

Tháng 6/2008

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 Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

<http://www.bvsc.com.vn>

Hà nội – Trụ sở chính

8 Lê Thái Tổ - Hoàn Kiếm

Tel: (84-4) 928 8080

Fax: (84-4) 928 9888

TP. Hồ Chí Minh

11A Nguyễn Công Trứ - Q1

Tel: (84-8) 821 8564

Fax: (84-8) 914 7477

Báo cáo 6 tháng

LỜI NÓI ĐẦU

Báo cáo 6 tháng của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt được đưa ra trong lúc nền kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán Việt Nam đã bắt đầu có những chuyển biến tích cực. Báo cáo gồm 2 phần chính với cách tiếp cận tổng quan từ nền kinh tế vĩ mô đến thị trường chứng khoán. Khi phân tích nền kinh tế vĩ mô, báo cáo đã tập trung vào những vấn đề chủ yếu, những rủi ro tiềm ẩn có thể có ảnh hưởng trực tiếp đến sự biến động của thị trường. Bên cạnh đó, báo cáo cũng đi sâu và cụ thể trong việc phân tích diễn biến, nguyên nhân sụt giảm và xu hướng của Thị trường Chứng khoán Việt Nam, với mong muốn mang lại cho nhà đầu tư một cái nhìn toàn diện về thị trường.

Báo cáo được thực hiện với tinh thần làm việc nghiêm túc 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 một báo cáo 6 tháng, 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 07/2008

Phòng Phân tích – BVSC

NỘI DUNG

I. BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ	1
LẠM PHÁT	2
Lạm phát và diễn biến	2
Lạm phát và vấn đề giá lương thực, thực phẩm	2
Lạm phát và chính sách tiền tệ	2
Lạm phát và hiệu quả đầu tư	5
Dự báo lạm phát	5
CÁN CÂN THANH TOÁN	9
Việt Nam có đi theo vết xe đổ của Thái Lan 1997?	9
Nhập siêu	9
Các nguồn vốn tài trợ thâm hụt	11
Cán cân thanh toán	13
TỶ GIÁ	15
Diễn biến tỷ giá	15
Đã trầm trọng hóa vấn đề VND phá giá?	16
Dự báo tỷ giá	17
CÁC CHÍNH SÁCH VÀ NHỮNG ĐỘNG THÁI TIẾP THEO	19
Chính sách tiền tệ năm 2008	19
Chính sách tài khoá	19
Chính sách điều hành tỷ giá	20
II. BÁO CÁO THỊ TRƯỜNG	21
THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU NIÊM YẾT	21
Diễn biến thị trường	21
Nguyên nhân dẫn đến sự suy giảm của thị trường	25
Cơ hội đầu tư dài hạn xuất hiện	28
Các rủi ro tiềm ẩn	30
Dự báo thị trường	33
THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU	35
Diễn biến thị trường trái phiếu	35
Giao dịch trái phiếu nhà ĐTN	36
Dự báo diễn biến thị trường trái phiếu	36

Định nghĩa và giải thích thuật ngữ

- NDF (non-deliverable forward contract): hợp đồng kỳ hạn không chuyển giao. Lợi nhuận hay thua lỗ từ việc ký hợp đồng này đến từ chênh lệch giữa tỷ giá cam kết lúc ký và tỷ giá tại thời điểm thực hiện hợp đồng trong tương lai.
- Tài khoản vãng lai: = cán cân thương mại + thu nhập ròng từ nước ngoài + chuyển nhượng ròng từ nước ngoài.
- Tài khoản vốn: = tăng sở hữu nước ngoài đối với tài sản nội địa – tăng sở hữu nội địa với tài sản nước ngoài = FDI + ODA + FII + đầu tư khác.
- Cán cân tổng thể = tài khoản vãng lai + tài khoản vốn.
- Tỷ giá thực: là tỷ giá danh nghĩa có tính đến khác biệt lạm phát tại giữa các quốc gia. Ví dụ tỷ giá thực USD/VND được tính theo công thức $r = e (P_{US}/P_{VN})$. P_{US} và P_{VN} là mức giá tại Mỹ và Việt Nam.
- Cơ sở phân ngành chuẩn ICB (Industry Classification Benchmark): được Dow Jones Indexes và FTSE đưa ra, hệ thống được hỗ trợ bởi cơ sở dữ liệu toàn cầu bao gồm hơn 60,000 công ty và 65,000 chứng khoán trên toàn thế giới.

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)
NHNN	Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

TỔNG QUAN

Sau những thành công về kinh tế trong những năm qua, đặc biệt sau khi Việt Nam gia nhập WTO năm 2007, bước vào năm 2008, 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, khủng hoảng thanh khoản trong toàn bộ hệ thống ngân hàng, thị trường ngoại tệ biến động bất thường và niềm tin của giới đầu tư suy giảm nghiêm trọng là những biểu hiện cho thấy năm 2008 là một năm đầy xáo trộn, khó khăn sau gần 15 năm phát triển tương đối ổn định.

Có thể nói, lạm phát cao là đặc trưng nổi bật nhất của những khó khăn kinh tế Việt Nam trong 6 tháng đầu năm do nguồn gốc phát sinh đa dạng của nó. Về bản chất sâu xa, lạm phát cao năm 2008 là hệ quả tất yếu của một quá trình dài tăng trưởng nóng với đầu tư không hiệu quả khiến cho năng lực sản xuất của nền kinh tế không theo kịp với tốc độ tăng trưởng của tổng cầu. Dấu hiệu của lạm phát năm 2008 chỉ bắt đầu bộc lộ sau sự bùng nổ tiền tệ và tín dụng năm 2007, là năm Việt Nam bắt đầu mở rộng cửa đón nhận những luồng vốn đầu tư mới, đặc biệt là nguồn vốn đầu tư gián tiếp qua thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, phải đến đầu năm 2008 khi tổng cung nông nghiệp sụt giảm nặng nề do thiên tai, dịch bệnh và cơn bão giá lương thực, thực phẩm xuất hiện, lạm phát ở Việt Nam mới trở thành cấp tính với tốc độ tăng giá vào cuối tháng 6/2008 đã lên tới hơn 25% so với cùng kỳ năm trước.

Đi cùng với lạm phát cao, thâm hụt thương mại kỷ lục cũng làm bức tranh kinh tế thêm ảm đạm. Thâm hụt thương mại trong 4 tháng đầu năm 2008 đã vượt qua mức thâm hụt thương mại của cả năm 2007 khiến cho áp lực lên tỷ giá hối đoái tăng mạnh, châm ngòi cho các hoạt động đầu cơ trên thị trường ngoại tệ và khiến giới phân tích bắt đầu nghĩ đến một kịch bản khủng hoảng giống như Thái Lan năm 1997 có thể đến với Việt Nam.

Đến cuối tháng 6, sau hàng loạt các biện pháp thắt chặt tiền tệ, kiểm soát nhập khẩu và bình ổn giá được thực hiện, những tín hiệu hạ nhiệt của nền kinh tế mới bắt đầu xuất hiện. Tốc độ gia tăng lạm phát và thâm hụt thương mại giảm đáng kể, thị trường ngoại tệ dần bình ổn trở lại và đặc biệt tốc độ tăng trưởng kinh tế Quý II giảm nhanh hơn dự kiến.

Khi dòng vốn FDI vào Việt Nam tăng kỷ lục ở mức hơn 31 tỷ USD vốn cam kết trong 6 tháng đầu năm, kiều hối và vốn ODA tăng trưởng ổn định, nguy cơ khủng hoảng cán cân thanh toán đã bị loại trừ ngay cả khi dòng vốn đầu tư gián tiếp FII năm 2008 suy giảm do sự đi xuống của thị trường chứng khoán.

Các chính sách thắt chặt kinh tế đã được thực hiện ngay từ năm 2007, nhưng những nguy cơ kinh tế dường như chỉ được nhận diện hoàn toàn vào đầu năm 2008 khi chính sách tiền tệ được thực hiện quyết liệt cùng với sự phối hợp đồng bộ của các chính sách tài khoá và tỷ giá hối đoái. Mặc dù không thể phủ nhận thành công của chính sách tiền tệ thắt chặt, nhưng việc quá chú trọng vào chính sách tiền tệ trong những tháng đầu năm đã khiến cho hệ thống ngân hàng và doanh nghiệp bị tổn thương nghiêm trọng. Trong thời gian tới, chính sách tài khoá sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc tiếp tục hạ nhiệt nền kinh tế.

Với bản chất là hàn thử biểu của nền kinh tế, thị trường chứng khoán đã trải qua thời kỳ sụt giảm sâu và kéo dài. Trong 6 tháng, VnIndex đã giảm 56,92%, Hasec Index giảm 65,17% so với cuối năm 2007. Quá trình sụt giảm bắt đầu khi rủi ro kinh tế vĩ mô xuất hiện với lạm phát cao và chính sách tiền tệ thắt chặt, dẫn tới việc dừng cho vay đầu tư chứng khoán của hầu hết các tổ chức tín dụng, và tiếp sau đó là giai đoạn bán giải chấp cổ phiếu ồ ạt của các ngân hàng khi phải chống đỡ với cuộc khủng hoảng thanh khoản.

Các biện pháp hỗ trợ thị trường được các cơ quan quản lý đưa ra bao gồm cả việc can thiệp của SCIC và cuối cùng là thu hẹp biên độ giao dịch. Giải pháp ngăn chặn đà suy giảm của thị trường mang tính hành chính này đã dẫn đến sự suy giảm nghiêm trọng tính thanh khoản của thị trường. Những bất ổn của nền kinh tế và phương thức điều hành thị trường, lo ngại về kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong Quý II, sức hút của các thị trường khác như vàng và ngoại tệ cuối cùng đã dẫn đến cuộc khủng hoảng niềm tin của các nhà đầu tư trong nước khi mà cổ phiếu ở tất cả các ngành đều được bán tháo trong tháng 5.

Trong 6 tháng đầu năm, thị trường cũng đã cho thấy chiến lược và thế mạnh về vốn và quản trị của khối đầu tư nước ngoài khi họ trở thành người mua ròng trên thị trường trong suốt thời gian thị trường suy giảm. Sự phân hoá rõ rệt giữa các ngành trong giai đoạn lạm phát cao của nền kinh tế cũng được bộc lộ khi khối lượng bán ròng nhiều nhất của toàn thị trường thuộc về cổ phiếu ngành tài chính ngân hàng, bất động sản, và ít nhất thuộc về các ngành có độ an toàn cao trong giai đoạn suy thoái kinh tế như điện, nước, dịch vụ y tế.

Cơ hội đầu tư dài hạn đã xuất hiện vào cuối tháng 6 khi mà kinh tế vĩ mô đã bắt đầu cho thấy tín hiệu bình ổn, biên độ giao dịch của thị trường được nới rộng trở lại, lượng cổ phiếu còn phải giải chấp tại các ngân hàng không còn nhiều và chỉ số P/E ở hầu hết các ngành đều đã ở mức thấp. VnIndex được dự báo trong khoảng 500-560-630 với 3 kịch bản bất ổn, ổn định và tích cực của nền kinh tế.

Mặc dù đã cho thấy những dấu hiệu hồi phục trong suốt 2 tuần cuối tháng 6, nhưng thị trường được nhận định vẫn còn những rủi ro tiềm ẩn. Giá dầu thế giới tiếp tục leo thang khiến cho lạm phát có nguy cơ tăng cao trở lại khi Chính phủ buộc phải thả nổi giá xăng dầu, kéo theo chính sách tiền tệ và tín dụng tiếp tục được thắt chặt. Hệ thống ngân hàng vẫn đang tiềm ẩn rủi ro nợ xấu với lượng dư nợ bất động sản khổng lồ và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong quý II được đánh giá có nhiều khả năng sẽ không khả quan.

Kinh tế vĩ mô và Thị trường Chứng khoán Việt Nam chưa thể nói là đã qua giai đoạn khó khăn nhất, nhưng những diễn biến trong 6 tháng đầu năm cũng như các tín hiệu tích cực của nền kinh tế và trên thị trường trong nửa cuối tháng 6 cho thấy các chính sách ổn định kinh tế đang được thực hiện đồng bộ và đúng quỹ đạo. Tăng trưởng kinh tế năm nay có thể thấp hơn mức 7%, tuy nhiên việc đánh đổi tăng trưởng lấy ổn định dài hạn là cần thiết. Thời kỳ bùng phát như năm 2007 có thể phải mất một thời gian dài để quay trở lại, nhưng có thể khẳng định rằng, thị trường và các nhà đầu tư trên thị trường sẽ có một nền tảng vững chắc hơn trong giai đoạn phát triển mới.

Ban biên tập

I. BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ

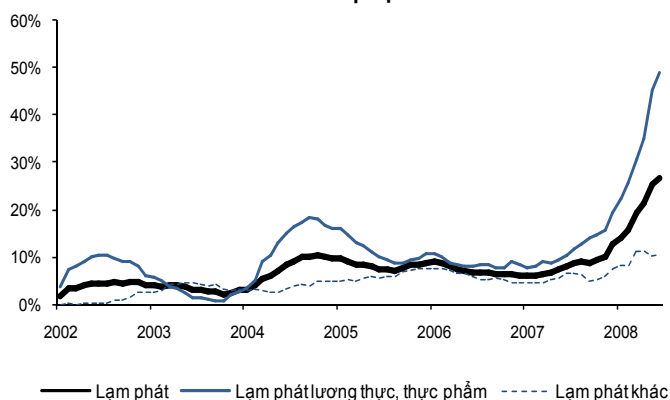
LẠM PHÁT

Lạm phát và diễn biến

Lạm phát theo tháng lên đỉnh điểm vào tháng 5/2008 với con số giá lương thực và được dự báo giảm dần từ tháng 6.

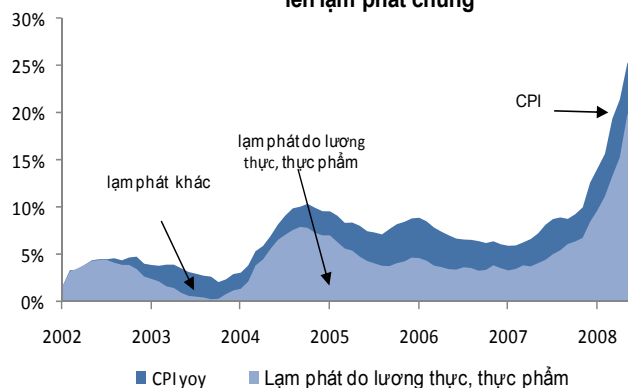
Lạm phát tại Việt Nam trong năm 2008 đã trở thành một vấn đề nghiêm trọng khi chỉ trong 5 tháng đầu năm, chỉ số CPI đã tăng gần 16% so với thời điểm 31/12/2007, vượt xa con số lạm phát của cả năm 2007. Diễn biến của lạm phát khá phức tạp và căng thẳng. Khác với mọi năm, CPI tăng mạnh ngay cả sau kỳ nghỉ tết Nguyên Đán đã dự báo một sự bất ổn đột biến trong năm 2008. Mức tăng CPI hàng tháng đều trên 2%, đặc biệt tăng tới 3.9% trong tháng 5 với con số giá lương thực đã gây nên những lo ngại thực sự về tình hình kinh tế vĩ mô Việt Nam.

Diễn biến lạm phát



Nguồn: IMF, tính toán của BVSC

Mức độ ảnh hưởng của lạm phát lương thực thực phẩm lên lạm phát chung



Nguồn: IMF, BVSC

Lương thực thực phẩm chiếm tới 43% tỷ trọng trong rổ CPI khiến cho lạm phát lương thực thực phẩm quyết định gần 80% lạm phát chung trong 6 tháng đầu năm

Lạm phát và vấn đề giá lương thực, thực phẩm

Đặc điểm về lạm phát của Việt Nam cũng giống như ở các nước đang phát triển khác, đó là chỉ số lạm phát cao được quyết định phần lớn bởi lạm phát lương thực, thực phẩm. Tỷ trọng lương thực, thực phẩm trong cơ cấu tính toán CPI của Việt Nam khá lớn, khoảng 43%. Tỷ trọng lớn trong rổ CPI khiến cho biến động về giá lương thực, thực phẩm là nhân tố chính khiến chỉ số CPI tại Việt Nam tăng cao. Ví dụ đến tháng 5/2008 lạm phát là 25.2% so với tháng 5/2007 thì lạm phát lương thực, thực phẩm là 45%, và lạm phát lương thực, thực phẩm đã chiếm tới gần 20% trong tổng mức tăng 25.2% của chỉ số CPI. Nói cách khác, lạm phát lương thực, thực phẩm giải thích tới gần 80% ý nghĩa chỉ số lạm phát chung. Dịch bệnh, thiên tai, thời tiết và yếu tố đầu cơ đã làm cho giá hàng nông sản của Việt Nam tăng vọt trong những tháng đầu năm 2008, và đây là một trong những nguyên nhân quan trọng trực tiếp làm cho giá cả và lạm phát tăng cao.

Lạm phát của các yếu tố ngoài lương thực, thực phẩm tăng không nhiều, tính

Với mức sống trung bình thấp, lương thực thực phẩm chiếm tỷ trọng cao trong rổ CPI là tương đối dễ hiểu đối với Việt Nam

đến tháng 5/2008 mức tăng cao nhất chỉ trên dưới 10%. Tuy nhiên vì yếu tố ngoài lương thực, thực phẩm chỉ giải thích từ 20-30% ý nghĩa của lạm phát nên mức độ tác động của các yếu tố này không lớn. Như vậy có thể thấy để giải quyết vấn đề lạm phát tại Việt Nam thì phải giải quyết được vấn đề tăng giá lương thực, thực phẩm.

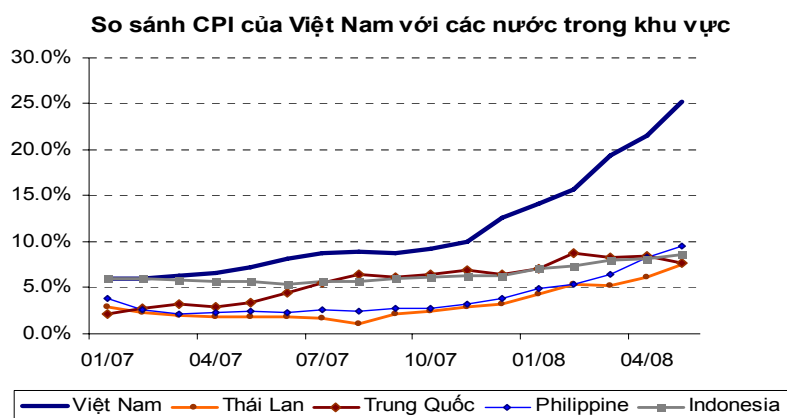
Việc tính tỷ trọng lớn trong rổ CPI của lương thực, thực phẩm có thể gây nên những nghi ngại về sự “phóng đại” của lạm phát và những tác động của nó, vì việc qua nhấn mạnh vào sự tăng giá lương thực, thực phẩm. Tuy nhiên, đa phần người dân Việt Nam vẫn dành một tỷ trọng thu nhập lớn cho lương thực, thực phẩm và đại bộ phận dân số vẫn sống tại nông thôn với mức thu nhập thấp. Do vậy, việc tính chỉ số lạm phát như hiện nay là chấp nhận được, và bản chất của lạm phát trong thời gian vừa qua không thể xem là phóng đại nếu xét tới mức độ tác hại của nó lên đời sống người dân và sự ổn định vĩ mô của nền kinh tế Việt Nam. Có thể nói mức lạm phát 25.2% như hiện nay là rất đáng lo ngại. Thành công trong việc giải quyết lạm phát chính là chìa khóa thành công về ổn định vĩ mô năm 2008 của Việt Nam.

Lạm phát và chính sách tiền tệ

Nguyên nhân tiền tệ

Bùng nổ cung tiền và tín dụng khiến cho lạm phát tại Việt Nam tăng cao hơn nhiều so với các nước trong khu vực.

Mặc dù không phủ nhận yếu tố chi phí đẩy do nhập khẩu lạm phát trên thế giới thông qua giá dầu, giá nguyên vật liệu và hàng hoá tăng cao, chúng tôi cho rằng yếu tố tiền tệ là nguyên nhân đặc trưng nhất của lạm phát Việt Nam trong thời gian vừa qua. Cung tiền của Việt Nam đã tăng rất nhanh chóng nhờ sự khuyến đại của hệ thống ngân hàng thông qua việc mua vào ngoại tệ và tăng trưởng tín dụng nóng, thậm chí từ khoảng giữa năm 2006. Một lượng vốn lớn đã được bơm vào nền kinh tế trong khi hiệu quả đầu tư của Việt Nam còn thấp (thể hiện qua chỉ số ICOR cao) đã khiến tổng cung không đáp ứng được tổng cầu trong thời gian dài, đồng thời tạo ra sự dư thừa thanh khoản trong nền kinh tế.



Nguồn: IMF, Bloomberg

Có thể thấy được điều này khi xem xét tốc độ tăng CPI của một số nước trong khu vực. Việt Nam và các nước này đều gặp phải vấn đề giá nguyên vật liệu, dầu thô tăng cao, tuy nhiên lạm phát của Việt Nam vẫn ở mức cao hơn nhiều so với các nước còn lại.

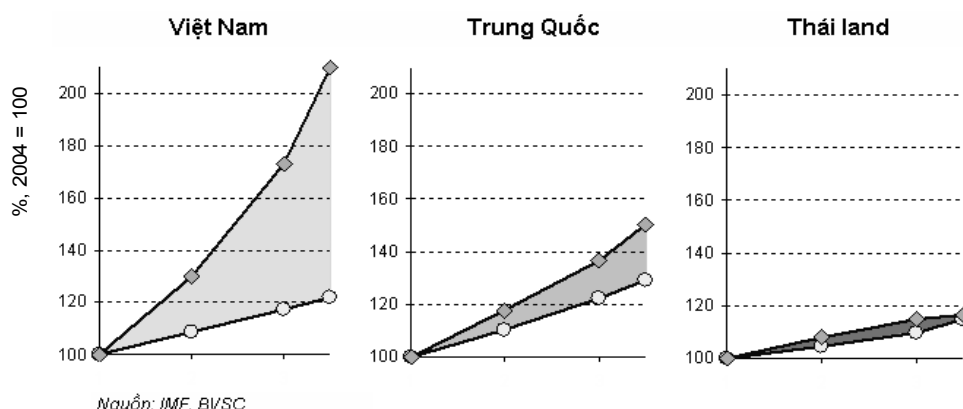
Năm 2007 đánh dấu sự bùng nổ cung tiền và tín dụng tại Việt Nam...

... tuy nhiên không đi cùng với các chính sách hút tiền về quyết liệt

Giai đoạn 2007 – 2008: bùng nổ tín dụng và cung tiền

Xét đến yếu tố tiền tệ, thì năm 2007 được coi là năm tăng trưởng nóng của hệ thống ngân hàng tại Việt Nam. Tín dụng ngân hàng đã hoạt động hết công suất để cung cấp cho thị trường một lượng vốn lớn. Sự bùng nổ của hệ thống ngân hàng thương mại cổ phần đã góp phần chính trong việc tạo ra thanh khoản khổng lồ cho thị trường, nhất là trong bối cảnh Việt Nam có nhiều luồng vốn đa dạng hơn sau khi gia nhập WTO. Trong năm 2007, tổng mức tín dụng trong toàn bộ hệ thống ngân hàng tăng hơn 50%. Tăng trưởng tín dụng của khối ngân hàng thương mại cổ phần tăng hơn 130%, trong khi khối ngân hàng thương mại nhà nước trước đây giữ vai trò chủ đạo về tín dụng chỉ tăng 30%. Cung tiền M2 nhờ sự khuyến đại của hệ thống tín dụng đã tăng 45%, mức tăng lớn nhất trong nhiều năm trở lại đây (từ năm 2003 đến 2007, M2 chỉ tăng trung bình 25%/năm). Chưa xét đến chất lượng tăng trưởng tín dụng và quản trị rủi ro, chỉ riêng việc bùng nổ thanh khoản vào cuối năm 2007 đã quá đủ cho áp lực lạm phát. Rất tiếc là Việt Nam đã chậm đưa ra các chính sách hút tiền về phù hợp, và đã phải trả giá cho điều này khi lạm phát tiếp tục đà tăng cao sang năm 2008.

Tăng trưởng cung tiền so với GDP giai đoạn 2004-2007



Chúng ta sẽ thấy được ảnh hưởng của bùng nổ thanh khoản lên lạm phát khi so sánh Việt Nam và một số nước. Có thể thấy sự chênh lệch giữa tăng trưởng của cung tiền và tăng trưởng GDP tại Việt Nam cao hơn hẳn so với một số nước trong khu vực. Sự chênh lệch này phản ánh khả năng cung ứng vốn và khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế. Khi mức hấp thụ vốn không theo kịp với thanh khoản dư thừa, giá cả sẽ tăng dẫn đến lạm phát.

Ảnh hưởng của các dòng vốn ngoại

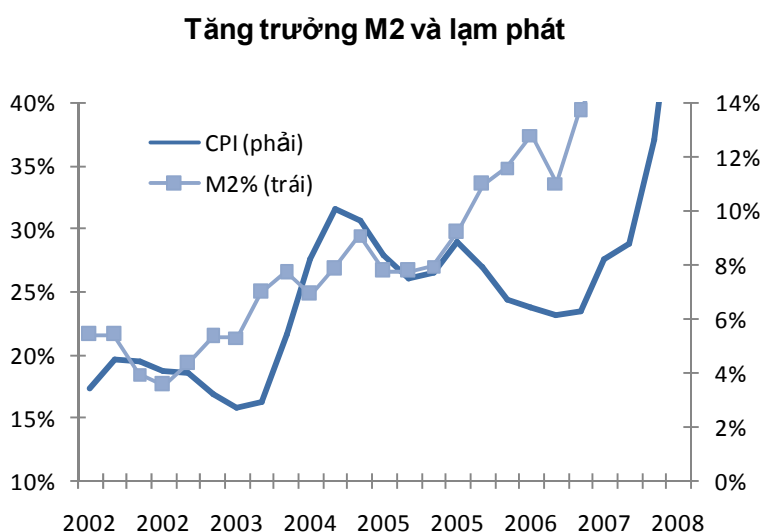
NHNN đã phải mua vào khoảng 9 tỷ USD để bảo vệ cơ chế tỷ giá cố định

Tương tự như nhiều nước đang phát triển khác, hiện nay Việt Nam đang tiếp nhận các nguồn vốn ngoại đang gia tăng mạnh mẽ, đặc biệt là sau khi gia nhập WTO. Năm 2007 việc hấp thụ luồng vốn này đã gây nên một số khó khăn nhất định cho Chính phủ Việt Nam khi cố gắng duy trì chính sách tỷ giá cố định neo theo đồng đôla Mỹ. Để giữ tỷ giá khi vốn ngoại liên tục đổ vào, Ngân hàng nhà nước Việt Nam (NHNN) đã phải liên tục mua vào khoảng 9 tỷ USD. Tuy nhiên việc mua ngoại tệ này đã không được đi cùng với các chính sách hút tiền Đồng

về quyết liệt và mạnh mẽ, khiến áp lực về lạm phát tăng mạnh. Khác với Việt Nam, trước đây khi vẫn neo đồng Nhân dân tệ theo đôla Mỹ, Trung Quốc một mặt hạn chế tăng trưởng tín dụng thông qua rất nhiều lần nâng tỷ lệ dự trữ bắt buộc, kiểm soát tăng trưởng tín dụng chặt chẽ, đồng thời dùng các biện pháp hút tiền về như bán tín phiếu thông qua thị trường mở. Điều này đã làm cho Trung Quốc mặc dù cũng phải hấp thụ một luồng vốn ngoại khổng lồ nhưng vẫn kiểm chế tốt lạm phát trong khi vẫn giữ được ổn định tỷ giá.

Mặc dù Việt Nam cũng bắt đầu đưa ra các chính sách trung hoà như nâng dự trữ bắt buộc, bán tín phiếu ngay từ giữa năm 2007 để hút tiền về, song liều lượng và hiệu lực của các biện pháp trung hòa này không cao. Chẳng hạn trong thời gian giữa năm 2007, NHNN đã nâng dự trữ bắt buộc đối với các ngân hàng thương mại từ 5% lên 10%, song tính kỷ luật trong việc thực hiện tại các ngân hàng vẫn là một câu hỏi khi mà tín dụng vẫn bùng nổ mạnh mẽ trong năm 2007.

Độ trễ của chính sách tiền tệ



Chính sách tiền tệ có độ trễ từ 6 đến 9 tháng...

... do vậy các chính sách hiệu quả phải tính trước để đón đầu

Một đặc điểm của chính sách tiền tệ là nó có độ trễ. Bất kỳ quyết định nào về chính sách cũng đều phải tính đến yếu tố này. Các chính sách tiền tệ dù đúng đắn nếu ban hành không đúng thời điểm thậm chí còn làm trầm trọng thêm vấn đề. Trong năm 2007 chính sách điều hành tiền tệ có khá nhiều bất cập và phần nào là nguyên nhân gây nên lạm phát cao. Công tác điều hành tiền tệ đã thiếu những chính sách chủ động đủ liều lượng để có thể ban hành trước, đón đầu làm giảm nhẹ và triệt tiêu trước những cú sốc.

Vậy độ trễ của một chính sách tiền tệ tại Việt Nam là bao nhiêu? Quan sát mối quan hệ giữa tăng trưởng của cung tiền M2 và chỉ số CPI của Việt Nam trong giai đoạn 2001-2008, chỉ số CPI thường đi sau mức tăng trưởng M2 khoảng 6 – 9 tháng.

Hiệu quả đầu tư công thấp là nguyên nhân căn bản và dài hạn của lạm phát...

... tuy nhiên không phải là yếu tố quyết định giải thích cho lạm phát cao bất thường trong thời gian qua

Lạm phát và hiệu quả đầu tư

Hiệu quả sử dụng vốn đầu tư được thể hiện qua chỉ số ICOR, chỉ số này đo lường vốn đầu tư cần thiết để tạo ra một đồng tăng trưởng, do vậy chỉ số này càng cao thì nền kinh tế đó càng kém hiệu quả. So sánh ICOR của Việt Nam với ICOR một số nước trong giai đoạn tăng trưởng nóng của các nước này, ICOR của Việt Nam thuộc hàng cao nhất (5.1). Trung Quốc cũng có mô hình sử dụng nhiều nguồn vốn đầu tư cho tăng trưởng tương tự như Việt Nam, song họ cho ra tốc độ tăng trưởng cao hơn nhiều. Hiện nay các nước như Việt Nam, Trung Quốc và Ấn Độ đều có tỷ trọng đầu tư hàng năm chiếm khoảng 40% GDP, trong

Tên nước	Đầu tư (% GDP)	Tăng trưởng (%)	ICOR
Việt Nam (00-07)	38.3	7.6	5.1
Trung Quốc (91-03)	39.1	9.5	4.1
Đài Loan (81-90)	21.9	8.1	2.7
Hàn Quốc (81-90)	29.6	9.2	3.2
Nhật Bản (61-70)	32.6	10.2	3.2

Nguồn: Thống kê các nước

đó đầu tư công chiếm gần một nửa. Đây là dạng mô hình sử dụng đầu tư chưa chú trọng đến chất lượng. Hệ quả tất yếu là trong một thời gian dài, đầu tư công không hiệu quả đã góp phần tạo ra tổng cầu ngày một lớn trong khi không giải quyết được vấn đề tăng cường năng lực sản xuất của nền kinh tế và do vậy làm trầm trọng thêm lạm phát do cầu kéo.

Mặc dù hiệu quả đầu tư là nguyên nhân căn bản và dài hạn của vấn đề lạm phát ở Việt Nam, nguyên nhân lạm phát từ đầu tư công còn nằm ở lượng tín dụng khổng lồ cung cấp cho các chương trình dự án và do vậy liên quan chặt chẽ đến tăng trưởng tín dụng của nền kinh tế cũng như mức độ thâm hụt ngân sách của Chính phủ. Hiện nay con số về nợ của khu vực công rất khó xác định, song con số không chính thức của nhiều tổ chức ước đoán nằm trong khoảng 40-60% GDP. Hoạt động tín dụng bùng nổ trong năm 2007, đã giúp cho đầu tư của thành phần doanh nghiệp nhà nước tăng hơn 60%, tạo ra chi tiêu lớn từ các doanh nghiệp nhà nước, góp phần trực tiếp gây nên lạm phát.

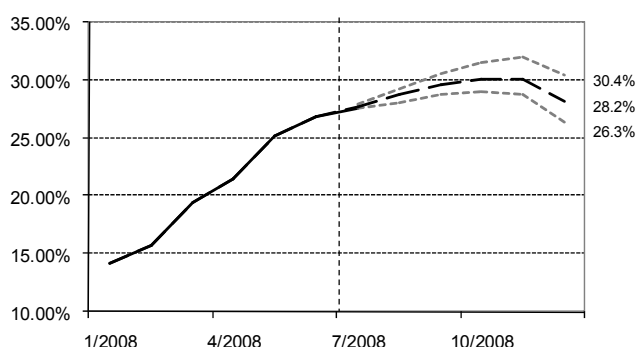
Dự báo lạm phát

Dự báo lạm phát sẽ giảm dần từ nay đến cuối năm, trung bình CPI mỗi tháng tăng khoảng hơn 1%

Số liệu về CPI và thâm hụt thương mại tháng 6 đã cho thấy những tín hiệu khá tích cực đối với vấn đề lạm phát tại Việt Nam. Căn cứ trên những giả thiết và số liệu thu thập được, chúng tôi xây dựng mô hình dự báo lạm phát trong các tháng tiếp theo, qua đó đưa ra bức tranh về diễn biến của chỉ số CPI từ nay đến cuối năm 2008.

Theo mô hình và những giả định của chúng tôi về các diễn biến kinh tế vĩ mô có thể xảy ra, lạm phát năm 2008 được dự báo tăng khoảng 28.25% trong kịch bản cơ bản. Từ tháng 7/2008, chỉ số CPI so với cùng kỳ năm trước tiếp tục tăng nhẹ và đạt đỉnh điểm vào khoảng thời gian tháng 10, tháng 11, sau đó giảm dần và đạt khoảng 28,2% vào cuối năm 2008. Mặc dù đây là mức rất cao so với năm 2007, và là mức cao đáng báo động với bất cứ quốc gia nào, song có lẽ điều quan trọng là xu thế diễn biến lạm phát đã chuyển sang hướng tích cực.

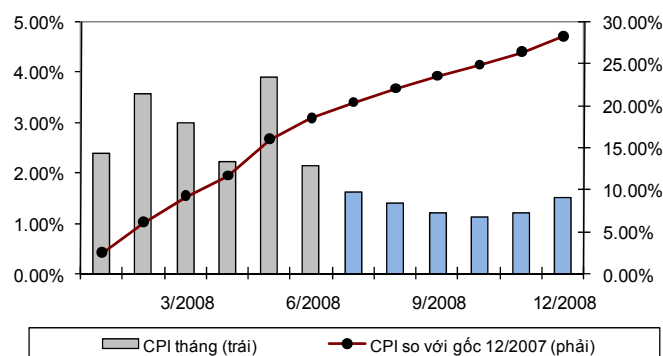
Dự báo chỉ số lạm phát đến cuối năm 2008 (CPI yoy)



Lạm phát năm 2008 được dự báo trong khoảng 26.3%-30.4% với xác suất 90%.

Sau mỗi giai đoạn căng thẳng, giá lương thực có xu hướng giảm do cung tăng lên.

CPI trong tháng và CPI tích lũy từ đầu năm



Đây là mức dự báo với điều kiện giả định có xác suất lớn nhất, được thể hiện bằng đường nét đứt ở giữa trong hình trên. Trong điều kiện tích cực hơn (giá dầu tăng chậm, nông nghiệp được mùa...) hoặc xấu hơn (giá dầu tăng cao, giá nhập khẩu nguyên vật liệu tiếp tục tăng mạnh) ta có các đường biên diễn biến của lạm phát. Với 2 đường biên giới hạn như vậy mức lạm phát cuối năm 2008 sẽ nằm trong khoảng 26.3% - 30.4%. Và xác suất của đường diễn biến lạm phát nằm trong 2 đường giới hạn này là tương đối lớn (khoảng > 90%).

Dự báo về diễn biến lạm phát có xu hướng giảm dần trong 6 tháng cuối năm của chúng tôi được dựa trên một số điểm sau đây:

Căng thẳng về giá lương thực, thực phẩm giảm bớt

Vấn đề lương thực đang có triển vọng tích cực. Giá lương thực trên thế giới và Việt Nam có nhiều khả năng giảm nhiệt trong thời gian tới. Riêng tại Việt Nam, vốn vẫn là nước xuất khẩu gạo lớn trên thế giới, gạo đang được mùa lớn đã làm giảm nhiệt giá cả trên thị trường trong nước trong thời gian vừa qua. Việt Nam thậm chí đã mở lại kênh xuất khẩu gạo do nguồn cung đã hoàn toàn bảo đảm đủ lượng cung ứng trong nước. Con số gạo đầu năm đã được xác định chủ yếu là do đầu cơ và do người dân thiếu thông tin. Chúng tôi cho rằng giá gạo sẽ còn giảm trong tương lai. Điều này đặc biệt quan trọng khi gạo chiếm khoảng 10% tỷ trọng trong rổ tính CPI. Không chỉ giá gạo giảm, chăn nuôi cung cấp thực phẩm cũng khôi phục sản lượng trở lại sau thời gian rét và bệnh dịch kéo dài.

Sản lượng lương thực thế giới cũng được các tổ chức quốc tế dự báo tăng mạnh khi có dấu hiệu bội thu mùa màng trong năm 2008. Mặc dù ảnh hưởng của thiếu hụt lương thực và căng thẳng về giá lương thực thế giới sẽ tiếp tục diễn ra trong một thời gian nữa, song dự báo sẽ giảm nhiệt trong tương lai vì thông thường sau một giai đoạn căng thẳng giá lương thực thường giảm do nguồn cung sẽ tăng lên mạnh mẽ. Trên thị trường thế giới hiện nay Thái Lan và Việt Nam cũng đã đều giảm giá gạo xuất khẩu, điều này cho thấy sản lượng cung ứng đã dồi dào hơn.

Cầu nền kinh tế suy giảm

Đã có nhiều dấu hiệu cho thấy tổng cầu nền kinh tế đã suy giảm thực sự và sẽ còn giảm mạnh từ nay đến cuối năm, trong đó đặc biệt là tăng trưởng của Việt

Sức cầu nền kinh tế đã thực sự suy giảm...

Nam trong quý I/2008 còn đạt mức 7,5% thì trong quý II/2008 chỉ đạt 5,8% so với cùng kỳ năm trước. Một số mặt hàng chủ chốt trong rổ CPI có sức cầu đang giảm trong giai đoạn hiện nay như hàng hóa xa xỉ, lương thực thực phẩm giá cao, ăn uống ngoài gia đình, vật liệu xây dựng v.v... Đặc biệt cầu về vật liệu xây dựng như xi măng, thép khó tăng do giá bất động sản đang giảm nhanh chóng sau thời gian phát triển nóng.

Chính sách tỷ giá hiện nay đang làm cho cầu về nhập khẩu giảm, đặc biệt là các hàng hóa xa xỉ. Tỷ giá giao dịch trên thị trường đã tăng khoảng 15% trong hơn 1 tháng qua cùng những khó khăn trong việc mua ngoại tệ đã gây khó khăn cho các nhà nhập khẩu. Tỷ lệ nhập siêu trong tháng 6 đã giảm chỉ còn 1,3 tỷ USD, giảm từ 2,85 tỷ trong tháng 5.

Cắt giảm chi tiêu công là một trong những nội dung trong gói chính sách 7 điểm của Thủ tướng Chính phủ công bố hồi đầu năm nhằm chống lạm phát. Mặc dù chưa có số liệu cụ thể về việc thực hiện cắt giảm, song riêng chủ trương này đã có nhiều tác động gián tiếp góp phần tiết kiệm chi tiêu trong nền kinh tế. Các công trình đầu tư công vốn lớn nếu không có lý do đặc biệt sẽ được tạm dừng thực hiện. Chủ trương này sẽ làm giảm sức cầu từ chi tiêu ngân sách.

...do chính sách tiền tệ đã bắt đầu phát huy tác dụng.

Chính sách thắt chặt tiền tệ phát huy tác dụng

Từ đầu năm NHNN đã sử dụng một số công cụ của chính sách tiền tệ thắt chặt nhằm kiềm chế lạm phát như nâng dự trữ bắt buộc thêm 1% (từ 10% tăng lên 11%), bán tín phiếu bắt buộc qua thị trường mở và nâng lãi suất. Trong mô hình và quan sát của chúng tôi, như đã đề cập trong phần trên, độ trễ của các chính sách này là khoảng từ 6 đến 9 tháng. Như vậy 6 tháng cuối năm 2008 có lẽ sẽ là thời điểm thích hợp để các chính sách này phát huy tác dụng.

Tác dụng rõ rệt nhất của chính sách thắt chặt tiền tệ là hệ thống ngân hàng đã giảm mạnh tốc độ tăng trưởng tín dụng. Kể từ tháng 4/2008, van tín dụng gần như đã khóa chặt. Các khoản cho vay mới rất hạn chế ngay cả trong điều kiện lãi suất cao, do ngân hàng quan tâm hơn tới tình hình thanh khoản chứ không phải lợi nhuận. Với xu thế như vậy chúng tôi đánh giá rằng mục tiêu tăng trưởng tín dụng dưới 30% trên toàn hệ thống ngân hàng mà Chính phủ đặt ra là hoàn toàn có thể đạt được. Cung tiền nền kinh tế do đó sẽ giảm cùng với chỉ số lạm phát.

Chính phủ cam kết tiếp tục giữ giá các mặt hàng thiết yếu trong năm 2008...

Kiểm soát giá cả các mặt hàng thiết yếu

Trong gói chính sách 7 điểm chống lạm phát, Chính phủ đã có chủ trương kiểm soát không tăng giá một số mặt hàng thiết yếu như lương thực thực phẩm, thuốc, xăng dầu, sắt thép, vật liệu xây dựng, phân bón, điện, nước, than v.v.. Trong tháng 6, Chính phủ cam kết tiếp tục giữ nguyên các mặt hàng này đến hết năm 2008. Riêng xăng, dầu tùy thuộc vào tình hình giá dầu thế giới sẽ có những bước điều chỉnh thích hợp. Hiện nay Việt Nam đang chịu sức ép tăng giá khá lớn do giá xăng của Việt Nam thấp hơn so với thế giới khoảng 4.000-5.000VND/lít. Với việc giá dầu thế giới vẫn đang tăng mạnh và Trung Quốc cũng vừa tăng giá xăng, việc Việt Nam tăng giá xăng ngoài mục đích giảm gánh nặng cho ngân

... riêng xăng dầu có thể xem xét điều chỉnh cho phù hợp với tình hình thế giới.

..tuy nhiên việc điều chỉnh giá xăng sẽ không tác lớn đến lạm phát do nguyên nhân căn bản của lạm phát là tiền tệ

sách còn có tác dụng giảm tổn thất xăng dầu do xuất lậu (đặc biệt qua Campuchia và Trung Quốc).

Theo đánh giá của chúng tôi việc tăng giá xăng nếu có sẽ không phải là áp lực quá đáng sợ ảnh hưởng đến lạm phát. Thực tế các năm trước Việt Nam vẫn tăng giá xăng đều trong khi chỉ số lạm phát không hề cao. Quan sát theo chuỗi thời gian của chúng tôi cho thấy, trong những năm gần đây lạm phát thường tăng sau khi tăng giá xăng trong một thời gian ngắn, tuy nhiên lạm phát giảm ngay sau khoảng 1 tháng. Lạm phát cao của Việt Nam trong thời gian qua có nguyên nhân chính từ sự mất cân đối căn bản của nền kinh tế, đặc biệt là về vấn đề tiền tệ, chứ không phải bởi ảnh hưởng ngắn hạn do việc đột ngột tăng giá một số mặt hàng.

Kết luận

Qua nghiên cứu về lạm phát tại Việt Nam trong thời gian qua, chúng tôi rút ra một số kết luận sau:

- Lạm phát vẫn là bài toán lớn nhất đối với kinh tế Việt Nam trong năm 2008. Cuộc chiến chống lạm phát đã phải dùng đến một số chính sách thắt chặt nền kinh tế và phần nào đã hạn chế đà tăng trưởng nóng của Việt Nam. Sự đánh đổi tăng trưởng kinh tế là cần thiết để nền kinh tế hướng tới sự tăng trưởng ổn định, đồng thời là cơ hội để Việt Nam cơ cấu lại những nhân tố mang tính thể chế của nền kinh tế, đặc biệt là đối với hệ thống tài chính, ngân hàng, nhằm lấy lại sức cạnh tranh, và có thể có được nền tảng vững chắc hơn khi bước vào nền kinh tế hội nhập.
- Lạm phát có xu hướng giảm một phần do tổng cầu nền kinh tế đã thực sự suy giảm. Tăng trưởng quý II/2008 chỉ là 5,8%, giảm rõ rệt so với quý I. Kết quả này thể hiện rõ xu hướng đánh đổi tăng trưởng để kiềm chế lạm phát và ổn định kinh tế của Việt Nam.
- Các biện pháp và chính sách chống lạm phát thực sự đã bắt đầu có hiệu quả. Chỉ số lạm phát hàng tháng đã tốt hơn kể từ tháng 6 (2,14% là mức thấp nhất từ đầu năm) và cho thấy xu hướng tốt hơn trong các tháng về sau.
- Lạm phát dự báo sẽ tiếp tục tăng nhẹ đạt đỉnh điểm vào thời gian tháng 10. Sau đó sẽ giảm dần đến cuối năm. Dự báo lạm phát năm 2008 nằm trong khoảng 26,3% - 30,4%, mức độ thay đổi tùy vào điều kiện kinh tế trong nước và thế giới. Trong điều kiện bình thường, dự báo lạm phát sẽ ở mức khoảng 28,2%.
- Việc Chính phủ kiểm soát giá các mặt hàng thiết yếu là yếu tố tích cực làm giảm lạm phát. Tuy nhiên về dài hạn việc kiểm soát các mặt hàng thiết yếu cần phải được dỡ bỏ để tránh làm méo mó tính thị trường của nền kinh tế.
- Các khả năng tăng giá các mặt hàng thiết yếu, đặc biệt là xăng dầu sẽ ảnh hưởng lên CPI, song ảnh hưởng này sẽ được trung hoà bởi tác động của chính sách tiền tệ và không thực sự gây nên những xáo trộn trong xu thế giảm lạm phát từ nay đến cuối năm 2008.

CÁN CÂN THANH TOÁN

Một số biểu hiện tiền khủng hoảng kiểu Thái Lan năm 1997 đã xuất hiện, đặc biệt là thâm hụt thương mại cao và bong bóng bất động sản...

Việt Nam có đi theo vết xe đổ của Thái Lan 1997?

Trong 5 tháng đầu năm 2008, những bất ổn trầm trọng của kinh tế vĩ mô, nguy cơ vỡ bong bóng trên thị trường bất động sản và sự sụt giảm về niềm tin của nhà đầu tư đã vẽ nên một bức tranh ảm đạm nhất về tình hình kinh tế Việt Nam kể từ sau năm 1997. Giới phân tích đã bắt đầu đề cập tới kịch bản như đã từng xảy ra ở Thái Lan năm 1997 đối với Việt Nam. Một cách khách quan, những lo ngại về một cuộc khủng hoảng tiền tệ như đã từng xảy ra trong quá khứ vào thời điểm một tháng trước đây là có cơ sở.

Một số biểu hiện về thể trạng nền kinh tế của Việt Nam hiện nay được nhiều nhà quan sát đưa ra so sánh với Thái Lan năm 1997 ngay trước khủng hoảng là:

- Tăng trưởng nóng trong một thời gian dài. Tốc độ tăng GDP ở mức trên 8%
- Nền kinh tế đang dần phụ thuộc vào dòng vốn ngoại: trực tiếp (FDI) và gián tiếp (FII), trong đó ngày càng phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn ngắn hạn.
- Thâm hụt thương mại lớn, tới mức 20% GDP, dẫn đến cầu ngoại tệ tăng mạnh. Nếu nguồn vốn ngoại đảo chiều thì NHNN sẽ phải dùng nguồn dự trữ ngoại hối để tài trợ nhu cầu ngoại tệ nhằm tránh nguy cơ phá giá trong khi đang theo đuổi cơ chế tỷ giá neo theo USD.
- Bong bóng bất động sản: nguy cơ mất khả năng trả nợ từ lĩnh vực này sẽ ảnh hưởng trực tiếp lên hệ thống ngân hàng.

Bên ngoài các biểu hiện vĩ mô chính, tình hình căng thẳng lên tới đỉnh điểm khi mà có nhiều nghi ngại về việc các nhà đầu tư nước ngoài rút vốn, rời bỏ thị trường chứng khoán với dấu hiệu như: lượng bán trái phiếu của nhà đầu tư nước ngoài tăng mạnh; các ngân hàng thương mại tăng mua gom USD một cách bất thường; các hợp đồng kỳ hạn không chuyển giao NDFs ngoài lãnh thổ Việt Nam ấn định tỷ giá USD/VND lên tới 22.000, có lúc cao điểm tới gần 25.000 càng làm tăng áp lực về tỷ giá trong nước. Lạm phát lên mức 25% cùng với căng thẳng cực điểm về lãi suất và thanh khoản trên hệ thống ngân hàng, khiến cho biểu hiện của một cuộc khủng hoảng dường như đã gần tới thời điểm bùng phát.

Tuy nhiên, tình hình đã được cải thiện sau khi những số liệu khả quan hơn về kinh tế vĩ mô được công bố trong tháng 6 và sau khi những điều chỉnh chính sách về tỷ giá, lãi suất được đánh giá là đi đúng quỹ đạo được thực hiện. Mặc dù không phủ nhận tác động lấy lại niềm tin của các chính sách, theo chúng tôi yếu tố khiến diễn biến kinh tế vĩ mô dường như đảo ngược chính là bản chất của các vấn đề không quá trầm trọng.

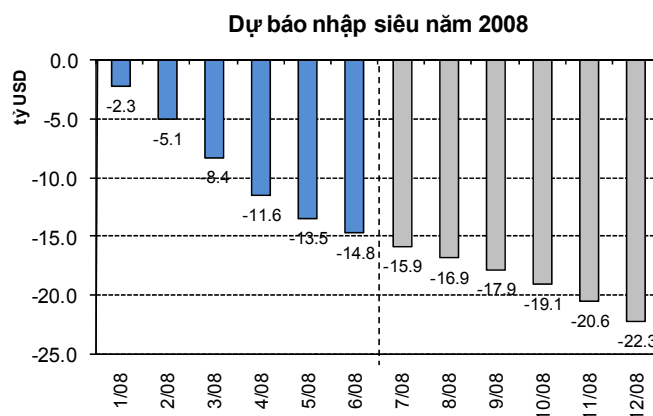
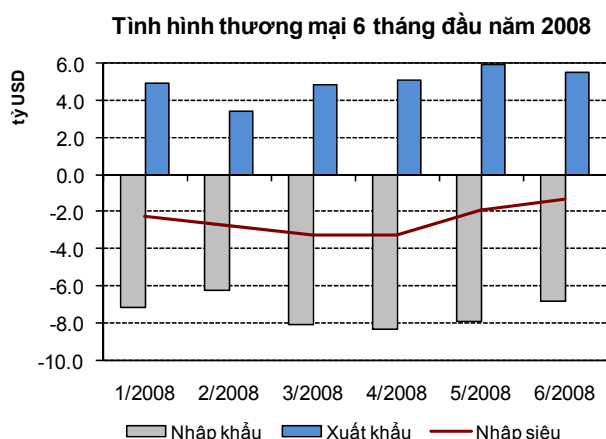
Nhập siêu

Các số liệu về nhập siêu trong các tháng đầu năm 2008 cho thấy chỉ tính riêng 4 tháng đầu năm, nhập siêu đã gần bằng cả năm 2007 trước đó (11.2 tỷ USD so với 12 tỷ USD năm 2007). Tính đến tháng 6, nhập siêu đã vào khoảng hơn 15 tỷ USD. Nguyên nhân của nhập siêu mạnh vào những tháng đầu năm chủ yếu do đã tăng trưởng nóng từ năm 2007 chưa được kiểm soát dẫn tới cầu nhập khẩu rất cao, đặc biệt đối với các mặt hàng phục vụ sản xuất. Đồng thời không thể phủ

...diễn biến kinh tế vĩ mô dường như đảo ngược vào cuối tháng 6 do bản chất của các vấn đề không quá trầm trọng.

Dự báo nhập siêu năm 2008 đạt khoảng 23 tỷ USD

nhận yếu tố đầu cơ khi các nhà nhập khẩu chủ động đón đầu các chính sách thắt chặt nền kinh tế và kiểm soát nhập khẩu của Chính phủ.



Nguồn: Tổng cục thống kê, BVSC

Tốc độ tăng nhập siêu tháng 5 bắt đầu chậm lại sau khi đạt đỉnh điểm vào tháng 4, và giảm rõ rệt bắt đầu từ cuối tháng 6. Tính riêng trong tháng 6, nhập siêu chỉ còn 1,3 tỷ USD so với gần 2 tỷ USD tháng 5. Có một số lý do giải thích cho việc giảm nhập siêu từ tháng 6, đó là:

- Sức cầu nền kinh tế suy giảm do tác dụng của các chính sách hạ nhiệt tăng trưởng. Trong khi xuất khẩu vẫn đạt được sự tăng trưởng cao thì đã nhập khẩu đã giảm do nhu cầu tiêu dùng nội địa giảm. Tính đến cuối tháng 6, xuất khẩu tăng trưởng trên 30%. Ngoài các mặt hàng chủ lực như dầu thô, thủy sản, may mặc, giày dép... thì gạo năm nay cũng đóng góp cho xuất khẩu 1,5 tỷ USD nhờ giá tăng cao, xếp thứ 5 trong các mặt hàng chủ lực.
- Cầu về nhập các hàng hóa cho nguyên liệu đầu vào như sắt thép, phân bón, nguyên vật liệu giảm mạnh. Do lo ngại tăng giá từ đầu năm, các doanh nghiệp nhập khẩu với số lượng lớn hơn nhu cầu hiện tại với mục đích tích trữ và đầu cơ. Chính điều này dẫn tới việc nhập siêu lớn trong những tháng đầu năm, và khi nhu cầu nhập đã đủ đồng thời do chi phí lưu kho lớn, nhập khẩu sẽ giảm mạnh, thậm chí có một số mặt hàng như sắt thép còn được tái xuất.
- Các tháng đầu năm nhu cầu nhập khẩu vàng tăng mạnh. Hiện nay lượng vàng nhập khẩu đã khá đủ cho thị trường trong nước, bởi vậy cầu về nhập khẩu vàng cũng sẽ giảm.
- Tỷ giá danh nghĩa USD/VND tăng mạnh từ cuối tháng 3 đã gây khó khăn cho các doanh nghiệp nhập khẩu. Tỷ giá giao dịch hiện nay đã tăng hơn 15% so với thời điểm tháng 3 khiến giá hàng nhập khẩu tăng đáng kể. Tỷ giá cùng với cơ chế tín dụng khó khăn đã làm giảm nhu cầu vay ngoại tệ nhập khẩu. Tuy nhiên tỷ giá tăng lại kích thích xuất khẩu mạnh hơn nên càng làm giảm nhập siêu.

Căn cứ vào các lý do trên, có thể thấy mặc dù nhu cầu nhập khẩu là khó tránh khỏi, đặc biệt là các mặt hàng thiết yếu, tuy nhiên chúng tôi cho rằng nhập siêu còn tiếp tục đà giảm trong các tháng tiếp theo căn cứ vào điều kiện hiện tại của nền kinh tế. Tuy nhập siêu có thể lại tăng lên vào các tháng cuối năm do tính thời vụ, nhưng với tình hình hiện tại chúng tôi dự báo nhập siêu của Việt Nam sẽ được kiểm chế và có thể chỉ vào khoảng 23 tỷ USD trong năm 2008.

Các nguồn vốn tài trợ thâm hụt

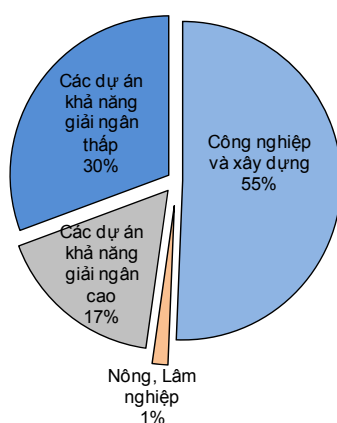
FDI – Điểm sáng năm 2008

Nguồn vốn FDI cam kết đạt trên 30 tỷ USD chỉ trong 6 tháng với cơ cấu đầu tư chuyển biến tích cực...

Trong 6 tháng đầu năm 2008 vốn FDI đăng ký đạt trên 30 tỷ USD. Đây là một dấu hiệu tốt cho thấy về cơ bản các nhà đầu tư nước ngoài vẫn có cái nhìn tích cực và có niềm tin về dài hạn đối với Việt Nam, cho dù môi trường kinh tế 6 tháng đầu năm gặp rất nhiều khó khăn.

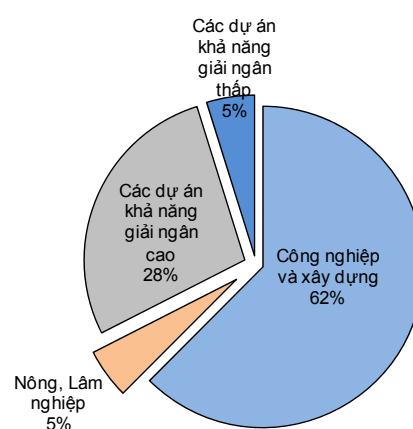
Năm 2007, mặc dù số vốn đăng ký lên tới 20 tỷ USD, song lượng vốn giải ngân ròng mới chỉ đạt 6,5 tỷ USD. Tuy tỷ lệ giải ngân thấp như vậy, nhưng nếu giữ được tỷ lệ giải ngân này trong năm nay thì vốn giải ngân năm 2008 sẽ đạt không dưới 8 tỷ USD. Cơ sở cho dự báo này của chúng tôi được dựa trên một số điểm sau đây:

Cơ cấu vốn FDI đăng ký 2007



Nguồn GSO, BVSC

Cơ cấu vốn FDI đăng ký 6 tháng 2008



- Vốn giải ngân 6 tháng 2008 đã đạt xấp xỉ 5 tỷ USD
- Nhiều dự án lớn đăng ký trong năm 2007 sẽ có tốc độ giải ngân nhanh hơn trong năm 2008 do đã hoàn thành xong giai đoạn chuẩn bị và giải phóng mặt bằng.
- Có sự dịch chuyển cơ cấu theo hướng tăng tỷ trọng các dự án có khả năng giải ngân cao (giao thông, dịch vụ, văn hóa giáo dục...), đồng thời giảm tỷ trọng các dự án có khả năng giải ngân thấp so với vốn đăng ký (xây dựng hạ tầng, xây dựng khu công nghiệp, khu đô thị mới...) trong năm 2008, trong khi tỷ trọng FDI trong công nghiệp và xây dựng vốn là thành phần có tỷ trọng giải ngân ổn định cũng tăng.

Những yếu tố trên cho thấy chất lượng FDI đã được nâng lên cùng xu hướng tăng tỷ lệ giải ngân trên số vốn đăng ký. Tùy thuộc vào tình hình biến động kinh tế của Việt Nam, chúng tôi cho rằng mức giải ngân FDI năm nay của Việt Nam sẽ nằm trong khoảng 8-10 tỷ USD.

Nguồn vốn đầu tư gián tiếp FII vẫn ở mức an toàn

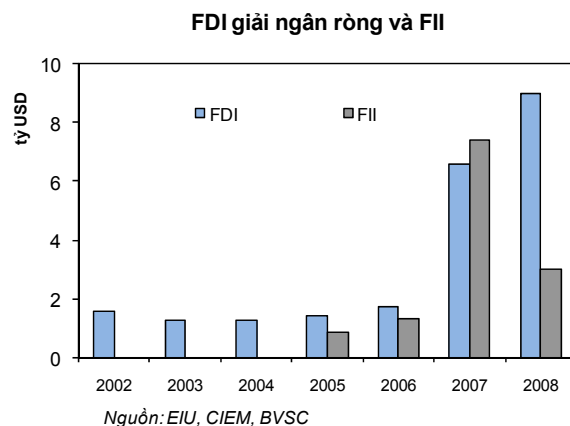
Dự báo FII sẽ vẫn tiếp tục đổ vào Việt Nam năm 2008 với lượng ròng khoảng 0-3 tỷ USD

FII là dòng vốn đổ vào Việt Nam thông qua các quỹ đầu tư nước ngoài và được coi là nguồn vốn ngắn hạn. FII chảy mạnh vào Việt Nam trong năm 2007, ước tính có khoảng hơn 7 tỷ USD đã đầu tư vào Việt Nam riêng trong năm 2007.

Đây là nguồn vốn mang tính đầu cơ cao, có nguy cơ giảm mạnh và đảo chiều nhanh khi gặp môi trường kinh tế không thuận lợi. Chúng ta cần nhớ rằng, chính sự phụ thuộc vào nợ ngắn hạn nước ngoài quá nhiều là nguyên nhân chính của cuộc khủng hoảng tại Thái Lan năm 1997.

Khác với Thái Lan, lượng vốn ngắn hạn nước ngoài của Việt Nam (khoảng hơn 8% GDP) chưa đủ lớn để coi là có nguy cơ khủng hoảng, bên cạnh đó việc dòng vốn này ra vào vẫn được kiểm soát chặt chẽ.

Tại Thái Lan năm 1997 vốn ngắn hạn nước ngoài đã vượt quá dự trữ ngoại hối. Hiện tại, dự trữ ngoại hối của Việt Nam được công bố đạt mức 20,7 tỷ USD, đủ để mua lại hơn 3 lần các khoản vốn ngắn hạn trong trường hợp nguồn vốn này đảo chiều và rút ra ồ ạt.



Thực tế, thống kê số lượng mua bán của các nhà đầu tư nước trong vài tháng gần đây của chúng tôi cho thấy, khi thị trường xuống phía nước ngoài vẫn mua vào nhiều hơn bán, thị trường Việt Nam vẫn chưa mất hết tính hấp dẫn và chưa để xảy ra một lần sóng rút vốn ồ ạt.

Chúng tôi dự báo FII đổ vào Việt Nam vẫn dương và ở mức trên dưới 3 tỷ USD trong năm 2008. Thực tế FII vẫn chảy vào Việt Nam trong quý I/2008 và dự kiến sẽ tăng mạnh hơn trong thời gian tới khi mà giá cổ phiếu trên thị trường đã trở nên rất hấp dẫn và môi trường kinh tế vĩ mô đã ổn định hơn.

Bên cạnh việc kiểm soát dòng vốn, yếu tố căn bản để hấp dẫn FDI và FII vẫn là một môi trường ổn định và lành mạnh về dài hạn. Triển vọng ổn định hơn về lạm phát và tỷ giá cũng như việc cải thiện thâm hụt thương mại sẽ là yếu tố cơ bản để 2 nguồn vốn này tiếp tục vào Việt Nam. Với xu thế tăng nguồn vốn cam kết trung và dài hạn FDI, ODA và giảm nguồn vốn ngắn hạn FII trong năm 2008, rủi ro mất thanh khoản ngoại tệ của Việt Nam gần như không có.

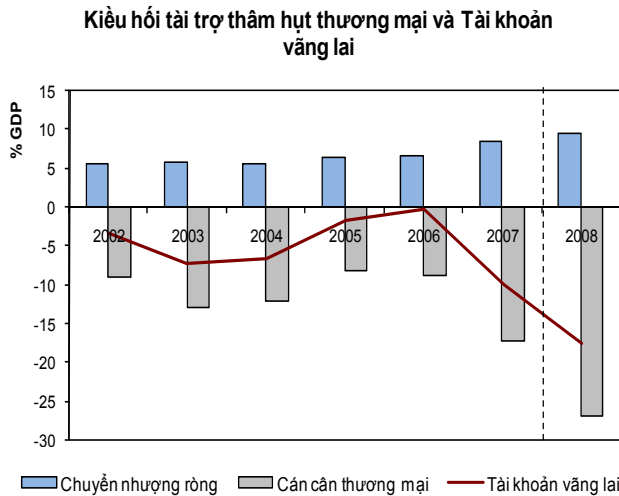
Kiểm hối và vay viện trợ phát triển (ODA) vẫn duy trì ổn định

Kiểm hối dự báo vẫn tiếp tục ổn định và đạt khoảng 7-8 tỷ USD trong năm 2008

Kiểm hối là nguồn thu nhập khá ổn định, chiếm trung bình khoảng 6-7% GDP. Năm 2007 kiểm hối tăng mạnh và đạt khoảng 7 tỷ USD. Dự báo năm nay kiểm hối tiếp tục giữ từ mức của năm 2007 trở lên, khoảng 7-8 tỷ USD, do đồng USD mất giá và chênh lệch lãi suất tại Việt Nam so với nước ngoài tương đối cao.

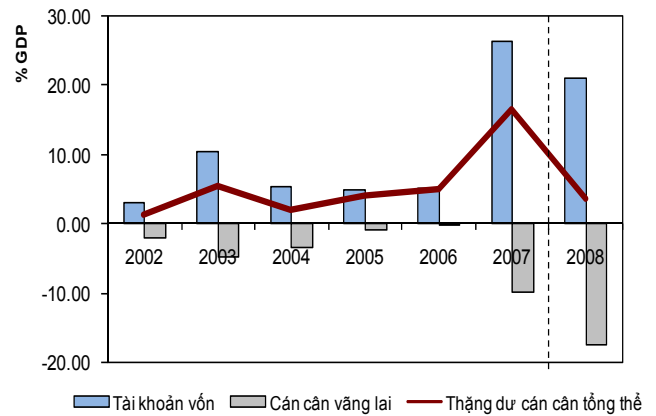
ODA dự kiến giải ngân khoảng gần 2 tỷ USD trong năm 2008. 6 tháng đầu năm 2008 Bộ Kế hoạch đầu tư công bố đã thu hút được 1,3 tỷ USD vốn ODA và đã giải ngân được 750 triệu USD, đạt 40% kế hoạch giải ngân trong năm 2008. ODA và kiểm hối là 2 nguồn thu khá ổn định và có tính chất dài hạn, để dự báo hơn so với nguồn FDI và FII trong năm nay.

Cán cân thanh toán vãng lai



Nguồn: IMF, CIEM, BVSC

Tài khoản vốn tài trợ thâm hụt vãng lai và thặng dư cán cân tổng thể



Cán cân thanh toán được dự báo sẽ thặng dư trong năm 2008. Cùng với mức dự trữ ngoại hối mới công bố 20,3 tỷ USD, chúng tôi cho rằng cán cân thanh toán của Việt Nam vẫn ở mức an toàn

Mặc dù năm 2008 được dự báo là năm có thâm hụt thương mại và thâm hụt vãng lai kỷ lục, cán cân thanh toán tổng thể được chúng tôi dự báo là vẫn an toàn và vẫn có thặng dư dương, bổ sung thêm nguồn thu vào dự trữ ngoại hối. Các mức dự báo về thâm hụt thương mại, tài khoản vốn và thặng dư cán cân tổng thể cho năm 2008 được chúng tôi tạm ước lượng như hình trên và bảng dưới đây.

Thâm hụt thương mại (1)	23	FDI & FII (5)	12	Thặng dư ngoại tệ (8)-(4) =
Thu nhập ròng (2)	-1.5	ODA (6)	2	
Kiểu hối (3)	7	Tiền gửi (7)	2	
Cán cân vãng lai (4)=(1)+(2)+(3)	14.5	Cán cân vốn (8) = (5)+(6)+(7)	16	
				1,5

Đơn vị: tỷ USD

Cán cân vãng lai của Việt Nam dự báo sẽ thâm hụt khoảng 14,5 tỷ USD, tương đương 17% GDP của năm 2008. Với cơ sở dự báo về nguồn vốn tài trợ như vậy, trong năm 2008 nguồn vốn (16 tỷ USD) vẫn đủ để tài trợ cho thâm hụt vãng lai (14,5 tỷ USD) mà chưa cần sử dụng tới dự trữ ngoại hối. Dự báo cán cân thanh toán tổng thể sẽ thặng dư khoảng 1.5 tỷ USD bổ sung cho dự trữ ngoại hối.

Kết luận

Từ những vấn đề trên có thể khẳng định Việt Nam sẽ không có khủng hoảng cán cân thanh toán và tiền tệ. Cán cân thanh toán của Việt Nam vẫn ổn định trong năm 2008. Tất nhiên để kết luận điều này thì việc phân tích riêng về các nguồn tài trợ ngoại tệ là chưa đủ khi chưa xem xét tới yếu tố tâm lý và sự tấn công có chủ ý của các tổ chức đầu cơ. Tuy nhiên vấn đề tâm lý có lẽ chỉ là ngắn hạn và có thể giải quyết được bằng các chính sách ổn định, đúng đắn và minh bạch hơn. Trong khi khả năng tấn công tiền tệ có chủ ý của giới đầu cơ (các hedge fund) là nhỏ, và chúng ta sẽ xem xét kỹ hơn đến vấn đề này ở phần sau. Một số kết luận của phần này như sau:

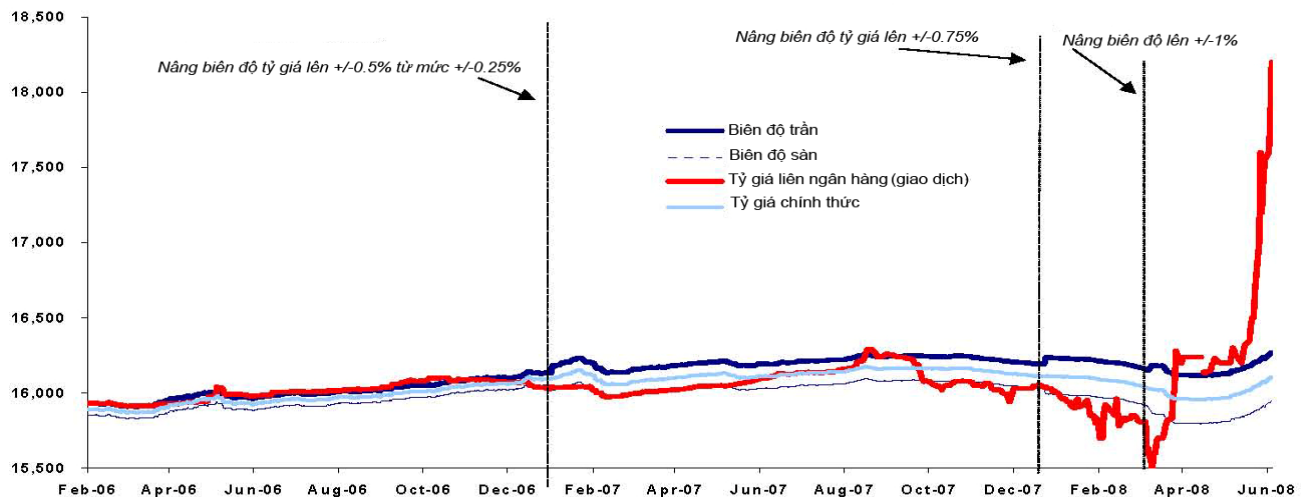
- Nhập siêu sẽ giảm dần từ nay đến cuối năm. Sức cầu giảm của nền kinh tế và các chính sách hạn chế nhập khẩu sẽ giảm đà tăng của nhập siêu. Nhập siêu giảm là yếu tố căn bản cải thiện vấn đề mất cân đối cung cầu ngoại tệ.
- Thâm hụt thương mại năm 2008 được dự báo vào khoảng 23 tỷ USD. Với mức thâm hụt này các nguồn vốn tài trợ như kiều hối, FDI, ODA, FII hoàn toàn có khả năng tài trợ. Cán cân thanh toán tổng thể có thể vẫn tiếp tục có thặng dư trong năm 2008 và tiếp tục bổ sung ngoại tệ vào dự trữ ngoại hối.
- Nguồn vốn FII giảm mạnh trong năm 2008, tuy nhiên không có nguy cơ rút vốn lớn. Dấu hiệu các nhà đầu tư tiếp tục mua vào chứng khoán nhiều hơn bán ra cho thấy dòng vốn này đang dần ổn định.
- Số liệu dự trữ ngoại hối hiện nay của Việt Nam theo công bố là khoảng 20,7 tỷ USD. Mức dự trữ này đủ để mua lại hơn 3 lần số vốn ngắn hạn nước ngoài hiện nay nếu xảy ra làn sóng rút vốn ồ ạt.
- FDI hứa hẹn sẽ là điểm sáng trong năm 2008 với dự báo giải ngân đạt khoảng 8-10 tỷ USD vào cuối năm. Điều đó cho thấy các nhà đầu tư nước ngoài vẫn tin tưởng và đánh giá cao tiềm năng của Việt Nam.

TỶ GIÁ

Tỷ giá trở thành một vấn đề được quan tâm nhiều trong thời gian vừa qua khi nó liên quan đến lo ngại về sự phá giá của VND. Khác với diễn biến trong quá khứ, khi NHNN chủ động cho đồng VND mất giá khoảng 1% so với USD thì diễn biến tỷ giá hiện nay phức tạp hơn nhiều. Một phần là do có yếu tố các dòng vốn nước ngoài mà Việt Nam chưa có kinh nghiệm đối phó.

Diễn biến tỷ giá

Diễn biến tỷ giá biến động mạnh kể từ cuối năm 2007. Khi đó đồng VND lên giá mạnh và tỷ giá giao dịch luôn chạm sát biên dưới của mức dao động tỷ giá cho phép. Nguyên nhân của việc tăng giá này là các nguồn vốn nước ngoài đặc biệt là vốn FII liên tục đổ vào Việt Nam, dẫn đến cung cầu ngoại tệ lệch về phía VND. Đồng VND lên giá càng hấp dẫn đầu tư nước ngoài đổ vốn vào Việt Nam. Ngay cả khi thị trường cổ phiếu không hấp dẫn, thị trường nợ với trái phiếu vẫn tỏ ra vô cùng hấp dẫn khi nhà đầu tư kỳ vọng đồng VND lên giá sẽ có lợi cả lãi suất và giá trị chênh lệch khi quy đổi ngược trở lại USD.



Nguồn: Citi

...dòng vốn đổ vào không theo kịp với đà tăng của thâm hụt thương mại, cùng với hiện tượng đầu cơ là nguyên nhân giải thích cho sự đảo chiều của xu hướng tỷ giá vào cuối tháng 03/2008

Sự mất cân đối cung cầu ngoại tệ lên tới đỉnh điểm khi tỷ giá chợ đen có lúc vượt ngưỡng 19.000 VND/USD

Tuy nhiên VND lên giá đã làm cho thâm hụt thương mại bắt đầu tăng mạnh. Nhập siêu tăng tốc trong khi tốc độ nguồn vốn đổ vào đang giảm dần. Kết cục là đã dẫn tới một điểm gặp nhau mà tại đó nguồn vốn đổ vào không theo kịp thâm hụt thương mại và các nghĩa vụ trả nợ. Xu hướng đảo ngược tỷ giá là tất yếu, và nó đã xảy ra vào thời điểm cuối tháng 3/2008. Khi xu hướng tỷ giá đảo ngược được hình thành thì giới đầu cơ ngay lập tức chuyển vốn sang hướng ngược lại và càng làm trầm trọng hóa vấn đề. NHNN buộc phải can thiệp và đã không ngừng bán USD ra để bình ổn thị trường. Tình hình tỷ giá được giữ ổn định trong vòng khoảng 1 tháng thì áp lực tăng tỷ giá lại tăng mạnh trở lại. Áp lực cầu USD và giá USD tăng từng ngày trên thị trường chợ đen đã dẫn tới những lo ngại thực sự về khả năng phá giá VND. Tỷ giá chợ đen bắt đầu bùng nổ vào những ngày đầu tháng 6 khi giá trị giao dịch thực tế có lúc lên tới trên 19.000VND/USD. Áp lực tăng tỷ giá một phần còn do những hợp đồng kỳ hạn

không chuyển giao (NDF) giao dịch tại Singapore được lấy làm tham chiếu, có những lúc tỷ giá được ấn định lên tới trên 24.000 VND/USD cho một NDF 12 tháng. Trong lúc NHNN vẫn tiếp tục duy trì tỷ giá chính thức ở mức thấp khoảng 16.000 VND/USD nhưng hạn chế bán ngoại tệ ra thị trường, cơ chế 2 tỷ giá được hình thành: 1 tỷ giá niêm yết chính thức, 1 tỷ giá ngoài chợ đen. Điều đáng nói là các giao dịch thực tế của các doanh nghiệp xuất nhập khẩu được thực hiện chủ yếu với tỷ giá ngoài chợ đen, ngay cả việc mua ngoại tệ được thực hiện tại các ngân hàng thương mại (tính cả phụ phí sẽ tương đương với giá chợ đen). Các lo ngại về sự mất giá của VND dẫn tới niềm tin của nhà đầu tư sụt giảm và có nhiều người cho rằng Việt Nam có thể dẫn tới khủng hoảng tiền tệ tương tự như Thái Lan 1997.

Đã trầm trọng hóa vấn đề VND phá giá?

Không có khả năng phá giá VND khi nguồn cung ngoại tệ vẫn ở mức an toàn ...

Đã có một số báo cáo của vài tổ chức trong thời gian này đề cập đến vấn đề VND có thể phá giá do những bất ổn về vĩ mô như lạm phát, thâm hụt thương mại tăng cao, cơ cấu lãi suất trần không hợp lý. Bên cạnh đó tỷ giá niêm yết của các hợp đồng NDF liên tục công bố ở mức cao hơn nhiều so với tỷ giá chính thức. Nhìn nhận lại vấn đề một cách toàn diện chúng tôi cho rằng các ý kiến về việc VND có thể bị phá giá là đã trầm trọng hóa vấn đề.

...và việc tấn công VND có chủ đích khó thành công do cơ chế kiểm soát vốn chặt chẽ và tính thanh khoản của các công cụ tài chính tại Việt Nam rất thấp

Như đã làm rõ trong phần trước khi phân tích về cán cân thanh toán của Việt Nam, với các nguồn vốn tài trợ, dự trữ ngoại hối và tình hình cải thiện về thâm hụt thương mại, khả năng VND phá giá là thấp nếu chỉ tính đến vấn đề lượng hóa cung cầu ngoại tệ (do bản chất của tỷ giá nằm ở vấn đề cung cầu ngoại tệ). Thời gian qua, tin đồn về tấn công tiền tệ vào Đồng Việt Nam cũng đã xuất hiện, chúng tôi không phủ nhận hoàn toàn khả năng này, xong với những điều kiện về kinh tế và thể chế tại Việt Nam hiện nay, chúng tôi cho rằng khả năng tấn công tiền tệ rất thấp vì các lý do cơ bản sau:

- Về mặt quy luật kinh tế, điều kiện kinh tế vĩ mô như hiện nay khiến cho khả năng tấn công tiền tệ thành công rất thấp. Điều kiện cần của một cuộc tấn công tiền tệ là áp lực phá giá. Chênh lệch lãi suất ngoại tệ và nội tệ hiện nay khoảng hơn 11%, để một cuộc tấn công tiền tệ thành công, VND phải mất giá hơn 11%. Như đã làm rõ trong phần trước khi phân tích về cán cân thanh toán của Việt Nam, với các nguồn vốn tài trợ, dự trữ ngoại hối và tình hình cải thiện về thâm hụt thương mại, Việt Nam thậm chí có thể tăng dự trữ ngoại tệ trong năm nay và như vậy không thể có áp lực phá giá hơn 11% trong năm nay.
- Về mặt kỹ thuật, để có thể tấn công tiền tệ, giới đầu cơ phải mua được các hợp đồng giao tương lai với các ngân hàng thương mại Việt Nam với khối lượng lớn để gây áp lực khiến chính các ngân hàng này mua gom ngoại tệ với mục đích phòng ngừa rủi ro, và chính việc mua gom của các ngân hàng đẩy tỷ giá lên mức các nhà đầu cơ mong muốn. Tuy nhiên trong điều kiện kiểm soát vốn như hiện nay, các ngân hàng thương mại trong nước không thể thực hiện các giao dịch này. Việc đầu cơ thực hiện trong nước cũng không dễ dàng do các hợp đồng mua ngoại tệ từ các ngân hàng thương mại phải có mục đích rõ ràng, ví dụ như cho hoạt động xuất nhập khẩu.

Dự báo tỷ giá

Trong vòng 1 năm qua, USD đã mất giá khoảng 10% so với các đồng tiền chủ chốt

Vấn đề quan trọng nhất là việc xác định một mức tỷ giá hợp lý, có tính “thị trường” căn cứ vào tình hình cung cầu ngoại tệ. Liệu tỷ giá chính thức hiện nay có thực sự hợp lý và có tính bền vững dài hạn? Theo chúng tôi mức tỷ giá hợp lý và phản ánh đúng thị trường sẽ là mức mà căn cứ vào đó tỷ giá giao dịch trên thị trường nằm trong dải biên độ tỷ giá cho phép, đồng thời không có sự chênh lệch giữa giá chợ đen và giá chính thức (hoặc chênh lệch rất nhỏ). Với mức tỷ giá như vậy NHNN sẽ không phải dùng vũ trụ ngoại hối để can thiệp thị trường và mức tỷ giá này có thể được coi là mức tỷ giá cân bằng.

Diễn biến USD index



Nguồn: NYBOT

VND đã mất giá khoảng 10% so với USD nếu tính thêm yếu tố lạm phát trong vòng 1 năm qua. Theo nguyên lý tỷ giá thực không đổi, tỷ giá danh nghĩa cân bằng hiện nay sẽ vào khoảng 17.710VND/USD

Căn cứ vào sự mất giá của VND khi lạm phát lên tới 25%, việc điều chỉnh tỷ giá chính thức và nâng biên độ là hoàn toàn hợp lý nếu xét đến mức độ mất giá trên thực tế của VND so với USD. Vậy VND đã mất giá như thế nào so với USD trong thời gian qua? Nếu xét tới lạm phát của Mỹ là 4% và việc đồng USD đã mất giá khoảng 10% trong 1 năm qua (căn cứ vào diễn biến chỉ số USD trong hình trên), ta có thể thấy trên thực tế VND đã mất giá 10% so với USD.

Như vậy về nguyên lý, tỷ giá danh nghĩa USD/VND cần phải được điều chỉnh tăng khoảng 10% để phản ánh đúng tỷ giá được xác định theo quy luật khách quan. Lấy tỷ giá danh nghĩa 1 năm trước đây là 16.100VND/USD ta có thể tính được mức tỷ giá danh nghĩa hiện nay nếu muốn giữ sức mua của VND không đổi, vào khoảng 17.710 VND/USD.

...chúng tôi cho rằng tỷ giá sẽ điều chỉnh về mức 17.200VND/USD-17.500VND/USD từ nay đến cuối năm 2008.

Với phương pháp tính không quá phức tạp này, mức tỷ giá chúng tôi đưa ra ở trên là mức tỷ giá tham khảo, có tính chất xác định xu hướng biến động của tỷ giá về dài hạn. Mức tỷ giá bền vững còn phụ thuộc tình hình cung cầu ngoại hối, kỳ vọng về thâm hụt thương mại và các nguồn vốn tương lai. Với diễn biến của kinh tế Việt Nam trong 1 năm qua chúng tôi dự báo mức tỷ giá cân bằng sẽ nằm trong khoảng 17.200VND/USD – 17.500VND/USD. Như vậy từ nay đến cuối năm dự báo NHNN có thể sẽ cho tăng dần tỷ giá giao dịch (trong biên độ cho phép) lên sát mức từ 17.200VND/USD – 17.500VND/USD để phù hợp với tình hình chung của thị trường.

Kết luận

- Việt Nam không có nguy cơ phá giá đồng VND, mặc dù niềm tin vào VND đã sụt giảm đáng kể trong thời gian qua. Ngăn chặn khủng hoảng niềm tin trong thời gian qua tỏ ra quan trọng hơn là những lo ngại về tình hình các nguồn vốn bảo đảm an toàn cán cân thanh toán.
- Khó có thể xảy ra tấn công tiền tệ có chủ ý với Việt Nam. Lý do là thanh khoản của các công cụ tài chính phái sinh (derivatives) trên thị trường Việt Nam vẫn thấp, và quan trọng nhất vẫn là khả năng kiểm soát dòng vốn chặt chẽ.
- Dự báo tỷ giá chính thức có khả năng tiếp tục tăng dần từ nay đến cuối năm. Tỷ giá USD/VND cuối năm có thể sẽ đạt khoảng 17.200-17.500. Ngoài lý do đây là mức tỷ giá phù hợp hơn với thị trường, chủ trương từ trước đến nay của NHNN vẫn là cho VND giảm giá nhẹ so với USD để kích thích xuất khẩu.

CÁC CHÍNH SÁCH VÀ NHỮNG ĐỘNG THÁI TIẾP THEO

Chính sách tiền tệ năm 2008

Mặc dù chính sách thắt chặt tiền tệ của NHNN là đúng đắn, nhưng khi thực hiện đã không thể quyết liệt và đủ lượng cần thiết để kiềm chế lạm phát hiệu quả, nguyên nhân là do tính đề kháng quá yếu của hệ thống ngân hàng

Năm 2008 chứng kiến hàng loạt các biện pháp thắt chặt tiền tệ của NHNN trong cuộc chiến chống lạm phát. Trong đó có thể kể đến các chính sách như: nâng lãi suất (với cả 3 hình thức cơ bản), nâng dự trữ bắt buộc thêm 1% và yêu cầu các ngân hàng thương mại mua tín phiếu bắt buộc. Việc ban hành khá dồn dập các chính sách này đã gây sốc cho doanh nghiệp và nền kinh tế về thanh khoản. Về lý thuyết việc thắt chặt tiền tệ là tất yếu, và liều lượng của các chính sách này nếu để chống lạm phát hiệu quả thì thậm chí được giới chuyên môn đánh giá là còn chưa đủ. Tuy nhiên, việc không đón đầu trước các cú sốc để chuẩn bị một lộ trình ban hành và thực thi chính sách phù hợp đã làm cho nền kinh tế và đặc biệt là các ngân hàng bị tác động mạnh khi thiếu thanh khoản đột ngột. Diễn biến lãi suất trên thị trường liên ngân hàng VIBOR trong giai đoạn này có những lúc lên tới 30%, đặc biệt là vào khoảng giữa tháng 2/2008 khi NHNN yêu cầu mua tín phiếu bắt buộc 20,3 ngàn tỷ. Kết quả là, trong thời gian dùng chính sách thắt chặt tiền tệ, NHNN đã phải liên tục bơm tiền ngược trở lại trong ngắn hạn để giúp các ngân hàng tránh khỏi thiếu thanh khoản cục bộ.

Chúng tôi cho rằng trong thời gian đầu năm 2008, nhiệm vụ chống lạm phát đã quá tập trung vào chính sách tiền tệ do vậy đã dẫn tới căng thẳng trên hệ thống ngân hàng và bóp nẹt nhanh chóng hoạt động của doanh nghiệp. Với tốc độ tăng trưởng của Quý II không cao, khoảng 5,8% thì mục tiêu tăng trưởng 7% có vẻ như mâu thuẫn với việc tiếp tục thắt chặt tiền tệ.

Chính sách tài khóa

Trong ngắn hạn, cắt giảm đầu tư công có tác dụng lớn trong việc giảm tổng cầu và hạn chế nhập khẩu...

Cắt giảm đầu tư công không hiệu quả là giải pháp quan trọng trong việc sử dụng chính sách tài khóa chống lạm phát. Vấn đề thực hiện chính sách tài khóa này khó khăn hơn nhiều so với chính sách tiền tệ tại Việt Nam. Khó khăn ở chỗ các dự án công được phân bổ theo sự quản lý của từng địa phương, và vấn đề lựa chọn tiêu chí theo dự án nào, địa phương nào để cắt giảm là vấn đề nhạy cảm. Mới đây Chính phủ đã tuyên bố kết hoạch cắt giảm 10% chi thường xuyên, song điều này được đánh giá là khó thực hiện.

Đánh giá nguyên nhân gây nên lạm phát bởi yếu tố hiệu quả sử dụng vốn đầu tư, chúng tôi cho rằng mặc dù đây là yếu tố căn bản ảnh hưởng đến nguồn cung hàng hóa và lạm phát về dài hạn, song đây vẫn chỉ là yếu tố thứ yếu gây nên lạm phát cao trong thời gian vừa qua. Điều này có thể thấy được qua việc từ trước đến nay hiệu quả việc sử dụng vốn đầu tư của Việt Nam cũng không cao trong thời kỳ lạm phát thấp. Tuy nhiên việc giảm chi tiêu công để tiết kiệm ngân sách nhà nước là một chính sách rất thiết thực, làm giảm lạm phát do những tác động của nó lên hệ thống tín dụng, và quan trọng là cắt giảm đầu tư công sẽ tác động nhanh chóng làm giảm tổng cầu và nhu cầu nhập khẩu.

Trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng để tránh làm tổn thương hơn nữa khu vực kinh tế tư nhân do chính sách tiền tệ, trọng tâm chống lạm phát cần chuyển sang chính sách tài khóa.

Một chính sách tỷ giá linh hoạt, phù hợp với thị trường sẽ là điều kiện tiên quyết để ổn định thị trường ngoại hối.

Hiện tượng 2 tỷ giá vừa qua cũng có một số tác dụng làm ngăn chặn việc rút vốn ồ ạt và hạn chế nhập siêu.

Chính sách điều hành tỷ giá

Về cơ bản, chính sách tỷ giá của Việt Nam đi theo chủ trương duy trì đồng nội tệ yếu và gắn vào đồng USD nhằm phục vụ xuất khẩu trong chiến lược tăng trưởng kinh tế lấy xuất khẩu làm động lực chính.

Trong tháng 6/2008 NHNN đã có 2 bước đi quan trọng liên quan tới việc điều hành tỷ giá, đó là điều chỉnh tỷ giá tham chiếu và nâng biên độ tỷ giá cho phép từ $\pm 1\%$ lên $\pm 2\%$. Cả 2 bước thay đổi này đều có mục đích là làm cho tỷ giá phản ánh sát với thị trường hơn. Chính sách về tỷ giá này được đưa ra cùng với chính sách nới lỏng trần lãi suất trong tháng 6 là dấu hiệu rất tích cực phần nào đã lấy lại niềm tin cho nhà đầu tư. Khi NHNN có thể bán USD cho các doanh nghiệp xuất nhập khẩu với tỷ giá niêm yết, kênh chính thức được khai thông, và do vậy làm giảm cầu USD trên thị trường chợ đen, chênh lệch giá USD giữa thị trường chợ đen và giá chính thức do đó đã giảm xuống nhanh chóng. Tỷ giá đi dần vào quỹ đạo ổn định.

Bên cạnh đó, việc công khai tuyên bố về mức dự trữ ngoại hối đạt 20,7 tỷ USD của Thống đốc NHNN trong cuộc hội đàm với các nhà đầu tư nước ngoài trong tháng 6 đã phần nào thể hiện sự minh bạch hóa của cơ quan điều hành, ít nhất niềm tin của các nhà đầu tư nước ngoài phần nào đã được khôi phục.

Đánh giá về cơ chế 2 tỷ giá được duy trì trước đó, bên cạnh những mặt hạn chế, chúng ta sẽ thấy một số điểm tích cực sau đây:

- Kiểm chế nhập khẩu và nhập siêu. Nếu mục tiêu bình ổn vĩ mô và chống nhập siêu được ưu tiên, thì cơ chế 2 tỷ giá đã thực hiện được mục tiêu này. Các doanh nghiệp nhập khẩu đương nhiên gặp khó khăn khi phải mua ngoại tệ với tỷ giá thị trường tự do.
- Hạn chế động cơ rút vốn ồ ạt của nhà đầu tư nước ngoài trong thời điểm nhạy cảm. Thật vậy, NHNN vẫn cam kết bán cho các nhà đầu tư nước ngoài với tỷ giá niêm yết chính thức, song không đưa thời điểm cụ thể. Trong khi đó nhà đầu tư nước ngoài không thể mua USD qua các kênh khác do giá cao. Việc này tuy có gây khó khăn trước mắt, song sẽ được các nhà đầu tư nước ngoài ngầm hiểu rằng sẽ không có chuyện rút vốn ồ ạt khỏi Việt Nam, và chính điều này lại làm các nhà đầu tư nước ngoài yên tâm hơn khi tiếp tục ở lại Việt Nam.
- Chưa phải bán ngoại tệ từ NHNN do vậy bảo toàn dự trữ ngoại tệ.

Tất nhiên, khi tình hình ổn định hơn và qua thời điểm nhạy cảm về những bất ổn, với việc số liệu lạm phát và thâm hụt tháng 6 giảm mạnh. NHNN đã bãi bỏ cơ chế 2 tỷ giá bằng việc nâng biên độ tỷ giá từ 1% lên 2%. Theo chúng tôi đây là chính sách phù hợp với quy luật kinh tế khách quan. Chúng tôi dự báo tỷ giá chính thức sẽ tiếp tục tăng dần từ nay đến cuối năm.

II. BÁO CÁO THỊ TRƯỜNG

THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU NIÊM YẾT

- *Thị trường giảm sâu, niềm tin nhà đầu tư và tính thanh khoản giảm mạnh...*
- *...nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục mua cổ phiếu dù chịu rủi ro không nhỏ từ lãi suất, tỷ giá...*
- *...khó đầu tư ngắn hạn nhưng cơ hội cho đầu tư dài hạn xuất hiện.*

Diễn biến thị trường



Đón nhận nhiều thông tin không thuận lợi, thị trường thử thách sự kiên nhẫn của nhà đầu tư.

- (1) 17/01 Ngân hàng Nhà nước (NHNN) thông báo tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc từ 10% lên 11%
- (2) 26/02 NHNN đã yêu cầu các Ngân hàng thương mại cổ phần (NHTMCP) đưa lãi suất huy động VND về mức trần 12%. Thị trường tiền tệ chứng kiến cuộc đua lãi suất huy động tiền đồng của các NHTMCP.
- (3) 04/03 Tổng công ty kinh doanh vốn nhà nước (SCIC) thông báo chuẩn bị mua vào để hỗ trợ thị trường chứng khoán (TTCK).
- (4) 17/03 Các NHTMCP hoàn thành việc mua tín phiếu bắt buộc với khối lượng 20,3 nghìn tỉ đồng theo yêu cầu của NHNN.
- (5) 18/03 HSBC dự báo VnIndex đạt mức 1100 điểm vào cuối năm 2008.
- (6) 25/03 Ủy ban chứng khoán nhà nước (UBCKNN) quyết định điều chỉnh biên độ dao động giá CP và CCQ tại Sở CGCK HCM (HoSE) từ 5% xuống 1%, tại Trung tâm GDCK HN (HASTC) từ 10% xuống 2%. Việc thu hẹp biên độ giao dịch bắt đầu thực hiện từ ngày 27/03/08
- (7) 03/04 Ủy ban chứng khoán nhà nước (UBCKNN) quyết định cho điều chỉnh biên độ giao dịch lên (+/-) 2% tại HoSE và lên (+/-) 3% tại Hasc sau khi thị trường đã có những dấu hiệu ổn định.
- (8) 20/04 HSBC điều chỉnh dự báo VnIndex xuống mức 600 điểm vào cuối năm 2008
- (9) 28/04: Hiệp hội ngân hàng thông báo về đồng thuận nâng lãi suất trần huy động từ 11% lên 12%;
- (10) 08/05: Viện Nghiên cứu Quản lý Kinh tế Trung ương (CIEM) đưa ra các kịch bản về tăng trưởng năm 2008 của Việt nam, trong kịch bản cơ bản nhất GDP năm 2008 dừng ở mức

7,2%, lạm phát “chạm” tới 19,4%

(11) 19/05 NHNN quyết định dỡ bỏ lãi suất trần huy động 12%, đồng thời nâng lãi suất cơ bản từ 8.75% lên 12%, với lãi suất cho vay tối đa không qua 150% lãi suất cơ bản.

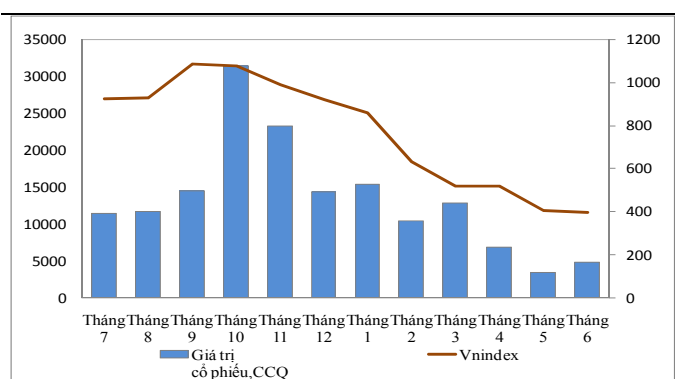
(12) 27-30/05: Sở giao dịch Hồ Chí Minh ngừng giao dịch do sự cố kỹ thuật

(13) 10/06 NHNN quyết định việc tăng lãi suất cơ bản lên 14%, tăng tỷ giá cơ bản đồng USD lên mức từ mức 16.139 VND/USD lên mức 16.461 VND/USD. Các tổ chức tài chính quốc tế đánh giá tích cực về các chính sách của Chính phủ Việt Nam.

(14) 16/06 UBCKNN thông báo sẽ nới rộng biên độ giao dịch mỗi sàn thêm (+/-) 1%, thực hiện từ ngày 19/06

(15) 26/06 NHNN nâng biên độ giao dịch USD lên (+/-) 2% so với tỷ giá bình quân trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng. Biên độ mới áp dụng từ ngày 27/06

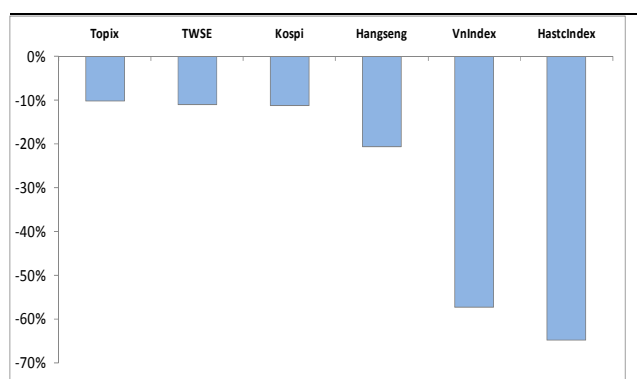
Diễn biến giao dịch tại HoSE



Đơn vị: tỷ đồng

Đơn vị: điểm

Biến động một số chỉ số chứng khoán tại Châu Á



Nguồn: HoSE, BVSC

Thị trường chứng khoán thế giới bị tác động mạnh bởi cuộc khủng hoảng tín dụng.

Thị trường chứng khoán thế giới trong 6 tháng đầu năm bị tác động mạnh bởi cuộc khủng hoảng tín dụng về cho vay bất động sản tại Mỹ từ tháng 8/2007, giá dầu, giá vàng thế giới tăng ở mức cao, hàng loạt các tổ chức tài chính quốc tế thua lỗ, tạo ra viễn cảnh không mấy tươi sáng về tình hình kinh tế thế giới. Hầu hết các chỉ số chứng khoán lớn từ Châu Mỹ, Châu Âu đến Châu Á đều sụt giảm. Tại thị trường Châu Á, chỉ số của các thị trường Nhật Bản, Hàn Quốc hay Trung Quốc đều giảm, mức giảm từ 5 đến 20%.

VnIndex và Hasc Index giảm sâu nhất khu vực.

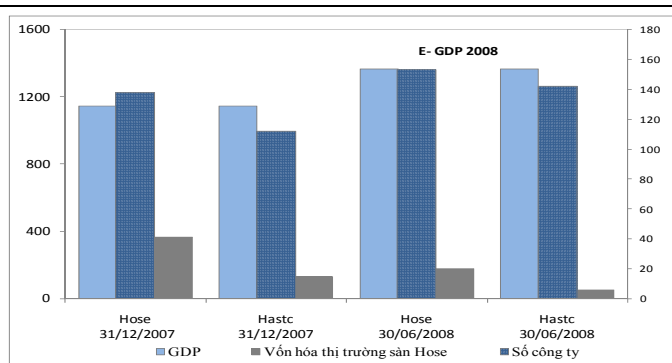
Không nằm ngoài những diễn biến tiêu cực của kinh tế thế giới, tại Việt Nam, cả 2 chỉ số VnIndex và Hasc Index đều sụt giảm. Thị trường đã xấu đi nhanh kể từ cuối năm 2007, chỉ số và giá trị giao dịch cũng như niềm tin nhà đầu tư đều suy giảm. Tính đến ngày 30/06/2008, VnIndex đã giảm 56,92%, Hasc Index giảm 65,17% so với mức điểm đóng cửa của phiên giao dịch ngày 28/12/2007. Đây là những mức điểm thấp nhất trong vòng 2 năm qua của Thị trường Chứng khoán Việt Nam.

Giá trị giao dịch cổ phiếu cả 2 sàn đều giảm mạnh. Tại sàn HoSE tổng giá trị giao dịch cổ phiếu, chứng chỉ quỹ (CCQ) trong các tháng 4 và 5 chỉ đạt mức 6.800 tỷ và 3.500 tỷ, tương ứng với 52% và 26% so với giá trị giao dịch trong tháng 3. Tại sàn Hasc, giá trị giao dịch tháng 4 chỉ bằng 48%, tháng 5 chỉ bằng 17% so với giá trị giao dịch trong tháng 3.

Trong 6 tháng qua, 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 dừng bán giải chấp cổ

phiếu, thu hẹp biên độ giao dịch trên cả 2 sàn giao dịch. Tuy nhiên các giải pháp này chưa thể chặn được đà sụt giảm của thị trường.

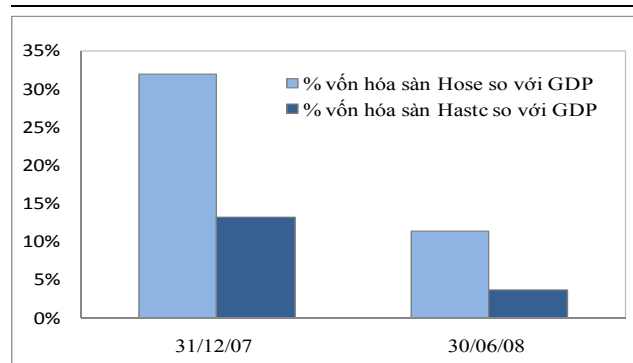
GDP, Vốn hoá thị trường và số lượng công ty



Đơn vị: ngàn tỷ

Đơn vị: số Cty

Tỷ lệ vốn hoá so sánh với GDP



Nguồn: HoSE, BVSC

Mặc dù có thêm doanh nghiệp được niêm yết, nhưng giá trị vốn hóa cả 2 sàn đều giảm.

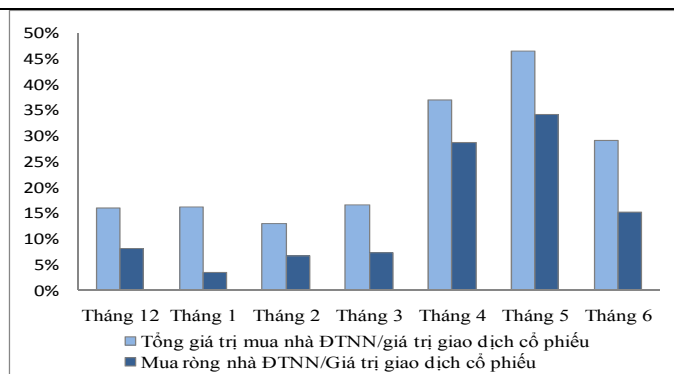
Thị trường sụt giảm khiến giá trị vốn hoá 2 sàn suy giảm đáng kể. Nếu như tại ngày 28/12/2007, mức vốn hoá của toàn thị trường đạt mức 495 ngàn tỷ, trong đó sàn HoSE đạt mức 365 ngàn tỷ và sàn Hasec đạt mức 130 ngàn tỷ, thì đến ngày 30/06/2008, mặc dù đã có thêm doanh nghiệp được niêm yết, nhưng giá trị vốn hoá cả 2 sàn đều giảm, chỉ còn 180 ngàn tỷ tại sàn HoSE và 50 ngàn tỷ tại sàn Hasec.

Thị trường đã xuất hiện những dấu hiệu của giai đoạn tích lũy, bước khởi đầu của xu thế mới

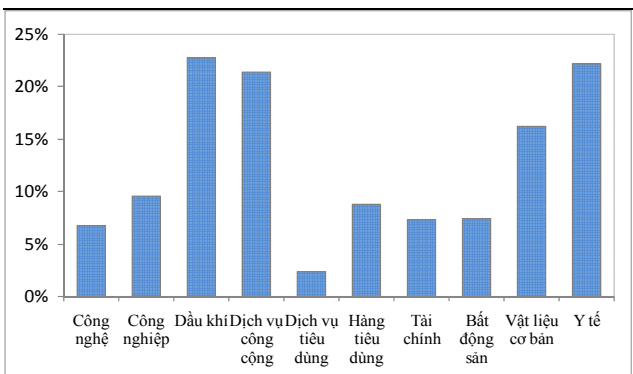
Tuy xu hướng giảm của thị trường thể hiện rõ trong 4 tháng đầu năm, nhưng tháng 5 có thể coi là giai đoạn khủng hoảng niềm tin đối với nhà đầu tư nhất. Đồng loạt các cổ phiếu được bán tháo (việc bán tháo không phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của doanh nghiệp), VnIndex đã giảm liên tiếp trong 25 phiên, còn Hasec Index giảm liên tiếp 28 phiên. Đến tháng 6, khi các chỉ số vĩ mô dần được cải thiện theo chiều hướng tích cực, UBCKNN đưa ra các giải pháp mới hỗ trợ, đã có dấu hiệu cho thấy nhà đầu tư trở lại thị trường. Diễn biến của thị trường trong tháng 6 đã cho thấy những dấu hiệu của giai đoạn tích lũy, bước khởi đầu của xu thế mới.

Giao dịch nhà đầu tư nước ngoài

Tỷ trọng mua CP, CCQ của nhà ĐTNN tại HoSE



Tỷ trọng mua ròng CP của nhà ĐTNN theo ngành



Nguồn: HoSE, BVSC

Mặc dù có nhiều thông tin không tích cực về tình hình kinh tế vĩ mô Việt Nam, tuy nhiên lượng mua vào của nhà ĐTNN vẫn tiếp tục nhiều hơn bán ra. Từ ngày

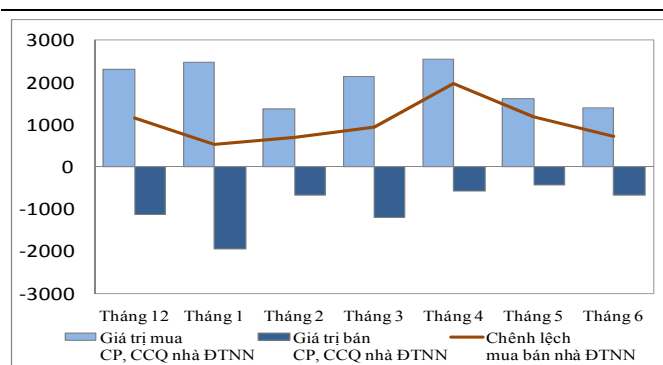
01/01/2008 đến ngày 30/06/2008, giá trị mua ròng CP và CCQ của nhà ĐTNN tại sàn HoSE đạt trên 6 ngàn tỷ đồng.

Nhà ĐTNN vẫn tiếp tục mua ròng trong giai đoạn thị trường sụt giảm.

Nhà ĐTNN giữ vai trò hỗ trợ tính thanh khoản cho thị trường trong 6 tháng qua. Giá trị mua vào của nhà ĐTNN đạt 21,5% trên tổng giá trị giao dịch, mua ròng của nhà ĐTNN đạt 11,2% trên tổng giá trị giao dịch thị trường. Diễn biến mua ròng liên tục trong 6 tháng qua của nhà ĐTNN cho thấy khả năng phân bổ nguồn vốn và sự lạc quan về triển vọng đầu tư dài hạn tại Thị trường Chứng khoán Việt Nam.

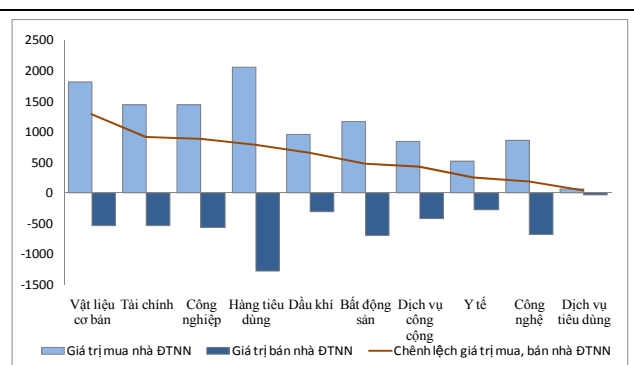
Giao dịch nhà ĐTNN tăng mạnh trong tháng 4 và tháng 5. Riêng trong tháng 5 giá trị mua ròng của nhà ĐTNN chiếm tỷ trọng lớn với 34% giá trị giao dịch toàn thị trường. Với quan điểm đầu tư giá trị, khối nhà ĐTNN vẫn tiếp tục lựa chọn các cổ phiếu tốt để mua vào, ngược dòng với các nhà đầu tư trong nước ở ạt bán ra.

Giá trị mua, bán CP,CCQ của nhà ĐTNN trong 6 tháng đầu năm 2008 tại HoSE



Đơn vị: tỷ đồng

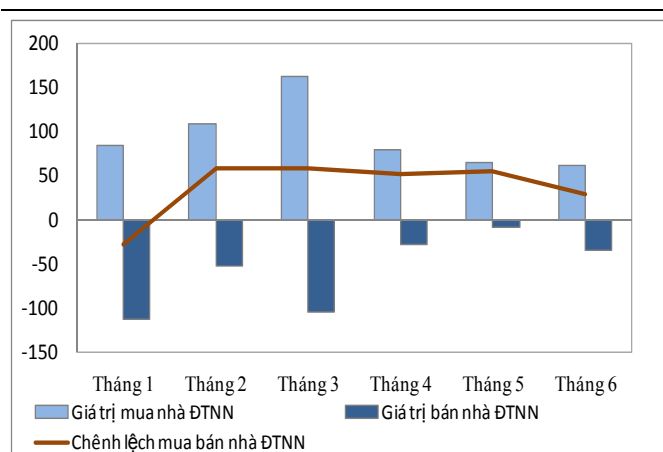
Giá trị mua, bán của nhà ĐTNN theo ngành trong 06 tháng đầu năm tại HoSE



Đơn vị: tỷ đồng

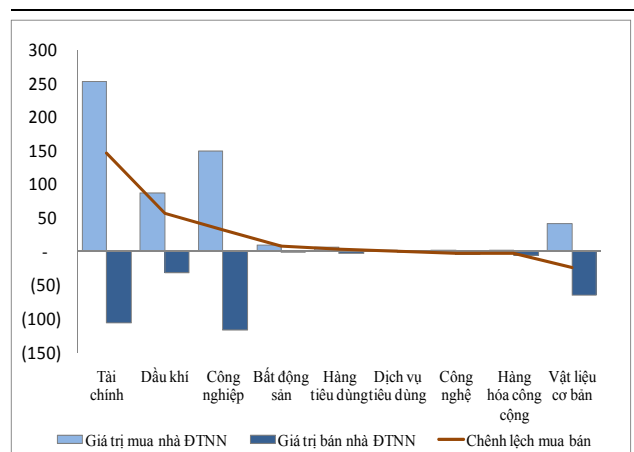
Nguồn: HoSE, BVSC

Giá trị mua vào, bán ra của nhà ĐTNN tại Hasec 6 tháng đầu năm 2008



Đơn vị: tỷ đồng

Giá trị mua, bán của nhà ĐTNN trong 6 tháng đầu năm tại Hasec



Đơn vị: tỷ đồng

Nguồn: HoSE, BVSC

Nhà ĐTNN có dấu hiệu đầu tư vào các ngành vật liệu cơ bản, ngành hàng tiêu dùng và dầu khí.

Nhà ĐTNN có dấu hiệu tái cơ cấu lại danh mục đầu tư khi họ tập trung vào mua cổ phiếu của ngành vật liệu cơ bản, ngành hàng tiêu dùng và ngành dầu khí. Trong ngành Vật liệu cơ bản, cổ phiếu DPM là cổ phiếu được nhà ĐTNN quan tâm mua vào nhiều nhất. Chúng tôi cho rằng nhà ĐTNN đã lựa chọn đầu tư vào

những ngành phù hợp với điều kiện kinh tế Việt Nam trong giai đoạn hiện nay. Những ngành trên được đánh giá là ít bị ảnh hưởng bởi lạm phát và biến động tỷ giá.

Nguyên nhân dẫn đến sự suy giảm của thị trường

Nguyên nhân từ bất ổn kinh tế vĩ mô

Nền kinh tế tăng trưởng nóng năm 2007 đã tiếp tục bộc lộ những tác động tiêu cực trong nửa đầu năm 2008. Lạm phát liên tục leo thang và cán cân thương mại thâm hụt ngày một lớn.

Quốc hội đã phải điều chỉnh chỉ tiêu tăng trưởng GDP xuống còn 7% cho năm 2008, trong khi các chỉ số kinh tế vĩ mô tiếp tục diễn biến theo chiều hướng tiêu cực và đạt mức đỉnh điểm trong tháng 5. Một số báo cáo nước ngoài bắt đầu đề cập tới khả năng khủng hoảng tiền tệ ở Việt Nam.

Ngoài những tác động do việc hạn chế cho vay đầu tư chứng khoán, diễn biến ngày một xấu của kinh tế vĩ mô đã khiến nhà đầu tư giảm lực mua, đây là nguyên nhân quan trọng khiến cho thị trường sụt giảm sâu trong 6 tháng qua.

Sức hấp dẫn của các thị trường khác

Trong 6 tháng qua, lượng vốn từ thị trường chứng khoán chịu sự cạnh tranh, thu hút vốn từ thị trường bất động sản, thị trường vàng và thị trường ngoại tệ. Nhiều nhà đầu tư nhảy bén đã hiện thực hóa lợi nhuận của mình trên thị trường chứng khoán vào cuối năm 2007 và chuyển vốn sang đầu tư tại các thị trường khác.

Nhập khẩu vàng hàng năm khoảng 60 tấn, nhưng riêng trong 4 tháng đầu năm 2008 tổng lượng vàng nhập khẩu của Việt Nam đã đạt đến 40 tấn. Đây là dấu hiệu cho thấy nhu cầu sử dụng, tích trữ vàng tăng cao trong bối cảnh khó tìm kênh đầu tư an toàn. Bên cạnh kênh đầu tư vàng, khi xuất hiện các thông tin về khả năng giảm giá của đồng tiền Việt Nam, nhà đầu tư đã chuyển vốn sang nắm giữ các ngoại tệ mạnh nhằm giữ giá trị đồng vốn và thực hiện việc đầu cơ tỷ giá.

Nguyên nhân từ chính trong sự vận hành của thị trường

Lượng cổ phiếu trên thị trường niêm yết tăng mạnh thông qua các đợt IPO doanh nghiệp lớn như VCB, PVFC, Sabeco và Habeco, các đợt phát hành thêm của doanh nghiệp niêm yết, các ngân hàng cổ phần. Ngoài việc tạo lượng cung lớn ra thị trường, những đợt IPO còn dần mất tính hấp dẫn do việc đưa ra mức giá khởi điểm quá cao.

Ngày IPO	Doanh nghiệp	KL CP (triệu)	Giá	% Đăng ký
19/10/2007	PVFC	59,6	51.000	100
26/12/2007	VCB	97,5	100.000	100
29/01/2008	Sabeco	128,3	70.000	61
18/02/2008	Habeco	34,8	50.000	12.5

Nguồn: BVSC

Mặc dù biên độ dao động giá trong ngày giao dịch đầu tiên (tại HoSE) là 20% so với giá tham chiếu, tuy nhiên việc đưa ra mức giá tham chiếu trong ngày đầu niêm yết của nhiều cổ phiếu chưa hoàn toàn hợp lý. Nhiều cổ phiếu phải trải qua giai đoạn điều chỉnh giảm liên tục để về với giá cân bằng. Quá trình giảm liên tục của các cổ phiếu lớn như DPM, HPG, PVT hay DQC sau khi lên sàn đã ảnh

Chứng khoán hạ nhiệt, nhà đầu tư loay hoay tìm kênh đầu tư mới.

Vào tháng 12/2007, giá đầu Vietcombank thành công bình quân ở mức 107.860 VND/cổ phiếu. 6 tháng sau ngày IPO, VCB được rao bán với mức giá khoảng 40.000 VND/cổ phiếu.

Ngày 21/02/2008, cổ phiếu DQC được niêm yết với giá khởi điểm 290.000 VND/cổ phiếu. Kết thúc phiên giao dịch ngày 27/06/2008, DQC đóng cửa với mức giá 44.400 VND/cổ phiếu.

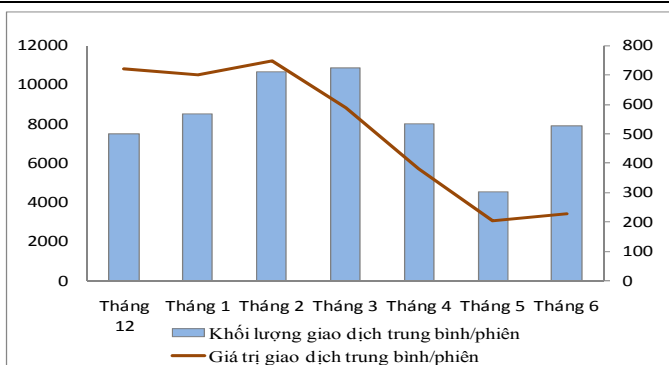
hưởng tiêu cực đến tâm lý nhà đầu tư, có tác động lớn khiến chỉ số VnIndex sụt giảm.

Trong 6 tháng qua, UBCKNN đã có 3 lần điều chỉnh biên độ giao dịch trong đó 1 lần giảm và 2 lần tăng.

Ngày	HoSE (%)	Hastc (%)
Trước 27/03/2008	(+/-) 5	(+/-) 10
27/03/2008	(+/-) 1	(+/-) 2
03/04/2008	(+/-) 2	(+/-) 3
19/06/2008	(+/-) 3	(+/-) 4

Nguồn: UBCKNN, BVSC

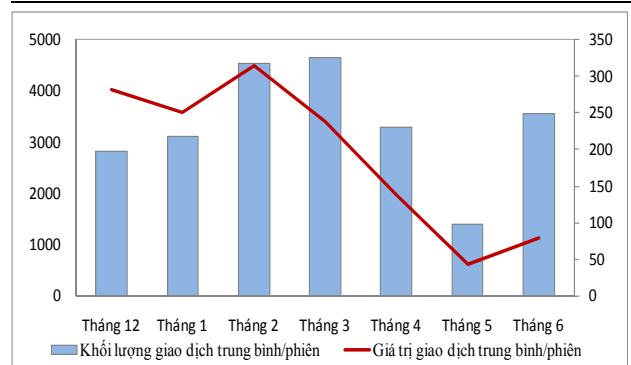
KL và GT giao dịch trung bình/phiên tại Hose



Đơn vị: triệu cổ phiếu

Đơn vị: tỷ đồng

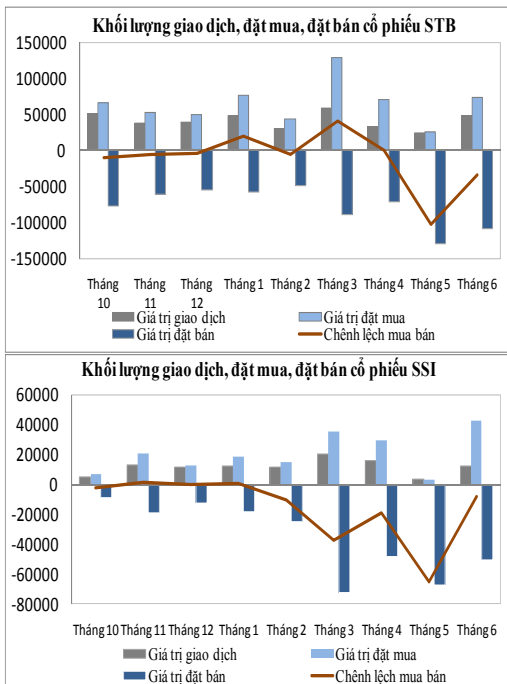
KL và GT giao dịch trung bình/phiên tại Hastc



Đơn vị: triệu cổ phiếu

Đơn vị: tỷ đồng

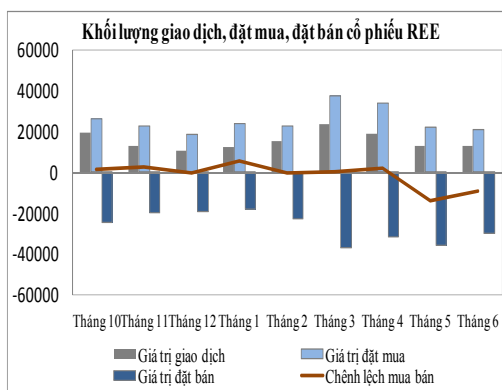
Nguồn: HoSE, BVSC



Quy định biên độ giao dịch hẹp giúp giảm thiểu rủi ro trong đầu tư, nhưng cũng làm mức độ hấp dẫn của thị trường chứng khoán giảm sút do lợi nhuận kỳ vọng giảm. Biên độ giao dịch hẹp kết hợp cùng tâm lý không mấy lạc quan về các yếu tố cơ bản của nền kinh tế khiến nhu cầu đầu tư và tính thanh khoản của thị trường giảm mạnh. Giá trị giao dịch trung bình trong các phiên giảm liên tục từ tháng 3 đến tháng 5. Trong tháng 5, giá trị giao dịch trung bình mỗi phiên tại HoSE chỉ đạt 204 tỷ, mức thấp nhất trong vòng 1 năm trở lại đây. Tuy nhiên giá trị giao dịch trung bình mỗi phiên đã có tín hiệu tăng trở lại trong tháng 6.

Cú “sốc” cung từ giải chấp

Cùng với cung tăng do các nguyên nhân trên, việc giải chấp các cổ phiếu là nguyên nhân không kém phần quan trọng tạo ra “cú sốc” cung trên thị trường niêm yết. Giá chứng khoán giảm, hợp đồng thế chấp đến thời điểm phải giải chấp, nhưng trong hoàn cảnh chính sách tiền tệ thắt chặt khiến nhiều hợp đồng đã không được gia hạn, tạo sức

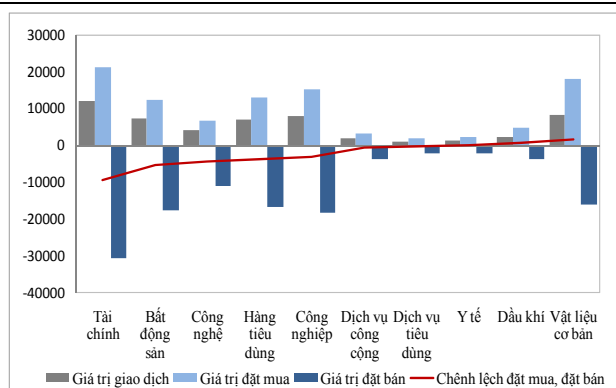


ép bán giải chấp ngày càng tăng. Theo quan sát của chúng tôi, việc giải chấp các cổ phiếu được thực hiện nhiều từ tháng 3 đến tháng 5 khi lượng đặt bán các cổ phiếu được thể chấp nhiều như SSI, STB, REE, DPM... tăng đáng kể so với giai đoạn trước đó.

Thực hiện thống kê khối lượng đặt bán của 3 mã cổ phiếu STB, SSI, REE và so sánh với lượng đặt mua toàn thị trường chúng tôi nhận thấy lượng đặt bán của 3 cổ phiếu này tăng đột biến trong tháng 3, tháng 4. Lượng đặt bán của 3 mã cổ phiếu này chiếm trên 30% lượng đặt bán toàn thị trường trong 2 tháng kể trên, cao hơn so với mức khoảng 20% của các tháng trước. Trong tháng 3, tháng 4 các thông tin về ngân hàng bán giải chấp được đề cập đến thường xuyên, chúng tôi nhận thấy sự trùng hợp trong lượng cung tăng mạnh từ các cổ phiếu này. Đối với cổ phiếu REE nguồn cung tăng mạnh còn có nguyên nhân từ thông tin về kết quả kinh doanh không mấy thuận lợi trong Quý I do hoạt động đầu tư tài chính.

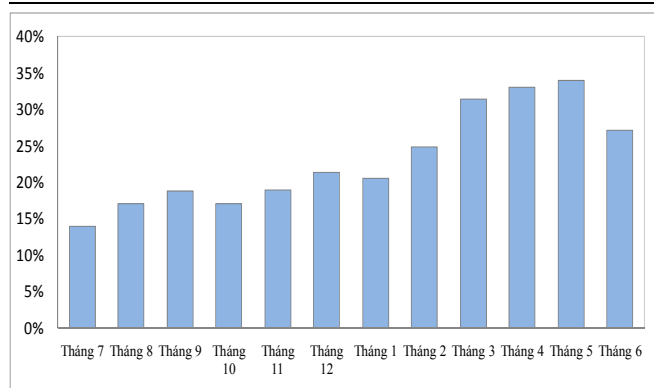
Theo diễn biến lượng bán của các cổ phiếu trên, chúng tôi nhận thấy áp lực về giải chấp đã phần nào giảm trong tháng 6, thông qua lượng đặt bán giảm dần trong khi lượng giao dịch đã tăng lên.

Giá trị giao dịch, giá trị đặt mua, đặt bán các ngành 6 tháng đầu năm tại HoSE



Đơn vị: tỷ đồng

Tỷ trọng lượng đặt bán 3 cổ phiếu STB, SSI và REE với lượng đặt bán toàn thị trường



Nguồn: HoSE, BVSC

Trong tháng 5/2008, REE đã tiếp tục lập dự phòng cho hoạt động đầu tư tài chính 50 tỷ đồng. Lũy kế 05 tháng đầu năm 2008, lợi nhuận trước thuế của REE là -127,48 tỷ đồng. (HoSE-16/06/2008).

Lo ngại về khả năng kết quả kinh doanh không thuận lợi năm 2008 của các doanh nghiệp niêm yết

Kết quả kinh doanh Quý I của một số doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực tài chính, bất động sản, xây dựng công trình và các doanh nghiệp đầu tư tài chính, góp vốn vào các dự án bất động sản không thuận lợi khiến nhiều nhà đầu tư đã có những đánh giá bi quan về khả năng tăng trưởng lợi nhuận năm 2008. Mức giảm giá trong giai đoạn 6 tháng vừa qua, theo nhận định của chúng tôi đã phản ánh gần như toàn bộ các nhân tố ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp. Trong tháng 7, khi kết quả kinh doanh Quý II của các doanh nghiệp lần lượt được công bố sẽ là giai đoạn nhà đầu tư xác định lại những dự đoán của mình, đó là cơ sở để điều chỉnh quyết định đầu tư.

Yếu tố tâm lý

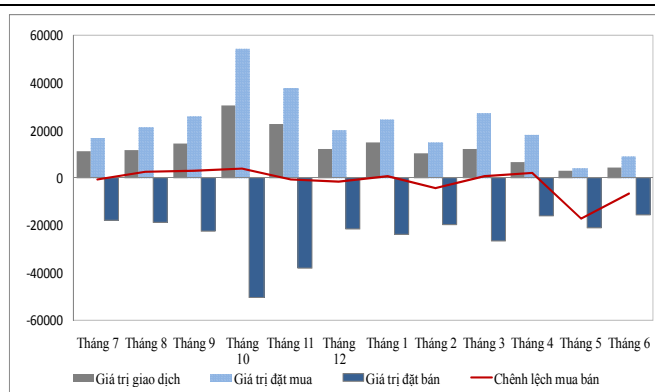
Tất cả các yếu tố trên đã có tác động tiêu cực tới tâm lý của nhà đầu tư, tâm lý bi

Khi nhà đầu tư không còn niềm tin, không gì cản nổi đà tụt dốc của thị trường.

quan của nhà đầu tư bắt đầu xuất hiện. Sau 3 tháng giảm điểm liên tục, nhiều nhà đầu tư dần mất niềm tin vào thị trường, thể hiện rõ qua lượng đặt bán tăng cao và lượng đặt mua giảm.

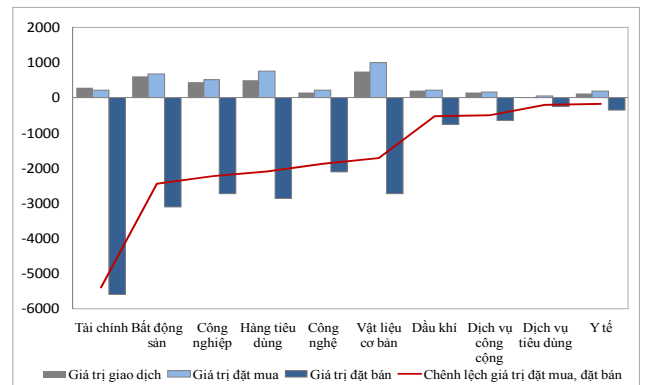
Chúng tôi cho rằng, yếu tố tâm lý là nguyên nhân chính dẫn đến tình trạng bán tháo trong tháng 5. Điều này được thể hiện rõ ở giá trị đặt bán áp đảo giá trị đặt mua trong tất cả các ngành, dù một số ngành không bị ảnh hưởng nhiều bởi các yếu tố như lạm phát và lãi suất tăng cao, biến động của tỷ giá hay sự suy giảm của tổng cầu do chính sách thắt chặt tiền tệ.

Giá trị giao dịch, đặt mua, đặt bán tại Hose



Đơn vị: tỷ đồng

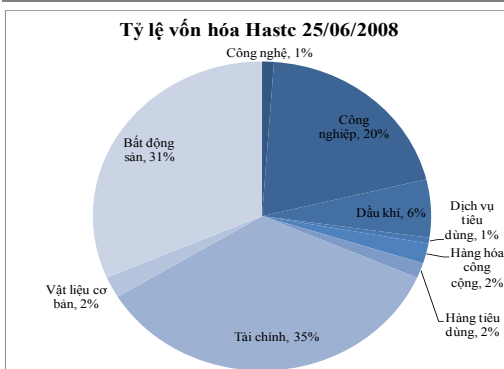
Giá trị giao dịch, đặt mua, đặt bán theo các ngành trong tháng 5 tại HoSE



Đơn vị: tỷ đồng

Nguồn: HoSE, BVSC

Tỷ lệ vốn hóa Hasc 25/06/2008



Trên sàn Hasc, dù không có nhiều cổ phiếu bị bán tháo do giải chấp, nhưng do hiệu ứng chung của toàn thị trường và tâm lý lo ngại về kết quả kinh doanh kém của các doanh nghiệp trên sàn đã khiến Hasc Index mất điểm nhanh và mạnh. Nguyên nhân không nhỏ xuất phát từ tỷ trọng vốn hoá lớn của các doanh nghiệp ngành tài chính, xây dựng, bất động sản trên sàn Hasc. Ba ngành tài chính, xây dựng và bất động sản chiếm tỷ trọng trên 80% vốn hoá toàn sàn Hasc.

Cơ hội đầu tư dài hạn xuất hiện

Như đã đề cập ở trên về các nguyên nhân khiến thị trường suy giảm trong 6 tháng qua, trên cơ sở diễn biến kinh tế vĩ mô và thị trường trong thời gian gần đây, chúng tôi cho rằng đã đến thời điểm đưa ra những phân tích nhằm đánh giá và dự báo diễn biến các nhân tố trên trong thời gian tới.

Tình hình kinh tế vĩ mô bắt đầu có dấu hiệu ổn định

Một số chỉ số chính của kinh tế vĩ mô gần đây cho thấy bức tranh kinh tế vĩ mô đã có những cải thiện đáng kể khi tốc độ tăng CPI có dấu hiệu giảm dần, lượng vốn FDI đổ vào Việt Nam tăng ổn định (đến tháng 6 đã đạt 31 tỷ USD vốn FDI cam kết) và thâm hụt thương mại có xu hướng giảm dần.

Về dài hạn, chúng tôi cho rằng các cơ quan quản lý đã tạo được hành lang chính sách để nền kinh tế vận hành theo quy luật kinh tế, là cơ sở cho sự ổn định và phát triển.

Kết quả đạt được cho thấy chính sách điều hành của Chính phủ phát huy tác dụng. Với các chính sách quyết liệt đưa ra trong tháng 6, kết quả đạt được sẽ còn tốt đẹp hơn.

Với kế hoạch IPO phù hợp, mục tiêu ngắn hạn và dài hạn sẽ đạt được đồng thời.

Thanh khoản và minh bạch là những điều kiện quan trọng đối với một thị trường chứng khoán lành mạnh.

Bất động sản hạ nhiệt, thị trường vàng và ngoại tệ biến động khó lường, nhà đầu tư chờ đợi sự phục hồi của thị trường chứng khoán.

Lộ trình IPO các doanh nghiệp lớn sẽ phù hợp hơn với hoàn cảnh thị trường

UBCKNN đã xem xét thời điểm IPO một số doanh nghiệp Nhà nước lớn để phù hợp với tình hình thị trường. Một số doanh nghiệp dự định IPO đầu năm 2008 đã được điều chỉnh kế hoạch cho phù hợp với tình hình thị trường như: kế hoạch đầu giá Vietinbank, BIDV... Bên cạnh việc lùi thời điểm IPO một số doanh nghiệp lớn, vấn đề định giá và đưa ra mức giá khởi điểm cho các đợt IPO sắp tới cũng đã được đề cập và xem xét điều chỉnh để đảm bảo sự hấp dẫn đối với thị trường.

Quản lý vận hành thị trường chứng khoán theo các quy luật kinh tế

Trong tháng 5 và tháng 6 mặc dù thị trường liên tục đi xuống nhưng các cơ quan quản lý giữ quan điểm để thị trường tự điều chỉnh. Điều này phần nào cho thấy sự thay đổi trong cách thức điều hành thị trường. Chúng tôi cho rằng UBCKNN đang hướng đến việc xây dựng cơ chế để thị trường vận hành một cách minh bạch, tạo điều kiện cho tính thanh khoản trở lại với thị trường. Đó là những biện pháp quan trọng để hỗ trợ sự phát triển bền vững của thị trường chứng khoán.

Vấn đề đầu tư trái ngành của các tập đoàn và các doanh nghiệp lớn cũng đã được các cơ quan chức năng đề cập, xem xét xử lý. Trong thời gian tới, các doanh nghiệp này sẽ không còn dễ dàng trong việc sử dụng vốn sang các lĩnh vực không chuyên như bất động sản, đầu tư tài chính. Chúng tôi cho rằng động thái trên sẽ làm cho thị trường ổn định và lành mạnh hơn do tránh được các thông tin bất lợi xuất phát từ việc đầu tư trái ngành của các tập đoàn.

Lượng giải chấp cổ phiếu sẽ giảm trong thời gian tới

Theo nhận định của chúng tôi, cao trào của việc bán giải chấp các cổ phiếu rơi vào tháng 3 và tháng 4 khi mà các cổ phiếu bluechips đều bị bán tháo. Đến những phiên giao dịch cuối tháng 6, một lượng cung không nhỏ các cổ phiếu bị bán giải chấp trong suốt giai đoạn trước như STB, SSI hay REE đã được giao dịch thành công. Trong 6 tháng tới, với yêu cầu của NHNN về việc quản lý chặt cho vay chứng khoán, cùng lượng cổ phiếu có nhu cầu giải chấp không còn lớn, chúng tôi cho rằng nguy cơ tăng cung đột biến từ việc bán giải chấp cổ phiếu sẽ khó xảy ra.

Sức hấp dẫn của các thị trường khác giảm

Hiện tại, các thị trường đã từng hút vốn ra khỏi thị trường chứng khoán đã xuất hiện những dấu hiệu khó khăn. Thị trường bất động sản có chiều hướng đóng băng, thị trường vàng có tính rủi ro cao, thị trường ngoại tệ chịu sự quản lý giám sát mạnh của các cơ quan chức năng.

Trong thời gian qua, lượng tiền gửi vào ngân hàng chủ yếu ở các kỳ hạn ngắn do lo ngại về khả năng tiếp tục tăng lãi suất, lượng vốn này khá linh hoạt và khả năng chuyển sang ngay thị trường chứng khoán khi thị trường hấp dẫn trở lại.

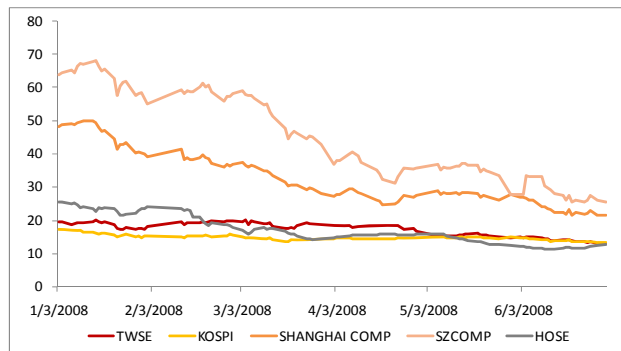
Cơ hội đầu tư giá trị xuất hiện

Trong đợt bán tháo cổ phiếu 3 tháng gần đây, giá cổ phiếu của nhiều doanh nghiệp ở các ngành vật liệu cơ bản, dầu khí, dịch vụ công cộng cũng giảm sút mạnh cùng xu hướng của thị trường, dù những ngành này ít chịu ảnh hưởng bởi biến động bất lợi trong môi trường kinh doanh.

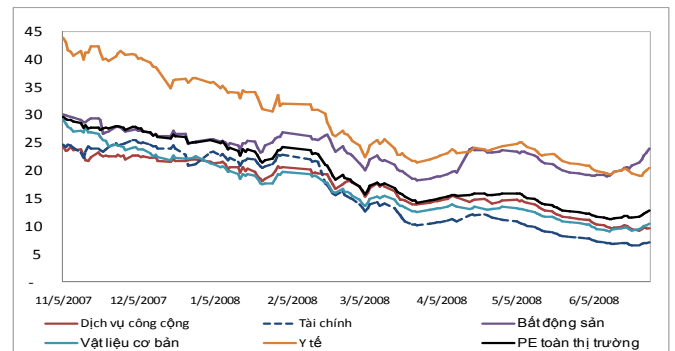
Hoạt động kinh doanh ổn định, tài chính lành mạnh, nhiều mã cổ phiếu sẽ hấp dẫn hơn với chỉ số P/E thấp.

Hiện tại, các cổ phiếu trên sàn HoSE đã khá hấp dẫn so với các thị trường chứng khoán khác trên thế giới, điển hình như sự hấp dẫn về chỉ số P/E. So sánh chỉ số P/E của sàn HoSE với các thị trường chứng khoán khác trong khu vực, chúng tôi nhận thấy P/E của sàn HoSE đã ở mức thấp so với P/E của một số thị trường khác trên thế giới.

Chỉ số P/E một số thị trường



Chỉ số P/E một số ngành tại HoSE



Nguồn: HoSE, BVSC

Chỉ số P/E của một số ngành tại thời điểm cuối tháng 6 đã ở mức dưới 10, mức P/E hợp lý để đầu tư dài hạn đối với một số doanh nghiệp. Với tiềm năng về tăng trưởng kinh tế của Việt Nam, chỉ số P/E có thể được chấp nhận cao hơn so với mức P/E hiện nay. Khi các yếu tố vĩ mô của Việt Nam đi vào ổn định, các dấu hiệu về tiềm năng phát triển được khẳng định, chúng tôi cho rằng thị trường sẽ nhanh chóng điều chỉnh trở về giá trị hợp lý. Mức mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài trong 6 tháng qua đã phần nào phản ánh kinh nghiệm của họ đối với diễn biến của các thị trường đang phát triển.

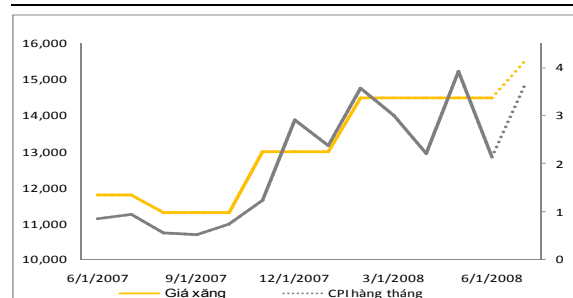
Các rủi ro tiềm ẩn

Tuy nhiên thông tin hỗ trợ thị trường đã xuất hiện, nhưng những rủi ro về kinh tế vĩ mô, thị trường và hệ thống ngân hàng vẫn tiềm ẩn.

Rủi ro lạm phát tăng cao do giá dầu thế giới

Hiện tại công tác kiểm soát lạm phát ở Việt Nam đã bắt đầu có dấu hiệu khả quan. Với tình hình giá dầu thô thế giới tăng mạnh trong thời gian vừa qua, một trong các mối lo ngại cuối cùng của kinh tế vĩ mô là việc tăng giá xăng dầu trong thời gian tới. Nhìn lại quá khứ, hệ số tương quan giữa giá xăng và chỉ số CPI của tháng kế tiếp là 0,85.

Diễn biến chỉ số CPI và giá xăng



Đơn vị: ngàn đồng Nguồn: Tổng cục thống kê, BVSC

Kiểm soát được giá lương thực, ổn định giá dầu, mức tăng CPI sẽ chậm lại.

Theo mô hình dự báo, nếu giá 1 lít xăng tăng lên 15.500 đồng, chỉ số CPI của tháng sau sẽ tăng ở mức 3,6%, còn nếu tăng giá lên 16.000 đồng thì chỉ số CPI sẽ tăng lên mức 3,9% trong tháng sau.

Việc tăng giá xăng sẽ có ảnh hưởng xấu tới tình hình lạm phát, tuy vậy chúng tôi có ba cách nhìn lạc quan về vấn đề này. *Thứ nhất*, từ biểu đồ ta có thể thấy là sau đợt ảnh hưởng đầu tiên, chỉ số CPI thường có dấu hiệu giảm vào các tháng tiếp sau đó. *Thứ hai*, trong quá khứ khi quyết định tăng giá xăng, Chính phủ thường tăng kèm theo giá các loại dầu. Với tình hình lạm phát như hiện tại, nếu có việc tăng giá xăng dầu chúng tôi nhận định phương án chỉ tăng giá xăng và ổn định giá dầu, điều đó sẽ giảm bớt ảnh hưởng đến chỉ số lạm phát. Cụ thể, giá xăng có ảnh hưởng trực tiếp đến nhóm phương tiện đi lại, tuy nhiên nhóm này chỉ chiếm 4% trong cơ cấu CPI. Mặt khác, tác động vòng 2 của giá dầu có ảnh hưởng tương đối lớn đến chỉ số CPI. *Thứ ba*, tuy Việt Nam phải bù giá nhập khẩu xăng dầu, nhưng Chính phủ vẫn có một nguồn thu đáng kể từ việc xuất khẩu dầu thô, do đó Chính phủ có thể chủ động hơn trong việc lựa chọn thời điểm để tăng giá xăng dầu sao cho mức độ ảnh hưởng của việc tăng giá này tới lạm phát được giảm thiểu (ví dụ như lựa chọn thời điểm khi các tác động của việc thắt chặt tiền tệ bắt đầu có hiệu quả mạnh hơn nữa).

Rủi ro từ chính sách tiền tệ thắt chặt

Khó tiếp cận nguồn vốn, doanh nghiệp khó phát triển mở rộng.

Việc Chính phủ và NHNN sẽ tiếp tục sử dụng chính sách tiền tệ và tài khóa thắt chặt nhằm đạt được mục tiêu khống chế lạm phát sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến nguồn vốn hậu thuẫn cho các doanh nghiệp niêm yết, các nhà đầu tư tham gia thị trường. Mức trần tăng trưởng tín dụng 30% sẽ là rào cản lớn cho các doanh nghiệp trong việc tiếp cận nguồn vốn. Chúng tôi nhận định lãi suất cơ bản sẽ chưa thể điều chỉnh hạ trong thời gian ngắn, điều đó sẽ gây khó khăn nhất định cho các doanh nghiệp sử dụng nguồn vốn vay lớn, tuy nhiên đây cũng là cơ hội cho các doanh nghiệp ít sử dụng vốn vay và có thặng dư vốn lớn.

Rủi ro tiềm ẩn từ hệ thống ngân hàng

Hệ thống ngân hàng là huyết mạch của nền kinh tế. Bất ổn trong hệ thống ngân hàng sẽ khiến nhiều lĩnh vực của nền kinh tế chịu tác động tiêu cực.

Chúng tôi cho rằng hiện nay hệ thống ngân hàng vẫn đang tiềm ẩn một số rủi ro về thanh khoản và nợ xấu. Tính đến hết tháng 5/2008, tốc độ tăng trưởng tín dụng đạt 19,13% trong khi tốc độ tăng huy động tiền gửi chỉ đạt 4,1% nâng tỷ lệ giữa cho vay và huy động tiền gửi trong nền kinh tế từ mức 93% cuối năm 2007 lên mức 107%. Tỷ lệ này của Việt Nam cao hơn so với mức trung bình 83% của khu vực Châu Á (2006). Một số ngân hàng có thể đối mặt với rủi ro thanh khoản do tỷ lệ giữa cho vay và huy động tiền gửi ở mức trên 100%. Do đối mặt với rủi ro này, nhiều ngân hàng luôn chịu áp lực tăng lãi suất nhằm tăng nguồn huy động.

Rủi ro về tín dụng: Tỷ lệ cho vay trong tổng tài sản của các ngân hàng ở Việt Nam ở mức bình quân trên 50% cho thấy các ngân hàng thương mại có mức phụ thuộc cao vào hoạt động tín dụng, tuy nhiên hoạt động tín dụng có nguy cơ rủi ro cao khi thị trường bất động sản và thị trường chứng khoán sụt giảm mạnh. Dư nợ cho vay chứng khoán trong hệ thống ngân hàng tính đến cuối tháng 4 là 9.500 tỷ bằng 0,67% và dư nợ cho vay bất động sản tính đến ngày 18/06/08 là 135.000 tỷ, bằng 10,8% tổng dư nợ tín dụng của hệ thống ngân hàng.

Rủi ro từ kết quả kinh doanh không thuận lợi của các doanh nghiệp niêm yết

Một số doanh nghiệp đối mặt với khó khăn, nhưng số khác vẫn ổn định.

Nhiều nhà đầu tư có nhận định về kết quả kinh doanh quý II sẽ thể hiện hết bất lợi của doanh nghiệp trong thời gian qua. Nếu kết quả quý II của các doanh

Doanh nghiệp tăng vốn, khiến cung cổ phiếu ra thị trường tăng, nhưng doanh nghiệp được hưởng lợi từ nguồn vốn chi phí thấp.

ng nghiệp xấu như lo ngại thì TTCK sẽ có khả năng xuống thấp hơn mức hiện nay do nhiều nhà đầu tư vẫn sẽ bị “sốc” khi các dự báo không mong muốn trở thành hiện thực. Với kịch bản này, có khả năng sẽ diễn ra một đợt bán tháo mới tại các mã có kết quả kinh doanh không thuận lợi. Sau đợt điều chỉnh này thị trường sẽ đi vào ổn định.

Trên cơ sở đánh giá các nhân tố tác động đến hoạt động của doanh nghiệp, chúng tôi nhận định kết quả kinh doanh của quý II có thể không xấu như các nhà đầu tư lo ngại. Thứ nhất, kết quả quý II sẽ chỉ xấu đối với các doanh nghiệp kinh doanh tài chính và có tham gia đầu tư tài chính. Các ảnh hưởng vĩ mô như lạm phát, chi phí vay vốn và chi phí đầu vào tăng sẽ chỉ được thể hiện ở kết quả kinh doanh ở các quý sau đó. Thứ hai, việc trích lập dự phòng của doanh nghiệp tham gia đầu tư tài chính sẽ chỉ ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của năm nay. Về lâu dài nếu các doanh nghiệp vẫn tiếp tục tập trung vào ngành nghề cơ bản thì mức độ ảnh hưởng lâu dài của khối doanh nghiệp này sẽ không đáng kể. Cuối cùng, chúng tôi cho rằng trong năm 2007 các doanh nghiệp niêm yết đã thu hút được một nguồn vốn đáng kể từ việc phát hành thêm cổ phiếu. Điều này thể hiện ở chỉ số đòn bẩy tài chính của các ngành trong năm 2007 đã giảm đáng kể so với năm 2006.

Chỉ số: Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu				
	HOSE		HASTC	
	2006	2007	2006	2007
Công nghệ	2,30	1,88	2,20	1,84
Công nghiệp	2,35	1,90	3,19	3,06
Dầu khí	2,48	2,02	4,51	3,83
Dịch vụ công cộng	2,61	2,18	1,43	1,40
Dịch vụ tiêu dùng	1,89	1,78	2,20	2,43
Hàng tiêu dùng	1,64	1,58	3,12	2,56
Vật liệu cơ bản	1,89	1,60	2,67	3,13
Y tế	1,87	1,31		
Bất động sản	1,76	1,46	2,92	1,56
Tổng cộng	2,06	1,74	3,09	2,77

Nguồn: Tổng hợp báo cáo các công ty, BVSC

Các doanh nghiệp này thu được một lượng lớn vốn thặng dư nhằm đáp ứng cho kế hoạch kinh doanh năm 2008. Nhờ việc phát hành thêm mà nhiều doanh nghiệp giảm thiểu được khoản chi phí vốn cao trong thời gian tới.

Rủi ro từ mức giá tham chiếu ngày đầu niêm yết của các cổ phiếu

Giả định mức giá tham chiếu sau ngày đầu niêm yết của VCB, PVFC và Sabeco các cổ phiếu này đều là 50.000 VND (mức giá tham chiếu ngày niêm yết thấp hơn mức giá đầu thành công), khi đó vốn hoá của 3 cổ phiếu này đạt mức

Theo kế hoạch, các cổ phiếu của Vietcombank, PVFC, Sabeco....sẽ có khả năng niêm yết trên sàn HoSE trong năm 2008. Nếu thực hiện đúng kế hoạch, Vietcombank sẽ niêm yết 1.200 triệu cổ phiếu, PVFC niêm yết 500 triệu cổ phiếu và Sabeco niêm yết 641 triệu cổ phiếu. Những cổ phiếu có giá trị vốn hoá lớn như trên sẽ có ảnh hưởng lớn đến chỉ số VnIndex. Trong trường hợp các cổ phiếu trên có mức giá niêm yết khởi điểm quá cao, quá trình điều chỉnh về giá cân bằng được thị trường chấp nhận sẽ khiến chỉ số VnIndex tiếp tục chuỗi ngày

117 ngàn tỷ, tương đương khoảng 40% mức vốn hoá toàn thị trường (nếu mức vốn hoá hiện nay không đổi). Trường hợp 3 cổ phiếu đồng loạt điều chỉnh giảm 3%, các cổ phiếu khác giá không đổi VnIndex sẽ giảm 1,2%.

điều chỉnh giảm, và ngược lại.

Rủi ro về khả năng nền kinh tế bước vào giai đoạn giảm tăng trưởng

Kinh tế thế giới vẫn chưa thoát khỏi giai đoạn khủng hoảng, trong khi nền kinh tế Việt Nam đang có những dấu hiệu tăng trưởng chậm dần do các chính sách điều hành nhằm hạn chế lạm phát. Trong bối cảnh chung của kinh tế thế giới còn khó khăn, các bất ổn của kinh tế vĩ mô chưa thể ổn định ngay thì các biện pháp thắt chặt nền kinh tế có thể khiến kinh tế Việt Nam tiếp tục giảm tốc độ tăng trưởng.

Thị trường nào cũng chứa đựng những rủi ro tiềm ẩn, tuy nhiên khi những rủi ro đã được nhận biết thì mức độ nguy hại sẽ giảm đi đáng kể.

Dự báo thị trường

Căn cứ trên những phân tích về tình hình vĩ mô, tình hình thị trường, chúng tôi dự báo thị trường vào thời điểm cuối năm 2008 chỉ số VnIndex sẽ ở mức 550-600 điểm. Nhận định trên của chúng tôi được đưa ra dựa trên 2 cách tiếp cận dự báo thị trường. Cách tiếp cận thứ nhất dựa trên cơ sở dự báo EPS 2008 của 20 công ty có mức vốn hóa lớn nhất sàn HoSE, cùng việc xác định chỉ số P/E cho giai đoạn 6 tháng tới cho thị trường. Cách tiếp cận thứ hai là dựa trên việc phân tích các nguyên nhân, điều kiện ảnh hưởng đến thị trường trong 6 tháng qua, từ đó đánh giá lại các nguyên nhân, dự báo xu hướng trong thời gian tới của các nguyên nhân và qua đó đưa ra nhận định về xu hướng sắp tới của chỉ số VnIndex. Với cách tiếp cận thứ 2, chúng tôi mong các nhà đầu tư có thể dựa trên cách tiếp cận đó và tự đưa ra các giả định để từ đó có dự báo về xu hướng của VnIndex cho riêng mình.

Cách tiếp cận thứ 1:

Với cách tiếp cận này chúng tôi đã dự báo EPS của 20 công ty vốn hóa lớn nhất sàn HoSE. Giá trị của 20 công ty này chiếm tới 75% 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. Nhìn lại diễn biến của các thị trường trong thời gian khủng hoảng tài chính như thị trường Thái Lan, Hàn Quốc và các thị trường khác sau giai đoạn 1997,... chúng tôi nhận thấy chỉ số P/E ở điểm thấp nhất dao động vào khoảng 6-8, nhưng sau 6 tháng của thời điểm đáy thị trường, nhà đầu tư đã chấp nhận ở mức P/E cao hơn nhiều so với mức đáy.

Điều quyết định mức độ P/E hợp lý là diễn biến kinh tế vĩ mô. Chúng tôi đưa ra 3 khả năng diễn biến kinh tế vĩ mô và dự báo VnIndex như sau:

	Bất ổn	Ổn định	Tích cực
Lạm phát (chỉ số CPI tháng)	Trên 1.5%	1.25 – 1.5%	Dưới 1.25%
Cán cân thương mại (tỷ USD)	Trên 23	22-23	Dưới 23
Giải ngân FDI (tỷ USD)	Dưới 7	7-8	Trên 8
Tăng trưởng GDP (%)	Dưới 5.5	5.5-6.5	Trên 6
Xác suất xảy ra (%)	20	50	30
Dự báo VnIndex (cuối năm)	500	560	630

Cách tiếp cận thứ 2

Dựa trên việc đánh giá lại nhóm nguyên nhân chính dẫn đến sự sụt giảm của thị trường trong 6 tháng qua, chúng tôi dự báo diễn biến nhóm nhân tố trên để từ đó nhận định về xu hướng thị trường trong các điều kiện mới. Như đã nêu trên, chúng tôi cho rằng các nhân tố chính ảnh hưởng đến diễn biến của VnIndex trong 6 tháng qua gồm 3:

- Tình hình kinh tế vĩ mô, các chính sách quản lý điều hành thị trường và triển vọng kinh doanh của các doanh nghiệp,
- Việc tăng cung đột biến do giải chấp,
- Yếu tố tâm lý của nhà đầu tư.

Các yếu tố này ảnh hưởng xuyên suốt đến diễn biến thị trường. Tuy nhiên trong các giai đoạn khác nhau thì mức độ ảnh hưởng từng nhân tố sẽ có tỷ trọng khác nhau. Ví dụ, như giai đoạn tháng 3, tháng 4, theo chúng tôi giải chấp là nhân tố chính ảnh hưởng đến diễn biến thị trường, các nhân tố về vĩ mô, tâm lý có ảnh hưởng nhưng ở mức độ nhẹ hơn. Trong giai đoạn tháng 5, theo nhận định của chúng tôi, yếu tố tâm lý và yếu tố vĩ mô là nhân tố chính quyết định diễn biến thị trường. Biểu hiện ở việc đồng loạt tất cả các cổ phiếu, các ngành đều được tranh bán.

Việc định lượng chính xác ảnh hưởng của từng nhân tố đến diễn biến thị trường là không khả thi, tuy nhiên chúng tôi đưa ra cách tiếp cận này nhằm mang lại cho nhà đầu tư một phương pháp để tự đưa ra dự đoán xu hướng thị trường trong thời gian tới. Chúng tôi mạnh dạn đưa ra tỷ trọng ảnh hưởng từng yếu tố đến việc giảm 800 điểm của thị trường (giảm từ 1.170 xuống 370 điểm) như sau: ảnh hưởng từ triển vọng kinh doanh của các doanh nghiệp chiếm 50%, ảnh hưởng từ việc tăng cung đột biến do giải chấp chiếm 30% và do yếu tố tâm lý của nhà đầu tư chiếm 20%.

Khi các nhân tố về môi trường kinh doanh, hoạt động giải chấp không còn tiêu cực như 6 tháng vừa qua, tâm lý của nhà đầu tư dần đi vào ổn định thị trường sẽ dần xác định xu thế mới. Theo nhận định của chúng tôi, khi tâm lý nhà đầu tư bớt bi quan, thị trường có khả năng phục hồi lên mức điểm 530-580 (tương đương 20% (160 điểm) số điểm đã mất do ảnh hưởng của tâm lý bi quan đến đến trạng thái bán quá mức của nhà đầu tư).

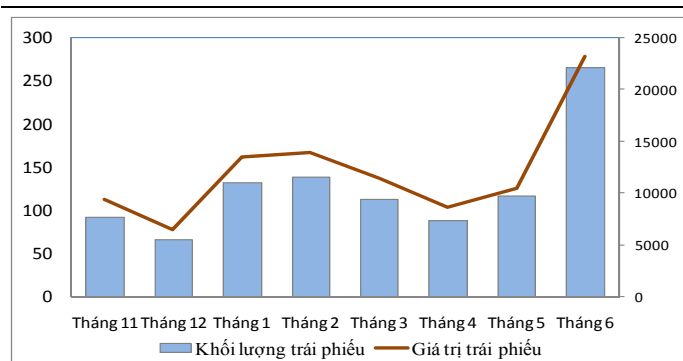
Khuyến nghị

Trên cơ sở những phân tích trên, chúng tôi cho rằng sau khi có kết quả kinh doanh quý 2 của các doanh nghiệp, thị trường sẽ có đợt điều chỉnh để giá các cổ phiếu về mức phù hợp với kết quả quý 2. Sau đợt điều chỉnh này, thị trường sẽ bước vào giai đoạn ổn định và tăng dần đến cuối năm, nhưng sẽ có sự phân hoá rõ giữa nhóm các cổ phiếu duy trì được kết quả thuận lợi, có triển vọng và nhóm các cổ phiếu bị tác động lớn từ biến động của lạm phát, lãi suất, tỷ giá và giảm cầu do chính sách thắt chặt tiền tệ.

Theo nhận định của chúng tôi, những ngành hợp lý để đầu tư cho danh mục đầu tư dài hạn là ngành vật liệu cơ bản, dịch vụ cộng đồng, dầu khí, y tế và một số ngân hàng tốt.

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

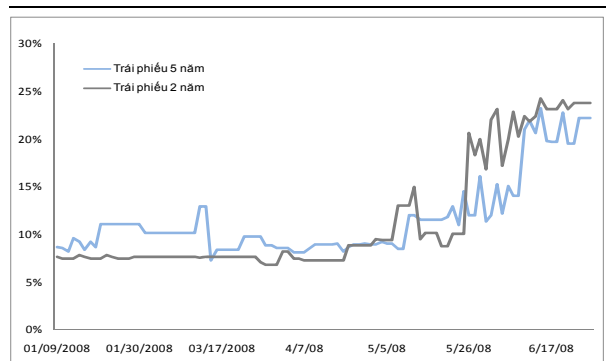
Khối lượng và giá trị giao dịch trái phiếu tại 2 sàn



Đơn vị: triệu đơn vị

Đơn vị: tỷ đồng

Diễn biến lợi suất trái phiếu Chính phủ



Nguồn: HoSE, BVSC

Diễn biến thị trường trái phiếu

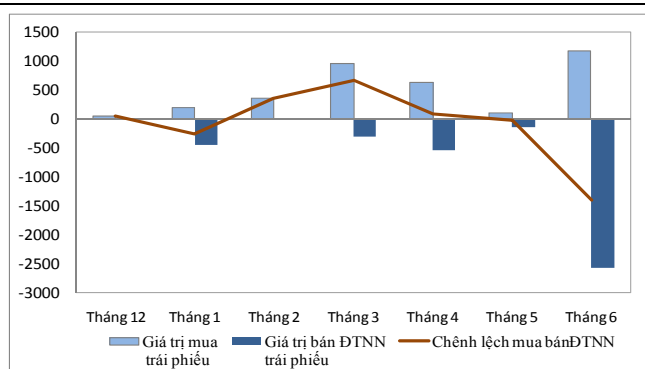
Thị trường trái phiếu trong 6 tháng qua chịu tác động trực tiếp từ các biến động khó lường của lãi suất và tỷ giá. Tuy giá trị giao dịch trái phiếu trên sàn thứ cấp tăng mạnh, nhưng giá giao dịch của trái phiếu lại giảm mạnh (lợi suất trái phiếu tăng cao). Giá trị giao dịch trái phiếu trong tháng 6 tại 2 sàn đạt trên 23 ngàn tỷ, mức lớn nhất trong vòng 1 năm trở lại đây.

Lợi suất trái phiếu bắt đầu tăng cao kể từ giữa tháng 5, sau khi NHNN tuyên bố chuyển từ cơ chế lãi suất thả nổi đã được áp dụng từ năm 2002 sang cơ chế điều hành lãi suất theo lãi suất cơ bản. NHNN đã điều chỉnh lãi suất cơ bản từ mức 8,75% lên 12%/năm, sau đợt tăng lãi suất trên, ngày 11/06/08, NHNN tiếp tục tăng lãi suất cơ bản lên 14%/năm. Với mức lợi suất trái phiếu giao dịch tại thị trường thứ cấp cao như trong 6 tháng vừa qua, các đợt phát hành trái phiếu của Chính phủ đã liên tục không thành công do mức lãi suất trần chưa phù hợp với tình hình thị trường. Gần đây nhất, vào ngày 18/06/2008 đợt phát hành trái phiếu 2 năm và 5 năm của Chính phủ cũng đã không thành công cho dù lãi suất trần do cho trái phiếu 5 năm đã điều chỉnh tăng đến 12,5%.

Trong tháng 5 và tháng 6, nhiều tổ chức xếp hạng tín dụng đã có những đánh giá không tích cực về triển vọng kinh tế vĩ mô ở Việt Nam. Đầu tháng 5, Standard & Poor's (S&P) đánh giá lại mức độ tín nhiệm cho Việt Nam về mức BB+/B, từ mức ổn định (stable) xuống mức kém ổn định (negative). Đến đầu tháng 6, Fitch vẫn duy trì mức xếp hạng tín dụng ngoại tệ dài hạn (long-term foreign currency issuer default rating (IDR)) cho Việt Nam ở mức BB-, tuy nhiên tổ chức này hạ triển vọng của Việt Nam từ ổn định xuống kém ổn định (negative). Những đánh giá này, đã có tác động ngay đến mức giá của trái phiếu giao dịch trên thị trường thứ cấp cũng như kết quả của các đợt đấu giá trái phiếu Chính phủ.

Giao dịch trái phiếu nhà ĐTNN

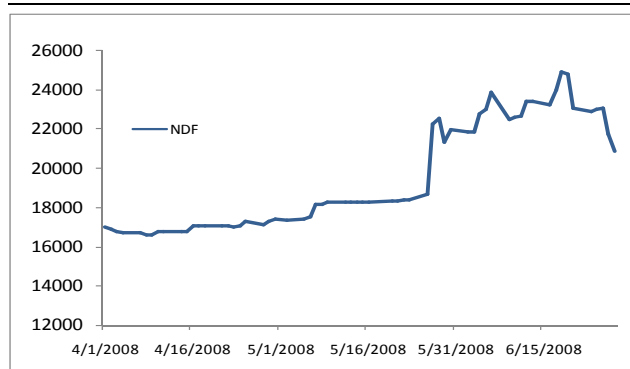
Giá trị giao dịch trái phiếu nhà ĐTNN tại HoSE



Đơn vị: tỷ đồng

Nguồn: HoSE, BVSC

Diễn biến tỷ giá của hợp đồng kỳ hạn không chuyển đổi (NDF)



Đơn vị: tỷ đồng

Nguồn: Bloomberg, BVSC

Các tổ chức nước ngoài đã mua vào nhiều trái phiếu từ cuối năm 2007 cũng như 3 tháng đầu năm 2008, khi viễn cảnh chung của nền kinh tế chứa đựng nhiều dấu hiệu cho thấy sự tăng giá của VND so với USD. Với diễn biến trên, nhà ĐTNN đồng thời được hưởng tỷ suất sinh lợi cao từ việc nắm giữ các trái phiếu và sự tăng giá của VND. Tuy nhiên, kể từ tháng 4 năm 2008 với sự giảm giá của đồng nội tệ (lạm phát lên tới 25,2% so với cùng kỳ năm trước), các ngân hàng nội địa bước vào cuộc đua lãi suất huy động khiến lợi suất trái phiếu tăng cao, nhà ĐTNN tìm cách thoát khỏi thị trường trái phiếu. Nhu cầu về USD tăng mạnh trong tháng 4 và tháng 5 khiến giá USD trong nước cùng tỷ giá theo hợp đồng kỳ hạn không chuyển đổi (NDF) tăng đột biến. Theo dõi giao dịch trái phiếu của nhà ĐTNN tại sàn HoSE, chúng tôi nhận thấy giá trị trái phiếu bán ra của nhà ĐTNN tăng đột biến trong tháng 6, chênh lệch bán ra mua vào đạt mức 680 tỷ, mức chênh bán ra cao nhất tại sàn HoSE kể từ năm 2007 trở lại đây.

Dự báo diễn biến thị trường trái phiếu

Với việc tiếp tục duy trì chính sách thắt chặt tiền tệ, hệ thống ngân hàng vẫn đối mặt với rủi ro thanh khoản trong ngắn hạn do vậy lãi suất huy động của các ngân hàng có thể vẫn duy trì ở mức cao trong thời gian ngắn sắp tới. Tuy nhiên, khả năng duy trì lãi suất huy động ở mức cao khó có thể giữ được trong thời gian dài khi NHNN liên tục có các biện pháp nhằm bình ổn hệ thống ngân hàng, ổn định thị trường tiền tệ. Trong trường hợp hệ thống ngân hàng có sự cải thiện, tăng tính thanh khoản, giảm dần lãi suất huy động thì việc lựa chọn đầu tư các trái phiếu có kỳ hạn dài với tỷ suất sinh lợi cao như hiện nay sẽ thực sự hấp dẫn.

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo Tổng kết 6 tháng 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 trong 6 tháng đầu năm 2008. 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, 2008.

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Kinh tế vĩ mô & Chiến lược thị trường
Phòng Phân tích

Ths. Nguyễn Xuân Nam
Phó trưởng phòng
Trưởng bộ phận
namnx@bvsc.com.vn

Ts. Phạm Thành Thái Lĩnh
Chiến lược thị trường
linhppt@bvsc.com.vn

Cn. Hoàng Anh Tuấn
Phân tích kỹ thuật
tuanhoang@bvsc.com.vn

Ths. Tống Minh Tuấn
Phân tích kinh tế
tuantm@bvsc.com.vn

Ths. Phạm Tiến Dũng
Chiến lược thị trường
dungpt@bvsc.com.vn

Ths. Nguyễn Xuân Bình
Phân tích kỹ thuật
binhnx@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