

Tháng 12/2008

Ban biên tập:

Trưởng ban biên tập:
Nguyễn Quang Vinh - Tổng Giám đốc

Phó ban biên tập:
Phạm Quang Huy – Phó Tổng Giám đốc

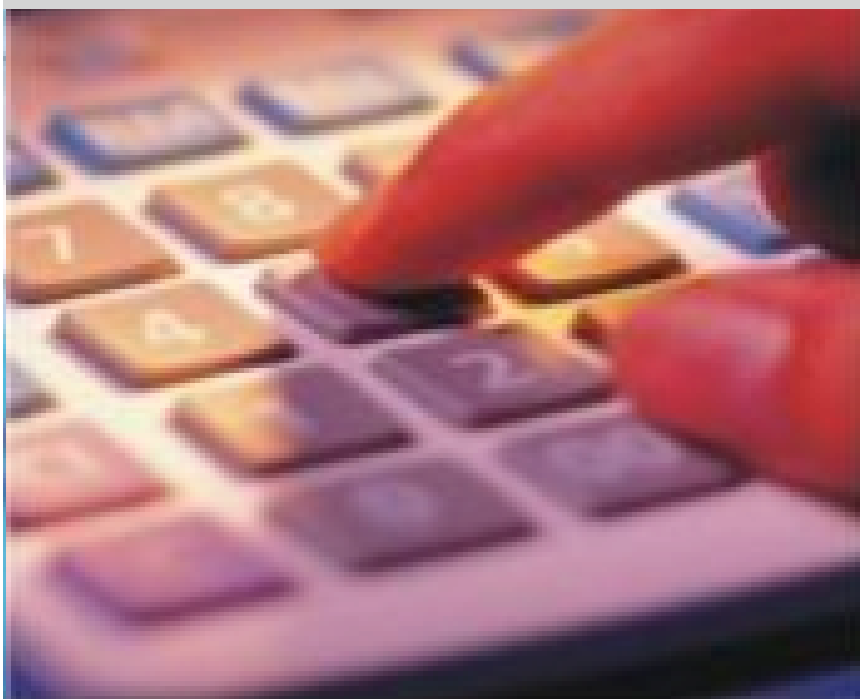
Phòng Phân tích
Công ty CP Chứng khoán Bảo Việt
<http://www.bvsc.com.vn>

Hà nội – Trụ sở chính
8 Lê Thái Tổ - Hoàn Kiếm
Tel: (84-4) 3 928 8080
Fax: (84-4) 3 928 9888

TP. Hồ Chí Minh
11A Nguyễn Công Trứ - Q1
Tel: (84-8) 3 821 8564
Fax: (84-8) 3 914 7477

TOÀN CẢNH 2008

THÁCH THỨC & CƠ HỘI 2009



LỜI NÓI ĐẦU

Báo cáo *Toàn cảnh năm 2008, thách thức và cơ hội năm 2009* được Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt thực hiện trong bối cảnh nền kinh tế và thị trường chứng khoán (TTCK) đang bước vào một giai đoạn “thiếu nhiệt”. Báo cáo của chúng tôi hy vọng sẽ chia sẻ và cung cấp cho nhà đầu tư những nét nổi bật nhất, tổng thể nhất, giúp nhà đầu tư có cái nhìn toàn diện hơn khi đánh giá các vấn đề của năm 2008, từ đó làm cơ sở cho những nhìn nhận mà chính nhà đầu tư có thể tự dự báo được cho mình trong năm 2009.

Báo cáo được xây dựng gồm 2 phần chính với cách tiếp cận tổng quan từ nền kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán. Nội dung báo cáo được triển khai từ khái quát đến cụ thể với những nghiên cứu kỹ lưỡng. Khi phân tích nền kinh tế vĩ mô, báo cáo đã tập trung vào những vấn đề chủ yếu của nền kinh tế vĩ mô trong mối quan hệ chặt chẽ tới TTCK. Bên cạnh đó, báo cáo cũng đi sâu và cụ thể trong việc phân tích diễn biến, xu hướng và vận động của TTCK Việt Nam, làm cơ sở để dự báo thị trường trong năm 2009.

Báo cáo được thực hiện với tinh thần làm việc trách nhiệm cao của Bộ phận Kinh tế vĩ mô và Chiến lược thị trường thuộc Phòng Phân tích, Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt. Trong phạm vi báo cáo, chúng tôi giới hạn các vấn đề được đề cập và độ sâu của phân tích ở một mức độ nhất định và do vậy chúng tôi rất mong nhận được ý kiến phản hồi của các nhà đầu tư. Mọi ý kiến đóng góp xin gửi về địa chỉ email research@bvsc.com.vn.

Trân trọng!

Hà Nội tháng 01/2009

Ban Biên tập

NỘI DUNG

I. BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ	1
Tổng quan kinh tế vĩ mô	1
Lạm phát	3
Chính sách tiền tệ: <i>thay đổi giữa 2 thái cực</i>	4
Chính sách tài khóa: <i>kích cầu và những vấn đề liên quan</i>	7
Câu chuyện tăng trưởng	8
Triển vọng xuất khẩu	9
Triển vọng vốn FDI	10
Cán cân thanh toán	11
Tỷ giá: <i>Năm 2009 - xu hướng tăng trong vòng kiểm soát</i>	14
 II. BÁO CÁO THỊ TRƯỜNG	 16
Diễn biến thị trường trong năm 2008	16
Giao dịch của NĐTNN	22
Chiến lược đầu tư 2009	23
Dự báo	28

Một số thuật ngữ và cụm từ viết tắt

BVSC	Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt
CPI	Chỉ số giá tiêu dùng
GDP	Tổng sản phẩm quốc nội
GSO	Tổng cục Thống kê Việt Nam
FDI	Đầu tư trực tiếp nước ngoài
FII	Đầu tư gián tiếp nước ngoài
IMF	Quỹ tiền tệ quốc tế
ICOR	Tỷ suất đầu tư cho tăng trưởng
M2	Cung tiền rộng (broad money)
MPI	Bộ Kế hoạch & đầu tư
NHNN	Ngân hàng Nhà nước Việt Nam
WB	Ngân hàng thế giới
yoy	So với cùng kỳ năm trước

TỔNG QUAN

Năm 2008 qua đi với đầy những biến động đối với kinh tế vĩ mô cũng như thị trường chứng khoán Việt Nam. Trong những tháng đầu năm, Việt Nam đã bộc lộ những yếu điểm và hạn chế của một nền kinh tế phát triển nóng, lạm phát cao, thâm hụt thương mại kỷ lục, rủi ro thanh khoản ngân hàng, thị trường ngoại tệ biến động bất thường là những gì biểu hiện của sự phát triển nóng ấy, và nó đã được kiểm chế bởi những chính sách quyết liệt và dứt khoát của Chính phủ được thực hiện từ đầu năm. Nền kinh tế đã dần đi vào ổn định hơn.

Vốn FDI (đạt mức kỷ lục 64 tỷ USD) và kết quả về tăng trưởng xuất khẩu (30%) là những điểm khá tích cực trong năm 2008. Mặc dầu vậy, nỗi lo lớn nhất của Việt Nam hiện nay lại là nguy cơ suy thoái kinh tế. Cuộc khủng hoảng tài chính thế giới vẫn đang lan rộng và chưa có dấu hiệu dừng lại. Là một nước có độ mở kinh tế không còn là nhỏ (tổng kim ngạch xuất nhập khẩu bằng khoảng 1,7 lần GDP), Việt Nam chắc chắn sẽ chịu nhiều ảnh hưởng khi tổng cầu thế giới sụt giảm. Xuất nhập khẩu những tháng cuối năm chứng lại là dấu hiệu bắt đầu của sự suy giảm kinh tế. Trước tình hình đó, Chính phủ cũng đang có những nỗ lực rất lớn trong việc chống lại đà suy thoái trong việc sử dụng kết hợp cả chính sách tài khóa và tài chính như việc nới lỏng chính sách tiền tệ, hạ lãi suất, giảm thuế, tăng cường chi tiêu công. Trong đó đáng chú ý có việc đề cập đến gói kích cầu 1 tỷ USD, và rộng hơn, có thể lên đến 6 tỷ USD. Nhìn chung, năm 2009 được dự báo vẫn tiếp tục là một năm rất khó khăn. Điều này đặt ra những thách thức lớn hơn cho Chính phủ trong việc điều hành kinh tế vĩ mô.

Đối với TTCK, năm 2008 cũng là một năm đáng nhớ khi VnIndex giảm tới 66% và HsbcIndex giảm 68%. Nếu như sự sụt giảm 6 tháng đầu năm chủ yếu là do những bất ổn của nền kinh tế vĩ mô trong nước và các yếu tố nội thị giai đoạn sụt giảm 4 tháng cuối năm lại xuất phát chủ yếu từ cuộc suy thoái kinh tế toàn cầu và yếu tố nhà đầu tư nước ngoài. Xen giữa 2 giai đoạn sụt giảm này, thị trường cũng có sự hồi phục trong 2 tháng 7 và 8, khi mà những yếu tố vĩ mô trong nước đã bắt đầu có những dấu hiệu được cải thiện và TTCK lấy lại tính hấp dẫn vốn có của nó, đặc biệt khi giá cổ phiếu đang ở mức khá thấp nếu so sánh tương quan với các thị trường khác trong khu vực. Tuy nhiên có thể nói, 2 tháng phục hồi là chưa đủ để cải thiện bức tranh ảm đạm cả năm 2008 trên TTCK Việt Nam.

Sang năm 2009, TTCK Việt Nam vẫn được dự báo sẽ còn tiếp tục phải đối mặt với nhiều khó khăn khi bối cảnh kinh tế toàn cầu vẫn còn đầy rủi ro, bài toán lợi nhuận của doanh nghiệp còn chưa sáng tỏ và các rủi ro từ hệ thống ngân hàng vẫn tiềm ẩn. Tuy nhiên, thị trường cũng có những cơ hội khi mặt bằng lãi suất đang trong đà giảm mạnh, các gói kích cầu bắt đầu được kích hoạt và cổ phiếu thuộc nhiều ngành đã bị bán tháo quá nên có khả năng sẽ phục hồi. Thị trường được dự báo sẽ có những đợt tăng, giảm thất thường từ cuối quý II nhưng sẽ dần đi vào ổn định và tăng trưởng từ cuối quý III. Từ 2 kịch bản chính được đưa ra về diễn biến của nền kinh tế cũng như TTCK Việt Nam, với dự báo thiên về chiều hướng tích cực, chúng tôi nhận định chỉ số VnIndex có thể sẽ dao động quanh mức 420 điểm vào thời điểm cuối năm 2009.

I. BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ

Tổng quan kinh tế vĩ mô

Năm 2008 là một năm đầy biến động và đáng nhớ đối với kinh tế Việt Nam. Chúng ta đã trải qua năm 2008 với rất nhiều cung bậc thăng trầm của nền kinh tế. Đối với thế giới, có thể nói 2008 là năm của những cuộc khủng hoảng. Trong bối cảnh chung ấy, Việt Nam cũng không nằm ngoài sự tác động tiêu cực của suy thoái kinh tế toàn cầu. Nền kinh tế Việt Nam đã chứng kiến 2 thái cực kinh tế khá rõ nét trong năm 2008. Trong khi phải vật lộn để hạ nhiệt nền kinh tế quá nóng trong những tháng đầu năm, thì những tháng cuối năm lại là giai đoạn Chính phủ Việt Nam phải tìm cách chống lại sự hạ nhiệt quá nhanh của nền kinh tế. Trong giai đoạn tăng nóng, lạm phát có lúc tăng vượt quá mức 25% cùng với giá dầu thế giới tăng ở mức kỷ lục. Trước nguy cơ bong bóng tăng cao, các chính sách thắt chặt tiền tệ lập tức được đưa ra nhằm làm giảm sức nóng nền kinh tế trước nguy cơ các biến động kinh tế có thể vượt ra ngoài tầm kiểm soát.

Tuy nhiên, khi các chính sách còn chưa phát huy tác dụng thì tính gậy “sốc” của nó đã có những phản ứng tức thì. Thị trường bất động sản bất ngờ suy thoái và đảo chiều. TTCK thiếu thanh khoản và ngay lập tức chứng kiến sự sụt giảm mạnh của VnIndex. Bên cạnh đó, thâm hụt thương mại liên tục tăng mạnh trong những tháng đầu năm đã gây ra những lo ngại thực sự về cán cân thanh toán. Sự căng thẳng đã lên đến đỉnh điểm vào tháng 5, khi những lo ngại về khủng hoảng cán cân thanh toán còn đi kèm với những lo ngại về sự an toàn của hệ thống ngân hàng, đó là rủi ro thanh khoản và lo ngại về tình hình nợ xấu khi bong bóng bất động sản sụp đổ. Ngân hàng thiếu thanh khoản đã đẩy lãi suất huy động và mặt bằng lãi suất đến mức cao kỷ lục (có lúc trên 20%). Tăng trưởng tín dụng của nền kinh tế giảm gần về mức 0. Nền kinh tế từ trạng thái tăng trưởng nóng đã được hãm phanh cấp tốc nhằm đưa mọi việc trở lại tầm kiểm soát.

Chỉ số	2007	2008	2009F
GDP (%)	8,4	6,2	5,2-5,5
Lạm phát (%)	12,6	19,9	8-10
Tỉ giá (USD/VNĐ)	16,010	17,500	18.500-19.000
Xuất khẩu (%)	21%	30%	-5%-0%
Nhập khẩu (%)	31%	29%	-8%-0%
Thâm hụt TM (tỷ USD)	-12,4	-17,0	-12,0
FDI (tỷ USD)	21,3	64	60
(giải ngân FDI)	6,8	11	8-9
Tăng trưởng tín dụng (%)	53,8	22	30

Nguồn: GSO, IMF, BVSC

Khi nền kinh tế bắt đầu đi vào ổn định, cơn bão khủng hoảng tài chính thế giới khiến Việt Nam đối diện với nhiều khó khăn

Chính phủ đóng vai trò đầu tàu trong việc kích cầu nền kinh tế.

Kinh tế Việt Nam sẽ khó khăn trong nửa đầu 2009 nhưng nhiều khả năng sẽ phục hồi vào cuối năm.

Tuy nhiên, nền kinh tế đã dần đi vào ổn định hơn khi các gói giải pháp làm nguội nền kinh tế bắt đầu phát huy tác dụng. Kể từ tháng 7, lạm phát cùng thâm hụt thương mại đã có dấu hiệu giảm dần. Tỷ giá được kiểm soát, lòng tin của nhà đầu tư được cải thiện đối với môi trường vĩ mô. Tuy nhiên, khi mọi việc đã và đang trở lại quỹ đạo thì cơn bão tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu ập đến. Mặc dù Việt Nam không nằm trong trung tâm của khủng hoảng tài chính (do hệ thống tài chính của Việt Nam không nắm giữ các tài sản là tác nhân của khủng hoảng), nhưng ảnh hưởng là điều không tránh khỏi. Giảm sút đối với sức cầu thế giới tác động trực tiếp đối với xuất khẩu hàng hóa của Việt Nam. Hơn nữa, xu thế giảm giá các mặt hàng cơ bản trong thương mại quốc tế còn làm giảm giá trị xuất khẩu hơn nữa. Đối với các nguồn vốn ngoài như FDI, ODA, kiều hối, xu hướng giảm là khó tránh khỏi. Các xu hướng này báo hiệu một năm 2009 với nhiều khó khăn trước mắt. Mặc dù vậy, kết thúc năm 2008, tăng trưởng xuất khẩu và vốn FDI đăng ký vẫn đạt ở mức khá tích cực (30% và trên 60 tỷ USD).

Bước sang năm 2009, Chính phủ Việt Nam buộc phải có những chính sách mạnh mẽ hơn để chủ động đối phó với ảnh hưởng của suy thoái kinh tế toàn cầu. Sức cầu nội địa đã có dấu hiệu nguội đi quá nhanh khi lạm phát bắt đầu quay đầu giảm mạnh trong quý IV với 3 tháng liên tục đạt mức âm kể từ tháng 9. Đây là một bức tranh đối ngược hoàn toàn so với thời điểm đầu năm. Sức cầu giảm sẽ kéo sức sản xuất trong nước giảm sút. Mặc dù lãi suất đã có những động thái giảm mạnh, song tăng trưởng tín dụng hỗ trợ các doanh nghiệp vẫn rất khó khăn. Nguyên nhân chủ yếu là nhu cầu vay vốn giảm do doanh nghiệp lo ngại đầu ra gặp khó khăn. Đứng trước vòng luẩn quẩn này, Chính phủ buộc phải là đầu tàu trong vai trò kích cầu nền kinh tế. Đối với chính sách, Chính phủ cũng đã có những thay đổi căn bản khi chuyển từ mục tiêu lạm phát sang mục tiêu kích cầu chống suy thoái. Đây được coi là bước đi hết sức đúng đắn trước xu thế mới, và đòi hỏi các chính sách cần phải mạnh mẽ hơn nữa để đạt hiệu quả cao hơn. Nói lòng tiền tệ và kích cầu là điều không cần phải bàn cãi. Tuy nhiên, nguồn vốn nào cho kích cầu của Chính phủ, và kích cầu như thế nào, chi tiêu vào những ngành, lĩnh vực nào cần được ưu tiên và có sức lan tỏa lớn đối với nền kinh tế vẫn còn là một dấu hỏi.

Với bối cảnh kinh tế như vậy, 6 tháng đầu năm 2009 được dự báo là quãng thời gian khó khăn của kinh tế vĩ mô Việt Nam. Xuất khẩu, vốn đầu tư nước ngoài sụt giảm và sức cầu thấp là những yếu tố chính gây lo ngại nhất cho tăng trưởng kinh tế. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn cho rằng kinh tế có thể có dấu hiệu khả quan hơn trong nửa cuối của năm 2009. Đây cũng là quãng thời gian mà các chính sách nói lòng tiền tệ và kích cầu của Chính phủ bắt đầu phát huy tác dụng. Mặt bằng giá xuất khẩu được dự báo có thể tăng trở lại, đặc biệt là các mặt hàng thiết yếu cơ bản. Điều này làm cho kỳ vọng xuất khẩu của Việt Nam trong giai đoạn cuối năm 2009 có được cái nhìn tích cực hơn.

Đối kinh tế toàn cầu, mặc dù khủng hoảng nhà đất và nợ cầm cố liên quan đến nó còn có thể mất nhiều thời gian để khắc phục, tuy nhiên thương mại quốc tế được dự báo có thể sẽ hồi phục sớm hơn. Hơn nữa, so với những lần khủng

hoảng trước kể từ sau năm 1930, khủng hoảng năm 2008 có sự can thiệp rất mạnh mẽ từ phía Chính phủ và có sự cộng tác chặt chẽ giữa các quốc gia. Do vậy, khả năng phục hồi được dự báo có thể xảy ra sớm hơn. Ngoài ra, khi các nền kinh tế đang cùng nhau cơ cấu lại để phát triển hiệu quả hơn, thì hy vọng về một sự phục hồi trong nửa cuối 2009 sẽ càng có tính hiện thực.

Thị trường chứng khoán sẽ phục hồi sớm hơn so với sự phục hồi của kinh tế vĩ mô. Dự báo TTCK sẽ có biến động mạnh từ cuối quý II/2009 và tăng trưởng ổn định từ cuối quý III/2009

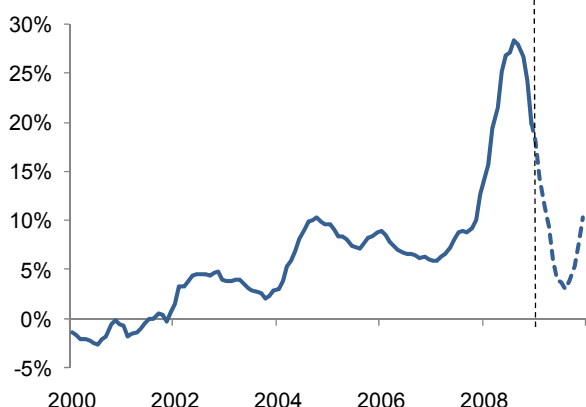
Đối với TTCK, trong năm 2009 sự hỗ trợ từ những tín hiệu kinh tế vĩ mô tích cực có tác động rất lớn. TTCK có khả năng phục hồi sớm hơn phục hồi kinh tế. Mặc dù bản thân doanh nghiệp có thể có kết quả kinh doanh không thuận lợi trong quý I/2009, nhưng các thông tin khả quan hơn sẽ dần xuất hiện và tạo nên những giai đoạn biến động của thị trường từ cuối quý II cho đến cuối quý III. Sau giai đoạn biến động này, với kịch bản nền kinh tế vĩ mô sẽ có những tín hiệu lạc quan, TTCK cũng sẽ được hỗ trợ và có sự tăng trưởng ổn định.

Lạm phát

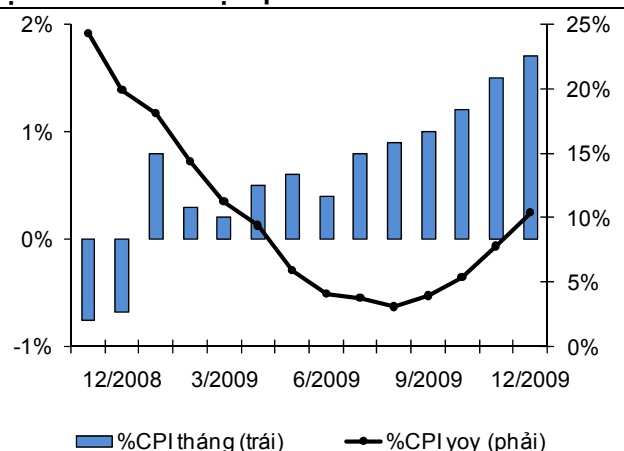
Lạm phát không còn là mối lo lớn khi CPI những tháng cuối năm 2008 luôn ở mức âm. Thay vào đó là nỗi lo sức cầu suy giảm

Lạm phát là câu chuyện của nửa đầu năm 2008 khi mà nền kinh tế tăng trưởng nóng dẫn đến chỉ số tiêu dùng tăng mạnh và có dấu hiệu vượt kiểm soát. Lạm phát cao còn là hệ quả từ năm 2007, khi nền kinh tế phải hấp thụ một lượng tiền lớn trong khi hiệu quả tiêu thụ còn thấp. Tuy nhiên, kể từ tháng 8, lạm phát đã quay đầu giảm mạnh, và nền kinh tế thực sự đã bước vào chu kỳ giảm nhiệt khi lạm phát đạt mức âm trong 3 tháng liên tiếp cuối năm. Bên ngoài tác động của sức cầu giảm, như chúng tôi đã dự báo trong Báo cáo 6 tháng của BVSC, lạm phát giảm còn có nguồn gốc từ tác động sự phát huy tác dụng của các chính sách thắt chặt tiền tệ thực hiện từ đầu năm. Ngoài ra, quãng thời gian cuối năm có thể là quãng thời gian “xả” hàng tồn kho của các doanh nghiệp. Các doanh nghiệp kinh doanh các mặt hàng cơ bản, đặc biệt là vật liệu xây dựng, đã có xu thế tích trữ hàng từ đầu năm khi giá cả có xu hướng tăng, và xu thế này đảo chiều trong quãng thời gian cuối năm. Ngoài ra, căng thẳng về giá lương thực đã tạm lắng, khiến mặt bằng chung giá lương thực giảm, kéo theo chỉ số lạm phát giảm.

Diễn biến lạm phát toàn cảnh



Dự báo diễn biến lạm phát năm 2009



Nguồn: IMF, BVSC

Độ trễ chính sách của Việt Nam khoảng 6 tháng.

Lạm phát có thể đạt mức đáy 4-5% trong khoảng thời gian đầu quý III/2009

Chỉ số CPI trong năm 2008 tăng **19,9%**. Mặc dù đây là mức cao kỷ lục trong vòng nhiều năm, nhưng quan trọng hơn là căng thẳng về lạm phát đã qua, và hiện lạm phát đang có diễn biến nằm trong chu trình giảm. Sau khi đạt mức đỉnh 28,3% trong tháng 8/2008, lạm phát đã quay đầu giảm nhanh. Dự báo lạm phát tiếp tục giảm cho đến khoảng cuối quý II/2009. Căn cứ trên giả thiết về xu thế giá cả hàng hóa và ảnh hưởng của chính sách tiền tệ trong các tháng năm 2009, chúng tôi dự báo đường diễn biến lạm phát trong năm 2009 như hình trên. Theo đó, lạm phát có thể giảm xuống mức đáy **4-5%** trong khoảng đầu quý III/2009.

Tuy nhiên, chỉ số giá tiêu dùng nhiều khả năng sẽ tăng trở lại trong các tháng cuối năm 2009. Đây là khoảng thời gian các chính sách nới lỏng tiền tệ được dự báo phát huy tác dụng. Tương tự như chính sách tiền tệ thắt chặt đầu năm 2008, các chính sách này có độ trễ khoảng 6 tháng, chúng ta cũng dự báo các chính sách nới lỏng nhiều khả năng sẽ có tác dụng mạnh khoảng thời gian như vậy kể từ khi thực hiện. Ngoài ra, xu thế hồi phục kinh tế thế giới, đặc biệt là giá cả hàng hóa xuất khẩu và dầu thô có thể sẽ kéo mức giá tăng trở lại trong thời điểm quý IV/2009.

Mặc dù chưa có nguy cơ tăng cao trong ngắn hạn, tuy nhiên rủi ro lạm phát trong cuối năm 2009 không phải là nhỏ. Đây là thời điểm nền kinh tế có thể sẽ hứng chịu các ảnh hưởng phụ từ việc nới lỏng tiền tệ và suy giảm sức cung trong thời kỳ suy thoái từ đầu năm.

Chính sách tiền tệ: thay đổi giữa 2 thái cực

Chính sách tiền tệ có ảnh hưởng khá lớn lên TTCK vì nó ảnh hưởng trực tiếp đến thanh khoản của thị trường. Hiện nay Chính phủ Việt Nam đã có bước thay đổi về căn bản đối với chính sách tiền tệ: từ *chính sách thắt chặt với mục tiêu chống lạm phát* chuyển sang *mục tiêu nới lỏng thận trọng kích thích tổng cầu*. Sự thay đổi này phụ thuộc nhiều vào diễn biến của nền kinh tế, đặc biệt là diễn biến của lạm phát.

Chính sách tiền tệ thắt chặt và hệ quả

Tăng trưởng tín dụng quá nóng dẫn đến sự phát triển bong bóng của nền kinh tế trong khoảng cuối 2007, đầu 2008

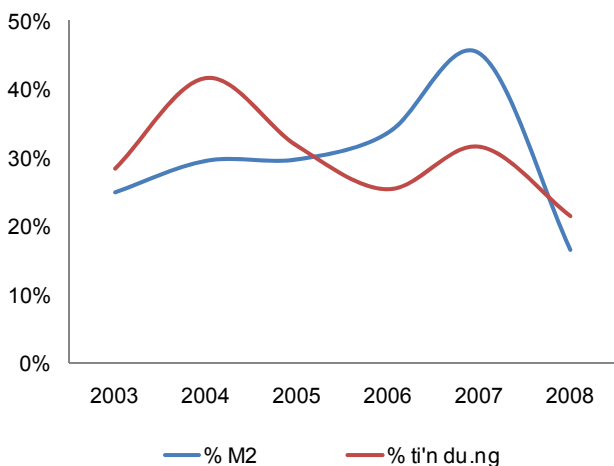
Giai đoạn tăng nóng trong nửa đầu năm 2008 có hệ quả để lại từ năm 2007. Có thể thấy tăng trưởng của tổng phương tiện thanh toán M2 và tăng trưởng tín dụng đều đạt mức rất cao trong năm 2007 (45% và 32%). Ngoài ra, M2 trong năm 2007 tăng cao còn do sự khuếch đại mạnh cung tiền của hệ thống ngân hàng thương mại cổ phần. Tuy nhiên, sự hấp thu lượng tiền của nền kinh tế còn hạn chế, đã dẫn đến sự phát triển quá nóng và có phần bong bóng của kinh tế vĩ mô trong giai đoạn cuối 2007 đầu 2008. Các dấu hiệu bong bóng này được thể hiện bởi lạm phát tăng cao, thâm hụt thương mại lớn, biến động tỷ giá có nguy cơ ngoài tầm kiểm soát, hoạt động trên TTCK và đầu cơ bất động sản tăng mạnh do được cung cấp nguồn tín dụng dễ dàng.

Trước tình hình như vậy, Ngân hàng nhà nước (NHNN) đã có những bước đi kịp thời nhằm chặn đứng và “xì hơi” quả bóng kinh tế trước khi nó đạt đến ngưỡng nguy hiểm. Các quyết định giảm cung tiền như tăng lãi suất, nâng tỷ lệ

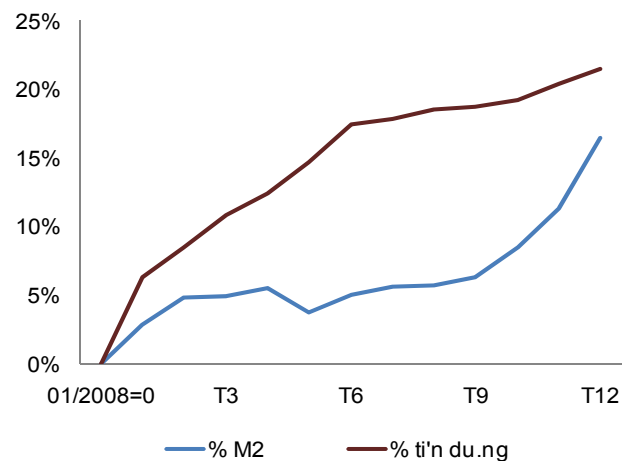
“Sốc” thanh khoản là đặc điểm của nửa đầu năm 2008, với sự suy thoái của thị trường BĐS, TTCK

dự trữ bắt buộc, và đặc biệt là yêu cầu các ngân hàng mua tín phiếu bắt buộc trong khoảng thời gian tháng 03/2008 đã có tác dụng giảm mạnh cung tiền trong nền kinh tế và do vậy, ảnh hưởng mạnh đến thanh khoản của TTCK. Các tác động của những chính sách này có phần gây “sốc” do phần lớn các doanh nghiệp chưa chuẩn bị cho một sự thiếu hụt thanh khoản đột ngột như vậy. Đối với ngân hàng, “sốc thanh khoản” nằm chủ yếu ở các ngân hàng thương mại cổ phần, đặc biệt với nhóm đối tượng có tỷ lệ cho vay trên huy động cao. Trong khoảng thời gian này, hệ số khuếch đại tiền tệ qua hệ thống ngân hàng sụp đổ nhanh chóng. Các ngân hàng gần như đóng cửa kênh tín dụng mặc dù lãi suất cho vay đã được đẩy lên rất cao. Rõ ràng “sốc thanh khoản” là đặc điểm nổi bật của nền kinh tế và TTCK Việt Nam trong giai đoạn tháng 3 đến tháng 6 năm 2008. Đi kèm với nó là sự xì hơi của bong bóng bất động sản, và sự sụt giảm mạnh trên TTCK.

Tăng trưởng cung tiền và tín dụng toàn cảnh



Tăng trưởng tín dụng và cung tiền trong năm 2008



Nguồn: IMF, SBV, BVSC

Tăng trưởng cung tiền M2 và tín dụng giảm mạnh sau các chính sách thắt chặt tiền tệ

Chúng ta có thể thấy kể từ khi đạt mức đỉnh trong năm 2007, tỷ lệ tăng trưởng của cung tiền M2 và tín dụng giảm nhanh chóng, từ mức 45,2% và 31,6% năm 2007 giảm còn 16,5% và 21,5% năm 2008. Sức giảm của cung tiền M2 còn nhanh hơn mức giảm tín dụng cho thấy sức tạo tiền của hệ thống ngân hàng đã sụt giảm mạnh mẽ. Trong 9 tháng đầu năm 2008, giai đoạn 3 tháng đầu do vẫn còn ảnh hưởng bởi tín dụng dễ dãi năm 2007, tăng trưởng tín dụng và cung tiền vẫn đạt tốc độ cao. Tuy nhiên, kể từ tháng 4, dưới tác động của thắt chặt tiền tệ, tăng trưởng cung tiền rất thấp và gần như không đáng kể.

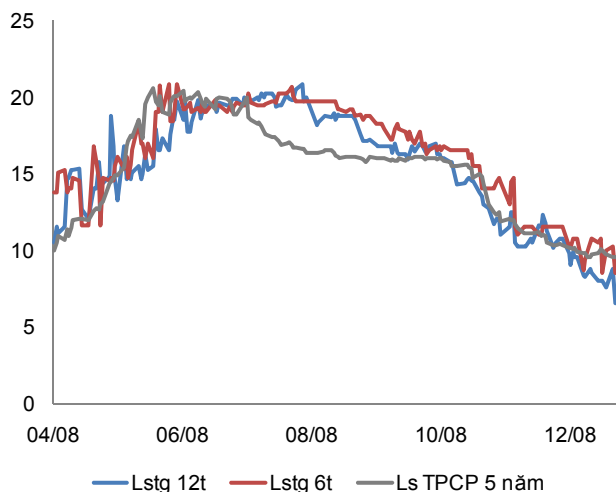
Nới lỏng tiền tệ

Kể từ tháng 9/2008, chính sách tiền tệ thắt chặt đã phát huy tác dụng. Lạm phát bước vào chu kỳ giảm mạnh. Diễn biến lạm phát và sức cầu nội địa giảm do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế toàn cầu là động lực chính để có thể thực hiện chính sách tiền tệ nới lỏng. Dấu hiệu của sức cầu suy giảm được thể hiện rõ nét bởi chỉ lạm phát giảm mức âm trong 3 tháng liên tiếp, sức mua bán lẻ và đầu tư giảm, ngân hàng tăng trưởng tín dụng khó khăn (chủ yếu do nhu cầu vay vốn

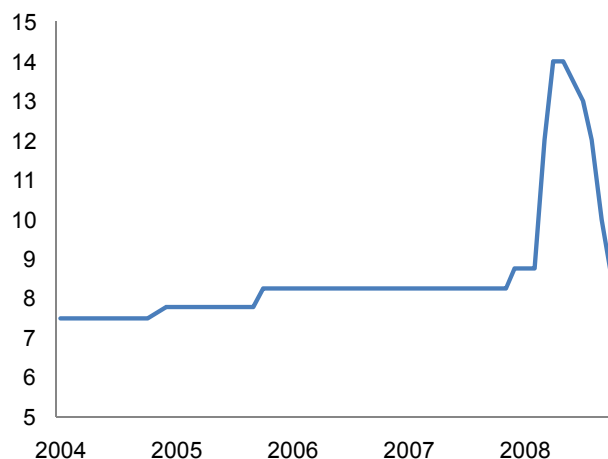
Chính sách tiền tệ chuyển từ thắt chặt sang nới lỏng nhằm hỗ trợ nền kinh tế. Lãi suất bước vào chu kỳ giảm

giảm). Trước tình hình này, Chính phủ Việt Nam đã có những bước đi chủ động đón đầu như hạ lãi suất, giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc nhằm tăng cung tiền trở lại hỗ trợ sức cầu, hỗ trợ thuế đối với doanh nghiệp. Ngoài ra cũng chỉ đạo hệ thống ngân hàng hỗ trợ tín dụng cho các lĩnh vực thiết yếu như sản xuất, xuất khẩu, nhập khẩu hàng thiết yếu và các doanh nghiệp vừa và nhỏ.

Diễn biến lãi suất tiền gửi và lợi suất trái phiếu



Diễn biến lãi suất cơ bản của NHNN



Nguồn: IMF, SBV, BVSC ước

Trước xu thế của chính sách tiền tệ, diễn biến lãi suất hiện đang có xu thế tiếp tục giảm. Kể từ quý III/2008, lãi suất cơ bản đã được điều chỉnh hạ liên tiếp, từ mức đỉnh 14%, đến cuối năm 2008 chỉ còn 8,5%. Lãi suất cho vay tối đa theo đó cũng giảm từ mức đỉnh 21% xuống còn 11,75%. Được định hướng bởi sự giảm của lãi suất cơ bản, mặt bằng lãi suất cho vay và gửi cũng giảm theo. Tính đến 31/12/2008, lãi suất tiền gửi giảm xuống mức 7%-9% tùy từng kỳ hạn. Với mặt bằng lãi suất này, có thể nói lãi suất đã trở lại mức trung bình ổn định của các năm trước đây, với mức lãi suất cơ bản thông thường từ 8-8,5%.

Lãi suất cơ bản được dự báo sẽ có mức đáy là 6%, với lộ trình cắt giảm từ từ. Dự báo quy định lãi suất trần cũng có thể được bãi bỏ

Lãi suất trong thời gian tới được chúng tôi dự báo sẽ có thể tiếp tục giảm theo chủ trương kích cầu nới lỏng tiền tệ của Chính phủ. Mức lãi suất cơ bản cuối cùng có thể được điều chỉnh xuống trong đợt cắt giảm lần này được chúng tôi dự báo vào khoảng **6%**. Theo đó lãi suất cho vay tối đa là **9%**. Tuy nhiên, cũng có khả năng Chính phủ sẽ xem xét bãi bỏ quy định về lãi suất trần, và chuyển sang thực hiện cơ chế lãi suất thỏa thuận. Chúng tôi cho rằng khả năng của việc chuyển đổi sang thực cơ chế lãi suất thỏa thuận là khá cao trong thời gian tới. Ngoài ra, lãi suất cơ bản được dự báo cũng khó có thể thấp hơn mức 6%. Với điều kiện của Việt Nam, chi phí vay vốn, thanh khoản và các rủi ro liên quan vẫn lớn so với các nước phát triển khác, do vậy lãi suất vẫn cần được duy trì ở mức tối thiểu để có thể bù đắp được các chi phí liên quan.

Mặt bằng lãi suất sẽ đạt thấp nhất trong khoảng thời gian quý II/2009

Trên thực tế, NHNN sẽ có thể điều chỉnh hạ lãi suất cơ bản một cách từ từ. Với mức 8,5% hiện nay, rất có thể mức mới sẽ là 7%-7,5%, trước khi có thể được điều chỉnh thấp hơn về mức 6%. Dự báo mặt bằng lãi suất sẽ đạt mức thấp nhất trong quý II/2009, với mức lãi suất cơ bản đạt **6%**.

Chính sách tài khóa: kích cầu và những vấn đề liên quan

Chính sách tài khoá đóng vai trò đặc biệt quan trọng trong việc kích cầu, bao gồm chi tiêu Chính phủ, giảm thuế

Nguồn vốn để thực hiện kích cầu sẽ còn là bài toán khó

So với giảm thuế hay hỗ trợ lãi suất, tăng chi tiêu Chính phủ là liều thuốc trực tiếp nhất kéo sức cầu trở lại

Bên cạnh chính sách tài chính, chính sách tài khóa của Chính phủ trong năm 2009 có vai trò đặc biệt quan trọng. Các giải pháp kích cầu nhằm chặn đà suy giảm kinh tế đã được Chính phủ thảo luận đưa lên mức độ cấp bách. Kế hoạch cụ thể các gói giải phát này có thể kể đến như *gói kích cầu 1 tỷ USD, gói kích cầu 6 tỷ USD*. Tuy nhiên, tìm nguồn vốn nào để thực hiện, và thực hiện như thế nào mới là vấn đề đáng quan tâm hơn cả.

Các chính sách tài chính không thể thực hiện hiệu quả nhiệm vụ của mình nếu không có sự phối hợp đồng bộ với các chính sách tài khóa. Trong giai đoạn thắt chặt, các chính sách tài khóa đã thực hiện cắt giảm mạnh mẽ chi tiêu và đầu tư. Tuy nhiên, trong giai đoạn nới lỏng, chính sách kích cầu nền kinh tế đang được đẩy mạnh trên mọi phương diện, từ các vấn đề về đầu tư, tiêu dùng và cả những vấn đề về thủ tục hành chính. Trong đó, các công trình, dự án dở dang, các dự án trọng điểm như đường cao tốc, sân bay, cảng biển v.v... được tập đẩy nhanh tiến độ và hoàn thành.

Theo dự báo của World Bank, thâm hụt ngân sách của Việt Nam năm 2008 ước khoảng 6,2% GDP, tăng so với mức 5,6% năm 2007. Đây là con số tính dựa theo kế hoạch và thực tế có thể thấp hơn. Nhìn chung, ngân sách của Việt Nam vẫn nằm trong tầm kiểm soát do đã thực hiện cắt giảm mạnh trong giai đoạn thắt chặt, và một phần do cải thiện nguồn thu từ việc giá dầu thô tăng cao trong những tháng đầu năm 2008. Đối với rủi ro về ngân sách để thực hiện kích cầu chúng tôi cho rằng không quá lớn. Tuy nhiên, các nguồn vốn để thực hiện là bài toán không đơn giản. Có nhiều đề xuất về việc sử dụng các nguồn tài trợ, trong đó có các khả năng là phát hành trái phiếu Chính phủ, dùng nguồn dự trữ ngoại hối, nguồn thu từ xuất dầu, hoặc vay nợ nước ngoài. Mỗi nguồn đều có những khó khăn và rủi ro riêng biệt.

Để thực hiện kích cầu, có thể sử dụng cả công cụ tài chính lẫn tài khóa là giảm lãi suất, giảm thuế, tăng chi tiêu Chính phủ v.v.. Chúng tôi cho rằng lựa chọn cách nào phụ thuộc vào mức độ của giảm sức cầu và hiệu quả của từng công cụ. Nếu sức cầu suy thoái sâu, tăng chi tiêu chính phủ sẽ là liều thuốc trực tiếp nhất kéo sức cầu trở lại. Tuy nhiên nó còn phụ thuộc vào việc chi tiêu vào những nhóm ngành nghề nào, lĩnh vực nào để đạt hiệu quả cao nhất. Đối với mức độ giảm cầu của Việt Nam hiện nay, chúng tôi cho rằng cần có một sự kết hợp giữa các giải pháp.

Chính phủ có thể tăng chi tiêu vào đầu tư các dự án cơ sở hạ tầng, các dự án phục vụ nền tảng của sản xuất thiết yếu cho lâu dài. Tính kích cầu thể hiện ở chỗ chi tiêu vào các dự án này dù dự án chưa cho ra sản phẩm ngay cũng có ý nghĩa trước mắt là tạo việc làm và thu nhập cho các đối tượng xung quanh.

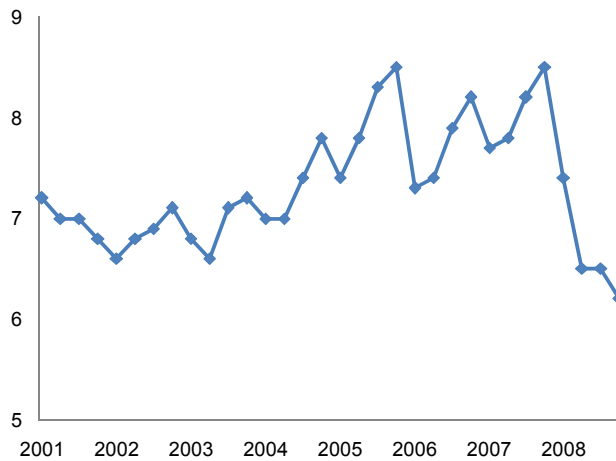
Chính phủ cũng có thể thực hiện giảm lãi suất (chính sách tài chính) hay giảm thuế để kích cầu. Tác động của các chính sách này dù chưa trực tiếp bằng việc chủ động chi tiêu. Tuy nhiên hiệu quả chống lãng phí thường cao hơn so với việc chi tiêu do chỉ những đơn vị thực sự có nhu cầu đầu tư mới được hỗ trợ.

Cuối cùng, một vấn đề rất quan trọng trong kích cầu, đó là việc gỡ bỏ những rào cản về hệ thống hành chính, tạo điều kiện tối đa cho tiến độ thực hiện các dự án, bảo đảm tiến độ thực hiện. Có như vậy gói kích cầu mới đạt được ý nghĩa của chúng.

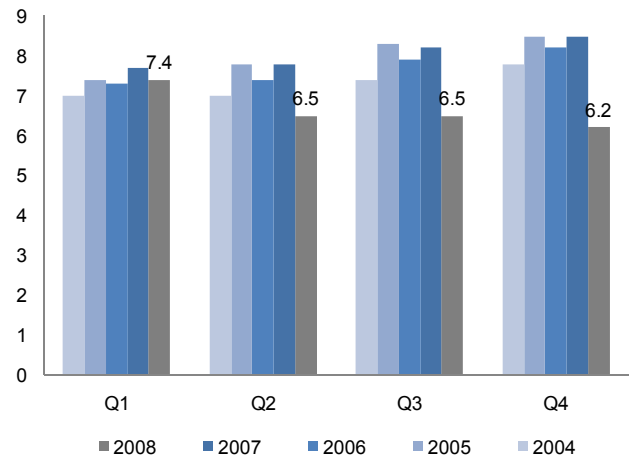
Câu chuyện tăng trưởng

Tăng trưởng GDP của Việt Nam đang ở trong chu kỳ giảm. Dấu hiệu rõ nét nhất là tăng trưởng trong quý IV/2008 giảm mạnh so với tăng trưởng quý IV các năm trước đó. Tăng trưởng quý I/2008 đạt 7,4%, 2 quý đầu đạt 6,5%, 3 quý đầu đạt 6,5% và cả năm chỉ là 6,23%. Rõ ràng đã có sụt giảm mạnh trong quý II và quý IV năm 2008, đây là các quý mà bình thường đều có tăng trưởng cao trong các năm khác.

Diễn biến tăng trưởng GDP quý qua các năm



Xu thế tăng trưởng GDP theo quý năm 2008 trái ngược so với các năm trước



Nguồn: IMF, Bloomberg, BVSC

Ảnh hưởng của thắt chặt tiền tệ, và đặc biệt là suy thoái kinh tế toàn cầu lên tăng trưởng của Việt Nam là khá rõ nét. Các nguồn động lực cho tăng trưởng như xuất khẩu và đầu tư nước ngoài được dự báo sẽ giảm mạnh mặc dù cả xuất khẩu và vốn FDI vẫn đạt được những kết quả khá tích cực trong năm 2008. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng GDP trong 3 quý đầu năm 2008 bị ảnh hưởng chủ yếu bởi việc thắt chặt tiền tệ, còn từ quý IV/2008, ảnh hưởng chủ yếu là suy thoái kinh tế toàn cầu với triển vọng về xuất khẩu và vốn đầu tư nước ngoài giảm sút. Trong 3 quý đầu năm 2008, khi chưa có ảnh hưởng nhiều bởi yếu tố suy thoái kinh tế thế giới, sức cầu nội địa đã có dấu hiệu suy giảm trước. Chỉ số bán lẻ (đo lường sự tiêu dùng) mặc dù tăng xấp xỉ 30% (năm 2007 là 23%), nhưng nếu loại bỏ yếu tố tăng giá thì mức bán lẻ đã tụt giảm, chỉ tăng 6%, một mức khá thấp so với các năm trước đó.

Dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam năm 2009 đạt 5,2-5,5%

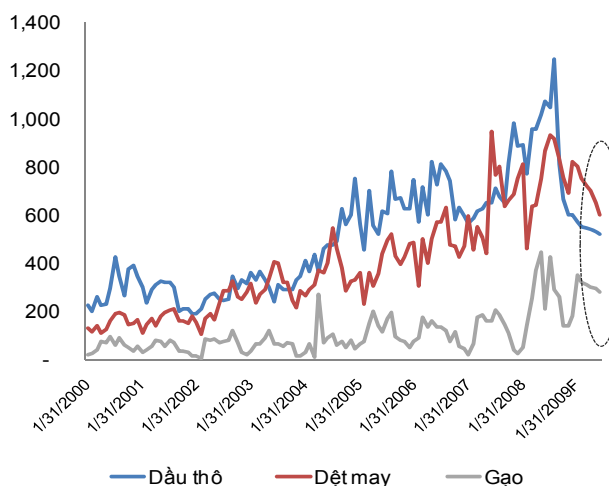
Hiện nay, nền kinh tế Việt Nam được coi là khá mở khi tổng kim ngạch xuất nhập khẩu đạt xấp xỉ 1,7 lần GDP. Rõ ràng xuất khẩu và vốn đầu tư nước ngoài vẫn là 2 yếu tố ngoại quan trọng quyết định triển vọng tăng trưởng. Trước những khó khăn trong năm 2009, chúng tôi dự báo mức tăng trưởng GDP của

Việt Nam sẽ chỉ đạt mức **5,2%-5,5%** trong năm 2009. Mặc dù vậy, diễn biến tăng trưởng sẽ có dấu hiệu tích cực dần theo các quý. Hơn nữa, thời gian tăng trưởng thấp trong quý I và II cũng là thời gian cần thiết để Việt Nam có điều kiện cơ cấu lại nền kinh tế theo hướng hiệu quả hơn, loại bỏ những yếu tố tiêu cực còn tồn đọng, làm tiền đề cho sự tăng trưởng mạnh mẽ trở lại trong giai đoạn 2010 - 2011. Do vậy con số tăng trưởng dự báo 5,2-5,5% không phải là tiêu cực xét trong bối cảnh chung của kinh tế thế giới.

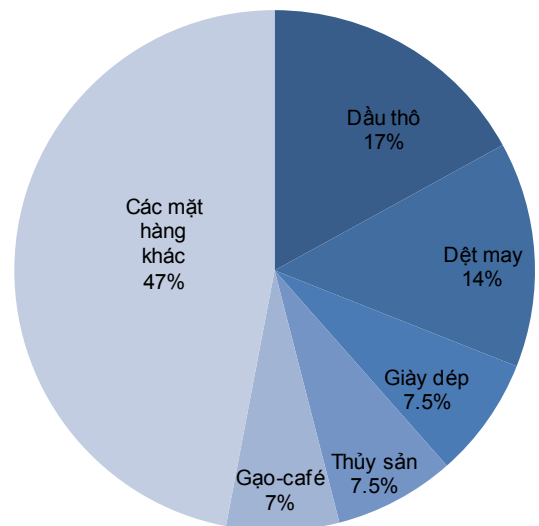
Triển vọng xuất khẩu

Năm 2008 là một năm Việt Nam tăng mạnh về kim ngạch xuất nhập khẩu. Xuất khẩu tăng 30% so với 2007, ước tính đạt mức 63 tỷ USD. Các mặt hàng chủ chốt vẫn chiếm tỷ trọng lớn như dầu thô (17%), dệt may (14%), giày dép (7,5%), thủy hải sản (7,5%), gạo (5%). Tuy vậy, giá trị biên từ xuất khẩu vẫn không lớn. Để có được con số ấn tượng về xuất khẩu như trên, chúng ta phải nhập khẩu rất lớn giá trị nguyên, nhiên vật liệu. Tính đến cuối năm 2008, Việt Nam đạt mức nhập siêu khoảng 17 tỷ USD, chiếm 18% GDP.

Xu hướng giá một số hàng xuất khẩu chủ yếu



Cơ cấu xuất khẩu của Việt Nam



Tăng trưởng xuất khẩu Việt Nam vẫn phụ thuộc nhiều vào việc tăng giá các mặt hàng cơ bản

Theo cơ cấu xuất khẩu của Việt Nam, nếu loại trừ dầu thô, giá trị xuất khẩu của Việt Nam phụ thuộc khá lớn vào xu thế giá cả của các mặt hàng nông nghiệp thiết yếu (gạo, café, cao su, thủy sản). Trong những tháng đầu năm 2008, xuất khẩu Việt Nam được lợi lớn về giá (kể cả dầu thô và các mặt hàng còn lại), trong đó có một số mặt hàng tăng ấn tượng như xuất khẩu gạo (tăng 80%), dầu thô (tăng 30% cho dù sản lượng giảm 10%).

Suy thoái kinh tế thế giới ảnh hưởng tiêu cực đến xuất khẩu năm sau.

Bức tranh xuất khẩu 2009 được dự báo sẽ gặp rất nhiều khó khăn, ít nhất là trong 6 tháng đầu năm. Suy thoái kinh tế thế giới đang ảnh hưởng mạnh tới thương mại thế giới và các nước phụ thuộc xuất khẩu. Một số khó khăn do: (i) tổng cầu thế giới giảm, (ii) giá cả hàng thiết yếu giảm, (iii) sự cạnh tranh gay gắt từ Trung Quốc và các nước xuất khẩu hàng thiết yếu khác. Giá dầu có lẽ sẽ

khó tăng cao trong ngắn hạn do dự báo về sự phục hồi sản xuất và công nghiệp tiêu thụ dầu khó hồi phục nhanh. Các mặt hàng công nghiệp như dệt may, giày dép cũng gặp nhiều khó khăn do những rào cản khác nhau khi thị trường suy thoái.

Dự báo xuất khẩu giảm mạnh trong quý I và giảm chậm trong quý II, bắt đầu hồi phục trở lại vào quý III, quý IV; trung bình tốc độ tăng trưởng xuất khẩu trong năm sau có thể sẽ khó đạt mức 10%, trường hợp xấu có thể sẽ không tăng trưởng hoặc tăng trưởng âm.

Tuy nhiên, xuất khẩu có thể hồi phục vào cuối năm 2009 với hy vọng vào sự tăng giá trở lại của các mặt hàng cơ bản. Ngoài ra, xu thế xuất khẩu sang thị trường Mỹ của Việt Nam đang có nhiều triển vọng mới.

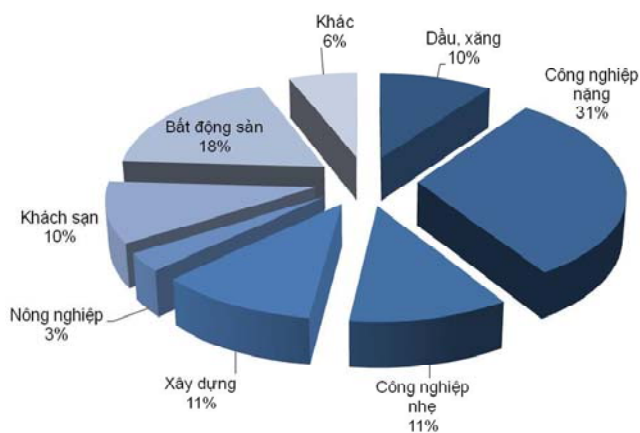
Tuy nhiên, cơ hội đối với xuất khẩu không phải không có dấu hiệu tích cực. Chúng tôi cho rằng giai đoạn nửa cuối năm 2009 sẽ có thể thuận lợi hơn cho xuất khẩu với xu thế tăng giá trở lại các mặt hàng thiết yếu. Hơn nữa, tăng trưởng ấn tượng của xuất khẩu Việt Nam năm 2008 cũng cho thấy mức độ cải thiện về mức độ chiếm lĩnh thị trường xuất khẩu qua từng năm. Xem xét cơ cấu thị trường một số hàng hóa chủ lực của Việt Nam, có thể thấy sự chuyển dịch gia tăng đối với thị trường Mỹ. So với EU, Nhật, thị trường Mỹ được chúng tôi dự báo là nơi có khả năng hồi phục sớm hơn so với các thị trường khác về tiêu dùng. Ngoài ra, nếu so sánh với các nước trong khu vực có cơ cấu xuất khẩu tương tự Việt Nam, thị phần của Việt Nam vào thị trường Mỹ đang trong xu hướng tăng.

Triển vọng vốn FDI

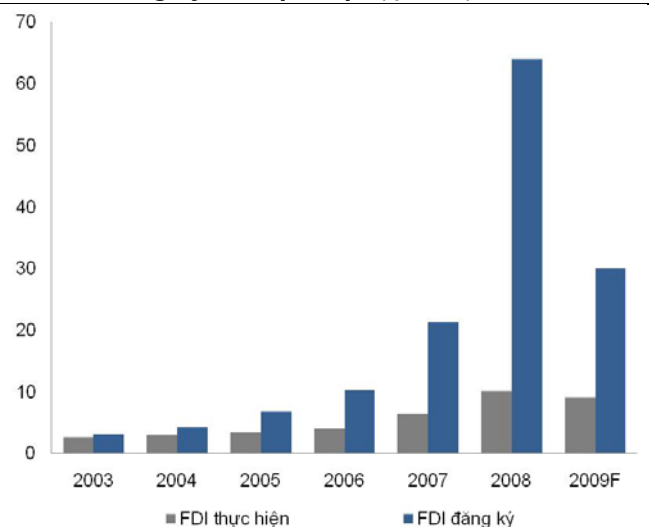
FDI- Điểm sáng của kinh tế Việt Nam năm 2008. Tuy nhiên, tỷ lệ thực hiện chưa cao

Trong năm 2008, FDI trở thành một trong những điểm sáng nhất của nền kinh tế Việt Nam khi tổng vốn đăng ký đạt mức kỷ lục (gần 64 tỷ USD gấp 3 lần năm 2007). Năm thứ hai gia nhập WTO cùng những nỗ lực trong cải cách thể chế, luật pháp đã khiến các nhà đầu tư tiếp tục đặt niềm tin mạnh mẽ vào sự phát triển dài hạn của Việt Nam bất chấp những bất ổn của nền kinh tế thế giới. Về cơ cấu, vốn vẫn chủ yếu được rót vào lĩnh vực công nghiệp-xây dựng (54%) và dịch vụ (45%), 1% còn lại là nông-lâm-ngư nghiệp. Tình hình giải ngân, thực hiện các dự án trong năm 2008 đạt 10 tỷ USD tăng 25% so với năm 2007 (8 tỷ).

Xu hướng cơ cấu phân bổ vốn đăng ký FDI



Vốn FDI đăng ký và thực hiện (tỷ US\$)



Trong bối cảnh khó khăn, mục tiêu vốn thu hút chỉ là 20-30 tỷ USD trong năm 2009.

Vốn thực hiện được dự báo chủ yếu nằm trong phần vốn cam kết đăng ký cũ. Nhiều khả năng vốn giải ngân 2009 sẽ giảm nhẹ so với 2008

Tuy nhiên, vấn đề quan trọng không phải nằm ở lượng vốn đăng ký mới, mà là tốc độ và hiệu quả thực hiện các lượng vốn đã đăng ký trước. Với mức vốn đăng ký trong năm 2008, thì chỉ cần tăng và thúc đẩy tốc độ giải ngân, thì mục tiêu về vốn thực giải ngân trong năm 2009 sẽ không phải là vấn đề.

Dự báo về tình hình thu hút và thực hiện vốn FDI trong năm 2009, mới đây Bộ kế hoạch và đầu tư đã đặt mục tiêu rất khiêm tốn trong việc thu hút vốn FDI trong năm tới, chỉ ở mức 20-30 tỷ USD, chưa bằng một nửa so với năm ngoái. Một yếu tố nữa làm cho dự báo về vốn FDI không cao còn do trong cơ cấu xu hướng các lĩnh vực thu hút FDI, chúng ta thấy FDI của Việt Nam tập trung chủ yếu vào lĩnh vực sản xuất hàng công nghiệp xuất khẩu và bất động sản. Các lĩnh vực này đều sẽ gặp khó khăn trong năm tới do xuất khẩu sụt giảm nghiêm trọng và thị trường BĐS vẫn chưa có dấu hiệu ấm lên trong ngắn hạn.

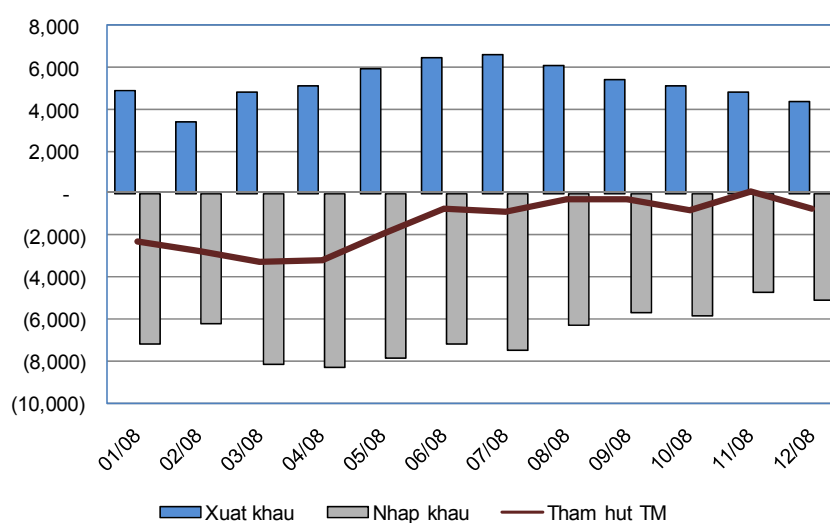
Mặc dù vậy, đánh giá về FDI giải ngân, chúng tôi cho rằng năm 2009 Việt Nam vẫn có thể đạt mức 8-9 tỷ USD, thấp hơn một chút so với năm 2008 (11 tỷ). Nguyên nhân là do dòng vốn đăng ký năm 2007 và 2008 đều ở mức cao và độ trễ triển khai các dự án này sẽ rơi vào năm 2009 cũng như các năm sau đó. Điển hình là các dự án lớn như sản xuất thép giữa tập đoàn Lion Malaysia với Vinashin tổng vốn đăng ký 9,79 tỷ USD, dự án của tập đoàn Formosa đầu tư tại khu công nghiệp Vũng Áng trị giá 7,87 tỷ đôla, dự án lọc dầu Nghi Sơn trị giá 6,2 tỷ đôla...

Cán cân thanh toán

Sự căng thẳng về tỷ giá có liên quan chặt chẽ tới mức an toàn của cán cân thanh toán. Xem xét đánh giá các nguồn cung và cầu ngoại tệ chúng ta sẽ có được bức tranh sơ bộ về cán cân thanh toán của Việt Nam.

Cán cân thương mại và vấn đề nhập siêu

Cán cân thương mại năm 2008 (triệu US\$)



Nhập siêu giảm tốc vào cuối năm, và có thể không cao trong năm 2009

Năm 2009, thâm hụt thương mại được dự báo có thể ở mức 12-15 tỷ USD

Kiều hối dự báo giảm sút trong năm 2009

Kiều hối đạt mức ấn tượng năm 2008 dù kinh tế thế giới khó khăn, nhưng có thể sẽ khác trong 2009.

Trong năm 2008, nhập khẩu có tốc độ giảm trong những tháng cuối năm. Việc nhập khẩu mạnh trong những tháng đầu năm có nguyên nhân lớn bởi việc tích trữ và có cả yếu tố đầu cơ. Khi kinh tế suy thoái và sức cầu giảm sút, nhập khẩu đã chậm đi theo xu hướng chung. Nhập siêu mặc dù tăng song tốc độ đã chậm hẳn lại. Tính đến cuối năm 2008, Việt Nam đạt mức nhập siêu khoảng 17 tỷ USD.

Năm 2009 dự báo nhập siêu sẽ khó cao trong khoảng thời gian đầu năm trong quý I và quý II do sức cầu vẫn ở mức yếu. Tuy nhiên, nhập siêu có thể tăng hơn trong quý III và quý IV theo quy luật tăng vào cuối năm và tác động kích thích bởi chính sách nới lỏng tiền tệ. Dự kiến mức thâm hụt của Việt Nam năm 2009 sẽ vào khoảng **12-15 tỷ USD**. Đây là mức vẫn có thể gây áp lực lên cán cân thanh toán tổng thể và tỷ giá trong điều kiện các nguồn thu khác như xuất khẩu, kiều hối và FDI gặp khó khăn.

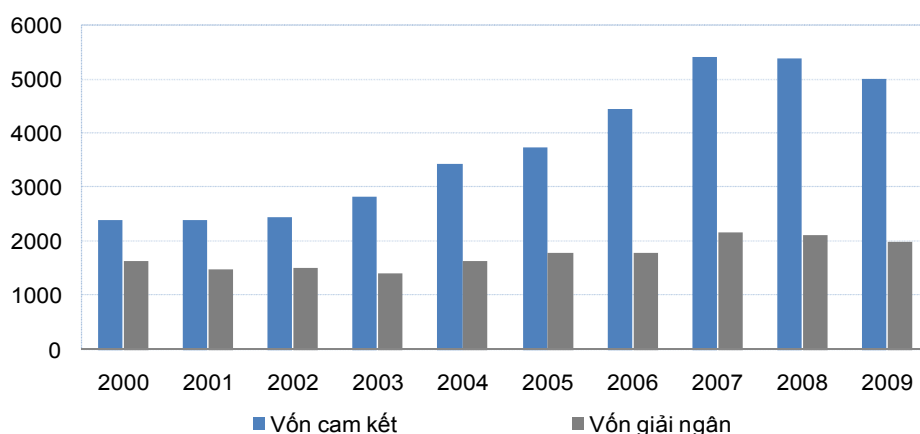
Kiều hối

Kiều hối năm 2008 đạt mức kỷ lục 8 tỷ USD; tăng 2,5 tỷ USD so với 2007. Đây là một mức tăng tương đối ấn tượng nếu xét trong bối cảnh kinh tế thế giới khó khăn. Kiều hối từ lâu đã được coi là một nguồn thu ngoại tệ quan trọng. Chính sách thông thoáng đối với kiều bào ở nước ngoài cũng như luật đất đai cho phép Việt kiều mua nhà trong nước đã giúp khơi thông nguồn lực quan trọng này, khiến cho nguồn kiều hối không ngừng tăng mạnh trong những năm gần đây.

Dự báo năm 2009 sẽ là một năm khó khăn cho nguồn kiều hối do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế. Theo ước lượng của chúng tôi, lượng kiều hối trong năm 2009 có thể giảm nhẹ so với năm 2008, đạt 6-7 tỷ USD. Kênh đầu tư nhà đất giá rẻ và lãi suất ngoại tệ tại Việt Nam vẫn cao so với mặt bằng lãi suất tiền gửi của nước ngoài là sự hấp dẫn lớn với lượng kiều hối đổ về Việt Nam.

Vốn ODA

Vốn ODA cam kết và giải ngân (triệu US\$)



ODA là nguồn vốn tương đối ổn định và biến động ít hơn trong suy thoái kinh tế so với các nguồn vốn khác. ODA cam kết tại Việt Nam không ngừng tăng cao, đạt mức kỷ lục 5,4 tỷ USD trong năm 2008. Về phía Việt Nam, Chính phủ

Việt Nam cần lấy lại niềm tin của cộng đồng quốc tế trong việc sử dụng vốn ODA.

Đầu tư gián tiếp nước ngoài có thể ở mức âm trong năm 2009.

Các cân thanh toán tổng thể nhiều khả năng sẽ thâm hụt trong năm sau

cũng đã có những nỗ lực trong việc sử dụng nguồn vốn vay ưu đãi và dài hạn này, thể hiện ở tỷ lệ giải ngân đã được cải thiện đáng kể (năm 2008 đạt 2,136 tỷ USD chiếm 39,5% vốn cam kết). Tuy nhiên, tham nhũng đã trở thành một vết đen trong việc sử dụng vốn ODA năm 2008. Vấn đề là Việt Nam phải lấy lại niềm tin và uy tín đối với cộng đồng quốc tế. Chúng tôi dự báo, vốn ODA giải ngân năm 2009 nhiều khả năng đạt khoảng 2 tỷ USD.

Vốn gián tiếp FII

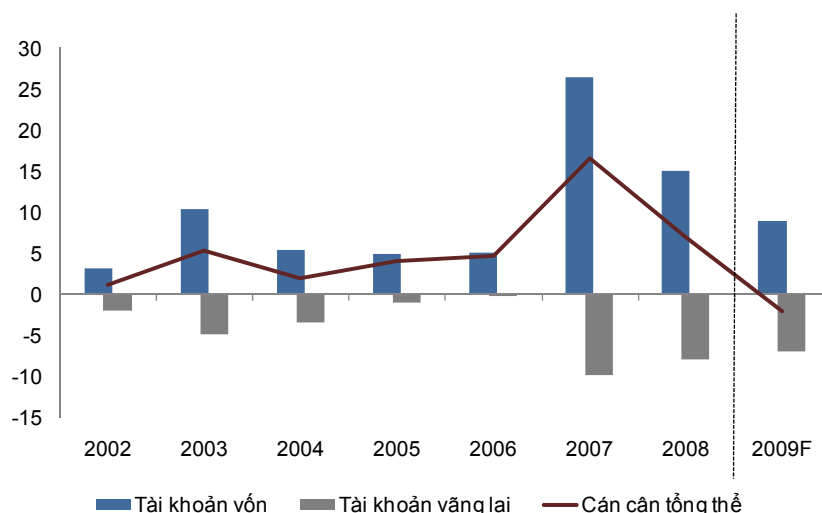
Dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (FII) được thực hiện chủ yếu qua các quỹ đầu tư. Kể từ tháng 8/2008, dòng vốn đã có bước sụt giảm khi kinh tế thế giới bắt đầu có những bất ổn. Trong suốt 7 tháng đầu năm, khối nước ngoài luôn mua ròng với giá trị chênh lệch mua bán có tháng lên đến 2.000 tỷ VNĐ. Tuy nhiên, kể từ tháng 8 cho đến cuối năm thì khối này liên tục bán ròng và có những dấu hiệu muốn rút khỏi thị trường Việt Nam.

Theo một thống kê đầu tháng 12/2008, hiện nay tổng giá trị cổ phiếu nhà đầu tư nước ngoài còn nắm giữ là 2,69 tỷ USD, chiếm hơn 20% tổng vốn hoá thị trường. Dự báo trong 6 tháng đầu năm 2009 sẽ khó có thêm một dòng vốn FII lớn nào tràn vào Việt Nam do kinh tế thế giới vẫn tiếp tục chìm sâu trong khủng hoảng và lãi suất USD ở Việt Nam cũng không còn đủ hấp dẫn các nghiệp vụ carry trade. Trái lại, xu hướng tiếp tục rút vốn, rời khỏi thị trường Việt Nam của khối ngoại nhiều khả năng sẽ vẫn xảy ra. Ít nhất đến cuối 2009 mới có khả năng phục hồi. Chúng tôi dự báo dòng vốn này có thể ở mức âm trong năm 2009.

Kết luận về cán cân thanh toán tổng thể

Mức thặng dư của cán cân thanh toán tổng thể nhiều khả năng sẽ giảm trong năm 2009 do các nguồn tài trợ không đủ để bù đắp cho nguồn tiêu thụ ngoại tệ.

Cán cân tổng thể (tỷ USD)



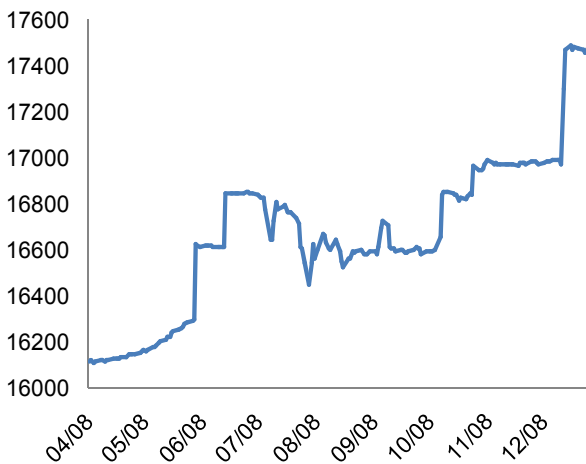
Mặc dù mức thặng dư có thể giảm song theo quan điểm của chúng tôi, cán cân thanh toán tổng thể của Việt Nam có thể vẫn ở mức an toàn do nợ ngắn hạn nước ngoài hiện nay của Chính phủ tương đối thấp. Tuy nhiên, mức giảm thặng

đur này kết hợp với tình trạng thâm hụt ngân sách và chính sách tài khoá mở rộng nhằm kích cầu của Chính phủ vẫn sẽ gây áp lực rất lớn lên tỷ giá của Việt Nam trong năm 2009.

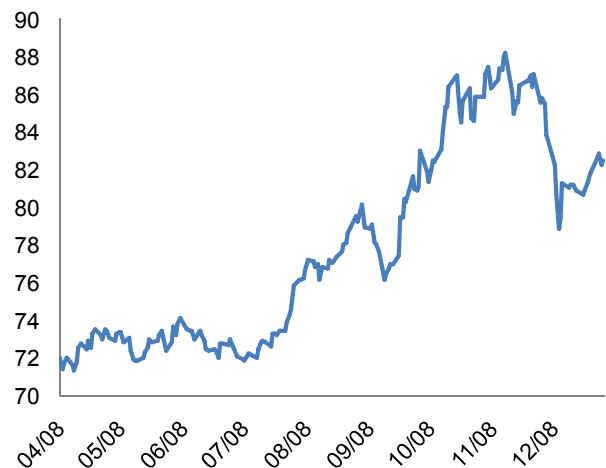
Tỷ giá: Năm 2009 - xu hướng tăng trong vòng kiểm soát

Nếu như “lãi suất” là điểm nóng nhất của thị trường tài chính - ngân hàng Việt Nam trong năm 2008 thì “tỷ giá” lại được dự báo sẽ trở thành tâm điểm trong năm 2009 sắp tới này.

Diễn biến tỷ giá USD/VND



Chỉ số Dollar index



Nguồn: WB, IMF, MPI

Tỷ giá tiếp tục xu hướng tăng trong năm 2009. Tuy nhiên, sự tăng tỷ giá nằm trong vòng kiểm soát

Theo chúng tôi, tỷ giá USD/VND sẽ có xu hướng tiếp tục tăng trong năm tới. Tuy nhiên, không giống với diễn biến trong năm 2008, tỷ giá nhiều khả năng sẽ tăng trong vòng kiểm soát và chủ động của NHNN. Dự báo xu hướng tăng của chúng tôi được căn cứ trên những lý do sau:

- Thâm hụt thương mại sẽ tiếp tục diễn ra trong năm tới, đặc biệt trong bối cảnh xuất khẩu có triển vọng không sáng sủa. Nhập khẩu nhiều khả năng cũng giảm nhưng tốc độ giảm sẽ vẫn chậm hơn xuất khẩu.
- NHNN chủ động trong việc điều hành tăng tỷ giá nhằm hỗ trợ xuất khẩu. Việc đồng VND yếu đi so với USD sẽ giúp cho hàng hoá của Việt Nam rẻ đi tương đối so với hàng hoá các nước khác. Trên thực tế, đồng nội tệ của nhiều nước trong khu vực cũng đã mất giá khá nhiều so với USD trong năm vừa qua (Rupee của Ấn Độ mất giá 18%, Rupiah của Indonesia mất giá 14%, Peso của Philipin mất giá 13%). Chính vì vậy, việc tăng tỷ giá làm cho Việt Nam tiếp tục duy trì sức cạnh tranh với những nước này.
- Chính sách kích cầu của Chính phủ sẽ gây áp lực lên dự trữ ngoại hối. Trong bối cảnh nguồn thu giảm mạnh (do xuất khẩu dầu thô giảm) và tình trạng bội chi kéo dài, việc kích cầu của Chính phủ có thể sẽ phải dựa

một phần vào nguồn dự trữ ngoại hối. Việc này sẽ gây tâm lý làm tăng tỷ giá.

- Việc xử lý nợ xấu trong hệ thống ngân hàng (chủ yếu với các khoản cho vay bất động sản trước đây) sẽ góp phần làm đồng VND yếu đi một cách tương đối. Việc NHNN có thể phải hỗ trợ vốn cho các NHTM trong việc xử lý hoặc thanh lý các khoản vay không có khả năng trả nợ. Việc này sẽ làm VND yếu đi so với các ngoại tệ khác. Năm 2009, dự báo thị trường BĐS vẫn khó có thể ấm lên, và tổng dự nợ BĐS còn tồn đọng được dự báo vẫn ở mức khá cao.
- Áp lực rút vốn của nhà đầu tư nước ngoài vẫn còn rất lớn. Khủng hoảng tài chính thế giới khó có thể phục hồi trong ngắn hạn, nhu cầu khối ngoại rút vốn đầu tư vào các thị trường trọng yếu, có độ rủi ro thấp cũng có thể là một áp lực làm tỷ giá tăng giống như những gì đã từng xảy ra trong năm 2008.

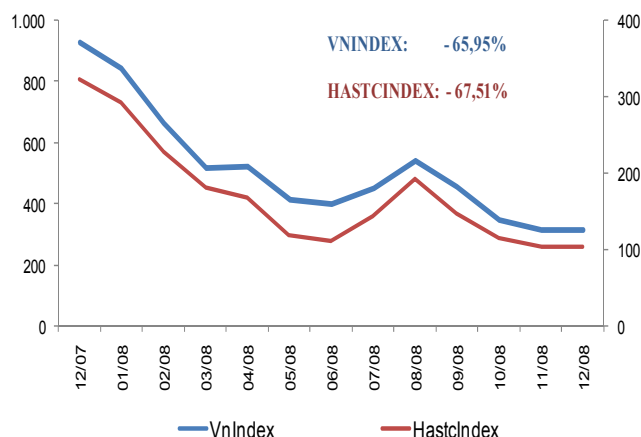
Dự báo tỷ giá USD/VNĐ cuối 2009 sẽ ở mức 18.500–19.000.

Với những lý do như trên, chúng tôi dự báo tỷ giá USD/VNĐ đến thời điểm cuối năm 2009 có thể sẽ tăng so với mức hiện nay (17.500) khoảng 5%-7%. Mức tăng này phần nhiều là có chủ đích và nằm trong sự kiểm soát của NHNN. Vấn đề an toàn ngoại hối và tâm lý có thể sẽ không còn là vấn đề trọng tâm trong năm 2009. Theo đó, chúng tôi nghiêng hơn về ý muốn chủ quan muốn nâng tỷ giá của các cơ quan điều hành. Tuy nhiên, áp lực về nguy cơ lạm phát tăng trở lại vào thời điểm cuối năm 2009 sẽ khiến việc nâng tỷ giá sẽ diễn ra theo kịch bản thận trọng. Dự báo tỷ giá USD/VNĐ vào cuối năm sau có thể đạt mức **18.500 – 19.000**.

II. BÁO CÁO THỊ TRƯỜNG

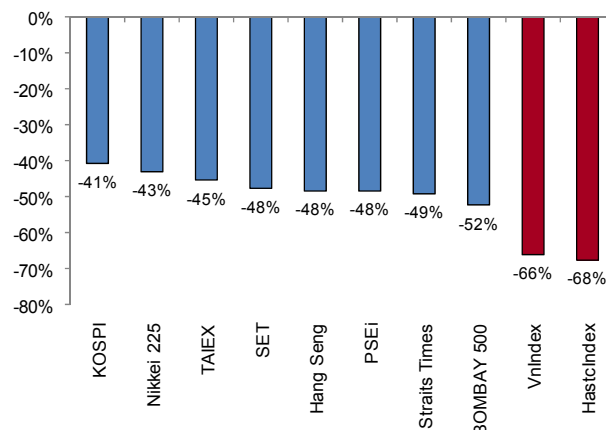
Diễn biến thị trường trong năm 2008

Diễn biến VnIndex, HascIndex năm 2008



Nguồn: HoSE, HaSTC, BVSC

Mức độ sụt giảm của một số chỉ số chứng khoán Châu Á



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Năm 2008 là một năm đầy biến động của TTCK Việt Nam với xu thế chính không mấy khả quan. Tính cả năm 2008, TTCK Việt Nam là thị trường sụt giảm mạnh nhất so với các thị trường trong khu vực với mức giảm khoảng 66% đối với VnIndex và 68% đối với HascIndex. Diễn biến thị trường trong năm 2008 có thể được chia làm 3 giai đoạn chính.

Giai đoạn sụt giảm trong 2 quý đầu năm 2008

Tiếp nối đà giảm điểm từ những tháng cuối năm 2007, TTCK Việt Nam tiếp tục rơi vào giai đoạn suy thoái trong 2 quý đầu năm 2008. Tính đến ngày 30/06/2008, VnIndex đã giảm 56,92%, HascIndex giảm 65,17% so với mức điểm đóng cửa tại thời điểm cuối năm 2007. Cùng với đó, tính thanh khoản của thị trường cũng giảm dần, giá trị và khối lượng giao dịch cổ phiếu cả 2 sàn đều sụt giảm.

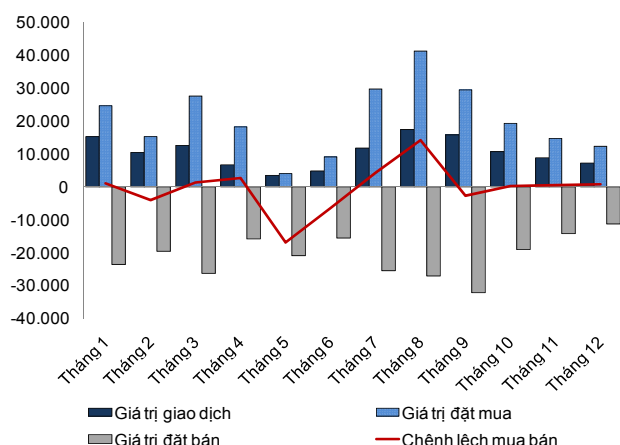
Diễn biến tiêu cực nhất được thể hiện rõ nét trong tháng 5, khi mà lượng cung tăng mạnh ở tất cả các mã cổ phiếu, bất kể bluechips hay cổ phiếu nhỏ và không phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. VnIndex đã giảm liên tiếp trong 25 phiên, còn HascIndex giảm liên tiếp 28 phiên. Niềm tin của nhà đầu tư bị sụt giảm nghiêm trọng, lượng đặt mua thừa thớt, đẩy thị trường rơi vào tình trạng gần như mất thanh khoản. Trong tháng 5, tổng giá trị giao dịch cổ phiếu, chứng chỉ quỹ (CCQ) tại sàn HoSE chỉ đạt mức 3.500 tỷ, tương ứng với 26% so với giá trị giao dịch trong tháng 3. Tại sàn Hasc, giá trị giao dịch tháng 5 chỉ bằng 17% so với giá trị giao dịch trong tháng 3.

Trong 6 tháng đầu năm, nhiều giải pháp hỗ trợ thị trường đã được cơ quan quản lý đưa ra, như yêu cầu Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) tham gia mua cổ phiếu, đề nghị các ngân hàng thương mại và các công

Thị trường nằm trong chu kỳ suy thoái, mà đỉnh điểm là tháng 5 với chuỗi giảm điểm 25 phiên liên tiếp của VnIndex, tính thanh khoản duy trì ở mức yếu

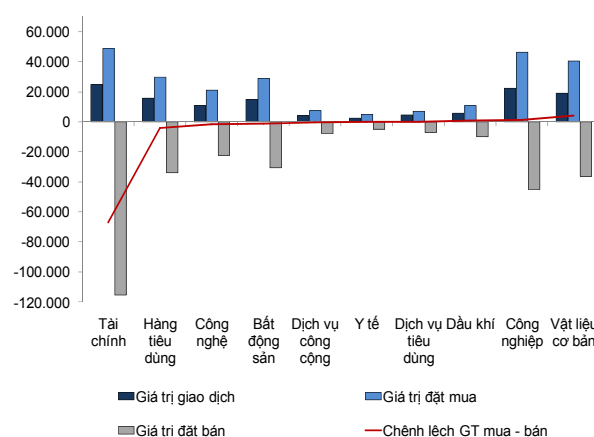
ty chứng khoán dùng bán giải chấp cổ phiếu, thu hẹp biên độ giao dịch trên cả 2 sàn giao dịch. Tuy nhiên có thể thấy các giải pháp này không mấy phát huy tác dụng và chỉ mang tính ngắn hạn do chưa giải quyết được các vấn đề còn tồn tại đằng sau và không mang tính thị trường.

Giá trị giao dịch, đặt mua, đặt bán tại sàn HoSE



Đơn vị: Tỷ đồng

Giá trị giao dịch, đặt mua, đặt bán phân theo ngành



Nguồn: HoSE, BVSC

Những bất ổn của kinh tế vĩ mô, lạm phát leo thang, thâm hụt cán cân thương mại, những bất ổn về tỷ giá.

Các đợt IPO lớn và sự bất hợp lý về thời điểm, mức giá chào bán

Hoạt động bán giải chấp một số Blue chips

Những vấn đề nội tại của kinh tế vĩ mô, thị trường và doanh nghiệp

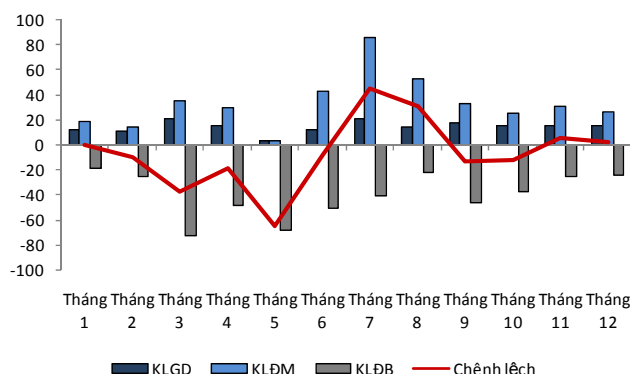
Lạm phát liên tục leo thang, tiếp đó là việc cán cân thương mại thâm hụt ngày một lớn gây sức ép lên VND. Hàng loạt các báo cáo của nhiều tổ chức trong và ngoài nước đã có những nhận định bi quan và đặt ra câu hỏi liệu có diễn ra một cuộc khủng hoảng tiền tệ ở Việt Nam như đã xảy ra với nhiều nền kinh tế mới nổi trước đây. Giả thiết này đã tạo nên những đợt sốt ngoại tệ trên thị trường tự do. Trong khi đó, giá vàng và dầu trên thị trường thế giới cũng bước vào giai đoạn tăng mạnh do giới đầu cơ mua vào nhằm hạn chế rủi ro của thị trường chứng khoán. Điều này đã gây nên tác động kép, một mặt gây tiêu cực tới diễn biến của lạm phát trong nước và tạo tâm lý bi quan cho giới đầu tư, mặt khác đã thu hút một dòng tiền lớn chuyển từ TTCK sang thị trường vàng và ngoại tệ.

Từ cuối năm 2007, đầu năm 2008 một số đợt IPO lớn đã diễn ra, điển hình là PVFC, VCB và Sabeco. Các đợt IPO này diễn ra tập trung vào một thời điểm trong bối cảnh thị trường ảm đạm, tạo ra một lượng cung lớn trên thị trường. Thêm vào đó, việc đưa ra mức giá khởi điểm quá cao cũng mang tính rủi ro cho thị trường. Sau khi có kết quả IPO, việc các cổ phiếu này liên tiếp mất giá, điều chỉnh về giá trị thực đã tác động tiêu cực đến tâm lý nhà đầu tư và gây ảnh hưởng dây chuyền đến diễn biến của toàn thị trường.

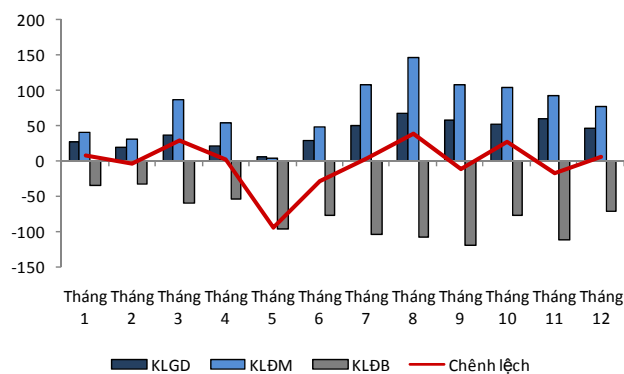
Cùng với đà suy giảm sâu của thị trường, nguồn cổ phiếu được cầm cố, repo tại các ngân hàng và công ty chứng khoán bị giảm mạnh về thị giá. Do thua lỗ, nhiều nhà đầu tư gặp khó khăn trong việc nộp bù phần ký quỹ, các cổ phiếu này bắt đầu được đưa ra bán giải chấp tạo nên những đợt bán tháo trên TTCK. Theo quan sát của chúng tôi, việc giải chấp các cổ phiếu được thực

hiện nhiều từ tháng 3 đến tháng 5 khi lượng đặt bán một số Blue chips được thể chấp nhiều như SSI, STB, REE, DPM... tăng đáng kể so với giai đoạn trước đó.

Diễn biến giao dịch đặt mua đặt bán cổ phiếu SSI



Diễn biến giao dịch đặt mua đặt bán cổ phiếu STB



Đơn vị: Tỷ đồng

Nguồn: HoSE, BVSC

Đơn vị: Tỷ đồng

Nguồn: HoSE, BVSC

Triển vọng kết quả kinh doanh của nhiều công ty niêm yết bị ảnh hưởng từ các khoản đầu tư tài chính

Sự sụt giảm của thị trường chứng khoán và cùng với đó là việc hạ nhiệt của thị trường bất động sản đã gây khó khăn cho các công ty có danh mục đầu tư vào các tài sản này. Một số ví dụ điển hình là SAM, REE và các công ty chứng khoán có danh mục đầu tư tài chính lớn. Một phần các khoản giảm giá danh mục đầu tư đã được phản ánh qua các khoản trích lập dự phòng, và được thể hiện trên các báo cáo tài chính. Những thông tin này đã gây ra những lo ngại cho các nhà đầu tư về kết quả kinh doanh các quý tiếp theo của các công ty niêm yết hoạt động trong các ngành liên quan. Điều này góp phần đẩy thị trường rơi vào tình trạng ảm đạm trong 6 tháng đầu năm 2008.

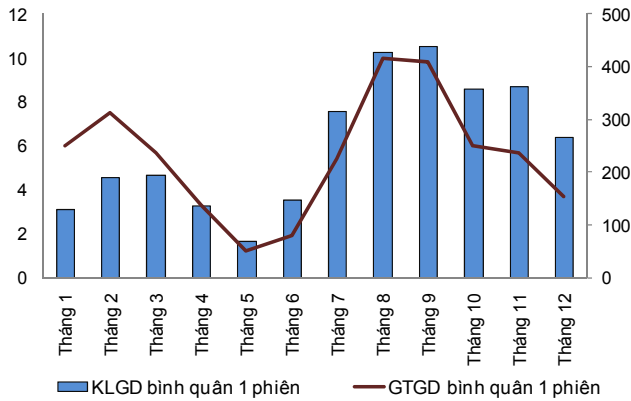
Giai đoạn thị trường hồi phục trong tháng 7 và tháng 8

Thị trường hồi phục cùng với những tín hiệu khả quan của kinh tế vĩ mô, tính thanh khoản cũng được củng cố và đạt mức cao trong tháng 8

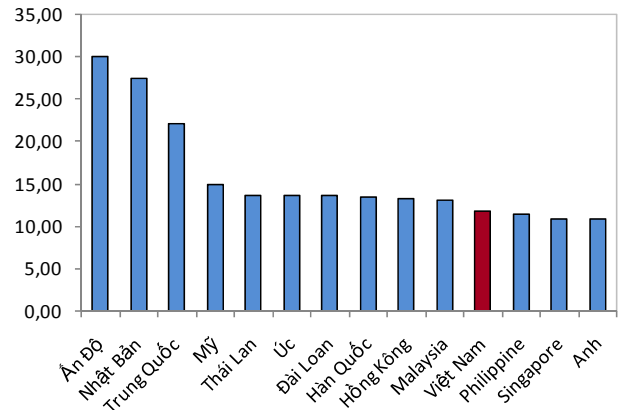
Bước sang đầu quý III, thị trường đã có sự hồi phục khá sớm và phản ánh trước những cải thiện của nền kinh tế vĩ mô. Ngay khi giá cả nhiều loại hàng hóa vẫn đang trong chiều hướng tăng, đặc biệt là xăng dầu, khiến chỉ số giá tiêu dùng mặc dù có dấu hiệu giảm tốc nhưng vẫn còn ở mức rất cao so với cùng kỳ năm 2007 thì thị trường đã bắt đầu có dấu hiệu hồi phục. Tiếp theo đó, khi những thông tin tích cực của nền kinh tế dần xuất hiện, thị trường đã thực sự hồi phục mạnh với mức tăng khoảng trên 49% cho chỉ số VnIndex và 82% cho HascIndex tính từ đáy suy thoái giữa tháng 6 đến cuối tháng 8.

Cùng với đà hồi phục, lượng giao dịch của thị trường đã được cải thiện dần. Khối lượng giao dịch tăng đều từ tháng 6 và đạt đỉnh trong tháng 8 với mức giao dịch cổ phiếu và chứng chỉ quỹ bình quân mỗi phiên tại HoSE là khoảng 21,7 triệu cổ phiếu tương đương với trên 837 tỷ đồng. Đây là lượng giao dịch ở mức rất cao và tương đương với lượng giao dịch của giai đoạn thị trường sôi động vào cuối năm 2007.

KLGD bình quân phiên theo các tháng



PE một số thị trường ngày 20/6/2008



Đơn vị: Triệu CP & CCQ, Tỷ đồng

Nguồn: HoSE, BVSC

Nguồn: Bloomberg, BVSC

Khó khăn được tháo gỡ, thị trường lấy lại tính hấp dẫn

Quy luật đầu tư giá trị, cơ hội cho các nhà đầu tư giá trị

Nhìn lại thời điểm đáy suy thoái của VnIndex tại 366 điểm vào ngày 20/06, sau một giai đoạn giảm sâu khiến mặt bằng giá cổ phiếu xuống đến mức thấp. Chỉ số P/E của Việt Nam đứng ở mức khá thấp (11,7 lần) so với trung bình các nước đã chọn trong mẫu (15,7 lần). Điều này khiến ở thời điểm này, TTCK Việt Nam trở nên hấp dẫn tương đối hơn so với các thị trường khác.

Các yếu tố vĩ mô dần hồi phục, lạm phát được kiểm soát, cán cân thanh toán, tỷ giá dần ổn định, hệ thống ngân hàng vượt qua giai đoạn khó khăn

Hơn nữa, nếu đưa ra nhận định trong thời điểm này, khi mà cuộc suy thoái kinh tế toàn cầu chưa định hình, thì triển vọng phát triển của các doanh nghiệp Việt Nam vẫn khá sáng sủa và mức P/E này có thể được coi là hấp dẫn đối với các nhà đầu tư giá trị. Đây chính là một nhân tố hỗ trợ lượng cầu cho thị trường.

Các chính sách vĩ mô của chính phủ bắt đầu phát huy tác dụng. Tốc độ tăng của chỉ số CPI bắt đầu giảm đi, giá cả các loại hàng hóa cơ bản cũng đã giảm dần cùng với xu thế chung của thị trường thế giới. Vấn đề đảm bảo tính thanh khoản của hệ thống ngân hàng đã được giải quyết khá tốt khi Chính phủ đã có những giải pháp hỗ trợ kịp thời như giảm dần lãi suất cơ bản, tăng lãi suất tiền gửi dự trữ bắt buộc.

Sự phân hóa và triển vọng lợi nhuận khả quan của một số ngành

Cán cân thanh toán và tỷ giá đã dần ổn định sau một giai đoạn tăng rất mạnh vào cuối tháng 6 và đầu tháng 7, thể hiện nguy cơ Đồng Việt Nam bị phá giá đã giảm thiểu. Vốn FDI đăng ký đạt mức kỷ lục 45 tỷ USD cho thấy niềm tin về môi trường kinh doanh trong dài hạn của các nhà đầu tư nước ngoài. Những thông tin này đóng vai trò hỗ trợ niềm tin cho các nhà đầu tư quay trở lại thị trường.

Triển vọng lợi nhuận ổn định của các công ty thuộc các ngành vật liệu cơ bản, dầu khí và dịch vụ công cộng giúp cho các cổ phiếu này có sự tăng trưởng về giá. Đây chính là nhân tố nâng đỡ, giữ nhịp cho thị trường trong giai đoạn khó khăn và cũng chính là nhân tố khơi mào cho giai đoạn hồi phục của thị trường. Trong số này có thể kể đến một số cổ phiếu tiêu biểu như DPM, PVD, DPR,

VSH và PPC.

Mức độ hấp dẫn của các thị trường khác giảm, cùng với đó là những động thái hợp lý của các cơ quan chức năng giúp tăng tính hấp dẫn của TTCK

Bên cạnh đó, khi thị trường chứng khoán hồi phục, các cổ phiếu của công ty có đầu tư tài chính (REE, BVS, KLS,...) được hưởng lợi nhiều nhất do có thể hoàn lại các khoản trích lập dự phòng. Các cổ phiếu này liên tục có mức tăng trưởng mạnh về giá và góp phần đẩy thị trường tăng mạnh trong 2 tháng 7 và 8.

Thị trường bất động sản vẫn còn khá trầm lắng, kênh đầu tư vàng chứa đựng nhiều rủi ro khi biến động giá vàng thế giới ngày càng lớn trong khi giá vàng trong nước thường đứng ở mức cao so với giá vàng thế giới. Bên cạnh đó, tỷ giá sau một giai đoạn tăng mạnh đã ổn định và giảm nhẹ, lãi suất ngân hàng cũng trong chiều hướng giảm. Tất cả những yếu tố này góp phần làm tăng tính hấp dẫn tương đối của TTCK với vai trò là một kênh đầu tư tiềm năng.

Khi thị trường có tín hiệu khởi sắc, UBCKNN đã điều chỉnh biên độ dao động giá cổ phiếu trở về mức 5% tại HoSE và 7% tại HaSTC. Điều này làm tăng tính hấp dẫn cho TTCK khi biên lợi nhuận tiềm năng trở nên cao hơn. Tính thanh khoản của thị trường cũng được cải thiện rõ nét, càng góp phần thu hút sự chú ý của nhà đầu tư.

Giai đoạn tiếp tục trở lại với xu thế giảm trong 4 tháng cuối năm

Thị trường rơi vào thời kỳ ảm đạm, chỉ số và tính thanh khoản giảm dần bởi tác động tiêu cực của các yếu tố ngoại

Sau 2 tháng hồi phục, kể từ tháng 9, thị trường đã bắt đầu xuất hiện những nguy cơ mới và có dấu hiệu quay về với xu thế giảm. Đặc biệt từ sau sự kiện Ngân hàng đầu tư hàng đầu của Mỹ là Lehman Brothers nộp đơn xin bảo lãnh phá sản, và tiếp theo đó là một loạt biến động lớn của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đã tác động tiêu cực đến TTCK Việt Nam. Khối lượng giao dịch giảm dần và cùng theo đó là hiện tượng bán ra với quy mô khá lớn của khối đầu tư nước ngoài, đặc biệt là chuỗi bán ròng liên tiếp 18 phiên tại HoSE trong tháng 10.

Trong giai đoạn cuối tháng 12, thị trường mặc dù đã sụt giảm xuống một mặt bằng giá tương đối thấp nhưng với lượng cầu còn khá dè dặt, VnIndex đã chưa thể hồi phục và tạo nên một giai đoạn đi ngang với khối lượng giao dịch thấp trong giai đoạn cuối năm. Khối lượng giao dịch cổ phiếu và chứng chỉ quỹ trung bình mỗi phiên trong tháng 12 tại HoSE chỉ còn ở mức gần 11,8 triệu cổ phiếu tương đương với trên 305 tỷ đồng giá trị giao dịch.

Tác động tiêu cực của các yếu tố bên ngoài, những khó khăn của doanh nghiệp bắt đầu bộc lộ

Ảnh hưởng của cuộc suy thoái kinh tế toàn cầu và động thái bán ròng của các nhà đầu tư nước ngoài

Nếu như trong 6 tháng đầu năm, thị trường liên tục sụt giảm do các yếu tố nội tại của nền kinh tế trong nước thì giai đoạn 4 tháng cuối năm, những yếu tố bên ngoài lại là nguyên nhân chủ yếu tác động lên thị trường. Cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu gây ra nguy cơ đổ vỡ hàng loạt và triển vọng lợi nhuận không mấy khả quan đối với nhiều tổ chức tài chính lớn, khiến cho các TTCK thế giới đồng loạt giảm mạnh. TTCK Việt Nam cũng chịu ảnh hưởng trực tiếp qua động thái rút vốn của khối ngoại và ảnh hưởng gián tiếp khi tâm lý nhà đầu tư trong nước bị ảnh hưởng.

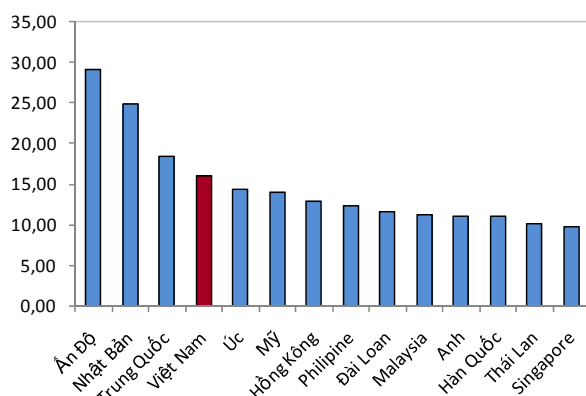
Động thái rút vốn của khối ngoại một phần nhằm giảm thiểu rủi ro trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế, hỗ trợ cho công ty mẹ đảm bảo tính thanh khoản và chuyển vốn đầu tư sang các nước có mức độ rủi ro thấp hơn, có độ minh bạch cao hơn. Giai đoạn bán ròng của khối ngoại bắt đầu diễn ra từ đầu tháng 9 và đạt mức đỉnh trong tháng 10 (sẽ được phân tích rõ hơn ở phần sau), trong đó khối này bán cả một số mã Blue chips như DPM, HPG, VPL,... gây ảnh hưởng lớn đến tâm lý nhà đầu tư trong nước và diễn biến thị trường.

Theo quy luật đầu tư giá trị, mặt bằng giá cổ phiếu không đủ hấp dẫn các nhà đầu tư

Nhìn lại giai đoạn hồi phục của VnIndex, tăng lên 561,85 điểm vào ngày 27/08, các cổ phiếu trên thị trường chứng khoán Việt Nam đã trở nên đắt tương đối so với mặt bằng chung của các nước khác, được thể hiện qua chỉ số P/E đạt 15,94 lần so với P/E trung bình 14,78 lần. Khối nước ngoài đã bắt đầu hoạt động tăng bán để tái cơ cấu danh mục đầu tư, rút bớt vốn về nước hoặc chuyển sang đầu tư ở những nước có mặt bằng giá cổ phiếu rẻ hơn.

Trong bối cảnh cuộc suy thoái kinh tế toàn cầu đã dần hiện rõ, triển vọng kinh doanh của các doanh nghiệp trong nước cũng bị ảnh hưởng mạnh. Mức P/E này không đủ hấp dẫn đối với các nhà đầu tư giá trị để họ tiếp tục tham gia vào thị trường, đặc biệt khi mà độ rủi ro sụt giảm của thị trường vẫn đứng ở mức cao.

PE một số thị trường ngày 27/8/2008



Một số cổ phiếu phát hành thêm và niêm yết lần đầu với khối lượng lớn vào cuối tháng 8 đầu tháng 9

Mã	Số cổ phiếu phát hành thêm	Ngày chính thức giao dịch
BMP	2.808.116	28/08/2008
KDC	10.115.211	29/08/2008
VID	1.949.849	29/08/2008
HPG	56.103.998	05/09/2008
NKD	2.216.947	05/09/2008
SC5	1.720.000	08/09/2008
STB	66.701.667	10/09/2008
(Niêm yết lần đầu)		
VCG	149.985.150	05/09/2008
VNA	20.000.000	09/09/2008
SZL	10.000.000	09/09/2008

Nguồn: Bloomberg, BVSC

Nguồn: HoSE, HaSTC

Việc phát hành thêm và niêm yết lần đầu của các doanh nghiệp quá tập trung vào một thời điểm

Vào thời điểm cuối tháng 8, đầu tháng 9, một loạt các doanh nghiệp đã thực hiện phát hành thêm cổ phiếu, chủ yếu là để chia cổ tức hoặc phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông với tổng số lên tới khoảng 427 triệu đơn vị. Thời điểm lượng cổ phiếu này được chính thức giao dịch trên thị trường khá gần nhau, làm “loãng” thị trường. Tuy điều này chỉ mang tính ngắn hạn, nhưng cũng có ảnh hưởng không tốt đến diễn biến thị trường.

Triển vọng lợi nhuận không khả quan của các doanh nghiệp (tác động của chính sách thắt chặt tiền tệ và cuộc suy thoái kinh tế toàn cầu)

Những tác động của việc thắt chặt tiền tệ trong giai đoạn trước đã dần được thể hiện qua kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong quý III. Những doanh nghiệp có cơ cấu vốn nặng về vốn vay là những đối tượng bị ảnh hưởng nhiều nhất do chi phí vốn tăng cao. Bên cạnh đó, kết quả kinh doanh của không ít các

So sánh tỷ lệ ROE 3 quý đầu năm 2008 với cùng kỳ năm 2007

ROE HOSE	Tổng 3 quý đầu năm 07	Tổng 3 quý đầu năm 08
Công nghệ	20%	13%
Công nghiệp	13%	11%
Dầu khí	24%	24%
Dịch vụ công cộng	16%	16%
Dịch vụ tiêu dùng	9%	6%
Hàng tiêu dùng	16%	12%
Vật liệu cơ bản	24%	27%
Y tế	19%	13%
Bất động sản	16%	5%

(Nguồn: BVSC)

doanh nghiệp còn chịu tác động bởi xu hướng đi xuống của thị trường chứng khoán do tham gia đầu tư tài chính, tỷ lệ trích lập dự phòng của các doanh nghiệp này ở mức cao, ảnh hưởng mạnh đến kết quả kinh doanh.

Tính đến quý III, chỉ còn 3 ngành Dầu khí, Dịch vụ công cộng và Vật liệu cơ bản có thể duy trì được hiệu quả sử dụng vốn so với 3 quý cùng kỳ năm trước, được thể hiện qua so sánh tương quan chỉ số ROE. Tuy nhiên, với diễn biến giá nguyên vật liệu thế giới giảm mạnh trong quý IV, hiệu quả sử dụng vốn trong quý IV của ngành Vật liệu cơ bản sẽ khó giữ được hiệu quả như 3 quý đầu năm. Kết quả kinh doanh của CTCP Nhiệt Điện Phả Lại (PPC), là công ty chiếm tỷ trọng lớn trong ngành dịch vụ công cộng (hơn 55%), nhiều khả năng cũng sẽ bị ảnh hưởng mạnh do diễn biến bất lợi của tỷ giá trong quý IV. Điều này cũng sẽ ảnh hưởng mạnh đến chỉ số ROE của ngành dịch vụ công cộng trong quý IV.

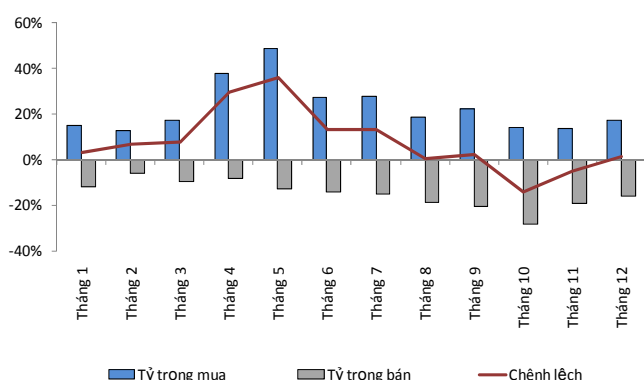
Cuộc suy thoái kinh tế toàn cầu mà đi kèm với đó là sự sụt giảm tổng cầu trên nhiều lĩnh vực cũng là nhân tố gây khó khăn cho các doanh nghiệp. Triển vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất hàng xuất khẩu thuộc các lĩnh vực như thủy hải sản, may mặc,... được đánh giá là không mấy sáng sủa trong quý 4 và nhiều khả năng sẽ kéo dài sang các quý đầu năm sau.

Những khó khăn này đã được phản ánh và là một trong những nguyên nhân chính đằng sau diễn biến âm ảm của thị trường trong 4 tháng cuối năm 2008.

Giao dịch của NĐTNN

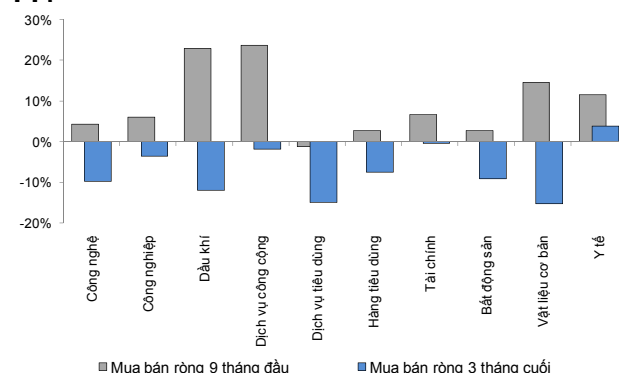
Có thể thấy rằng, kể từ khi nền kinh tế Việt Nam có những bước phát triển mạnh mẽ, đặc biệt là sau sự kiện Việt Nam trở thành thành viên chính thức của WTO vào cuối năm 2006 đến nay, khối đầu tư nước ngoài đã tham gia khá tích cực vào TTCK Việt Nam và đã dần trở thành một lực lượng quan trọng có ảnh hưởng khá lớn tới diễn biến thị trường. Đối với giới đầu tư trong nước, động thái giao dịch của khối đầu tư nước ngoài luôn được theo dõi sát sao như một chỉ báo quan trọng để tham khảo khi ra quyết định đầu tư.

Diễn biến GTGD của khối ĐTNN (% GTGD toàn TT)



Nguồn: HoSE, BVSC

Tỷ trọng mua (bán) ròng theo ngành (% GTGD toàn TT)



Nguồn: HoSE, BVSC

Nhìn lại giao dịch của khối ngoại trong năm 2008, có thể phân chia thành 2 giai

đoạn đối lập khá rõ ràng.

Khối nước ngoài liên tục duy trì lượng mua ròng từ đầu năm đến hết tháng 8 mà đỉnh điểm là tháng 4 và tháng 5, bất chấp diễn biến tiêu cực của thị trường

Trước tháng 9, bất chấp những biến động của TTCK trong nước, khối đầu tư nước ngoài vẫn liên tục duy trì lượng mua ròng cổ phiếu, đặc biệt là mức giao dịch lớn với sức mua chiếm khoảng từ 30% đến trên 40% giao dịch toàn thị trường trong giai đoạn tháng 4 và tháng 5. Riêng trong tháng 5 giá trị mua ròng của nhà ĐTNN chiếm tỷ trọng lớn với 34% giá trị giao dịch toàn thị trường. Việc khối ngoại mua vào khá tích cực ngay cả trong giai đoạn thị trường có diễn biến xấu và thanh khoản thấp cho thấy TTCK Việt Nam vẫn có tính hấp dẫn nhất định nếu loại trừ các yếu tố rủi ro hệ thống.

Nhà ĐTNN mua ròng tất cả các ngành, nhưng có dấu hiệu của việc tái cơ cấu danh mục đầu tư

Nhà ĐTNN thực hiện mua ròng trên tất cả các ngành, tuy nhiên có thể nhận thấy việc tái cơ cấu danh mục đầu tư của khối ngoại, đặc biệt trong những tháng của quý II, khi họ tập trung mua vào các ngành Dầu khí, Dịch vụ công cộng, Vật liệu cơ bản, Y tế. Đây được xem là một bước đi khá hợp lý, đón đầu thị trường vì những ngành này được đánh giá là ít bị ảnh hưởng bởi lạm phát.

Từ tháng 9, nhà ĐTNN bắt đầu tăng bán ở tất cả các ngành mà đỉnh điểm là trong tháng 10

Tuy nhiên kể từ tháng 9, khi những nguy cơ của một cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu xuất hiện, các nhà đầu tư nước ngoài đã lập tức thay đổi vị thế và bắt đầu bán ra mạnh tại tất cả các ngành. Các mã cổ phiếu được khối này mua nhiều trước đó đã trở thành các mã cổ phiếu được bán ra nhiều nhất mặc dù giá trị cơ bản của các cổ phiếu này vẫn được đánh giá tốt. Tính trong giai đoạn từ cuối tháng 9 đến cuối tháng 11 năm 2008, khối đầu tư nước ngoài đã bán ròng lượng cổ phiếu với giá trị khoảng 2.000 tỷ đồng tại sàn HoSE và gần 500 tỷ tại sàn HaSTC, tập trung chủ yếu vào tháng 10. Kể từ tháng 11, xu thế bán của khối ngoại đã có chiều hướng giảm đi và đến tháng 12, khối này đã mua ròng nhưng mức giao dịch còn rất hạn chế.

Những ngành chịu ảnh hưởng mạnh bởi suy thoái kinh tế được bán ra mạnh nhất

Các nhóm ngành như Vật liệu cơ bản, Dịch vụ tiêu dùng, Công nghệ, Dầu khí vẫn được bán ra với giá trị bán ròng chiếm tỷ trọng khoảng từ 10% đến 20% giao dịch thị trường do các lĩnh vực này được đánh giá là chịu ảnh hưởng trực tiếp từ suy thoái kinh tế hoặc sản phẩm đầu ra giảm giá mạnh. Một số lĩnh vực hoạt động được đánh giá là khá an toàn khi đầu tư, có chi phí đầu vào thấp và giá cổ phiếu đã giảm mạnh theo xu thế chung của thị trường đã được khối đầu tư nước ngoài mua lại mà đặc trưng là lĩnh vực Y tế. Rất có thể sang đầu năm 2009, một số ngành sản xuất cũng sẽ tiếp tục diễn biến này.

Tháng 12, nhà ĐTNN bắt đầu mua trở lại một số ngành ít chịu ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế

Chiến lược đầu tư 2009

Năm 2009 được dự báo tiếp tục là năm khó khăn nhưng cũng xuất hiện những cơ hội đầu tư tiềm năng

Nhìn về năm 2009, chúng tôi đánh giá nền kinh tế Việt Nam nói chung và TTCK Việt Nam nói riêng sẽ tiếp tục gặp nhiều khó khăn khi bối cảnh kinh tế toàn cầu vẫn còn nhiều biến động, lợi nhuận của các doanh nghiệp vẫn chưa được cải thiện và các rủi ro từ hệ thống ngân hàng vẫn còn tiềm ẩn. Tuy nhiên, bên cạnh những rủi ro nêu trên thì năm 2009 cũng sẽ là một năm của nhiều cơ hội đầu tư khi mặt bằng lãi suất đang trong đà giảm mạnh, các gói kích cầu bắt đầu được kích hoạt và cổ phiếu thuộc các lĩnh vực chịu ảnh hưởng từ khó khăn

thế giới đã bị bán ra quá mức trong năm 2008 sẽ có khả năng phục hồi. Do đó, năm 2009 sẽ tiếp tục là một năm đầy biến động trên TTCK Việt Nam khi các yếu tố tích cực và tiêu cực xuất hiện đan xen và được phản ánh vào giá cổ phiếu. Sau đây, chúng ta sẽ xem xét về các cơ hội cũng như rủi ro chính trong năm 2009.

Cơ hội

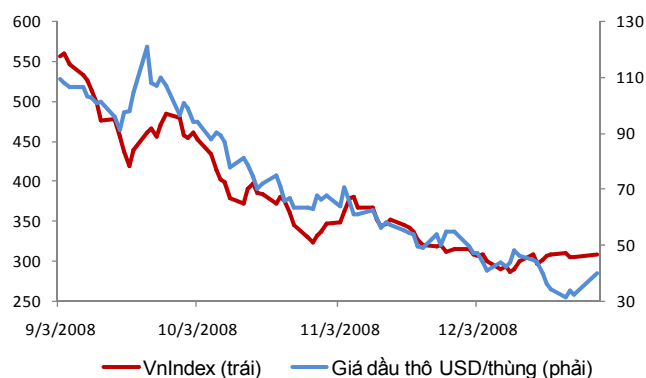
Các gói kích cầu cần thời gian để phát huy tác dụng. Nền kinh tế sẽ dần phục hồi trong năm 2009, mức độ khuếch đại dòng tiền ở mức khoảng 4 lần với độ trễ 6 tháng

Các gói kích cầu – Trong giai đoạn vừa qua, Chính phủ các nước đã mạnh tay công bố các gói kích cầu (tập trung vào đầu tư công và kích thích tiêu dùng) và cứu trợ hệ thống tài chính. Cho tới thời điểm hiện tại đa số các khoản hỗ trợ này chưa thực sự hiệu quả khi nguồn tiền này vẫn chưa thực sự được đẩy vào nền kinh tế trong khi lãi suất, tuy đang trong đà giảm nhưng tăng trưởng tín dụng vẫn còn hạn chế. Các chính sách này sẽ cần thời gian để phát huy tác dụng, nhưng một khi đã vận hành hiệu quả thì mức khuếch đại sẽ lớn và đây sẽ là động lực đẩy nền kinh tế phục hồi nhanh chóng trong năm 2009. Mức độ khuếch đại dòng tiền của nền kinh tế Việt Nam ở mức khoảng 4 lần với độ trễ khoảng 6 tháng, do đó chúng ta có thể mong đợi một số tín hiệu khả quan hơn vào thời điểm giữa năm 2009.

Giá vật liệu cơ bản đã giảm khá mạnh. Tuy nhiên, được dự báo là sẽ phục hồi trong năm 2009, đây là cơ hội đầu tư vào các ngành liên quan

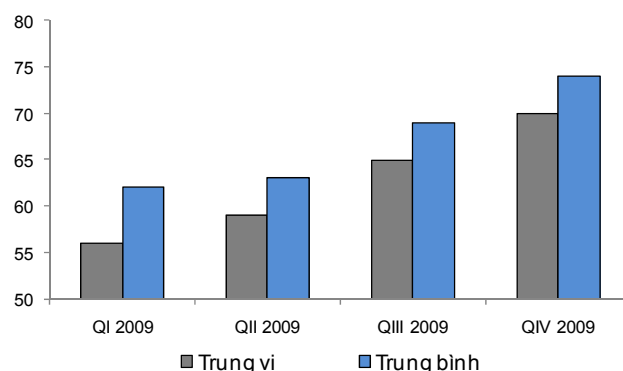
Giá hàng hóa sẽ tăng trong năm 2009 – Tính từ thời điểm VnIndex đạt mức đỉnh của năm 2008 vào cuối tháng 8, các ngành Vật liệu cơ bản và Công nghiệp là hai lĩnh vực giảm mạnh nhất do tổng cầu của nền kinh tế cũng như giá hàng hóa đều giảm trong đó điển hình là sự sụt giảm mạnh của giá dầu thô trong quý IV. Cho tới thời điểm 31/12/2008, hai ngành này chiếm 34% tỷ trọng vốn hóa trên sàn HoSE và đã góp phần lớn vào việc kéo chỉ số VnIndex đi xuống trong giai đoạn cuối năm. Cũng vì vậy, chỉ số tương quan giữa diễn biến giá dầu thô và VnIndex tương đối cao (0,93) trong giai đoạn 3 tháng cuối năm 2008. Theo dự báo trung bình của các tổ chức uy tín trên thế giới, giá dầu thô sẽ tăng ổn định trong năm 2009 với mức 62USD/thùng trong quý I, 63USD/thùng trong quý II, 69USD/thùng trong quý III và 74USD/thùng vào quý IV. Đây sẽ là một trong các động lực hỗ trợ VnIndex trong thời điểm nửa cuối năm 2009 và giai đoạn cuối năm sẽ là thời điểm tốt để xem xét đầu tư vào các ngành liên quan tới giá hàng hóa như Vật liệu cơ bản và Công nghiệp.

Tương quan giữa VnIndex và giá dầu thô ở mức cao



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Giá dầu thô được dự báo tăng trong năm sau



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Những doanh nghiệp có đầu vào là các loại hàng hóa cơ bản sẽ có thể giảm chi phí đầu vào, tăng lợi nhuận biên

Một năm tốt cho các doanh nghiệp có đầu vào là hàng hóa cơ bản – Năm 2008 là một năm khó khăn đối với các doanh nghiệp sản xuất khi chi phí đầu vào tăng mạnh trong khi giá hàng bán ra không tăng tương xứng. Trong năm 2009 (tối thiểu là nửa đầu năm sau), chúng tôi thấy một cơ hội đầu tư tốt đối với các doanh nghiệp sản xuất có đầu vào là các hàng hóa cơ bản. Chúng tôi đưa ra nhận định này do các mặt hàng cơ bản đã giảm tối thiểu 50% so với thời điểm đỉnh và điều này sẽ giảm mạnh chi phí đầu vào đối với các doanh nghiệp sản xuất. Nếu mặt hàng sản xuất của các doanh nghiệp này có độ co giãn cầu thấp và các doanh nghiệp này không bị mất thị phần trong giai đoạn vừa qua, thì biên lợi nhuận của các doanh nghiệp này sẽ tăng đáng kể trong năm 2009. Các ngành có đặc thù này là ngành Y tế và Hàng tiêu dùng.

Những đợt IPO với hàng hóa chất lượng cao sẽ là yếu tố thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư và kích thích sự phát triển của thị trường

IPO các doanh nghiệp lớn – Một trong các bài học lớn của năm 2008 là các đợt IPO của các doanh nghiệp lớn. Tuy lượng cổ phiếu chào bán đã được mua hết nhưng sau đó giá của các mã cổ phiếu này đã giảm mạnh do có mức khởi điểm quá cao. Chúng tôi đánh giá thành công của đợt IPO Vietinbank là một bước ngoặt quan trọng và trong các đợt phát hành cổ phiếu ra công chúng thời gian tới, nhiều khả năng mức giá khởi điểm của các cổ phiếu sẽ được xác định một cách phù hợp hơn với cầu của thị trường. Theo chúng tôi, tuy quy mô của các đợt phát hành thêm cổ phiếu và IPO trong năm 2009 sẽ lớn nhưng không quá đáng ngại mà ngược lại, mức giá hợp lý và chất lượng cổ phiếu tốt chính là yếu tố kích thích cầu và thu hút thêm các nhà đầu tư trong năm 2009.

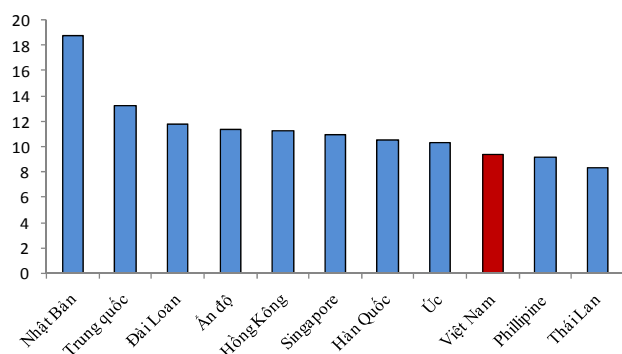
Giá cổ phiếu trên TTCK Việt Nam rẻ tương đối hơn so với mức trung bình của khu vực

Đầu tư giá trị vẫn sẽ hấp dẫn – Ở thời điểm hiện tại, câu nói “tiền mặt là vua” gần như là câu cửa miệng của tất cả các nhà đầu tư. Tuy nhiên, nhu cầu cầm tiền mặt sẽ giảm khi mức rủi ro giảm. Ngoài ra các chỉ số đầu tư cơ bản của TTCK Việt nam đang ở mức khá hấp dẫn khi chỉ số P/E của VnIndex (9,3x) đang thấp hơn so với các mức trung bình của khu vực (11,3x). Chỉ số P/B tính theo phương pháp trọng số giá trị vốn hóa tại TTCK Việt Nam cao hơn so với khu vực, nhưng nếu tính trung vị thì chỉ ở mức 0,8x (*). Đáng lưu ý, với sự biến động của thị trường trong giai đoạn vừa qua, gần như tất cả các ngành đều đã

(*): Một số công ty có vốn hóa lớn trong VnIndex như VPL, VIC, SGH có các chỉ số P/B khá cao so với mức trung bình.

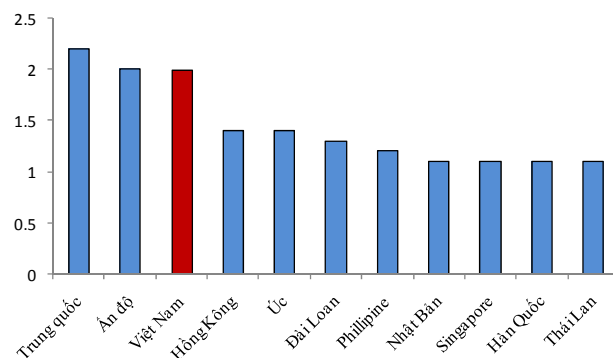
sụt giảm khá đồng đều trong khi về bản chất không phải doanh nghiệp/ngành nào cũng chịu ảnh hưởng nặng nề từ suy thoái kinh tế. Do đó, chúng tôi đánh giá việc đầu tư giá trị sẽ vẫn hấp dẫn và điểm mấu chốt vẫn sẽ là cơ cấu danh mục đầu tư hợp lý ở từng thời điểm.

P/E của Việt Nam ở mức thấp so với thế giới



Nguồn: Bloomberg, BVSC

P/B của Việt Nam ở mức rất cao so với các nước trong khu vực



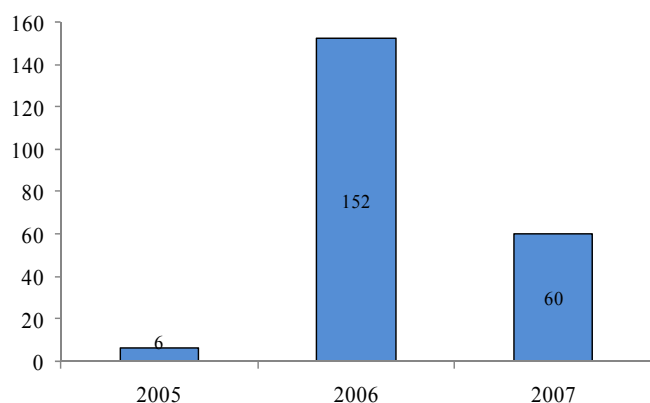
Nguồn: Bloomberg, BVSC

Rủi ro

Tốc độ tăng trưởng EPS của ngành Y tế và Hàng tiêu dùng vẫn được duy trì. Trong khi các ngành dịch vụ công cộng, dầu khí, tài chính và bất động sản sẽ gặp khó khăn

EPS sẽ giảm đối với nhiều ngành – Với các dự báo khó khăn về kinh tế vĩ mô trong năm 2009, các doanh nghiệp sẽ khó có thể duy trì được đà tăng trưởng lợi nhuận tương đương với mức 20% như trong vài năm qua. Để dự báo tốc độ tăng trưởng EPS trong năm 2009, chúng tôi sử dụng mẫu 30 doanh nghiệp (ba doanh nghiệp mỗi ngành) có tỷ trọng vốn hóa lớn nhất của sàn HoSE. Theo đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng EPS của TTCK Việt Nam sẽ giảm 3,4% trong năm 2009, trong đó ngành Y tế và Hàng tiêu dùng vẫn sẽ duy trì được đà tăng trưởng EPS khá ổn định trong năm 2009 do chi phí đầu vào của hai ngành này giảm mạnh và độ co giãn cầu thấp. Ngược lại, các doanh nghiệp thuộc các lĩnh vực Dịch vụ công cộng, Dầu khí, Bất động sản, Vật liệu cơ bản sẽ khó giữ được đà tăng trưởng lợi nhuận trong năm nay. Khó khăn nhất sẽ là ngành Vật liệu cơ bản khi mặt bằng giá hàng hóa giữ ở mức cao trong năm 2008 và giá hàng hóa sẽ khó đạt mức cao hơn trong năm 2009. Hơn nữa, như chúng tôi đã đánh giá trong báo cáo tháng 10/2008, trong năm 2009, 152 doanh nghiệp đã niêm yết trong năm 2006 sẽ không được hưởng ưu đãi giảm 50% thuế nhập doanh nghiệp và đây cũng sẽ là yếu tố giảm đà tăng trưởng EPS của toàn thị trường.

Số công ty niêm yết thêm trong năm 2006 tăng đột biến



Nguồn: BVSC

Cuộc suy thoái kinh tế toàn cầu có thể còn kéo dài và gây ra những tác động trầm trọng hơn

Nhiều yếu tố còn tồn tại ảnh hưởng đến tính hấp dẫn của TTCK Việt Nam trong việc thu hút dòng tiền

Tăng trưởng EPS năm 2009 sẽ giảm

	%(+/-) EPS09 so với 08	TT vốn hóa của ngành
Vật liệu cơ bản	-33,4%	11%
Dịch vụ công cộng	-5,4%	6%
Dầu khí	-4,2%	7%
Tài chính	-3,3%	14%
Bất động sản	-3,1%	17%
Công nghiệp	-0,4%	15%
Khác	0,0%	11%
Y tế	10,6%	3%
Hàng Tiêu dùng*	11,8%	15%
Trung bình	-3,4%	

Nguồn: BVSC

(*) Trong ngành Hàng tiêu dùng VNM chiếm khoảng 85% tỷ trọng của ngành và VNM được dự báo sẽ tăng trưởng khá ổn định trong năm 2009.

Suy thoái kinh tế có thể sâu hơn dự định – Các dự báo về kinh tế thế giới về tốc độ tăng trưởng kinh tế toàn cầu trong năm sau vẫn chưa có sự thống nhất. Hiện nay, mức dự báo đang dao động xung quanh khoảng 2%. Tuy nhiên, chúng tôi cũng không loại trừ khả năng kinh tế thế giới sẽ không được khả quan nếu các kênh tín dụng trên thế giới chưa thực sự khai thông và khả năng phá sản hàng loạt do “hiệu ứng Domino” sẽ xảy ra. Hơn nữa cho tới thời điểm hiện tại, mức độ ảnh hưởng của “hệ quả vòng hai”, ví dụ như các ngành hỗ trợ, vẫn chưa thực sự được xác định. Nếu kịch bản xấu xảy ra thì tốc độ phục hồi của nền kinh tế Việt Nam cũng sẽ chậm đi phần nào.

Khả năng thu hút nguồn vốn của TTCK – Trong giai đoạn suy thoái của TTCK vừa qua, TTCK Việt Nam bắt đầu bộc lộ một trong điểm hạn chế khiến nhiều tổ chức nước ngoài e ngại khi đầu tư vào thị trường Việt Nam. 1) Quy mô của TTCK Việt Nam còn quá nhỏ (hiện tại không có doanh nghiệp có mức vốn hóa trên 1 tỷ USD – mức tối thiểu để các tổ chức lớn quan tâm và xem xét đầu tư); 2) thanh khoản của thị trường thấp hơn đáng kể so với các nước khác; 3) tính minh bạch và mức độ cập nhật của các thông tin công bố; 4) tiến độ cổ phần hóa và IPO các doanh nghiệp lớn khá chậm. Nếu các yếu tố trên không được cải thiện trong thời gian tới, chúng tôi phần nào lo ngại về khả năng tiếp tục thu hút nguồn vốn ngoại mới vào TTCK Việt Nam trong năm 2009 và điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới cầu trong khi cung cổ phiếu vẫn sẽ duy trì ở mức cao.

Tỉ giá – Như dự báo trong phần phân tích vĩ mô, chúng tôi dự báo tiền đồng sẽ mất giá tới mức 18.500-19.000 đồng/VND trong năm nay và điểm xấu nhất sẽ là quý 2 năm 2009 khi các sức ép về cán cân thương mại, xuất khẩu đè nặng lên tỉ giá. Với các rủi ro này, dòng vốn ngoại mới sẽ khó quay lại thị trường ngay trong quý I khi rủi ro về tỉ giá vẫn ở mức cao trong khi tiềm năng sinh lời của các khoản đầu tư vẫn chưa thực sự rõ ràng. Chúng tôi đánh giá nguồn vốn của

khối NDTNN sẽ chỉ quay trở lại sớm nhất vào thời điểm quý 2 và quý 3 năm 2009 khi rủi ro về tỉ giá được giải quyết.

Rủi ro từ hệ thống ngân hàng – Tính minh bạch cũng như các rủi ro từ nợ xấu của hệ thống ngân hàng vẫn sẽ là một trong các vấn đề trọng tâm trong nửa đầu năm sau. Trên thực tế chúng tôi không quá lo ngại về khả năng đổ vỡ của hệ thống ngân hàng do đa số các khoản vay dựa trên các tài sản thế chấp (chủ yếu là bất động sản) chứ không phải tín chấp như các nước khác. Nhưng điều đáng lo ngại là sức ép bán ra đối với loại tài sản này sẽ có thể ảnh hưởng tới mặt bằng giá của các tài sản khác do tính liên hệ giữa các loại tài sản như bất động sản, chứng khoán ...

Dự báo

Nhìn lại TTCK Mỹ từ năm 1900, tổng cộng TTCK Mỹ đã trải qua 21 đợt khủng hoảng trong đó thời gian khủng hoảng trung bình là 14 tháng và TTCK phục hồi sớm hơn nền kinh tế thực khoảng 4 tháng. Theo mô hình dự báo của chúng tôi, TTCK Việt Nam cũng có thể sẽ bắt đầu có những biến động từ cuối quý II để phản ánh các thông tin trái chiều nhưng sẽ thực sự hồi phục và tăng trưởng ổn định từ cuối quý III. Tuy nhiên, dự báo này là dựa trên tốc độ phục hồi của kinh tế vĩ mô. Chúng tôi đưa ra 2 kịch bản cho thị trường trong năm 2009 như sau:

Kinh tế vĩ mô	Tiêu cực	Tích cực
Tăng trưởng GDP (%)	4,5	5,5 - 6,2
Lạm phát (%)	>10 và <6	6-10
Tỷ giá (USD/VND)	>20.000	18.500 -20.000
Thâm hụt TM (tỷ USD)	-15	-10
FDI (tỷ USD giải ngân)	5-7	10-11
Dự báo VnIndex (cuối năm)	320	420

VnIndex được dự báo đạt 420 điểm vào cuối năm 2009

Nhận định của chúng tôi được dựa trên cơ sở dự báo EPS 2009 của 30 doanh nghiệp có vốn hóa lớn nhất trong các ngành (3 doanh nghiệp mỗi ngành) ở trên sàn HoSE, cùng việc xác định chỉ số P/E hợp lý vào thời điểm cuối năm 2009. Giá trị vốn hóa của 30 này chiếm tới 80% giá trị vốn hóa của sàn HoSE, do đó các thay đổi về EPS của các công ty trên sẽ có ảnh hưởng lớn tới kỳ vọng của nhà đầu tư và chỉ số VnIndex.

Với quan điểm thiên về kịch bản nền kinh tế vĩ mô nói chung và TTCK Việt Nam nói riêng sẽ đi theo chiều hướng tích cực, chúng tôi dự báo vào thời điểm cuối năm 2009, nhiều khả năng chỉ số VnIndex sẽ dao động quanh mức 420 điểm.

Khuyến nghị

Nhìn lại giai đoạn phục hồi của các thị trường khác trong khu vực trong giai đoạn 1997, chúng tôi chia giai đoạn phục hồi thành ba giai đoạn chính và chúng tôi khuyến nghị đầu tư theo các ngành vào từng thời điểm như sau:

Cuối quý I, đầu quý II sẽ là thời điểm khó khăn nhất của TTCK Việt Nam. VnIndex được dự báo dao động khoảng +/-20% xung quanh mức 300 điểm

Giai đoạn khó khăn nhất – TTCK Việt Nam sẽ gặp khó khăn vào giai đoạn cuối quý I và đầu quý II năm 2009. Chúng tôi đưa ra nhận định này do thời điểm đầu năm cả có ba yếu tố khá tiêu cực sẽ cùng lúc ảnh hưởng tới TTCK Việt Nam. Thứ nhất là kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp đặc biệt là các ngành chịu ảnh hưởng nặng bởi tình hình vĩ mô như Vật liệu cơ bản, Công nghiệp, Bất động sản, Dịch vụ tiêu dùng, Tài chính và Ngân hàng. Các khó khăn này sẽ được thể hiện qua kết quả kinh doanh đặc biệt vào báo cáo quý IV 2008 và quý I năm 2009. Thứ hai, rủi ro nợ xấu của hệ thống ngân hàng sẽ được giải quyết ở thời điểm cuối quý I năm 2009, do 15% tăng trưởng tín dụng của năm 2008 được giải ngân vào thời điểm tháng 1-3. Thứ ba, nền kinh tế thế giới (đặc biệt là các chỉ số kinh tế của Mỹ) vẫn sẽ tiếp tục thể hiện xu thế không mấy lạc quan. Do đó, thị trường sẽ khá trầm lắng trong giai đoạn này và nhiều khả năng sẽ dao động khoảng +/- 20% xung quanh mức 300, tất nhiên cũng không loại trừ khả năng các nhà đầu tư phản ứng thái quá và đẩy VnIndex xuống mức dưới 250. Trong giai đoạn này nhà đầu tư nên nắm giữ một tỷ trọng tiền mặt lớn và chỉ đầu tư vào các cổ phiếu phòng thủ và không chịu nhiều ảnh hưởng của diễn biến vĩ mô như các ngành Dầu khí, Dịch vụ công cộng và Y tế.

Tăng tỷ trọng	Giữ nguyên	Giảm tỷ trọng
Y tế	Hàng tiêu dùng	Tài chính
Dầu khí	Vật liệu cơ bản	Công nghệ
	Dịch vụ tiêu dùng	Bất động sản
	Dịch vụ công cộng	
	Công nghiệp	

Sau giai đoạn khó khăn nhất, thị trường sẽ đi vào giai đoạn đầy biến động. Chỉ số VnIndex sẽ dao động mạnh trong khoảng 350 – 450 điểm

Giai đoạn biến động – Đây sẽ là thời điểm các rủi ro chính của nội tại nền kinh tế Việt Nam và thế giới đã được cải thiện. Các chỉ số kinh tế trên thế giới và trong nước tuy chưa hoàn toàn cải thiện, nhưng các tín hiệu khả quan sẽ bắt đầu đan xen với các yếu tố tiêu cực. Do đó, đặc thù của giai đoạn này sẽ là các đợt sóng lớn/nhỏ mỗi khi các thông tin tích cực và tiêu cực được công bố. Chúng tôi dự báo thị trường sẽ dao động mạnh xung quanh mức 350-450 và đây sẽ là giai đoạn TTCK thu hút lại sự quan tâm của các nhà đầu tư. Vào thời điểm có thể bắt đầu xem xét đầu tư vào các ngành có rủi ro cao hơn (do có mức bù rủi ro lớn) và thường có các chuyển biến nhanh hơn nền kinh tế thực như ngành Tài chính/Ngân hàng, Vận tải, Vật liệu cơ bản.

Tăng tỷ trọng	Giữ nguyên	Giảm tỷ trọng
Công nghiệp	Y tế	Dịch vụ công cộng
Tài chính	Hàng tiêu dùng	Công nghệ
Vật liệu cơ bản	Dịch vụ tiêu dùng	
	Bất động sản	
	Dầu khí	

Cuối quý III, đầu quý IV sẽ là giai đoạn tăng trưởng ổn định của thị trường. VnIndex sẽ dao động quanh mức 420 điểm vào cuối năm 2009

Giai đoạn phục hồi – Vào thời điểm cuối quý III và đầu quý IV năm 2009, kinh tế thế giới cũng như là Việt Nam bắt đầu đi vào giai đoạn phục hồi. Trong giai đoạn này, tuy chưa chắc tất cả các chỉ số kinh tế đã cải thiện, nhưng các rủi ro hệ thống sẽ được hạn chế và viễn cảnh tương lai nền kinh tế bắt đầu khởi sắc. Kết quả kinh doanh của một số doanh nghiệp bắt đầu có các dấu hiệu khả quan và một số doanh nghiệp sẽ thể hiện sự tăng trưởng lợi nhuận so với giai đoạn đầu năm. Thị trường sẽ sôi động trở lại trong giai đoạn này và VnIndex sẽ dao động xung quanh mức 420 điểm vào thời điểm cuối năm 2009. Trong giai đoạn này chúng tôi đánh giá là thời điểm tốt để đầu tư vào các ngành như Công nghiệp, Bất động sản, Hàng tiêu dùng và Vật liệu cơ bản.

Tăng tỷ trọng	Giữ nguyên	Giảm tỷ trọng
Công nghiệp	Dịch vụ tiêu dùng	Y tế
Bất động sản	Dầu khí	Dịch vụ công cộng
Hàng tiêu dùng	Công nghệ	
Vật liệu cơ bản		
Tài chính		

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo tổng kết năm 2008 của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường diễn ra trong một năm qua và dự báo xu thế trong thời gian tới. Báo cáo không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư cũng nên tìm sự hỗ trợ từ các tư vấn của mình trước khi đưa ra quyết định.

Tất cả những số liệu, thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và khách quan. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không bảo đảm rằng các nguồn thông tin này là chính xác, và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong bản báo cáo cũng sẽ có thể được thay đổi mà không cần báo trước.

Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BVSC đều trái luật. Bản quyền thuộc Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, 2009.

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Kinh tế vĩ mô & Chiến lược thị trường

Phòng Phân tích

Ts. Phạm Thành Thái Lĩnh

Chiến lược thị trường

linhptt@bvsc.com.vn

Ths. Nguyễn Xuân Bình

Phân tích đầu tư

binhnx@bvsc.com.vn

Ths. Tống Minh Tuấn

Kinh tế Vĩ mô

tuanmt@bvsc.com.vn

Trịnh Quốc Bình

Phân tích đầu tư

binhtrinh@bvsc.com.vn

Hoàng Anh Tuấn

Phân tích đầu tư

tuanhoang@bvsc.com.vn

Trần Hải Yến

Kinh tế Vĩ mô

yenth@bvsc.com.vn

Liên hệ

Trụ sở chính tại Hà Nội

Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm

Tel: (84-4)-928 8080

Fax: (84-4)-928 9899

Chi nhánh Hồ Chí Minh

11A Nguyễn Công Trứ, Quận I

Tel: (84-8)-821 8564

Fax: (84-8)-914 7477