

Phòng Phân tích Đầu tư  
CTCP Chứng khoán FPT

**Trụ sở chính**

Tầng 2, 71 Nguyễn Chí  
Thanh  
Quận Đống Đa - Hà Nội  
ĐT: (84.4) 3773 7068  
Fax: (84.4) 3773 9056

**Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Số 31, Nguyễn Công Trứ  
Phường Nguyễn Thái Bình  
Quận 1, TP. Hồ Chí Minh  
ĐT: (84.8) 290 86 86  
Fax: (84.8) 290 60 70

**Chi nhánh Đà Nẵng**

Số 124, Nguyễn Thị Minh  
Khai, Quận Hải Châu, TP.  
Đà Nẵng  
ĐT: (84.511) 355 36 66  
Fax: (84.511) 355 38 88

*Các nghiên cứu và báo cáo  
khác được công bố tại:  
<http://ezsearch.fpts.com.vn>*

*Các tuyên bố quan trọng  
nằm ở cuối báo cáo này.*

## NỘI DUNG

|  |           |
|--|-----------|
| <b>CÁC TỪ VIẾT TẮT.....</b>                | <b>1</b>  |
| <b>KINH TẾ THẾ GIỚI .....</b>              | <b>2</b>  |
| <b>KINH TẾ VIỆT NAM.....</b>               | <b>7</b>  |
| Tăng trưởng GDP .....                      | 7         |
| Cán cân Thương mại.....                    | 12        |
| Chỉ số giá tiêu dùng - CPI.....            | 16        |
| Thị trường tài chính .....                 | 18        |
| <b>THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN.....</b>         | <b>22</b> |
| Thị trường chứng khoán Quý II/2009.....    | 22        |
| Phân tích Kỹ thuật.....                    | 24        |
| <b>KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ.....</b> | <b>27</b> |
| <b>PHỤ LỤC .....</b>                       | <b>28</b> |

## CÁC TỪ VIẾT TẮT

|      |  |
|------|--|
| ADB  | Ngân hàng phát triển Châu Á              |
| CPI  | Chỉ số giá tiêu dùng                     |
| ECB  | Ngân hàng Trung Ương Châu Âu             |
| FDI  | Đầu tư trực tiếp nước ngoài              |
| GDP  | Tổng sản phẩm quốc nội                   |
| GSO  | Tổng cục Thống kê                        |
| HOSE | Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh |
| HNX  | Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội          |
| ODA  | Viện trợ phát triển nước ngoài           |
| PMI  | Chỉ số quản lý sản xuất                  |
| SBV  | Ngân hàng Nhà nước Việt Nam              |
| USD  | Đồng đô la Mỹ                            |

## KINH TẾ THẾ GIỚI

### 1. Bối cảnh chung

- Tăng trưởng GDP

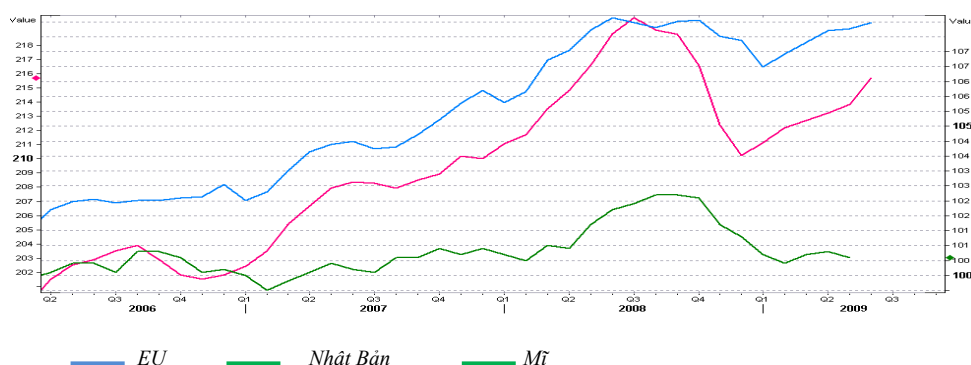
Mạnh tay với các gói giải pháp, kinh tế toàn cầu đã có những tín hiệu khởi sắc trong Quý II/2009.

Từ cuối Quý I, nhiều tổ chức tài chính đã đánh giá và điều chỉnh những dự báo đưa ra thời điểm cuối năm 2008 về tình hình kinh tế thế giới. Theo đó, chỉ tiêu tăng trưởng GDP có chiều hướng khả quan hơn. Đặc biệt, với các nền kinh tế lớn, tốc độ suy thoái đã được đánh giá là đang chậm lại, thậm chí đã “thoát đáy”. Dự báo tăng trưởng GDP thực hiện trong tháng 6 tại các quốc gia trên đều tích cực hơn những lần đánh giá trước đó. (Xem phụ lục: Bảng dự báo tăng trưởng GDP Mỹ và Nhật năm 2009 và 2010)

Trong Quý III, các tổ chức này tiếp tục có những dự báo tích cực đối với tốc độ tăng trưởng GDP tại các nước phát triển, GDP thế giới được đánh giá là sẽ có sự cải thiện, phù hợp với một kịch bản phục hồi.

- Lạm phát

Cùng với sự phục hồi của nền kinh tế thì tỉ lệ lạm phát tại các nền kinh tế trọng điểm đang có chiều hướng gia tăng. Khảo sát chỉ số tiêu dùng (CPI) tại Mỹ, khu vực đồng tiền chung Châu Âu, Nhật Bản và Trung Quốc đều cho thấy mặt bằng giá đang dần nâng lên tại các quốc gia này sau thời gian đi xuống mạnh trong năm 2008.

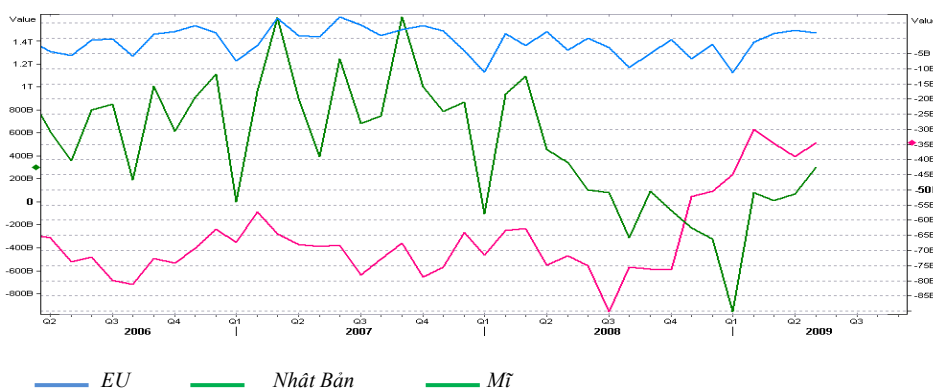


CPI của Mỹ, Nhật, EU (khu vực đồng tiền chung) và Trung Quốc –  
Nguồn: Reuters

Đây là mức lạm phát mang tính hệ quả tất yếu từ quá trình bơm tiền ồ ạt vào nền kinh tế trong quá trình triển khai các “gói giải pháp” nên chưa phải là yếu tố tiêu cực. Dự báo của các tổ chức cũng cho rằng yếu tố giá sẽ được kiểm soát ở mức độ ổn định hoặc giảm dần trong những tháng tới.

- Cán cân thương mại

Quý II, cán cân thương mại của Mỹ, EU và Nhật đều có chuyển biến tích cực. Nguyên nhân là do 3 tháng qua nhập khẩu của các quốc gia này đều giữ ổn định hoặc giảm nhẹ trong khi xuất khẩu lại có chiều hướng gia tăng. Thương mại quốc tế giữa các quốc gia phát triển với phần còn lại của nền kinh tế thế giới được thúc đẩy sẽ giúp khơi thông luồng vốn và hàng hóa toàn cầu. Thặng dư thương mại của khối các quốc gia này một mặt cho thấy quy mô sản xuất và tiêu dùng giá trị cao đang được mở rộng, mặt khác tạo động lực kích thích sự mở rộng sản xuất và năng lực xuất khẩu tại chính các quốc gia này. Như vậy, với sự âm dần của mậu dịch quốc tế, dự đoán quý III sẽ tiếp tục có sự cải thiện về qui mô và giá trị hàng hóa xuất nhập khẩu.



Cán cân thương mại của Mĩ, Nhật, EU (khu vực đồng tiền chung) và Trung Quốc Nguồn: Reuters

- Lãi suất cơ bản

Trong Quý II, hai quyết định đáng kể về chính sách lãi suất cơ bản là Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB) 2 lần hạ mức lãi suất cơ bản tổng cộng 0,5% xuống mức thấp kỷ lục 1% và FED giữ nguyên mức lãi suất xấp xỉ bằng 0%. Đây là những chính sách được đưa ra trước bối cảnh nền kinh tế tại các quốc gia này được đánh giá là “chưa hết khó khăn” và “cần thêm hỗ trợ”. Như vậy, với quan điểm thận trọng, có thể thấy rằng nền kinh tế thế giới nói chung, các quốc gia phát triển nói riêng vẫn chưa hoàn toàn vượt ra khỏi sự kiềm tỏa của cuộc suy thoái, và khả năng cắt giảm thêm mức lãi suất cơ bản trong thời gian tới không phải là không có khả năng.

- Các chỉ tiêu kinh tế khác

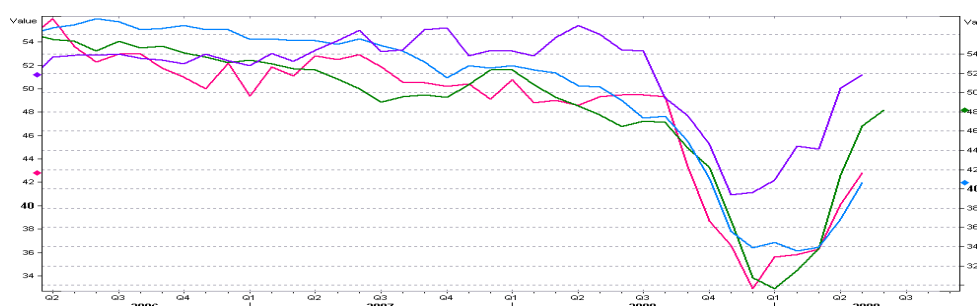
- Sản lượng công nghiệp

Sản lượng công nghiệp tại các nền kinh tế lớn vẫn tiếp tục xu thế suy giảm với chênh lệch phần trăm tới 2 con số so với cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, quan sát tốc độ giảm của chỉ tiêu qua các tháng lại cho thấy đà suy giảm đang chậm lại. Các đánh giá về chỉ tiêu này tại Mỹ, Nhật và khối các nước thuộc khu vực đồng tiền chung Châu Âu cũng dự báo con số tăng trưởng âm sẽ tiếp tục được duy trì đến cuối năm 2009, song sự giảm tốc sẽ rõ nét hơn. Điều này cho thấy ngành công nghiệp thế giới tuy vẫn chịu hậu quả nặng nề của đợt suy thoái nhưng sẽ từng bước lấy lại đà phục hồi và có thể đạt được mức tăng trưởng dương trong

năm 2010.

#### - PMI

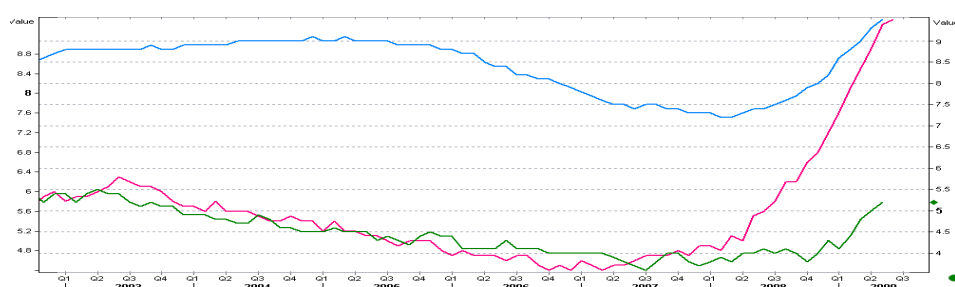
Chỉ số quản lý sản xuất PMI tại 4 nền kinh tế lớn cho thấy sản xuất đang phục hồi. Ngoại trừ Trung Quốc có giá trị PMI lớn hơn 50 (mức độ cho thấy quy mô sản xuất đang được mở rộng), còn tại các quốc gia khác, chỉ số này vẫn giữ giá trị ở mức dưới chuẩn (50). Tuy vậy, do chỉ số này hàm chứa 5 yếu tố là lượng đơn đặt hàng mới, mức tồn kho, sản xuất, cung hàng hóa của nhà cung cấp và môi trường việc làm, nên việc PMI đã tăng trưởng đều đặn qua các tháng gần đây và dự báo tiếp tục gia tăng trong thời gian tới cho thấy nền sản xuất đang từng bước phục hồi, quy mô sản xuất có khả năng được nới dần trong các tháng tới.



— EU — Nhật Bản — Mỹ  
PMI của Mỹ, Nhật, EU (khu vực đồng tiền chung) và Trung Quốc  
Nguồn: Reuters

#### - Tỷ lệ thất nghiệp

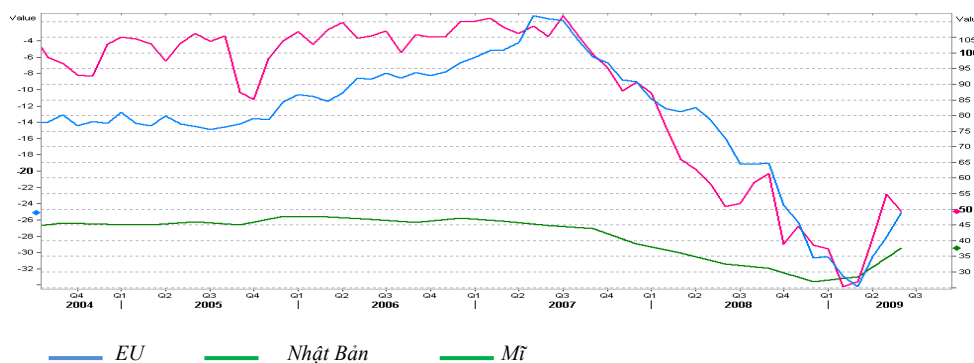
Xét trên phương diện kinh tế, giảm tỷ lệ thất nghiệp một mặt củng cố và gia tăng sức sản xuất, mặt khác cũng cho thấy nguồn cầu tiêu dùng tiềm năng khi nền kinh tế hồi phục; đồng thời cũng giúp nuôi dưỡng nguồn thu ổn định từ thuế cho ngân sách các quốc gia. Tuy nhiên, sau khi gia tăng mạnh mẽ trong năm 2008, tỷ lệ thất nghiệp tại Mỹ, EU và Nhật Bản được quan sát trong 6 tháng đầu năm 2009 vẫn chưa có dấu hiệu giảm tốc. Cũng theo những đánh giá thực hiện từ tháng 4/2009 thì tỷ lệ thất nghiệp sẽ không có những biến chuyển nhiều trong nửa cuối năm còn lại. Như vậy, đây sẽ là một trong những yếu tố kìm hãm sự phục hồi của nền kinh tế trong thời gian tới.



— EU — Nhật Bản — Mỹ  
Tỷ lệ thất nghiệp của Mỹ, EU và Nhật Bản  
Nguồn: Reuters

- Chỉ số lòng tin người tiêu dùng

Bắt đầu suy giảm mạnh từ khoảng giữa năm 2007, chỉ số niềm tin người tiêu dùng tại các quốc gia phát triển hiện đang ở mức khá thấp, cho thấy người dân khá thận trọng với những đánh giá về triển vọng hồi phục và tăng trưởng kinh tế nói chung, về thu nhập và chi tiêu sinh hoạt nói riêng.



Chỉ số lòng tin người tiêu dùng Mỹ, EU và Nhật Bản

Nguồn: Reuters

Tuy vậy, việc chỉ số này liên tiếp ghi điểm trong những tháng quý II là một tín hiệu đáng mừng khi người tiêu dùng đã lạc quan hơn với những biến chuyển của nền kinh tế. Đây cũng có thể là động lực và cơ sở quan trọng để các nhà sản xuất hoạch định những mục tiêu quy mô hơn trong tương lai.

• Thị trường Chứng khoán

Nổi bật nhất trong Quý II phải kể đến sức tăng trưởng mạnh mẽ của thị trường chứng khoán thế giới. Trong quý II/2009, hầu hết các chỉ số thị trường đều tăng mức 2 con số. Dow Jones tăng 11%, STOXX50 của Châu Âu tăng xấp xỉ 16%, trong khi đại diện chứng khoán Châu Á MSCI tăng 21,8% phần nào cho thấy sự kỳ vọng vào khả năng phục hồi kinh tế thế giới của giới đầu tư. (Xem phụ lục - Dự báo chỉ số chứng khoán thế giới năm 2009 – 2010)

Sau hàng loạt sự sụp đổ của các tên tuổi lớn trong ngành tài chính và công nghiệp, thị trường chứng khoán hầu như không còn phải đối mặt với những hiểm họa lớn đã nhanh chóng được vực dậy bởi một xu thế tăng tương đối bền vững và dài hạn. Với những tín hiệu tích cực từ các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô, các dự báo gần đây đều cho rằng thị trường chứng khoán thế giới còn tạo ra những bất ngờ mới trong nửa cuối năm 2009 với mức tăng trưởng dương (so với năm 2008) của hầu hết các chỉ số sàn. Như vậy, quý III rất có thể sẽ đóng vai trò như bước đệm của giai đoạn “về đích” với mức điểm được duy trì hoặc tăng so với quý II.

**2. Khu vực Châu Á Thái Bình Dương – hi vọng của nền kinh tế thế giới**

Trong khi bức tranh kinh tế thế giới còn đang xen tối – sáng, thì khu vực Châu Á Thái Bình Dương lại đang thấp lèn những hi vọng về sự phục hồi kinh tế toàn cầu. Ngoại trừ Nhật Bản – nền kinh tế phát triển nhất nhì thế giới, những nền kinh tế mới nổi như Australia, Trung Quốc, Hàn Quốc,... đã thực sự gây ấn tượng với hàng loạt các chỉ tiêu quan trọng như tốc độ tăng trưởng GDP dương, gia tăng giá

trị sản xuất công nghiệp, giảm tỉ lệ thất nghiệp, v.v... Đặc biệt, Trung Quốc đang trở thành tâm điểm chú ý khi nước này được đánh giá là sẽ lấy lại tốc độ tăng trưởng kinh tế cao trong năm 2009 (trên 7%) ngay cả khi kinh tế toàn cầu vẫn chậm chạp vượt qua mức “đáy”. Với gói giải phát mạnh tay lên tới gần 600 tỉ đô-la, chính phủ nước này đã tập trung nguồn tài lực vào các chính sách giảm thuế, nới lỏng tín dụng, kích cầu tiêu dùng, trợ cấp xã hội và xây dựng cơ sở hạ tầng.

Dự kiến với quy mô sản xuất mở rộng trong năm 2010, Trung Quốc một mặt sẽ là một thị trường lớn cho hàng hóa và đầu tư, mặt khác sẽ là nguồn cung đáng kể các hàng hóa tiêu dùng với giá rẻ, kích thích sản xuất và tiêu dùng thế giới. Do đó, quốc gia này đang được coi là đại diện cho những nền kinh tế phục hồi, đóng vai trò như đầu tàu đưa nền kinh tế thế giới vượt qua cuộc khủng hoảng tồi tệ nhất trong 6 thập kỷ qua.

### **3. Gia tăng giá dầu và vàng**

Khác với diễn biến năm 2008, giá dầu quý II tương đối ổn định ở những tháng đầu một phần do nhu cầu năng lượng và chi tiêu (đặc biệt là sắm mới xe hơi) suy giảm. Cùng thời gian này, giá vàng liên tục tăng cao trước nghi ngại về khả năng phục hồi kinh tế thế giới. Tuy nhiên, thời điểm cuối quý II, hai mặt hàng này bắt đầu vận động ngược chiều. Trong khi Vàng bắt đầu điều chỉnh giảm trước những kết quả khả quan trong quý của nền kinh tế, thì dầu bất ngờ lên giá khi Trung Quốc tăng mua tích trữ. Giá dầu tăng cao sẽ đe dọa trực tiếp tới doanh thu các ngành sản xuất và dịch vụ rất có thể một lần nữa sẽ bị thối bùng bởi hiện tượng cộng hưởng giá thông qua yếu tố đầu cơ tâm lý và đầu cơ cơ hội. Do đó, nếu trong quý III không có những điều chỉnh kịp thời về cung – cầu mặt hàng này, hiệu ứng tăng giá liên đới ở cặp mặt hàng Vàng – Dầu sẽ đồng thời xảy ra, ảnh hưởng nghiêm trọng tới sự phục hồi nền kinh tế toàn cầu.



## KINH TẾ VIỆT NAM

### Tăng trưởng GDP

Tốc độ tăng GDP quý II 2009 đạt 4,5%, bằng 79% tốc độ tăng của quý II 2008 và cao hơn tốc độ tăng quý I 2009 là 1,4%. Tính chung 2 quý đầu năm tốc độ tăng GDP đạt 3,9% so với cùng kỳ năm 2008 trong đó khu vực nông – lâm – ngư nghiệp tăng 1,25%, khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 3,48%, khu vực dịch vụ tăng 5,5%.

Bảng sau thể hiện tốc độ tăng trưởng GDP tính theo giá so sánh năm 1994, trong tương quan so sánh với cùng kỳ năm trước.

| Tăng trưởng GDP 6 tháng đầu năm (%) | 2005        | 2006        | 2007        | 2008        | 2009        |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Nông – lâm – thủy sản               | 4,23        | 3,00        | 2,67        | 3,04        | 1,25        |
| Công nghiệp – Xây dựng              | 9,50        | 9,30        | 9,88        | 7,00        | 3,48        |
| Dịch vụ                             | 7,60        | 7,70        | 8,41        | 7,60        | 5,50        |
| <b>GDP</b>                          | <b>7,63</b> | <b>7,40</b> | <b>7,87</b> | <b>6,50</b> | <b>3,90</b> |

Nguồn: Tổng cục Thống Kê

Nếu xét theo số liệu hàng quý, có thể thấy tốc độ tăng trưởng GDP quý II thể hiện triển vọng đi lên 4,5% sau sự sụt giảm mạnh GDP quý I ở mức 3,1%. Tuy nhiên, trên phương diện kết quả 6 tháng đầu năm (bảng trên), kết quả đạt được nửa đầu năm 2009 đang ở mức thấp nhất trong 5 năm trở lại đây với mức sụt giảm trên 47% so với bình quân tốc độ tăng trưởng các năm trước. Theo góc nhìn này, để xác định nền kinh tế Việt Nam đã qua đáy của khủng hoảng kinh tế hay chưa cần phải chờ đợi kết quả tăng trưởng GDP trong 2 quý cuối năm.

Trong cơ cấu tăng trưởng GDP thời gian qua, khu vực dịch vụ đóng góp vai trò lớn nhất với mức tăng 5,5%. Hoạt động thương mại (chiếm 37% tổng giá trị khu vực dịch vụ) vẫn duy trì được mức tăng trưởng GDP 6,5%, các dịch vụ khác đa phần đều tăng trưởng quanh mức 6%, ngoại trừ duy nhất dịch vụ khách sạn nhà hàng (chiếm 12% giá trị khu vực dịch vụ) giảm 0,9%. Đối với hai khu vực còn lại, tăng trưởng GDP tập trung chủ yếu từ ngành thủy sản (3,71%), công nghiệp khai thác mỏ (7,3%) và xây dựng (8,74). Các ngành công nghiệp chế biến và công nghiệp điện, ga, cung cấp nước trước đây đóng góp bình quân trên 10% vào tốc độ tăng trưởng GDP thì trong giai đoạn này đã giảm mạnh. Một phần gói kích cầu hướng tới cho nông dân vay vốn lãi suất ưu đãi nhằm phát triển sản xuất, nhưng thực tế cho thấy khả năng tiếp cận vốn của người nông dân rất thấp do đa phần máy móc hỗ trợ nông nghiệp đều không phải là sản phẩm sản xuất trong nước.

#### - Sản xuất công nghiệp

6 tháng đầu năm, giá trị sản xuất công nghiệp theo giá so sánh năm 1994 tăng 4,8% so với cùng kỳ năm 2008, trong đó khu vực Nhà nước tăng 1,5%, khu vực



ngoài Nhà nước tăng 7,6% và khu vực có vốn đầu tư nước ngoài tăng 4,5%. Đây là mức tăng trưởng thấp hơn rất nhiều so với cùng kỳ các năm 2007 (16,9%) và năm 2008 (17,1%). Mức tăng trưởng 4,8% trong thời gian qua chủ yếu từ công nghiệp khai thác dầu thô với mức tăng cao nhất 8,6% do một số mỏ mới được đưa vào khai thác từ tháng 7/2008. Tuy nhiên, nhiều sản phẩm quan trọng có mức tăng trưởng thấp (như bia tăng 6,6%, tivi lắp ráp tăng 4,8%, khí hóa lỏng tăng 4,5%) hay nhiều sản phẩm xuất khẩu bị giảm sút (giấy bia, vải dệt từ sợi bông, quần áo người lớn may sẵn, thủy hải sản chế biến. Kết quả này bị ảnh hưởng mạnh bởi sự trì trệ từ quý I với mức tăng trưởng chỉ đạt 2,5%. Nhiều nhà máy sản xuất thép gần như không hoạt động hoặc hoạt động với công suất dưới 5% trong suốt thời gian dài vừa qua do thị trường xuất khẩu và tiêu dùng trong nước bị thu hẹp đáng kể.

Xét trên khía cạnh hàng tháng, tốc độ tăng trưởng ngày càng tăng lên từ tháng 4 đến tháng 6 với lần lượt 1,57%, 3,98% và 4,16%. Tốc độ tăng trưởng cao nhất trong tháng 6 mặc dù thấp nhất trong 5 năm qua, nhưng kết quả này đã thể hiện xu hướng phục hồi tăng trưởng ngành công nghiệp, chủ yếu tập trung vào ngành sản xuất xi măng, sắt thép xây dựng và khai thác dầu thô.

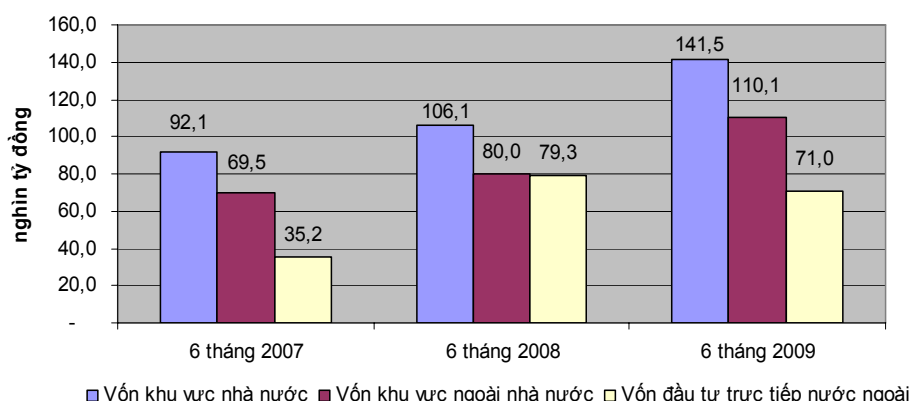
**- Tổng mức bán lẻ hàng hóa và tiêu dùng cuối cùng**

Tổng mức bán lẻ hàng hóa (bao gồm hàng hóa bán cho sản xuất và bán cho tiêu dùng cuối cùng) sáu tháng đầu năm tăng 8,8% so với cùng kỳ năm trước cho thấy sức mua có dấu hiệu phục hồi, tuy nhiên tiêu dùng cuối cùng của hộ gia đình theo giá so sánh giảm 4,55%, tiêu dùng của Chính phủ tăng 9,43%, bình quân chung tiêu dùng giảm 3,47%. Mục tiêu kích cầu chỉ đạt được khi tổng cầu tăng lên từ khối tiêu dùng cuối cùng của dân cư, bởi chính sự gia tăng chi tiêu từ khối này sẽ tạo sự lan tỏa nhằm thúc đẩy phát triển các ngành sản xuất. Tuy nhiên, kết quả thực tế cho thấy lượng chi tiêu chính trong tổng mức bán lẻ hàng hóa đang tập trung ở phân khúc tiêu dùng trung gian của khối doanh nghiệp phục vụ cho tư liệu sản xuất. Về bản chất, hiệu quả gói kích cầu vẫn chưa đạt như ý muốn.

Song song với tổng mức bán lẻ hàng hóa, vốn đầu tư toàn xã hội trong 6 tháng qua đạt 322,6 nghìn tỷ đồng, tương đương 44,1% GDP và tăng 18,1% so với cùng kỳ năm trước. Đáng chú ý là cơ cấu vốn đầu tư từ khu vực Nhà nước và khu vực ngoài Nhà nước được đẩy mạnh trên 30% trong khi vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài giảm sút 18,4%. Như vậy, khác với cấu vốn tăng đồng đều các năm trước, nguồn vốn trong nước năm nay được đẩy lên nhằm bù đắp cho lượng thiếu hụt vốn từ khối đầu tư nước ngoài.

**- Vốn đầu tư toàn xã hội**

Trong cơ cấu vốn đầu tư toàn xã hội, tỷ trọng vốn lớn nhất (43,9%) đối với khu vực nhà nước đang thể hiện vai trò dẫn dắt trong thu hút vốn đầu tư, tuy nhiên năng lực sản xuất thực tế từ khu vực này thấp hơn so với khối các doanh nghiệp ngoài quốc doanh. Tuy không tập trung vốn nhiều bằng khu vực nhà nước, nhưng khối doanh nghiệp ngoài quốc doanh thời gian qua vẫn thu hút được lượng vốn lớn từ chính sách kích cầu của Chính phủ, đạt tốc độ tăng lớn nhất 37,4% so với hai khối còn lại.



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài trong 6 tháng đầu năm thể hiện kết quả khá hạn chế. Tổng FDI huy động thời gian này chỉ đạt 8,9 tỷ USD, bằng 22,6% so với cùng kỳ 2008, trong đó vốn đăng ký mới đạt 4,7 tỷ USD với 306 dự án, số còn lại là vốn tăng thêm của 68 dự án, tập trung chủ yếu vào lĩnh vực dịch vụ lưu trú và ăn uống (hơn 50% tổng vốn đăng ký cả nước). Như vậy, sự dịch chuyển dòng vốn FDI năm nay đã có nhiều điểm khác so với năm trước. Thứ nhất, đó là sự tập trung ở các ngành dịch vụ ít rủi ro thay vì các ngành sản xuất công nghiệp hay bất động sản đang chịu ảnh hưởng nặng bởi suy thoái. Thứ hai, dòng vốn này đang hướng tới các ngành nghề có thời gian thu hồi vốn nhanh, đẩy mạnh quay vòng vốn. Lượng vốn FDI đăng ký cùng kỳ năm 2008 tăng đột biến chủ yếu từ các dự án lớn về sản xuất thép và bất động sản tập trung trong hai tháng cuối quý II, tuy nhiên điều này đã không lặp lại trong năm nay.

Một điểm đáng chú ý là sự sụt giảm xuất khẩu của nhóm doanh nghiệp FDI. Họ tham gia xuất khẩu hầu hết các mặt hàng chủ lực và chiếm giá trị xuất khẩu cao trong từng nhóm hàng. Tính riêng trong 2 tháng đầu năm, hàng dệt may chiếm tỷ trọng 59%, giày dép 69,5%, điện tử 96,6%, máy móc thiết bị 85%, dây cáp điện 81,7%. Theo thống kê, xuất khẩu 10 mặt hàng chủ lực của doanh nghiệp FDI chiếm 27,5% tổng kim ngạch xuất khẩu năm 2008 và gần 25% trong 6 tháng đầu năm 2009. Với tỷ trọng đóng góp cao như vậy, với sự sụt giảm khoảng từ 10% đến 15% theo dự báo của năm nay, đây sẽ là chỉ báo ảnh hưởng đáng lo ngại tới mục tiêu tăng trưởng kinh tế, đặc biệt là xuất khẩu sang thị trường Âu, Mỹ.

Nhìn về triển vọng 6 tháng cuối năm 2009, một loạt các dự án tiềm năng đang được nhà đầu tư nước ngoài thương thảo với các địa phương và có khả năng được cấp phép vào cuối năm 2009, đầu năm 2010. Số các dự án nằm chờ vào Việt Nam lên đến 187 dự án với tổng lượng vốn đăng ký lên tới 85,4 tỷ USD. Trong đó có dự án lớn nhất với quy mô vốn 6 tỷ USD xây dựng khu đô thị hiện đại, thương mại nghỉ dưỡng, casino ở Lâm Đồng của nhà đầu tư Úc, dự án 3 tỷ USD xây dựng cảng đa năng và nhà máy lọc dầu của nhà đầu tư Luxembourg ở Bạc Liêu,... Như vậy, vẫn còn rất nhiều khả năng Việt Nam đạt được mục tiêu kế hoạch về thu hút vốn FDI đến cuối năm 2009.

Tuy nhiên, khả năng hấp thụ vốn FDI tối đa của Việt Nam cũng chỉ dừng ở con số từ 10 tỷ USD đến 12 tỷ USD. Mặc dù khả năng thu hút lượng vốn đăng ký mới có

triển vọng, nhưng nhìn lại năm 2008 còn nhiều dự án hàng tỷ USD vẫn chỉ nằm trên giấy. Với lượng vốn gần 70 tỷ USD đăng ký năm 2008, lượng vốn giải ngân thời gian qua mới chỉ đạt 4 tỷ USD. Tại TP. Hồ Chí Minh, đầu tư nước ngoài trong sản xuất công nghiệp vẫn chủ yếu là gia công lắp ráp, nguồn nguyên liệu còn phụ thuộc nhiều vào nước ngoài với tỷ lệ nội địa hóa thấp.

Tỉ lệ giá trị gói kích cầu của Việt Nam chiếm khoảng 8% GDP, đứng thứ 3 ở Châu Á. Nếu giải ngân hết toàn bộ gói kích cầu Ngắn và trung hạn thì cơ cấu vốn đầu tư vẫn tập trung nhiều ở khối doanh nghiệp Nhà nước và mô hình kinh tế hiện tại vẫn chưa có sự thay đổi. Điều này sẽ ảnh hưởng đến tính năng động của nền kinh tế cũng như ảnh hưởng đến khả năng thu hút vốn FDI theo chiều sâu thay vì chiều rộng như hiện nay.

#### **- Vốn hỗ trợ phát triển ODA**

Trái ngược với sự sụt giảm FDI, thu hút vốn ODA thông qua Hiệp định với các nhà tài trợ từ đầu năm đến 16/6/2009 đạt 1,783 tỷ USD, tăng 15,9% so với cùng kỳ năm ngoái, trong đó vốn vay đạt 1,7 tỷ USD (tăng 22,8%), viện trợ không hoàn lại đạt 83 triệu, giảm gần một nửa so với cùng kỳ năm ngoái. Cùng với sự tiến bộ về thu hút vốn ODA, giá trị giải ngân ODA nửa năm đầu 2009 đạt 1,27 tỷ USD, tăng 15,5% so với cùng kỳ 2008 và bằng 67% kế hoạch giải ngân cả năm, trong đó vốn vay đạt 1,163 tỷ USD, viện trợ không hoàn lại đạt 107 triệu USD. Kết quả này đã cho thấy sự tiến bộ đáng ghi nhận trong việc rút ngắn các thủ tục hành chính và giảm thời gian chuẩn bị cho các dự án sử dụng nguồn ODA.

#### **- Kích cầu kinh tế và các tác động:**

Tăng trưởng GDP quý II là 4,5% cao hơn quý I 3,1%, tổng mức bán lẻ hàng hóa tăng 8,8%, vốn đầu tư toàn xã hội tăng 18%, kết quả hoạt động kinh doanh của nhiều doanh nghiệp niêm yết và khối ngân hàng đều đạt kết quả khả quan. Để đạt được các kết quả đó không thể không nhắc đến tác động tích cực từ gói kích cầu 8 tỷ USD của Chính phủ. Tính tới cuối tháng 6/2009, nhiều phần trong cơ cấu gói kích cầu của Chính phủ đã thực hiện khá mạnh mẽ, tuy nhiên mỗi gói kích cầu chi tiết lại có những điểm tích cực và hạn chế riêng.

Thứ nhất, gần 800 triệu USD trong tổng số 1 tỷ USD hỗ trợ doanh nghiệp vay bù lãi suất 4% đã được giải ngân. Có thể thấy tốc độ giải ngân trong hai quý vừa rồi là rất nhanh. Phần vốn hỗ trợ đi thẳng vào sản xuất đã phần nào thể hiện ở kết quả kinh doanh tích cực quý II của các doanh nghiệp niêm yết, nhưng vẫn cần có độ trễ thời gian để phát huy tác dụng tối đa vào kết quả kinh doanh quý III và quý IV. Với mức tăng trưởng tín dụng 17% thấp hơn nhiều so với tính toán kỳ vọng gần 30%, cùng tăng trưởng giá trị sản xuất công nghiệp khá thấp (đạt 4,8% so với 17,1% cùng kỳ năm ngoái) cho thấy một tỷ lệ nhất định từ gói kích cầu được sử dụng cho mục đích đảo nợ. Động tác này một phần giúp doanh nghiệp mở rộng thời gian đáo hạn, đóng góp tích cực vào kết quả hoạt động kinh doanh thông qua việc giảm đáng kể lãi suất vay, đồng thời giúp ngân hàng giảm các khoản nợ xấu và giảm các khoản dự phòng rủi ro. Tuy nhiên, mục tiêu cuối cùng của gói hỗ trợ nhằm mở rộng sản xuất và kích cầu tiêu dùng vẫn chưa được thực hiện triệt để. Bản thân các doanh nghiệp khi được hỗ trợ vay lãi suất thấp sẽ ít động lực để

nâng cao hiệu quả hoạt động thông qua tái cơ cấu bộ máy quản lý hoặc tìm hướng đi mới mở rộng sản xuất kinh doanh.

Thứ hai, các chính sách tài khóa được thực hiện khá tập trung. Quốc hội thông qua việc miễn toàn bộ thuế thu nhập cá nhân trong nửa đầu năm, tiếp tục miễn thuế đối với các hoạt động đầu tư chuyển nhượng vốn trên thị trường chứng khoán đến cuối năm 2010. Theo quan điểm của chúng tôi, chính sách miễn giảm thuế thu nhập cá nhân không ảnh hưởng nhiều tới nền kinh tế và chỉ tập trung vào tầng lớp trung lưu. Chỉ có chính sách điều chỉnh giảm và giãn nộp thuế thu nhập doanh nghiệp có tác dụng tốt đối nhằm hỗ trợ doanh nghiệp có thêm nguồn vốn tái đầu tư sản xuất.

Thứ ba, gói kích cầu được phân chia thành nhiều gói nhỏ, nhưng chủ yếu rơi vào khối đầu tư công. Nhìn vào biểu đồ về vốn đầu tư toàn xã hội, có tới 43,9% nguồn vốn được tập trung cho khối doanh nghiệp Nhà nước, trong khi tính năng động và cạnh tranh của khối này thấp hơn khá nhiều so với khối doanh nghiệp ngoài quốc doanh. Việc đầu tư dàn trải và kém hiệu quả của khu vực nhà nước đây chỉ số ICOR năm 2007 lên 5,2; ICOR năm 2008 lên 6,6. Mặc dù nhiều dự án không cần thiết đã được cắt giảm, tuy nhiên tương quan giảm sản lượng và quy mô sản xuất của khối này có thể tiếp tục khiến chỉ số ICOR duy trì ở mức xoay quanh 6 trong nửa đầu năm 2009.

Thứ tư, trong điều kiện hoạt động sản xuất mới bước đầu hồi phục và một phần hỗ trợ vay lãi suất thấp được sử dụng vào mục đích đầu tư, gói kích cầu đã làm tăng nguy cơ đẩy lạm phát tăng trở lại. Động lực chính cho lạm phát trong thời gian tới là sự gia tăng cầu kéo do nới lỏng tiền tệ và chi phí đẩy do kinh tế thế giới phục hồi khiến giá dầu và các nguyên liệu khác tăng lên.

Gói kích được đề ra nhằm ngăn chặn đà suy thoái và ổn định an sinh xã hội. Tuy nhiên việc đề ra giá trị gói kích cầu vừa qua làm dấy lên mối lo ngại về số tiền bù đắp thâm hụt ngân sách. Trước mắt, sự thâm hụt có thể được bổ sung từ nhiều nguồn như phát hành trái phiếu trong nước, trái phiếu quốc tế, tạm ứng các khoản chi từ kế hoạch năm 2010 hay sử dụng các nguồn còn thừa từ năm 2008. Thực tế từ đầu năm tới nay, Chính Phủ đang gặp khó khăn trong phát hành trái phiếu do lợi suất trái phiếu thấp hơn khá nhiều so với kỳ vọng của các nhà đầu tư. Tuy nhiên, sự chấp thuận của Ngân hàng Thế giới cho Việt Nam vay 4 tỷ USD trong hai năm 2009 – 2010 đang tạo sự bổ sung rất cần thiết nhằm bù đắp thâm hụt cán cân thanh toán quốc gia.

**- Thu ngân sách phụ thuộc vào biến động giá dầu thô:**

Từ đầu năm, Chính phủ đã xây dựng phương án thu ngân sách dựa trên ba mức giá dầu thô: 40 USD/thùng, 50 USD/thùng và 60 USD/thùng. Với giá dầu thô bình quân dừng ở mức 40 USD/thùng, ngân sách dự kiến sẽ hụt thu 47.000 tỷ đồng. Mức giá dầu thô 60 USD/thùng sẽ làm hụt thu ngân sách khoảng hơn 7.000 tỷ đồng, giảm đáng kể so với kịch bản xấu nhất. Diễn biến giá dầu tăng gấp đôi từ tháng 2 đến giữa tháng 6 đạt đỉnh 72 USD/thùng đã cải thiện khá lớn cho nguồn thu ngân sách Nhà nước. Bản thân nhà máy lọc dầu Dung Quất khi đi vào hoạt động cũng xác định để đạt điểm hòa vốn, giá dầu phải đạt mức tối thiểu 60

USD/thùng, đây cũng là mức giá đang giao dịch tại thời điểm hiện tại sau một thời gian suy giảm mạnh từ đỉnh. Tuy nhiên, với triển vọng phục hồi kinh tế thế giới vẫn chưa có nhiều đột biến thời gian từ nay đến cuối năm, nhiều khả năng giá dầu sẽ tiếp tục dao động trong khoảng hẹp xoay quanh 60 USD/thùng và hút thu ngân sách nằm trong khoảng từ 7.000 tỷ đến 10.000 tỷ từ ảnh hưởng của giá dầu.

## Cán cân Thương mại

### Xuất khẩu

Tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn trong tổng kim ngạch xuất khẩu 6 tháng đầu năm 2009 vẫn là dầu thô, thủy sản, cà phê, gạo, hàng dệt may... Dù tổng sản lượng xuất khẩu 6 tháng đầu năm tăng 11,33% nhưng kim ngạch lại giảm 25% so với cùng kỳ năm 2008. Nguyên nhân chính là do mặt bằng giá thế giới giảm sút, duy trì ở mức thấp. Nếu sử dụng mức giá bình quân của 6 tháng đầu năm 2008, thì kim ngạch xuất khẩu 6 tháng đầu năm 2009 tăng 6,8% so với cùng kỳ năm 2008. Ngoài ra, do cuộc suy thoái kinh tế nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu chủ đạo cũng giảm so với cùng kỳ năm 2008 điển hình như EU (-16%), Hàn Quốc (-11%), Trung Quốc (-9%), trong đó Nhật Bản có mức giảm mạnh nhất (-40%). Trong bối cảnh xuất khẩu gặp khó khăn, Mỹ và EU vẫn duy trì là hai thị trường xuất siêu của Việt Nam.

Nhóm hàng xuất khẩu chủ lực – Sản lượng tăng trưởng ấn tượng nhưng gặp hạn chế về giá

|                 | Sản lượng<br>(‘000 tấn) | Thay đổi<br>(%) | Giá trị<br>(tỷ USD) | Thay đổi<br>(%) |
|-----------------|-------------------------|-----------------|---------------------|-----------------|
| <b>Dầu thô</b>  | 8.282                   | 23,5            | 3.310               | -41,5           |
| <b>Gạo</b>      | 3.802                   | 56,2            | 1.816               | 24,1            |
| <b>Cà phê</b>   | 736                     | 22,3            | 1.089               | -12,2           |
| <b>Thủy sản</b> |                         |                 | 1.703               | -10,7           |
| <b>Than</b>     | 11.922                  | -9,4            | 591                 | -15,7           |
| <b>Cao su</b>   | 244                     | -0,7            | 349                 | -44,1           |
| <b>Hạt tiêu</b> | 66                      | 39,3            | 153                 | -8,5            |
| <b>Chè</b>      | 51                      | 12,1            | 63                  | 2,9             |

*Nguồn: Reuters, Cập nhật 25/06/2009*

Dầu thô hiện đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong kim ngạch xuất khẩu hàng năm của Việt Nam tương đương khoảng 15%. Tính tổng 6 tháng 2009, sản lượng khai thác dầu thô đạt 8,3 triệu tấn, tăng 23,5% so với cùng kỳ năm 2008, nhưng kim ngạch xuất khẩu lại giảm mạnh tới 41,5% chỉ đạt 3,31 tỷ USD. Nguyên nhân chính do giá dầu thô thế giới từ đầu Quý II/2009 dù đã phục hồi khá sâu khi chạm đáy ở mức 40 USD/thùng nhưng vẫn chưa thể đưa kim ngạch xuất khẩu đạt bằng các năm trước. Sản lượng khai thác trong những năm gần đây đã tăng lên đáng kể nhờ số lượng mỏ mới đưa vào khai thác và công nghệ được nâng cấp tuy nhiên giá dầu thô thế giới mới là yếu tố quyết định đến kim ngạch xuất khẩu. Như vậy với mức giá hiện nay xoay quanh 60-70 USD/thùng, kim ngạch xuất khẩu dầu thô của Việt



Nam trong hai quý còn lại sẽ khó vượt được kim ngạch của năm 2008 dù đã có những đột biến về sản lượng.

Đầu năm 2009, Nhà máy lọc dầu Dung Quất đã đi vào hoạt động, khả năng cuối năm sẽ đạt tối đa công suất là khá cao sẽ cung cấp ra thị trường các sản phẩm mới như dầu diesel và xăng. Đây sẽ là nguồn tiêu thụ mới giúp giảm áp lực xuất khẩu dầu thô ở giá thấp và là nguồn cung các sản phẩm xăng, dầu vốn trước đây trong nước chưa thể tự sản xuất.

Thị trường xuất khẩu bị thu hẹp nhưng kim ngạch xuất khẩu thủy sản Quý II/2009 tiếp tục duy trì tăng trưởng ấn tượng 27,7% so với quý I, nhưng giảm -10,7% so với cùng kỳ 6 tháng đầu năm 2008 sau khi đã có những dịch chuyển mới về thị trường xuất khẩu như Nga, Trung Đông... Những khó khăn hiện nay phát sinh chính từ nội tại trong ngành và thị trường tiêu thụ đang có nguy cơ ảnh hưởng đến khả năng hoàn thành chỉ tiêu năm 2009. Cụ thể, hai nguồn nguyên liệu chính của ngành là tôm và cá ba sa đã giảm 10% về sản lượng so với cùng kỳ năm 2008 do nông dân khó tiếp cận các nguồn vốn vay. Trong khi đó nhiều doanh nghiệp xuất khẩu không thể tăng công suất và hạn chế thu mua do lượng hàng tồn kho đang tăng lên. Ngoài ra, so sánh lợi thế về giá đầu vào của Việt Nam còn khá cao so với các sản phẩm cùng loại có xuất xứ cùng khu vực. Hiện thị trường xuất khẩu đang bị thu hẹp nhiều do nhu cầu tiêu dùng giảm và các quy định về chất lượng ngày càng khắt khe và sự cạnh tranh trở nên gay gắt hơn. So với năm 2008, thị trường xuất khẩu năm 2009 đã giảm từ 159 xuống 122.

Xuất khẩu gạo hiện có nhiều thuận lợi nhất, sản lượng xuất khẩu 6 tháng đầu năm 2009 đạt 3,8 triệu tấn, đạt kim ngạch trên 1,56 tỷ USD (đạt gần 80% chỉ tiêu năm 2009), tăng 124,1% về giá trị so với cùng kỳ năm 2008. Nếu tiếp tục có được các điều kiện thuận lợi hiện nay, sản lượng xuất khẩu gạo năm 2009 được dự báo có thể đạt 6 triệu tấn. Cho đến hết tháng 5 sản lượng đăng ký xuất khẩu gạo đã đạt hơn 5 triệu tấn do đó khả năng được bao tiêu hết lượng gạo thu hoạch của vụ hè thu 2009 là rất cao, sẽ đóng góp phần đáng kể trong tổng kim ngạch xuất khẩu năm nay của Việt Nam.

### Nhập khẩu

Nhập khẩu có xu hướng tăng trở lại trong Quý II nhưng tổng kim ngạch nhập khẩu trong 6 tháng đầu năm 2009 giảm 34,01% so với cùng kỳ năm trước. Lý do chính không xuất phát bởi nhu cầu nhập khẩu giảm mà chủ yếu từ sự sụt giảm giá của các nhóm hàng nhập khẩu truyền thống so với năm 2008.

| Các sản phẩm nhập khẩu | Thay đổi (*) |         |
|------------------------|--------------|---------|
|                        | Lượng (%)    | Giá (%) |
| Xăng dầu               | -3,58        | -52     |
| Phân bón               | -0,39        | -33     |
| Sắt thép               | -34,22       | -31     |
| Chất dẻo               | 10,26        | -32     |

|  |        |        |
|--|--------|--------|
| <b>Sợi dệt</b>                             | 16,45  | -23    |
| <b>Giấy</b>                                | -11,04 | -17,92 |
| <b>Máy móc, thiết bị, dụng cụ phụ tùng</b> | N/A    | -19,2  |
| <b>Nguyên phụ liệu dệt may, giày dép</b>   | N/A    | -23,9  |
| <b>Điện tử, máy tính và linh kiện</b>      | N/A    | -11    |

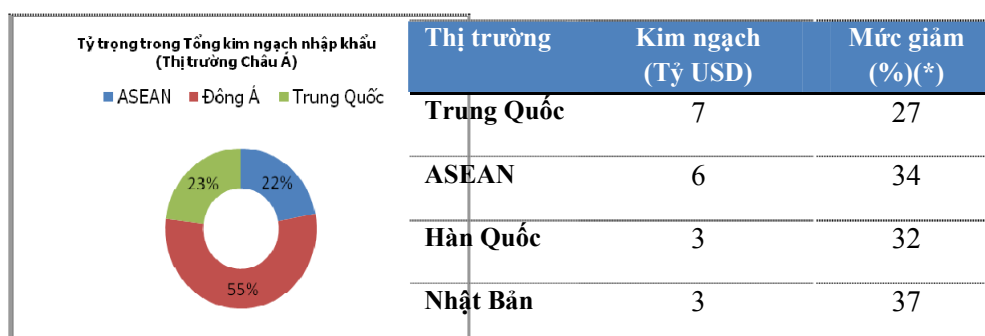
*Nguồn: Tổng cục thống kê, Reuter; Cập nhật 25/06/2009;*

*(\*) So với cùng kỳ năm 2008;*

Cơ cấu hàng nhập khẩu và thị trường nhập khẩu đã có sự dịch chuyển đáng kể. Tỷ trọng hàng tiêu dùng và hàng máy móc, thiết bị tại thời điểm Quý II năm 2009 đang có xu hướng tăng lên từ 6,2% và 25,2% lên 9,6% và 29,4% so với cùng kỳ năm ngoái. Điều này cho thấy dù nền kinh tế chịu ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng nhưng nhu cầu nhập khẩu đối với những nhóm hàng truyền thống không giảm. Nguyên nhân chính phát sinh từ nhu cầu phát triển của nội tại nền kinh tế tập trung chủ yếu vào nhóm máy móc thiết bị và nhu cầu tăng nhanh đối với hàng tiêu dùng nhập khẩu hiện đang có mức giá rẻ hơn trước.

Ngoài ra, do mặt bằng giá giảm mạnh đã kích thích tính hấp dẫn của hàng ngoại nhập đặc biệt là hàng có xuất xứ trong khu vực như ASEAN và Trung Quốc đang được hưởng những ưu đãi về thuế quan. Điều này sẽ khiến nhập khẩu có nguy cơ tăng trở lại từ nay đến cuối năm, gây ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trong nước.

Các thị trường nhập khẩu truyền thống của Việt Nam cũng cho thấy sự suy giảm đáng kể về kim ngạch nhập khẩu. Châu Á hiện là thị trường nhập khẩu chính của Việt Nam. Hàng hóa có xuất xứ từ Nhật Bản có mức giảm lớn nhất trong khi Trung Quốc vẫn duy trì là thị trường nhập siêu lớn nhất của Việt Nam (khoảng 6 tỷ USD).



*Nguồn: Tổng cục thống kê; (\*) So với cùng kỳ năm 2008.*

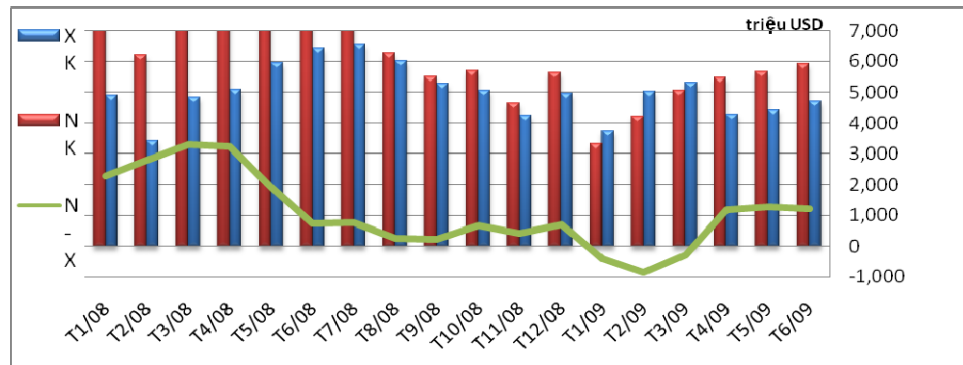
### **Cán cân thương mại sẽ có nhiều cải thiện trong những tháng cuối năm 2009**

Số liệu xuất nhập khẩu trong Quý II cho thấy thương mại đã có chiều hướng thay đổi. Kim ngạch xuất khẩu trong Quý II/2009 giảm 4,74% so với Quý I, chỉ đạt 13,4 tỷ USD trong khi kim ngạch nhập khẩu lại tăng mạnh 35,6% đạt hơn 17 tỷ USD. Như vậy, sau 3 tháng đầu năm duy trì mức xuất siêu thì sang quý II đã chuyển sang trạng thái nhập siêu. Nguyên nhân chính như đã được dự báo trước



đó là sự suy giảm mạnh của hoạt động xuất khẩu vàng sau khi giảm về mức tỷ trọng gần như không đáng kể trong tổng kim ngạch xuất khẩu Quý II. Trong khi đó các mặt hàng xuất khẩu chủ lực gặp nhiều hạn chế nên không tạo được sự đột biến đáng kể.

Dựa trên số liệu 6 tháng đầu năm 2009, kim ngạch xuất và nhập khẩu đều giảm so với cùng kỳ năm trước đạt 27,5 tỷ USD và 29,6 tỷ USD, tương đương giảm 10,36% và 34,01%. Sau 6 tháng, Việt Nam đã nhập siêu khoảng 2,1 tỷ USD. Đây là mức nhập siêu khá thấp, tương đương với mức giảm gần 85% so với cùng kỳ năm 2008. Kết quả này cho thấy hoạt động thương mại đang tiếp tục suy giảm, dù không còn xuất siêu nhưng mức nhập siêu hiện tại không quá lớn do kim ngạch nhập khẩu có mức giảm mạnh hơn xuất khẩu.



Nguồn: Tổng cục Thống kê.

Chỉ tiêu tăng trưởng xuất khẩu năm 2009 đã được Quốc hội điều chỉnh từ 13% xuống 3% tương đương với kim ngạch khoảng 70,8 tỷ USD. Trên thực tế, 6 tháng đầu năm kim ngạch xuất khẩu mới chỉ đạt 27,5 tỷ USD tương đương 38,76% chỉ tiêu trên. Rõ ràng trong khi kim ngạch xuất khẩu giảm và mặt bằng giá xuất khẩu tiếp tục ở mức thấp thì trong các quý còn lại sẽ cần phải có những đột phá về sản lượng xuất khẩu mới có thể về đích đúng dự kiến.

Cho tới Quý II/2009, nền kinh tế thế giới đang cho thấy những dấu hiệu suy thoái được kiểm chế với nhiều dự báo về sự phục hồi có thể rõ rệt hơn vào cuối năm 2009 và đầu năm 2010. Việt Nam là nền kinh tế mới và độ mở ngày càng lớn vì vậy những biểu hiện phục hồi của các thị trường xuất khẩu chính sẽ tạo điều kiện cho xuất khẩu Việt Nam có những đột phá từ nay đến cuối năm. Dựa trên khả năng tăng sản lượng, mở rộng thêm thị trường mới và xu hướng dự báo giá sẽ phục hồi về cuối năm, kim ngạch xuất khẩu của một số ngành chủ chốt sẽ được cải thiện đáng kể trong những các quý còn lại. Các hướng xuất khẩu sẽ được triển khai mới từ Quý II gồm có xuất khẩu gạo sang châu Phi; thủy sản sang Nga và Braxin; gỗ sang Trung Đông; hàng dệt may sang Nam Phi, Nga và Trung Đông.

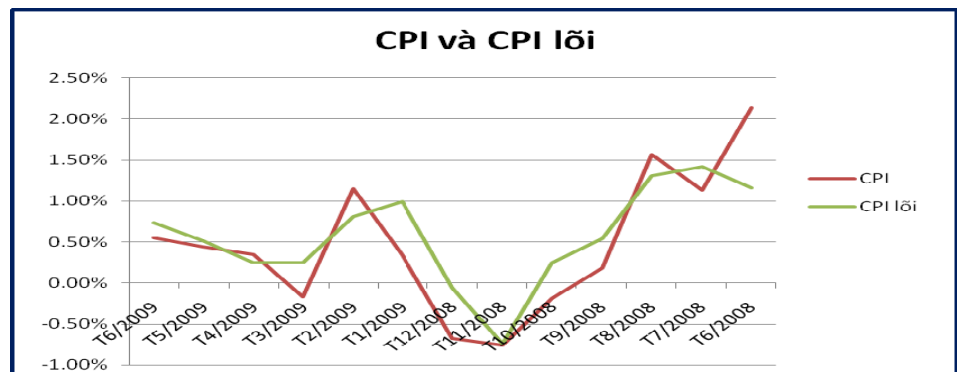
Thực tế đã cho thấy mặc dù chịu ảnh hưởng của cuộc suy thoái, sau khi xuất siêu trong Quý I nhập siêu đã quay trở lại sớm ngay trong quý II/2009 khiến cán cân thương mại 6 tháng đầu năm chuyển từ trạng nhập siêu. Theo chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ trong Công văn số 5272 ngày 6/7/2009, để đảm bảo chỉ tiêu tăng

trường GDP đạt 5% trong năm 2009, nhập siêu cần được kiềm chế ở mức không quá 20% tổng kim ngạch xuất khẩu. Hiện mức nhập siêu 6 tháng đầu năm 2009 mới chỉ đạt 2,1 tỷ USD (bằng 7,6% so với kim ngạch xuất khẩu) do đó mục tiêu đề ra của Chính phủ trong 6 tháng còn lại là khá khả quan.

Tuy nhiên do nhu cầu phát triển nhanh của nền kinh tế trong khi năng lực trong nước chưa thể đáp ứng, khả năng nhập siêu sẽ vẫn là trạng thái chủ đạo của cán cân thương mại của Việt Nam. Hàng xuất khẩu chính đều thuộc nhóm sơ chế (dầu thô, cà phê, cao su, thủy sản...) và gia công có hàm lượng nguyên liệu đầu vào nhập khẩu chiếm tỷ trọng lớn (dệt may, hàng điện tử...) đem lại giá trị xuất khẩu thấp trong khi hàng nhập khẩu lại có giá trị cao, trong nước chưa thể sản xuất nhưng lại là nguyên liệu đầu vào cho hoạt xuất khẩu (máy móc, phân bón, chất dẻo...).

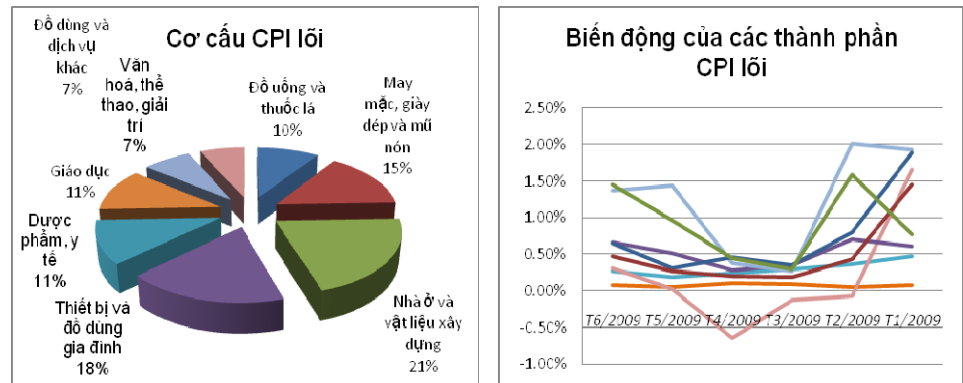
Vì vậy xét về cuối năm xu hướng nhập siêu sẽ có khả năng tiếp tục duy trì và tăng dần tuy nhiên mức tăng sẽ không mạnh như cùng kỳ các năm trước do tăng trưởng xuất khẩu đang được hỗ trợ từ các chính sách hỗ trợ tài chính, duy trì tỷ giá có lợi cho hoạt động xuất khẩu của Chính phủ và sự đóng góp đáng kể của các thị trường xuất khẩu mới.

### **Chỉ số giá tiêu dùng - CPI**



Nguồn: Tổng cục thống kê

Không còn biến động mạnh như 3 tháng đầu năm, chỉ số giá tiêu dùng trong Quý II tăng nhẹ xấp xỉ 0,5%/tháng. Nhìn chung, giá cả các nhóm hàng cấu thành nên CPI đều tăng từ 0,03% đến dưới 1,5%/tháng (cá biệt, nhóm “Văn hóa, thể thao, giải trí” tăng trưởng âm trong tháng 4). Tuy vậy, sức tăng ổn định về giá của các bộ phận hợp thành CPI lại không hoàn toàn mang tính tích cực. Thực tế, giá cả các nhóm hàng vẫn tăng khá mạnh so với cùng kỳ năm ngoái (thời điểm mà lạm phát đang lan rộng) và kết quả chung cuộc của CPI chỉ được hạ thấp do giá 2 nhóm hàng hóa có tỉ trọng cao nhất trong rổ hàng hóa tính CPI là “Lương thực – Thực phẩm” và “Phương tiện đi lại, bưu điện” tăng trưởng âm so với cùng kỳ (ở đây cần chú ý rằng cùng kỳ năm 2008, giá lương thực thực phẩm tăng cao do sốt gạo trong khi giá xăng dầu liên tục bị đẩy lên do giá dầu thế giới gần chạm mức kỷ lục USD 150/thùng).



Nguồn: Tổng cục thống kê

Bên cạnh đó mặc dù CPI lõi cũng tăng đều đặn trong quý với tốc độ tăng qua các tháng lần lượt là 0,35%, 0,44% và 0,55%, song một hiện tượng đáng chú ý là từ tháng 5, CPI lõi đã bắt đầu tăng nhanh hơn CPI, ngay cả khi nhóm “Phương tiện đi lại, bưu điện” (nhóm có tỉ trọng lớn thứ 2 trong rổ hàng hóa tính CPI nhưng không tính vào CPI lõi) tăng mạnh do ảnh hưởng từ việc giá xăng tăng thêm 2.500 đồng/lít trong Quý II. Nguyên nhân chủ yếu của hiện tượng này đến từ sức tăng mạnh của “Nhà ở và vật liệu xây dựng” - nhóm hàng chiếm tỉ trọng lớn nhất trong CPI lõi. Giá cả bất động sản đang âm dần lên (tại Hà Nội, giá bất động sản tăng từ 20% - 30%), giá cả sắt thép (tăng khoảng 20% so với Quý I) và vật liệu xây dựng gia tăng là những yếu tố chính làm tăng giá nhóm hàng này. Trong tháng 6/2009, đây là nhóm giữ mức tăng trưởng giá cao nhất (1,45%) trong rổ hàng hóa tính CPI.

### Dự báo tình hình hình lạm phát Quý III/2009.

Quý III, do đặc điểm mùa mưa bão tại các vùng miền, trong khi dự kiến nhu cầu xây dựng tại các địa phương không phát sinh đột biến, mức giá vật liệu xây dựng có thể kiểm soát và khống chế; thì, với diễn biến bất thường của thời tiết, giá cả nhóm lương thực – thực phẩm có thể chịu ảnh hưởng từ hậu quả của thiên tai (gây thiệt hại về nông sản).

Đây cũng là thời gian mà các nhóm hàng hóa “Văn hóa, thể thao, giải trí” và “Giáo dục” có khả năng tăng do nhu cầu du lịch, nghỉ mát tăng lên và do ảnh hưởng của mùa tựu trường 2009 – 2010 diễn ra trong 2 tháng 8 và 9.

Một nhóm hàng khác cũng có thể biến động trong Quý III, đó là nhóm “Phương tiện đi lại, bưu điện”. Yếu tố khó đoán định song lại có ảnh hưởng rất lớn của nhóm này là giá cả xăng dầu. Hiện tại, Bộ Tài chính vẫn khẳng định chưa có kế hoạch giảm giá xăng dầu trong nước trong khi giá dầu trên thị trường thế giới vẫn chưa có xu thế rõ ràng. Tuy nhiên, trước bối cảnh thế giới đang nỗ lực kiểm soát suy thoái, ổn định kinh tế, giá dầu khó có thể dao động mạnh, đặc biệt theo chiều hướng tăng. Do đó, dự báo giá xăng dầu trong nước cũng khó có khả năng tăng cao trong 3 tháng tới.

Đồng thời, một nguyên nhân quan trọng nữa có thể tác động đến CPI vào cuối năm là do sức Cầu kéo với nguyên nhân chủ yếu từ mức tăng của cung tiền trong nửa đầu năm 2009. Trong 2 năm 2006 và 2007, mức tăng của cung tiền luôn lớn

hơn nhiều mức tăng GDP theo giá thực tế (năm 2006: M2 tăng 33%, GDP tăng 16%; năm 2007: M2 tăng 46%, GDP tăng 17,4%), làm tích tụ nhiều dấu hiệu cho khả năng CPI bùng phát mạnh trong năm 2008. Chính sách thắt chặt tiền tệ khá mạnh tay của SBV trong năm 2008 đã làm giảm đáng kể mức chênh lệch này. Tuy nhiên, nguy cơ này đã quay lại trong nửa đầu năm 2009 khi mà mức tăng của cung tiền lên đến mức 16,4% trong khi GDP theo giá thực tế chỉ tăng có 12,4%. Tuy nhiên, với các biện pháp kiểm soát tăng trưởng tín dụng và điều hành linh hoạt thị trường tiền tệ của SBV từ khá sớm sẽ làm giảm khả năng CPI tăng mạnh trở lại trong năm 2009 mà không làm ảnh hưởng đến tăng trưởng kinh tế.

Như vậy, cùng với sự ổn định về giá của các mặt hàng còn lại, dự báo CPI Quý III sẽ tiếp tục tăng nhẹ với mức tăng bình quân không có mức tăng đột biến và giao động trong khoảng 0,5%/tháng.

### ***Thị trường tài chính***

Trong cả Quý II/2009, lãi suất cơ bản được Ngân hàng Nhà nước giữ nguyên (7%) cùng với các lãi suất điều hành chính khác. Có thể thấy trong Quý II, công cụ lãi suất cơ bản không còn được sử dụng nhiều, hay nói cách khác là dư địa của công cụ này (nếu tiếp tục sử dụng) cũng sẽ không cao. Việc can thiệp trong việc sử dụng công cụ lãi suất cơ bản để điều tiết nền kinh tế là do lạm phát đang có dấu hiệu quay trở lại. Trong khi lạm phát tính đến tháng 6/2009 đạt mức 2,6% thì lạm phát kì vọng lại có xu hướng tăng cao gần ngang bằng với trần lãi suất huy động hiện nay, gây tác động không nhỏ đến mặt bằng lãi suất huy động và hệ thống ngân hàng. Lạm phát kì vọng thông thường khó tính toán và đo lường cụ thể, do vậy, để ước lượng một cách đơn giản đó là mức lợi suất mà nhà đầu tư trái phiếu đòi hỏi để bù đắp cho những rủi ro lạm phát trong kì hạn của loại chứng khoán này. Tính đến cuối tháng 6/2009, lãi suất trái phiếu Chính phủ kì hạn 1 năm có mức tăng cao nhất từ đầu năm với 148 điểm, lên mức 8,55%, kì hạn 2 năm và 5 năm tương ứng là 9,05% và 9,7%. Như vậy có thể thấy, lạm phát kì vọng đã tăng cao hơn mức lạm phát hiện tại (ước lượng khoảng 8-9%). Mặc dù vẫn xoay quanh mức mục tiêu của Chính phủ là ở mức 1 con số, tuy nhiên đây cũng là một lý do quan trọng trong việc tạo áp lực lên chính sách điều hành lãi suất và tiền tệ trong nửa cuối Quý II.

Một lý do nữa đó là Chính phủ đang tập trung vào các biện pháp kích thích kinh tế, kích cầu kinh tế với tổng giá trị lên tới 8 tỉ USD. Trong đó, ngoài việc giảm thuế xuất cho các mặt hàng chiến lược, thì khoảng 21% giá trị gói kích cầu là sử dụng biện pháp hỗ trợ lãi suất ngắn và trung hạn thông qua hệ thống ngân hàng

**Gói kích cầu thông qua bù lãi suất ngắn và trung hạn:** Tính đến cuối tháng 6/2009, hệ thống ngân hàng đã giải ngân được khoảng 370 nghìn tỉ VND chiếm khoảng hơn 60% gói kích cầu ngắn hạn, trong đó riêng trong quý II/2009 đã giải ngân được khoảng gần 40%. Như vậy, phần còn lại của gói kích cầu chỉ còn khoảng hơn 30% và sẽ được các NHTM lựa chọn các dự án khả thi để giải ngân trong thời gian còn lại của năm 2009.

*DV: tỷ đồng*

|                       | 03-04-09       | 07-05-09       | 04-06-09       | 25-06-09       | 02-07-09       |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| NHTM Nhà nước         | 151.010        | 198.814        | 240.032        | 254.565        | 265.801        |
| NHTM Cổ phần          | 42.141         | 60.282         | 73.953         | 82.500         | 85.430         |
| CNNH nước ngoài & LD  | 8.633          | 11.840         | 15.619         | 17.256         | 17.420         |
| Các công ty Tài Chính | 347            | 1.008          | 2.303          | 2.742          | 3.622          |
|                       | <b>202.131</b> | <b>271.943</b> | <b>331.907</b> | <b>357.063</b> | <b>372.272</b> |

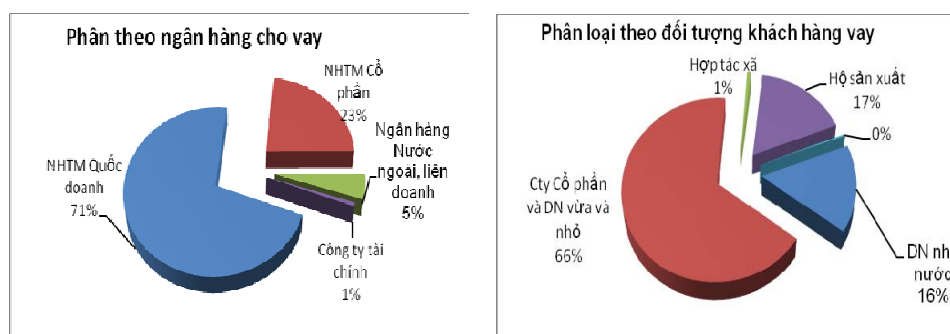
**Dư nợ cho vay hỗ trợ LS**

Nguồn: SBV

Xét trong cơ cấu của tổng vốn đầu tư toàn xã hội trong 6 tháng đầu năm 2009 thì vốn đầu tư của khu vực Nhà nước chiếm tỉ trọng lớn nhất (khoảng 43%) và tốc độ tăng trưởng nhanh so với cùng kì năm ngoái (khoảng 32%). Tuy nhiên, nếu xét trong cơ cấu đối tượng vay vốn của gói kích cầu ngắn hạn thì khách hàng là các công ty cổ phần và DN vừa và nhỏ chiếm đa số, khoảng 66%. Trong khi, dư nợ từ các DN Nhà nước chỉ chiếm khoảng 16%. Như vậy, các công ty cổ phần và DN vừa và nhỏ đang được hưởng lợi nhiều từ gói kích cầu với chi phí vốn vay thấp. Đây cũng là khu vực kinh tế năng động và có thể chịu nhiều ảnh hưởng nhất của suy thoái kinh tế.

Bên cạnh đó, nếu xét về cơ cấu gói hỗ trợ lãi suất ngắn hạn phân loại theo ngân hàng cho vay thì có thể thấy các ngân hàng quốc doanh chiếm tỉ lệ lớn nhất là 71%, trong khi các ngân hàng thương mại cổ phần chỉ chiếm tỉ lệ khá thấp là 23%. Trong khi cơ cấu doanh thu của các ngân hàng tại Việt Nam vẫn dựa chủ yếu vào doanh thu từ tín dụng, đặc biệt là các ngân hàng thương mại quốc doanh, thì rõ ràng khối ngân hàng này đang được hưởng lợi lớn từ việc giải ngân gói kích cầu này.

Như vậy, mục tiêu của gói hỗ trợ lãi suất này đang được hoàn thành khi bên có nhu cầu cho vay nhất tìm được bên có nhu cầu vay vốn nhất!



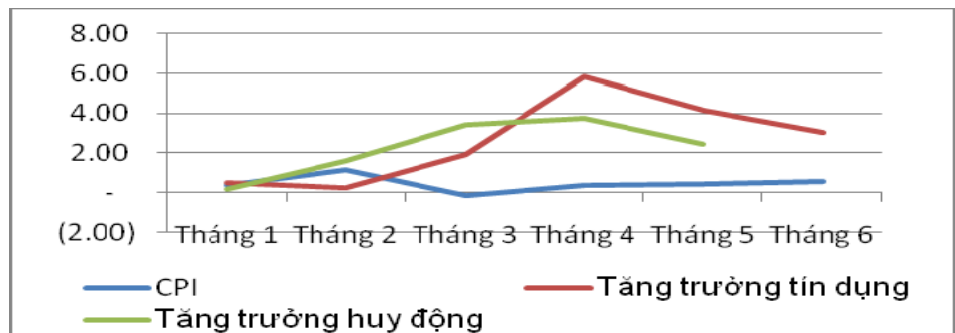
Nguồn: SBV, tổng hợp của FPT.

**Tăng trưởng tín dụng được điều chỉnh giảm và điều hành linh hoạt phù hợp với diễn biến kinh tế nửa cuối năm 2009.**

Khác với Quý I/2009, trong cả thời gian Quý II/2009, tốc độ tăng trưởng tín dụng luôn tăng cao hơn tăng trưởng huy động. Tính đến cuối tháng 6, tốc độ tăng trưởng tín dụng đạt mức 17% so với cuối năm ngoái, chiếm tới 73% của mức tăng trưởng

tín dụng dự kiến (đã điều chỉnh giảm từ 30% xuống còn 25%- 27%) cho cả năm 2009. Việc tăng mạnh dư nợ cho vay của các ngân hàng thương mại có động lực chủ yếu từ gói kích cầu qua hỗ trợ lãi suất ngắn hạn. Tuy nhiên, việc phân bổ mức tăng tín dụng như vậy không phải là diễn ra lần đầu tiên nếu nhìn lại thời kì nửa đầu năm 2008, khi mức tăng trưởng trong cả năm là 21% thì nửa đầu năm ngoái đã đạt mức tăng 17,53%. Điều này sẽ dẫn đến tình trạng thanh lọc khách hàng trong thời gian còn lại của năm, tức là ngân hàng sẽ lựa chọn khách hàng uy tín và có khả năng trả nợ tốt để cho vay, làm hạn chế khả năng vay vốn của các khách hàng có nhu cầu.

Đồng thời, để đảm bảo tốc độ tăng trưởng tín dụng đạt mục tiêu trong năm nay, thì rõ ràng Ngân hàng Nhà Nước sẽ cần phải hạn chế mức tăng khá nhanh này trước khi lạm phát tăng cao có khả năng quay trở lại trong thời gian tới; Do chính sách tiền tệ nới lỏng qua các biện pháp kích cầu của Chính phủ thường có độ trễ khá lớn.



Nguồn: SBV

**Tăng trưởng tín dụng tăng mạnh trong nửa đầu năm 2009 làm dấy lên lo ngại về nợ xấu.** Áp lực về nguồn vốn huy động nhằm đáp ứng cho hoạt động cho vay tăng mạnh của hệ thống ngân hàng đã khiến cho lãi suất huy động có dấu hiệu tăng trở lại so với thời điểm đầu năm. Mức tăng phổ biến ở mức từ 1-2% ở các kì hạn, trong khi lãi suất trần cho vay vẫn giữ nguyên trong Quý II (do lãi suất cơ bản không thay đổi ở mức 7%) đã làm cho chênh lệch lãi suất đầu vào và đầu ra ngày càng thu hẹp. Riêng trong tháng 6/2009, mức lãi suất huy động cao nhất đã chạm 10%, gần sát với mức trần 10,5%, có nghĩa là nếu ngân hàng huy động ở mức lãi suất này và cho vay ở trần lãi suất thì sẽ không có lãi. Nhằm đảm bảo khả năng sinh lời thì các ngân hàng tăng mạnh cho vay các loại hình mang nhiều rủi ro hơn như vay phục vụ, vay thông qua nghiệp vụ phát hành và sử dụng thẻ tín dụng do được áp dụng cơ chế lãi suất thỏa thuận. Trên thực tế thì dư nợ trong mảng cho vay này tăng cao trong thời gian gần đây. Đi kèm với tốc độ tăng trưởng tín dụng cao trong 2 năm qua là sự suy giảm của thị trường bất động sản và chứng khoán trong quý I/2009 làm cho nợ xấu trong hệ thống ngân hàng tăng lên tới mức khoảng 2,5% chỉ trong nửa đầu năm 2009 (tính theo chuẩn mực kế toán Việt Nam – VAS), mức tăng đáng kể từ 1,7% trong năm 2007 và 2,1% trong năm 2008.

Một trong nhiều hệ quả của nợ xấu tăng cao là trong tháng 6/2009, tổ chức đánh giá tín nhiệm Fitch đã hạ mức tín nhiệm của các khoản vay bằng nội tệ của Việt Nam xuống mức BB- từ mức BB. Như vậy, việc xiết chặt hoạt động kinh doanh ngân hàng nhằm đảm bảo cho rủi ro tín dụng ở trong mức kiểm soát có thể được của Ngân hàng Nhà nước đặc biệt chú trọng trong thời gian tới.



**Xu hướng lãi suất trong nửa cuối năm 2009**

Trong khi một loạt các đợt phát hành Trái phiếu Chính phủ thất bại trong thời gian Quý II/2009 với cùng một nguyên nhân khá đơn giản là lãi suất trần đưa ra không hấp dẫn được các nhà đầu tư (dao động trong khoảng 7-8,3% cho kì hạn từ 2-năm). Trong khi đó, nhu cầu vốn đầu tư phục vụ gói kích cầu tăng cao, với tổng mức thâm hụt lên tới 17% GDP, thì khả năng Chính phủ sẽ phải điều chỉnh lãi suất phù hợp với cân đối cung cầu nhằm thu hút được vốn.

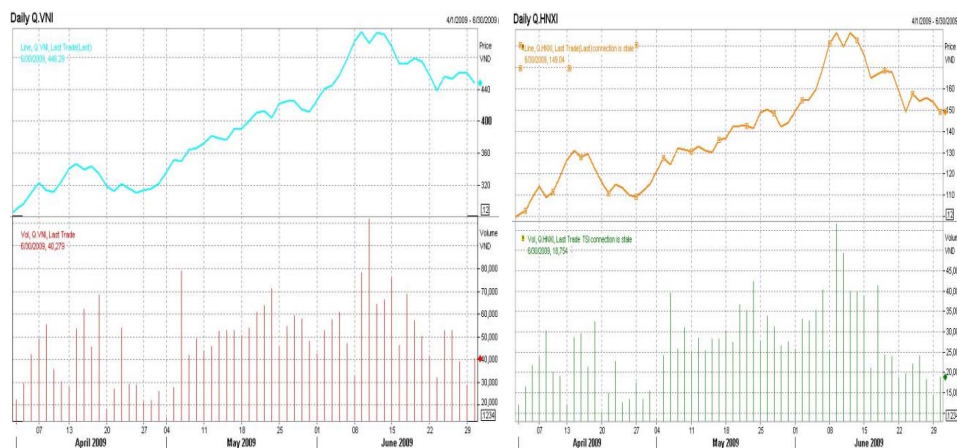
Đồng thời, các dự báo về tăng trưởng tín dụng nóng và lạm phát có khả năng quay trở lại cũng sẽ làm cho SBV sớm có biện pháp điều hành làm giảm nguy cơ nợ xấu và các tác động tiêu cực đến nền kinh tế nói chung ngay trong Quý III năm 2009.



## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

### Thị trường chứng khoán Quý II/2009

- Thị trường chứng khoán trong Quý II ghi nhận sự tăng trưởng rất mạnh của cả hai sàn và những sự đột biến trong khối lượng giao dịch. Chỉ số của hai sàn đã vượt qua nhiều mức kháng cự quan trọng, chạm đỉnh tại mức điểm 512 (VN-Index) và 186 (HNX-Index) vào ngày 09/06. Kết thúc phiên giao dịch cuối cùng của Quý II, ngày 30/06 cả hai chỉ số đã suy giảm so với đỉnh, VN-Index đạt mức 430, HNX-Index đạt mức 142,5.
- HOSE: Giảm 19% so với đỉnh 512 tại ngày 09/06, tăng 53% so với phiên cuối Quý I. Khối lượng giao dịch Quý II tăng 4,29 lần so với Quý I, KLGD trong tháng 6 cao gấp 2 lần tháng 5 và cao gấp 3 lần tháng 4. Tuy nhiên KLGD vào nửa cuối tháng 6 đang có dấu hiệu suy giảm.
- HNX: Giảm 30,6% so với đỉnh 186 tại ngày 09/06, tăng 30% so với phiên cuối Quý I. Khối lượng giao dịch Quý II tăng 4,5 lần so với Quý I, KLGD tháng 6 gia tăng 13% so với tháng 5, và tăng 71% so với tháng 4. Tuy nhiên KLGD vào nửa cuối tháng 6 cũng đang suy giảm.



Diễn biến chỉ số và khối lượng giao dịch VN-Index

Diễn biến chỉ số và khối lượng giao dịch HNX-Index

Nguồn: Reuters

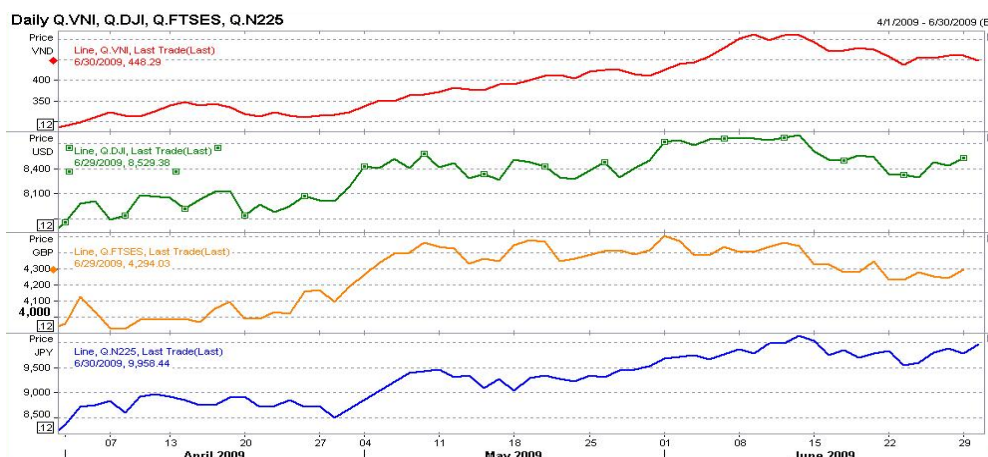
- Trong Quý II, Khối nhà đầu tư nước ngoài (NĐTNN) tham gia giao dịch sôi nổi trên cả 2 sàn. Tính đến cuối Quý II, tổng giá trị giao dịch trên cả 2 sàn của khối NĐTNN cao hơn 3 lần so với quý trước. Khối NĐTNN bán ròng mạnh tại HNX và mua ròng tại HOSE. Tính trên cả 2 sàn, khối này đã bán ròng 119 tỷ VND trong Quý II.

**Khối lượng giao dịch của Nhà Đầu tư Nước ngoài trong Quý II** *ĐV: 1000 VND*

| GTGD ĐTNN | HOSE          | HNX           | Tổng cộng cả 2 Sàn |
|-----------|---------------|---------------|--------------------|
| Mua       | 7.669.278.484 | 941.846.025   | 8.611.124.509      |
| Bán       | 7.209.805.429 | 1.520.630.465 | 8.730.435.894      |
| Mua-bán   | 459.473.055   | -578.784.440  | -119.311.385       |

Nguồn: HOSE & HNX

Trong một diễn biến khác, khi so sánh tương quan vận động của VN- Index so với các chỉ số chứng khoán lớn trên thế giới như Dow Jones (Mỹ), FTSE 100 (Anh) và Nikkei 225 (Nhật), có thể thấy rằng trong Quý II/2009, VN-Index có sự vận động khá tương đồng với thị trường chứng khoán thế giới, nhất là trong thời điểm tháng 6. Tuy nhiên do cơ chế vận động chịu giới hạn biên độ đặc thù của Thị trường chứng khoán Việt Nam, tần suất và biên độ dao động của VN-Index thường nhỏ hơn so với các chỉ số thị trường được so sánh. Riêng thời điểm cuối tháng 6, chỉ số này đã có nhiều phiên giao dịch mang tính bất ngờ lớn, đi ngược lại diễn biến trên Thị trường Chứng khoán Thế giới.



**Tương quan vận động của VN- Index so với các chỉ số Dow Jones (Mỹ), FTSE 100 (Anh), Nikkei 225 (Nhật)**

Nguồn: Reuters

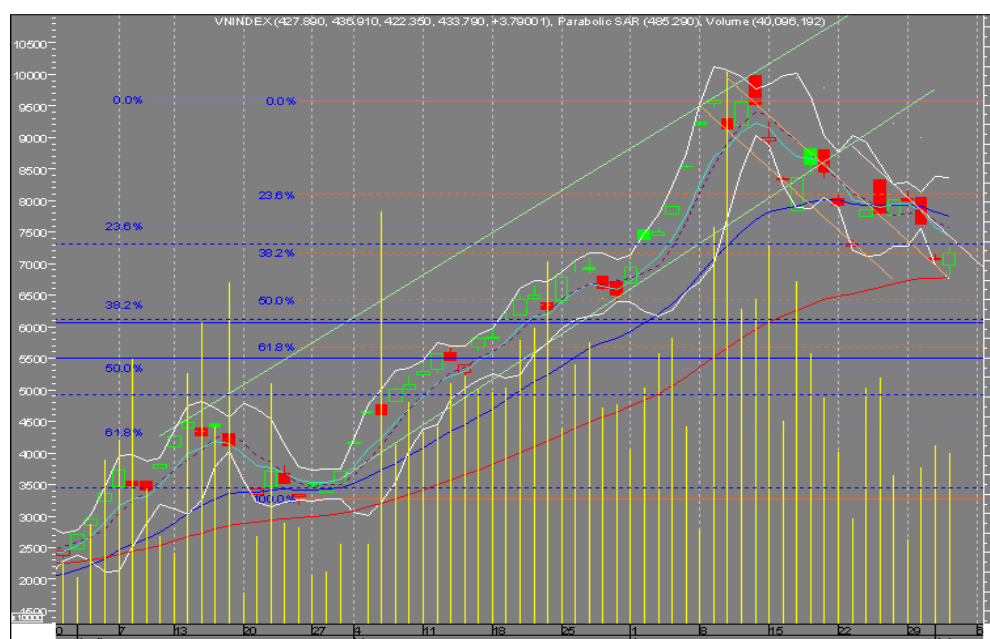
- Ti lệ nắm giữ của NĐTNN giảm đáng kể từ 10,8% vào thời điểm 30/6/2008 xuống mức 10% sau đó 1 năm, mặc dù có tăng hơn so với thời điểm đầu năm 2009. Nguyên chủ yếu có thể thấy là do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế, tác động trực tiếp đến hoạt động kinh doanh của các DN niêm yết, thể hiện ở mức EPS bình quân toàn thị trường, tính lũy kế 4 quý gần nhất có mức giảm đáng kể so với thời điểm này năm ngoài. Nếu loại bỏ một số DN mới niêm yết trong quý II là BVH, VCB và CTG thì mức P/E của toàn thị trường tại thời điểm 30/6/2009 vào khoảng 13,5. Xét tương quan so sánh với các thị trường khu vực thì mức P/E toàn thị trường của Việt Nam là tương đương và thấp hơn so với thị trường chứng khoán Trung Quốc.

|  | 30-06-08 | 31-12-08 | 30-06-09 |
|--|----------|----------|----------|
| EPS bình quân thị trường                 | 4.489,61 | 3.221,90 | 2.465,04 |
| P/E Bình quân thị trường                 | 13,10    | 12,48    | 14,73    |
| P/B bình quân thị trường                 | 2,83     | 2,26     | 2,22     |
| % sở hữu nước ngoài bình quân thị trường | 10,8%    | 9,6%     | 10,0%    |

Nguồn: FPTIS tổng hợp

## Phân tích Kỹ thuật

### • HOSE & HNX



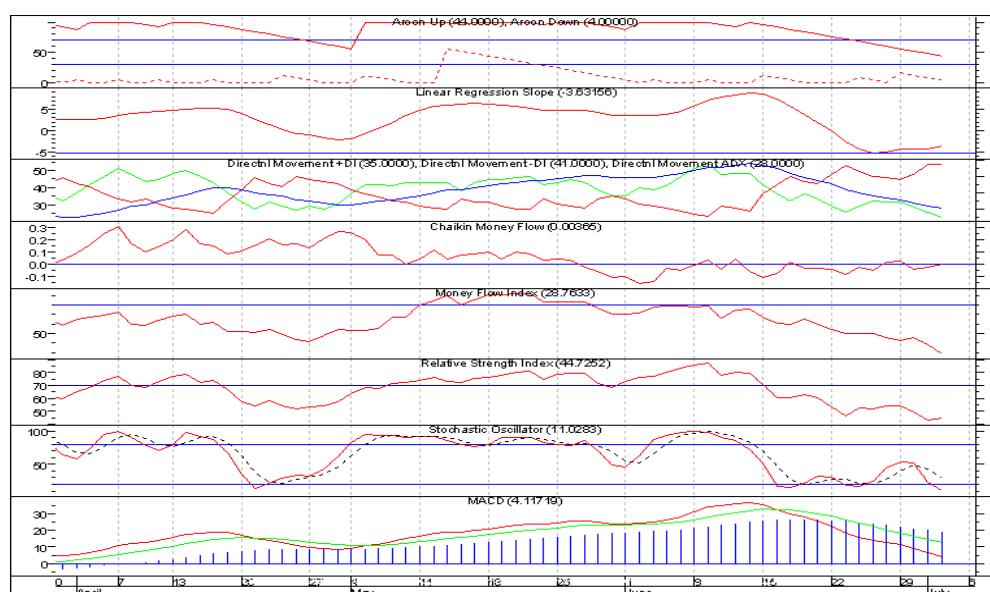
### 1. Các ngưỡng Hỗ trợ và Kháng cự quan trọng

- Các điểm nhấn quan trọng trong Quý II xoay quanh các mức 310, 410, 435 và 512. Sau đợt điều chỉnh kéo dài trong cuối tháng 4, VN- Index gặp ngưỡng hỗ trợ mạnh 310 tương ứng với Fibonacci 38,2% và đã phá vỡ mô hình Vai - Đầu - Vai kinh điển (thiết lập trong tháng 4/2009), bật lên tăng trưởng mạnh mẽ.
- Quá trình suy giảm từ tháng 9/2008 đến cuối tháng 2/2009 (giảm 326,17 điểm) cho phép VN-Index thực hiện mức bù giá trị (tăng) theo các mức 23,6%, 38,2%, 50% và 61,8% của thang chia Fibonacci Retracement, tương đương với các mức 310 điểm, 360 điểm, 400 điểm và 440 điểm. Tiếp đó, quá trình tăng từ cuối tháng 2/2009 đến giữa tháng 6 với đỉnh mới tạo lập tại 512,46 điểm, chỉ số này cũng thiết lập một thang chia Fibonacci Retracement khác đo mức hoàn giá trị tương tự tại 450 điểm, 410 điểm, 375 điểm và 340 điểm. Như vậy, vị trí của VN-Index tại thời điểm cuối tháng 6/2009 cho thấy chỉ số này sẽ phải đối mặt với ngưỡng kháng cự 450 điểm và 512 điểm, trong khi được hỗ trợ tại 440 điểm, 410 điểm, 375 điểm... Khi các ngưỡng hỗ trợ bị xuyên thủng, chúng đồng thời sẽ trở thành

ngưỡng kháng cự ngắn hạn đối với chỉ số sàn HOSE.

- Dàn rời bỏ xu thế tăng, VN-Index xuyên qua đường hồi qui 6 tháng và hướng tới đường hồi qui 1 năm (giảm). Quá trình vận động ấy tạo thành mức chặn trên và dưới đóng vai trò như các ngưỡng hỗ trợ trong Quý III tại 340 điểm và 410 điểm cho chỉ số này. Đồng thời, các đường kênh dưới và kênh trên hỗ trợ các đường hồi qui này (kênh hồi qui) cũng tạo ra các mức kháng cự tại 510 điểm và 530 điểm.

## 2. Các chỉ số cảnh báo



- Các chỉ số cảnh báo xu hướng điển hình là Aroon Up và LRS đều đã suy giảm trong thời gian gần đây. VN-Index đã tách khỏi xu hướng tăng trưởng trung hạn vào ngày 22/06 sau một phiên giảm mạnh bước vào xu thế giảm mạnh ngắn hạn. Tuy nhiên đường LRS đã ngừng giảm từ ngày 25/06 cho thấy mức độ suy giảm đã dịu bớt. Đường +DI đang nằm dưới và cách rất xa đường -DI, đường ADX đã giảm xuống dưới mức 28 củng cố cho xu hướng suy giảm. Các tín hiệu hồi phục chỉ đến khi ADX tăng ít nhất 4 điểm.
- Các chỉ số đường Trung Bình động đều cho thấy những tín hiệu xấu trong thời gian gần đây. Điển hình là đường MACD đã cắt đường tín hiệu (signal line) vào ngày 17/06 từ trên xuống và cả hai đường này đang dần cách xa nhau. Trong tuần cuối tháng 6, VN-Index đã lần lượt cắt các đường MA quan trọng là MA (5) (14) và (20) từ trên xuống, thêm vào đó đường EMA (5) cũng đã cắt EMA (20) từ trên xuống cho thấy xu thế suy giảm của thị trường vẫn còn tiếp tục diễn.
- Xét về dòng tiền thì hai đường CMF (21) và MFI (14) đều đã đưa ra tín hiệu cảnh báo sớm. Vào giai đoạn cuối tháng 5, CMF đã giảm xuống dưới mức 0; MFI đã tuột mức 80 và đang giảm mạnh. Kèm theo đó là một loạt những phiên Khối lượng Giao dịch suy giảm trong nửa cuối tháng 6 cho thấy rằng dòng tiền đã dần chảy ra khỏi thị trường trong giai đoạn cuối Quý II.
- Các chỉ số Xung lượng như Momentum, ROC, RSI và STO đều chưa cho thấy

tín hiệu khả quan. Đường STO liên tục 3 lần đưa ra tín hiệu “bán ra” trong nửa cuối tháng 6. Tuy nhiên đường RSI (14) vẫn chưa cho thấy tín hiệu “đư bán” thể hiện rằng tâm lý các nhà đầu tư vẫn chưa thực sự hoảng loạn và sẽ hiếm khi xảy ra các phiên tranh bán sàn.

***Chú giải các chỉ báo sử dụng***

*LRS: Linear Regression Slope*

*DI: Direction Indicator*

*ADX: Average Directional Movement Index*

*EMA: Exponential Moving Average*

*MACD: Moving Average Convergence Divergence*

*CMF: Chaikin Money Flow*

*MFI: Money Flow Index*

*ROC: Rate of Change*

*RSI: Relative Strength Index*

*STO: Stochastic Oscillator*

## KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Có thể coi giai đoạn cuối Quý II là thời kỳ xu thế giảm ngắn hạn, không phải là giai đoạn điều chỉnh. Xu thế này nhiều khả năng sẽ tiếp diễn trong giai đoạn đầu Quý III với khoảng dao động từ 410 tới 450. Tiếp theo đó, trong bối cảnh những biến chuyển thận trọng và tích cực của nền kinh tế (đã phân tích ở các phần trên), VN-Index dự đoán sẽ tiếp tục củng cố vị trí đạt được trong tháng 7 và 8, trước khi có sức tăng đột biến ở tháng 9/2009. Kịch bản này, với giả thiết VN-Index chịu sự chi phối của hệ kênh hồi qui, chỉ số sàn HOSE sẽ vận động trong khoảng 440 điểm – 560 điểm. Đây được đánh giá là kịch bản tiềm năng nhất.

Trong kịch bản dự phòng, VN- Index có thể rơi xuống vùng hỗ trợ sâu, ở mức 310 điểm – 410 điểm. Kịch bản này phù hợp với bối cảnh kinh tế thế giới và Việt Nam tiếp tục có những bất ổn, các tín hiệu hồi phục mờ nhạt và thiếu nhất quán, các chỉ tiêu kế hoạch bị đe dọa... Những dấu hiệu để nhận ra kịch bản dự phòng này thể hiện qua sự suy giảm của khối lượng giao dịch qua từng phiên, các ngưỡng hỗ trợ 410 điểm, 360 điểm và 375 điểm bị chọc thủng...

## PHỤ LỤC

### Bảng dự báo tăng trưởng GDP Mỹ và Nhật năm 2009 và 2010

| Tổng sản phẩm quốc nội – Mỹ    |       |       |         |       |       |         |               |            |      |      |
|--------------------------------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|---------------|------------|------|------|
| Cập nhật lần cuối: 16/06       |       |       |         |       |       |         |               |            |      |      |
| Điều tra tháng 6 năm 2009      |       |       |         |       |       |         |               |            |      |      |
| Thời gian dự báo               | Q1/09 | Q2/09 | Q3/09   | Q4/09 | Q1/10 | Q2/10   | Q3/10         | Q4/10      | 2009 | 2010 |
| Giá trị trung vị               | -5,7  | -2.0  | 0.4     | 1.6   | 1.9   | 2.4     | 2.6           | 2.9        | -1.6 | 2.5  |
| Đường trung bình               | -5.7  | -2.1  | 0.4     | 1.5   | 1.9   | 2.3     | 2.5           | 2.8        | -1.7 | 2.4  |
| Dự báo cao nhất                | -5.6  | 1.1   | 3.0     | 4.5   | 4.5   | 4.5     | 4.5           | 4.5        | 0.1  | 4.5  |
| Dự báo thấp nhất               | -6.2  | -5    | -2.3    | -1    | -0.5  | -0.6    | 0.4           | 0.5        | -3.8 | 0.4  |
| Con số dự báo                  | 62    | 69    | 68      | 67    | 65    | 63      | 56            | 56         | 56   | 53   |
| Dự báo nền kinh tế Nhật Bản    |       |       |         |       |       |         |               |            |      |      |
| Tổng sản phẩm quốc dân thực tế |       |       |         |       |       |         |               |            |      |      |
| Điều tra tháng 6 năm 2009      |       |       |         |       |       |         |               |            |      |      |
|                                | 2009  |       |         | 2010  |       |         | năm tài chính |            |      |      |
| Thời gian dự báo               | T4-T6 | T7-T9 | T10-T12 | T1-T3 | T4-T6 | T10-T12 | 9/10/2009     | 10/11/2009 |      |      |
| Đường trung tuyến              | 0,4   | 0,5   | 0,7     | 0,4   | 0,2   | 0,3     | -3,5          | 1,1        |      |      |
| Đường trung bình               | 0,3   | 0,5   | 0,6     | 0,3   | 0,2   | 0,4     | -3,7          | 1,1        |      |      |
| Lớn nhất                       | 1,3   | 1,5   | 1,2     | 0,9   | 0,5   | 1,0     | -2,9          | 2,7        |      |      |
| Nhỏ nhất                       | -1,6  | -0,9  | -0,3    | -0,4  | -0,7  | -0,1    | -7,1          | -0,5       |      |      |
| Đếm                            | 25    | 25    | 25      | 25    | 25    | 25      | 25            | 24         |      |      |

Nguồn: Reuters

### Dự báo chỉ số chứng khoán thế giới năm 2009 – 2010

| Bảng khảo sát dự báo chỉ số chứng khoán Thế giới |             |                  |                         |          |                |                              |                                  |
|--|-------------|------------------|-------------------------|----------|----------------|------------------------------|----------------------------------|
| Chỉ số   | RIC         | Giá trị đóng cửa | Dự báo giá trị trung vị |          |                | % Thay đổi khảo sát T3 và T6 | % Thay đổi (kỳ vọng) 2008 - 2009 |
|  |             |                  | Khảo sát 6/09           |          | Khảo sát T3/09 |                              |                                  |
|  |             |                  | Cuối năm 09             | Giữa T10 | Cuối năm 09    |                              |                                  |
| PAN EU DJ STOXX 50                               | <.STOXX50E> | 2.437,72         | 2.500                   | 2.650    | 2.225          | 12,4                         | 1,98                             |
| DJ STOXX 600                                     | <.STOXX>    | 208,03           | 215                     | 225      | 188            | 14,4                         | 9,19                             |
| FRANKFURT DAX 30                                 | <.GDAXI>    | 4.885,09         | 4.900                   | 5.375    | 4.700          | 4,3                          | 1,87                             |
| LONDON FTSE 100                                  | <.FTSE>     | 4.294,03         | 4.600                   | 4.800    | 4.475          | 2,8                          | 3,74                             |
| DOW JONES INDL AVG                               | <.DJI>      | 8.529,38         | 9.300                   | 9.600    | 8.500          | 9,4                          | 5,97                             |
| S & P 500  | <.SPX>      | 927.23           | 1.000                   | 1.063    | 920            | 8,7                          | 10,71                            |
| PARIS CAC40                                      | <.FCHI>     | 3.193,68         | 3.405                   | 3.650    | 3.200          | 6,4                          | 5,81                             |
| ITALY FTSE MIB                                   | <.FTMIB>    | 19.096,1         | 20.000                  | 22.150   | 16.500         | 21,2                         | 2,77                             |
| SYDNEY S&P/ASX 200                               | <.AXJO>     | 3.954,9          | 4.200                   | 4.600    | 4.000          | 5                            | 12,83                            |
| TOKYO NIKKEI                                     | <.N225>     | 9.958,44         | 10.000                  | 11.500   | 9.700          | 3,1                          | 12,87                            |
| TORONTO S&P/ASX 200                              | <.GSPTSE>   | 10.476,7         | 10.600                  | 11.000   | 9.450          | 12,2                         | 17,94                            |
| TAIPEI TAIEX                                     | <.TWII>     | 6.432,16         | 7.000                   | 6.450    | 5.500          | 27,3                         | 52,46                            |
| HONG KONG HANG SEN                               | <.HSI>      | 18.378,7         | 18.600                  | 23.200   | 14.000         | 32,9                         | 29,28                            |
| MUMBAI BSE SENSEX                                | <.BSESN>    | 14.493,8         | 15.750                  |          | 11.000         | 43,2                         | 63,26                            |
| BRAZIL BOVESPA                                   | <.BVSP>     | 52.137,5         | 55.000                  | 62.000   | 50.000         | 10                           | 46,47                            |
| RUSSIA RTS                                       | <.IRTS>     | 951.46           | 1113                    | 1450     |                |                              | 76.14                            |



Nguồn: Reuters

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT (FPTS)**

**Trụ sở chính: Tầng 2, 71 Nguyễn Chí Thanh – Hà Nội**

Tel: (84.4) 3773 7070

#### **Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Địa chỉ: 31 Nguyễn Công Trứ, Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84-8) 6290 8686

#### **Chi nhánh Đà Nẵng**

Địa chỉ: Số 09 Nguyễn Văn Linh, Phường Nam Dương, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng, Việt Nam

Điện thoại: (84.511) 3553 666

#### **Liên hệ:**

Giám đốc Phân tích đầu tư

Giang Trung Kiên: [KienGT@fpts.com.vn](mailto:KienGT@fpts.com.vn)

Tel: (84.4) 3773 7070, Ext: 4303

### **Tuyên bố miễn trách nhiệm**

*Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.*

*Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Chúng tôi từ chối mọi trách nhiệm xảy ra đối với bất kỳ việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần nội dung của bản báo cáo cho mục đích đầu tư.*

*Các thông tin có liên quan có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.*

*Bản quyền © 2008 Công ty chứng khoán FPT*