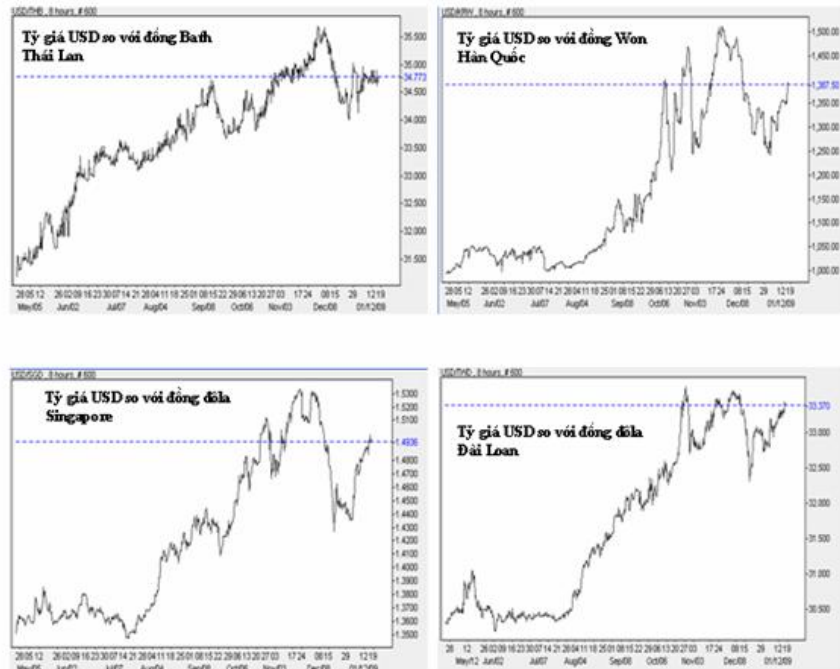
Nguồn: Tổng cục Thống kê, Bộ Kế hoạch và Đầu tư

Ngoài FDI thì hai nguồn vốn nước ngoài quan trọng khác của Việt Nam là kiều hối (8 tỷ USD trong năm 2008) và ODA (mức cam kết là 5,4 tỷ USD, mức giải ngân 2,2 tỷ USD – năm 2008). Mức ODA cam kết cho Việt Nam trong năm 2009 là 5 tỷ USD nhưng chưa tính đến lượng ODA của Nhật có thể bổ sung sau khi vụ PCI được giải quyết. Theo tình hình hiện nay, chúng tôi dự đoán Nhật sẽ sớm nối lại cam kết ODA cho Việt Nam và do đó, *lượng ODA giải ngân trong năm 2009 vẫn có thể trên 2 tỷ USD*. Tuy nhiên, chúng tôi không lạc quan về lượng kiều hối có thể chuyển về Việt Nam trong năm 2009 do tình hình kinh tế trở nên khó khăn hơn trên toàn cầu và những rủi ro tiềm ẩn của kinh tế trong nước có thể khiến nguồn kiều hối trì hoãn giải ngân để chờ tình hình. Dù vậy, những chính sách khuyến khích của Nhà nước vẫn có thể duy trì một lượng kiều hối trong khoảng 5-6 tỷ USD.

Nguồn vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài vào Việt Nam cũng có thể bị trì hoãn trong 6 tháng đầu năm và có thể sẽ khởi sắc hơn vào cuối năm. Như vậy có thể 6 tháng đầu năm 2009 sẽ diễn ra một kịch bản đáng lo ngại là vốn đầu tư gián tiếp vào Việt Nam gần như đóng băng trong 6 tháng đầu năm còn những lượng vốn nước ngoài như ODA và kiều hối thường chỉ tăng mạnh trong 6 tháng cuối năm, trong khi cán cân thương mại có thể sẽ vẫn diễn biến rất xấu trong nửa đầu năm và chỉ dịu lại vào cuối năm. Do đó, chúng tôi lo ngại rằng, trong nửa đầu năm 2009, đặc biệt là quý 2, sẽ có áp lực giảm giá VND xuất phát từ cán cân thanh toán.

Các đồ thị tỷ giá thể hiện diễn biến của các đồng tiền châu Á cho thấy xu hướng là từ tháng 5 năm 2008, đồng tiền các nước châu Á đều giảm giá so với USD. Do đó, đối với Việt Nam, **xu hướng giảm giá của VND không nằm ngoài xu thế chung của các đồng tiền châu Á trong năm 2008**. Bước sang năm 2009, nhiều tổ chức tài chính lớn vẫn dự đoán đồng USD sẽ vẫn còn giữ được sức mạnh trong mấy tháng đầu năm, chưa kể có những dự báo là những đồng tiền ổn định hoặc tăng giá so với đồng USD trong năm 2008 như đồng CNY của Trung Quốc hay là JPY của Nhật Bản cũng sẽ phải giảm giá so với đồng USD. Nguyên nhân chủ yếu là vì nỗi lo khủng hoảng và suy thoái ở Mỹ sẽ khiến kinh tế của các nước châu Á bị tác động tiêu cực rất lớn và sẽ tạo ra thâm hụt thương mại lớn cũng như tạo ra sức ép cho ngân sách chính phủ.

Các đồng tiền châu Á 2008: Cùng chung xu thế giảm so với đồng USD



Nguồn: Netdania

Theo dự đoán của chúng tôi, nhu cầu USD sẽ giảm trong những tháng đầu năm và do đó, sức ép lên tỷ giá USD/VND sẽ giảm bớt trong quý I/2009 nhưng sẽ vẫn có thể căng thẳng trong các tháng sau đó. Vì vậy, **xu hướng VND có thể là giảm giá chậm lại trong tháng 2 và tháng 3, nhưng sức ép giảm giá VND lại xuất hiện từ cuối quý 1** khi có dấu hiệu cán cân thương mại bị thâm hụt lớn có thể là xu hướng diễn biến tỷ giá của 6 tháng đầu năm. Vì vậy, chính phủ sẽ còn phải rất thận trọng trong điều chỉnh tỷ giá và phải điều hành tỷ giá theo sát diễn biến của cán cân thanh toán và tâm lý tích trữ USD của người dân. Chúng tôi cho rằng một số đề nghị phá giá mạnh đồng Việt Nam sẽ không có lợi cho việc ổn định tâm lý người dân trong tình hình khó khăn, đồng thời không nhất định làm gia tăng xuất khẩu tức thì. Vì vậy, có thể chính phủ sẽ lựa chọn điều chỉnh tỷ giá linh hoạt và không để tỷ giá bình quân liên ngân hàng biến động gây sốc như một vài tổ chức quốc tế đang lo ngại. Như vậy, một vùng đệm an toàn cho nền kinh tế có thể được tạo ra qua chính sách tỷ giá linh hoạt. Tuy nhiên, không phải việc duy trì biên độ tỷ giá rộng hơn và chấp nhận điều chỉnh bình quân liên ngân hàng nghĩa là VND sẽ mất giá nhiều. Sức ép giảm giá VND là tùy thuộc vào cung cầu ngoại tệ trên thị trường, xuất phát từ các diễn biến đối với cán cân thương mại theo thời điểm và nhu cầu đầu tư vào USD của người dân.



Nguồn: NHNN, Eximbank, Vneconomy, Tuổi Trẻ

Gói kích cầu và sức ép lên ngân sách

Gói kích cầu là một trọng điểm vẫn hút sự quan tâm của nhà đầu tư trong và ngoài nước.

Gói kích cầu được đề xuất ban đầu trị giá 1 tỷ USD rồi được đề nghị nâng lên 6 tỷ USD với các nguồn từ phát hành trái phiếu, ngân sách, giảm thuế, và dự trữ ngoại hối. Tuy nhiên, trong điều kiện hiện nay, để đưa gói kích cầu lên 6 tỷ USD sẽ có thể đòi hỏi một sức ép phát hành trái phiếu và sử dụng nguồn dự trữ ngoại hối lớn do nguồn từ giảm thuế và các khoản ngân sách còn có thể sử dụng khá giới hạn. Trong khi đó, Nhà nước còn có thể phải đối mặt với nỗi lo sụt giảm nguồn thu từ ngân sách do trong năm 2009, có thể nhiều doanh nghiệp làm ăn thua lỗ không thể nộp thuế thu nhập doanh nghiệp và nguồn thu từ xuất khẩu dầu thô sẽ bị sụt giảm do giá dầu giảm mạnh.

Chính vì vậy, vào đầu năm 2009, chỉ mới có gói kích cầu 1 tỷ USD thông qua hình thức bù lãi vay cho doanh nghiệp. Những dự kiến về giảm thuế và những giải pháp kích cầu khác vẫn chưa được thông qua. Vì vậy, quyết định đối với những mục tiêu kích cầu còn lại như hỗ trợ thuế cho doanh nghiệp hay kích cầu tiêu dùng có thể sẽ được trì hoãn đến tận tháng 3 do chính phủ và quốc hội phải xem xét lại các dự toán ngân sách 2009 cho phù hợp tình hình kinh tế.

Một áp lực khác cho ngân sách có thể đến từ phía các tập đoàn kinh doanh. Một số tập đoàn kinh doanh lớn trong các ngành ô tô, đóng tàu của Nhật, Mỹ, Hàn Quốc và Trung Quốc đang gặp rất nhiều khó khăn. Chúng tôi lo ngại rằng những tập đoàn kinh doanh những ngành tương tự hoặc liên quan đến những ngành đó ở Việt Nam cũng sẽ gặp khó khăn và cần viện trợ của chính phủ. Điều này có thể làm gia tăng thêm áp lực cho ngân sách.

Điển hình là nhiều nhà kinh tế cho rằng việc cứu vãn một số công ty lớn như công nghiệp ô tô lớn của Mỹ, gọi là bộ ba Detroit gồm General Motors, Ford, và Chrysler có thể sẽ kéo dài khủng hoảng kinh tế Mỹ do đã bỏ quá nhiều tiền để duy trì những ngành không hiệu quả. Ít nhất, đã có nhiều học giả nổi tiếng của đại học Chicago và trường kinh doanh Wharton lo ngại về điều này. Dẫn chứng mà họ đưa ra là tình huống của Nhật Bản trước đây. Chính tổng thống Obama cũng ám chỉ là ông không muốn đưa thêm tiền cho các công ty này nếu như họ không tỏ ra có những cải cách rõ ràng. Tuy nhiên, trước mắt thì chính phủ Mỹ vẫn đang bỏ ra hơn 17 tỷ USD để cứu General Motors và Chrysler.

Những tảng băng chìm: hoạt động của ngân hàng và thị trường bất động sản

Ngân hàng 2009: rủi ro nợ xấu. Trong năm 2008, nhiều ngân hàng gặp nhiều khó khăn về thanh khoản trong nửa đầu năm, tuy nhiên, mối lo lớn nhất đối với ngành ngân hàng trong năm 2009 sẽ là các khoản nợ khó đòi. Các khoản nợ khó đòi ngày càng gia tăng trong bảng cân đối kế toán của các ngân hàng sẽ đòi hỏi những khoản trích lập dự phòng rủi ro tín dụng lớn và do đó sẽ làm giảm lợi nhuận mà nguy hiểm hơn là gây ra thua lỗ cho nhiều ngân hàng. Mặt khác, với nhiều khoản nợ xấu hiện có sẽ ngăn cản các ngân hàng đẩy mạnh cho vay ra nền kinh tế, đặc biệt là đối với các doanh nghiệp sản xuất và dự án bất động sản. Điều này chẳng những làm trầm trọng tiến trình suy thoái kinh tế mà còn kéo ngân hàng vào rủi ro hoạt động.

Những khoản lợi nhuận lớn mà một số ngân hàng đạt được trong năm 2008 không có nghĩa là năm 2009 sẽ thuận lợi hơn. Một số ngân hàng phải tiếp tục tăng vốn để cải thiện độ an toàn vốn của ngân hàng và đáp ứng yêu cầu vốn tối thiểu của Nhà nước. Điều này tạo ra sức ép lợi nhuận lớn lên các ngân hàng và việc gia tăng lợi nhuận trên một đồng vốn cổ phần trong năm 2009 sẽ trở thành một mục tiêu khó đạt được. Mặt khác tình hình khó khăn có thể dẫn đến việc cắt giảm chi tiêu, bao gồm giảm nhân sự và giảm lương. Điều này có thể làm giảm chất lượng dịch vụ của một số ngân hàng.

Bên cạnh đó, việc một số ngân hàng nước ngoài được phép và đã thành lập ngân hàng con 100% vốn nước ngoài tại Việt Nam sẽ làm tăng cạnh tranh trên thị trường bán lẻ trở nên gay gắt hơn trong hệ thống ngân hàng. Điều này cũng sẽ ảnh hưởng đến chiến lược giữ những khách hàng lớn và tìm kiếm thị phần mới của một số ngân hàng để duy trì lợi nhuận.

Những khó khăn kể trên của các ngân hàng sẽ khiến các ngân hàng khó mà giải ngân một lượng vốn lớn một cách dễ dàng cho các dự án bất động sản, mặc dù đã có những động thái cho thấy một số gói tín dụng dành cho bất động sản đã sẵn sàng bắt đầu từ đầu năm 2009. Nhìn chung, mặc dù ngân hàng có thể dành một gói tín dụng cho lĩnh vực bất động sản nhưng qui trình giải ngân sẽ khắt khe hơn và do đó sẽ không thể kỳ vọng thị trường bất động sản bật lại nhanh nhờ những gói tín dụng mới này.

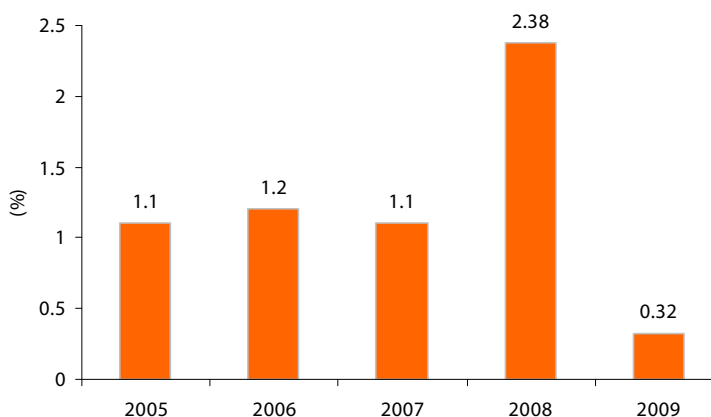
Việc thị trường bất động sản tiếp tục không khởi sắc trong các tháng đầu năm có thể tiếp tục buộc các ngân hàng phải yêu cầu các chủ dự án phải thanh lý tài sản để trả nợ, kết quả sẽ tiếp tục khiến giá bất động sản không thể hồi phục nhanh và kéo dài thời kỳ đóng băng của thị trường bất động sản. Điều này, đến lượt nó lại quay lại làm gia tăng các khoản nợ khó đòi và làm giảm chất lượng bảng cân đối kế toán của các ngân hàng.

Chính vì vậy, chúng tôi lo ngại tình trạng vòng lẩn quẩn sẽ tiếp tục tồn tại trên thị trường bất động sản: thiếu vốn, khó phát triển, không phát triển mạnh trở lại, tiếp tục thiếu vốn. Do đó, tiến trình phục hồi của thị trường này sẽ chậm và điều đó sẽ gây sức ép về dự phòng rủi ro tín dụng cho nhiều ngân hàng. Càng nhiều ngân hàng gặp nợ xấu thì tính thanh khoản của hệ thống ngân hàng sẽ bắt đầu bị đe dọa. Vì vậy, tăng băng chìm trong năm 2009 có thể là hệ thống ngân hàng và thị trường bất động sản.

Tháng 1 năm 2009: những dấu hiệu tăng trưởng chậm

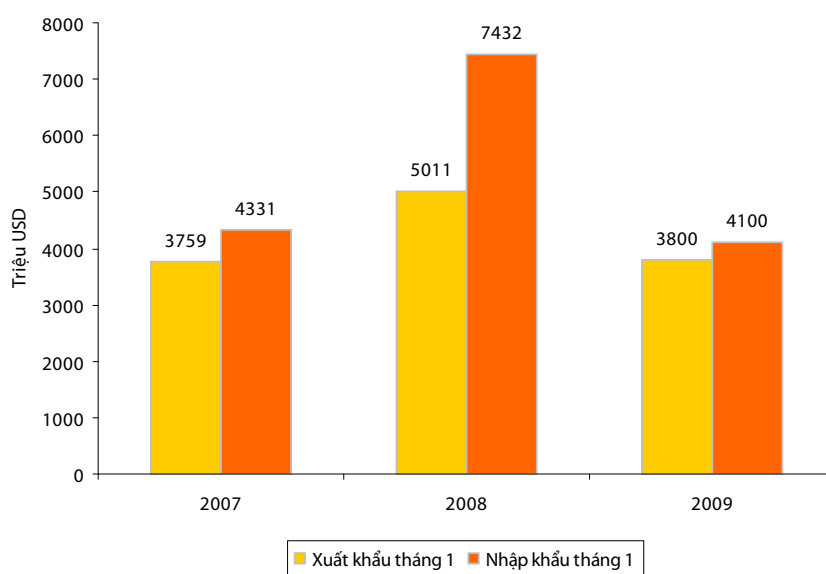
Tỷ lệ lạm phát tháng 1/2009 thấp nhất so với cùng kỳ của 5 năm gần đây. Điều này phản ánh nhu cầu chi tiêu của người dân đã giảm sút nhiều trong dịp mua sắm đầu năm. Đây có thể xem là một yếu tố tác động trễ kéo dài của tình hình kinh tế khó khăn bắt đầu từ cuối quý 4 năm 2008 và cho thấy những dự đoán về một tỷ lệ lạm phát dưới 2 con số là có cơ sở. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì dự đoán về một tỷ lệ lạm phát không quá thấp trong năm 2009 do những yếu tố biến động bất thường của giá lương thực và giá hàng hóa thế giới có thể bất ngờ bùng phát từ giữa năm.

Tỷ lệ lạm phát tháng 1/2009 thấp nhất so với cùng kỳ của 5 năm gần đây



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Xuất nhập khẩu tháng 1/2009 suy giảm mạnh so với cùng kỳ năm 2008 (24,2% đối với xuất khẩu và 44,8% so với nhập khẩu) và trở lại xấp xỉ với mức xuất nhập khẩu của cùng kỳ năm 2007. Phân tích cấu trúc xuất nhập khẩu tháng 1/2009 sẽ thấy nguyên nhân xuất khẩu giảm sút chủ yếu là do giá trị nhiều mặt hàng xuất khẩu nguyên liệu thô như dầu thô, cao su, v.v. giảm mạnh, đặc biệt là dầu thô, do ảnh hưởng của diễn biến giá thế giới, còn khối lượng xuất khẩu nhiều mặt hàng vẫn tăng chứ không giảm. Ngoài ra, xuất khẩu hàng dệt may và giày dép cũng có tốc độ giảm cao hơn mức bình quân của các mặt hàng xuất khẩu nói chung. Một điểm khác đáng chú ý là giá trị xuất khẩu gạo đầu năm 2009 tăng rất mạnh so với năm 2008. Tổng giá trị xuất khẩu gạo tháng 1 năm 2009 bằng 252,8% giá trị năm 2008, chủ yếu là nhờ lượng xuất khẩu tăng mạnh.



Chú thích: số liệu 2007 và 2008 là số liệu thực hiện, còn số liệu 2009 là số liệu ước tính, có thể sẽ được điều chỉnh.

Nguồn: Tổng cục Thống kê

Trong khi đó nhập khẩu giảm mạnh là do nhiều mặt hàng là nguyên liệu đầu vào sản xuất và xây dựng như hóa chất, thuốc trừ sâu, phân bón, sắt thép, vải, sợi dệt, v.v đều giảm mạnh. Nhập khẩu ô tô cũng giảm mạnh so với tháng 1 năm 2009. Đây là những yếu tố cho thấy tình hình kinh doanh đang đi xuống, các doanh nghiệp cắt giảm đầu tư và giảm qui mô hoạt động kinh doanh.

Kết quả này gián tiếp sẽ bắt đầu tạo áp lực lên hệ thống tài chính, do các doanh nghiệp hoạt động cầm chừng thì khó mà có thể trả nợ đúng hạn cho các ngân hàng. Tuy nhiên, nhìn ở một khía cạnh khác, đó là nguy cơ thâm hụt thương mại không quá lớn như một số nhà phân tích lo ngại, vì nhập khẩu của Việt Nam chịu ảnh hưởng không nhỏ từ xuất khẩu, do nhiều hàng xuất khẩu của ta là nhập nguyên liệu về chế biến lại và xuất đi. Vì vậy, đứng ở một khía cạnh nào đó, tuy nỗi lo suy giảm kinh tế tăng lên, nhưng nỗi lo về nhập siêu giảm xuống, sẽ giảm bớt áp lực lên cán cân thanh toán và VND.

Tóm lược

Đánh giá về các nhân tố rủi ro vĩ mô của Việt Nam trong năm 2009, có thể nhận định rủi ro lớn nhất của Việt Nam trong năm sau là về khía cạnh suy giảm niềm tin kinh doanh và tiêu dùng trong xã hội. Bài thuốc cho các nhân tố này là việc thực hiện nghiêm túc và hiệu quả các chính sách kích thích kinh tế, giải quyết khó khăn cho doanh nghiệp và người lao động của Nhà Nước. Tuy nhiên, những chính sách này phụ thuộc vào khả năng đáp ứng của ngân sách.

Chúng tôi dự đoán, những yếu tố liên quan đến chính sách tài khóa bao gồm lĩnh vực thuế, chi tiêu công và công cụ điều tiết giá và hỗ trợ thất nghiệp của chính phủ sẽ có tác động quan trọng đến nền kinh tế và là nhân tố được thị trường theo dõi kỹ.

Chính sách tỷ giá sẽ là nhân tố thứ hai được quan tâm, trong bối cảnh những căng thẳng về xuất nhập khẩu và cán cân thanh toán có thể được công bố vào cuối quý 1 năm 2009. Chính sách lãi suất, trái lại, có thể sẽ không mang lại tác dụng kích thích lớn, và có thể sẽ được thị trường ít quan tâm hơn so với năm nay.

Diễn biến thị trường bất động sản và tình hình nợ xấu ngân hàng cũng sẽ được quan tâm, tuy nhiên, kênh thông tin những diễn biến này ít minh bạch, do đó, có thể đó sẽ là những tảng băng chìm của kinh tế Việt Nam năm 2009.

Dự đoán một số số liệu vĩ mô cho 2009

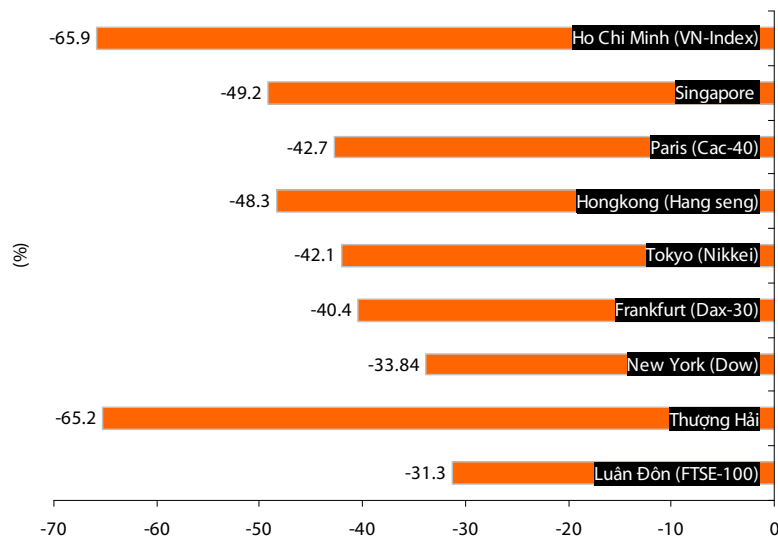
Chỉ tiêu	2008	Dự đoán 2009
GDP	6,23%	5%
Lạm phát	19,89%	7-8%
Cán cân thương mại	-17,5 tỷ USD	-14 tỷ USD
FDI giải ngân	11,5 tỷ USD	8 tỷ USD
ODA giải ngân	2,2 tỷ USD	2-2,5 tỷ USD
Kiểu hối	8 tỷ USD	5-6 tỷ USD
Dự trữ ngoại hối	22 tỷ USD	22 tỷ USD

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2009

VN-Index trong “cuộc đua về đáy”

Trong năm 2008, đa phần các thị trường chứng khoán trên thế giới đều giảm giá mạnh. Nhưng so với các thị trường chính và so với thị trường Trung Quốc vốn có tốc độ tăng trưởng ngoạn mục trong các năm 2006 và 2007 thì **thị trường chứng khoán Việt Nam đã phải gánh chịu tổn thất nhiều hơn**. Điều này phần nào lý giải vì sao các nhà đầu tư nước ngoài và các tổ chức phân tích nước ngoài lo ngại hơn đối với triển vọng thị trường chứng khoán Việt Nam trong ngắn hạn.

Cuộc đua về đáy của các thị trường chứng khoán



Nguồn: BBC, VDSC

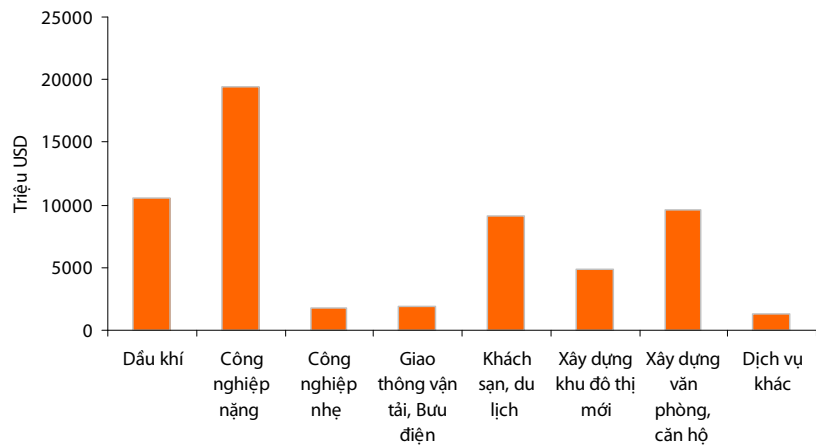
Xét ra thì tuy thị trường chứng khoán Thượng Hải đã giảm kỷ lục so với các thị trường khác, nhưng mức tăng trưởng 300% trong hai năm 2006 và 2007 mà phải trả cái giá hơn 60% thì cũng không “quá đắt” so với thị trường của Hồ Chí Minh (từ 2006-2007 chúng ta chỉ tăng trưởng khoảng 200%). Nhìn ở khía cạnh nào đó, khi mà tăng trưởng thì thị trường của Việt Nam và Trung Quốc đứng đầu, nay khủng hoảng, thì hai thị trường này cũng “đội sổ” là điều dễ hiểu. **Năm 2008 có thể nhìn nhận là một năm mà các thị trường chứng khoán thực hiện một “cuộc đua về đáy” và Việt Nam là một trong những thị trường chạy “tốt” nhất.**

Tương quan của thị trường chứng khoán với các thị trường đầu tư khác

Bất động sản: Thị trường bất động sản thu hút rất nhiều dự án đầu tư nước ngoài lớn trong năm 2008, và được đánh giá là có thể bắt đầu thu hút nhiều nhà đầu tư quay lại với thị trường này khi giá bất động sản đã giảm nhiều trong năm 2008.

Tuy nhiên, như chúng tôi phân tích ở trên, mối quan hệ phức tạp giữa thị trường bất động sản với hệ thống ngân hàng hiện nay có thể ngăn cản tiến trình hồi phục nhanh của thị trường bất động sản. Do đó, chúng tôi dự đoán thị trường bất động sản có thể tiếp tục trầm lắng trong năm 2009 và thị trường này sẽ hồi phục chậm hơn thị trường chứng khoán.

Nhiều dự án đầu tư FDI vẫn nhắm vào lĩnh vực bất động sản



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Vàng: Đây có thể là một điểm phòng ngừa rủi ro an toàn trong năm 2008 khi mà nền kinh tế lạm phát cao và thị trường bất ổn. Và trong năm 2009, nhiều nhà đầu tư vẫn sẽ nắm giữ vàng như một công cụ phòng ngừa rủi ro. Tuy nhiên, thực tế, biến động giá vàng cũng không phải ít và do đó vẫn tiềm ẩn nhiều rủi ro hơn nhiều nhà đầu tư nghĩ.

Mặt khác, chu kỳ vàng thế giới đang có thể sẽ bắt đầu đi vào giai đoạn bắt đầu suy giảm. Trái với một số nhận định là, khi kinh tế khủng hoảng thì vàng sẽ tăng giá mạnh, trong thời gian một vài tháng tới, vàng có thể sẽ không tăng quá mạnh do nhu cầu nắm giữ tiền mặt hoặc trái phiếu đang gia tăng tại Mỹ. Ngoài ra, một động lực tăng giá vàng là các hợp đồng đầu cơ vàng hiện đang không được ưa chuộng vì rủi ro phá sản của các đối tác trên thị trường tài chính đang tăng lên, người muốn phòng ngừa rủi ro bằng vàng đang có nhu cầu mua vàng vật chất. Thông thường, nhu cầu về vàng vật chất sẽ khó đẩy giá vàng tăng mạnh. Các tín hiệu kỹ thuật cũng cho thấy giá vàng sẽ khó tăng mạnh so với mức giá hiện tại và rủi ro giảm giá vàng hiện nay vẫn còn không nhỏ. Do đó, duy trì danh mục đầu tư với vàng thì vẫn có rủi ro biến động giá quốc tế. Lợi thế của kênh đầu tư này là khi giá USD tăng so với VND thì vàng cũng được hưởng lợi. Tóm lại, đây là một kênh đầu tư mang tính bảo vệ giá trị tài sản so với VND nhưng không hẳn là ít rủi ro.



Nguồn: Netdania

Do đó, chúng tôi tin rằng tuy kênh đầu tư vàng vẫn thu hút nhà đầu tư nhưng sẽ không phải là một kênh cạnh tranh mạnh đối với chứng khoán vì sang năm 2009, khi kinh tế trong trạng thái không ổn định, nhà đầu tư sẽ tìm kiếm những công cụ đầu tư ít rủi ro hơn nhưng vẫn tiềm ẩn tỷ suất sinh lợi cao. Khi mà giá chứng khoán đã giảm mạnh trong năm qua, trong khi giá vàng vẫn đang ở mức cao và độ biến động giá vàng đang tăng lên thì chứng khoán có thể có lợi thế hơn.

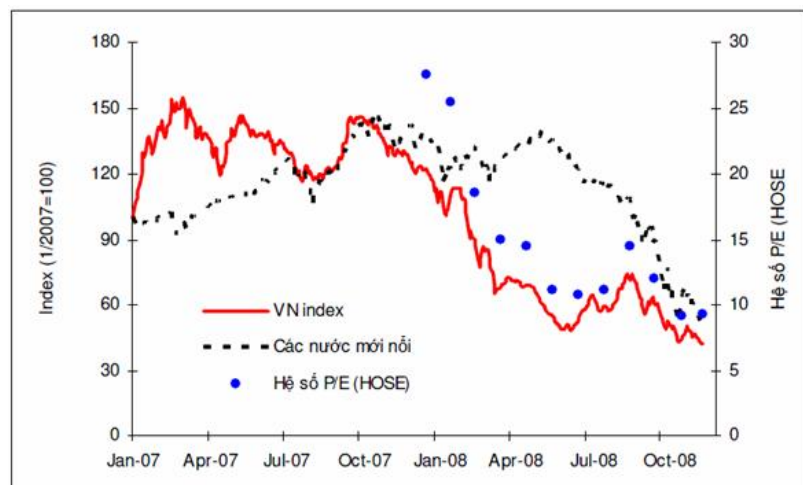
Đồng USD: Như phân tích của chúng tôi ở trên, nắm giữ đồng USD có thể là một lựa chọn cho nhà đầu tư trong năm 2009 vì nhiều khả năng VND tiếp tục giảm giá so với USD. Tuy nhiên, mức sinh lợi của việc nắm giữ đồng USD có thể không hấp dẫn với nhiều nhà đầu tư, nhất là khi lãi suất USD đang ở mức thấp. Ngoài ra, có khả năng chính phủ sẽ tìm cách giữ cho tốc độ mất giá VND không quá mạnh như một số tổ chức nước ngoài đang lo ngại. Vì vậy, nắm giữ đồng không hẳn là hấp dẫn.

Tiết kiệm bằng đồng VND: Lãi suất liên tục giảm trong các tháng cuối năm 2008 đã khiến việc gửi tiền bằng VND không còn hấp dẫn. Mặt khác, với nỗi lo mất giá của VND so với USD được dự đoán sẽ vẫn kéo dài trong năm 2009, chúng tôi cho rằng nhiều người sẽ chuyển tiền tiết kiệm sang các khoản đầu tư khác, có thể là vàng, USD và chứng khoán.

Tóm lại, theo đánh giá của chúng tôi, vàng và USD có thể là hai kênh đầu tư thu hút nhà đầu tư bên cạnh đầu tư vào thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, với độ rủi ro của đầu tư vàng với giá cao và độ biến động giá quốc tế lớn, chúng tôi cho rằng sẽ không nhiều nhà đầu tư mạo hiểm với khoản đầu tư này. Đồng USD có thể sẽ thu hút nhiều mối quan tâm trong năm 2009 trong khi chứng khoán sẽ vẫn là kênh đầu tư được xếp trước kênh đầu tư bất động sản cho đến khi thị trường bất động sản có dấu hiệu hồi phục. Chúng tôi vẫn cho rằng thị trường chứng khoán sẽ hồi phục trước thị trường bất động sản.

Một số vấn đề quan tâm đối với người kinh doanh chứng khoán trong năm 2009

Về cách nhìn của tổ chức nước ngoài đối với cơ hội đầu tư ở Việt Nam, báo cáo của HSBC cho rằng Việt Nam hiện tại không phải là một điểm hấp dẫn đầu tư trong năm nay. Điều này dựa trên hai dự báo cơ bản của họ là thị trường vẫn chỉ là xung quanh mốc 300 điểm vào cuối năm sau và EPS của doanh nghiệp sẽ tăng trưởng thấp. Do đó, nếu diễn biến hai điều này trong nửa đầu năm vượt ngoài dự đoán của HSBC, có thể sẽ có những điều chỉnh tích cực trong báo cáo của họ. Vì vậy, theo chúng tôi dự đoán, chứng khoán Việt Nam có thể thu hút nhiều nhà đầu tư nước ngoài và vốn gián tiếp tham gia vào thị trường hơn so với mức kỳ vọng hiện nay của thị trường. Tuy nhiên, điều này có thể sẽ chỉ diễn ra vào các tháng cuối năm 2009.



Nguồn: Sở GDCK TP.HCM, Morgan Stanley, Trích lại từ báo cáo của World Bank

Thuế thu nhập cá nhân đối với chứng khoán cũng sẽ là một chủ điểm còn tiếp tục được đề cập đến trong năm, và có thể sẽ có những ảnh hưởng ngắn hạn đến thị trường. Tuy nhiên, chúng tôi không cho rằng đây sẽ là một yếu tố tác động quá lớn đến thị trường.

Trong năm 2009, **các thương vụ mua lại và sáp nhập** có thể tăng trưởng mạnh hơn năm 2008 và có thể thu hút một số nhà đầu tư có tổ chức và các định chế tài chính vào cuộc. Đây cũng là cơ hội cho những giao dịch trên thị trường OTC.

Nhìn nhận chung

Có thể tình hình khó khăn sẽ kéo dài đến hết năm 2009 nhưng thị trường chứng khoán có thể tạo ra những bất ngờ tích cực và làm thay đổi nhận định về môi trường đầu tư trong nửa cuối năm.

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. Bản quyền thuộc VDSC, 2009.

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT**

Tầng 3 – 4 – 5 Tòa nhà Estar,
147 – 149 Võ Văn Tần - Quận 3 – TP.HCM
Tel: (84 8) 299 2006
Fax: (84 8) 299 2007
Email: info@vdsc.com.vn
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 1 - 2 – 3 Tòa nhà Gia Long
74 Bà Triệu, Q. Hoàn Kiếm, HN
Tel: (84 4) 6288 2006
Fax: (84 4) 6288 2008

Đại lý nhận lệnh Sài Gòn

28-30 Huỳnh Thúc Kháng,
Q.1 TP. HCM
Tel: (84.8) 6275 4325
Fax: (84.8) 3914 3150

Đại lý nhận lệnh Đà Nẵng

48 Trần Phú
TP. Đà Nẵng
Tel: (84 511) 386 7084
Fax: (84 511) 382 6674

Đại lý nhận lệnh Bình Dương

244 Đại lộ Bình Dương, Thị xã Thủ Dầu
Một, Tỉnh Bình Dương
Tel: (84-65) 383 4264
Fax: (0650) 383 4265

Đại lý nhận lệnh Nha Trang

63 Yersin, TP. Nha Trang
Tỉnh Khánh Hòa
Tel: (84 58) 381 9611
Fax: (84 58) 382 6715

Đại lý nhận lệnh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng
TP. Cần Thơ
Tel: (84 71) 382 1915
Fax: (84 71) 382 1916