

2008



Trụ sở: Tòa nhà Thành Công, Tầng 2, 25 Láng Hạ, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (84-4) 514 4444/514 8986 • Fax: (84-4) 514 8947

Email: contact@eurocapital.vn • Website: www.eurocapital.vn

BÁO CÁO PHÂN TÍCH KINH TẾ VIỆT NAM 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2008

Người thực hiện:

Phạm Duy Kiên
Ngô Văn Minh
Nguyễn Quang Đông
Phạm Ngọc Mai
Ngô Quốc Hưng
Phạm Thị Ngọc Hoa
Tô Phương Anh
Phạm Hồng Dung
Lê Thị Thanh Châu
Lê Thanh Huyền
Lê Khắc Chính

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN EUROCAPITAL

Hà Nội, tháng 07/2008



**MỤC LỤC**

KINH TẾ THẾ GIỚI.....	3
Tác động của sự tăng mạnh giá cả hàng hóa	3
Các nền kinh tế lớn	7
ĐẶC ĐIỂM KINH TẾ VÀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH VIỆT NAM.....	18
Cán cân thanh toán quốc gia.....	18
Thị trường ngoại hối	27
Cung tiền của nền kinh tế	34
Lãi suất.....	39
Rủi ro thanh khoản tại các NHTM	44
Tăng trưởng tín dụng của các NHTMCP.....	49
Thị trường chứng khoán 6 tháng đầu năm 2008.....	54
PHỤ LỤC	67

KINH TẾ THẾ GIỚI

Tăng trưởng kinh tế chậm lại và tỷ lệ lạm phát tăng cao là hai đặc điểm nổi bật nhất của bức tranh kinh tế thế giới 6 tháng đầu năm 2008.

Cuộc khủng hoảng tín dụng cho vay cầm cố dưới chuẩn của Mỹ ngày càng lan rộng và chưa có dấu hiệu chấm dứt. Tính riêng thiệt hại từ cuộc khủng hoảng tín dụng cho vay cầm cố dưới chuẩn ở Mỹ tới nền kinh tế toàn cầu đến tháng 3/2008 đã lên tới 945 tỷ USD. Nếu tính tới nay thì con số này có thể cao hơn nhiều, gây khó khăn cho các tổ chức tài chính, tín dụng lớn trên toàn cầu và rủi ro mất thanh khoản vẫn đang hiện hữu. Rủi ro tín dụng, rủi ro vĩ mô ngày càng cao, trong khi khả năng chịu đựng rủi ro suy giảm và điều kiện tài chính và tiền tệ ngày càng căng thẳng. Các doanh nghiệp sản xuất gặp nhiều khó khăn trong điều kiện thắt chặt tín dụng và sức tiêu dùng suy giảm.

Trong khi cuộc khủng hoảng tín dụng chưa có dấu hiệu chấm dứt, sự tăng mạnh của giá dầu và lương thực cùng các loại hàng hóa khác càng làm cho nền kinh tế thế giới gặp nhiều khó khăn.

Trong báo cáo phân tích thị trường chứng khoán QI/2008, chúng tôi đã phân tích về cuộc khủng hoảng tín dụng cho vay cầm cố dưới chuẩn ở Mỹ, trong bản phân tích 6 tháng này, chúng tôi tập trung phân tích tác động của sự tăng mạnh giá cả hàng hóa tới nền kinh tế thế giới nửa đầu năm 2008.

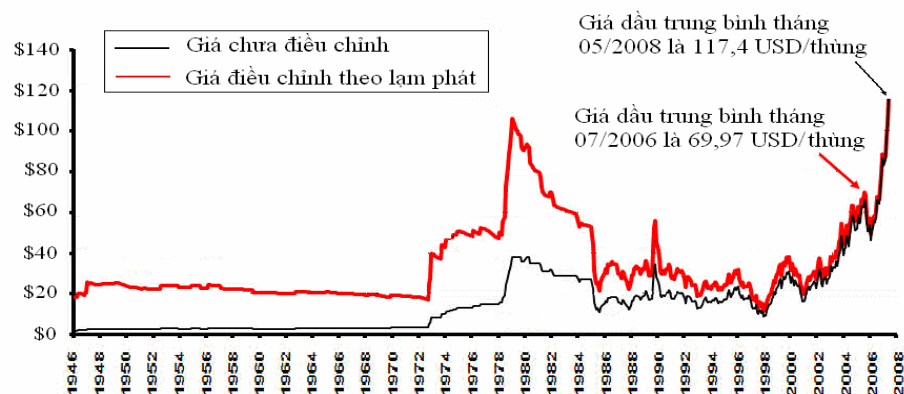
Tác động của sự tăng mạnh giá cả hàng hóa

Giá cả hàng hóa bắt đầu tăng mạnh từ giữa năm 2007. Sự tăng giá của các mặt hàng đều có liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp tới giá dầu leo thang và nhu cầu nguyên liệu sinh học ngày càng lớn. Tác động rõ ràng nhất của giá cả hàng hóa leo thang đó là làm giảm tốc độ tăng trưởng kinh tế trên phạm vi toàn cầu.

Biến động giá dầu

Giá dầu vượt mức 144\$ vào ngày 02/07/2008 và vẫn có xu hướng tăng

Giá dầu điều chỉnh theo lạm phát (tính theo giá đôla Mỹ tháng 04/2008)



(Nguồn: inflationdata.com)

Giá dầu tăng mạnh mẽ bắt đầu từ đầu năm 2007, tiếp tục xu hướng tăng giá vào những tháng cuối năm 2007 và những tháng đầu năm 2008. Tính theo giá tháng 4/2008, giá dầu trung bình tháng 5/2008 là 117,4 USD/thùng, tăng gấp hơn 2 lần mức giá trung bình tháng 1/2007 (56 USD/thùng).

Ngày 27/06/2008, giá dầu thô giao tháng 8 trên sàn New York giao dịch ở mức giá kỷ lục 142,99 USD/thùng và vẫn trong xu hướng tăng giá.

Nguyên nhân chính dẫn tới việc tăng mạnh của giá dầu thời gian qua

- Cung hạn chế do OPEC không tăng sản lượng. Sản lượng của OPEC giảm mạnh từ cuối năm 2006, đầu năm 2007 khi tổ chức này cắt giảm 1,7 triệu thùng/ngày. Và từ đó đến nay OPEC tăng sản lượng trở lại rất ít. Đồng thời các nước và khu vực ngoài tổ chức OPEC như Mỹ, Mêxico, Canada, Brazil, Nga, khu vực Tây Phi, Biển Bắc, lại giảm sản lượng. Có thể giải thích sự sụt giảm sản lượng của các nước và khu vực ngoài OPEC là do chi phí sản xuất ngày càng cao, thiếu hụt nguyên liệu và lao động có kỹ năng, nhiều giàn khoan đã hết thời gian khai thác, thuế tăng cao, khả năng tiếp cận ngày càng thấp tới các nguồn dự trữ giá thấp buộc các công ty dầu quốc tế phải chuyển sang khai thác ở những khu vực chi phí cao hơn như vùng cát hay vùng nước sâu. Với mức dự trữ thấp và công suất sản xuất hạn chế của OPEC, sự gián đoạn cung dầu hiện tại (như đã xảy ra ở Nigeria và Biển Bắc) hay nguy cơ gián đoạn cung (như khi Venezuela đe dọa dừng cung cấp dầu cho Mỹ) đều có thể dễ dàng làm giá dầu tăng vọt.

- Nhu cầu dầu tăng mạnh ở các nước đang phát triển, nhất là Ấn Độ và Trung Quốc. Tổ chức Năng lượng Quốc tế IEA ước tính nhu cầu tiêu thụ dầu của Ấn Độ, Trung Quốc, Nga, và Trung Đông năm nay sẽ tăng 4,4% lên mức 20,67 triệu thùng/ngày, riêng Trung Quốc và Ấn Độ tăng 4,7% lên tương ứng 7,89 triệu thùng/ngày và 2,92 triệu thùng/ngày (trong khi nhu cầu dầu của Mỹ giảm 2% xuống mức 20,38 triệu thùng/ngày). Nhu cầu dầu tăng mạnh chủ yếu do sự phát triển mạnh mẽ của các nền kinh tế này mấy năm gần đây, tuy nhiên cũng có nguyên nhân từ sự trợ giá dầu của Chính phủ các nước này, đặc biệt là Trung Quốc (tuy nhiên vào ngày 20/06/2008, Trung Quốc đã tăng giá xăng, dầu lên 17%, động thái này của Chính phủ Trung Quốc được đánh giá là nhằm giảm nhu cầu đang tăng cao trong nước).

- Các nhà đầu tư thế giới rời bỏ các tài sản tài chính gây nên sự thua lỗ cho họ để tham gia vào thị trường giao dịch tương lai dầu thô với kỳ vọng ngày càng cao về lợi nhuận thu được khi mà giá dầu ngày càng tăng. Số lượng các hợp đồng tương lai tại sở giao dịch NYMEX tăng gấp 2 lần tính từ năm 2005.

- Giá dầu được gắn với đồng đôla Mỹ nên khi đồng đôla Mỹ suy yếu và áp lực lạm phát toàn cầu cũng góp phần vào sự tăng giá của dầu thô.

Dự báo giá dầu đến cuối năm 2008

Khi xem xét các nguyên nhân làm giá dầu tăng cao thời gian qua, chúng tôi thấy rằng nguyên nhân từ phía cung rất khó khắc phục ngay trong năm 2008 bởi lẽ khả năng sản xuất dầu của các nước xuất khẩu đã gần mức giới hạn. Muốn tăng sản lượng đòi hỏi thời gian đầu tư mở rộng và nâng cấp các dàn khoan và giếng dầu mới.

Về phía cầu, mặc dù Trung Quốc đã giảm một phần trợ cấp xăng dầu trong nước bằng việc tăng giá lên thêm 17% ngày 20/6, nhưng chúng tôi dự đoán nhu cầu dầu vẫn tăng ở Trung Quốc cũng như các nước phát triển khác.

Căng thẳng chính trị ngày càng tăng, đặc biệt vấn đề Iran, nước xuất khẩu dầu lớn thứ 4 thế giới, cộng với đồng đôla Mỹ suy yếu và cuộc khủng hoảng tín dụng bắt nguồn từ cho vay cầm

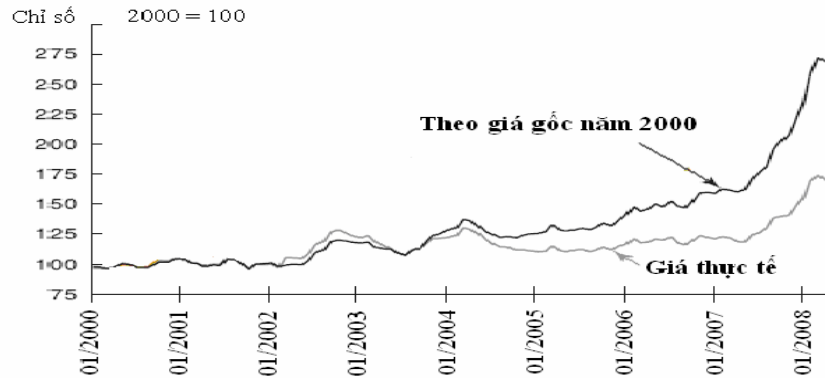
cổ dưới chuẩn ở Mỹ chưa chấm dứt sẽ khiến các nhà đầu tư tăng tỷ trọng danh mục hàng hóa đặc biệt là dầu trong tài sản của mình.

Từ 3 yếu tố trên, chúng tôi dự đoán giá dầu từ nay đến cuối năm 2008 sẽ tiếp tục tăng và vượt mức giá 150 USD/thùng.

Biến động giá lương thực

Giá của nhiều loại hạt làm nguyên liệu cho sản xuất năng lượng đã tăng gần gấp đôi vào đầu năm 2008 so với cùng kỳ năm 2007

Biến động giá lương thực từ tháng 1/2000 đến tháng 1/2008



(Nguồn: World Bank)

Giá của nhiều loại hạt làm nguyên liệu cho sản xuất năng lượng vào đầu năm 2008 tăng gần gấp 2 lần so với cùng kỳ năm 2007. Giá ngũ cốc tăng 76% trong vòng một năm. Giá gạo tăng mạnh lên trên 900 USD/tấn vào tháng 5/2008 và giá gạo giao tháng 7/2008 đã vượt quá 950 USD/tấn. Tuy nhiên sang tháng 6, giá lương thực đã giảm nhẹ do nhiều nước xuất khẩu chủ lực đã công bố sản lượng vụ hè 2008 bội thu, giá gạo giao tháng 8/2008 đã giảm dưới 950 USD/tấn nhưng vẫn trên mức 900 USD/tấn (sản lượng lương thực vụ hè năm nay của Trung Quốc vượt mức 120 triệu tấn, tăng 2,5 triệu tấn so với vụ hè năm ngoái). Đây là năm thứ 5 liên tiếp Trung Quốc được mùa lương thực vụ hè kể từ năm 1949; Việt Nam được mùa lúa lớn ở cả diện tích và năng suất. Tính chung cả miền Bắc sản lượng lúa đông xuân đạt khoảng 6,5 triệu tấn, chỉ thấp hơn vụ đông xuân năm 2006, vụ được mùa nhất trong 10 năm trở lại đây 0,2 triệu tấn; Vụ đông xuân ở đồng bằng sông Cửu Long thắng lớn với sản lượng trên 9,6 triệu tấn lúa, tăng 550.000 tấn so với năm ngoái).

Nguyên nhân của sự tăng giá lương thực

- Thiên tai, hạn hán và mất mùa xảy ra ở nhiều nước trên thế giới trong mấy tháng đầu năm 2008 khiến nguồn cung trong ngắn hạn bị giảm và cầu trong ngắn hạn tăng mạnh. Đồng thời các nước xuất khẩu như Ấn Độ, Argentina, Trung Quốc, Kazakhtan, Nga và Ukraina hạn chế xuất khẩu càng làm cho nguồn cung bị thiếu hụt.

- Bên cạnh đó, cầu tăng mạnh còn do lượng cầu nguyên liệu dùng cho lĩnh vực nhiên liệu sinh học tăng nhanh, đặc biệt từ Mỹ và Châu Âu. Sản lượng ngô dùng cho sản xuất Ethanol chiếm 2,5% tổng sản lượng năm 2000, 5% năm 2004 và tăng lên 11% năm 2007 (hơn một nửa mức tăng trưởng cầu ngũ cốc của thế giới là từ cầu sản xuất Ethanol của Mỹ).

- Giá năng lượng và phân bón tăng mạnh làm cho chi phí đầu vào của sản xuất lương thực tăng lên.

- Giá lương thực trên thế giới gắn với đồng đôla Mỹ nên khi đôla Mỹ suy yếu khiến giá

lượng thực tăng tương ứng với mức giảm sức mua của đồng tiền này.

Dự báo giá lương thực đến cuối năm 2008

Khi xem xét các nguyên nhân làm giá lương thực tăng cao thời gian qua, chúng tôi thấy rằng cung trong ngắn hạn bị giảm và cầu trong ngắn hạn tăng mạnh là 2 nguyên nhân chủ đạo. Câu hỏi đặt ra lúc này là: liệu xu hướng tăng giá còn tiếp tục cho tới cuối năm nay?

Về phía cầu, hậu quả của thiên tai, hạn hán và mất mùa những tháng đầu năm đã được khắc phục, lượng cầu trong ngắn hạn hiện nay không còn cao như trước. Tuy nhiên, do giá dầu tăng cao nên các nguồn nguyên liệu thay thế đang được tích cực khai thác và sử dụng, trong đó có nguồn nguyên liệu sinh học. Vì vậy theo chúng tôi, nhu cầu lương thực (chủ yếu là ngô và ngũ cốc) cho lĩnh vực nguyên liệu sinh học vẫn trong xu hướng tăng. Thêm nữa, xu hướng tích lũy hàng hoá khi nền kinh tế thế giới chưa thoát khỏi rủi ro từ thị trường tài chính và căng thẳng chính trị cũng sẽ khiến cầu lương thực tăng lên.

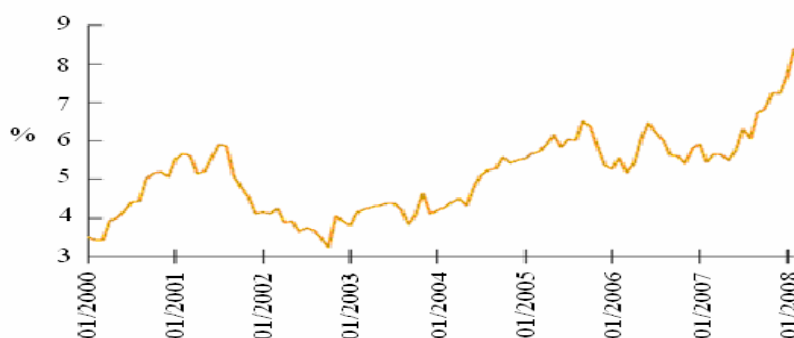
Về phía cung, trong vụ hè năm 2008, các nước xuất khẩu lương thực lớn như Trung Quốc, Thái Lan, Mỹ và Việt Nam đã được mùa lớn, nguồn cung lương thực dồi dào trở lại. Sau thời gian lo lắng về vấn đề an ninh lương thực quốc gia, các nước xuất khẩu trong đó có Trung Quốc, Thái Lan và Việt Nam đã tăng cường xuất khẩu, đảm bảo đáp ứng đủ lượng cầu đang tăng. Diện tích gieo trồng cũng đã được mở rộng ở nhiều nước trong đó có Thái Lan và Việt Nam.

Từ các yếu tố trên chúng tôi dự báo giá lương thực sẽ không còn biến động lớn và có xu hướng giảm dần về cuối năm.

Tác động của việc giá dầu và lương thực tăng cao

- Gây mất cân đối tài khoản vãng lai trên phạm vi toàn cầu do giá dầu tăng cao tạo nên sự chuyển khoản lớn từ các nước nhập khẩu sang các nước xuất khẩu. Các nước nhập khẩu đang có mức thâm hụt tài khoản vãng lai lớn càng gặp khó khăn khi nguồn tín dụng quốc tế bị thắt chặt.
- Theo tính toán của nhiều tổ chức thì nếu dầu tăng đều đặn trong một năm khoảng 10% sẽ giảm tốc độ tăng trưởng của Mỹ và G7 khoảng 0,3-0,4% trong năm đó.
- Làm tăng tỷ lệ lạm phát đặc biệt ở các nước đang phát triển và nước nghèo do trong rổ hàng hóa của các nước này, tỷ trọng lớn là lương thực, thực phẩm.

Tỷ lệ lạm phát ở các nước đang phát triển từ T1/2000 - T1/2008



(Nguồn: World Bank)

- Giá cả hàng hóa tăng cao gây áp lực tăng giá với các nhà sản xuất và giảm sức mua của các hộ gia đình tại các nước nhập khẩu hàng hóa. Đồng thời làm tăng gánh nặng đối với người nghèo ở các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển. Tỷ trọng cao nhất trong tổng mức tiêu dùng của người nghèo là các loại hàng hóa liên quan tới thực phẩm.

- Làm giảm sức sản xuất công nghiệp của các nước. Sản xuất công nghiệp Mỹ chỉ tăng 2,7% trong tháng 5 so với mức 4,8% năm ngoái. Nhật Bản con số này là 0,6% và 8,3%. Các nước như Đài Loan, Brazil, Hàn Quốc và Singapore chứng kiến mức tăng từ 1-4% của ngành công nghiệp trong khi con số này cùng kỳ năm ngoái là từ 12 đến 22%. Với châu Âu, sản xuất công nghiệp giảm 0,1%. Anh và Mexico giảm tương ứng 1,9% và 4,7%.

Các chỉ số tiêu biểu của các nền kinh tế OECD tính trong xu hướng 6 tháng đã tăng trưởng 7,5% vào đầu năm 2004; trong khi đó tháng 4/2008, các chỉ số này giảm 0,5%.

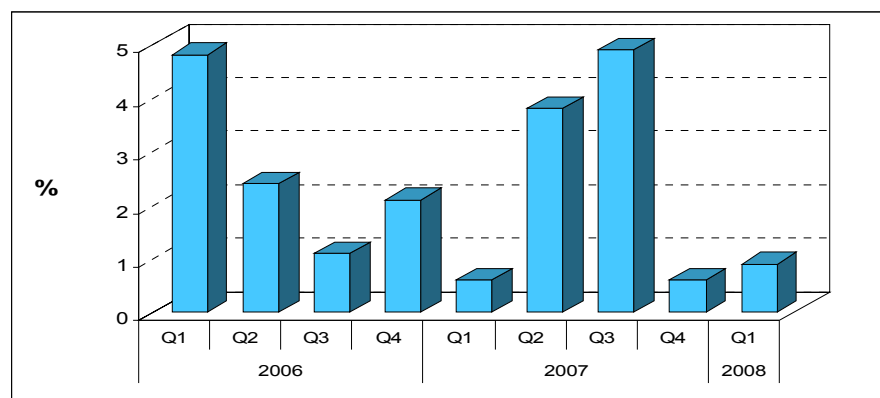
Các nền kinh tế lớn

Đặc điểm chung của nền kinh tế 6 tháng đầu năm 2008 là tăng trưởng chậm lại và lạm phát tăng cao. Tuy nhiên với mỗi quốc gia khác nhau thì mức độ ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng tín dụng cho vay cầm cố dưới chuẩn ở Mỹ và giá cả hàng hóa tăng cao là khác nhau. Chúng tôi chọn phân tích 4 nước thuộc nhóm 10 nước có GDP cao nhất trên thế giới và chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cán cân xuất nhập khẩu của Việt Nam, đó là: Mỹ, Đức, Nhật Bản và Trung Quốc.

Kinh tế Mỹ

Tốc độ tăng trưởng GDP

Tốc độ tăng trưởng GDP theo quý của Mỹ từ năm 2006 - 2008



(Nguồn: Ủy ban phân tích kinh tế - Bộ thương mại Hoa Kỳ)

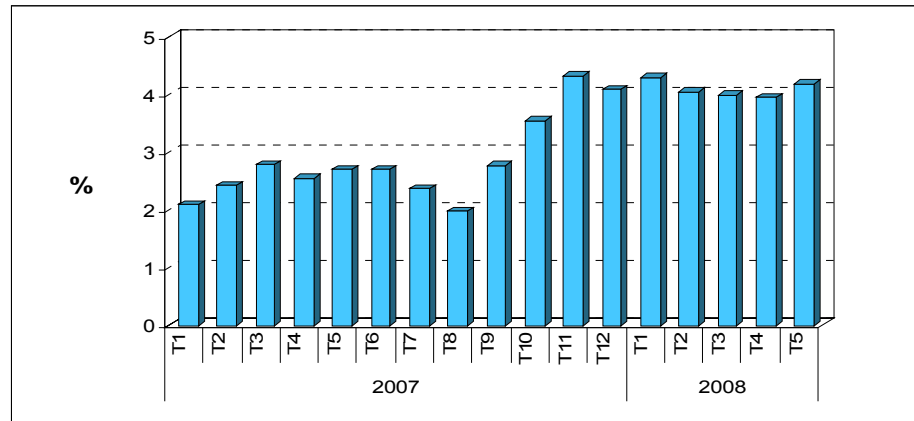
Q1/2008, tốc độ tăng trưởng GDP của Mỹ đạt 0,9%, thấp hơn hầu hết các năm trước (ngoại trừ Q1/2001 và Q1/2007). Tuy nhiên tốc độ tăng trưởng này cao hơn mức của QIV/2007, quý đầu tiên chịu sự tác động của cuộc khủng hoảng thị trường nhà đất và tín dụng Mỹ.

Tỷ lệ lạm phát

Trong tháng 5/2008, tỷ lệ lạm phát của Mỹ (so với cùng kỳ năm trước) là 4,18%, trong đó tỷ lệ lạm phát trừ lương thực và năng lượng (core rate) là 2,3%. Giá năng lượng tháng 5 đã tăng

4,4% so với cùng kỳ năm ngoái, trong khi giá lương thực tăng 0,3% (tháng 4 tăng 0,9%).

Tỷ lệ lạm phát theo tháng ở Mỹ theo tháng từ năm 2007 - 2008

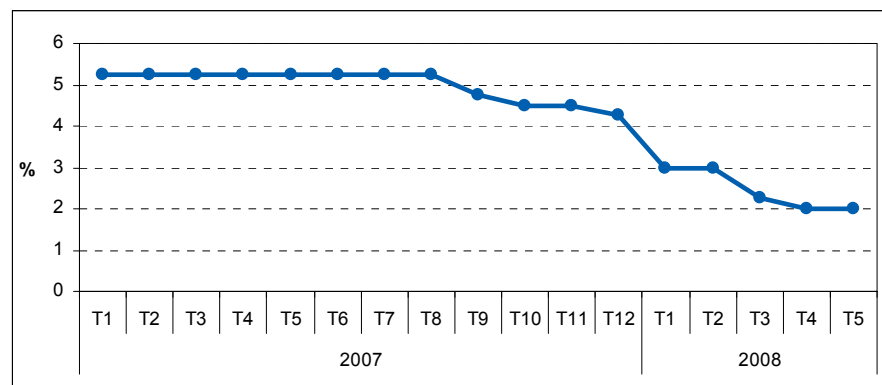


(Nguồn: Inflationdata.com)

Như vậy so với các năm từ 2000 - 2007, 5 tháng đầu năm 2008 chứng kiến mức lạm phát cao ở Mỹ, trung bình 5 tháng là 4,1% cao hơn rất nhiều so với tỷ lệ lạm phát trung bình năm của 7 năm trước (năm 2007 là 2,85%).

Tỷ lệ lạm phát tăng cao trong 5 tháng đầu năm 2008 gắn liền với việc cắt giảm lãi suất cơ bản của Cục dự trữ Trung ương Mỹ FED từ tháng 8/2007. Mức lãi suất cơ bản hiện tại là 2%.

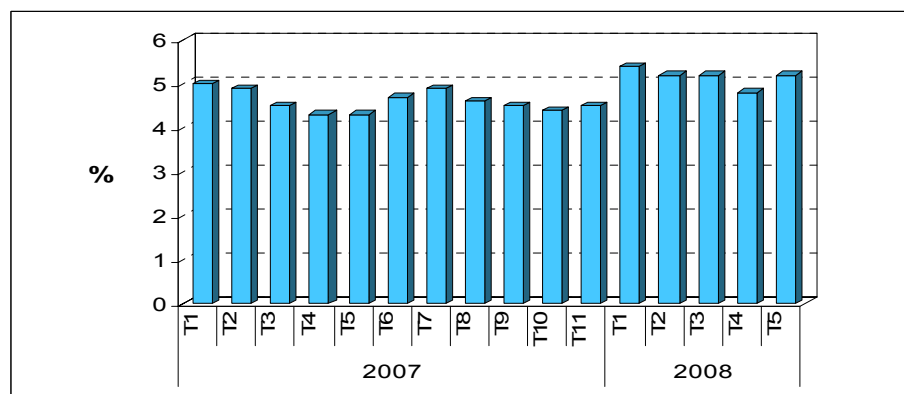
Mức lãi suất cơ bản ở Mỹ theo tháng từ năm 2007 - 2008



(Nguồn: www.the-privateer.com)

Tỷ lệ thất nghiệp

Tỷ lệ thất nghiệp tại Mỹ theo tháng từ năm 2007 - 2008



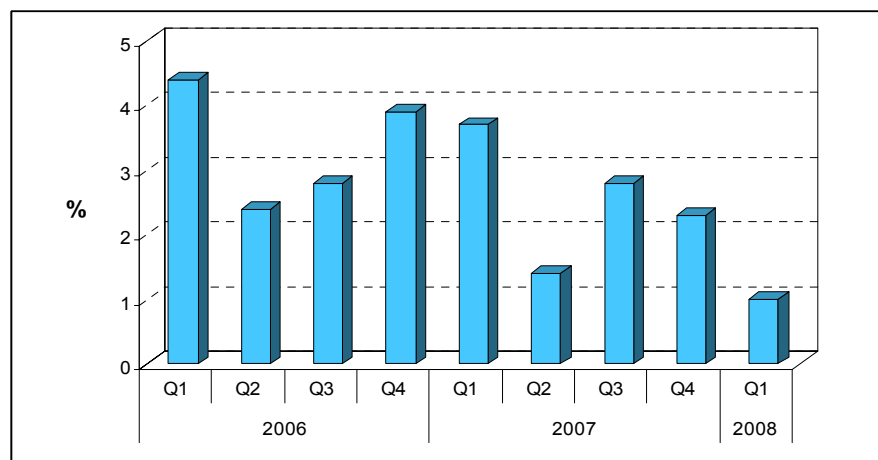
(Nguồn: Ủy ban phân tích kinh tế - Bộ thương mại Hoa Kỳ)

Tỷ lệ thất nghiệp 5 tháng đầu năm 2008 trung bình là 5,16%, trong đó tháng 5 là 5,20%. Đây là mức khá cao, nhất là khi so sánh với năm 2006, 2007 (tỷ lệ thất nghiệp trung bình năm là 4,6%), hay năm 2000 (tỷ lệ 4%).

Tốc độ tăng tiêu dùng cá nhân

Q1/2008, tốc độ tăng tiêu dùng cá nhân của Mỹ thấp nhất trong 8 năm qua, đạt 1%. Điều này phản ánh tác động của sự sụt giảm kinh tế tới tiêu dùng của người dân Mỹ là rất lớn. Theo thống kê ngày 24/6/2008 của Trung tâm nghiên cứu người tiêu dùng Mỹ, chỉ số niềm tin người tiêu dùng Mỹ sụt giảm xuống 50,4 điểm từ mức 58,1 điểm của tháng 5/2008, đây là mức thấp nhất trong lịch sử.

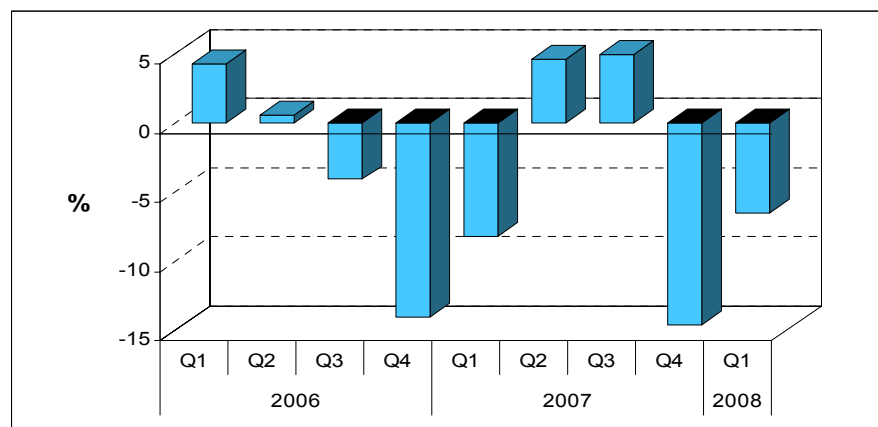
Tốc độ tăng trưởng tiêu dùng cá nhân ở Mỹ theo quý từ năm 2006 – 2008



(Nguồn: Ủy ban phân tích kinh tế - Bộ thương mại Hoa Kỳ)

Tốc độ tăng trưởng đầu tư trong nước

Tốc độ tăng trưởng đầu tư trong nước ở Mỹ theo quý từ năm 2006 - 2008



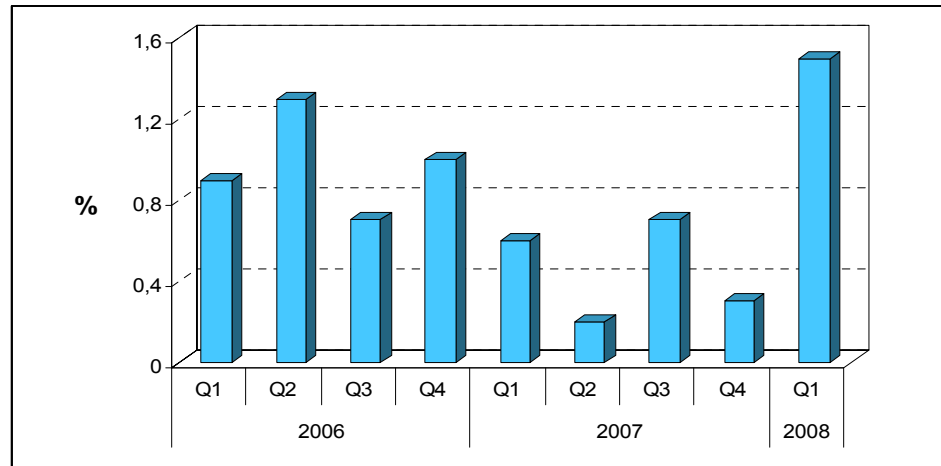
(Nguồn: Ủy ban phân tích kinh tế - Bộ thương mại Hoa Kỳ)

Q1/2008, tốc độ tăng trưởng đầu tư trong nước của Mỹ đạt mức tăng trưởng âm (-6,5%), gần tương tự mức -6,9% của Q1/2000. Điều này hoàn toàn phù hợp với đặc điểm nền kinh tế Mỹ đó là vào thời kỳ trước hoặc trong suy thoái kinh tế thì đầu tư trong nước luôn sụt giảm, đặc biệt hiện nay đang trong giai đoạn khó khăn về tài chính, tín dụng vì vậy nguồn vốn cho đầu tư phát triển trong nước Mỹ giảm là điều dễ hiểu.

Kinh tế Đức

Tốc độ tăng trưởng GDP

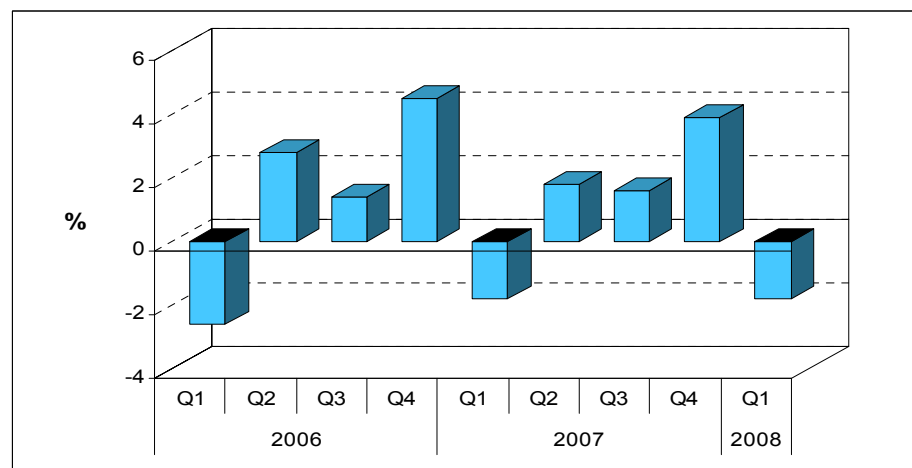
**Tốc độ tăng trưởng GDP theo quý của Đức
từ năm 2006 - 2008 (tính theo giá gốc năm 2000)**



(Nguồn: Ủy ban phụ trách kinh tế Châu Âu - Liên Hợp Quốc)

Mặc dù kinh tế thế giới tăng trưởng chậm lại trong Q1/2008, nhưng kinh tế Đức đạt mức tăng trưởng GDP là 1,5%, cao hơn cùng kỳ các năm trước. Tốc độ này đạt được là nhờ sự tăng trưởng của xuất khẩu và sản xuất công nghiệp có phần tốt hơn các năm (theo tính chu kỳ của nền kinh tế Đức thì quý I là quý thường có tốc độ tăng trưởng âm với sản xuất công nghiệp). Q1/2008, sản xuất công nghiệp Đức chỉ suy giảm 1,8% so với cùng kỳ năm 2007 (bằng mức năm 2007), thấp hơn rất nhiều mức -3,5% năm 2003, -3,2% năm 2004.

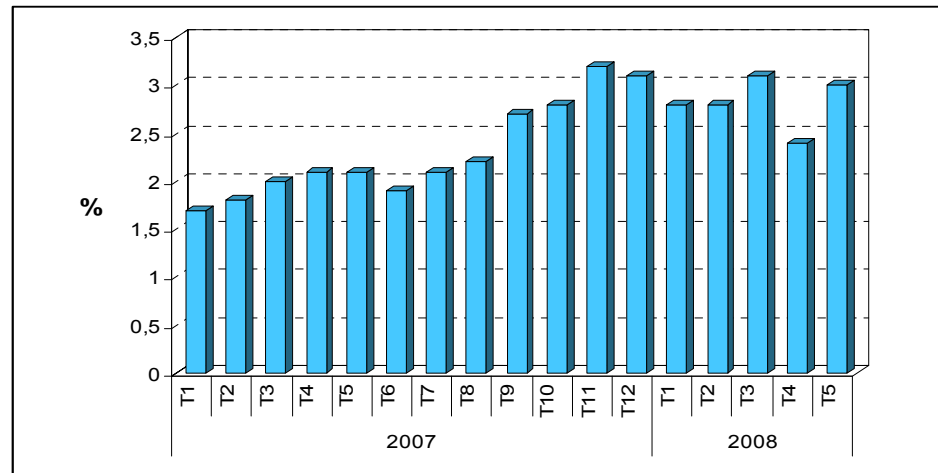
**Tốc độ tăng trưởng sản xuất công nghiệp của Đức theo quý
từ năm 2006 - 2008**



(Nguồn: Ủy ban phụ trách kinh tế Châu Âu - Liên Hợp Quốc)

Tỷ lệ lạm phát

Tỷ lệ lạm phát của Đức theo tháng từ năm 2007 - 2008

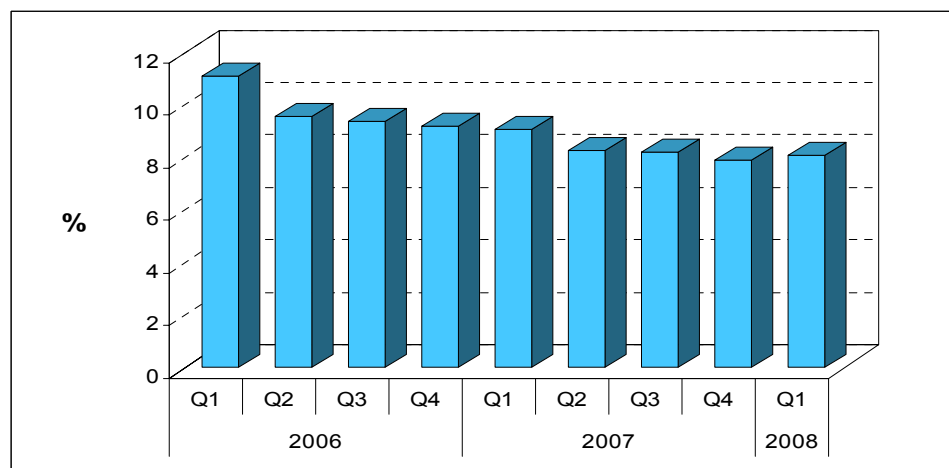


(Nguồn: Ủy ban phụ trách kinh tế Châu Âu - Liên Hợp Quốc)

Tỷ lệ lạm phát Q1/2008 của Đức là 0,7%, tương đương mức lạm phát cùng kỳ năm 2007 nhưng cao hơn rất nhiều so với cùng kỳ năm 2006 (0,2%). Tháng 4 và tháng 5, kinh tế Đức chứng kiến mức lạm phát rất cao lên tới 2,6% vào tháng 4 và 3,1% vào tháng 5. Như vậy mức lạm phát của 2 tháng 4, 5 đã cao hơn mức trung bình các năm trước (2,1% năm 2007, 1,7 % năm 2006). Như vậy áp lực lạm phát toàn cầu đã ảnh hưởng tới tất cả các nền kinh tế.

Tỷ lệ thất nghiệp

Tỷ lệ thất nghiệp ở Đức theo quý từ năm 2006 - 2008

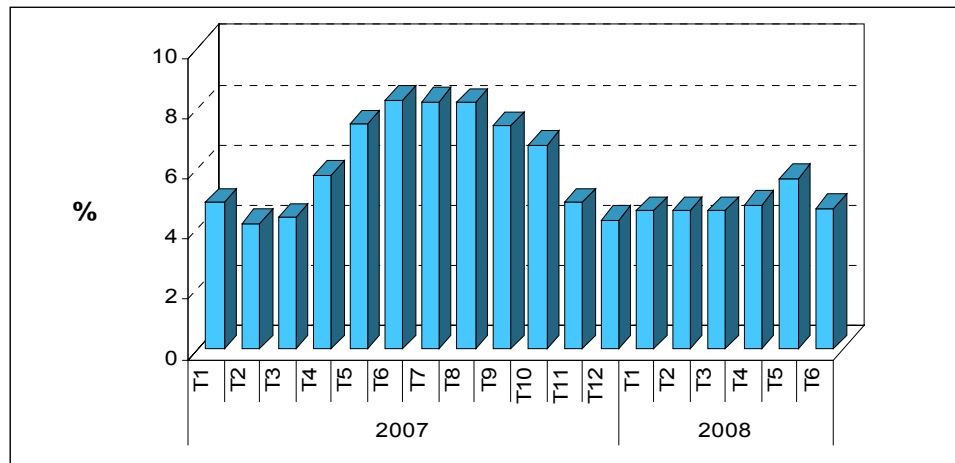


(Nguồn: Ủy ban phụ trách kinh tế Châu Âu - Liên Hợp Quốc)

Tỷ lệ thất nghiệp Đức Q1/2008 là 8%, thấp hơn mức cùng kỳ các năm trước và thấp hơn mức trung bình các năm. Điều này phù hợp với mức tăng trưởng GDP và sản xuất công nghiệp Q1/2008 của Đức, số lượng các việc làm mới vẫn tăng trưởng tốt.

Niềm tin người tiêu dùng

Chỉ số niềm tin người tiêu dùng ở Đức



(Nguồn: GfK Group)

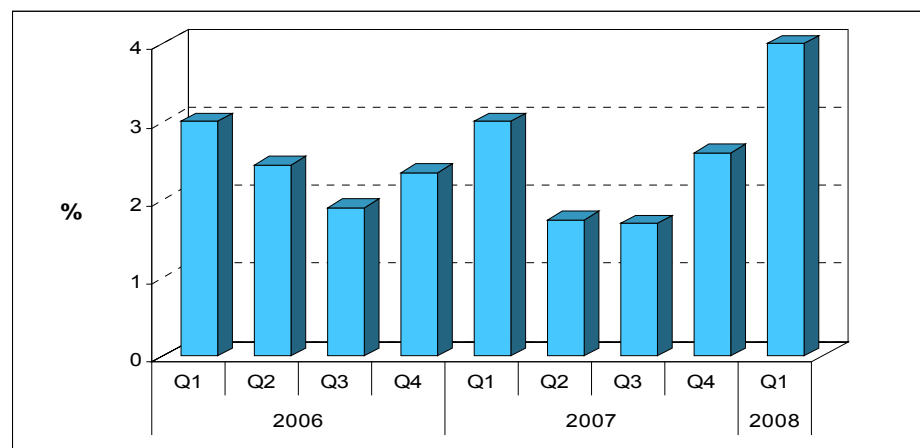
Chỉ số niềm tin người tiêu dùng thể hiện thái độ của người tiêu dùng đối với tình hình kinh tế hiện tại và sắp tới. Chỉ số này được tính dựa trên cuộc điều tra hàng tháng với các hộ gia đình trên phạm vi cả nước về mức độ tiêu dùng, tiết kiệm và kế hoạch chi tiêu của họ. Với các nền kinh tế mà tiêu dùng đóng góp lớn vào tăng trưởng kinh tế (Mỹ là 70 %, Đức gần 50%), khi chỉ số niềm tin người tiêu dùng giảm nghĩa là họ sẽ chi tiêu ít đi, do đó làm trầm trọng thêm sự khó khăn cho nền kinh tế và ngược lại khi niềm tin người tiêu dùng tăng lên nghĩa là họ sẽ chi tiêu nhiều hơn, góp phần thúc đẩy kinh tế tăng trưởng.

Chỉ số niềm tin người tiêu dùng ở Đức giảm xuống 4,7% vào tháng 6 và dự kiến 3,9% vào tháng 7 (đây là mức thấp nhất trong vòng 2 năm trở lại đây). Như vậy các tháng tiếp theo sẽ khó khăn cho nền kinh tế Đức, mức tăng trưởng GDP quý I khó có thể duy trì trong quý II.

Kinh tế Nhật Bản

Tốc độ tăng trưởng GDP

Tốc độ tăng trưởng GDP của Nhật Bản theo quý từ năm 2006 - 2008

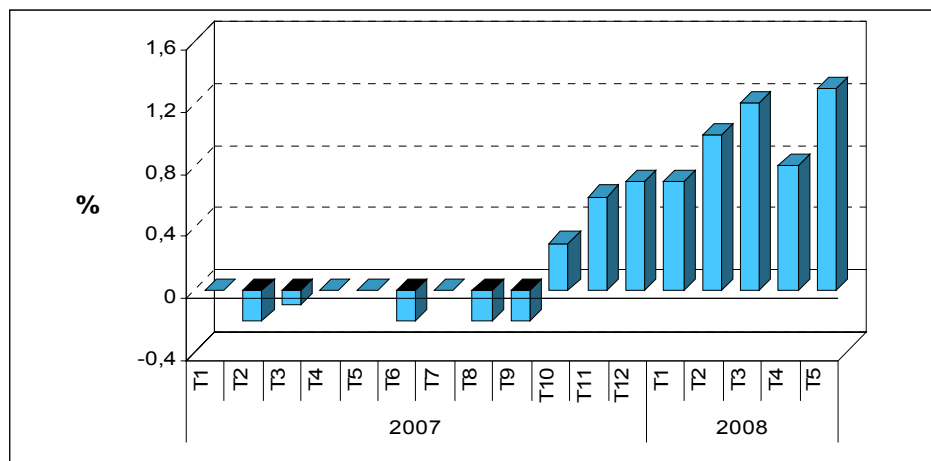


(Nguồn: Japan Cabinet Office)

GDP của Nhật Bản đạt tăng trưởng là 4% trong QI/2008, cao hơn so với dự đoán ban đầu vào tháng trước là 3,3%. GDP hiện nay cao hơn mức 0,8% đưa ra trước đây và mức 0,9% dự đoán thị trường với sự tăng lên của chỉ tiêu đầu tư (tăng 0,2%). Đây là quý thứ 3 liên tiếp nền kinh tế Nhật Bản tăng trưởng tích cực bất chấp cuộc khủng hoảng tín dụng toàn cầu.

Tỷ lệ lạm phát

Tỷ lệ lạm phát ở Nhật Bản theo quý từ năm 2007 - 2008



(Nguồn: www.tradingeconomics.com)

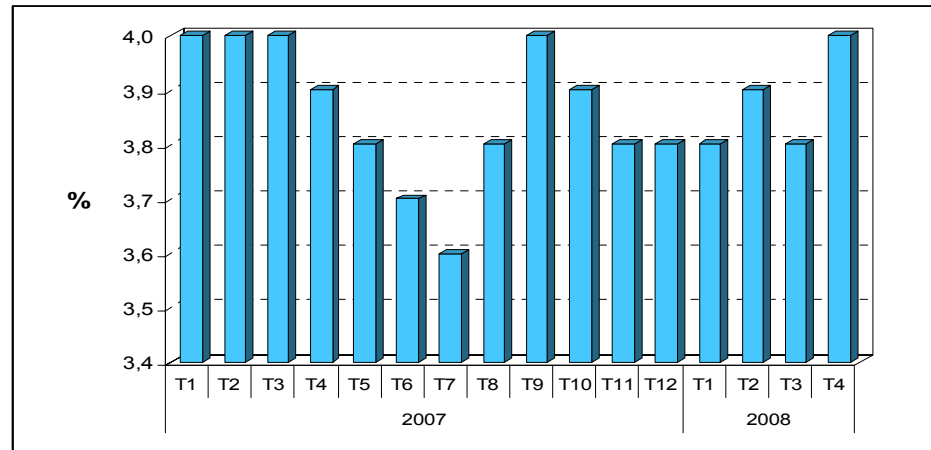
Tỷ lệ lạm phát trong tháng 3 của nước này đã tăng lên 1,2%, mức cao nhất trong vòng 10 năm trở lại đây. Nhờ việc cắt giảm thuế xăng dầu trong đầu tháng 4/2008, giá xăng ở Nhật Bản giảm khoảng 25 cent/lít từ mức 54 cent Mỹ/lít như hiện nay đã làm cho lạm phát trong tháng 4 giảm nhẹ còn 0,9%. Tuy nhiên, trong tháng 5 giá cả đã lại tăng 1,4%. Mức giá chung trên thị trường Nhật Bản đã tăng 4,7% so với cùng kỳ năm ngoái, cao hơn nhiều so với mức 4,1% dự đoán của thị trường. Theo dự báo với mức giá nhiên liệu và thực phẩm tăng sẽ khiến tỷ lệ lạm phát của Nhật Bản lên tới 1,5% hoặc 2% vào cuối năm nay.

Trong nhiều năm qua, Nhật Bản liên tục phải đối phó với tình trạng giảm phát thì trong những tháng gần đây cho thấy giá dầu mỏ và hàng hóa nhập khẩu tăng cao đang làm gia tăng sức ép đối với chi phí sinh hoạt ở Nhật Bản. Chỉ tiêu của các hộ gia đình trong tháng 4 giảm 2,7%, mức giảm cao nhất kể từ tháng 9 năm 2006.

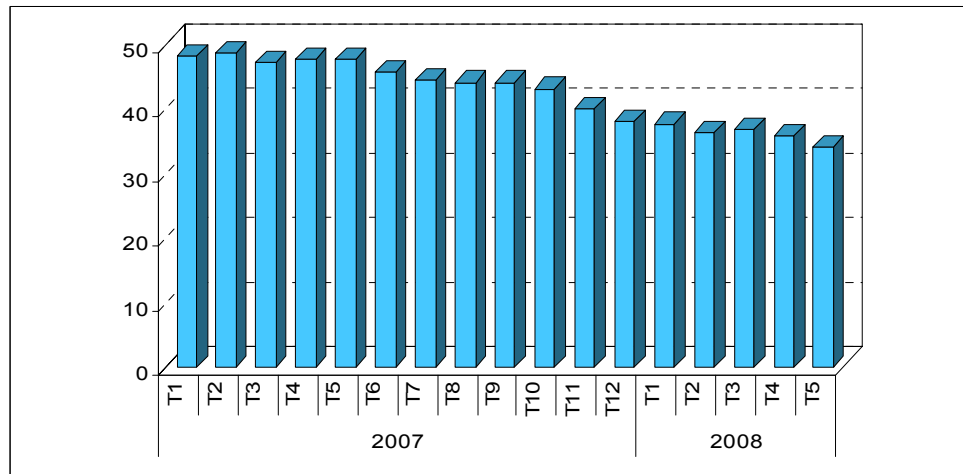
Tỷ lệ thất nghiệp

Tỷ lệ thất nghiệp ở Nhật Bản trong tháng 4 năm 2008 là 4%, tăng so với tháng trước là 0,2%. Trong bối cảnh tỷ lệ lạm phát cơ bản cao như hiện nay thì đây là mức tăng cao nhất trong vòng 6 tháng, kể từ tháng 10 năm ngoái. Tại Nhật Bản, các công ty đang thuê ít nhân công hơn do phải đối mặt với những khó khăn của việc chi phí sản xuất tăng và hoạt động xuất khẩu sang Mỹ giảm sút.

Trong những năm tới, Nhật Bản có thể tránh được xu hướng thất nghiệp gia tăng nhờ một lượng lớn nhân công đã đến tuổi về hưu nhưng thị trường lao động nước này có thể xấu đi trong ngắn hạn do môi trường kinh doanh bị thắt chặt hơn. Theo chuyên gia kinh tế Hiroshi Shiraishi của Lehman Brothers, có dấu hiệu cho thấy tốc độ tăng trưởng việc làm chậm lại, đặc biệt là đối với các công ty nhỏ đang bị ảnh hưởng bởi chi phí sản xuất tăng.

Tỷ lệ thất nghiệp ở Nhật Bản theo tháng từ năm 2007 - 2008


(Nguồn: Japan Cabinet Office)

Niềm tin tiêu dùng
Chỉ số niềm tin tiêu dùng ở Nhật Bản theo tháng từ năm 2007 - 2008


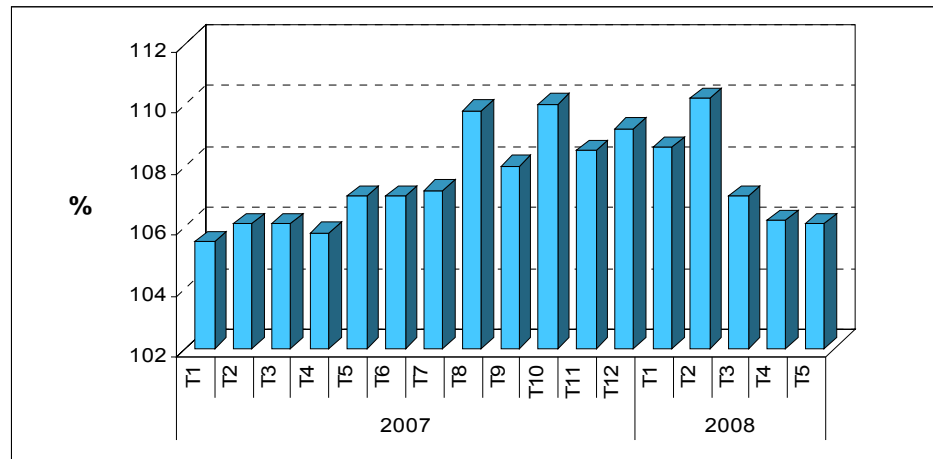
(Nguồn: Japan Cabinet Office)

Niềm tin tiêu dùng giảm trong tháng 5 còn 33,9 so với tháng 4 là 35,2. Đây là mức giảm cao nhất kể từ tháng 10 năm 2001.

Tốc độ tăng trưởng công nghiệp

Tình hình sản xuất công nghiệp trong tháng 5 tiếp tục giảm 0,2% so với tháng 4. Chỉ số sản xuất công nghiệp ở Nhật Bản đang có xu hướng giảm (tháng 4 giảm còn 106,2%) sau đợt tăng lên kỷ lục vào tháng 2 (110,2%). Trước tình hình lạm phát tăng và nhu cầu tiêu dùng của một số nước giảm (đặc biệt là ở Mỹ) đã khiến các công ty ở Nhật Bản phải cắt giảm sản xuất, đặc biệt là trong một số ngành như thiết bị vận tải, thông tin và hệ thống liên lạc và sản xuất thiết bị điện tử.

Tốc độ tăng trưởng nghiệp của Nhật Bản từ năm 2006 - 2008

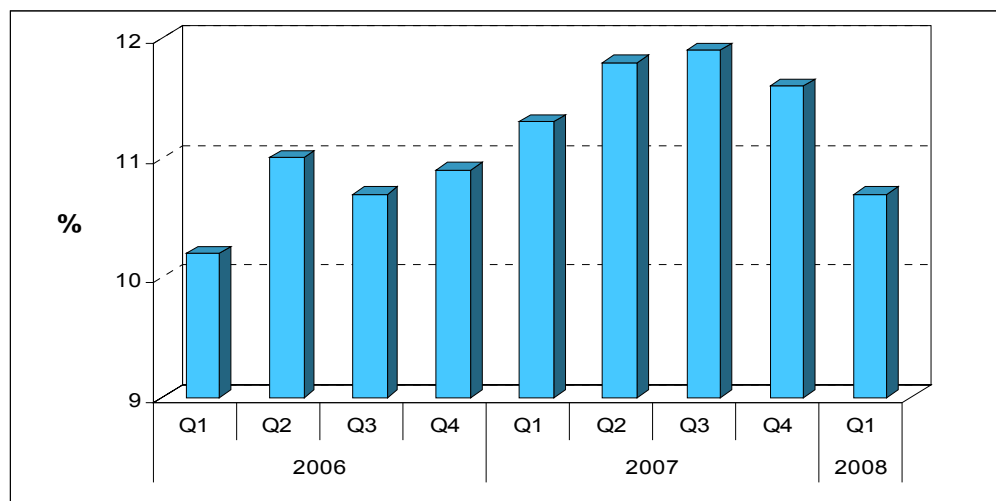


(Nguồn: Japan METI)

Kinh tế Trung Quốc

Tốc độ tăng trưởng GDP

Tốc độ tăng trưởng GDP của Trung Quốc theo quý từ năm 2006 - 2008



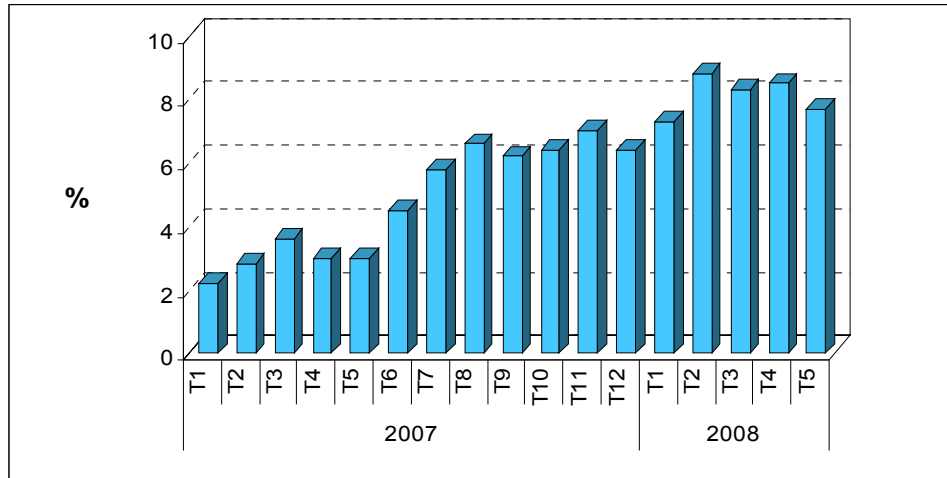
(Nguồn: China Statistics Bureau)

Nền kinh tế Trung Quốc tăng trưởng chậm hơn so với QIV/2007. Tổng sản phẩm quốc nội GDP tăng 10,6% trong 3 tháng đầu năm, cao hơn mức dự đoán là 10,4% và là nước có mức tăng trưởng GDP lớn thứ 4 trên thế giới. Tăng trưởng trong quý I giảm là do bão tuyết dữ dội nhất trong 50 năm khiến các nhà máy phải đóng cửa, tàn phá mùa màng và ảnh hưởng đến tàu bè, và cầu của nước Mỹ giảm xuống.

Viện khoa học xã hội Trung Quốc (CASS) dự đoán, GDP của Trung Quốc năm 2008 vẫn tăng 10,7% mặc dù tốc độ tăng trưởng có giảm so với năm 2007. Nền kinh tế Trung Quốc có thể vượt qua Đức để trở thành nền kinh tế lớn thứ 3 thế giới trong năm nay với tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm là 10% và mở rộng độ lớn 68 lần từ cuộc cải cách kinh tế theo hình thức thị trường tự do năm 1978.

Tỷ lệ lạm phát

Tăng trưởng CPI của Trung Quốc theo tháng từ năm 2007 - 2008



(Nguồn: China Statistics Bureau)

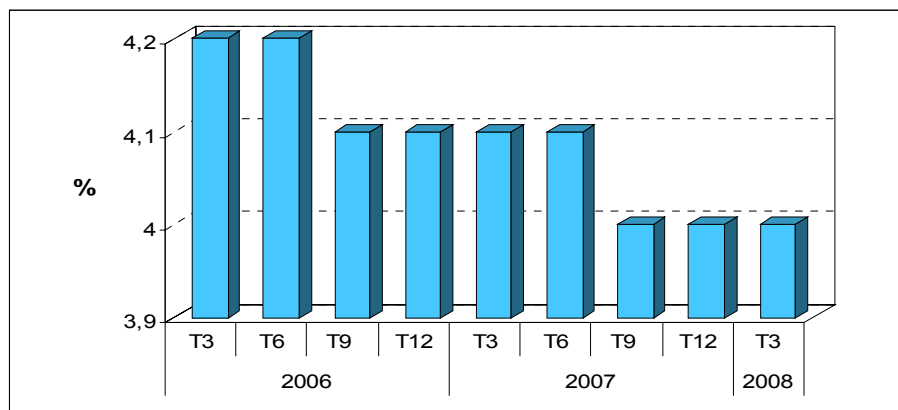
Lạm phát trong tháng 5 so với cùng kỳ năm ngoái đã giảm xuống còn 7,7% so với mức 8,5% trong tháng 4 và mức 7,9% trong dự báo trước đó. Đó là do tốc độ tăng giá lương thực - thực phẩm ở Trung Quốc đã giảm xuống và giá các loại hàng hoá khác cũng tăng chậm lại, bất chấp sự tăng giá nguyên vật liệu đầu vào. Theo Cơ quan Thống kê Quốc gia Trung Quốc thì trong tháng 5, giá lương thực - thực phẩm tại nước này giảm so với tháng 4 (22,1%) nhưng vẫn tăng so với cùng kỳ năm ngoái là 19,9%. Trong khi đó, tỷ lệ lạm phát phi lương thực đã hạ xuống mức 1,7% so với con số 1,8% trong tháng 4. Mặc dù vậy sự tăng giá xuất xưởng của hàng hoá trong tháng được coi là mức cao nhất từ cuối năm 2004 trở lại đây.

Nguyên nhân gây ra lạm phát ở Trung Quốc một phần do chính sách tiền tệ nới lỏng. Hiện nay, Ngân hàng Trung Ương Trung Quốc đang cố gắng để giảm bớt lượng tiền dư thừa trong nền kinh tế do thặng dư thương mại luôn ở mức cao. Tính riêng trong tháng 5, thặng dư thương mại của Trung Quốc đã lên tới 20,2 tỷ USD.

Tỷ lệ thất nghiệp

Tỷ lệ thất nghiệp ở Trung Quốc hàng năm không biến động nhiều, tính đến hết QI/2008 thì tỷ lệ thất nghiệp ở thành phố là 4%.

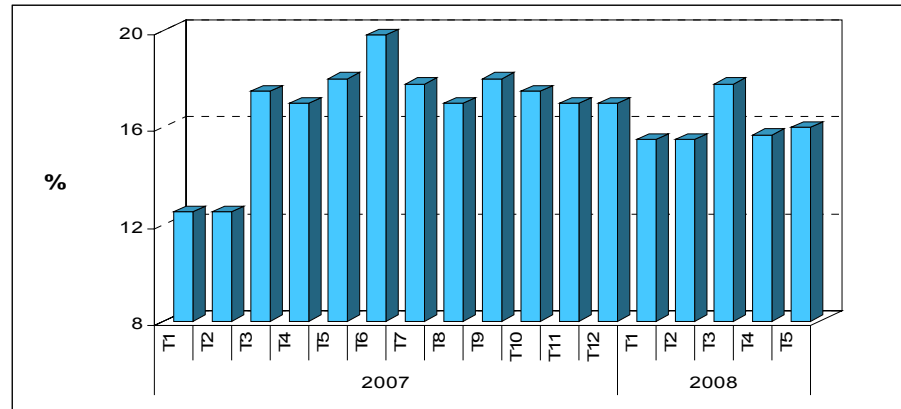
Tỷ lệ thất nghiệp ở Trung Quốc theo tháng từ năm 2006 - 2008



(Nguồn: www.tradingeconomics.com)

Tốc độ tăng trưởng công nghiệp

Tăng trưởng sản xuất công nghiệp của Trung Quốc theo tháng từ năm 2007 - 2008



(Nguồn: China Statistics Bureau)

Sản xuất công nghiệp của Trung Quốc tăng 16% trong tháng 5, cao hơn so với tháng 4 là 0,3% nhưng vẫn thấp hơn tháng 5 năm ngoái 2,1%. Dệt may, hóa chất, thiết bị điện là những ngành tăng trưởng chậm hơn, trong khi đó các thiết bị điện khác, thiết bị vận tải và thiết bị viễn thông, máy tính lại có sự tăng trưởng vượt bậc trong tháng 5. Ngành năng lượng và than đá tăng lần lượt là 11,8% và 18,5 %, thép thô tăng 10,5%, sản xuất xe máy tăng 21,7% trong khi ngành sản xuất ô tô chỉ tăng 17,6%.

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 (theo giá FOB) 6 tháng đầu năm 2008 đạt 29,695 triệu USD, tăng 31,8% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong đó dầu thô chiếm 18,9%, dệt may 13,7%, thủy sản 6,4% tổng giá trị xuất khẩu.

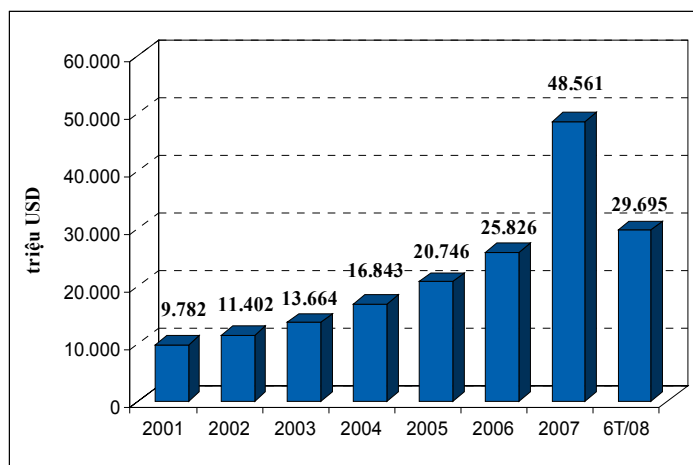
Nhập khẩu 6 tháng (tính theo giá CIF) là 44,470 triệu USD, tăng 60,3% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong đó máy móc thiết bị chiếm 15,7%, xăng dầu chiếm 13,3%, sắt thép 10,3% tổng giá trị nhập khẩu.

Tài khoản vãng lai 6 tháng đầu năm 2008 thâm hụt 11,021 tỷ USD (-11,207 tỷ USD) chủ yếu do thâm hụt cán cân thương mại gây nên (-12,463 tỷ USD).

Trong tài khoản vãng lai chúng tôi tách riêng cán cân dịch vụ và cán cân thương mại do đó nhập khẩu sẽ được tính theo giá FOB tức là bằng nhập khẩu theo giá CIF trừ đi cước phí vận chuyển và bảo hiểm hàng nhập khẩu. Theo số liệu có được từ Tổng cục Thống kê, chi phí vận chuyển và bảo hiểm hàng nhập khẩu ước tính là 2,312 tỷ USD, do đó nhập khẩu 6 tháng tính theo giá FOB là 42,158 tỷ USD.

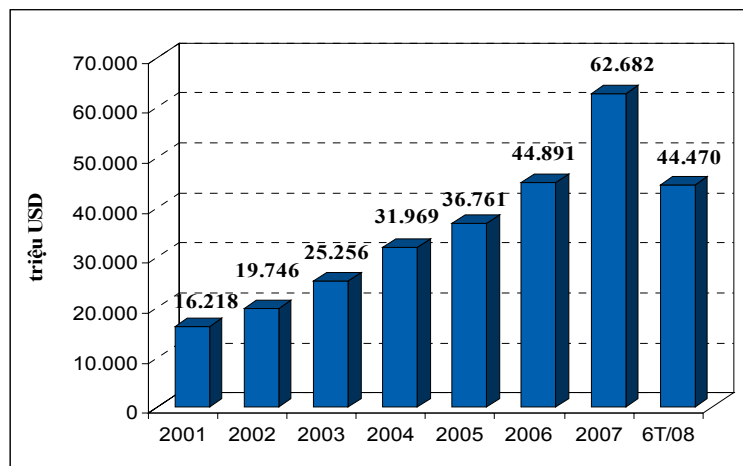
Như vậy trong 6 tháng đầu năm 2008, nước ta nhập siêu hàng hóa (theo giá FOB) là 12,463 tỷ USD. Đây là một gánh nặng lớn trong cán cân thanh toán tổng thể của Việt Nam, đòi hỏi những chính sách đồng bộ không những để giảm nhập siêu mà còn để tăng thặng dư tài khoản vốn (chủ yếu là bằng cách đẩy nhanh tốc độ giải ngân FDI) nhằm bù đắp phần thâm hụt trên.

Giá trị kim ngạch xuất khẩu qua các thời kỳ

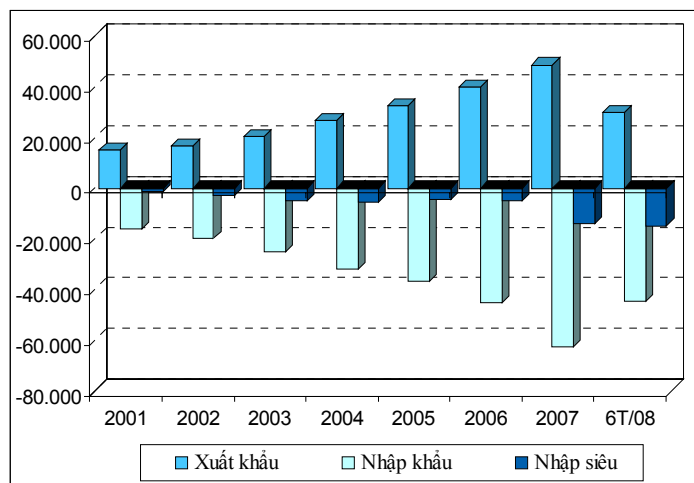


10 mặt hàng xuất khẩu chủ yếu 6 tháng đầu năm 2008

STT	Mặt hàng	Giá trị XK (triệu USD)	Tỷ trọng (%)
1	Dầu thô	5.600	18,9%
2	Hàng dệt may	4.077	13,7%
3	Giày dép các loại	2.274	7,7%
4	Thủy hải sản	1.890	6,4%
5	Gạo	1.510	5,1%
6	Gỗ và sản phẩm từ gỗ	1.365	4,6%
7	Điện tử, vi tính	1.237	4,2%
8	Cà phê	1.181	4,0%
9	Than đá	728	2,5%
10	Cao su	574	1,9%
11	Hàng hoá khác	9.259	31,2%
Tổng		29.695	100,0%

Giá trị kim ngạch nhập khẩu qua các thời kỳ

Cán cân thương mại của Việt Nam qua các thời kỳ

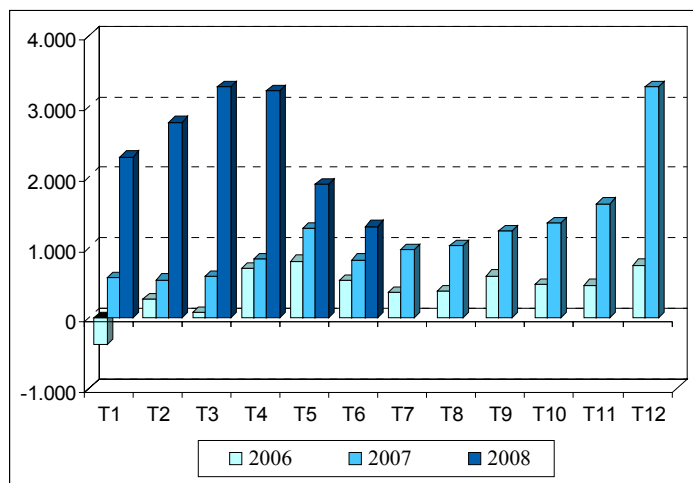
ĐVT: triệu USD


10 mặt hàng nhập khẩu chủ yếu 6 tháng đầu năm 2008

STT	Mặt hàng	Giá trị NK (triệu USD)	Tỷ trọng (%)
1	Máy móc, thiết bị	6.961	15,7%
2	Xăng dầu các loại	5.923	13,3%
3	Sắt thép các loại	4.597	10,3%
4	Vải các loại	2.298	5,2%
5	Điện tử, vi tính	1.799	4,0%
6	Ô tô và linh kiện	1.598	3,6%
7	Chất dẻo nguyên liệu	1.549	3,5%
8	NPL dệt may, da giày	1.226	2,8%
9	Phân bón	1.029	2,3%
10	Thức ăn gia súc, NPL	1.007	2,3%
11	Hàng hóa khác	16.483	37,1%
Tổng		44.470	100,0%

Tình trạng nhập siêu của Việt Nam qua các tháng

ĐVT: triệu USD



(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

(*) Giá trị xuất khẩu tính theo giá FOB, giá trị nhập khẩu tính theo giá CIF

Cán cân dịch vụ

Cũng theo số liệu từ Tổng cục Thống kê, 6 tháng đầu năm 2008, tổng giá trị xuất khẩu dịch vụ đạt 3,442 tỷ USD, tăng 11,6% so với cùng kỳ năm 2007. Trong đó, dịch vụ du lịch đạt 1,950 tỷ USD, chiếm 56,65% tổng giá trị dịch vụ xuất khẩu, các dịch vụ vận tải hàng không, hàng hải chiếm 33%.

Nhập siêu dịch vụ là 972 triệu USD

Nhập khẩu dịch vụ 6 tháng đầu năm 2008 là 4,414 tỷ USD, tăng 30% so với cùng kỳ năm 2007. Trong đó cước phí hàng nhập khẩu chiếm tới 52,3% tổng giá trị nhập khẩu dịch vụ, tiếp đến là du lịch và dịch vụ khác.

Như vậy trong 6 tháng đầu năm 2008, nước ta nhập siêu dịch vụ là 972 triệu USD.

Xuất khẩu dịch vụ 6 tháng đầu năm 2008

	Thực hiện 6 tháng đầu năm 2007 (triệu USD)	Ước tính 6 tháng đầu năm 2008		6 tháng đầu năm 2008 so với 6 tháng đầu năm 2007 (%)
		Tổng số (triệu USD)	Cơ cấu (%)	
Xuất khẩu	2.964	3.442	100,0%	116,1%
Dịch vụ du lịch	1.710	1.950	56,7%	114,0%
Dịch vụ vận tải hàng không	494	562	16,3%	113,8%
Dịch vụ hàng hải	400	575	16,7%	143,8%
Dịch vụ BCVT	50	45	1,3%	90,0%
Dịch vụ tài chính	135	120	3,5%	88,9%
Dịch vụ bảo hiểm	30	35	1,0%	116,7%
Dịch vụ Chính phủ	20	25	0,7%	125,0%
Dịch vụ khác	125	130	3,8%	104,0%
Nhập khẩu	3.396	4.414	100,0%	130,0%
Dịch vụ du lịch	670	710	16,1%	106,0%
Dịch vụ vận tải hàng không	395	440	10,0%	111,4%
Dịch vụ hàng hải	120	150	3,4%	125,0%
Dịch vụ BCVT	22	28	0,6%	127,3%
Dịch vụ tài chính	140	110	2,5%	78,6%
Dịch vụ bảo hiểm	76	80	1,8%	105,3%
Dịch vụ Chính phủ	20	24	0,5%	120,0%
Dịch vụ khác	622	560	12,7%	90,0%
Ước tính cước phí I, F hàng NK	1.331	2.312	52,4%	173,7%

(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

Thu nhập ròng từ bên ngoài
Thu nhập ròng ước tính -1,114 tỷ USD

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 cá nhân không cư trú đối với mọi quốc gia trên thế giới bất chấp nó đặt trụ sở tại đâu).

Dựa trên các số liệu của các năm trước và gần nhất là QI/2008 (mức trung bình của 9 năm từ 1999 đến 2007 là -2% GDP, trong đó năm 2007 là -3% và QI/2008 là -2,8%), chúng tôi ước tính thu nhập ròng từ bên ngoài trong 6 tháng đầu năm 2008 vào khoảng -3% GDP, tương đương -1,114 tỷ USD (Theo số liệu Tổng cục Thống kê, GDP 6 tháng là 625.738 tỷ đồng tương đương 37,14 tỷ USD theo tỷ giá liên ngân hàng ngày 30/6/2008 là 16.849 VND/USD).

Tổng sản phẩm trong nước (GDP) của Việt Nam qua các thời kỳ

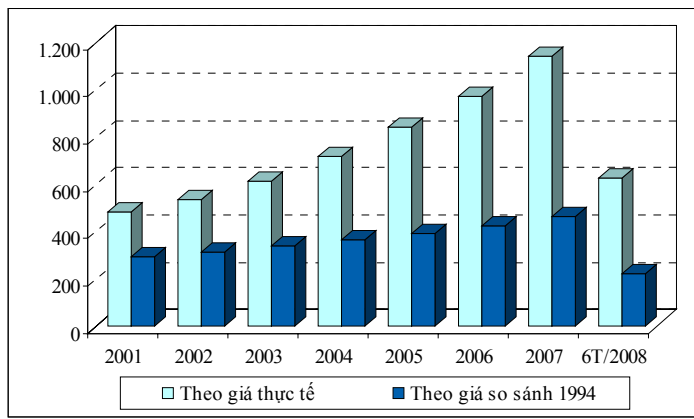
ĐVT: tỷ đồng

GDP	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	6T/2008
Theo giá thực tế	481.295	535.762	613.443	715.307	839.211	974.300	1.144.000	625.738
Theo giá so sánh 1994	292.535	313.247	336.242	362.435	393.031	425.400	461.400	222.158
Tốc độ tăng trưởng (%)	6,89%	7,08%	7,34%	7,79%	8,44%	8,23%	8,48%	6,50%(*)

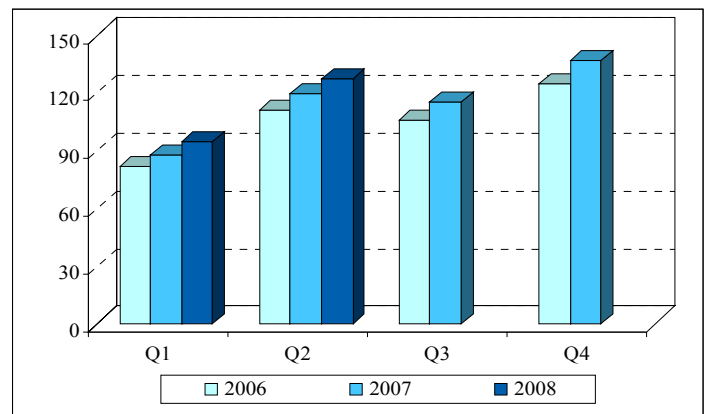
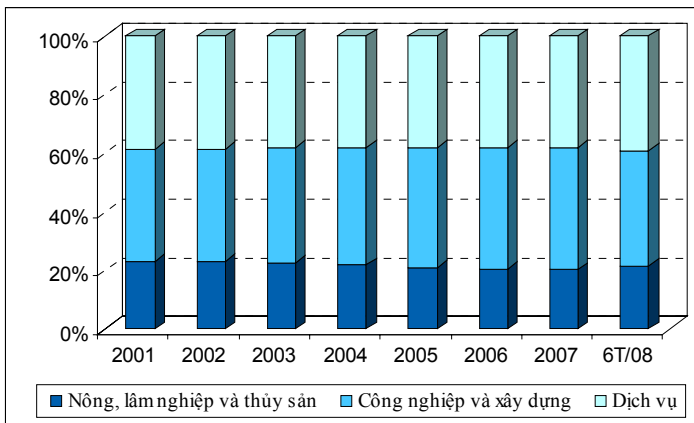
(*) Tốc độ tăng trưởng GDP so với 6 tháng đầu năm 2007 (tính theo giá so sánh 1994)

Biểu đồ GDP từ 2001 đến 6 tháng đầu năm 2008

ĐVT: nghìn tỷ đồng


Biểu đồ GDP của từng quý theo giá so sánh 1994

ĐVT: nghìn tỷ đồng


Cơ cấu GDP phân theo ngành kinh tế qua các thời kỳ

Cơ cấu GDP 6 tháng đầu năm 2008

Ngành kinh tế	Tỷ đồng	% GDP
Nông, lâm nghiệp và thủy sản	136.143	21,8%
Công nghiệp và xây dựng	245.892	39,3%
Công nghiệp	212.538	34,0%
Trong đó: Công nghiệp chế biến	130.967	20,9%
Xây dựng	33.354	5,3%
Dịch vụ	243.703	38,9%
Thương mại	82.760	13,2%
Khách sạn và nhà hàng	29.042	4,6%
Vận tải, kho bãi, thông tin liên lạc	27.506	4,4%
Các dịch vụ khác	104.395	16,7%
Tổng	625.738	100%

(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

Chuyển giao vãng lai ròng
Chuyển giao vãng lai ròng là 3,342 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.

Dựa trên số liệu các năm trước và Q1/2008 (trung bình 9 năm từ 1999 đến 2007 là 5,94% GDP, riêng năm 2007 là 9% và Q1/2008 là 13,8%), chúng tôi ước tính chuyển giao vãng lai ròng trong

6 tháng năm 2008 vào khoảng 9% GDP tương đương 3,342 tỷ USD.

Như vậy, tài khoản vãng lai 6 tháng 2008 thâm hụt 11,207 tỷ USD (-11,207 tỷ USD) chủ yếu do thâm hụt cán cân thương mại gây nên (-12,463 tỷ USD).

Tài khoản vốn

Đầu tư trực tiếp nước ngoài ròng

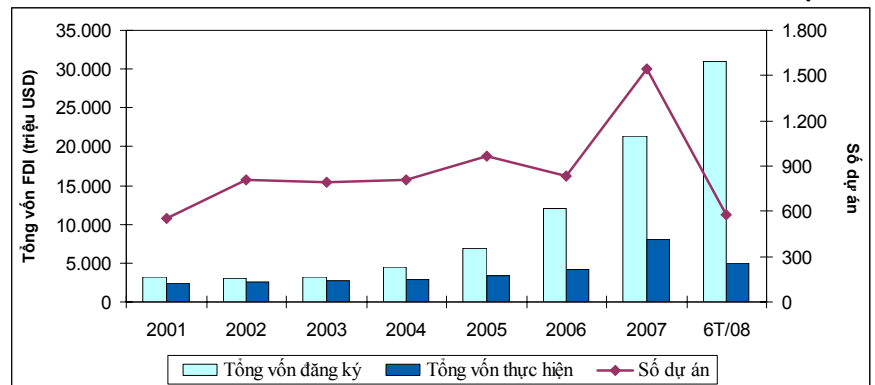
Tài khoản vốn 6 tháng đầu năm 2008 thặng dư 9,71 tỷ USD, trong đó đầu tư trực tiếp nước ngoài đóng góp chính vào khoản thặng dư ngày (5 tỷ USD tương ứng 58,9%)

Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê, tính đến hết 20/6/2008, lượng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đăng ký lên tới 30,9 tỷ USD (nếu tính cả lượng vốn bổ sung thì lên tới 31,6 tỷ USD), tăng 324,3% so với cùng kỳ năm 2007. Trong đó công nghiệp nặng chiếm 27,9%, bất động sản chiếm 25,8% tổng vốn đăng ký. 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 ước tính, con số này trong 6 tháng đầu năm 2008 là 5 tỷ USD.

Đầu tư trực tiếp của nước ngoài (FDI) vào Việt Nam được cấp phép mới từ 2001 đến 6 tháng đầu năm 2008

ĐVT: triệu USD

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
6T/2008	578	30.946,9	5.000,0(*)



(*) Ước thực hiện

Cơ cấu FDI vào Việt Nam trong 6 tháng đầu năm 2008 phân theo lĩnh vực và quốc gia đầu tư

Lĩnh vực đầu tư	Số dự án	Số vốn đăng ký		Quốc gia và vùng lãnh thổ	Số dự án	Số vốn đăng ký	
		Tổng số (nghìn USD)	Tỷ lệ (%)			Tổng số (nghìn USD)	Tỷ lệ (%)
Công nghiệp nặng	113	8.620.984	27,9%	Đài Loan	64	8.171.188	26,4%
Xây dựng văn phòng, căn hộ	16	7.975.872	25,8%	Nhật Bản	47	7.108.885	23,0%
Dầu khí	4	6.789.500	21,9%	Ca-na-đa	3	4.233.500	13,7%
Khách sạn, du lịch	18	3.915.334	12,7%	Xin-ga-po	33	3.563.041	11,5%
Công nghiệp nhẹ	127	1.313.780	4,2%	Quần đảo Virgin (Anh)	21	2.710.521	8,8%
Xây dựng khu đô thị mới	2	1.268.750	4,1%	Ma-lai-xi-a	21	1.569.416	5,1%
Dịch vụ	102	265.221	0,9%	Hoa Kỳ	26	1.353.726	4,4%
Công nghiệp thực phẩm	21	240.408	0,8%	Hàn Quốc	113	614.524	2,0%
Xây dựng	33	188.147	0,6%	Vương quốc Anh	9	537.450	1,7%
Nông, lâm nghiệp	24	167.082	0,5%	Thái Lan	9	200.080	0,6%
Lĩnh vực khác	18	201.829	0,7%	Quốc gia khác	132	884.576	2,9%
Tổng số	478	30.946.907	100%	Tổng số	478	30.946.907	100%

(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

Vay nợ dài và trung hạn

Vay nợ dài và trung hạn là 970 triệu 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**). Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê, vốn ODA giải ngân thực tế trong 6 tháng năm 2008 đạt **970 triệu USD** (bằng 58% kế hoạch cả năm) trong tổng số 1.313 triệu USD cam kết.

Vay nợ ngắn hạn

Vay nợ ngắn hạn là 111 triệu USD

Theo số liệu thống kê các năm trước và QI/2008 (mức trung bình 9 năm từ 1999 đến 2007 là 0,11% GDP, năm 2007 là 0,1% và QI/2008 là 0,3%), chúng tôi ước tính con số này trong 6 tháng năm 2008 vào khoảng 0,3% GDP, tương đương 111 triệu USD.

Đầu tư danh mục chứng khoán ròng

Đầu tư danh mục chứng khoán ròng đạt 1,031 tỷ USD

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, cổ phiếu và chứng chỉ quỹ.

Theo thống kê của chúng tôi, mặc dù QII/2008 chứng kiến sự bán ra mạnh mẽ danh mục trái phiếu của các nhà đầu tư nước ngoài (**bán ròng trái phiếu là 9.659 tỷ đồng tương đương 573 triệu USD**), các nhà đầu tư nước ngoài vẫn mua ròng trong 6 tháng đầu năm với giá trị **1.031 triệu USD**.

Tiền gửi

Khoản mục tiền gửi đạt 2,599 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 QI/2008 tăng mạnh. Cụ thể, năm 2007 là 2,623 tỷ USD (chiếm 3,7% GDP) và QI/2008 là 3,302 tỷ USD (chiếm tới 17,9% GDP). Hiện tượng này có thể giải thích bởi lãi suất tiết kiệm tại Việt Nam cao hơn hầu hết các nước khác nên thu hút lượng lớn tiền gửi vào Việt Nam. Tuy nhiên, do đặc điểm luồng vốn này thường là ngắn hạn, với những diễn biến mấy tháng gần đây của nền kinh tế vĩ mô, đặc biệt là vấn đề lạm phát và rủi ro chính sách, chúng tôi cho rằng việc đảo chiều của luồng vốn này là rất có thể. Vì vậy, trong 6 tháng đầu năm 2008, chúng tôi ước đoán khoản mục này vào khoảng 7% GDP, tương đương 2,599 tỷ USD.

Tài khoản vốn 6 tháng đầu năm 2008 thặng dư 9,712 tỷ USD, đầu tư trực tiếp nước ngoài đóng góp chính vào khoản thặng dư này (51,48%).

Cán cân thanh toán tổng thể và Dự trữ ngoại hối

Mức tăng hay giảm của dự trữ ngoại hối đúng bằng mức thặng dư hay thâm hụt của Cán cân thanh toán (bằng 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 6 tháng 2008 là -2,902 tỷ USD, tương ứng với mức giảm dự trữ ngoại hối xuống còn 20,7 tỷ USD từ mức 23,602 tỷ USD đầu năm 2008

Theo số liệu mới nhất được công bố bởi NHNN, dự trữ ngoại hối của Việt Nam tính vào thời điểm ngày 19/06/2008 là 20,7 tỷ USD. Trong báo cáo tháng 6 về kinh tế Việt Nam, Economist Intelligence Unit dựa trên số liệu gốc từ IMF cho thấy, dự trữ ngoại tệ của Việt Nam (không tính vàng) cuối năm 2007 là 23,602 tỷ USD, cuối tháng 1/2008 là 24,467 tỷ USD, và cuối tháng 2/2008 là 26,328 tỷ USD. Nếu so với mức 20,7 tỷ USD mà NHNN mới công bố thì rõ ràng dự trữ ngoại hối của Việt Nam từ tháng 2 tới nay đã giảm mạnh tới 5,628 tỷ USD và giảm 2,902 tỷ USD so với đầu năm. Điều này hoàn toàn phù hợp với diễn biến của cán cân thương mại, thâm hụt cán cân thương mại được bù đắp bởi thặng dư tài khoản vốn và một phần từ dự trữ ngoại hối.

Như vậy từ mức dự trữ ngoại hối có thể tính ngược lại Cán cân thanh toán tổng thể 6 tháng đầu năm 2008, do đó **Cán cân thanh toán tổng thể 6 tháng 2008 là -2,902 tỷ USD** (trong khi QI/2008 là + 2,993 tỷ USD, tương đương với mức tăng của dự trữ ngoại tệ từ 23,602 tỷ đầu năm lên 26,595 tỷ USD hết tháng 3 năm 2008).

Như vậy mục sai số trong Cán cân thanh toán là 1,407 tỷ USD.

Bảng tổng kết Cán cân thanh toán 6 tháng đầu năm 2008 và dự đoán cuối năm

ĐVT: Triệu USD

STT	Khoản mục	2007	% GDP	QI/2008	6T/2008	Dự đoán cuối năm 2008
1	Cán cân thương mại	-10.360	-14,5	-7.050	-12.463	-20.000
	Xuất khẩu (Giá FOB)	48.561		13.160	29.695	
	Nhập khẩu (Giá FOB)	58.921		20.210	42.158	
2	Cán cân dịch vụ	-894	-1,3	-277	-972	-1.139
	Xuất khẩu	6.030		1.850	3.442	
	Nhập khẩu	6.924		2.127	4.414	
3	Thu nhập ròng từ bên ngoài	-2.168	-3	-510	-1.114	-2.279
	Nhận về	1.093		320		
	Thanh toán	3.261		830		
4	Chuyển giao vãng lai ròng	6.430	9	2.550	3.342	6.077
	Khu vực tư nhân	6.180		2.500		
	Khu vực chính phủ	250		50		
I	Tài khoản vãng lai	-6.992	-9,8	-5.287	-11.207	-17.341
	Đầu tư trực tiếp nước ngoài ròng	6.550	9,2	1.462	5.000	10.196
	Vay nợ dài và trung hạn	2.045	2,9	635	970	2.279
	Vay nợ ngắn hạn	79	0,1	56	111	228
	Đầu tư gián tiếp	6.243	8,8	1.366	1.031	2.109
	Tiền gửi	2.623	3,7	3.302	2.599	3.038
II	Tài khoản vốn	17.540	24,6	6.821	9.712	17.850
	Mục sai số	-350		1.459	1.407	0
III	CÁN CÂN THANH TOÁN	10.198	14	2.993	-2.902	509
IV	Dự trữ ngoại hối cuối kỳ	23.602		26.595	20.700	24.111
	Thay đổi dự trữ ngoại hối trong kỳ	+10.198		2.993	-2.902	+509

(Nguồn: ECC, ADB, NHNN & Morgan Stanley Research)

Kết luận

Đối với một quốc gia đang phát triển như Việt Nam, việc thâm hụt cán cân thương mại ở một mức độ nào đó là điều có thể chấp nhận được vì nhu cầu nhập khẩu các yếu tố đầu vào cho sản xuất trong nước rất cao. Tuy nhiên, thâm hụt cán cân thương mại nếu không được bù đắp kịp thời bởi thặng dư tài khoản vốn sẽ gây nên thâm hụt cán cân thanh toán. Thâm hụt cán cân thanh toán đòi hỏi phải có sự điều chỉnh chính sách vì một quốc gia không thể tài trợ cho sự thâm hụt một cách vô hạn bằng cách đi vay nợ nước ngoài hoặc sử dụng dự trữ ngoại hối.

Cán cân thanh toán tổng thể đã thay đổi theo chiều hướng xấu đi nhanh chóng. Nếu như năm 2007 cán cân thanh toán đạt thặng dư 10,198 tỷ USD (nhờ đó mà dự trữ ngoại hối tăng thêm 10,198 tỷ lên mức 23,602 tỷ USD), QI/2008 đã giảm xuống còn 2,993 tỷ USD thặng dư và cuối QII/2008 đã chứng kiến mức thâm hụt trong cán cân thanh toán (-2,902 tỷ USD). Thâm hụt cán cân thanh toán hiện nay của Việt Nam (được bù đắp bởi dự trữ ngoại hối) chủ yếu là do mức thâm hụt ngày càng cao của cán cân thương mại, hiện đã chiếm tới 33,56% GDP (GDP 6 tháng đầu năm 2008 đạt 37,14 tỷ USD theo tỷ giá quy đổi liên ngân hàng ngày 30/6/2008).

Thâm hụt cán cân thanh toán gây hao hụt dự trữ ngoại tệ, do đó gây áp lực giảm giá đồng nội tệ, và nếu tình trạng này kéo dài sẽ gây ảnh hưởng xấu tới nền kinh tế vĩ mô. Biện pháp cần làm ngay lúc này là giảm nhập siêu, tăng cường giải ngân đầu tư trực tiếp nước ngoài, tạo lòng tin cho công chúng đầu tư nhất là nhà đầu tư nước ngoài để thu hút nguồn vốn đầu tư danh mục chứng khoán.

Tại buổi giao ban trực tuyến sơ kết công tác 6 tháng đầu năm và triển khai kế hoạch 6 tháng cuối năm 2008 ngành Công thương ngày 9/7/2008, Phó thủ tướng Hoàng Trung Hải yêu cầu đẩy mạnh xuất khẩu, giữ nhập siêu cả năm ở mức 20 tỷ USD.

Giả sử mục đích này của Chính phủ là đạt được thì để bù đắp mức nhập siêu 20 tỷ USD, đòi hỏi Chính phủ phải đẩy nhanh giải ngân nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài. Tỷ lệ vốn giải ngân/vốn đăng ký năm 2006 đạt 40%, năm 2007 chỉ đạt 32,26%. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ giải ngân 32,26% là có thể đạt được trong năm nay, do đó nguồn vốn FDI giải ngân đến cuối năm 2008 ít nhất sẽ là 10,196 tỷ USD (vốn đăng ký hiện tại đã là 31,6 tỷ USD).

Chúng tôi dự đoán cán cân thanh toán của Việt Nam cuối năm 2008 sẽ được cải thiện và đạt mức thặng dư là 509 triệu USD (xem chi tiết bảng trên).

Bảng tham khảo cán cân thanh toán của Việt Nam qua các năm

(ĐVT: triệu USD)

Khoản mục	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Q1/08
Cán cân thương mại	481	-1.054	-2.581	-3.854	-2.439	-2.776	-10.360	-7.050
Xuất khẩu (Giá FOB)	15.027	16.706	20.149	26.485	32.447	39.826	48.561	13.160
Nhập khẩu (Giá FOB)	14.546	17.760	22.730	30.339	34.886	42.602	58.921	20.210
Cán cân dịch vụ	-572	-749	-778	61	-219	-8	-894	-277
Xuất khẩu	2.810	2.948	3.272	3.867	4.176	5.100	6.030	1.850
Nhập khẩu	3.382	3.697	4.050	3.806	4.395	5.108	6.924	2.127
Thu nhập ròng từ bên ngoài	-477	-721	-811	-891	-1.219	-1.429	-2.168	-510
Nhận về	318	167	125	188	364	668	1.093	320
Thanh toán	795	888	936	1.079	1.583	2.097	3.261	830
Chuyển giao vãng lai ròng	1.250	1.921	2.239	3.093	3.380	4.049	6.430	2.550
Khu vực tư nhân	1.100	1.767	2.100	2.919	3.150	3.800	6.180	2.500
Khu vực chính phủ	150	154	139	174	230	249	250	50
Tài khoản vãng lai	682	-603	-1.931	-1.591	-497	-164	-6.992	-5.287
Đầu tư trực tiếp nước ngoài ròng	1.300	1.400	1.450	1.610	1.889	2.315	6.550	1.462
Vay nợ dài và trung hạn	139	-51	457	1.162	921	1.025	2.045	635
Vay nợ ngắn hạn	-22	7	26	-54	46	-30	79	56
Đầu tư gián tiếp	-	-	-	-	865	1.313	6.243	1.366
Tiền gửi	-1.197	624	1.372	35	-634	-1.535	2.623	3.302
Tài khoản vốn	220	1.980	2.533	2.753	3.087	3.088	17.540	6.821
Mục sai số	-862	-1.020	777	-279	-459	1.398	-350	1.459
Cán cân thanh toán	40	357	2.151	883	2.131	4.322	10.198	2.993
%GDP								
Cán cân thương mại	1,5	-3	-6,5	-8,6	-4,6	-4,6	-14,5	-38,2
Cán cân dịch vụ	-1,8	-2,1	-2	0,1	-0,4	0	-1,3	-1,5
Thu nhập ròng từ bên ngoài	-1,5	-2,1	-2	-2	-2,3	-2,3	-3	-2,8
Chuyển giao vãng lai ròng	3,8	5,5	5,7	6,8	6,4	6,6	9	13,8
Tài khoản vãng lai	2,1	-1,7	-4,9	-3,5	-0,9	-0,3	-9,8	-28,6
Đầu tư trực tiếp nước ngoài ròng	4	4	3,7	3,5	3,6	3,8	9,2	7,9
Vay nợ dài và trung hạn	0,4	-0,1	1,2	2,6	1,7	1,7	2,9	3,4
Vay nợ ngắn hạn	-0,1	0	0,1	-0,1	0,1	0	0,1	0,3
Đầu tư gián tiếp	-	-	-	-	1,6	2,2	8,8	7,4
Tiền gửi	-3,7	1,8	3,5	0,1	-1,2	-2,5	3,7	17,9
Tài khoản vốn	0,7	5,6	6,4	6	5,8	5,1	24,6	36,9
Cán cân thanh toán	0,1	1	5,4	1,9	4	7,1	14,3	4,1

(Nguồn: ECC, ADB, NHNN & Morgan Stanley Research)

Thị trường ngoại hối

Diễn biến tỷ giá trong 6 tháng đầu năm 2008

Những chính sách can thiệp từ NHNN

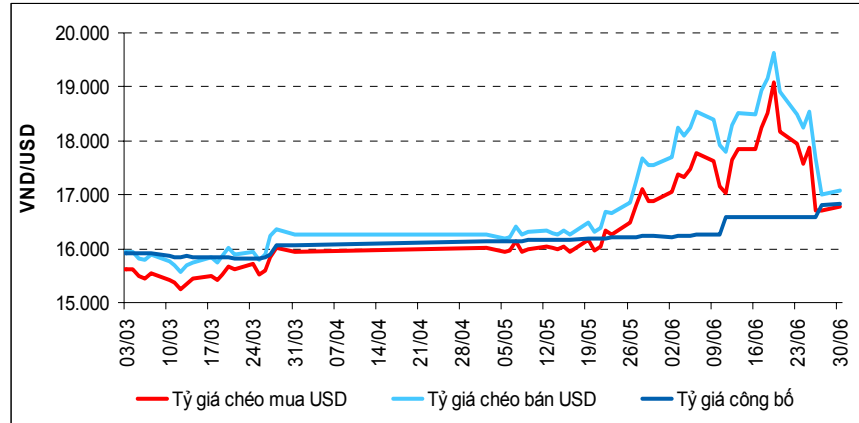
- Ngày 03/03/2008: Thủ tướng Chính phủ, trong gói 18 giải pháp hỗ trợ kinh tế, đề cập khả năng nâng biên độ tối đa lên 2%.
- Ngày 07/03/2008: NHNN quyết định tăng biên độ tỷ giá từ 0,75% lên $\pm 1\%$
- Ngày 6/6/2008: NHNN ra thông báo theo quy định hiện hành, đại lý đổi ngoại tệ của các ngân hàng chỉ được mua ngoại tệ tiền mặt của cá nhân, chứ không được phép bán. Vì vậy, NHNN yêu cầu các bản đại lý phải bán toàn bộ số ngoại tệ tiền mặt đổi được cho tổ chức tín dụng đã ủy quyền.
- Ngày 10/6, NHNN Việt Nam quyết định điều chỉnh tỷ giá VND/USD bình quân liên ngân hàng từ mức 16.139 VND/USD lên mức 16.461. Biên độ giao dịch được phép trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng vẫn duy trì ở mức $\pm 1\%$. Các tổ chức tín dụng hoạt động ngoại hối, sẽ được phép niêm yết tỷ giá mua, bán VND/USD trong khoảng 16.296 - 16.626.
- 27/6/2008: tăng biên độ tỷ giá VND/USD từ $\pm 1\%$ lên $\pm 2\%$
- Ngày 26/6/2008: NHNN ra văn bản yêu cầu các tổ chức tín dụng được phép hoạt động ngoại hối nghiêm túc chấp hành quy định về việc không thu phí giao dịch đối với các giao dịch hối đoái giao ngay, hoán đổi, kỳ hạn. Các tổ chức tín dụng được phép hoạt động ngoại hối không được thực hiện giao dịch mua bán giữa đồng Việt Nam với đô la Mỹ thông qua ngoại tệ khác.

Thị trường chính thức

Từ năm 2002 đến cuối năm 2007: tỷ giá VND/USD chỉ tăng từ 0,7% - 1%/năm, quanh mốc từ 15.000 đến trên 16.000.

Tháng 1 đến tháng 3/2008: tỷ giá VND/USD có xu hướng giảm mạnh trong biên độ được phép. Nguồn ngoại tệ vào Việt Nam như đầu tư gián tiếp, kiều hối đã tăng mạnh (đặc biệt NĐTNN đã mua trái phiếu ước đạt 3 tỷ USD) gây sức ép lên nguồn cung, nhiều ngân hàng từ chối mua ngoại tệ. Giá bán USD bám gần sát mức giá sát trong biên độ.

Cuối tháng 3/2008: Có sự đảo chiều nhanh về giá giao dịch, tỷ giá VND/USD tăng mạnh đồng thời trên cả thị trường liên ngân hàng và giao dịch giữa khách hàng với ngân hàng. Sức cầu ngoại tệ đột ngột tăng mạnh, một số ngân hàng nước ngoài đã tăng cường thu mua ngoại tệ cho khách hàng với số lượng lớn. USD từ trạng thái dư thừa chuyển sang khan hiếm.

Tỷ giá USD mô phỏng qua tỷ giá chéo

(Nguồn: ACB, VCB, ECC)

Đầu tháng 4 đến ngày 11/6: tỷ giá VND/USD liên tục đạt mức trần trong biên độ giao dịch 1% do chênh lệch lớn về cung cầu ngoại tệ. Hầu hết tại các ngân hàng giá mua chuyển khoản USD ngang bằng giá bán USD. Tỷ giá bình quân liên ngân hàng do NHNN công bố đều đặn tăng nhẹ (bình quân khoảng 5 - 8 đồng/ngày).

Trong thời gian này có hiện tượng lách luật khi một số ngân hàng bán USD cho khách hàng thông qua hợp đồng mua ngoại tệ thứ 2 (thường là EUR) rồi hoán đổi sang USD. Nhiều ngân hàng phải mua lại USD trên thị trường tự do về bán lại cho khách hàng. Tỷ giá chéo VND/USD tính theo hình thức này đã tăng mạnh lên trên 18.500.

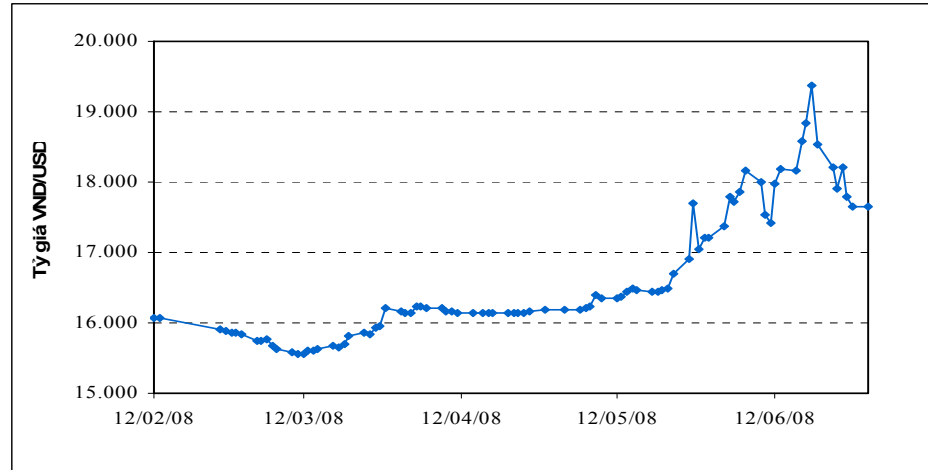
11/6 - 26/6: NHNN tăng mạnh tỷ giá VND/USD liên ngân hàng công bố từ mức 16.139 lên mức 16.461. Tỷ giá VND/USD mua bán niêm yết vẫn liên tục đạt mức trần.

27/6 - 30/6: Biên độ giao dịch $\pm 2\%$ chính thức được áp dụng, tuy nhiên tại hầu hết các ngân hàng mua USD tiền mặt, mua bán chuyển khoản, bán đều ở mức giá trần. Nhu cầu ngoại tệ tiếp tục căng thẳng.

Thị trường tự do

Tháng 4, giao dịch ngoại tệ trên thị trường tự do bắt đầu trở nên sôi động do cầu ngoại tệ tăng và không còn hiện tượng USD dư thừa. Giá giao dịch đã vượt qua ngưỡng biên độ trên thị trường chính thức và xoay quanh mức trên 16.000.

Tháng 5/2008, lạm phát và thâm hụt những tháng đầu năm tiếp tục tăng cao đã tác động tới nhu cầu USD để nhập khẩu, tích trữ, đầu cơ tăng đột biến. Morgan Stanley đưa ra báo cáo về nguy cơ xuất hiện khủng hoảng tiền tệ tại Việt Nam. Tiếp nối là hàng loạt các báo cáo tiêu cực về nền kinh tế từ các tổ chức nước ngoài cùng với sự kiện hạ bậc tín dụng của S&P và Pitch, Moody với Việt Nam. Sự e ngại về nguy cơ VND bị phá giá đã đẩy hiện tượng tích trữ, găm giữ USD lên cao. Giao dịch trở nên sôi động, tỷ giá liên tục xác lập các mốc cao mới, vượt mốc 17.500. NHNN đã phải cung thêm USD để hạ nhiệt cơn sốt tăng giá USD.

Biến động tỷ giá VND/USD trên thị trường tự do từ ngày 12/02 - 30/06/2008

(Nguồn: ATP - ECC)

Tháng 6/2008: Tỷ giá có sự biến động mạnh sau khi vượt qua các mốc 18.000 và 19.000. Nhằm bình ổn thị trường tự do, ngày 19/06/2008, NHNN đưa ra thông báo dự trữ ngoại hối của Việt Nam là 20,7 tỷ USD đủ sức bình ổn tỷ giá và không có dự định phá giá tiền đồng. Ngoài ra, NHNN đã liên tiếp đưa ra các yêu cầu chấn chỉnh hoạt động của các đại lý thu mua ngoại tệ như: cấm các đại lý bán lại USD cho cá nhân, không được giao dịch USD thông qua ngoại tệ khác, yêu cầu doanh nghiệp xuất khẩu phải bán lại ngoại tệ cho ngân hàng. Bên cạnh đó, NHNN hỗ trợ bán ra một lượng lớn ngoại tệ cho doanh nghiệp nhập khẩu theo tỷ giá niêm yết. Những biện pháp này đã hạ nhiệt cơn sốt ngoại tệ trên thị trường phi chính thức trong những ngày cuối tháng 6, đưa tỷ giá mua/bán về quanh mức 17.400/17.600, gần hơn so với tỷ giá niêm yết.

Nguyên nhân biến động tỷ giá

Trong báo cáo này chúng tôi sẽ trình bày các nguyên nhân cơ bản dẫn tới những biến động của tỷ giá VND/USD, đánh giá tác động của vấn đề tỷ giá VND/USD trong thời gian qua cũng như dự đoán về những biến động của tỷ giá trong thời gian 6 tháng tới.

Tăng trưởng GDP đạt mức khá cao trong những năm gần đây với lượng vốn đầu tư trực tiếp cũng như đầu tư gián tiếp ở mức độ khá lớn, đặc biệt là trong năm 2007. Việc tăng trưởng quá nóng của nền kinh tế như vậy làm cho nhu cầu về nhập khẩu tăng lên đột biến.

Được hưởng nhiều lợi thế về tín dụng, thậm chí được độc quyền trong một số lĩnh vực lại không phải chịu sức ép cạnh tranh nên các tập đoàn không có nhiều động lực để tập trung vào hoạt động kinh doanh cốt lõi, nâng cao năng lực xuất khẩu.

Lượng cung tiền và tín dụng tăng lên quá nhanh trong những năm vừa qua. Bên cạnh đó thì việc đầu tư không mang lại hiệu quả tương ứng, khả năng hấp thụ của nền kinh tế thấp, xảy ra hiện tượng lãng phí, thất thoát, đặc biệt là chỉ số ICOR khá cao nhất là ở khối các tập đoàn, tổng công ty và doanh nghiệp nhà nước. Khi tài trợ quá nhiều nguồn lực về vốn và sức lao động cho các tập đoàn nhà nước nhưng lại tạo ra một lượng hàng hóa tiêu dùng ở mức không tương ứng cộng với việc giá cả đầu vào của hàng nhập khẩu tăng cao đã tạo ra áp lực kép làm cho lạm phát năm 2007 và 6 tháng đầu năm 2008 ở mức rất cao.

Năm 2007 khi lượng ngoại tệ vào Việt Nam tăng mạnh thông qua các kênh như đầu tư gián tiếp, đầu tư trực tiếp và nguồn kiều hối, NHNN đã vội vã đưa ra một lượng tiền rất lớn để mua vào khoảng gần 10 tỷ USD trong một thời gian ngắn trong khi lại thiếu các biện pháp hợp lý để hút ngược trở lại lượng tiền này. Chính việc này cũng tạo ra áp lực làm giảm giá đồng tiền trong nước và làm lạm phát tăng mạnh hơn.

Như vậy 6 tháng đầu năm nền kinh tế Việt Nam có hai vấn đề rất quan trọng là lạm phát và thâm hụt cán cân thương mại ở mức đáng ngại. Trong báo cáo này tỷ giá sẽ được chúng tôi phân tích trong mối liên hệ chặt chẽ với hai vấn đề trên.

Tác động từ cán cân thanh toán

Việc phân tích cung - cầu ngoại tệ trong thời gian qua thực chất là phân tích sự biến động các thành phần cấu thành cán cân thanh toán. Tuy nhiên trong khuôn khổ báo cáo này chúng tôi chỉ tập trung vào phân tích một số yếu tố như cán cân thương mại, tài khoản vốn, dự trữ ngoại hối,... để chứng minh cho áp lực giảm giá của VND so với USD.

➤ *Thâm hụt cán cân thương mại*

Trong 6 tháng đầu năm nước ta nhập siêu hàng hóa là 14,775 tỷ USD (chưa bao gồm dịch vụ); trong đó con số nhập khẩu và xuất khẩu tương ứng là 44,470 tỷ USD và 29,695 tỷ USD. Đây là mức thâm hụt rất lớn và nếu loại trừ dầu thô (chú ý rằng xuất khẩu dầu thô được tính cho khối các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài) thì mức thâm hụt còn lớn hơn nữa. Điều đáng lưu ý là trong lượng hàng hóa nhập khẩu này thì khối các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài chỉ chiếm 31%, tức là gần 70% nhu cầu nhập khẩu thuộc về khối các doanh nghiệp trong nước trong khi đó khối các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài lại chiếm tới gần 57% lượng hàng hóa xuất khẩu. Đây có lẽ là yếu tố quan trọng nhất gây ra một lượng cầu đột biến đối với ngoại tệ và tạo ra áp lực làm giảm giá đồng nội tệ.

➤ *Thu nhập ròng từ bên ngoài*

Mặc dù chưa có con số chính thức nhưng chúng tôi dự đoán con số này là khá lớn khi các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài thực hiện việc kết chuyển lợi nhuận về các công ty hay tập đoàn mẹ ở nước ngoài. Với việc kinh doanh rất hiệu quả và lại chiếm một tỷ trọng lớn trong lượng hàng hóa xuất khẩu nên ước tính con số này có thể là khá lớn. Đây cũng là một lượng cầu đáng kể đối với ngoại tệ trong thời gian vừa qua.

➤ *Tài khoản vốn*

Chi tiết mục này chúng tôi đã trình bày ở phần Cán cân thanh toán quốc gia (trang 22) của báo cáo. Ở đây chúng tôi chỉ lưu ý rằng trong bối cảnh khó khăn chung của nền kinh tế toàn cầu đặc biệt là của nền kinh tế Mỹ, sự đi xuống của nền kinh tế cũng như của TTCK Việt Nam thì các khoản mục như đầu tư chứng khoán, vay nợ ngắn và dài hạn và tiền gửi đã bị ảnh hưởng đáng kể. Thành phần quan trọng nhất trong tài khoản vốn chính là việc vốn FDI đăng ký trong 6 tháng đầu năm lên tới 30,9 tỷ USD cũng như việc giải ngân vốn FDI trong 6 tháng đầu năm theo ước tính là khoảng 5 tỷ USD - một mức độ tương đối khả quan. Đây sẽ là một lượng cung ngoại tệ rất đáng quý trong bối cảnh hiện nay. Thâm hụt cán cân thương

mại hay cán cân vãng lai tác động lớn tới tỷ giá tuy nhiên điều lo ngại này có thể giảm bớt nếu cán cân thanh toán quốc gia vẫn dương.

➤ *Dự trữ ngoại hối*

Dự trữ ngoại hối được coi là bí mật quốc gia trong suốt thời gian qua và là một câu hỏi được sự quan tâm của rất nhiều người. Ngày 19/06/2008, NHNN đã công bố con số dự trữ ngoại hối hiện nay của Việt Nam là 20,7 tỷ USD. Con số này có thể làm nhiều NĐT trong và ngoài nước yên tâm vì 20,7 tỷ USD tương đương với khoảng 8 tuần nhập khẩu trung bình trong 6 tháng đầu năm (mức tương đối an toàn). Thời gian qua USD đã mất giá nhiều so với các loại ngoại tệ khác như EUR, NDT,... và vàng. Vì vậy nếu có dự báo tốt hơn về biến động tỷ giá giữa USD với các loại ngoại tệ khác cũng như với vàng, Việt Nam có thể cải thiện dự trữ ngoại hối quốc gia tốt hơn nữa bằng cách cơ cấu dự trữ ngoại hối đa dạng bao gồm vàng và các ngoại tệ khác.

Nhu cầu dự trữ của người dân

Khi nền kinh tế đang phải đối diện với mức lạm phát ở mức độ rất cao thì phản ứng thông thường nhất của người dân thay vì giữ đồng nội tệ sẽ chuyển dịch dần sang dự trữ bằng vàng và bằng các loại ngoại tệ mạnh như USD hay EUR, đặc biệt là khi lãi suất thực âm trong suốt những tháng đầu năm.

Một nguyên nhân khác dẫn tới nhu cầu dự trữ và đầu cơ ngoại tệ của người dân tăng cao là việc tác động của truyền thông nước ngoài. Trong tháng 5 và tháng 6 vừa qua, truyền thông nước ngoài bao gồm các báo như Bloomberg, Wall Street Journal, BBC,... thông qua việc trích dẫn các báo cáo và nhận định của các định chế tài chính lớn trên thế giới như Morgan Stanley, Deutch Bank,... đã gây tác động tiêu cực đến tâm lý của các NĐT trong nước cũng như của nước ngoài như Việt Nam đang đối mặt với nguy cơ khủng hoảng tiền tệ như Thái Lan năm 1997, VND sẽ bị mất giá mạnh,... đã tạo ra một làn sóng đầu cơ và chuyển đổi từ VND sang USD làm biến động mạnh tỷ giá của VND/USD trên thị trường tự do. Đặc biệt đã có những thời điểm tỷ giá VND/USD đã lên đến 19.000. Theo NHNN thì diễn biến này hoàn toàn là do tác động của hoạt động đầu cơ cũng như các tác động tiêu cực của các thông tin sai lệch trong các báo cáo của các tổ chức trên và không ảnh hưởng đến tỷ giá trong hệ thống liên ngân hàng. Tuy nhiên theo các thông tin trên báo chí thì các doanh nghiệp nhập khẩu đã phải mua USD với khá cao, tương đương với giá trên thị trường tự do. Lý giải cho điều này các ngân hàng đã nói rằng họ đã phải mua từ thị trường tự do để bán lại cho khách hàng hoặc tính giá bằng cách chuyển đổi thông qua tỷ giá với ngoại tệ thứ ba như VND/EUR. Như vậy tác động của truyền thông nước ngoài trong khoảng thời gian này là đã gây tác động mạnh tới lượng cầu về ngoại tệ của người dân trong việc mua, giữ và đầu cơ đối với USD.

Lạm phát

Theo lý thuyết ngang giá sức mua (PPP) đối với thị trường phi thuế quan và cạnh tranh hoàn hảo, nếu lạm phát trong nước cao hơn lạm phát nước ngoài thì đồng ngoại tệ sẽ tăng giá một khoảng tương đương với phần trăm chênh lệch trong tỷ lệ lạm phát của hai quốc gia có mối quan hệ mậu dịch tự do. Như vậy lạm phát sẽ là một yếu tố gây ra áp lực làm giảm giá đồng nội tệ.

Chính sách của Nhà nước

➤ *Thâm hụt thương mại và bài toán tỷ giá*

Thâm hụt thương mại tăng mạnh trong khi thặng dư tài khoản vốn không đủ bù đắp sẽ dẫn tới bào mòn dự trữ ngoại hối quốc gia. Chính vì vậy, đứng trước nguy cơ về thâm hụt thương mại đáng báo động buộc chính phủ phải có những chính sách để hạn chế nhập khẩu và thúc đẩy xuất khẩu. Một trong những chính sách như vậy là làm cho đồng nội tệ yếu đi. Việc này sẽ làm cho hàng hóa nhập khẩu trở nên đắt đỏ hơn cũng như khuyến khích được xuất khẩu. Hệ quả tất yếu thâm hụt thương mại sẽ được hạn chế. Có lẽ đây chính là một trong những lý do mà NHNN đã cho đồng USD mạnh dần lên so với VND trong hơn hai tháng vừa qua.

➤ *Tác động của việc đồng nội tệ suy yếu tới lạm phát*

Tác động của việc làm suy yếu đồng nội tệ sẽ dẫn đến hai tác động. Lượng hàng nhập khẩu về sẽ giảm đi và giá cả hàng nhập khẩu cũng trở nên đắt đỏ hơn. Nếu như lượng hàng hóa nhập khẩu về chỉ chiếm một tỷ lệ nhỏ của sản xuất và tiêu dùng thì có lẽ việc đồng nội tệ suy yếu sẽ không gây ra một tác động lớn. Tuy nhiên với lượng nhập khẩu hàng hóa rất lớn trong 6 tháng đầu năm thì đồng nội tệ suy yếu sẽ nâng cao chi phí đầu vào của sản xuất, từ đó khiến doanh nghiệp phải nâng giá hàng hóa. Bên cạnh đó, áp lực dòng vốn nội tệ đối ứng cho dòng ngoại tệ đầu tư vào Việt Nam sẽ tăng lên khi áp dụng chính sách đồng nội tệ yếu. Chúng tôi cho rằng chính vì lý do này mà NHNN đã điều hành để cho đồng nội tệ chỉ suy yếu nhẹ và có kiểm soát.

➤ *Lãi suất*

Chính phủ có thể can thiệp vào tỷ giá VND/USD bằng cách sử dụng các chính sách hợp lý về điều chỉnh lãi suất cơ bản đối với VND. Cụ thể hơn trong thời gian qua NHNN đã tăng lãi suất cơ bản với VND lên 14%/năm, kéo theo đó là lãi suất huy động của các NHTM kỳ hạn 12 tháng cũng tăng lên trên 17,5%/năm. Mặt khác, việc các NHTM giảm lãi suất huy động các đồng ngoại tệ ở mức hợp lý. Việc này sẽ khuyến khích người dân chuyển dịch cơ cấu sở hữu đồng ngoại tệ sang đồng nội tệ. Một ví dụ đơn giản như sau: nếu lãi suất huy động VND là 18%/năm trong khi lãi suất huy động USD là 6%/năm; tỷ giá VND/USD hiện nay là 16.800. Như vậy nếu tỷ giá VND/USD sau một năm không tăng lên cao hơn xấp xỉ 18.800 thì việc nắm giữ VND sẽ có lợi hơn việc nắm giữ USD. Hơn nữa lợi ích của việc tăng lãi suất cơ bản của VND còn có tác động kiềm chế lạm phát. Vì vậy chúng tôi cho rằng chính sách về lãi suất với VND của NHNN đã có tác động tốt đến suy nghĩ và hành động của người dân về nhu cầu dự trữ ngoại tệ.

Việc duy trì lãi suất tiền gửi với USD trong nước cao hơn nước ngoài cũng làm cho việc huy động và thu hút dòng vốn nước ngoài vào nhiều hơn.

➤ *Chính phủ đã và đang giải quyết vấn đề này như thế nào?*

Chính phủ sẽ giải quyết mâu thuẫn này như thế nào vì với phân tích trên chúng ta thấy rằng thật khó có thể thực hiện được đồng thời các mục đích này. Tuy nhiên với cơ chế của nền kinh tế thị trường có định hướng, theo chúng tôi trong thời gian qua chính phủ đã sử dụng giải pháp sau: Vẫn tiếp tục điều hành các ngân hàng bán USD ra cho các doanh nghiệp nhập khẩu theo mức tỷ giá quy định của NHNN đồng thời sử dụng dự trữ ngoại hối ở mức độ hợp lý. Đồng thời với việc này là ưu tiên nhập khẩu các mặt hàng sản xuất và tiêu dùng thiết yếu như xăng dầu, thuốc chữa bệnh, phân bón,... và hạn chế tối đa việc nhập khẩu các mặt hàng hóa cao cấp, xa xỉ,... bằng cách không bán ngoại tệ cho các doanh nghiệp loại này song song với việc tiến hành tăng thuế nhập khẩu với các mặt hàng đó. Mặt khác là giảm tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế như việc hạn chế và cắt giảm các dự án đầu tư công chưa cần thiết và kém hiệu quả. Việc này sẽ có tác động đến nhu cầu nhập khẩu các mặt hàng đồng thời giảm mức lạm phát kỳ vọng trong dài hạn.

Dự đoán biến động của tỷ giá

Chúng tôi cho rằng biến động của tỷ giá trong thời gian tới sẽ nhằm hai mục đích là kiềm chế lạm phát và giảm thâm hụt cán cân thương mại. Tuy nhiên việc điều hành tỷ giá cho hai mục đích này mà vẫn tuân theo những quy luật của nền kinh tế thị trường lại khó có thể thực hiện được đồng thời cùng một lúc.

Với mục đích kiềm chế lạm phát: chúng tôi cho rằng trước mắt trong vòng 6 tháng tới Chính phủ và NHNN sẽ điều hành tỷ giá theo hướng không để cho VND mất giá mạnh so với USD nhằm hạn chế sự tăng giá của các mặt hàng nhập khẩu. Biên độ giảm giá có thể từ 5-10% để tránh những cú sốc lớn, đặc biệt cho những doanh nghiệp vay nợ bằng ngoại tệ. Ngoài ra tỷ giá VND/USD tăng cũng giúp các doanh nghiệp xuất khẩu có được một tỷ lệ lợi nhuận biên cao hơn, từ đó khuyến khích hoạt động xuất khẩu.

Với mục đích giảm thâm hụt cán cân thương mại: sử dụng các biện pháp hành chính như tăng thuế nhập khẩu nhằm hạn chế tối đa những mặt hàng nhập khẩu không thiết yếu đối với nền kinh tế như hàng tiêu dùng, ô tô, các mặt hàng thời trang cao cấp, xa xỉ phẩm,...; đẩy mạnh xuất khẩu các mặt hàng như gạo,...; giảm tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế như việc cắt giảm và hạn chế các dự án đầu tư công sẽ kéo theo giảm nhu cầu nhập khẩu đối với nền kinh tế.

Ngoài ra, công cụ lãi suất cũng có thể được sử dụng theo hướng duy trì lãi suất đồng Việt Nam cao hơn tương đối so với lãi suất ngoại tệ nhằm giữ giá cho đồng nội tệ.

Như vậy để đảm bảo sự ổn định vĩ mô của nền kinh tế trong thời gian 6 tháng tới chúng tôi cho rằng chính phủ và NHNN sẽ thực hiện việc “giữ giá” VND so với USD nhằm kiềm chế lạm phát. Dự đoán từ nay đến cuối năm tỷ giá chính thức VND/USD sẽ dao động trong khoảng từ 16.500 đến 17.800.

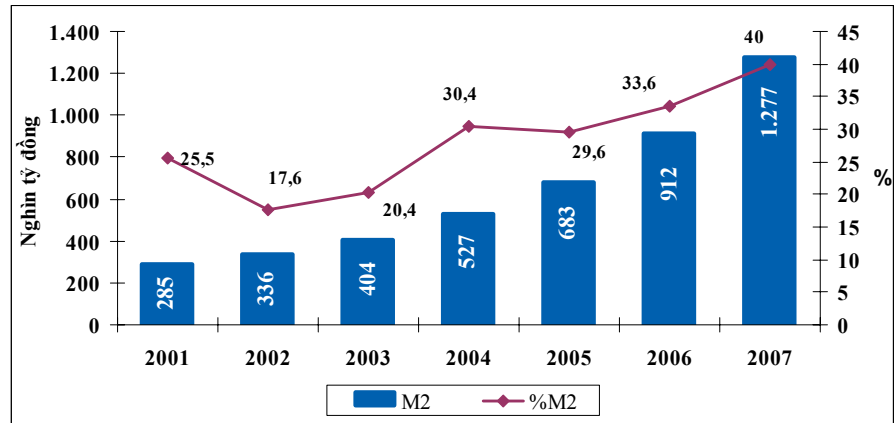
Cung tiền của nền kinh tế

Thực tế cung tiền từ năm 2001 đến nay

Chính sách tiền tệ nói lỏng giai đoạn từ 2001 đến 2007

Trong giai đoạn từ năm 2001 đến 2007, Việt Nam đã thực hiện chính sách tiền tệ nói lỏng nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Bảng giá trị và tốc độ tăng trưởng của M2 từ năm 2001 - 2007



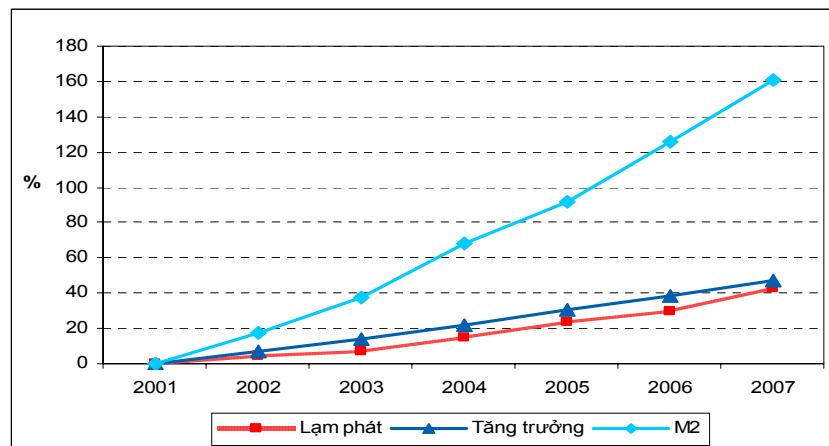
(Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam)

Cụ thể, trong giai đoạn 2001 - 2007, mức tăng lượng tiền cung ứng bình quân khoảng 28,1%/năm, còn trong 3 năm từ 2005 đến 2007 đã lên đến 34%/năm.

Lượng tiền cung ứng quá lớn trong khi sức sản xuất của nền kinh tế chưa tăng trưởng tương xứng

Với chính sách tiền tệ nói lỏng đó, tăng trưởng kinh tế trong cả giai đoạn này được duy trì ở mức khá cao, bình quân khoảng 7,5%/năm.

Biểu đồ so sánh tốc độ tăng trưởng của CPI, GDP và M2



(Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam)

Thực tế thời gian qua, Việt Nam đã tăng lượng tiền M2 lên rất cao (trung bình 26,7% /năm trong giai đoạn 2001 - 2007), nhất là năm 2007 đã lên đến 40%. Trong đó, cơ cấu lượng

tiền cung ứng có thể ước đoán như sau:

- Tiền mặt: 239 ngàn tỷ đồng (tăng khoảng 43% so với 2006)
- Tiền gửi nội tệ: 795 ngàn tỷ đồng (tăng khoảng 53% so với 2006)
- Tiền gửi ngoại tệ: 241 ngàn tỷ đồng (tăng khoảng 22% so với 2006)
- MB: 348 ngàn tỷ đồng
- Số nhân tiền mm: khoảng 3,66 lần

Bảng phân bổ tiền trong nền kinh tế năm 2007 và QI/2008

STT	Đề mục (nghìn tỷ đồng)	2007	QI/2008	% tăng/giảm QI/08 so với cuối 2007
1	MB	348	373	7,14%
2	M1	539	506	-1%
3	M2 (Tổng phương tiện thanh toán)	1.277	1.338	4,8%
4	Tiền gửi không kì hạn	300	250	4%
5	Tiền gửi có kì hạn	737	831	12.80%
6	Tiền gửi tại NHNN của NHTM	78	81	3.39%
7	Tiền mặt tại quỹ NHTM	30	36	18.16%
8	Dự trữ của NHTM	109	117	7.54%
9	Tiền mặt lưu thông ngoài HTNH	239	255	6.96%

(Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam)

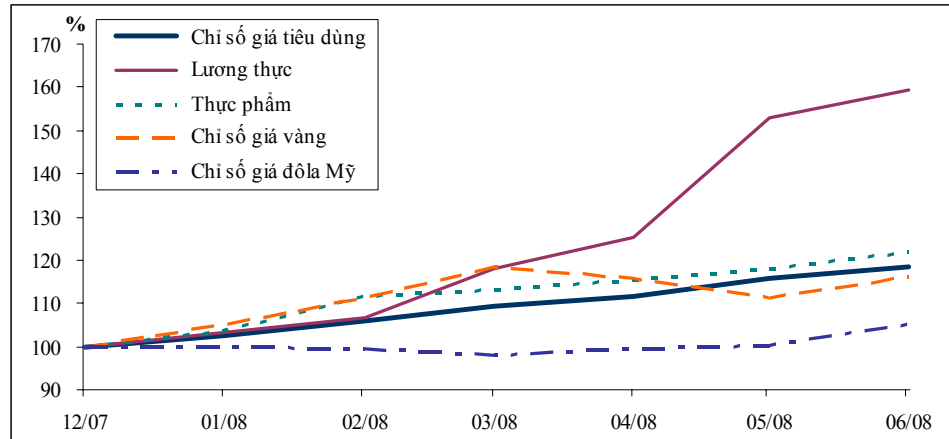
Sang QI/2008, lãi suất huy động vốn đã tăng cao (trung bình 17 - 19,5% lãi suất tiền gửi kỳ hạn 1 năm) và lượng tiền gửi vào hệ thống ngân hàng đã tăng lên. QI/2008 tiền gửi thanh toán tăng 4%, tiền gửi có kì hạn tăng 12,8%, dự trữ tăng hơn 7,54% so với cuối năm 2007. Lượng tiền mặt lưu thông cũng tăng khoảng 7%.

Trong khoảng 3 năm gần đây, lượng tiền cung ứng tiếp tục tăng mạnh. Như trong năm 2007, lượng tiền cung ứng đã tăng tới 40%, vượt khoảng 80% nhu cầu vốn cho nền kinh tế. Tốc độ tăng trưởng kinh tế đã không được nâng lên tương xứng, chỉ dừng lại ở mức 8,5%/năm. Sự mất cân đối đó (khoảng rộng giữa 2 đường trên đồ thị) tích lũy dần qua từng năm và hệ quả tất yếu là lạm phát sẽ gia tăng. Bước sang năm 2007, chỉ số giá tiêu dùng đã tăng lên mức kỷ lục là 12,63% và tính đến hết 6 tháng đầu năm 2008 tỷ lệ này đã lên tới 15,96%.

Tốc độ tăng chỉ số giá tiêu dùng 6 tháng đầu năm 2008

Tốc độ tăng CPI (%)	T1	T2	T3	T4	T5	T6
So với tháng trước	2,38	3,56	2,99	2,20	3,91	2,14
So với cùng kỳ năm 2007	14,11	15,67	19,39	21,42	25,20	26,80
So với tháng 12/2007	2,38	6,02	9,19	11,60	15,96	18,44
So với kỳ gốc (2005)	24,73	29,17	33,04	35,96	41,28	44,30
Lũy kế từ đầu năm so với cùng kỳ 2007	14,11	14,89	16,38	17,61	19,09	20,34

Biểu đồ chỉ số giá tiêu dùng 6 tháng đầu năm 2008 so với tháng 12/2007



(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

Mức cung tiền của nước ta tăng mạnh trong thời gian qua là do các nguyên nhân sau

➤ *Vốn đầu tư nước ngoài tăng đột biến*

Hàng năm có một lượng ngoại tệ khá lớn đổ vào nước ta như FDI, FII và kiều hối. Lượng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài năm 2007 là 21,3 tỷ USD, và tính đến 6 tháng đầu năm 2008 con số này đã lên đến 31,6 tỷ USD, gấp rưỡi tổng vốn của cả năm 2007. Lượng vốn đầu tư nước ngoài giải ngân trong 6 tháng đầu năm 2008 cũng đạt gần 5 tỷ USD, tăng 37,6% so với cùng kỳ năm trước. Dòng vốn nước ngoài chảy vào tăng đột biến đã buộc NHNN phải phát hành thêm tiền đồng để mua vào số ngoại tệ đầu tư, tính cả năm 2007 NHNN mua vào khoảng 9 tỷ USD. Với lượng ngoại tệ lớn chảy vào nước ta như vậy thì NHNN đã thực hiện đơn thuần việc mua vào lượng USD này và tung VND ra để ổn định tỷ giá còn các biện pháp thu hồi VND về như phát hành tín phiếu NHNN hoặc trái phiếu Chính phủ lại không đáng kể. Điều đó đã làm cho lượng tiền cung ứng tăng mạnh.

➤ *Điều hành chính sách tiền tệ*

Với mục tiêu tăng trưởng kinh tế (GDP tăng từ 7,5-8%/năm) Chính phủ đã thực thực hiện chính sách tài khoá theo hướng mở rộng. Chi tiêu hàng năm của Nhà nước tăng mạnh trong giai đoạn từ 2004 - 2006 là 20,3%/năm, thâm hụt ngân sách năm 2006 là 5% GDP và xấp xỉ ở mức này trong năm 2007. Tuy nhiên, lượng thu nội địa tương ứng chỉ tăng khoảng hơn 10%, đồng thời lượng vốn đầu tư công không đạt hiệu quả cao (ICOR là hơn 4 lần). Do đó lượng tiền cung ứng và cả lạm phát đều tăng cao.

➤ *Sự phát triển của hệ thống ngân hàng*

Một nhân tố đóng vai trò lớn trong việc mở rộng lượng tiền cơ sở và gia tăng tổng phương tiện thanh toán đó là sự mở rộng nhanh chóng của hệ thống ngân hàng trong những năm gần đây, đặc biệt là nhóm NHTMCP và ngân hàng nước ngoài.

Nguồn vốn huy động của năm 2007 thông qua hệ thống ngân hàng tăng khoảng 39,6% so

với cuối năm 2006 và lượng vốn mà hệ thống ngân hàng cho vay ra nền kinh tế cũng tăng với tỷ lệ tương ứng (khoảng 278 ngàn tỷ đồng).

Nhằm hạn chế lạm phát, từ giữa năm 2007, NHNN đã điều hành chính sách tiền tệ theo hướng từ nói lỏng sang thắt chặt

Thực tế hiện nay, ở những nước phát triển có thị trường tiền tệ và thị trường vốn phát triển, NHTW thường quan tâm đến sự thay đổi của lãi suất có ảnh hưởng như thế nào đến sự gia tăng lạm phát, qua đó điều chỉnh lãi suất nhằm đạt được mục tiêu về lạm phát chứ không quan tâm đến sự gia tăng của cung tiền. Còn đối với những nước đang phát triển, thị trường tài chính phát triển ở mức độ thấp thì việc kiểm soát thường được thực hiện thông qua việc kiểm soát cung tiền.

Từ nửa cuối năm 2007, NHNN đã có những điều chỉnh nhằm hạn chế tình trạng phát triển quá nóng của hệ thống NHTM và sự gia tăng mạnh của tổng tín dụng cho nền kinh tế. Cụ thể:

- Cuối tháng 5/2007, nhằm điều chỉnh lượng tiền đổ vào thị trường chứng khoán, NHNN ban hành Chỉ thị 03 buộc các ngân hàng phải giảm dư nợ và chiết khấu giấy tờ có giá để đầu tư kinh doanh chứng khoán xuống mức dưới 3%. Bên cạnh đó, NHNN cũng áp dụng thêm những biện pháp khác, đó là thay đổi tỷ lệ dự trữ bắt buộc, mở rộng đối tượng phải trích DTBB.

- Ngày 01/06/2007, NHNN đã điều chỉnh tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc lên gấp đôi đối với cả nội tệ và ngoại tệ: từ 5% lên 10% đối với tiền gửi VND kỳ hạn dưới 12 tháng và từ 2% lên 4% đối với kỳ hạn từ 12 tháng đến 24 tháng, tăng từ 8% lên 10% đối với tiền gửi ngoại tệ kỳ hạn dưới 12 tháng và từ 2% lên 4% đối với kỳ hạn từ 12 tháng đến dưới 24 tháng. Thay đổi này đã làm tăng lượng tiền dự trữ, giảm hệ số nhân tiền và ảnh hưởng đến khả năng mở rộng tín dụng của hệ thống NHTM. Trước tình trạng khan hiếm tiền đồng và lãi suất liên ngân hàng được đẩy lên tới 17% (tháng 11/2007), NHNN đã liên tục bơm tiền qua kênh thị trường mở với khối lượng khoảng 10.000 tỷ đồng, lãi suất dần hạ về 8% và lạm phát cuối năm đã tăng mạnh.

Đầu năm 2008, lạm phát đã thực sự trở thành một vấn đề đối với cả nền kinh tế. NHNN đã thực hiện một loạt biện pháp mạnh nhằm rút tiền từ lưu thông về:

- Thay đổi cơ chế điều hành lãi suất trên cơ sở lãi suất cơ bản, lãi suất tái cấp vốn, lãi suất chiết khấu:

- Điều chỉnh lãi suất cơ bản từ 8,25%/năm tăng lên 8,75%/năm, tăng 0,5%/năm; lãi suất tái cấp vốn từ 6,5%/năm tăng lên 7,5%/năm, tăng 1,0%/năm; lãi suất chiết khấu từ 4,5%/năm tăng lên 6,0%/năm, tăng 1,5%/năm (tháng 1/2008).

- Tiếp tục tăng dự trữ bắt buộc thêm 1% (tháng 2/2008).

- Thực hiện cơ chế lãi suất mới dựa trên lãi suất cơ bản (12% tháng 5 và nâng lên 14% từ tháng 6).

- Phát hành tín phiếu kho bắt buộc, rút tiền gửi của kho bạc từ NHTM. Ngày 17/03, phát hành tín phiếu NHNN bắt buộc bằng VND đối với 41 NHTM với tổng giá trị tín

phiếu phát hành là 20.300 tỷ đồng, kỳ hạn là 364 ngày, lãi suất là 7,80%/năm. Với ước tính về **mm** khoảng 3 lần thì lượng tiền thu về sẽ khoảng 60 ngàn tỷ đồng. Cùng với đó là kế hoạch rút hơn 50 ngàn tỷ đồng tiền gửi của ngân sách tại các NHTM quốc doanh về NHNN trong năm nay, được coi như là một biện pháp mạnh của NHNN.

NHNN đã đưa mức tăng trần cho chỉ tiêu này trong cả năm 2008 là 30% cùng với sự giám sát chặt chẽ của hệ thống NHTM nhằm không chế mức tăng trưởng dư nợ tín dụng của hệ thống NHTM, từ đó khống chế tăng MS.

Dự báo - kiến nghị

Trong quý I, các công cụ nhằm hạn chế lượng tiền cung ứng đã bước đầu phát huy hiệu quả: tổng phương tiện thanh toán chỉ tăng 4,8%, lượng tiền huy động của hệ thống NHTM tiếp tục tăng lên (tiền gửi có kỳ hạn đã tăng 13%, dự trữ tăng 18%), lượng tiền mặt lưu thông ngoài hệ thống ngân hàng chỉ tăng 7% so với cuối năm 2007 (còn khoảng 255 ngàn tỷ đồng)... Từ đó, lạm phát những tháng trong quý II đã có dấu hiệu chững lại.

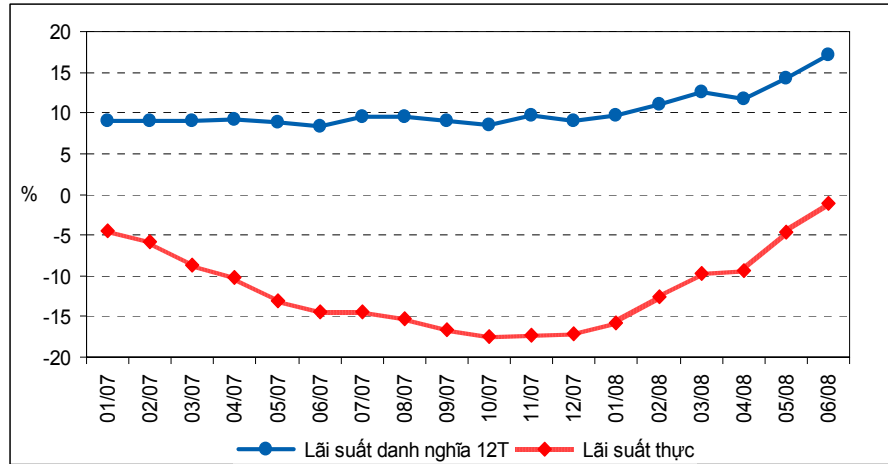
Tuy nhiên, nếu quá lạm dụng công cụ điều hành tiền tệ có thể làm tăng rủi ro thanh khoản, ảnh hưởng đến hoạt động của hệ thống ngân hàng. Nhằm hạn chế lạm phát và phát huy tác dụng của chính sách tiền tệ, ***Việt Nam cần sớm khắc phục hiện tượng tích trữ tài sản bằng ngoại tệ, vàng, hàng hóa và đầu cơ*** bao gồm: nâng cao niềm tin của dân cư vào VND và sử dụng VND làm phương tiện tích trữ chủ yếu, hạn chế đầu cơ trong tất cả các khâu của sản xuất, lưu thông. Ngoài ra, các công cụ của mà NHNN thực hiện cũng cần có sự linh hoạt, phối hợp nhịp nhàng để kiểm soát lượng tiền trong lưu thông mà vẫn đáp ứng được nhu cầu vốn cho đầu tư sản xuất của nền kinh tế.

Trong thời gian tới chúng tôi cho rằng ***Việt Nam sẽ tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ thắt chặt*** và các công cụ điều tiết như dự trữ bắt buộc, lãi suất, hạn mức tín dụng,... sẽ tiếp tục được sử dụng.

Lãi suất

Lãi suất thực đang có xu hướng dương

Đồ thị lãi suất thực qua các tháng từ 2007 đến T6/2008



(Nguồn: ECC)

NHNN đang sử dụng công cụ chính sách tiền tệ thắt chặt nhằm rút bớt tiền từ lưu thông về để kiềm chế lạm phát. Công cụ lãi suất sẽ hiệu quả hơn khi đảm bảo được quyền lợi của người gửi tiền. Với mức lãi suất thực dương, người dân sẽ tin tưởng hơn vào tiền đồng, giảm đầu cơ vào hàng hóa, vàng hay ngoại tệ.

Trên thị trường tài chính Việt Nam có 3 loại khái niệm lãi suất chính: lãi suất cơ bản, lãi suất liên ngân hàng và lãi suất thương mại (bao gồm lãi suất cho vay và lãi suất huy động). Khi xem xét biến động của lãi suất thực (lãi suất huy động) trong thời gian qua, chúng tôi nghiên cứu sự tác động qua lại giữa lãi suất danh nghĩa huy động kỳ hạn 12 tháng (sau đây gọi tắt là lãi suất) của các NHTM và chỉ số CPI. Người gửi tiền vào ngân hàng luôn mong muốn được đảm bảo rằng số tiền lãi họ nhận được ít ra bằng với sự mất giá theo thời gian nếu có của đồng tiền. Do đó nếu lãi suất huy động không đảm bảo được lãi suất thực dương, người dân sẽ có xu hướng chọn kênh dự trữ khác như vàng, hàng hóa,... để giữ cho tài sản của mình không bị mất giá dưới tác động của lạm phát.

Từ năm 2005 tới năm 2007, lãi suất cơ bản ở mức 8,25%/năm. Lãi suất huy động của các NHTM dao động quanh mức 9%-10%/năm trong năm 2007. Để hạn chế tăng trưởng tín dụng, tháng 6/2007 NHNN đã điều chỉnh tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc lên gấp đôi, đồng thời khống chế mức cho vay cầm cố chứng khoán để đầu tư chứng khoán không được vượt quá 3% dư nợ của các NHTM (theo Chỉ thị 03). Tuy nhiên, khi dòng vốn nước ngoài tăng mạnh, NHNN đã dùng 112 nghìn tỷ đồng để mua vào ngoại tệ mà không sử dụng các công cụ điều hòa làm cho mức cung tiền tăng lên.

Cuối năm 2007, nhu cầu vay tiêu dùng cũng như đầu tư tăng mạnh. Với niềm tin thị trường chứng khoán sẽ phục hồi vào cuối năm 2007, một lượng tiền không ít đã đổ vào thị trường này. Bên cạnh đó, luồng tiền cho BĐS cũng gia tăng. Cầu tiền gia tăng đẩy lãi suất liên ngân hàng chạm mức 17%/năm. NHNN cung thêm 10.000 tỷ đồng vào thị trường, lãi suất liên ngân hàng dần hạ về 8%, lãi suất huy động vẫn được giữ ổn định dưới 10%/năm. Thời kỳ này, lãi suất thực theo tính toán của chúng tôi ở mức thấp nhất.

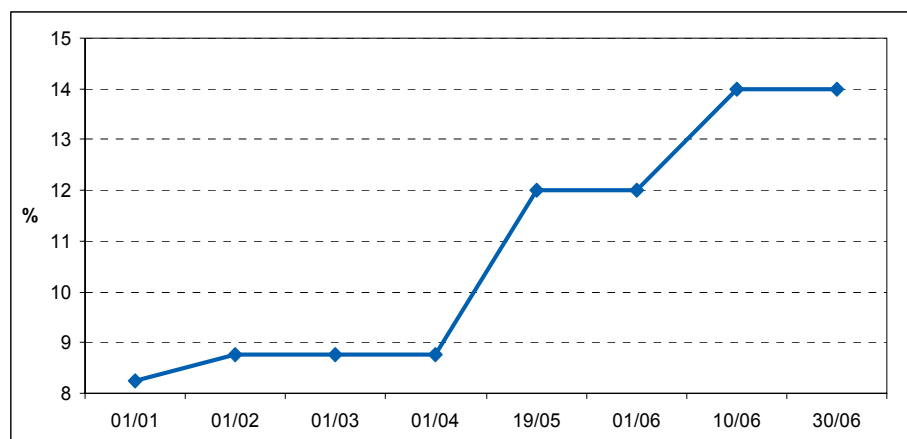
NHNN vẫn giữ lãi suất cơ bản trong một thời gian dài. Tốc độ tăng trưởng cung tiền hàng năm từ 25-30%, cao hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng kinh tế là một nguyên nhân làm

lạm phát tăng cao. Chi phí cơ hội cho việc gửi tiền trở nên đắt, ngược lại chi phí vốn cho đầu tư lại rẻ. Như vậy, với mức lãi suất này không những không hút được lượng tiền trong lưu thông mà còn thúc đẩy việc đầu tư không hiệu quả. Đặc biệt khi ngân hàng còn nhiều yếu kém trong việc thẩm định dự án đầu tư thì ngân hàng đã đẩy rủi ro về phía người gửi tiền.

Những dấu hiệu về rủi ro thanh khoản đã xuất hiện rõ vào cuối tháng 1/2008, NHNN tiếp tục cung thêm 12.000 tỷ đồng để đáp ứng tính thanh khoản của các NH, cộng với 48.000 tỷ đồng thông qua thị trường mở từ 31/01/2008 - 19/02/2008. Lãi suất qua đêm chạm mốc 42%/năm vào ngày 19/02/2008. Cuộc chạy đua lãi suất giữa các NHTM trở nên căng thẳng.

Như vậy từ tháng 01/2007 tới nay, lãi suất thực vẫn âm do lạm phát có xu hướng tăng cao. Tháng 11/2007, lãi suất thực ở mức âm cao nhất (thấp hơn - 15%). Từ nửa cuối năm 2007, nhằm hạn chế lạm phát, chính sách tiền tệ thắt chặt được sử dụng, các lãi suất cơ bản, lãi suất thương mại được nâng dần lên, hướng tới lãi suất thực dương, từ đó có thể thu hút được tiền về hệ thống ngân hàng

Đồ thị lãi suất cơ bản trong 6 tháng đầu năm 2008



(Nguồn: ECC)

Từ nửa cuối năm 2007, chính sách tiền tệ theo hướng chuyển từ nới lỏng sang thắt chặt. Vào tháng 2/2008 lãi suất cơ bản được nâng nhẹ lên mức 8,75%/năm và duy trì trong 3 tháng tiếp đó. Đến giữa tháng 5/2008 mức lãi suất này được nới rộng lên 12%/năm. CPI tháng 5/2008 tiếp tục là cú sốc cho nền kinh tế, tăng 25,2% so với cùng kỳ năm trước. Chính phủ đặt vấn đề kiềm chế lạm phát lên hàng đầu và mức lãi suất cơ bản được tăng lên mức 14%/năm, đẩy mức lãi suất huy động ở các NHTM lên đến 18-19%/năm. Đường lãi suất thực có chiều hướng đi lên và tiệm cận với mức 0%/năm.

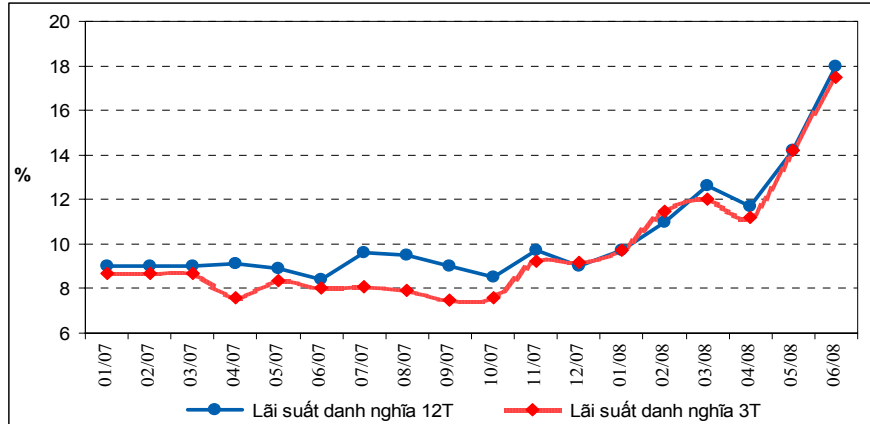
Hiện tại chưa có một con số thống kê chính xác mức độ biến động của lượng tiền gửi vào NHTM qua từng đợt tăng lãi suất trong 6 tháng đầu năm nay nên khó có thể đánh giá mức độ hiệu quả của công cụ lãi suất huy động. Lý thuyết kinh tế truyền thống chỉ ra rằng, khi lãi suất huy động tăng cao sẽ tác động tăng tiết kiệm, giảm chi tiêu, thu hẹp đầu tư. Lãi suất cho vay cao góp phần sàng lọc các dự án đầu tư có hiệu quả, hạn chế việc cho vay thiếu kiểm soát và thu hút tiền gửi từ người dân. Tuy nhiên như chúng tôi đã phân tích ở phần

cung tiền, công cụ lãi suất có tính hai mặt, bên cạnh tác động tích cực, lãi suất quá cao sẽ khiến các doanh nghiệp tăng cao chi phí lãi vay và khó huy động vốn cho sản xuất kinh doanh và hạn chế tăng trưởng của nền kinh tế. Vì vậy sử dụng chính sách tiền tệ cần phải linh hoạt và đi cùng các biện pháp khác để phát huy được tác dụng kiềm chế lạm phát.

Cuộc đua lãi suất của các ngân hàng thương mại

Diễn biến lãi suất huy động 6 tháng đầu năm 2008

Đồ thị so sánh lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng và kỳ hạn 3 tháng



(Nguồn: ECC)

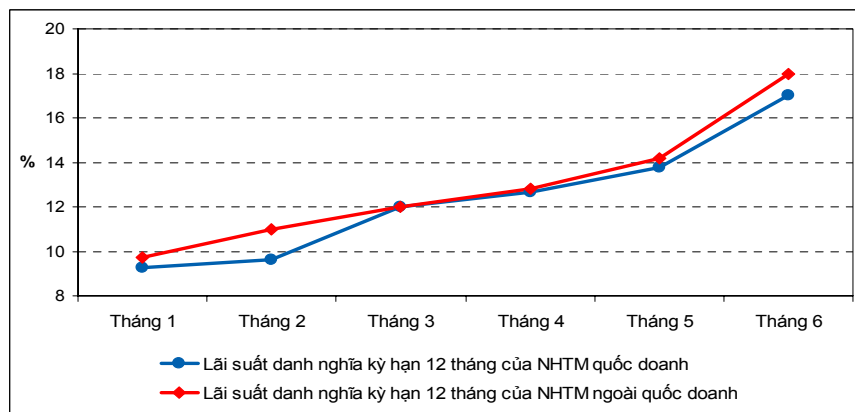
Diễn biến lãi suất đầu năm 2008 có một số điểm đáng lưu ý sau:

Từ tháng 12/1007, lãi suất huy động kỳ hạn ngắn (1 tháng, 3 tháng ...) có dấu hiệu tăng lên nhanh và gần bằng lãi suất kỳ hạn dài. Tháng 2 đến tháng 3/2008, lãi suất huy động kỳ hạn 3 tháng vượt cao hơn lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng. Đây là một tín hiệu bất ổn về sự bất cân đối về nguồn và tài sản của các ngân hàng vì trong điều kiện ổn định, lãi suất huy động kỳ hạn ngắn thường thấp hơn kỳ hạn dài.

Lãi suất huy động 1 năm có xu hướng tăng nhanh, từ mức ổn định dưới 10% trong năm 2007 lên mốc xấp xỉ 18% vào tháng 6/2008. Các ngân hàng đẩy nhanh cuộc đua về lãi suất từ tháng 2/2008.

Đầu năm 2008 diễn ra cuộc đua lãi suất của cả hai khối NHTM quốc doanh và NHTM ngoài quốc doanh. Hiện tượng lãi suất kỳ hạn ngắn cao hơn lãi suất kỳ hạn dài là tín hiệu cho thấy rủi ro thanh khoản của các ngân hàng tăng cao..

Biểu đồ lãi suất năm 2008 của NHTM quốc doanh và NHTM ngoài quốc doanh



(Nguồn: ACB, VCB, vnexpress, ECC)

Trước năm 2008, lãi suất huy động của khối các NHTM quốc doanh thường thấp hơn lãi suất huy động cùng kỳ hạn của khối NHTM ngoài quốc doanh do có quy mô và mạng lưới hoạt động rộng hơn. Từ tháng 3/2008, khoảng cách lãi suất huy động giữa hai khối thu hẹp lại, lãi suất của các NHTM quốc doanh theo sát lãi suất của các NHTMCP. Như vậy, tham gia vào cuộc đua lãi suất không chỉ có NHTMCP mà bao gồm cả các NHTM quốc doanh. Cùng thời gian đó lãi suất qua đêm ở một số ngân hàng đã lên đến 18-19%. Trên thị trường đã xuất hiện mức lãi suất 20%/năm của kỳ hạn 13 tháng ở một số NHTM.

Nguyên nhân

Sự tăng trưởng tín dụng thiếu kiểm soát bùng nổ vào năm 2007. Một số ngân hàng đi vay từ thị trường liên ngân hàng để bổ sung vốn cho vay. Những khoản vay không đảm bảo khả năng hoàn vốn đúng hạn sẽ dẫn tới rủi ro về cân đối nguồn vốn của ngân hàng và dẫn tới ngân hàng thiếu tiền để đảm bảo thanh khoản.

Một tỷ lệ đáng kể tín dụng được dành cho thị trường BĐS và chứng khoán. Hiện tại, BĐS bị đóng băng và TTCK đã bị giảm trên 50% vốn hóa, NHTM sẽ đối mặt với tỷ lệ nợ xấu tăng cao, nhiều dự án kém hiệu quả khó thu hồi vốn.

Bốn nguyên nhân của biến động lãi suất bao gồm: 1. tăng trưởng tín dụng thiếu kiểm soát, 2. BĐS đóng băng và TTCK suy giảm, 3. chính sách tiền tệ thắt chặt, 4. nghịch lý trên thị trường cho vay liên ngân hàng

Nhà nước sử dụng chính sách tiền tệ thắt chặt đã ảnh hưởng tới vốn khả dụng của các ngân hàng. NHNN đã nhiều lần tăng tỷ lệ dự trữ tăng cao cũng làm cho lượng vốn khả dụng trong các NHTM bị thu hẹp. Ngoài ra, tháng 2/2008, NHNN bán 20,3 nghìn tỷ đồng tín phiếu bắt buộc cho 41 NHTM. Các ngân hàng đã phải vay nóng trên thị trường liên ngân hàng để tránh mất thanh khoản, lãi suất liên ngân hàng bị đẩy lên rất cao. Lãi suất huy động kỳ hạn ngắn 3 tháng đã vượt lãi suất 12 tháng.

Từ ngày 11/6, lãi suất cơ bản bằng đồng Việt Nam tăng từ 12% đến 14%/năm, lãi suất tái cấp vốn điều chỉnh tăng thêm 2% lên 15%/năm, lãi suất tái chiết khấu từ 11% lên 13%. Lãi suất cho vay được ấn định ở mức trần là 21% và ngân hàng không được phép tính thêm phí. Lãi suất huy động ngắn hạn được vẫn được đẩy lên cao, gần bằng lãi suất huy động dài hạn.

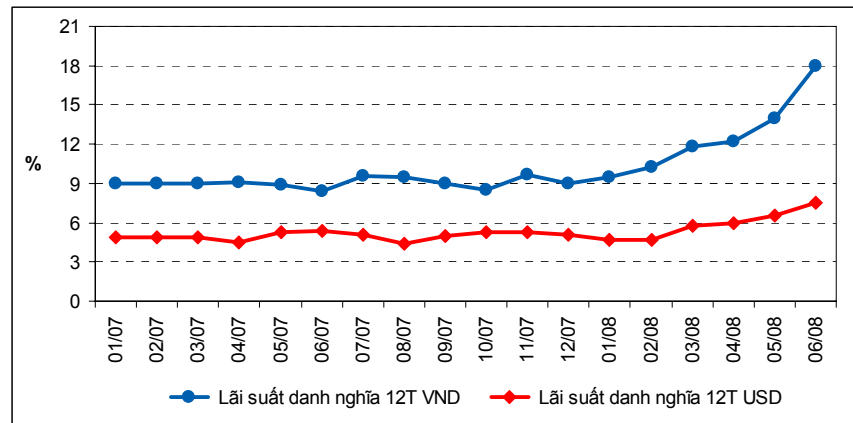
Nghịch lý trên thị trường liên ngân hàng thể hiện khi một số NHTMCP quy mô nhỏ phải đi vay lại của ngân hàng lớn với mức lãi suất qua đêm rất cao, một số thời điểm trên 30%. Tháng 4/2008, có nhiều ngân hàng thừa vốn nhưng hạn chế cho các ngân hàng khác vay, ngân hàng cho vay thì lại đưa ra mức lãi suất cao nhằm kinh doanh trên thị trường liên ngân hàng. Từ đó dẫn tới các NHTMCP nhỏ phải đẩy mạnh lãi suất huy động để thu hút khách hàng, bù đắp thanh khoản.

Lãi suất USD leo thang

Những năm trước đây, lượng ngoại tệ thu được từ xuất khẩu, kiều hối và khách du lịch giữ cho nguồn cung ngoại tệ khá ổn định. Đầu năm 2008, lãi suất cho vay USD thấp hơn đáng kể so với lãi suất cho vay VND, do đó người dân lựa chọn gửi tiết kiệm VND, còn một bộ phận doanh nghiệp lựa chọn vay USD nhằm hưởng chênh lệch lãi suất.

Đồ thị lãi suất huy động VND và lãi suất huy động USD kỳ hạn 12 tháng

Lượng tiền gửi bằng ngoại tệ quý II có xu hướng tăng đột biến. Điều này xuất phát từ tâm lý e ngại lạm phát. Sự thiếu hụt ngoại tệ do thâm hụt thương mại lớn góp phần đẩy lãi suất huy động USD lên cao



(Nguồn: ACB, VCB, vnexpress, ECC)

Sự biến động lãi suất huy động USD thường ngược chiều với lãi suất huy động VND trong năm 2007. Từ tháng 3/2008, hai mức lãi suất này lại biến động cùng chiều. Các NHTM có nhu cầu mua ngoại tệ tăng cao từ tháng 3/2008. Tỷ giá ngoại tệ thường đạt mức trần trong giới hạn biên độ tỷ giá.

Nhập siêu trong những tháng đầu năm 2008 gia tăng dẫn tới nhu cầu ngoại tệ tăng nhanh. Khi thị trường chứng khoán suy giảm, vốn FII và kiều hối chuyển về có xu hướng giảm. Ngân hàng thiếu hụt ngoại tệ cho vay. Vì vậy lãi suất huy động USD cũng tăng cao nhằm thu hút ngoại tệ cho doanh nghiệp nhập khẩu. Theo thống kê của chúng tôi, lượng tiền gửi bằng ngoại tệ quý II có xu hướng tăng đột biến. Điều này xuất phát từ tâm lý e ngại lạm phát. Ngoài ra chính sách thắt chặt nhập khẩu để hạn chế nhập siêu cũng tác động giảm nhu cầu với ngoại tệ.

Kết Luận

Thống nhất với những phân tích liên quan tới cung tiền ở trên, chúng tôi cho rằng chính sách thắt chặt tiền tệ sẽ tiếp tục thực hiện trong năm 2008 nhằm mục tiêu kiềm chế lạm phát. Tới thời điểm này, công cụ lãi suất nhằm hút tiền từ lưu thông về đã bước đầu phát huy tác dụng thể hiện qua lạm phát của tháng 6 đã hạ xuống mức 2,14%.

Trong trường hợp chỉ số CPI và cán cân thương mại những tháng tới tiếp tục được cải thiện, quan điểm của chúng tôi cho rằng lãi suất huy động của các NHTM sẽ được giữ ổn định quanh mức hiện nay và khó có khả năng tăng mạnh. Chúng tôi cũng cho rằng NHNN tạm thời duy trì lãi suất cơ bản 14%, không khuyến khích các NHTM tăng lãi suất tiền gửi và định hướng kiểm soát lãi suất cho vay không vượt quá 21%/ năm.

Rủi ro thanh khoản tại các NHTM

Ngân hàng thương mại là những định chế tài chính trung gian với hoạt động chủ yếu là nhận tiền gửi tiết kiệm và hoàn trả, đầu tư cho vay; cung cấp các dịch vụ ngân hàng; kinh doanh chứng khoán... Do vậy hoạt động NHTM chịu tác động của nhiều yếu tố như: môi trường kinh tế, chính trị, xã hội, các cơ chế chính sách quản lý điều hành vĩ mô và vi mô. Tuy nhiên, các yếu tố này có thể thay đổi để phù hợp với diễn biến thực tế của nền kinh tế.

Rủi ro trong hoạt động của các ngân hàng rất đa dạng, nhưng nhìn chung có thể xếp vào các loại rủi ro cơ bản sau: rủi ro tín dụng, rủi ro hối đoái; rủi ro thanh khoản, rủi ro thị trường, rủi ro về lãi suất, rủi ro hoạt động.

Rủi ro thanh khoản: là rủi ro khi ngân hàng không đủ tiền đáp ứng các khoản phải trả khi đến hạn hoàn trả, hoặc vì một biến cố nào đó mà khách hàng rút tiền ào ạt

Rủi ro thanh khoản: Xảy ra khi cung về tiền ít hơn cầu về tiền, thanh khoản liên quan đến khả năng chuyển các tài sản thành tiền một cách nhanh chóng mà không chịu biến động lớn về giá cả. Hay nói một cách khác rủi ro thanh khoản là rủi ro khi ngân hàng không đủ tiền đáp ứng các khoản phải trả khi đến hạn hoàn trả, hoặc vì một biến cố nào đó mà khách hàng rút tiền ào ạt.

Theo NHNN, hoạt động cho vay trong hệ thống các ngân hàng Việt Nam chiếm từ 70% đến 90% tổng tài sản có và một tỷ lệ tương đương trong tổng thu nhập của hệ thống ngân hàng. Do quá tập trung vào mục tiêu ngắn hạn, nhiều ngân hàng đã “quên” các biện pháp quản lý ở góc độ dài hạn và không quan tâm đến ảnh hưởng của vĩ mô. Chính vì vậy, hiện nay, các ngân hàng đang phải đối mặt với nguy cơ rủi ro tín dụng và thanh khoản, tỷ lệ nợ xấu vẫn ở mức cao và đang có xu hướng tăng lên. Trước những chính sách tiền tệ thắt chặt nhằm kiềm chế lạm phát trong thời gian qua đã tác động mạnh thêm đến vấn đề thanh khoản, điều đó có thể được nhìn thấy từ sự tác động đến “lãi suất”

Thực trạng của “cơn bão” lãi suất và vấn đề thanh khoản

Sau khi NHNN áp dụng mức lãi suất cơ bản mới 14%/năm vào ngày 11/06/2008 thay cho 12%/năm thì các ngân hàng nhanh chóng tiếp tục cuộc đua lãi suất huy động, mức cao nhất lên đến 18-18,7%/năm cho kỳ hạn 6 - 12 tháng.

Sau khi NHNN áp dụng mức lãi suất cơ bản mới 14%/năm vào ngày 11/06/2008 thay cho 12%/năm thì các ngân hàng nhanh chóng tiếp tục cuộc đua lãi suất huy động, mức cao nhất lên đến 18-18,7%/năm cho kỳ hạn 6-12 tháng như ngân hàng An Bình 18,2%/năm (24/06/2008), Sacombank là 18,48%/năm (23/06/2008), OceanBank là 18,7%/năm (18/06/2008), ngân hàng TMCP Sài Gòn (SCB) là 18,5%/năm (25/06/2008) và lãi suất liên ngân hàng có lúc đến 20%/năm tính đến hết ngày 20/06/2008. Mới đây, các ngân hàng nhằm chạy đua lãi suất, thu hút khách hàng, đã đưa ra những chiêu thức huy động khác nhau, điển hình như ngân hàng Phương Đông (OCB) ngày 25/06/2008 đã “tung” ra thị trường chương trình tiết kiệm ngắn hạn “nhận lãi trước + lãi suất cao”, với thời hạn huy động 1 tháng. Nếu đáo hạn mà vẫn tiếp tục gửi, khách hàng sẽ được hưởng mức lãi suất 1,6%/tháng, tức 19,2%/năm.

Cuộc chạy đua lãi suất bắt đầu “nóng” kể từ khi NHNN chính thức bỏ trần lãi suất 12%/năm mà thay vào đó là lãi suất cơ bản được áp dụng 12%/năm. Hơn nữa, những chính sách thắt chặt tiền tệ khiến cho các ngân hàng liên tục tìm mọi biện pháp để huy động vốn ngắn hạn để đảm bảo nguồn dự phòng rủi ro thanh khoản. Tuy nhiên, lãi suất tăng nhằm

Lãi suất tăng nhằm đảm bảo tính thanh khoản nhưng lại tiềm ẩn một số lượng lớn nợ xấu tăng, kéo theo rủi ro về tín dụng.

đảm bảo tính thanh khoản nhưng lại tiềm ẩn một số lượng lớn nợ xấu tăng, kéo theo rủi ro về tín dụng.

Mục đích chạy đua lãi suất hiện nay ngoài đảm bảo vấn đề thanh khoản, còn nhằm mục đích giữ khách, nâng cao sức cạnh tranh cho ngân hàng. Việc khách hàng liên tục rút tiền để gửi ở các ngân hàng khác nhau cũng làm ảnh hưởng lớn đến rủi ro thanh khoản của các ngân hàng, đặc biệt là những ngân hàng quy mô nhỏ, tiềm lực tài chính hạn chế.

Dấu hiệu của rủi ro thanh khoản cũng được nhìn thấy khi NHNN cung thêm 12.000 tỷ đồng vào cuối tháng 01/2008 để đảm bảo thanh khoản cho các ngân hàng, và đến cuối tháng 2/2008 NHNN cung tiếp 48.000 tỷ đồng thông qua thị trường mở. Ngoài ra, NHNN vẫn cho các ngân hàng vay tái cấp vốn nhằm đảm bảo thanh khoản.

Lãi suất cho các kỳ hạn ngắn có lúc bằng và cao hơn so với các kỳ hạn dài: dấu hiệu khác của rủi ro thanh khoản.

Lãi suất cho các kỳ hạn ngắn có lúc bằng và cao hơn so với các kỳ hạn dài, dấu hiệu khác của rủi ro thanh khoản: trong tháng 3 vừa qua, nhiều ngân hàng đưa ra mức lãi suất huy động có kỳ hạn dài (12-36 tháng) lại bằng hoặc thấp hơn các kỳ hạn ngắn. Ví dụ, theo biểu lãi suất công bố trên website của một số ngân hàng như ACB, EAB, Eximbank..., lãi suất kỳ hạn 1 tháng bằng với lãi suất kỳ hạn 12 tháng và bằng 1%/tháng (lĩnh lãi cuối kỳ). Ngày 19/05/2008 ngân hàng Nam Việt đưa ra mức lãi suất huy động kỳ hạn 1-3 tháng là 18%/năm trong khi lãi suất kỳ hạn từ 6 tháng trở lên chỉ khoảng 12-14%. Hầu hết các NHTMCP khác cũng có mặt bằng lãi suất tương đương. Điều này chứng tỏ, ngân hàng đang có nhu cầu cao đối với vốn ngắn hạn, mà vốn ngắn hạn chủ yếu để đáp ứng tình hình thanh khoản trước mắt.

Nguyên nhân của những khó khăn thanh khoản

Sự tăng trưởng tín dụng quá “nóng” vào TTCK và BĐS

Dư nợ tín dụng cho vay BĐS tăng từ 50.000 tỷ đồng vào năm 2006 lên 134.000 tỷ đồng tính đến tháng 4/2008, tăng 170%.

Vào đầu năm 2007, thị trường chứng khoán sôi động khiến cho vay đầu tư, kinh doanh chứng khoán mang lại siêu lợi nhuận cho nhiều ngân hàng. Có những NHTMCP tỷ lệ cho vay chứng khoán chiếm đến trên dưới 40% tổng dư nợ. Sự tập trung dư nợ tín dụng quá lớn vào TTCK chứa đựng những rủi ro về tín dụng và thanh khoản cho hệ thống ngân hàng. Do đó, Chỉ thị 03 của NHNN ra đời giới hạn dư nợ tín dụng chứng khoán là 3% (ngày 01/02/2008 Chỉ thị 03 đã được thay thế bằng Quyết định 03 với tổng dư nợ cho vay chứng khoán không vượt quá 20% vốn điều lệ). Sau khi Quyết định này, vốn vay vào thị trường BĐS tăng lên nhanh chóng tạo đà cho thị trường BĐS phát triển. Dư nợ tín dụng BĐS từ 50.000 tỷ đồng vào cuối năm 2006 thì đến cuối tháng 4/2008 con số này đã là 134.000 tỷ đồng, tăng 170% sau hơn 2 năm. Khi thị trường chứng khoán liên tục sụt giảm, và BĐS bị “đóng băng” khiến cho các ngân hàng tăng cường hoạt động thu hồi nợ nhằm hạn chế nợ xấu, nợ khó đòi bằng cách đẩy mạnh việc giải chấp cầm cố và repo. Việc làm này của ngân hàng không những không hạn chế được rủi ro mà còn tác động qua lại tới TTCK làm cho TTCK tăng đà giảm mạnh, còn thị trường BĐS cũng mất đi tính thanh khoản.

Chính sách thắt chặt tiền tệ: chống lạm phát, ngân hàng thương mại gặp khó!

Để đầu giá 100 tỷ đồng trên thị trường liên ngân hàng, lãi suất đã bị đẩy lên mức 30%/năm.

Để chống lạm phát, NHNN đã liên tiếp đưa ra các động thái thắt chặt tiền tệ: tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc thêm 1%, thu hồi 20,3 nghìn tỷ đồng từ tín phiếu bắt buộc, sự thắt chặt của tín dụng vào BĐS, thị trường chứng khoán, và mới đây NHNN đã tăng lãi suất cơ bản lên 14%, lãi suất chiết khấu 13%, lãi suất tái cấp vốn 15%. Trước tình hình trên, các NHTM đều bày tỏ khó khăn về dự trữ tiền mặt nên đã phải tạm dừng cho vay, liên tục tăng lãi suất nhằm huy động vốn ngắn hạn bù đắp vào sự thiếu hụt. Có những thời điểm căng thẳng, để đầu giá 100 tỷ đồng trên thị trường liên ngân hàng, lãi suất đã đẩy lên mức 30%/năm.

Trong một thời gian ngắn việc áp dụng liên tiếp các biện pháp đột ngột đã gây nên hệ quả là các ngân hàng phải chống chọi với nhiều rủi ro tiềm ẩn. Không thể tự xoay chuyển được trước những khó khăn về thanh khoản của mình, NHNN đã hỗ trợ các NHTM cho vay tái cấp vốn và hai lần cung tiền với tổng số 60 nghìn tỷ đồng. Các biện pháp cung, rút, thắt chặt tiền tệ nhằm kiềm chế lạm phát trong ngắn hạn là hợp lý tại Việt Nam hiện nay. Tuy nhiên, về dài hạn cần hiệu quả hơn trong đầu tư công, giảm dự án chưa cần thiết và tránh thất thoát lãng phí. Điều này càng thể hiện rõ hơn trong số liệu nghiên cứu của Đại học Havard đưa ra khi chỉ số ICOR của Việt Nam xấp xỉ 5 lần, một con số đáng báo động về hiệu quả đầu tư. Theo một số chuyên gia thì nguyên nhân gây ra lạm phát là 30% do hiệu quả đầu tư, 40% do yếu tố tiền tệ và 30% còn lại do giá nguyên vật liệu thế giới.

Sự “đánh đổi” trong chính sách quản lý rủi ro

Một số NHTMCP tỷ lệ dự nợ tín dụng từ TTLNH trên tổng vốn huy động cao hơn 100%, thậm chí lên đến 200%, trong khi tỷ lệ an toàn là 75%, chứng tỏ một số vốn lớn huy động từ TTLNH được tái cho vay.

Thời gian qua các NHTM chấp nhận mức rủi ro cao trong tín dụng và đầu tư nhằm đạt mục tiêu siêu lợi nhuận. Do đó, các hạn mức về tín dụng, về tỷ lệ vốn an toàn tối thiểu, tỷ lệ trích lập dự phòng, những chuẩn mực kế toán dường như không có sự giám sát hợp lý. Việc điều hành, quản lý rủi ro không chỉ được thực hiện bởi chính sách, những Chỉ thị từ NHNN mà mỗi NHTM phải tự có cơ chế quản lý điều hành riêng sao cho hiệu quả. Thực tế thời gian qua, một khoản vay trên TTLNH thường chỉ để giải quyết nhu cầu thanh khoản ngắn hạn, thậm chí chỉ qua đêm, vậy mà các ngân hàng đã cho vay hoặc đi vay những khoản tiền rất lớn, kỳ hạn dài, vấn đề này cho thấy sự “mạo hiểm” của các NHTM. Cụ thể, một số NHTMCP có quy mô thấp, hoạt động dịch vụ kém phát triển và chủ yếu là kinh doanh tín dụng, thường phải đi vay trên TTLNH. Một số NHTMCP có tỷ lệ dự nợ tín dụng từ TTLNH trên tổng vốn huy động cao hơn 100%, thậm chí có ngân hàng lên đến 200%, trong khi tỷ lệ an toàn là 75%, chứng tỏ một số vốn lớn huy động từ TTLNH được tái cho vay. Ngoài ra, tình trạng cho vay vượt hạn mức vẫn xảy ra thường xuyên, và việc trích lập dự phòng cho các khoản rủi ro không được thực hiện theo đúng nguyên tắc chuẩn.

Hướng đến chuẩn mực của Hiệp ước Basel II

“Quản lý rủi ro là một quá trình liên tục cần được thực hiện ở mọi cấp độ của một tổ chức tài chính và là yêu cầu bắt buộc để các tổ chức tài chính có thể đạt được các mục tiêu đề ra và duy trì khả năng tồn tại và sự minh bạch về tài chính” (Trích các hướng dẫn về chính sách quản lý rủi ro của Ủy ban Basel).

Trong Hiệp ước Basel II các ngân hàng cần đảm bảo 3 nguyên tắc chính: nguồn vốn tối thiểu để bù đắp cho rủi ro, theo đó tỷ lệ tối thiểu được áp dụng là trên 8% tài sản tính theo độ rủi ro; thanh tra đánh giá mức độ tuân thủ mức vốn tối thiểu; và nguyên tắc thị trường và minh bạch thông tin.

$$\text{Vốn bắt buộc} \geq 8\% \times \text{Tài sản đã điều chỉnh rủi ro (RWA)}$$

$$\text{Tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu (CAR)} = \text{Vốn bắt buộc} / \text{Tài sản đã điều chỉnh rủi ro} \geq 8\%$$

Vốn tính theo rủi ro gia quyền

Tài sản tính theo rủi ro gia quyền (RWA) = Tổng (Tài sản x Mức rủi ro phân định cho từng tài sản trong bảng CĐKT) + Tổng (Nợ tương đương x Mức rủi ro ngoại bảng)

Định mức về vốn

	CAR >10%	8% < CAR < 10%	6% < CAR < 8%	2% < CAR < 6%	CAR < 2%
Tình trạng vốn	Tốt	Thích hợp	Thiếu	Thiếu rõ rệt	Thiếu trầm trọng

(Nguồn: BIS)

Tỷ lệ CAR và tình trạng vốn tại một số ngân hàng

Ngân hàng	2005		2006		2007	
	CAR	Tình trạng	CAR	Tình trạng	CAR	Tình trạng
ACB	12%	Tốt	11%	Tốt	16%	Tốt
AGRIBANK	0,4%	Thiếu trầm trọng	5%	Thiếu rõ rệt	7%	Thiếu
BIDV	4%	Thiếu rõ rệt	4,8%	Thiếu rõ rệt	11%	Tốt
MARITIME BANK	10%	Thích hợp	9,3%	Thích hợp	9,4%	Thích hợp
STB	15,4%	Tốt	11,8%	Tốt	11%	Tốt

(Nguồn: ECC tổng hợp)

Trọng số rủi ro theo loại tài sản

Trọng số rủi ro	Phân loại tài sản
0%	Tiền mặt và vàng nằm trong ngân hàng. Các nghĩa vụ trả nợ của Chính phủ và Bộ Tài chính.
20%	Các khoản trả nợ của ngân hàng có quy mô lớn Chứng khoán phát hành bởi các cơ quan Nhà nước
50%	Các khoản vay thế chấp nhà ở,...
100%	Tất cả các khoản vay khác như trái phiếu của doanh nghiệp, các khoản nợ từ các nước kém phát triển, các khoản vay thế chấp cổ phiếu, bất động sản,...

(Nguồn: BIS)

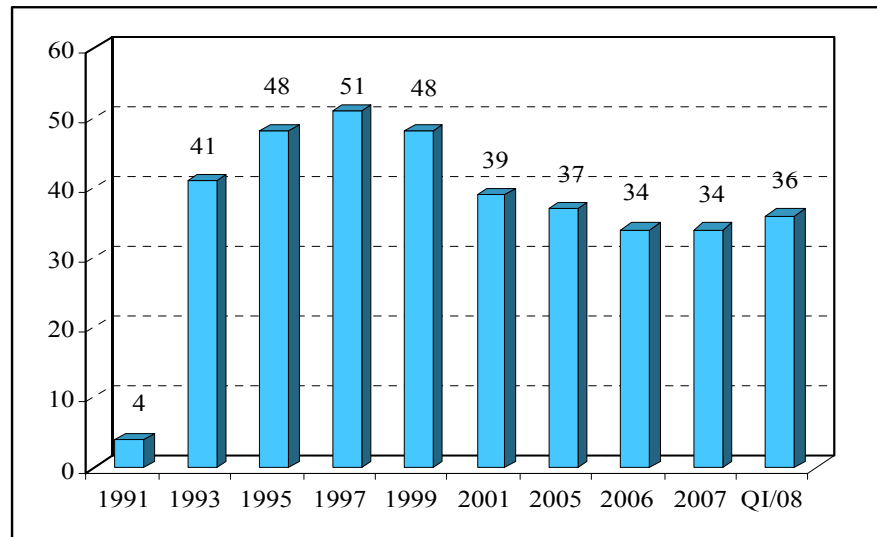
Hiện nay, để áp dụng Hiệp ước Basel tại Việt Nam chi phí khá cao do phải đảm bảo về công nghệ thông tin, sử dụng hệ thống xếp hạng tín dụng... Vì thế, để tiếp cận được Basel thì mức rủi ro của các ngân hàng lớn có thể giảm, nhưng của các ngân hàng nhỏ và yếu kém có thể tăng lên. Khi đó, các ngân hàng nhỏ sẽ chịu chi phí đầu vào tăng, nên lãi suất đầu ra sẽ tăng hoặc chênh lệch lãi suất thấp hơn, gây ảnh hưởng bất lợi đến lợi nhuận của ngân hàng. Trong điều kiện đó, các ngân hàng nhỏ phải hợp nhất hoặc sáp nhập để hạn chế rủi ro. Chính vì những vướng mắc và khó khăn đó nên NHNN đưa ra kế hoạch sẽ áp dụng Basel dần dần và hoàn thiện sau năm 2010.

Tăng trưởng tín dụng của các NHTMCP

Tăng trưởng tín dụng khối NHTMCP

Số lượng các NHTMCP qua các năm

Năm 2006 và năm 2007 là khoảng thời gian mà rất nhiều NHTMCP bước vào cuộc đua tăng vốn điều lệ. Con số tăng vốn điều lệ này là hệ quả của sự tăng trưởng nóng cho vay tín dụng BĐS và sự bùng nổ của thị trường chứng khoán.



(Nguồn: ECC)

Tính đến cuối năm 2007, Việt Nam có 34 NHTMCP đang hoạt động (chưa tính Vietcombank), số lượng NHTMCP tăng vọt trong giai đoạn năm 1991 - 1993, từ 4 ngân hàng vào năm 1991 đã lên đến 41 ngân hàng vào năm 1993, các năm sau đó số lượng các NHTMCP tiếp tục tăng lên và đạt đỉnh điểm vào năm 1997 là 51 NHTMCP. Sau đó một số NHTMCP do hoạt động không hiệu quả và bị phá sản, bị mua lại, dẫn đến số lượng các NHTMCP đã giảm xuống con số như hiện nay.

Năm 2006 và năm 2007 là khoảng thời gian mà rất nhiều NHTMCP bước vào cuộc đua tăng vốn điều lệ. Con số tăng vốn điều lệ này là hệ quả của sự tăng trưởng nóng cho vay tín dụng BĐS (trực tiếp và gián tiếp thông qua hình thức vay khác) và sự bùng nổ của thị trường chứng khoán (niêm yết và OTC) mà trong đó cổ phiếu Ngân hàng được đánh giá là một trong các mặt hàng được các nhà đầu tư săn lùng nhiều nhất. Ngoài ra cùng với những quy định mới của NHNN, yếu tố cạnh tranh trên thị trường đã làm cho việc tăng vốn điều lệ ở nhiều Ngân hàng trở nên cấp thiết.

Vốn điều lệ và số chi nhánh của một số NHTMCP năm 2006 - 2007

NHTMCP	Vốn điều lệ (Tỷ đồng)		% tăng vốn điều lệ	Số lượng chi nhánh		% tăng số lượng CN
	2006	2007		2006	2007	
Sacombank	2.089	4.449	112%	159	211	33%
SeaBank	500	3.000	500%	30	50	67%
EximBank	1.212	2.800	131%	27	65	141%
ACB	1.100	2.630	139%	84	134	60%

Với lãi suất thực âm (giá vốn rẻ), nhiều nhà đầu tư vay tiền đầu tư vào bất động sản và chứng khoán, bất chấp rủi ro tín dụng khi lãi suất tăng và khả năng suy thoái của thị trường này. Tín dụng khối NHTMCP năm 2007 đã tăng trên 70%.

Techcombank	1.500	2.521	68%	80	127	59%
ABBank	1.131	2.300	103%	14	51	264%
HabuBank	1.100	2.000	82%	21	24	14%
VPBank	750	2.000	167%	50	100	100%
VIBank	1.000	2.000	100%	60	82	37%
SHB	500	2.000	300%	-	30	-
NHTMCP SG	600	2.000	233%	20	42	110%
Đông Á	880	1.970	124%	-	105	-
Phuong Nam	1.290	1.600	24%	47	-	-
Phuong Đông	567	1.111	96%	41	59	44%
Việt Á	500	1.020	104%	24	40	67%
Đại Dương	170	1.000	488%	-	30	-
Nam Việt	500	1.000	100%	-	70	-

(Nguồn: ECC)

Các NHTMCP đến cuối năm 2008 phải đạt mức vốn điều lệ tối thiểu là 1.000 tỷ đồng và đến cuối năm 2010 mức này sẽ là 3.000 tỷ đồng (Theo Nghị định 141/2006/NĐ-CP).

Một số NHTMCP không hướng vốn vào các dự án đầu tư sản xuất mà có xu hướng chuyển vốn vào các lĩnh vực phi sản xuất như chứng khoán, BĐS và cho vay tiêu dùng. Những lĩnh vực này từ cuối năm 2007 đến nay đã có rất nhiều biến động, rủi ro tiềm ẩn, đặc biệt đối với các ngân hàng có năng lực tài chính yếu, tăng trưởng nóng (quy mô vốn, tổng tài sản tăng nhanh, ít tập chung mở rộng mạng lưới hoạt động) và khả năng quản lý rủi ro yếu.

Đặc biệt trong giai đoạn 2006-2007, với mặt bằng lãi suất vay thấp (lãi suất thực âm), nhiều nhà đầu tư đã vay tiền đầu tư vào bất động sản và chứng khoán, bất chấp rủi ro tín dụng khi lãi suất tăng và khả năng suy thoái của thị trường này.

Cũng trong năm 2006-2007 các NHTMCP đã có sự tăng trưởng lợi nhuận đột biến do tốc độ cho vay tăng rất nhanh, tín dụng khối NHTMCP năm 2007 đã tăng trên 80% (trong khi khối NHTM quốc doanh chỉ tăng trên 30% và toàn hệ thống ngân hàng có mức tăng tín dụng lên tới 53%). Đặc biệt có một số ngân hàng có mức tăng trưởng tín dụng năm 2007 trên 100% như ABBank trên 500%, Seabank trên 200%, VPBank trên 150% và một số ngân hàng khác như Habubank, Techcombank, Đông Á, STB tăng trưởng tín dụng trên 100%.

Một điểm cần lưu ý là tốc độ tăng trưởng tín dụng rất nóng trong lĩnh vực kinh doanh BĐS và tiêu dùng cá nhân (tạm nhập vào thành một nhóm) của nhiều NHTMCP. Một số NHTMCP có mức tăng tín dụng trong lĩnh vực này là trên 200%, cao hơn rất nhiều so với mức tăng tín dụng chung. Theo thống kê từ một số NHTMCP có công bố BCTC năm 2007, tỷ trọng cho vay kinh doanh BĐS và tiêu dùng cá nhân của một số NHTMCP chiếm trên 40% tổng dư nợ tín dụng. Theo đánh giá của chúng tôi, tỷ trọng này có thể còn cao hơn đối với các NHTMCP cỡ vừa và nhỏ, đặc biệt là các ngân hàng có tốc độ tăng trưởng nóng về vốn điều lệ và tổng tài sản trong năm 2006-2007.

Chưa có bất kỳ một con số thống kê đáng tin cậy nào về tỷ lệ vốn vay tiêu dùng cá nhân được đổ vào TTCK và BĐS. Tuy nhiên đây thực sự là con số rủi ro tiềm ẩn và nếu không đánh giá một cách thận trọng nó có thể là tác nhân tăng tỷ lệ vốn không sinh lời của các

NHTMCP trong thời gian tới, khi mà thị trường BĐS vẫn tiếp tục đóng băng và có chiều hướng đi xuống.

Với mục tiêu tăng trưởng tín dụng và lợi nhuận, nhiều NHTMCP đã không quản lý chặt chẽ rủi ro của các dự án vay (giám sát mục đích sử dụng vốn), cũng như các vấn đề về rủi ro lãi suất cũng không được tính tới.

Các khoản rủi ro này mô hình chung đã được san sẻ cho những người gửi tiền. Về vấn đề này, Deutsch Bank trong báo cáo ngày 04/06/2008 đã đưa ra nhận định: “*Để ổn định kinh tế, Deutsch Bank dự kiến Việt Nam sẽ cần tới sự hỗ trợ của IMF với các điều kiện ngặt nghèo, trong đó có bảo hiểm và bảo lãnh tiền gửi cho người gửi tiền*”.

Một sự rủi ro nữa của nhiều NHTMCP là dùng vốn vay các tổ chức tín dụng khác, nguồn có tính chất chỉ để bù đắp thiếu hụt tạm thời khả năng thanh khoản, để cho vay khách hàng. Vào thời điểm cuối QI/2008, một số NHTMCP có tỷ lệ dư nợ so với huy động vốn từ tiền gửi của các tổ chức kinh tế và dân cư trên 100%, trong đó có những ngân hàng có tỷ lệ từ 130% trở lên. Số vốn thiếu hụt các ngân hàng này vay từ thị trường liên ngân hàng. Điều này đã làm cho tính thanh khoản của một số ngân hàng bị ảnh hưởng.

Nợ xấu có xu hướng gia tăng

Đa số khó khăn trong khả năng thanh toán của ngân hàng đều bắt đầu từ vấn đề số lượng nợ không sinh lời gia tăng.

Nợ không sinh lời: Theo Quyết định 493 ngày 22/04/2005 của NHNN, các tổ chức tín dụng phải phân loại nợ thành 5 nhóm, trong đó nhóm 1 là nợ đủ tiêu chuẩn, nhóm 5 là nợ xấu nhất và có khả năng mất vốn. Nợ xấu theo cách định nghĩa tại Quyết định 493 hay nợ không sinh lời (thuật ngữ tiếng Anh: non-performing loans) là các khoản nợ thuộc các nhóm 3, 4 và 5.

Yếu tố quan trọng gây ra khó khăn trong khả năng thanh toán của ngân hàng đều bắt đầu từ vấn đề số lượng lớn nợ không sinh lời. Nguyên nhân do:

- Chính sách tiền tệ đã được nới lỏng từ năm 2004 đến giữa năm 2007 với tốc độ tăng cung tiền tăng hàng năm 25-35% (gấp nhiều lần tốc độ tăng trưởng GDP, góp phần gia tăng lạm phát), và được chuyển sang thắt chặt quá nhanh từ cuối năm 2007 (nhằm kiềm chế lạm phát), việc này đã làm kinh tế phát triển chậm lại và nợ không sinh lời tăng.

- Do việc tăng lãi suất cho vay quá nhanh nên nợ quá hạn của ngân hàng cũng đang có xu hướng tăng nhanh vì khách hàng thà chịu phạt 150% lãi suất thay vì vay mới lãi suất cao hơn. Một số khách hàng sợ nếu trả nợ xong thì cũng chưa chắc vay được tiếp. Đây cũng là một nguyên nhân dẫn đến nhiều ngân hàng bị ảnh hưởng đến khả năng cân đối nguồn vốn.

- Một số ngân hàng bị rơi vào tình trạng khó khăn do rót vốn nhiều vào thị trường BĐS và chứng khoán. Khi thị trường BĐS đóng băng, TTCK suy thoái dẫn đến việc khách hàng có khả năng mất khả năng trả nợ, trong khi tài sản thế chấp, cầm cố khó thanh lý khiến các ngân hàng bị ảnh hưởng lớn.

Thị trường liên ngân hàng

Từ năm 2007 đến nay, thị trường liên ngân hàng (TTLNH) ở Việt Nam đã bị biến dạng từ thị trường hỗ trợ khả năng thanh toán thành thị trường sinh lời.

Từ năm 2007 đến nay, thị trường liên ngân hàng (TTLNH) ở Việt Nam có dấu hiệu bị chuyển biến từ thị trường hỗ trợ khả năng thanh toán thành thị trường sinh lời. Thanh khoản của một số NHTMCP bị giảm sút ngoài nguyên nhân do hoạt động quản lý rủi ro kém cũng có một phần là hậu quả của sự biến dạng TTLNH. Một số ngân hàng đã sử dụng vốn vay từ TTLNH để cho vay dài hạn nền kinh tế.

Trong bối cảnh thị trường tiền tệ khan hiếm, một số ngân hàng nhỏ không đủ uy tín để vay trên TTLNH. Đã có tình trạng một số NHTMCP có quy mô vừa huy động vốn từ các ngân hàng lớn với kỳ hạn ngày, tuần, tháng để về cho vay lại một số ngân hàng nhỏ với mức lãi suất cao hơn. Hậu quả là một số NHTMCP đã thiếu vốn khả dụng do đã cho vay đối với một số ngân hàng nhỏ, khi các ngân hàng nhỏ này gặp khó khăn thì không kịp rút vốn về để đảm bảo khả năng thanh toán của mình.

Trước tình hình một số ngân hàng khó khăn về thanh khoản, NHNN đã phải hỗ trợ tái cấp vốn cho các NHTM gặp khó khăn về vốn khả dụng.

Trước tình hình một số ngân hàng khó khăn về thanh khoản, các biện pháp về lãi suất, TTLNH, thị trường mở không giải quyết triệt để được vấn đề, NHNN đã phải hỗ trợ tái cấp vốn cho các NHTMCP gặp khó khăn về vốn khả dụng. Tuy nhiên, NHNN sẽ phải rất thận trọng vì tái cấp vốn tuy giúp NHTMCP đảm bảo khả năng thanh toán, tránh rủi ro, nhưng mặt khác làm tăng lượng tiền cung ứng, ảnh hưởng đến mục tiêu kiềm chế lạm phát.

Về phía các NHTM mặc dù rất mong được tái cấp vốn vì mức lãi suất thấp nhưng các NHTM cũng rất e ngại do tâm lý chung là sợ thông tin về danh tính của ngân hàng mình lọt ra ngoài có thể khiến dư luận xã hội đánh giá tiêu cực về khả năng thanh khoản của họ. Đây có thể là lý do mặc dù có thông tin một vài ngân hàng đăng ký vay tái cấp vốn nhưng cho đến nay chưa có thông tin chính thức về danh sách các ngân hàng đã được tái cấp vốn. Tuy nhiên, việc NHNN tuyên bố sẽ tái cấp vốn cũng là một liệu pháp tâm lý tốt đối với các ngân hàng, đặc biệt là các ngân hàng vừa và nhỏ.

Khả năng khủng hoảng tín dụng BĐS

Theo con số thống kê tính đến cuối tháng 04/2008, dư nợ cho vay đối với lĩnh vực BĐS ước khoảng 135.000 tỷ đồng, chiếm 10,8% tổng dư nợ của hệ thống ngân hàng. Tuy nhiên con số thực tế dư nợ vay trong thị trường BĐS có thể sẽ cao hơn nhiều.

Trong trường hợp thị trường BĐS không được “xì hơi” một cách từ từ dẫn đến giá BĐS bị sụt giảm nhanh và đột ngột, khi đó thị trường BĐS sẽ bị “đóng băng”, mất khả năng thanh khoản. Các khoản nợ vay của các chủ đầu tư BĐS và người tham gia đầu cơ BĐS đến hạn và nhiều người mất khả năng chi trả (do không bán được hoặc bán lỗ BĐS). Đồng thời lãi suất vay tiếp tục tăng cao vượt quá sức chịu đựng của bên vay nợ. Khi đó sẽ phát sinh nhiều khoản nợ vay trở thành nợ xấu, nợ khó đòi (nợ không sinh lời). Các ngân hàng không thu hồi được nợ, đồng thời các khoản thế chấp bằng BĐS cũng bị mất giá và thiếu thanh khoản, dẫn đến việc có thể có ngân hàng mất khả năng chi trả các món vay đến hạn, thậm chí có nguy cơ phá sản hoặc bị thu tóm bởi các ngân hàng lớn. Chưa có dự báo nào về khả năng khủng hoảng tín dụng BĐS ở Việt Nam có thể xảy ra, tuy nhiên theo chúng tôi hiện đã có những dấu hiệu ban đầu đã xuất hiện.

Theo con số thống kê tính đến cuối tháng 04/2008, dư nợ cho vay đối với lĩnh vực BĐS ước khoảng 135.000 tỷ đồng, chiếm 10,8% tổng dư nợ của hệ thống ngân hàng. Tuy nhiên con số đó chỉ là phần nổi của tảng băng, có rất nhiều các khoản vay đầu tư BĐS lại được thực

hiện dưới dạng vay tiêu dùng hoặc dưới hình thức khác, chính vì vậy, con số thực tế dư nợ vay trong thị trường BĐS có thể sẽ cao hơn nhiều.

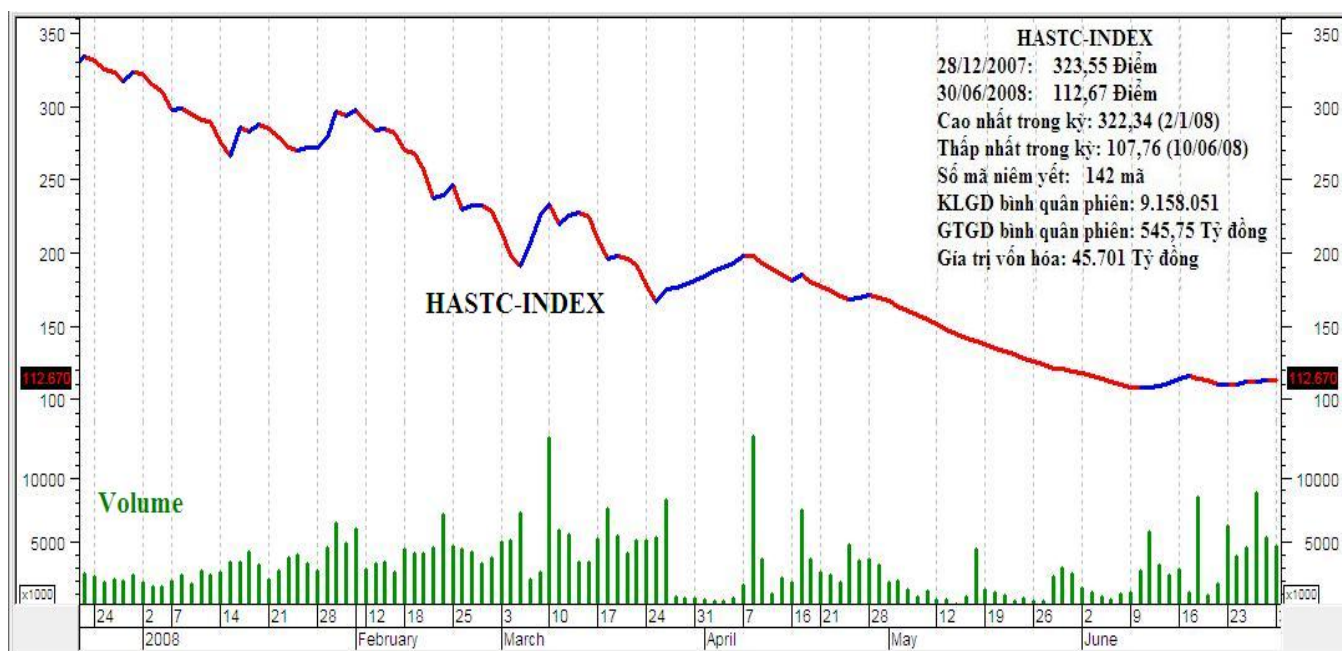
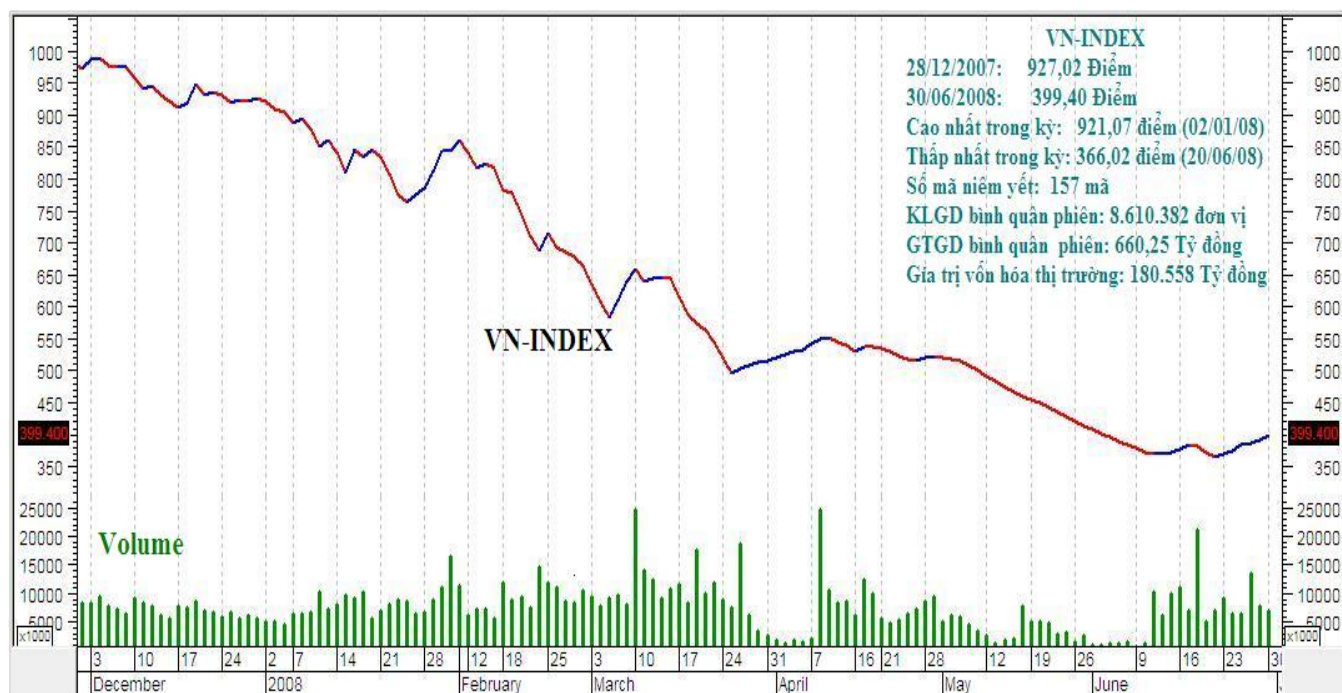
Ngày 17/06/2008 NHNN ban hành văn bản số 5365/NHNN-CSTT yêu cầu các NHTM báo cáo về tình hình cho vay đối với lĩnh vực BĐS và phục vụ đời sống, bao gồm dư nợ cho vay, thời hạn cho vay tối đa và dư nợ xấu, cũng như đánh giá các khó khăn, vướng mắc và đề xuất giải pháp xử lý. Các NHTM phải nộp báo cáo về cho NHNN sau đúng một ngày.

Trong cuộc hội kiến với thủ tướng Nguyễn Tấn Dũng ngày 24/06/2008, ông Alan Greenspan - cựu chủ tịch FED đã khẳng định thị trường BĐS Mỹ đang trong giai đoạn khủng hoảng. Cũng như Mỹ, kinh tế thế giới đang theo chiều hướng: thị trường BĐS bùng phát sau đó chững lại, nổ bong bóng. Chờ đợi dấu hiệu tốt từ thị trường BĐS mới mong kinh tế thế giới phục hồi. Việc phục hồi thị trường BĐS Mỹ phải đến năm 2010. Cựu chủ tịch FED cho rằng thị trường BĐS ở TP.HCM cũng đang giảm mạnh, và theo Alan Greenspan thì Việt Nam cũng nằm trong bối cảnh chung của tình hình toàn cầu.

Kết luận

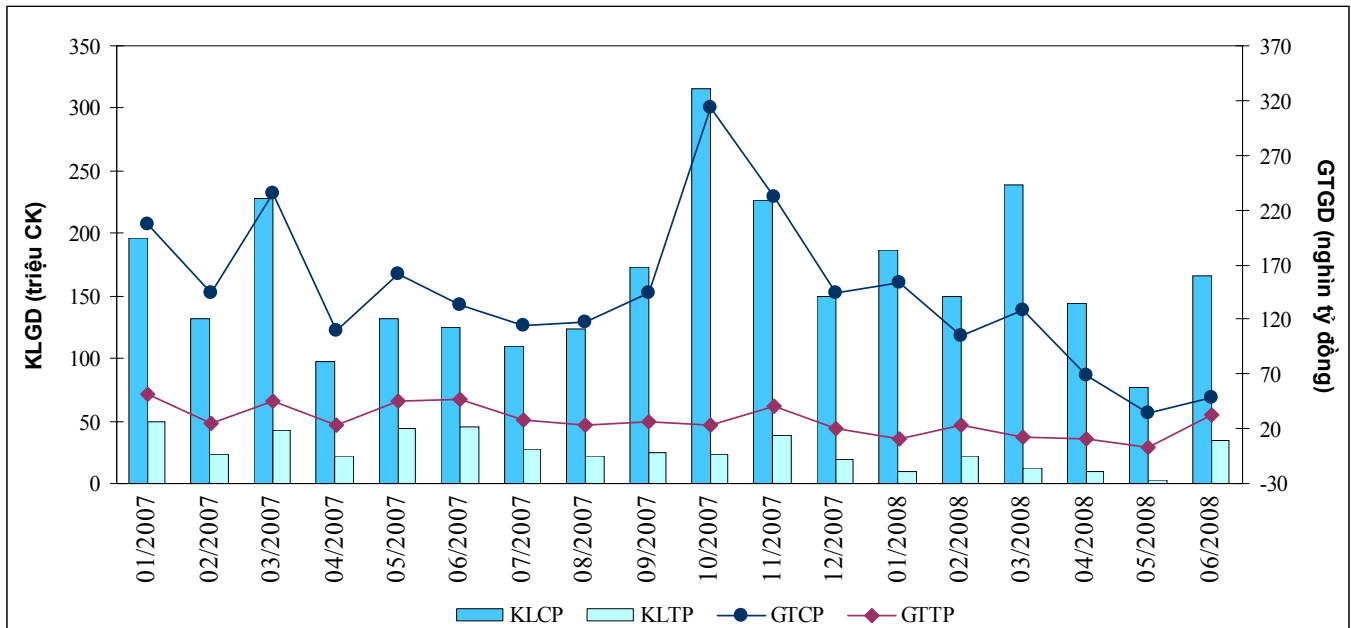
Trong bối cảnh thắt chặt chính sách tiền tệ để kiềm chế lạm phát như hiện nay, trong thời gian tới có thể một số ngân hàng sẽ gặp khó khăn và phải sáp nhập vào các ngân hàng lớn. Tuy nhiên nếu quá trình này không diễn ra một cách từ từ và thận trọng thì sẽ có thể ảnh hưởng lớn đến hệ thống ngân hàng nói riêng và nền kinh tế của Việt Nam nói chung. Tuy nhiên sau thời kỳ khó khăn này, khi kinh tế hồi phục thì hệ thống ngân hàng sẽ là yếu tố phát triển sớm và nhanh nhất. Hiện tại giá cổ phiếu của một số NHTMCP đã xuống đến gần giá trị sổ sách, một mức giá rất hấp dẫn để đầu tư dài hạn. Việc nhận diện ra những ngân hàng nào ít rủi ro và có khả năng bứt phá trong tương lai là việc quan trọng đối với các NĐT đã và đang có ý định tham gia vào đầu tư trong lĩnh vực rất thử thách và hấp dẫn này.

Thị trường chứng khoán 6 tháng đầu năm 2008

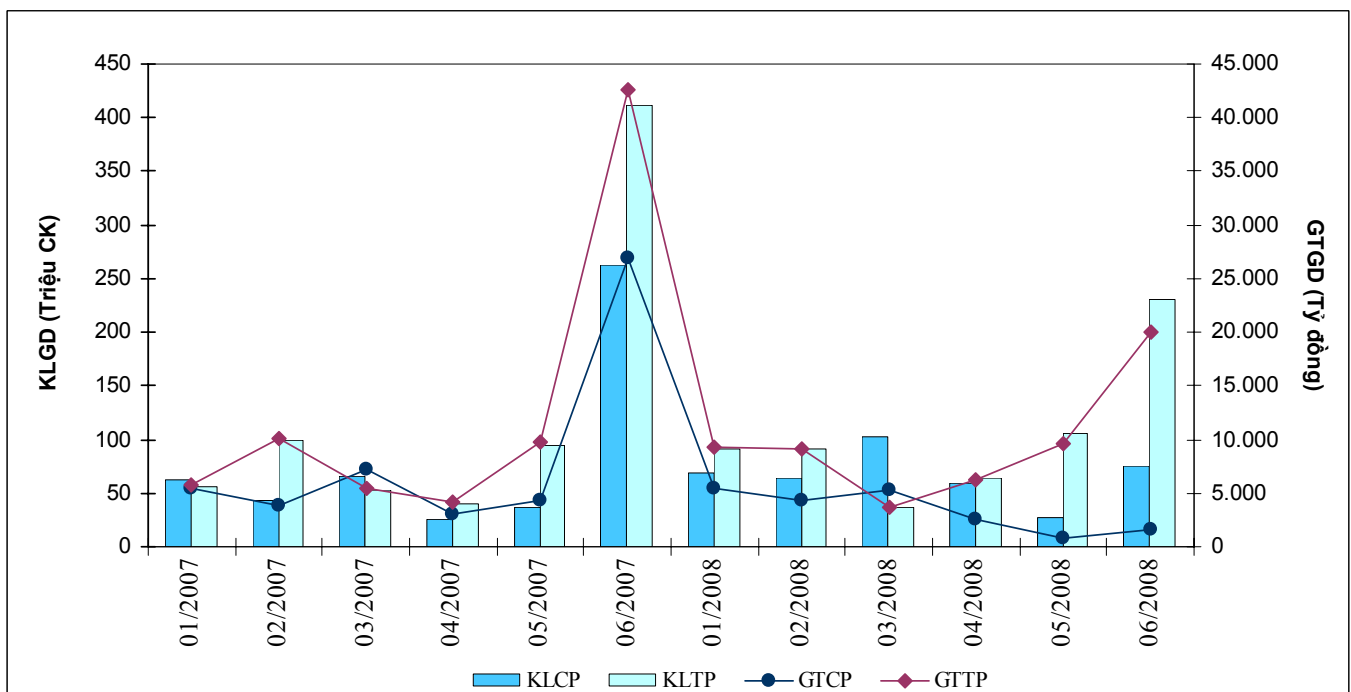


Quy mô giao dịch toàn thị trường

HOSE - Biểu đồ giao dịch toàn thị trường giai đoạn từ 01/2007 đến 06/2008



HASTC - Biểu đồ giao dịch toàn thị trường giai đoạn từ tháng 01 - 06/2007 và tháng 01 - 06/2008



Top 10 cổ phiếu có mức vốn hóa lớn nhất

HASTC			HOSE		
Mã CK	% Thay đổi giá	Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	Mã CK	% Thay đổi giá	Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)
ACB	-66%	12.440	VNM	-36%	18.579
KBC	-50%	9.045	DPM	-42%	16.238
PVS	-78%	2.620	VIC	-40%	11.218
VNR	-53%	1.996	VPL	-21%	10.800
PVI	-72%	1.899	ITA	-27%	10.235
BVS	-85%	1.431	PVD	-50%	10.045
BTS	-53%	1.377	STB	-66%	9.743
BCC	-54%	1.215	PPC	-57%	8.293
TBC	-47%	845	HPG	-46%	7.223
NTP	-73%	663	FPT	-77%	4.595

Giao dịch của NĐTNN

Tính đến ngày 02/06/2008 Trung tâm lưu ký chứng khoán (TTLK) đã cấp mã số giao dịch chứng khoán cho 11.059 NĐTNN, trong đó có 712 NĐT tổ chức và 10.347 NĐT cá nhân. Như vậy trong 5 tháng đầu năm 2008 đã có thêm 1.925 NĐTNN được cấp mã số giao dịch chứng khoán, trong đó 176 NĐT tổ chức và 1.749 NĐT cá nhân. Cũng theo thống kê của TTLK, trong tháng 3/2008 đã có thêm 433 NĐTNN được TTLK cấp mã số giao dịch chứng khoán, trong đó có 46 tổ chức đầu tư. Đây là một trong các tháng có số lượng tổ chức ĐTNN được TTLK cấp mã số cao nhất từ trước đến nay (chỉ sau tháng 7/2007 với 64 tổ chức được cấp mã số).

Giao dịch của NĐTNN tại HOSE và HASTC trong 6 tháng đầu năm 2008

Tiêu chí	HOSE (*)			HASTC (**)
	Khớp lệnh	Thỏa Thuận	Tổng	Khớp lệnh và thỏa thuận
Số lượng chứng khoán mua (mã)	154	73	227	133
Khối lượng chứng khoán mua (1 CK)	159.965.550	23.759.501	183.725.051	11.943.010
Giá trị chứng khoán mua (1.000 đồng)	10.383.203.602	1.191.999.351	11.575.202.953	601.107.527
Số lượng chứng khoán bán (mã)	155	37	192	104
Khối lượng chứng khoán bán (1 CK)	8.724	13.017.629	13.026.353	7.186.100
Giá trị chứng khoán bán (1.000 đồng)	4.825.170.421	756.947.385	5.582.117.806	356.687.500
Giá trị ròng (mua - bán) (1.000 đồng)	5.558.033.179	435.051.966	5.993.085.144	244.420.027

(*) Giao dịch của CP và CCQ tại HOSE

(**) Giao dịch của CP tại HASTC

Quy mô giao dịch của NĐTNN tại HASTC trong 6 tháng đầu năm 2008

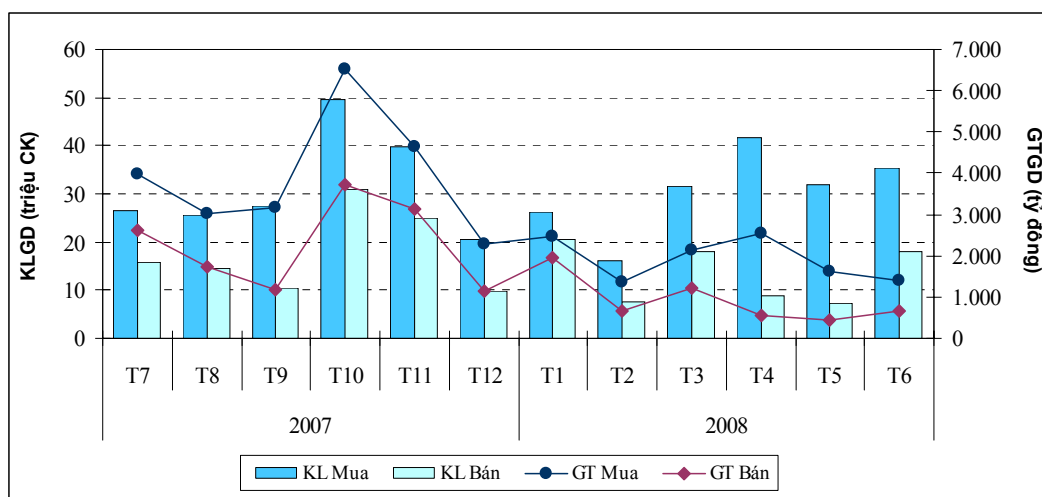
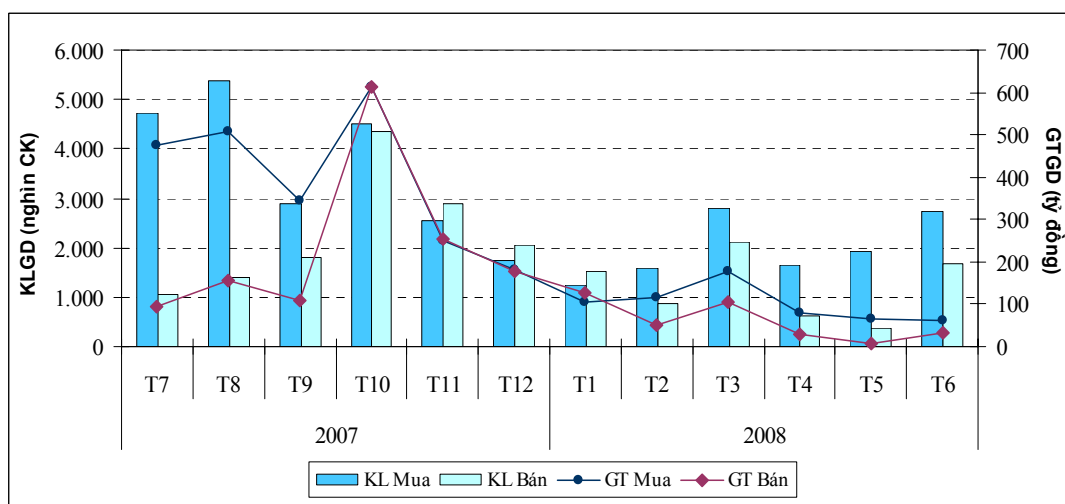
DVT: tỷ đồng

Quý	CỔ PHIẾU			TRÁI PHIẾU		
	Mua	Bán	Mua - Bán	Mua	Bán	Mua - Bán
Quý I	396	287	109	23.793	21.224	2.569
Quý II	206	70	136	21.941	30.243	-8.303
Tổng	601	357	244	45.734	51.468	-5.734

Quy mô giao dịch của NĐTNN tại HOSE trong 6 tháng đầu năm 2008

DVT: tỷ đồng

Quý	CỔ PHIẾU & CCQ			TRÁI PHIẾU		
	Mua	Bán	Mua - Bán	Mua	Bán	Mua - Bán
Quý I	6.020	3.908	2.111	1.511	752	759
Quý II	5.556	1.674	3.882	1.894	3.249	-1.356
Tổng	601	357	244	45.734	51.468	-5.734

Biểu đồ giao dịch của NĐTNN 12 tháng gần nhất - HOSE

Biểu đồ giao dịch của NĐTNN 12 tháng gần nhất - HASTC


Top 10 GTGD Mua của NĐTNN tại HOSE trong 6 tháng đầu năm 2008

STT	MÃ CK	GTGD (Nghìn đồng)	% (*)	Bình quân phiên (Nghìn đồng)	Khối lượng còn được phép mua 28/12/07	% SH nước ngoài 28/12/07	Khối lượng còn được phép mua 30/06/08	% SH nước ngoài 30/06/08	% SH nhà nước 30/06/08
1	DPM	1.254.282.305	24,3%	11.002.476	150.060.273	9,51 %	129.513.683	14,92 %	60,05 %
2	SSI	1.191.006.032	21,6%	10.447.421	15.877.075	29,15 %	10.960.577	40,98 %	0
3	PVD	895.858.405	52,3%	7.858.407	28.753.661	22,89 %	22.347.286	28,71 %	36,52 %
4	VNM	765.065.245	49,5%	6.711.099	7.657.848	44,63 %	941.458	45,46 %	47,6 %
5	FPT	688.896.360	24,2%	6.042.951	24.542.194	22,29 %	22.506.327	24,85 %	7,3 %
6	HPG	628.731.537	43,3%	5.515.189	49.738.160	11,32 %	38.445.790	21,59 %	0
7	PPC	575.808.077	54,3%	5.050.948	115.191.414	13,69 %	106.911.586	16,23 %	67,82 %
8	DHG	413.745.940	49,5%	3.629.350	3.335.424	32,32 %	1.897.644	39,51 %	44,2 %
9	ITA	337.567.550	56,6%	2.961.119	11.950.334	34,06 %	12.340.022	38,27 %	0
10	KDC	321.784.080	56,4%	2.822.667	5.846.356	32,76 %	4.565.186	39,29 %	0

(*) % Tổng GTGD mua của NĐTNN trên tổng GTGD khớp lệnh toàn thị trường theo từng mã cổ phiếu

Top 10 GTGD Bán của NĐTNN tại HOSE trong 6 tháng đầu năm 2008

STT	MÃ CK	GTGD (Nghìn đồng)	% (*)	Bình quân phiên (Nghìn đồng)	Khối lượng còn được phép mua 28/12/07	% SH nước ngoài 28/12/07	Khối lượng còn được phép mua 30/06/08	% SH nước ngoài 30/06/08	% SH nhà nước 30/06/08
1	VNM	632.876.625	40,9%	5.551.549	7.657.848	44,6 %	941.458	45,5 %	47,6 %
2	FPT	499.022.207	17,5%	4.377.388	24.542.194	22,3 %	22.506.327	24,9 %	7,3 %
3	SSI	364.369.636	6,6%	3.196.225	15.877.075	29,2 %	10.960.577	41,0 %	-
4	PPC	303.528.539	28,6%	2.662.531	115.191.414	13,7 %	106.911.586	16,2 %	67,8 %
5	DPM	282.130.745	5,5%	2.474.831	150.060.273	9,5 %	129.513.683	14,9 %	60,1 %
6	PVD	279.964.750	16,4%	2.455.831	28.753.661	22,9 %	22.347.286	28,7 %	36,5 %
7	ITA	189.362.580	31,8%	1.661.075	11.950.334	34,1 %	12.340.022	38,3 %	-
8	KDC	177.469.685	31,1%	1.556.752	5.846.356	32,8 %	4.565.186	39,3 %	-
9	DHG	172.917.340	20,7%	1.516.819	3.335.424	32,3 %	1.897.644	39,5 %	44,2 %
10	SJS	165.750.908	11,4%	1.453.955	8.628.701	27,4 %	7.486.781	30,3 %	51,0 %

(*) % Tổng GTGD bán của NĐTNN trên tổng GTGD khớp lệnh toàn thị trường theo từng mã cổ phiếu

Top 10 giao dịch mua của NĐTNN tại HASTC trong 6 tháng đầu năm 2008

STT	MÃ CK	GTGD (đồng)	% (*)	Bình quân phiên (đồng)	Khối lượng còn được phép mua (28/12/07)	Khối lượng còn được phép mua (30/06/08)
1	PVI	130.442.152.000	14,6%	1.114.890.188	37.668.828	34.960.388
2	BVS	86.310.305.000	25,8%	737.694.915	3.554.448	9.729.124
3	NTP	71.614.030.000	12,9%	612.085.726	7.690.778	7.076.559
4	PVS	44.338.280.000	2,8%	378.959.658	43.218.300	42.794.600
5	NBC	37.641.550.000	10,8%	321.722.650	1.572.100	1.912.600
6	PVC	23.284.240.000	8,8%	199.010.598	5.833.800	5.413.500
7	VNR	7.210.080.000	38,4%	61.624.615	1.823.600	12.645.806
8	PAN	5.406.030.000	0,6%	46.205.385	3.270.900	3.163.900
9	KLS	4.524.000.000	0,4%	45.696.970	N/A	24.010.119
10	HPS	3.375.980.000	37,0%	28.854.530	N/A	N/A

(*) Tổng GTGD mua của NĐTNN trên tổng GTGD khớp lệnh toàn thị trường theo từng mã cổ phiếu

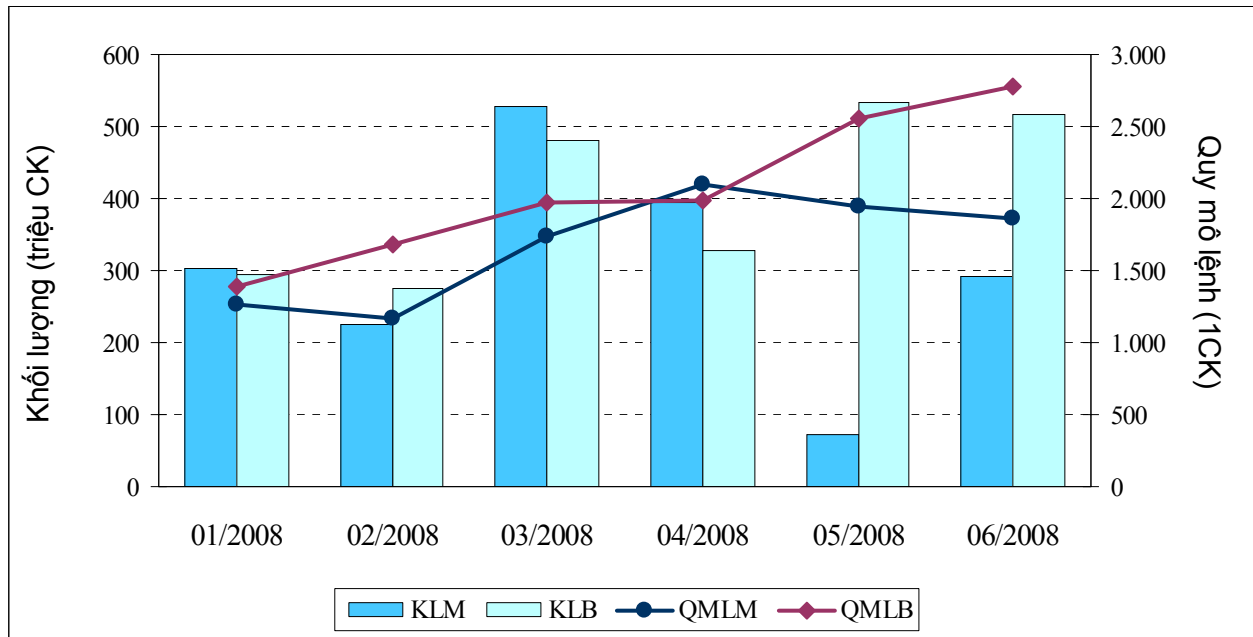
Top 10 giao dịch bán của NĐTNN tại HASTC trong 6 tháng đầu năm 2008

STT	MÃ CK	GTGD (đồng)	% (*)	Bình quân phiên (đồng)	Khối lượng còn được phép mua (28/12/07)	Khối lượng còn được phép mua (30/06/08)
1	NBC	59.861.330.000	17,2%	511.635.299	1.572.100	1.912.600
2	PVI	33.677.580.000	3,8%	287.842.564	37.668.828	34.960.388
3	BVS	22.288.270.000	6,7%	190.498.034	3.554.448	9.729.124
4	NTP	20.694.590.000	3,7%	176.876.838	7.690.778	7.076.559
5	PVS	12.063.460.000	0,8%	103.106.496	43.218.300	42.794.600
6	SDT	11.303.350.000	3,3%	96.609.829	2.298.500	4.701.900
7	BCC	10.534.500.000	13,7%	90.814.655	30.667.861	31.220.161
8	TBC	4.521.970.000	2,2%	38.649.316	29.085.382	29.265.146
9	HPC	3.960.920.000	0,6%	33.854.017	4.815.272	8.586.661
10	VNR	3.822.330.000	20,4%	32.669.487	1.823.600	12.645.806

(*) Tổng GTGD mua của NĐTNN trên tổng GTGD khớp lệnh toàn thị trường theo từng mã cổ phiếu

Cung cầu chứng khoán trong kỳ

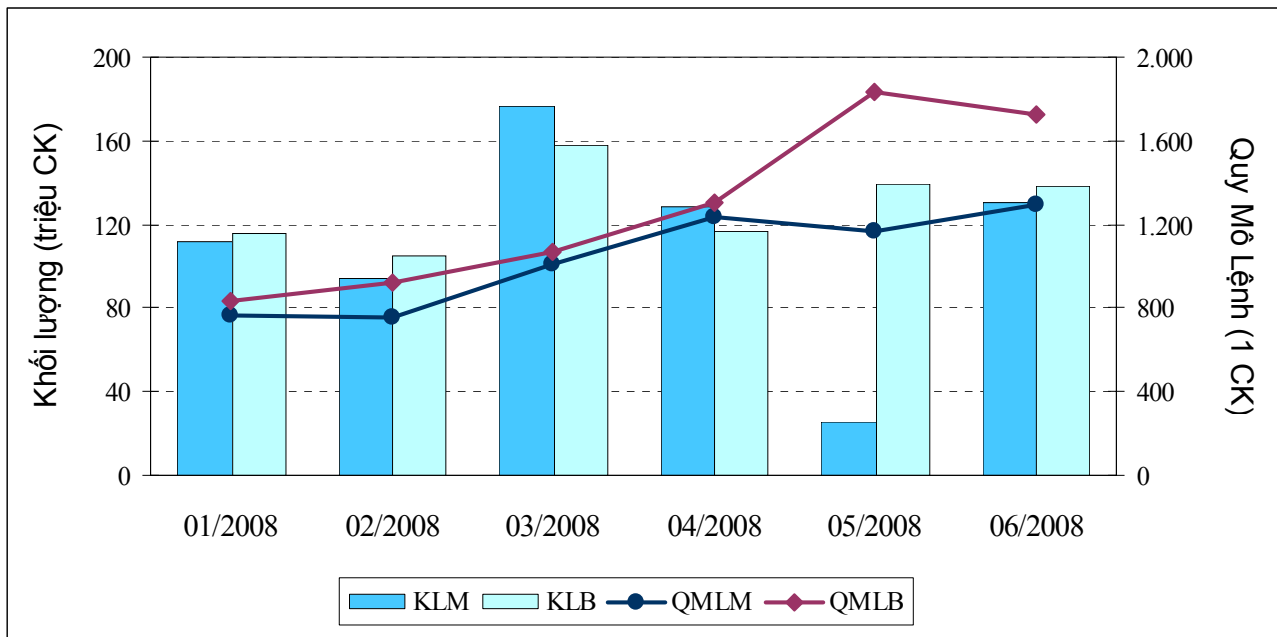
Biểu đồ Cung - Cầu chứng khoán tại HOSE trong 6 tháng đầu năm 2008



Top 10 cổ phiếu khối lượng mua ròng lớn nhất - HOSE

STT	Mã CK	Khối lượng đặt mua	Khối lượng chào bán	Mua - Bán	Quy mô lệnh mua	Quy mô lệnh bán
1	DPM	222.314.680	175.131.960	47.182.720	2.776	3.136
2	DPR	26.994.130	17.258.970	9.735.160	2.849	2.429
3	PVD	36.502.120	30.010.990	6.491.130	2.408	1.946
4	VIC	26.168.540	21.610.760	4.557.780	2.525	1.261
5	ITA	14.749.340	10.872.980	3.876.360	2.429	1.499
6	HPG	42.274.610	38.481.490	3.793.120	2.125	1.927
7	TAC	13.164.760	10.004.430	3.160.330	1.416	1.002
8	DHG	10.814.590	9.092.000	1.722.590	1.058	893
9	SCD	5.167.080	3.686.460	1.480.620	1.473	1.190
10	ANV	14.840.460	13.468.630	1.371.830	2.811	2.250

Biểu đồ Cung - Cầu chứng khoán HASTC trong 6 tháng đầu năm 2008



Top 10 cổ phiếu khối lượng mua ròng lớn nhất - HASTC

STT	Mã CK	Khối lượng đặt mua	Khối lượng chào bán	Mua - Bán	Quy mô lệnh mua	Quy mô lệnh bán
1	MIC	8.215.600	3.295.200	4.920.400	2.145	748
2	NLC	10.127.400	8.303.800	1.823.600	1.229	1.123
3	TBC	21.096.900	19.346.300	1.750.600	1.423	1.591
4	BLF	4.518.900	2.902.300	1.616.600	1.872	3.272
5	PTS	4.923.700	3.596.500	1.327.200	1.164	936
6	HNM	10.291.400	8.966.800	1.324.600	939	1.100
7	NTP	16.218.700	15.073.800	1.144.900	1.352	1.334
8	PVI	34.840.300	33.874.900	965.400	1.367	1.554
9	VCS	3.636.200	2.692.300	943.900	1.348	1.158
10	HAI	3.460.100	2.810.100	650.000	1.021	831

Giải chấp cổ phiếu và sự đi xuống của VN-Index

Sự đi xuống của TTCK làm cho giá trị các khoản cầm cổ phiếu bị giảm mạnh, buộc các ngân hàng phải tiến hành giải chấp cổ phiếu nhằm mục đích thu hồi vốn.

Có lẽ yếu tố tác động nhiều nhất đến TTCK, gây nên sự suy giảm rất mạnh của VN-Index trong thời gian qua, không phải vì ảnh hưởng tiêu cực của nền kinh tế tới tình hình sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp mà lại nằm ở chính việc *giải chấp cổ phiếu của các ngân hàng*. Nguyên nhân của việc này xuất phát từ sự đi xuống của TTCK làm cho giá trị các khoản cầm cổ phiếu bị giảm mạnh, buộc các ngân hàng phải tiến hành giải chấp cổ phiếu nhằm mục đích thu hồi vốn. Việc bán tháo cổ phiếu của các ngân hàng trong bối cảnh khó khăn của nền kinh tế làm cho cung - cầu của TTCK bị méo mó. Theo thống đốc NHNN Nguyễn Văn Giàu thì vào khoảng tháng 8/2007, dư nợ cho vay chứng khoán rất cao vào khoảng 26 ngàn tỷ đồng và đến cuối tháng 4 năm nay thì chỉ còn hơn 9.700 tỷ đồng. Và một “vòng luẩn quẩn” đã xảy ra: “*TTCK càng xuống thì áp lực giải chấp lại càng tăng*”, và điều này đã tác động rất xấu đối với TTCK. Phần lớn lượng cổ phiếu mà ngân hàng bán ra theo chúng tôi được tập trung vào 6 tháng đầu năm. Tuy nhiên nếu cuối tháng 4 con số này chỉ còn 9.700 tỷ đồng thì có thể ước lượng được hiện nay con số này đã giảm đi rất đáng kể. Sự đi lên của TTCK trong cuối quý II một phần quan trọng có thể được giải thích bởi tính thanh khoản của hệ thống các ngân hàng đã được cải thiện cộng với việc tình hình giải chấp cổ phiếu đã không còn mạnh mẽ nữa, đặc biệt trong các phiên tuần cuối tháng 6, khi lượng cầu tăng đã không xảy ra việc bán tháo các cổ phiếu có khả năng bị thế chấp cao.

Giao dịch của NĐTNN

Tổng cộng 6 tháng đầu năm, trong suốt thời gian TTCK đi xuống, khối NĐTNN đã mua ròng gần 6.000 tỷ đồng giá trị cổ phiếu và CCQ. Tuy nhiên giá trị bán ròng của NĐTNN đối với trái phiếu lại tăng đột biến trong quý II.

Trong quý II vừa qua, NĐTNN mua ròng (mua-bán) tổng cộng gần 3.900 tỷ đồng giá trị cổ phiếu và CCQ, gấp gần 2 lần so với QI/2008. Tổng cộng 6 tháng đầu năm, trong suốt thời gian TTCK đi xuống, khối NĐTNN đã mua ròng gần 6.000 tỷ đồng giá trị cổ phiếu và CCQ, điều này cũng khẳng định họ vẫn có niềm tin vào sự phát triển của TTCKVN trong trung và dài hạn.

Giao dịch của NĐTNN đối với cổ phiếu và CCQ trong quý II này diễn ra không có dấu hiệu gì đặc biệt, tuy nhiên giá trị bán ròng của NĐTNN đối với trái phiếu lại tăng đột biến đã phản ánh một bức tranh hoàn toàn trái ngược với những gì diễn ra trong quý I. Trong quý II, NĐTNN bán ròng (mua-bán) tổng cộng trên 9.600 tỷ đồng trái phiếu, điều này xuất phát từ sự yếu đi của VND so với USD và việc tăng lãi suất cơ bản. Một điểm đặc biệt là trong quý II đã chứng kiến hàng loạt các báo cáo khá bi quan của các tổ chức nước ngoài về môi trường kinh tế Việt Nam. Tuy nhiên, ngày 19/06/2008, khi Chính phủ Việt Nam thực hiện một hành động được đánh giá là minh bạch và chưa có trong tiền lệ: công bố mức dự trữ ngoại hối quốc gia là 20,7 tỷ USD, và đã được các NĐT, các tổ chức đánh giá khá cao, phần nào lấy lại được niềm tin vào bức tranh kinh tế Việt Nam nói chung và TTCK nói riêng.

Nhận định

Với những quyết tâm giữ giá đồng nội tệ của NHNN cùng với lượng dự trữ ngoại hối khá tốt của Việt Nam chúng tôi cho rằng trong thời gian tới xu thế bán mạnh trái phiếu của

NĐTNN sẽ giảm dần.

Với việc cho phép các cổ đông chiến lược có thể mua cổ phiếu bằng ngoại tệ; thay đổi phương thức lựa chọn các cổ đông chiến lược, với một mức giá chào bán cổ phiếu hợp lý; chúng tôi cho rằng dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài, nhất là sự tham gia của các tập đoàn tài chính lớn nước ngoài tham gia vào quá trình IPO sẽ được cải thiện đáng kể trong thời gian tới.

Dự báo xu hướng của TTCK trong quý III

Để dự báo xu hướng của TTCK trong quý III chúng tôi căn cứ trên việc TTCK sẽ bị tác động bởi các yếu tố:

- Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp (nhóm I);
- Tâm lý và lượng tiền sẵn sàng tham gia đầu tư (nhóm II);
- Quy tắc “bình thông nhau” về dòng tiền giữa TTCK với các thị trường khác trong Thị trường tài chính như vàng, ngoại tệ, bất động sản, tiền tệ,.. (nhóm III).

Với những thông tin đã phân tích và dự báo trong phần các yếu tố kinh tế vĩ mô, chúng tôi cho rằng:

- **Nhóm I:** Kết quả kinh doanh sẽ phụ thuộc vào đặc điểm của từng ngành mà các doanh nghiệp đang hoạt động trong ngành đó. Dưới đây chúng tôi sẽ phân loại kết quả kinh doanh các ngành theo những mức độ khác nhau.

Rất tiêu cực	Tiêu cực	Không bị ảnh hưởng	Tích cực	Rất tích cực
N/A	- Tài chính - Dịch vụ tiêu dùng - Công nghiệp - Công nghệ - Dịch vụ công cộng	- Chăm sóc y tế - Hàng hóa tiêu dùng - Viễn thông	- Vật liệu cơ bản - Dầu khí	N/A

- **Nhóm II:** tâm lý NĐT đã có xu hướng “tích cực” hơn sau một giai đoạn mà chúng tôi đánh giá rằng đó là quy luật về “sự phản ứng quá mức” với những thông tin tiêu cực. Tuy nhiên lượng tiền sẵn có của NĐT tham gia TTCK hiện nay không còn dồi dào như trước đây bởi vì việc tận dụng công cụ đòn bẩy tài chính thông qua việc vay nợ và cầm cố cổ phiếu tại thời điểm bây giờ cũng như trong thời gian sắp tới là một điều hết sức khó khăn.
- **Nhóm III:** sẽ có những chuyển biến “tích cực” đối với TTCK theo nghĩa dòng tiền ở các thị trường khác như bất động sản, vàng, ngoại tệ, tiền tệ,... sẽ dịch chuyển dần vào TTCK.

Từ ba yếu tố ở trên chúng tôi cho rằng trong thời gian tới TTCK sẽ tích cực hơn tuy nhiên như đã nói lượng cầu của NĐT là hạn chế nên chúng tôi dự báo VN-Index trong quý III sẽ tăng rồi dao động từ 500 đến 550 điểm và Hasc-Index sẽ dao động quanh 150 điểm.

**Chỉ số ECC (*)**

CHỈ TIÊU	ĐVT	DẦU KHÍ		HÓA CHẤT		TÀI NGUYÊN CƠ BẢN		XÂY DỰNG & VLXD		HÀNG HÓA & DỊCH VỤ CN	
		Leader ngành	TB ngành	Leader ngành	TB ngành	Leader ngành	TB ngành	Leader ngành	TB ngành	Leader ngành	TB ngành
Phân tích thu nhập											
Tăng trưởng doanh thu hàng năm	%	103,0	48,6	76,6	24,5	95,6	26,1	108,0	21,9	1154,3	70,8
Tăng trưởng LNST hàng năm	%	391,2	124,8	892,9	112,8	246,7	85,2	702,6	102,2	773,8	115,9
Tăng trưởng từ HĐKD trước CP lãi vay	%	282,3	38,9	589,5	63,9	161,1	53,4	867,0	49,4	1309,3	96,6
Tỷ trọng LN HĐKD trước CP lãi vay	%	144,6	67,0	223,1	115,2	309,6	135,7	251,7	117,1	555,6	98,4
Tỷ suất lợi nhuận lẻ trên doanh thu	%	20,9	8,4	44,9	17,8	41,9	14,1	23,5	7,5	148,9	14,5
Tỷ suất lợi nhuận HĐKD trên doanh thu	%	21,8	6,4	35,0	17,8	41,0	14,9	28,6	9,4	52,9	11,2
Phân tích khả năng thanh toán											
Khả năng tổng thanh toán hiện hành	lần	2,49	1,66	4,61	1,93	6,95	2,25	8,86	1,71	23,11	3,29
Khả năng thanh toán nợ vay tức thì	lần	292,01	60,85	83,75	10,03	0,25	0,14	128,14	3,02	220,73	7,11
EBIT/Interest Cost	lần	37,16	13,28	374,21	52,51	443,40	72,01	569,80	22,31	297,44	30,36
Cấu trúc vốn											
Tỷ số nợ trên tổng nguồn vốn	lần	0,39	0,63	0,15	0,43	0,12	0,50	0,09	0,60	0,03	0,43
Tỷ số nợ thương mại trên tổng vốn	lần	0,13	0,41	0,04	0,20	0,05	0,17	0,07	0,35	0,02	0,24
Tỷ số nợ tài chính trên tổng nguồn vốn	lần	0,00	0,21	0,00	0,24	0,00	0,33	0,00	0,26	0,00	0,19
Tỷ số nợ ngắn hạn trên tổng nguồn vốn	lần	0,16	0,48	0,15	0,41	0,10	0,39	0,08	0,50	0,03	0,34
Tỷ số nợ dài hạn trên tổng nguồn vốn	lần	0,00	0,09	0,00	0,02	0,00	0,12	0,00	0,09	0,00	0,08
Tình hình sản xuất kinh doanh											
Hiệu quả sử dụng tài sản											
Hiệu suất sử dụng tổng tài sản	lần	2,45	1,43	3,56	1,41	2,20	1,26	2,58	1,00	6,23	1,71
Hiệu suất sử dụng tài sản cố định	lần	44,77	16,69	92,03	16,54	6,76	3,38	65,43	7,49	157,90	15,18
Hiệu suất sử dụng Vốn chủ sở hữu	lần	10,10	4,94	11,47	3,43	10,13	4,02	9,96	3,59	19,33	3,85
Hiệu quả sinh lợi											
Lãi gộp lẻ	%	25,8	15,4	40,9	23,8	53,3	25,8	37,5	16,6	71,1	18,5
Lợi nhuận từ HĐKD trước CPTC lẻ	%	21,8	6,4	35,0	17,8	41,0	14,9	28,6	9,4	52,9	11,2
Lợi nhuận sau thuế lẻ	%	20,9	8,4	44,9	17,8	41,9	14,1	23,5	7,5	148,9	14,5
Suất sinh lợi tổng tài sản ROA	%	17,8	9,6	34,5	17,2	65,9	16,8	31,9	7,9	34,6	12,9
Suất sinh lợi Vốn chủ sở hữu ROE	%	43,1	25,0	57,3	31,7	70,3	27,7	78,8	21,5	73,2	22,6
Suất sinh lợi Vốn đầu tư ROIC	%	20,2	13,0	27,6	16,5	46,0	15,5	32,2	10,9	34,0	13,0
Suất sinh lợi vốn đầu tư chủ sở hữu EPS	%	51,9	31,6	83,8	46,7	110,0	43,3	129,0	30,7	206,1	37,2
Khả năng quản lý vốn lưu động											
Vòng quay khoản phải thu	vòng	5,4	4,4	20,8	7,1	25,9	10,8	60,6	8,0	36,4	9,3
Số ngày thu nợ bình quân	ngày	68	91	18	88	14	51	6	95	10	72
Vòng quay hàng tồn kho	vòng	48,5	27,5	13,8	7,0	30,7	9,9	27,8	4,6	871,7	47,8
Số ngày tồn kho bình quân	ngày	8	26	26	67	12	77	13	137	0	54
Vòng quay khoản phải trả	vòng	2,0	4,0	0,4	15,6	2,3	8,7	0,6	3,9	0,4	10,3
Thời gian thanh toán bình quân	ngày	180,5	117,2	819,1	158,2	156,5	76,6	565,9	129,5	893,2	123,0
Chu kỳ convert tiền mặt	ngày	-88	0	-527	-3	-32	51	-54	102	-616	12



CHỈ TIÊU	ĐVT	Ô TÔ & PHỤ TÙNG		THỰC PHẨM & ĐỒ UỐNG		ĐỒ DÙNG CÁ NHÂN&GD DỤNG		CHĂM SÓC Y TẾ		BÁN LẺ	
		Leader ngành	TB ngành	Leader ngành	TB ngành	Leader ngành	TB ngành	Leader ngành	TB ngành	Leader ngành	TB ngành
Phân tích thu nhập											
Tăng trưởng doanh thu hàng năm	%	26,3	26,3	74,3	16,5	723,7	82,0	46,2	18,4	105,0	38,9
Tăng trưởng LNST hàng năm	%	28,0	28,0	175,1	28,3	379,4	106,1	47,4	38,5	232,9	69,4
Tăng trưởng từ HĐKD trước CP lãi vay	%	19,7	19,7	256,1	11,4	284,0	44,8	42,8	26,4	114,6	54,3
Tỷ trọng LN HĐKD trước CP lãi vay	%	137,0	137,0	234,0	103,8	183,0	106,3	108,6	100,4	114,0	102,3
Tỷ suất lợi nhuận lẻ trên doanh thu	%	6,1	6,1	18,2	7,7	34,5	8,8	12,2	10,1	3,1	1,5
Tỷ suất lợi nhuận HĐKD trên doanh thu	%	8,3	8,3	16,0	8,3	22,6	8,7	12,8	10,6	2,7	1,8
Phân tích khả năng thanh toán											
Khả năng tổng thanh toán hiện hành	lần	1,67	1,67	6,26	2,27	6,74	2,08	6,70	4,10	5,93	2,27
Khả năng thanh toán nợ vay tức thì	lần	0,16	0,16	13,72	1,75	2,34	0,46	42,68	19,33	83,42	17,44
EBIT/Interest Cost	lần	4,21	4,21	193,48	31,46	33,57	7,38	85,35	38,24	13,99	7,44
Cấu trúc vốn											
Tỷ số nợ trên tổng nguồn vốn	lần	0,64	0,64	0,12	0,40	0,13	0,48	0,12	0,22	0,14	0,45
Tỷ số nợ thương mại trên tổng vốn	lần	0,06	0,06	0,02	0,19	0,06	0,18	0,12	0,20	0,10	0,24
Tỷ số nợ tài chính trên tổng nguồn vốn	lần	0,58	0,58	0,00	0,21	0,00	0,31	0,00	0,02	0,02	0,22
Tỷ số nợ ngắn hạn trên tổng nguồn vốn	lần	0,45	0,45	0,10	0,34	0,13	0,38	0,12	0,22	0,12	0,43
Tỷ số nợ dài hạn trên tổng nguồn vốn	lần	0,19	0,19	0,00	0,05	0,00	0,09	0,00	0,00	0,00	0,00
Tình hình sản xuất kinh doanh											
Hiệu quả sử dụng tài sản											
Hiệu suất sử dụng tổng tài sản	lần	2,14	2,14	5,07	1,86	2,60	1,41	1,78	1,49	8,72	6,66
Hiệu suất sử dụng tài sản cố định	lần	8,21	8,21	31,13	9,37	101,04	11,80	11,37	8,33	42,60	25,52
Hiệu suất sử dụng Vốn chủ sở hữu	lần	6,69	6,69	8,17	3,33	7,57	3,44	3,09	2,23	21,35	13,77
Hiệu quả sinh lợi											
Lãi gộp lẻ	%	12,0	12,0	37,8	18,9	32,5	18,5	52,7	38,9	12,3	6,2
Lợi nhuận từ HĐKD trước CPTC lẻ	%	8,3	8,3	16,0	8,3	22,6	8,7	12,8	10,6	2,7	1,8
Lợi nhuận sau thuế lẻ	%	6,1	6,1	18,2	7,7	34,5	8,8	12,2	10,1	3,1	1,5
Suất sinh lợi tổng tài sản ROA	%	13,0	13,0	24,2	13,5	30,9	12,0	18,0	15,2	14,6	10,2
Suất sinh lợi Vốn chủ sở hữu ROE	%	40,5	40,5	40,2	20,7	52,3	23,2	31,2	21,7	31,2	18,2
Suất sinh lợi Vốn đầu tư ROIC	%	12,4	12,4	26,9	13,5	23,4	11,8	16,8	13,4	19,2	11,7
Suất sinh lợi vốn đầu tư chủ sở hữu EPS	%	54,4	54,4	71,8	35,4	128,9	37,7	64,2	52,6	43,8	29,6
Khả năng quản lý vốn lưu động											
Vòng quay khoản phải thu	vòng	14,9	14,9	79,0	13,2	24,7	7,3	8,6	7,4	59,8	40,1
Số ngày thu nợ bình quân	ngày	25	25	5	49	15	68	43	50	6	17
Vòng quay hàng tồn kho	vòng	4,5	4,5	17,5	7,8	13,1	6,4	3,4	2,9	70,5	31,2
Số ngày tồn kho bình quân	ngày	82	82	21	65	28	102	107	134	5	16
Vòng quay khoản phải trả	vòng	24,9	24,9	2,6	11,8	1,5	8,5	3,3	4,8	5,8	40,5
Thời gian thanh toán bình quân	ngày	14,6	14,6	142,9	52,8	250,0	59,7	112,1	82,2	62,8	19,7
Chu kỳ convert tiền mặt	ngày	92	92	-47	61	28	110	54	102	7	13



CHỈ TIÊU	ĐVT	TRUYỀN THÔNG		DU LỊCH & GIẢI TRÍ		DỊCH VỤ CÔNG		DỊCH VỤ TÀI CHÍNH		CÔNG NGHỆ	
		Leader ngành	TB ngành	Leader ngành	TB ngành	Leader ngành	TB ngành	Leader ngành	TB ngành	Leader ngành	TB ngành
Phân tích thu nhập											
Tăng trưởng doanh thu hàng năm	%	57,6	18,4	197,2	50,9	264,4	35,9	179,6	68,0	380,4	109,6
Tăng trưởng LNST hàng năm	%	194,6	27,1	2954,7	621,4	578,3	97,4	244,8	107,8	491,9	135,1
Tăng trưởng từ HĐKD trước CP lãi vay	%	159,0	5,9	509,9	122,5	40,6	9,1	260,7	58,7	757,3	164,5
Tỷ trọng LN HĐKD trước CP lãi vay	%	113,8	85,9	95,2	83,4	287,8	124,3	124,4	71,0	153,5	105,2
Tỷ suất lợi nhuận lẻ trên doanh thu	%	10,2	5,9	49,6	29,8	69,1	30,0	86,7	27,1	29,0	9,0
Tỷ suất lợi nhuận HĐKD trên doanh thu	%	12,3	6,6	46,6	28,7	63,7	35,2	48,7	19,2	29,4	10,9
Phân tích khả năng thanh toán											
Khả năng tổng thanh toán hiện hành	lần	9,82	2,91	8,99	4,27	6,77	1,97	3,31	1,63	2,10	1,46
Khả năng thanh toán nợ vay tức thì	lần	6,18	1,76	6,57	2,87	16,13	2,68	3,50	1,64	23,96	6,40
EBIT/Interest Cost	lần	865,25	118,12	854,24	292,42	193,50	24,77	155,96	28,36	36,09	16,57
Cấu trúc vốn											
Tỷ số nợ trên tổng nguồn vốn	lần	0,10	0,37	0,07	0,17	0,07	0,50	0,81	0,54	0,40	0,53
Tỷ số nợ thương mại trên tổng vốn	lần	0,10	0,30	0,06	0,08	0,01	0,15	0,74	0,34	0,09	0,41
Tỷ số nợ tài chính trên tổng nguồn vốn	lần	0,00	0,07	0,00	0,09	0,00	0,36	0,53	0,20	0,00	0,12
Tỷ số nợ ngắn hạn trên tổng nguồn vốn	lần	0,09	0,32	0,06	0,10	0,05	0,20	0,81	0,40	0,38	0,51
Tỷ số nợ dài hạn trên tổng nguồn vốn	lần	0,00	0,02	0,00	0,06	0,00	0,29	0,48	0,12	0,00	0,01
Tình hình sản xuất kinh doanh											
Hiệu quả sử dụng tài sản											
Hiệu suất sử dụng tổng tài sản	lần	2,67	1,71	1,11	0,63	3,53	0,86	2,12	0,68	4,73	2,27
Hiệu suất sử dụng tài sản cố định	lần	258,82	43,98	2,85	1,54	16,66	2,71	84,30	14,92	72,87	22,37
Hiệu suất sử dụng Vốn chủ sở hữu	lần	5,19	3,17	1,28	0,77	9,51	2,39	6,51	2,10	11,32	5,25
Hiệu quả sinh lợi											
Lãi gộp lẻ	%	27,9	17,6	75,1	56,6	66,1	39,4	99,8	31,8	74,6	25,8
Lợi nhuận từ HĐKD trước CPTC lẻ	%	12,3	6,6	46,6	28,7	63,7	35,2	48,7	19,2	29,4	10,9
Lợi nhuận sau thuế lẻ	%	10,2	5,9	49,6	29,8	69,1	30,0	86,7	27,1	29,0	9,0
Suất sinh lợi tổng tài sản ROA	%	19,0	11,9	38,6	21,6	12,7	8,8	30,9	13,0	29,9	16,1
Suất sinh lợi Vốn chủ sở hữu ROE	%	32,7	17,6	38,2	22,1	27,5	19,0	60,0	28,0	44,2	28,0
Suất sinh lợi Vốn đầu tư ROIC	%	24,6	12,9	26,5	15,9	13,6	9,6	40,1	15,3	37,4	20,6
Suất sinh lợi vốn đầu tư chủ sở hữu EPS	%	39,7	21,0	99,5	37,2	44,1	23,8	160,4	60,2	79,9	40,1
Khả năng quản lý vốn lưu động											
Vòng quay khoản phải thu	vòng	52,7	15,2	15,5	8,4	18,8	8,9	26,4	5,9	19,6	8,5
Số ngày thu nợ bình quân	ngày	7	44	24	102	19	68	219	103	19	81
Vòng quay hàng tồn kho	vòng	36,4	9,7	109,1	44,3	249,0	53,5	32,5	9,6	21,6	10,6
Số ngày tồn kho bình quân	ngày	10	69	3	51	1	36	610	206	17	55
Vòng quay khoản phải trả	vòng	1,5	6,5	0,5	4,0	1,2	6,3	12,1	3,5	1,9	8,1
Thời gian thanh toán bình quân	ngày	243,0	87,0	693,9	209,8	298,9	109,1	338,6	171,2	192,8	72,6
Chu kỳ convert tiền mặt	ngày	-56	26	-203	-57	-122	-4	596	150	-16	64

(*) Theo phân ngành của ICB (Industry Classification Benchmark)

Tổng hợp từ báo cáo tài chính đã kiểm toán 2007 của các doanh nghiệp niêm yết trên 2 sàn HOSE và HASTC

PHỤ LỤC

Những thuật ngữ viết tắt

STT	Viết tắt	Viết đầy đủ
1	ADB	Ngân hàng Phát triển Châu Á
2	BDS	Bất động sản
3	CAR	Tỷ lệ thỏa đáng về vốn
4	CCQ	Chứng chỉ quỹ
5	CK	Chứng khoán
6	CP	Cổ phiếu
7	CPI	Chỉ số giá tiêu dùng
8	DN	Doanh nghiệp
9	EBIT	Lợi nhuận trước lãi vay và thuế
10	EUR	Đơn vị tiền tệ của Liên minh Châu Âu (EU)
11	FDI	Đầu tư trực tiếp nước ngoài
12	FII	Vốn gián tiếp
13	GDP	Tổng sản phẩm quốc nội
14	GTGD	Giá trị giao dịch
15	HASTC	Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội
16	HOSE	Sở giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh
17	ICOR	Hệ số sử dụng vốn
18	IMF	Quỹ Tiền tệ Quốc tế
19	KCN	Khu Công nghiệp
20	LNHĐKD	Lợi nhuận hoạt động kinh doanh
21	LNST	Lợi nhuận sau thuế
22	NDT	Đơn vị tiền tệ của Trung Quốc
23	NĐT	Nhà đầu tư
24	NĐTNN	Nhà đầu tư nước ngoài
25	NHNN	Ngân hàng Nhà nước
26	NHTM	Ngân hàng thương mại
27	NHTMCP	Ngân hàng thương mại cổ phần
28	ODA	Hỗ trợ phát triển chính thức
29	OECD	Tổ chức hợp tác và phát triển kinh tế
30	RWA	Tài sản tính theo rủi ro gia quyền
31	TP	Trái phiếu
32	TTCK	Thị trường chứng khoán
33	TTLK	Trung tâm lưu ký
34	TTLNH	Thị trường liên ngân hàng
35	USD	Đơn vị tiền tệ của Hoa Kỳ
36	VND	Đơn vị tiền tệ của Việt Nam
37	WB	Ngân hàng Thế giới
38	WTO	Tổ chức thương mại thế giới

KHUYẾN CÁO

Bản báo cáo này được thực hiện độc lập, khách quan bởi Phòng Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán Eurocapital dựa trên những nguồn thông tin tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng mọi thông tin và dữ liệu được sử dụng trong báo cáo này đã hoàn toàn đầy đủ và chính xác. Những ý kiến trong bản báo cáo nào chỉ mang tính tham khảo, chúng tôi không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với những kết quả từ việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần nội dung của bản báo cáo để kinh doanh.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Eurocapital, không được dùng để bán. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong bản báo cáo này.

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, 25 Láng Hạ, Hà Nội

Điện thoại: +844.514.4444 ext 401

Email: phantich@eurocapital.vn