

Ngày 09 tháng 2 năm 2010

Công ty CP Chứng khoán FPT

Bộ phận Phân tích Đầu tư

**CÔNG TY CỔ PHẦN
CHỨNG KHOÁN FPT**

Trụ sở chính: Tầng 2, 71
Nguyễn Chí Thanh – Hanoi

Tel: (84.4) 3773 7070

Xem các nghiên cứu của FPTs tại
địa chỉ:

<http://www.ezsearch.fpts.com.vn>

*Thông tin miễn trách nhiệm ở cuối
báo cáo này.*

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH NỀN KINH TẾ VIỆT NAM 2009 VÀ
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN 2010**

| | |
|--|----|
| I. TỔNG QUAN KINH TẾ THẾ GIỚI | 3 |
| II. KINH TẾ VIỆT NAM TRONG NĂM 2009..... | 7 |
| III. HƯỚNG PHÁT TRIỂN CỦA TTCK | 25 |
| IV. PHỤ LỤC | 31 |

DANH MỤC CÁC CHỮ CÁI VIẾT TẮT

| | |
|--------------|--|
| ADB | Ngân hàng phát triển Châu Á |
| ASEAN | Hiệp hội các quốc gia Đông Nam Á |
| Core CPI | Chỉ số giá tiêu dùng cơ bản |
| Headline CPI | Chỉ số giá tiêu dùng toàn phần |
| CPI | Chỉ số giá tiêu dùng |
| FED | Cục dự trữ liên bang Mỹ |
| FDI | Đầu tư trực tiếp nước ngoài |
| FII | Đầu tư gián tiếp nước ngoài |
| GDP | Tổng thu nhập quốc dân |
| ICOR | Hệ số đầu tư tăng trưởng/ Tỷ lệ vốn trên sản lượng tăng thêm |
| IMF | Quỹ Tiền tệ quốc tế |
| NHNN | Ngân hàng Nhà nước |
| NHTM | Ngân hàng thương mại |
| ODA | Nguồn vốn hỗ trợ chính thức |
| PMI | Chỉ số Quản lý hàng hóa |

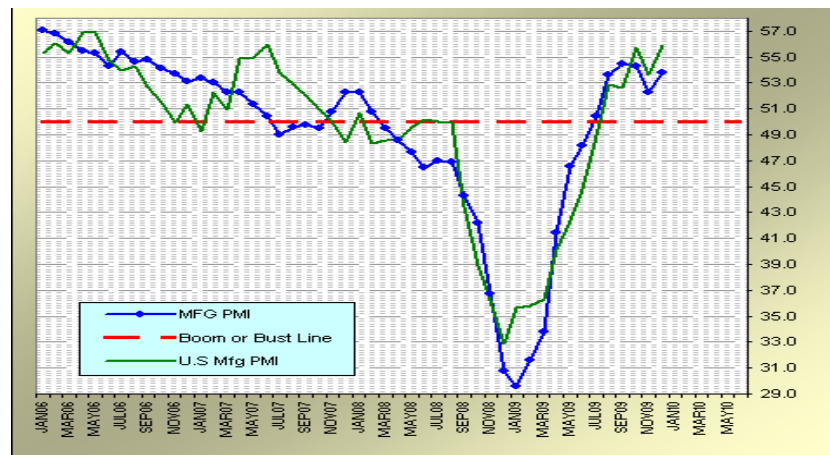
I. TỔNG QUAN KINH TẾ THẾ GIỚI

Khép lại một năm, 2009 có thể coi là một năm đầy thử thách của kinh tế thế giới. Nếu như trong 2008 cả thế giới chao đảo trước những tổn thất nặng nề mà cơn bão tài chính toàn cầu mang lại, thì sau đó một năm, người ta được chứng kiến những nỗ lực phục hồi đáng nể đan xen với sự lo lắng về một cuộc khủng hoảng sâu lan rộng.

Những tín hiệu tích cực:

Những nỗ lực khôi phục thị trường nhà đất và giải cứu hệ thống ngân hàng thế giới; sự quyết đoán và mạnh tay với những gói giải pháp từ cuối năm 2008... đã phát huy tác dụng. Tín hiệu tích cực về sự phục hồi của các nền kinh tế liên tục được phát ra: Singapore trở thành quốc gia đầu tiên công bố thoát suy thoái vào tháng 7; kinh tế Mỹ thoát suy thoái vào Quý III/2009, và ở Anh, được cho là chấm dứt vào Quý IV với lĩnh vực dịch vụ tăng trưởng 6 Quý liên tiếp. Dấu hiệu phục hồi kinh tế có thể cảm nhận được qua sự cải thiện của hàng loạt các chỉ số kinh tế như PMI, chỉ số lòng tin người tiêu dùng, số lượng đơn đặt hàng mới... Năm 2009 cũng được coi là năm của các nền kinh tế mới nổi tại châu Á và Mỹ Latinh khi các quốc gia này có tốc độ hồi phục kinh tế ấn tượng hơn hẳn các cường quốc như Mỹ, Nhật Bản và EU.

Chỉ số PMI Mỹ và Nhật



Nguồn: Reuters

Và rủi ro tiềm ẩn:

Bên cạnh những tín hiệu tích cực, kinh tế Thế giới năm qua cũng bộc lộ không ít những rủi ro tiềm ẩn của một kịch bản hồi phục kém bền vững.

Trước tiên, giá hàng hoá tăng mạnh nhất trong 40 năm, giá dầu tăng 78% trong năm 2009 trong khi giá vàng cũng lập đỉnh cao chưa từng có ở mức 1.220,40 USD/ ounce trước sự yếu thế của đồng dollar Mỹ, đa dạng hóa dự trữ quốc gia và chính sách nới lỏng tiền tệ ở nhiều nước, cũng như những lo ngại về tiến độ phục hồi kinh tế Thế giới, đang cảnh báo nguy cơ lạm phát diện rộng trong năm 2010.

Tiếp đó, tỉ lệ thất nghiệp tăng nhanh (đặc biệt tại các quốc gia phát triển như Mỹ, Nhật...).

Khoảng 40 – 60 triệu người bị mất việc trong năm 2009. Tại Mỹ, tỉ lệ thất nghiệp cao nhất trong 26 năm và đã đạt tới hai con số và dự kiến còn tiếp tục tăng trong năm 2010. Thất nghiệp tăng kéo theo các vấn đề về an sinh xã hội, tiêu dùng...tạo ra những ảnh hưởng tiêu cực tới quá trình phục hồi kinh tế.

Cuối cùng, sự sụp đổ của các tên tuổi lớn như công ty hóa chất hàng đầu thế giới Lyondell Chemical; tập đoàn thiết bị viễn thông lớn nhất tại Bắc Mỹ Nortel Networks Corp; SFCG - một tổ chức cho vay của Nhật, General Motors - hãng xe lớn nhất thế giới, Extended Stay Hotels; Ngân hàng Colonial BancGroup Inc... hay những bê bối tài chính như sự kiện Dubai World xin khẩn nợ, sự kiện. Chủ tịch Satyam, công ty sản xuất linh kiện lớn thứ tư Ấn Độ thủ nhận gian lận kế toán để thổi phồng tài sản và lợi nhuận gây chấn động nền tài chính nước này...đang làm dấy lên mối lo ngại về bong bóng tài chính còn tiềm ẩn tại các thị trường mới nổi.

Thị trường chứng khoán Thế Giới năm 2009

Dư âm của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đã kéo dài đến đầu tháng 3 năm 2009, khiến cho bức tranh thị trường chứng khoán trở nên vô cùng ảm đạm. Toàn bộ các chỉ số thị trường đã sụt giảm xuống mức thấp nhất trong năm vào giai đoạn này.

Kể từ tháng 3 năm 2009, Chứng khoán toàn cầu đã hoàn toàn thay đổi trạng thái, xu thế và từng bước phục hồi trở lại. Cụ thể, tại Phố Wall, Dow Jones đã xuống 6.547,05 điểm, S&P 500 xuống 676,53 điểm và Nasdaq xuống 1.268,64 điểm - những mức này lần lượt giảm 25,4%, 25,1%, 19,55% so với cuối năm 2008. Tại châu Âu, tính đến ngày 9/3, cả ba chỉ số chính đều có mức giảm trên 20% so với cuối năm 2008, trong đó thị trường Đức đã giảm tới 23,24%. Tại châu Á, chỉ số Nikkei 225 của Nhật đã giảm điểm phiên đầu tuần ngày 09/03 xuống mức thấp nhất trong 26 năm qua. Thị trường chứng khoán Việt Nam cũng mất đi 21,47% giá trị.

Kinh tế toàn cầu sau thời điểm này đã cho thấy nhiều minh chứng thuyết phục về sự phục hồi. Đồng thời sự tăng tốc của một số nền kinh tế mới nổi, điển hình là Trung Quốc đã tạo đà cho các chỉ số thị trường tăng điểm một cách vững chắc.

So với thời điểm cuối năm 2008, chỉ số FTSE có mức tăng hàng năm cao nhất kể từ 1997, tăng 22%. Chỉ số DAX của Đức tăng 23% còn CAC của Pháp tăng 22%. Giá cổ phiếu Mỹ cũng khá tích cực. Chỉ số S&P 500 đã tăng gần 25%, là mức tăng mạnh nhất kể từ 2003 tới nay, trong lúc Dow Jones tăng 20%. Chỉ số công nghệ cao Nasdaq thậm chí còn đạt mức tăng gấp đôi như thế, 45%.

Đặc biệt chỉ trong năm rồi, thị trường Thượng Hải tăng tới 80%. Chỉ số Hang Seng ở Hong Kong tăng 52% còn Nikkei ở Nhật đóng cửa với mức tăng khiêm tốn hơn, 19%. Kinh tế Nhật hiện vẫn đang trong tình trạng giảm phát và người ta vẫn lo có thể bị quay trở lại tình trạng suy thoái.

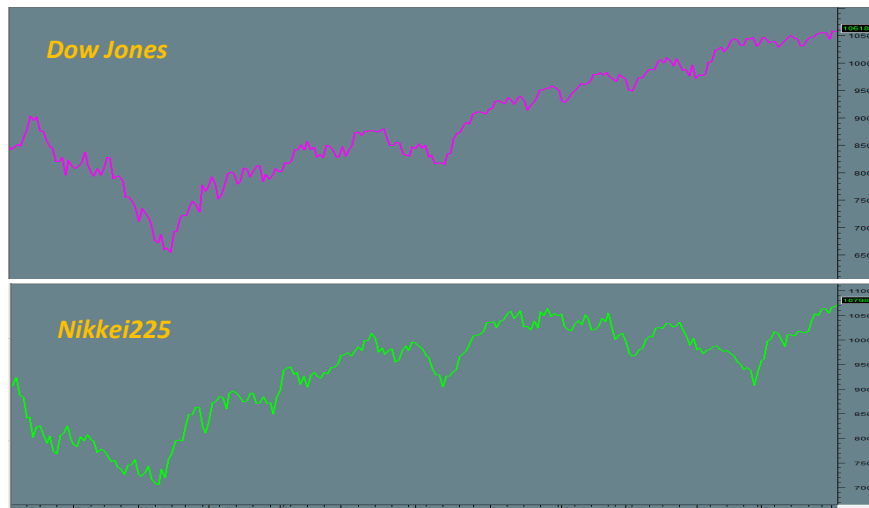
Dễ nhận thấy mức phục hồi dưới 30% của thị trường Mỹ, Anh, Đức, Pháp, Nhật khá khiêm tốn so với sự sụt giảm của năm 2008, các thị trường chứng khoán của các nền kinh tế phát triển và mới nổi đều vẫn thấp hơn 31% so với đỉnh của năm 2008.

Nhìn chung, các chỉ số chứng khoán Châu Á có mức hồi phục mạnh hơn các Châu lục khác. Điển hình là sự hồi phục mạnh của Chứng khoán Trung Quốc và Ấn Độ. Đã có lúc thị trường chứng khoán Bombay khi phải đóng cửa giao dịch, vì các chỉ số tăng điểm quá mạnh, vượt

biên độ cho phép.

Ngày 15/7/2009, lần đầu tiên trong 1 năm rưỡi, Trung Quốc vượt Nhật Bản để trở thành thị trường chứng khoán lớn thứ hai Thế giới nhờ tác dụng của gói kích thích kinh tế trị giá 585 tỷ USD. Vào giai đoạn tháng 8/2009, đã có thời điểm chỉ số Shanghai Composite Index sụt giảm mạnh do tác dụng của chính sách thắt chặt tiền tệ. Tuy nhiên từ đó tới nay chỉ số này đang trong xu hướng phục hồi từng bước.

Chỉ số TTCK 2009 của Mỹ và Nhật



(Nguồn: Reuters)

Dự báo cho năm 2010

Tuy vẫn còn tồn tại khá nhiều những yếu tố bất lợi đối với một kịch bản phục hồi, song nhìn chung các dự báo về kinh tế 2010 đều có cái nhìn khá tích cực về triển vọng kinh tế toàn cầu. Chúng tôi xin được trích dẫn một số dự báo:

Theo IMF, kinh tế thế giới năm 2010 sẽ tăng trưởng 3,1%. Còn theo dự báo của LHQ thì năm 2010, nền kinh tế thế giới có thể đạt mức tăng trưởng 2,4%, tuy nhiên sự phục hồi này còn rất mong manh.

Hầu hết các nhà phân tích đều nhận định Châu Á đang là động lực đưa thế giới thoát ra khỏi khủng hoảng kinh tế. Nghiên cứu của LHQ về tình hình kinh tế- xã hội khu vực châu Á-Thái Bình Dương nhấn mạnh khu vực này đang dẫn đầu thế giới về phục hồi kinh tế với dự báo tốc độ tăng trưởng trung bình 6,3% trong năm 2010. Theo dự báo của LHQ, năm 2010, các nước đang phát triển ở châu Á sẽ có tốc độ tăng trưởng kinh tế nhanh nhất, đặc biệt là Trung Quốc 8,8%, Ấn Độ 6,5%; tiếp đến là Việt Nam, Lào: 5%, sau đó là Myanmar và Indonesia với hơn 4%.

Với sự phục hồi của tăng trưởng kinh tế, thương mại thế giới cũng sẽ sôi động hơn. IMF dự báo thương mại thế giới sẽ tăng 2,5% so với năm 2009 (trong khi năm 2009 giảm 11,9% so với năm 2008). Tuy nhiên, nhu cầu tiêu dùng sẽ vẫn còn yếu do thu nhập tăng chậm và thất nghiệp cao. Đây chính là cản trở lớn nhất cho quá trình phục hồi và phát triển trở lại của kinh tế toàn cầu trong năm 2010.

Mặt khác, cũng có những ý kiến cho rằng nguy cơ của cuộc khủng hoảng kép vẫn hiển hiện, đòi hỏi các quốc gia, tổ chức kinh tế cần có những biện pháp điều hành đúng đắn để đưa nền kinh tế

hoàn toàn thoát ra khỏi khủng hoảng.

- Ngân hàng ADB

Theo đánh giá của ADB, khu vực Đông Nam Á sẽ tăng trưởng 0,6% trong năm nay và 4,5% trong năm 2010. Kinh tế thế giới sẽ tăng trưởng khả quan trong năm 2010. Tuy nhiên, các nền kinh tế vẫn đối mặt với nhiều khó khăn do thâm hụt ngân sách, tỷ lệ thất nghiệp cao...

- Hãng dự báo và phân tích tài chính-kinh tế IHS Global Insight

Năm 2010 nguy cơ xuất hiện cuộc khủng hoảng kép là rất cao; Châu Âu và Nhật Bản sẽ phục hồi chậm hơn Mỹ; Đồng USD tiếp tục mất giá; giá hàng hóa sẽ giảm; Lạm phát sẽ không phải là vấn đề; tỷ lệ thất nghiệp ngày càng gia tăng; tình trạng mất cân đối toàn cầu sẽ xấu đi.

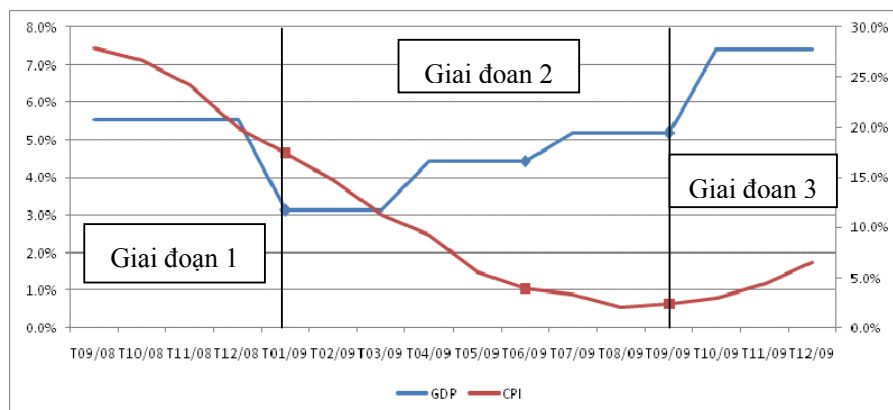
Năm 2010, Chính phủ các nước cũng có thể sẽ rút bớt những gói hỗ trợ kinh tế và hiện người ta lo ngại giới doanh nghiệp và người tiêu dùng có thể sẽ gặp khó khăn khi không còn được hỗ trợ nữa. Các bước kích thích kinh tế đã che giấu bớt những vấn đề của năm 2009...

Trong bối cảnh đó, TTCK Thế giới năm 2010 khó có thể đạt được tỷ lệ tăng điểm mạnh mẽ như đã thực hiện trong năm 2009. Diễn biến thị trường được cho là phản ánh sát sao những biến cố cũng như triển vọng kinh tế vĩ mô, sẽ có một năm đầy biến động.

II. KINH TẾ VIỆT NAM TRONG NĂM 2009

2.1. Tăng trưởng GDP năm 2009 và các yếu tố cấu thành

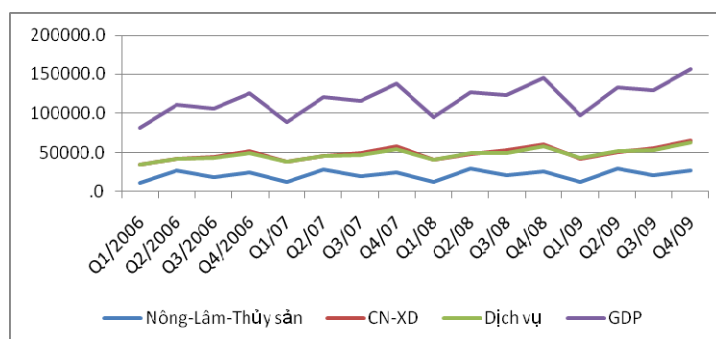
Trong tương quan giữa biến động GDP và chỉ số giá tiêu dùng CPI từ tháng 9/2008 đến cuối năm 2009, nền kinh tế được phân chia thành 3 giai đoạn cụ thể như trong đồ thị sau:



Giai đoạn 1: Nền kinh tế Việt nam bước vào giai đoạn khủng hoảng, GDP xuống dốc mạnh từ mức 5,5% trong quý IV 2008 xuống mức 3,1% trong quý I 2009, các chính sách thắt chặt tiền tệ liên tiếp được áp dụng khiến đồng thời CPI và GDP giảm mạnh.

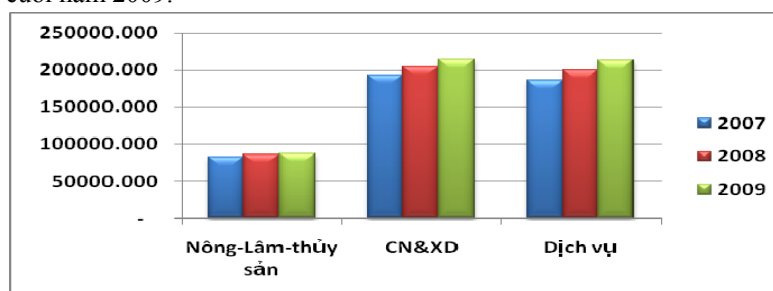
Giai đoạn 2: Sau khi tăng trưởng GDP chạm đáy trong quý I, xu hướng hồi phục trở lại của GDP liên tiếp diễn ra các quý sau đó, tuy nhiên sức sản xuất tạo ra giá trị GDP không cao trong khi cầu tiêu dùng trong giai đoạn này sụt giảm mạnh khiến CPI vẫn tiếp tục xu hướng đi xuống.

Giai đoạn 3: Chỉ số CPI đạt ngưỡng thấp nhất từ tháng 8, tháng 9 năm 2009 với mức tăng 2% và 2,4%, sau đó, GDP và CPI cùng vận động theo hướng tăng trở lại. Tác động của chính sách kích cầu đã phát huy tác dụng khiến GDP tiếp tục đà tăng trưởng quý III, đồng thời kích thích tổng cầu hàng hóa khiến chỉ số CPI bắt đầu có dấu hiệu hồi phục. Chúng tôi xác định đây là giai đoạn hồi phục của CPI hơn là giai đoạn bùng nổ CPI trở lại bởi nếu xu hướng giảm vẫn tiếp tục, nguy cơ giảm phát sẽ gia tăng khiến nền kinh tế có thể quay trở lại khủng hoảng kép do lực cầu tiêu thụ hàng hóa quá yếu.



(Nguồn: Tổng cục thống kê)

Xét trên tỷ trọng đóng góp vào GDP, tiêu dùng cuối cùng đóng góp tỷ trọng lớn nhất với 49%, sau đó đến tích lũy tài sản 29,7% và cuối cùng là chênh lệch xuất nhập khẩu đóng góp 21,3%. Tuy nhiên khi đi sâu phân tích vào chi tiết tiêu dùng cuối cùng, năm 2008 tiêu dùng hộ gia đình tăng tới 9,6%, cao hơn nhiều mức tăng 6,18% GDP. Thực tế thực hiện năm 2009 đang diễn biến ngược chiều với mức tăng trưởng tiêu dùng hộ gia đình chỉ đạt 3,85% (do bị ảnh hưởng mạnh từ tăng trưởng âm tiêu dùng trong quý I năm 2009), thấp hơn so với tăng trưởng GDP. Diễn biến tăng trưởng GDP các quý cho thấy đợt suy giảm trầm trọng trong quý I 2009 với mức tăng trưởng đạt thấp kỷ lục 3,12% so với cùng kỳ năm 2008. Tuy nhiên, tác dụng của gói kích thích kinh tế từ đầu năm 2009 đã vực dậy nền kinh tế từ quý II và tiếp tục duy trì đà tăng trưởng đến cuối năm 2009.



| Ngành | Tốc độ tăng trưởng (theo giá so sánh) | | Tỉ trọng trong GDP | |
|----------------------|--|-------|--------------------|--------|
| | 2008 | 2009 | 2008 | 2009 |
| Nông-Lâm-Thủy sản | 3,79% | 2,44% | 17,46% | 16,99% |
| Công nghiệp-Xây dựng | 6,33% | 4,93% | 41,81% | 41,68% |
| Dịch vụ | 7,20% | 6,78% | 40,74% | 41,33% |

(Nguồn: Tổng cục Thống kê và tính toán của FPT)

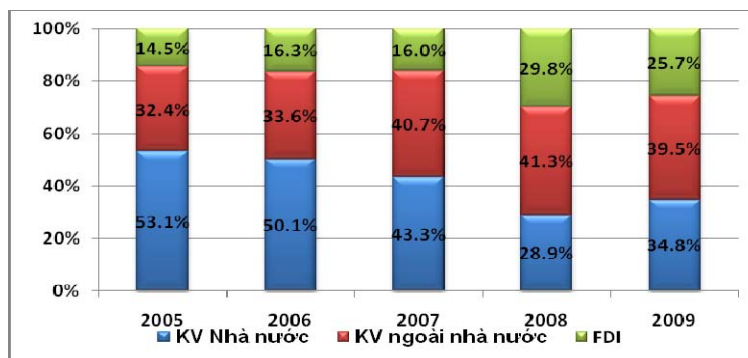
Ngành Công nghiệp, xây dựng và Dịch vụ vẫn tiếp tục đóng góp lớn trong tỉ trọng GDP, chủ yếu được hỗ trợ bởi gói kích cầu

Phân tích tăng trưởng GDP theo ngành, ngành Xây dựng thể hiện khả năng hồi phục tốt nhất trong khi ngành công nghiệp chế biến, khai thác có tỷ trọng giảm tỷ lệ tăng trưởng mạnh nhất. Ngành Dịch vụ trong năm 2009 vẫn chiếm tỷ trọng đóng góp vào GDP lớn nhất do đây là ngành có vòng luân chuyển vốn nhanh và giảm thiểu rủi ro vĩ mô, tuy nhiên nhân tố đóng góp cho tăng trưởng GDP trong năm 2009 so với năm 2008 là ngành xây dựng với tăng trưởng 11,4% trong năm 2009 so với mức gần như không tăng trong năm 2008. Đây là kết quả của gói kích cầu tăng trưởng kinh tế (tập trung mũi nhọn vào xây dựng cơ sở hạ tầng), tăng trưởng tín dụng tăng tới 38% so với mức 25,4% năm 2008. Ngành dịch vụ cũng là ngành được dòng vốn FDI đổ ứ tới trong suốt từ năm 2008 đến nay. Tuy nhiên, với mục tiêu tiếp tục thúc đẩy đầu tư vào lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng giao thông như đề cập dưới đây, có khả năng ngành xây dựng vẫn tiếp tục là ngành dẫn đầu trong việc đóng góp vào tăng trưởng GDP trong năm 2010.

Tại cuối tháng 1/2009, tỷ lệ thất nghiệp tại khu vực thành thị năm 2009 của Việt Nam là 4,66%. Tuy nhiên, tỷ lệ thất nghiệp chưa phản ánh đúng thực trạng kinh tế xã hội. Để có cái nhìn toàn diện hơn, chúng tôi sử dụng tỷ lệ thiếu việc làm của Việt Nam ở mức 5,1%, trong đó tỷ lệ thiếu việc làm ở nông thôn lên tới 6,1% và thành thị là 2,3%. Như vậy, tỷ lệ thất nghiệp năm nay tuy có giảm so với năm 2008 nhưng tỷ lệ thiếu việc làm lại gần như không thay đổi. Điều này thể hiện việc sử dụng nguồn lực con người cho phát triển sản xuất chưa được cải thiện, nhu cầu tiêu dùng xã hội từ lượng người thất nghiệp này chưa thay đổi. Tuy nhiên, trước xu hướng hồi phục kinh tế và tăng trưởng GDP trong 3 quý gần đây, FPT cho rằng số người

thất nghiệp trong năm 2010 sẽ giảm xuống dưới mức 5%, bất ổn xã hội theo đó cũng giảm và đồng thời gia tăng sức cầu cho tiêu dùng nội địa.

Tỷ trọng vốn đầu tư các khu vực kinh tế



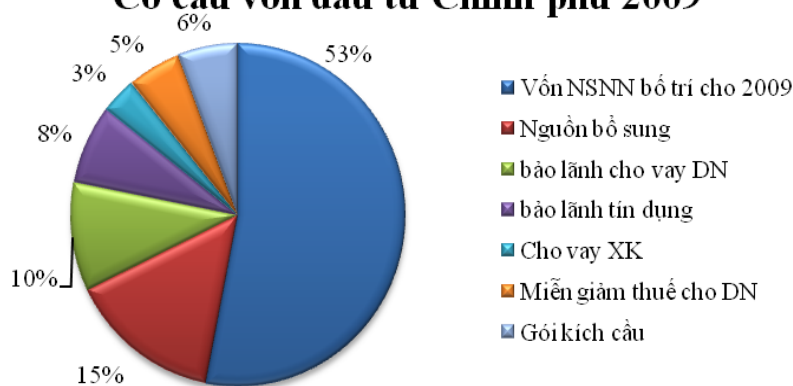
(Tỷ trọng vốn đầu tư theo giá thực tế - Nguồn: Tổng cục thống kê)

Tỷ trọng vốn đầu tư của Chính phủ vào khu kinh tế Nhà nước nhằm bù đắp cho sự thiếu hụt nguồn vốn FDI; tuy nhiên đẩy lên lo ngại hiệu quả sử dụng vốn không cao tại khu vực này

Trong suốt khoảng thời gian từ năm 2005 đến 2008, cùng với việc xây dựng nền kinh tế mở và tăng cường hội nhập, tỷ trọng đầu tư vào khu vực FDI và khu vực ngoài nhà nước liên tục tăng lên trong khi vốn đầu tư cho khu vực Nhà nước đang ngày càng giảm dần. Đây là kết quả tất yếu cho quá trình làm năng động hóa nền kinh tế và tăng tính hiệu quả trong dòng vốn đầu tư. Tuy nhiên, khủng hoảng kinh tế toàn cầu năm 2009 đã thu hẹp đáng kể luồng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam, đồng thời các gói kích cầu lấy đầu tư công làm mục tiêu mũi nhọn đã khiến tỷ trọng vốn đầu tư khu vực nhà nước tăng lên đáng kể.

Sự gia tăng đầu tư công trong năm 2009 chủ yếu tập trung cho ngành giao thông vận tải, xây dựng phát triển cơ sở hạ tầng và đầu tư cho y tế. Tính riêng nguồn vốn đầu tư từ ngân sách Nhà nước cho ngành giao thông đạt hơn 30 nghìn tỷ đồng năm 2009, và dự kiến trong năm 2010 tiếp tục giải ngân đầu tư với lượng vốn lên tới 70 nghìn tỷ đồng, chiếm khoảng gần 10% GDP. Ngoài nguồn vốn theo kế hoạch của Chính phủ, ngành giao thông còn được hỗ trợ bởi một lượng vốn không nhỏ từ ODA.

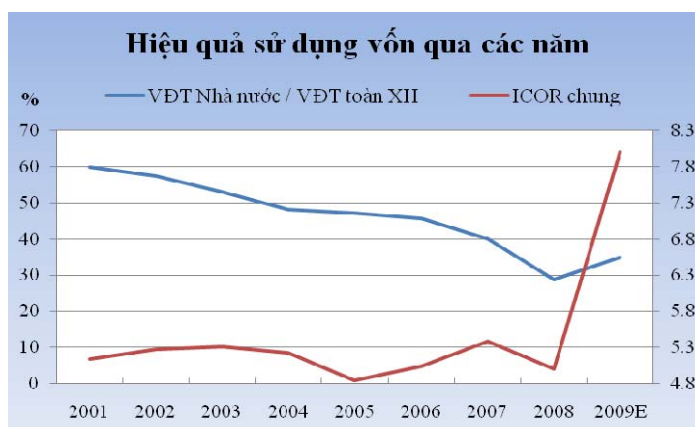
Cơ cấu vốn đầu tư Chính phủ 2009



(Nguồn: Trang tin Chính phủ)

Hệ số ICOR

Sự gia tăng tỷ trọng đầu tư vào khu vực công kém năng động là nguyên nhân chính đẩy chỉ số ICOR lên mức trên 8, một mức rất cao không những so với các quốc gia mới nổi ở Châu Á mà còn cao so với các nước trong khu vực Asean. Con số này thể hiện hiệu suất đầu tư của Việt Nam đã giảm 20% so với năm 2008. Đối với các nước đang phát triển, ICOR do các tổ chức quốc tế khuyến nghị nằm ở mức 3 lần, đây là mức đầu tư có hiệu quả và từ đó nền kinh tế có hướng phát triển bền vững. Nếu so sánh với các nước trong khu vực, ICOR của Việt Nam lớn gần gấp đôi, đồng nghĩa với hiệu quả sử dụng vốn giảm đi một nửa. Tuy nhiên, nếu nhìn vào tỷ trọng đầu tư trong cơ cấu tổng đầu tư nhà nước năm 2009, một tỷ lệ lớn vốn đầu tư được sử dụng cho phát triển cơ sở hạ tầng công cộng (các dự án chưa làm ra ngay lợi nhuận) và đầu tư vào phát triển an sinh xã hội. Trên phương diện hiệu quả trong từng khu vực đầu tư, ICOR của khu vực kinh tế Nhà nước lên tới 12. Bên cạnh đó, mức độ sinh lợi của các khoản đầu tư trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế là rất thấp, đây là nhân tố chính cho sự nhảy vọt ICOR trong năm 2009.



(Nguồn: Niên giám thống kê)

Định hướng đầu tư trong năm 2010, Chính phủ vẫn tập trung vào khu vực đầu tư công với mức ICOR cao, do vậy để hạn chế mức tăng ICOR hiện nay là một điều rất khó. Việc điều chỉnh còn phải được thực hiện dựa trên chiến lược tái cơ cấu các doanh nghiệp, tổng công ty nhà nước. Tuy nhiên, với những hạn chế mang tính chất hệ thống trong các doanh nghiệp và tổng công ty nhà nước, yếu tố này chưa thể cải thiện được trong một thời gian ngắn.

Dựa trên công thức, chỉ số ICOR được tính bằng tỷ lệ tổng đầu tư toàn xã hội trên GDP so với chỉ số tăng trưởng của cả năm đó. Với những yếu tố này, ICOR sẽ có ý nghĩa hơn và phản ánh chính xác hơn trong một chuỗi thời gian từ 5 năm đến 10 năm hơn là việc xác định theo từng năm, đặc biệt ICOR được tính trong bối cảnh khủng hoảng kinh tế vừa qua. Việc xác định theo giai đoạn này nhằm loại bỏ yếu tố bất thường của khủng hoảng và đưa nền kinh tế về trạng thái cân bằng tự nhiên khi tính ICOR.

2.2 Cán cân thương mại

Kim ngạch xuất khẩu tăng trưởng trong 3 tháng đầu năm 2009 được nhìn nhận như một tín hiệu mừng trong bối cảnh nền kinh tế chưa thoát khỏi suy thoái. Lần đầu tiên sau nhiều năm nhập siêu, Việt Nam đã đạt giá trị xuất siêu tại thời điểm QI/2009. Tuy nhiên, kim ngạch xuất khẩu vàng (khoảng 2,5 tỷ USD) được nhận định là yếu tố chính tạo ra sự tăng trưởng

này. Trước đó, năm 2008 Việt Nam lại là nước nhập khẩu vàng lớn trên thế giới. Điều này cho thấy tính đột biến của nhóm xuất khẩu vàng và thực tế đã nhanh chóng trở lại trạng thái bình ổn trong những quý tiếp theo. Nếu loại nhóm vàng và đá quý thì kim ngạch xuất khẩu QI/2009 suy giảm 14,7%, nhưng giảm nhẹ 0,6% so với cùng kỳ năm trước.

Tỉ lệ thâm hụt thương mại tăng dần về cuối năm cùng với “con sốt” vàng trong nước làm cho nhu cầu ngoại tệ tăng mạnh gây áp lực lên cán cân thanh toán đặc biệt trong quý IV/2009. Trong bối cảnh suy thoái cộng hưởng với xu hướng tích trữ vàng trên thế giới như một kênh đầu tư an toàn đã khiến giá vàng liên tục tăng và Việt Nam không nằm ngoài xu hướng đó.

*Chênh lệch giá
vàng trong nước
và thế giới góp
phần làm mất
cân đối cán cân
thương mại trong
nửa đầu năm
2009*



(Nguồn: Goldprice)

Về bản chất tác động của giá vàng đối với các ngành sản xuất và tiêu dùng tại Việt Nam là không lớn, chiếm tỉ lệ nhỏ, do đa phần là tích trữ mang tính chất tài sản vật chất hơn là đầu cơ giá trị. Tuy nhiên, biến động của cung – cầu vàng trong nước trong 2 năm gần đây đã tạo ra những biến động vĩ mô đặc biệt là biến động tỷ giá VND/USD. Mô hình sản giao dịch vàng là một trong những yếu tố giúp cho hoạt động đầu tư vàng giá trị trở thành một kênh đầu tư phổ biến và là cầu nối giữa biến động của giá vàng thế giới với giá vàng trong nước trở nên chặt chẽ hơn.

Đợt sốt vàng trong Quý IV 2009 đã cho thấy nhiều bất cập, tác động lớn đến hoạt động tài chính tiền tệ trong nước mà cụ thể là sự biến động đột ngột của tỷ giá USD/VND trong hệ thống liên ngân hàng và thị trường tự do. USD được sử dụng chính trong các hoạt động nhập khẩu vàng đặc biệt là vàng nhập lậu theo đường tiểu ngạch. Do đó USD chịu sức ép tăng giá ngay khi giá vàng liên tục tăng nóng trong thời gian qua. Hệ quả là cán cân thanh toán cũng gặp rủi ro do USD là ngoại tệ chính trong rõ tiền tệ thanh toán quốc tế của đa phần các doanh nghiệp xuất nhập khẩu tại Việt Nam.

*Tình trạng nhập
siêu đã gây tác
động mạnh lên tỉ
giá trong năm
2009*

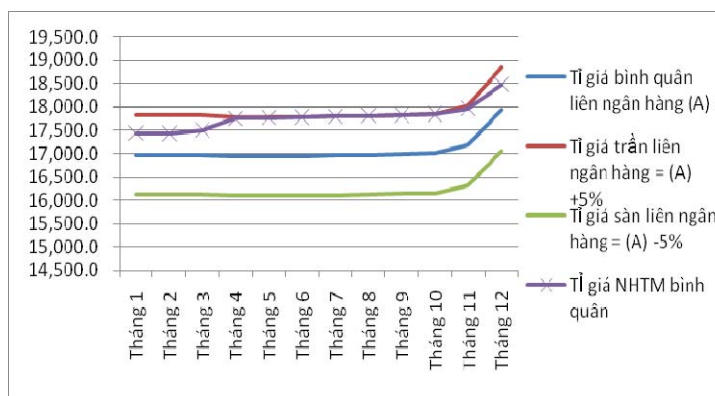
Ngoài ra, việc Việt Nam chủ động duy trì VND yếu nhằm kích thích xuất khẩu nhưng thực tế sự tăng giá USD trong nước do khan hiếm và xu hướng mất giá của USD so với các ngoại tệ mạnh khác trên thế giới như EUR hay JPY lại càng gia tăng rủi ro mất giá của VND lên mức cao hơn. Hơn thế nữa, với xu hướng nhập siêu là chủ đạo trong một thời gian dài sẽ là thách thức rất lớn của xuất khẩu Việt Nam để có thể thay đổi của cán cân thương mại trong thời gian tới.

Áp lực nhập siêu tăng mạnh và tạo sức ép lên cán cân thương mại đặc biệt vào những tháng cuối năm 2009 khi nhu cầu đối với hàng nhập khẩu phục vụ dịp Tết nguyên đán và nhu cầu tích trữ nguyên liệu phục vụ sản xuất đầu năm 2010 tăng mạnh. Việc tham gia chấn chỉnh thị

Chính phủ quyết tâm ổn định thị trường ngoại tệ bằng một loạt các biện pháp mạnh mẽ và nhằm hỗ trợ xuất khẩu

trường ngoại tệ của Ngân hàng Nhà nước là hết sức cần thiết.

Động thái điều chỉnh giảm giá đồng VND bằng cách nâng tỷ giá giao dịch bình quân lên gần 4,5%, cùng với việc giảm biên độ dao động giao dịch tỷ giá của các NHTM từ 5% xuống 3% đã cho thấy quyết tâm của Chính phủ trong việc bình ổn thị trường tiền tệ. Kết quả cho thấy những tác động khá tích cực lên tỷ giá VND/USD trên thị trường liên ngân hàng và thị trường tự do, làm giảm sự căng thẳng do khan hiếm USD và khai thông khối băng đầu cơ tích trữ USD trên thị trường tự do. Song song với đó, SBV đã yêu cầu kết hối USD đối với 7 tập đoàn nhà nước lớn, áp lực lên tỷ giá trong nước đã tạm thời bình ổn khi mà nhu cầu thanh toán tăng cao về cuối năm.



(Nguồn: SBV và FPTS)

Ngoài ra còn phải kể đến sự quyết tâm siết chặt đối với hoạt động đầu tư vàng của Chính phủ thông qua quyết định đóng cửa của các sàn giao dịch vàng và các hoạt động liên quan đến đầu tư vàng phi vật chất tại Việt Nam. Sau những điều chỉnh khá mạnh tay thì tỷ giá giao dịch của đồng VND vẫn sát với trần trên biên độ giao dịch cho phép, tuy nhiên thanh khoản trên thị trường ngoại tệ đã dần hạ nhiệt.

Xem xét bức tranh kinh tế năm 2009, suy thoái đã tạo nên sức ép về tiêu thụ, gây đình trệ sản xuất và ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế. Từ đầu năm 2009, đa phần các doanh nghiệp đều gặp khó khăn về nguồn vốn duy trì sản xuất và sức cầu tiêu dùng trên thị trường. Giải pháp mở rộng chính sách tài khóa và tiền tệ thông qua các gói kích thích kinh tế đã đem lại những kết quả cụ thể đối với các lĩnh vực sản xuất trong nước đặc biệt là các doanh nghiệp xuất khẩu, từ đó gián tiếp tác động đến cán cân thương mại trong năm 2009.

Tuy nhiên, khó khăn chính của cả xuất và nhập khẩu trong năm 2009 vẫn là ảnh hưởng của suy thoái kinh tế toàn cầu

Tuy nhiên, thực tế Việt Nam đã quay trở lại quỹ đạo nhập siêu ngay từ tháng 4/2009 và duy trì mức nhập siêu cho tới cuối năm 2009. Hiện trạng đó cho thấy các lĩnh vực sản xuất chính của nền kinh tế đã chịu sự tác động mạnh từ sự suy thoái dẫn đến việc thu hẹp quy mô sản xuất và mới chỉ tạm phục hồi nhờ phần lớn sự hỗ trợ của gói giải pháp của chính phủ. Trong khi đó lĩnh vực xuất khẩu vẫn không có nhiều chuyển biến về chất do các mặt hàng chủ đạo vẫn là các mặt hàng có giá trị xuất khẩu thấp và chủ yếu là gia công sơ chế, do đó ít chịu ảnh hưởng bởi biến động của nền kinh tế. Ngoài ra yếu tố chính ảnh hưởng không nhỏ đến các doanh nghiệp xuất khẩu đó là những hệ quả của suy thoái kinh tế tại các thị trường xuất khẩu chính, khiến sức cầu suy kiệt, thị phần xuất khẩu bị thu nhỏ, sự cạnh tranh tăng trong khi giá bán giảm mạnh.

Mặc dù sản lượng các mặt hàng xuất khẩu chính không mấy suy giảm, nhưng do giá giảm dẫn đến kim ngạch xuất khẩu bị ảnh hưởng lớn.

Các mặt hàng xuất khẩu chính năm 2009 và thay đổi so với năm 2008

| Các sản phẩm nhập khẩu | Sản lượng thay đổi so với 2008 (%) | Kim ngạch 2009 (triệu USD) | Kim ngạch thay đổi so với 2008 (%) |
|------------------------|------------------------------------|----------------------------|------------------------------------|
| Dầu thô | -2,4 | 6.200 | -40 |
| Gỗ | 25,4 | 2.700 | -8 |
| Cà phê | 10,2 | 1.700 | -19 |
| Thuỷ sản | N/A | 4.200 | -6,7 |
| Than đá | 29,9 | 1.300 | -4,5 |
| Dệt may | N/A | 9.000 | -1,3 |
| Giày dép | N/A | 4.000 | -15,8 |
| Gỗ và sản phẩm gỗ | N/A | 2.600 | -9,9 |

Các mặt hàng nhập khẩu chính năm 2009 và thay đổi so với năm 2008

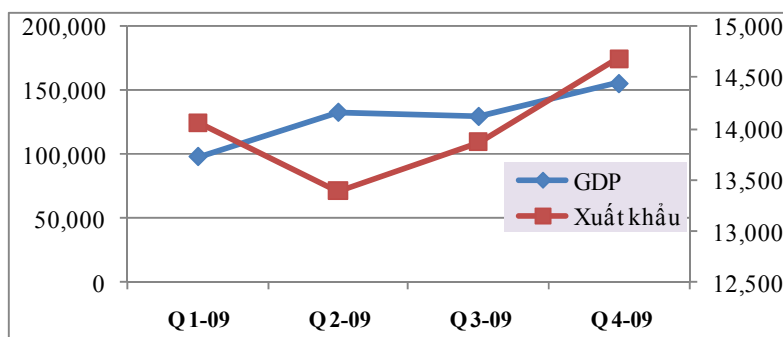
| Các sản phẩm nhập khẩu | Kim ngạch 2009 (triệu USD) | Thay đổi so với 2008 (%) |
|------------------------------------|----------------------------|--------------------------|
| Xăng dầu | 6.200 | -43,8 |
| Sắt thép | 5.300 | -22,9 |
| Chất dẻo | 2.800 | -4,1 |
| Sợi dệt | 4.200 | -5,2 |
| Nguyên phụ liệu dệt may, giày dép | 1.900 | -17,8 |
| Điện tử máy tính và linh kiện | 3.900 | 5,9 |
| Ô tô | 2.900 | 2,5 |
| Thức ăn gia súc và nguyên phụ liệu | 1.700 | -1,4 |

(Nguồn: Tổng cục thống kê)

Tổng kim ngạch xuất khẩu cả năm 2009 ước tính đạt 56,584 tỷ USD, giảm 9,7% so với thực hiện năm 2008. Trong đó, nhập khẩu là 68,83 tỷ USD và giảm 14,7%. Như vậy, nhập siêu năm nay bằng khoảng 21,6% tổng kim ngạch xuất khẩu (năm 2008 khoảng 28,5%), vượt mức Quốc hội đề ra (không quá 20% tổng kim ngạch xuất khẩu). Hệ quả tăng trưởng âm của cả xuất và nhập khẩu trong khi GDP của cả năm vẫn tăng trưởng 5,3% cao hơn dự kiến và tăng khá so với các nước khác trong khu vực và thế giới cho thấy độ mở, cũng như độ liên kết của nền kinh tế Việt Nam với kinh tế thế giới chưa cao. Có thể thấy được phần lớn sự tăng trưởng của GDP năm 2009 của Việt Nam chủ yếu phụ thuộc vào nền kinh tế trong nước, mà cụ thể là giá trị sản xuất và sức tiêu thụ tại thị trường nội địa.

Cả xuất khẩu và nhập khẩu đều không đạt kế hoạch đặt ra, tăng trưởng kinh tế trong năm 2009 dựa nhiều vào nền kinh tế trong nước

Biến động Kim ngạch Xuất khẩu so với GDP trong năm 2009



(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

Tuy được hưởng lợi từ chính sách hỗ trợ nhưng các doanh nghiệp xuất khẩu vẫn khá bế tắc do sự phụ thuộc lớn vào các thị trường xuất khẩu, thể hiện qua kim ngạch xuất khẩu tại 7 thị trường chính đều suy giảm. Điều này đặt ra những yêu cầu phải chuyển dịch và mở rộng thị trường để đối phó với những khó khăn tại các thị trường xuất khẩu chính hiện đang bị khủng hoảng kinh tế tác động. Kim ngạch nhập khẩu mặc dù giảm trong 2009 do sức cầu chịu ảnh hưởng của suy thoái và mặt bằng giá đã trở nên rẻ đi. Tuy nhiên, những yếu tố này sẽ thay đổi trong năm 2010 và có thể sẽ khiến kim ngạch nhập khẩu sớm tăng trở lại.

Có sự dịch chuyển thị trường giữa các nước xuất khẩu do nhu cầu ở các nước này bị ảnh hưởng nặng nề, trong khi nhập khẩu không mấy thay đổi

Kim ngạch xuất khẩu sang các thị trường chính suy giảm trong giai đoạn 2008-2009

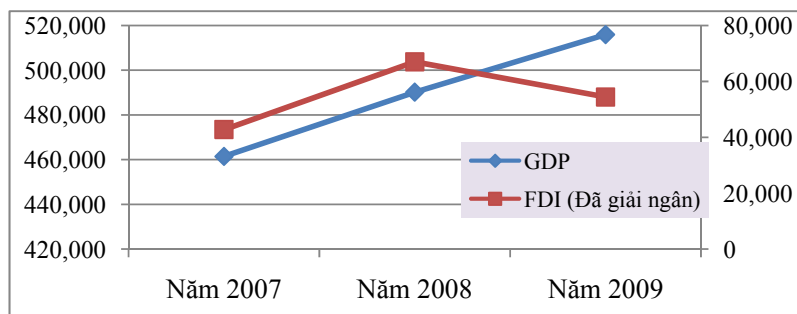
| Thị trường | Năm 2008 (triệu USD) | Năm 2009 (triệu USD) | Thay đổi (%) |
|------------|-------------------------|-------------------------|-----------------|
| Mỹ | 11.816 | 11.200 | -5,5 |
| EU | 10.639 | 9.300 | -14,4 |
| Asean | 9.894 | 8.500 | -16,4 |
| Nhật Bản | 7.917 | 6.200 | -27,7 |
| Trung Quốc | 4.568 | 4.800 | 4,9 |
| Hàn Quốc | 2.125 | 2.500 | 15 |
| Australia | 3.256 | 2.200 | -48 |
| Châu Phi | 137 | 1.100 | 700 |

Kim ngạch nhập khẩu của Việt Nam tại các thị trường chính giai đoạn 2008-2009

| Thị trường | Năm 2008 (triệu USD) | Năm 2009 (triệu USD) | Thay đổi (%) |
|---------------|-------------------------|-------------------------|-----------------|
| Trung Quốc | 16.056 | 16.100 | 2,7 |
| Khu vực Asean | 17.594 | 13.400 | -31,3 |
| Nhật Bản | 8.124 | 7.300 | -11,3 |
| Hàn Quốc | 7.055 | 6.700 | -5,3 |
| Đài Loan | 7.805 | 6.200 | -25,9 |
| EU | 5.379 | 5.500 | 2,2 |
| Mỹ | 2.545 | 2.800 | 9,1 |
| Australia | 1.240 | 1.000 | -24 |

(Nguồn: Tổng cục thống kê)

Sự gia tăng của nguồn vốn FDI trong những năm gần đây thường đi kèm theo nhiều hợp đồng xuất – nhập khẩu lớn đem lại sự sôi động của thương mại trong nước. Trong năm 2009 nguồn vốn FDI sụt giảm so với năm trước nhưng GDP vẫn tăng trưởng mặc dù tốc độ đã chậm dần. Điều đó chứng tỏ rằng khối doanh nghiệp có vốn đầu tư FDI không có sự đóng góp lớn trong sự tăng trưởng GDP năm 2009, thể hiện qua sự suy giảm rõ rệt của giá trị sản xuất đóng góp trong GDP năm 2009.

Nguồn vốn FDI và GDP trong giai đoạn 2007 – 2009

(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

Năm 2010 - Cơ hội và thách thức

Với những khó khăn còn tồn tại của năm 2009 và những kế hoạch cần đạt được để duy trì sự ổn định, tăng trưởng kinh tế đang tạo ra những thách thức hết sức khó khăn cho cán cân thương mại Việt Nam. Theo chỉ tiêu mà Quốc hội đề ra, tăng trưởng xuất khẩu của năm 2010 là 6% so với năm 2009, tương ứng với kim ngạch khoảng 59,9 tỷ USD trong khi tỷ lệ nhập siêu phải được đảm bảo không quá 20% kim ngạch xuất khẩu. Để đạt yêu cầu này mức nhập siêu năm 2010 không được vượt quá 12 tỷ USD tương đương với kim ngạch nhập khẩu cũng chỉ được chạm mức 71,9 tỷ USD trong khi năm 2009 đã là 68,83 tỷ USD.

Khó khăn được dự đoán sẽ nhiều hơn cơ hội cho thương mại Việt Nam trong năm 2010. Xuất khẩu mặc dù nỗ lực tăng sản lượng và mở rộng thị trường nhưng áp lực về nhập khẩu cũng được dự đoán sẽ tăng mạnh do nền công nghiệp phụ trợ trong nước chưa thể giải quyết nhu cầu về nhập khẩu phục vụ sản xuất. Các dự án đầu tư trực tiếp nước ngoài sẽ giải ngân nhiều hơn trong năm 2010 sẽ dẫn tới nhu cầu gia tăng nhập khẩu các loại máy móc, nguyên liệu. Do đó nhiều khả năng kim ngạch nhập khẩu của năm 2010 sẽ cao hơn mức 71,9 tỷ USD. Tốc độ tăng kim ngạch nhập khẩu của năm 2010 cũng được dự báo sẽ lớn hơn nhiều so với tốc độ tăng xuất khẩu khoảng 6%.

Ngoài ra, một số nguyên nhân chính khác cũng sẽ gây cản trở cho việc hoàn thành kế hoạch 2010:

(1) Mặt bằng giá nhập khẩu các mặt hàng thiết yếu như sắt thép, xăng dầu, phân bón, chất dẻo sẽ không còn thấp như năm 2009 do nền kinh tế đang có dấu hiệu phục hồi. Theo một thống kê của Tổng cục Thống kê, nếu lấy giá ở các tháng cuối năm 2009 (tăng 10% so với cả năm 2009) để tạm tính cho giá nhập khẩu của năm 2010, dù lượng hàng nhập khẩu được giữ tương đương năm 2009, thì kim ngạch nhập khẩu năm 2010 sẽ vẫn tăng thêm 10%.

(2) Theo ước tính lượng xăng dầu nhập khẩu năm 2010 sẽ được hỗ trợ từ nguồn bổ sung của nhà máy lọc dầu Dung Quất do đó lượng xăng dầu nhập khẩu sẽ giảm khoảng 3,5 triệu tấn. Tuy nhiên, sản lượng xăng dầu do nhà máy này sản xuất với đầy đủ công suất thì cũng chỉ đáp ứng được chưa đến 30% nhu cầu trong nước. Trong khi đó thì giá dầu thế giới vào năm 2010 được đánh giá là cao hơn mặt bằng chung của năm 2009 khoảng 30-40%, điều này khả năng sẽ làm kim ngạch nhập khẩu mặt hàng này không thể giảm so với 2009.

(3) Trong Quý I/2009 áp lực nhập khẩu gia tăng buộc Chính phủ có các biện pháp hạn chế nhập siêu mà tập trung vào các nhóm thuộc hàng tiêu dùng. Tuy nhiên biện pháp này không

Với nhiều biện pháp được Chính phủ đưa ra nhằm kích thích xuất khẩu, tuy nhiên năm 2010 VN vẫn chịu áp lực nhập siêu lớn

thực sự hiệu quả do nhóm hàng tiêu dùng chỉ chiếm tỷ lệ nhỏ khoảng 9% trong tổng kim ngạch nhập khẩu năm 2009.

Bên cạnh đó, kim ngạch xuất khẩu nhóm nhiên liệu, khoáng sản như gạo, cà phê, cao su, thủy sản, dầu thô, than đá trong năm 2010 cũng được dự kiến sẽ giảm do khó có thể có sự đột biến về sản lượng do đã đạt ngưỡng khá cao trong những năm gần đây. Một số hàng xuất khẩu chủ lực như hàng dệt may cũng sẽ gặp khó khăn do sự cạnh tranh rất mạnh từ Trung Quốc sau khi nước này đạt được thỏa thuận xóa bỏ hạn ngạch dệt may với Mỹ. Các hàng rào thuế quan và phi thuế quan cũng còn tồn tại rất nhiều và chưa có xu hướng giảm.

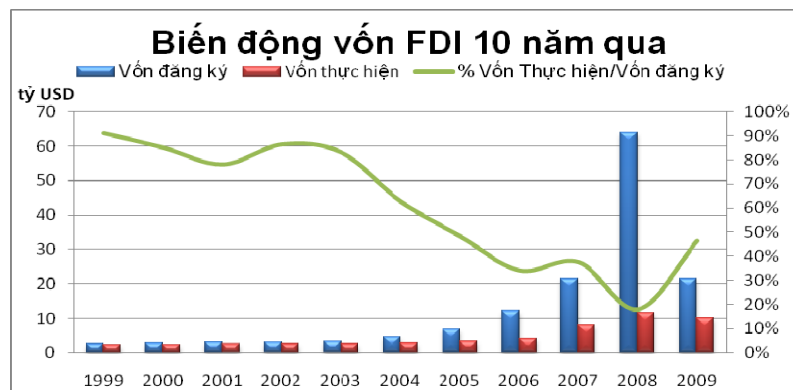
Trong năm 2009, kim ngạch xuất khẩu đạt 56,5 tỷ USD trong đó có sự đóng góp của 2,5 tỷ USD từ kim ngạch xuất khẩu vàng. So sánh với kim ngạch xuất khẩu dự kiến năm 2010, nếu như không còn yếu tố đột biến của xuất khẩu vàng thì sẽ phải tăng 6% tương ứng đạt 59,9 tỷ USD tức là tăng tới 9,9% so với năm 2009. Con số này được đánh giá là rất khó đạt được trong bối cảnh nền kinh tế còn nhiều biến động như hiện nay.

Chúng tôi cho rằng, việc thâm hụt thương mại có khả năng tăng cao tiếp tục là vấn đề lớn của Chính phủ trong năm 2010, khi tăng trưởng kinh tế vẫn được thúc đẩy bởi xuất khẩu trong khi cấu trúc nền kinh tế chưa thể thay đổi nhằm cải thiện cán cân vãng lai được. Các chỉ tiêu tăng trưởng xuất khẩu 6% và nhập khẩu không quá 20% tổng kim ngạch xuất khẩu là một thách thức lớn. Theo đó, việc áp dụng các biện pháp hỗ trợ, kích thích kinh tế, điều hành tỉ giá vẫn sẽ được trông chờ nhiều nhằm giảm bớt áp lực lên cán cân thương mại trong năm 2010.

2.3. Hoạt động đầu tư

Sau năm 2008 – một năm kỷ lục về FDI đăng ký, lượng vốn này đăng ký vào Việt Nam trong năm 2009 sụt giảm mạnh còn khoảng 20,5 tỷ USD, bằng tương đương mức đăng ký năm 2007. Tuy nhiên, một đặc điểm đáng ghi nhận trong biến động vốn FDI năm nay đó là lượng vốn thực hiện vẫn đạt mức cao ước khoảng 10 tỷ USD, tăng vượt mức kế hoạch 2 tỷ USD trong bối cảnh khủng hoảng diễn ra khá trầm trọng nửa đầu năm 2009. Lượng vốn đăng ký thấp hơn, nhưng lượng vốn giải ngân vẫn ổn định khiến tỷ lệ vốn thực hiện trên vốn đăng ký tăng lên đáng kể trong cả năm 2009. Tỷ lệ này thể hiện chất lượng chọn lọc dự án tham gia vào Việt Nam có tiến bộ hơn hẳn so với các năm trước.

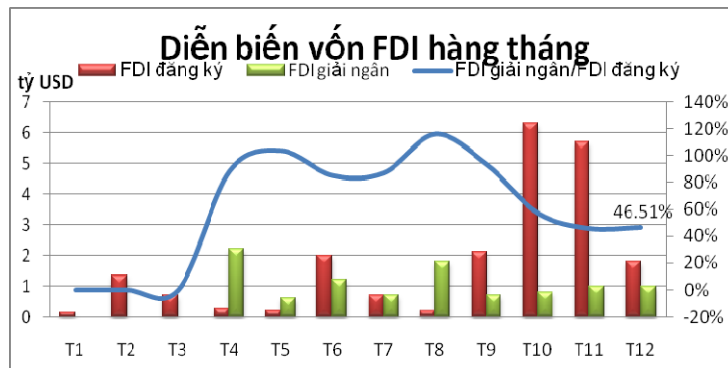
Vốn đầu tư FDI đăng ký giảm đáng kể trong năm 2009, tuy nhiên lượng vốn thực hiện và chất lượng các dự án tốt hơn các năm trước



(Nguồn: Tổng cục thống kê)

Trước biến động FDI hàng tháng, khủng hoảng kinh tế đầu năm khiến FDI năm nay không

biến động giống như các năm trước. Trong suốt hai quý đầu năm, lượng vốn FDI đạt mức thấp kỷ lục. Lượng vốn FDI giải ngân vào tháng 4 chủ yếu thực hiện từ các dự án đã đăng ký năm 2008 và 2007. Ngay khi đáy khủng hoảng được tạo lập trong khoảng giao giữa quý I và quý II, FDI vào Việt Nam vẫn ở những con số nhỏ giọt và thận trọng. Chỉ khi nhìn thấy triển vọng kinh tế toàn cầu nói chung và Việt Nam nói riêng trong quý III, lượng vốn FDI đăng ký vào Việt Nam mới bắt đầu gia tăng đáng kể, mạnh nhất trong hai tháng 10 và tháng 11. Trong đó, lĩnh vực dịch vụ lưu trú và ăn uống tập trung vốn FDI đăng ký nhiều nhất với 8,8 tỷ USD, lĩnh vực kinh doanh bất động sản đứng thứ hai với 7,6 tỷ USD, tiếp đó là và sau cùng là lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo với 2,97 tỷ USD. Trong năm nay, Hoa Kỳ là nước dẫn đầu trong cả lượng vốn đăng ký mới (5,9 tỷ USD) và vốn đăng ký tăng thêm (3,9 tỷ USD).



(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

Nhìn vào chất lượng đầu tư nguồn vốn FDI năm nay, một thực tế như các năm trước vẫn tiếp tục diễn ra, đó là sự chú trọng của FDI vào đầu tư theo chiều rộng (vào bất động sản và dịch vụ) trong khi mảng đầu tư theo chiều sâu tạo nền tảng cơ bản cho nền kinh tế vẫn chưa được đề ý đúng mức. Việt Nam hiện chưa tập trung vào đối tác là các tập đoàn xuyên quốc gia, nắm công nghệ nguồn và có khả năng chuyển giao công nghệ nhằm tăng năng lực cạnh tranh của Việt Nam. Tuy nhiên, điểm sáng doanh nghiệp FDI năm 2009 thể hiện ở giá trị xuất siêu 5,03 tỷ USD trong khi cả nước nhập siêu khoảng 12 tỷ USD. Tổng xuất khẩu khu vực FDI kể cả dầu khí năm 2009 đạt 29,9 tỷ USD, bằng 86,6% so với năm 2008 và chiếm 52,7% tổng xuất khẩu cả nước.

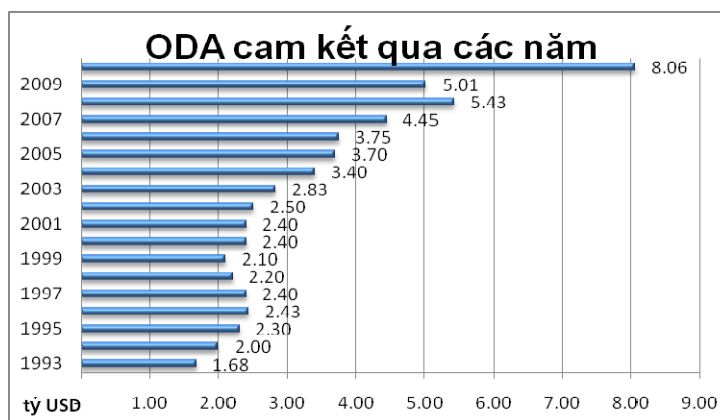
Theo đánh giá của UNCTAD và Goldman Sach, Việt Nam đã có bước tiến đáng khích lệ trong việc điều chỉnh kịp thời chính sách tiền tệ thắt chặt cuối năm 2009, một bước đệm tạo đà cho mở rộng đầu tư tăng trưởng trong năm 2010 ở trạng thái an toàn hơn. Cũng theo các tổ chức này, Việt Nam sẽ là điểm hấp dẫn đầu tư FDI trong năm 2010 với mục tiêu kêu gọi vốn FDI đăng ký có thể đạt tới 40 tỷ USD. Nếu quá trình này diễn ra theo dự kiến, lượng vốn FDI đổ vào Việt Nam sẽ là một nguồn cân đối quan trọng góp phần ổn định chính sách tỷ giá và tiền tệ trong nước.

Vốn hỗ trợ phát triển chính thức

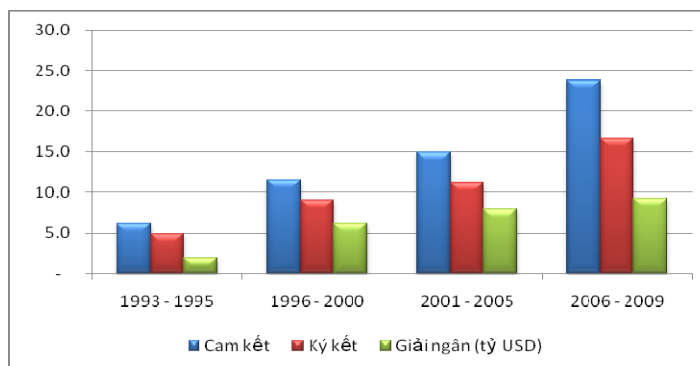
Sau khi trở thành nước có thu nhập trung bình (GDP đầu người vượt trên 1.000 USD/người/năm), các điều kiện vay vốn ODA của Việt Nam trở nên kém ưu đãi hơn trước. Sự thay đổi sẽ nằm ở điều kiện vay, mức độ vay và cách sử dụng đồng vốn vay được. Dân

dân, các nguồn tài trợ cho Việt Nam sẽ điều chỉnh lại lãi suất vay theo thả nổi thị trường, buộc Việt Nam phải tự thích nghi và tái cơ cấu cho mục tiêu sử dụng ODA một cách hợp lý và có hiệu quả. Tuy nhiên, trong suốt quá trình lịch sử giải ngân ODA, nguồn vốn này thường được rót cho các dự án công với tính hiệu quả khá thấp. Để làm năng động hóa và giúp Việt Nam tiếp cận nhiều hơn với vốn ODA quốc tế, việc tái cơ cấu phân bổ vốn ODA từ các dự án công và cơ quan nhà nước sang dự án ngoài quốc doanh có sự tham gia của các cá nhân, tổ chức sẽ làm tăng tính hiệu quả trong việc sử dụng nguồn ODA hợp lý.

Ngoài FDI, vốn ODA cam kết cao nhất trong gần 10 năm trở lại đây được kì vọng bổ sung hiệu quả cho đầu tư toàn xã hội. Tuy nhiên điều kiện ưu đãi sẽ giảm dần



(Nguồn: Bộ Kế hoạch - Đầu tư)



(Nguồn: Bộ Kế hoạch - Đầu tư)

Bảng trên cho thấy biến động luồng vốn ODA trong 4 giai đoạn gần đây nhất. Nếu dựa trên số liệu tuyệt đối, lượng vốn ODA cam kết đang có xu hướng tăng trưởng mạnh qua từng giai đoạn. Đặc biệt, trong giai đoạn 2006-2009 (4 năm) cả 3 hình thức vốn ODA cam kết, ODA ký kết và ODA giải ngân đều đang tăng trưởng. Nếu bổ sung thêm số liệu năm 2010, sự tăng trưởng ở cả ba loại hình sẽ rõ ràng hơn so với giai đoạn 2001-2005.

Tuy nhiên, sự gia tăng vốn ODA này cũng tạo sức ép không nhỏ cho khả năng hoàn trả theo các điều khoản đã ký kết, đặc biệt khi các điều kiện vay trở nên kém ưu đãi hơn do Việt Nam bước sang giai đoạn quốc gia có thu nhập trung bình. Tỷ lệ giải ngân vốn ODA trong giai đoạn vừa qua của Việt Nam cũng thấp hơn so với tỷ lệ giải ngân trung bình trong khu vực. Nguyên nhân chính cho vấn đề này chủ yếu do từ trước tới nay ODA được sử dụng cho các dự án công lớn hoặc cho vay lại. Bản thân thủ tục hành chính của khu vực đầu tư này hiện còn nhiều bất cập và ngăn cản khả năng quay vòng nhanh nguồn vốn ODA. Như vậy, việc

xem xét mở rộng diện được hưởng thụ vốn ODA với các khu vực ngoài nhà nước, khu vực dân doanh để thực hiện các chương trình, dự án vì lợi ích công là điều cần thiết để Việt Nam có thể xóa bỏ rào cản đối với các nguồn vốn mới có chi phí vay vốn cao hơn.

2.4. Nhìn lại diễn biến giá cả và lạm phát 2009

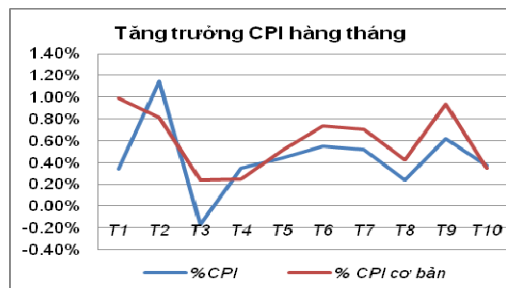
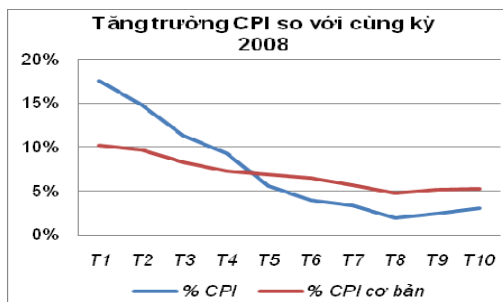
Mười tháng đầu năm, nhìn chung tất cả các nhóm ngành đều có mức tăng trưởng thấp và giảm dần so với cùng kỳ 2009. Biến động giá đáng kể nhất thuộc về 3 nhóm ngành “Hàng ăn và dịch vụ ăn uống”, “Nhà ở và vật liệu xây dựng” và “Phương tiện đi lại, bưu điện”. Trong khi đó, hầu hết các nhóm ngành khác đều duy trì mức tăng trưởng hàng tháng ổn định ở mức từ 0,2%/tháng - 0,6%/tháng. Hiện tượng giá tăng theo thời vụ cũng khá phổ biến như ở các nhóm hàng “Lương thực, thực phẩm”, “Đồ uống và thuốc lá” (dịp Tết Nguyên Đán), hay “Giáo dục” (điều chỉnh học phí, mùa khai giảng)... Hai tháng cuối năm (thời điểm đổi gốc tính giá và cơ cấu lại thành phần rổ hàng hóa tính CPI), chỉ số giá tiêu dùng có chiều hướng gia tăng khi mặt bằng lãi suất bị đẩy lên cao và cầu tiêu dùng hàng hóa dịp cuối năm tăng mạnh. Tính chung cả năm, chỉ tiêu kiểm soát lạm phát dưới hai con số của Chính phủ đã hoàn thành khá ấn tượng với mức tăng 6,88% (dự tính trước đó là 7%). Hai nhóm hàng có mức tăng giá mạnh nhất là “Nhà ở và vật liệu xây dựng” và “Giao thông” (12,58% và 12,45%), trong khi “Bưu chính viễn thông” (giảm 5,38%) và “Văn hóa, giải trí và du lịch” (tăng 2,1%) là hai nhóm có mức tăng thấp nhất trong rổ hàng hóa CPI.

CPI cả năm được khống chế thành công ở mức 6,88% với nhiều nỗ lực của Chính phủ, tuy nhiên nguyên nhân quan trọng là sức cầu suy giảm trong năm 2009

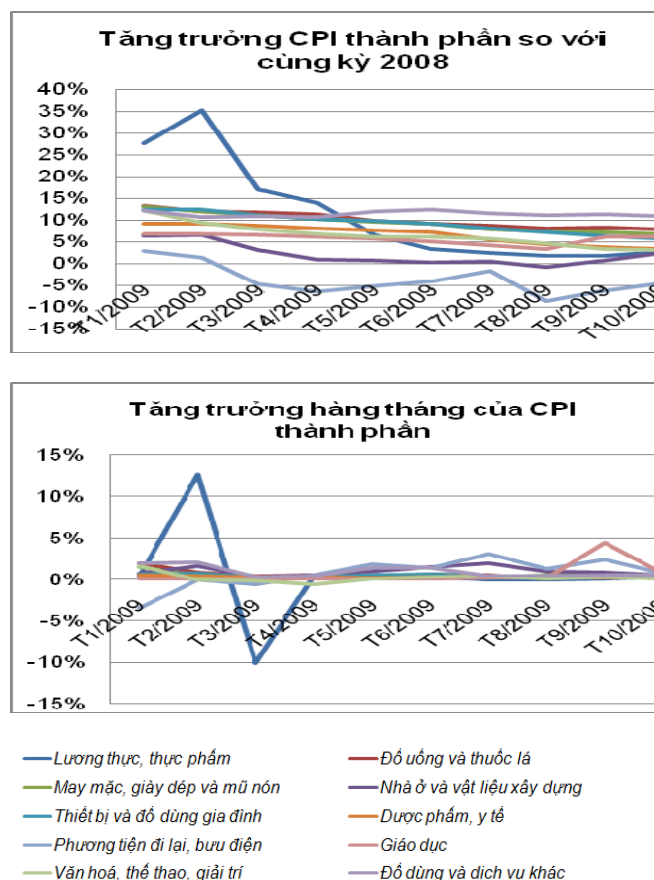
Đạt được kết quả này phải kể đến các nguyên nhân chính sau:

Thứ nhất, sự sụt giảm mạnh mẽ sức tăng (so với cùng kỳ năm 2008) của ba nhóm hàng chiếm tỉ trọng lớn nhất (xấp xỉ 62%) trong rổ hàng hóa tính CPI (cũ) là “Hàng ăn và dịch vụ ăn uống”, “Nhà ở và vật liệu xây dựng” và “Phương tiện đi lại, bưu điện” được đánh giá là yếu tố quan trọng giúp kiềm chế sức tăng của chỉ số giá tiêu dùng 2008.

Nếu như trong năm 2008, những biến cố về thời tiết cũng như tin đồn thất thiệt đã đẩy giá lương thực tăng cao, đặc biệt trong nửa đầu năm; trong khi đó, dầu thô thế giới liên tục tạo lập những mức giá kỷ lục (đỉnh điểm đạt 150\$/thùng), kéo giá xăng trong nước tăng mạnh (có thời điểm tới 19.000 đồng/lít) đã khiến cho diễn biến tiêu cực về giá của 2 nhóm “Hàng ăn và dịch vụ ăn uống” và “Phương tiện đi lại, bưu điện” đẩy CPI tổng thể lên cao; thì năm 2009, sự vắng mặt của các yếu tố bất thường này chính là những nguyên nhân trọng yếu quyết định tới sự bình ổn CPI hai nhóm hàng trên (nói riêng) cũng như CPI tổng thể (nói chung).



Tuy vậy, nếu nhìn tốc độ tăng trưởng bình quân tháng thì giá cả nhóm “Nhà ở và vật liệu xây dựng” và “Phương tiện đi lại, bưu điện” vẫn là nằm trong Top 3 các nhóm hàng có sức tăng lớn nhất năm 2009 (lần lượt là 0,98%/tháng và 0,7%/tháng).



(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

Thứ hai, một nguyên nhân quan trọng khác đã có những ảnh hưởng lớn tới tốc độ tăng trưởng CPI 2009, đó chính là sức mua xã hội giảm. Mặc dù có tác động tích cực tới thành quả kiểm chế CPI, song đây lại được coi là yếu tố kìm hãm sự phục hồi của nền kinh tế nội địa.

Quan sát Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ, trong năm 2009, ngoại trừ nhóm Dịch vụ (chiếm tỉ trọng khoảng 9%) có mức tăng trưởng ấn tượng, tất cả các nhóm còn lại đều giữ mức tăng trưởng thấp hơn năm trước đó, khiến cho tốc độ tăng trưởng chung cuộc chỉ chiếm 23,53% (thấp hơn 7,46% so với năm 2008).

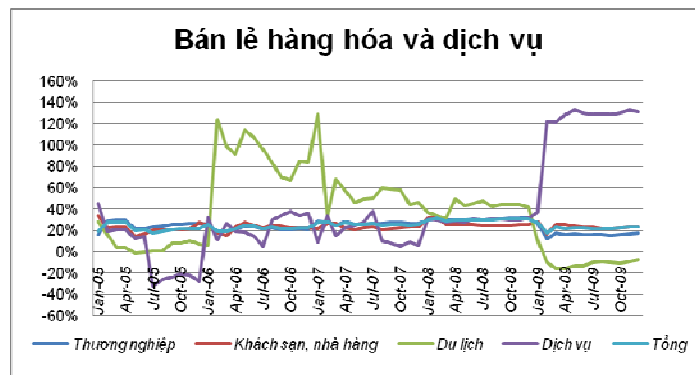
Điều này hoàn toàn dễ hiểu khi năm 2009, kinh tế thế giới nói chung và kinh tế Việt Nam nói riêng đã trải qua giai đoạn khó khăn nhất kể khi từ khi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu bắt đầu năm 2008. Bên cạnh việc người dân thắt chặt chi tiêu, tăng cường tiết kiệm, thì việc thu hẹp sản xuất (khối doanh nghiệp) và giảm chi tiêu công đã khiến cho nhu cầu chi tiêu toàn xã hội giảm đáng kể. Giá cả, do đó, hạn chế được tối đa sức tăng do cầu kéo.

Thứ ba, sự xuất hiện gói giải pháp hỗ trợ lãi suất 4%, cùng với việc NHNN duy trì mức lãi suất cơ bản 7% trong suốt 10 tháng, đã khiến cho doanh nghiệp tránh được sức ép tăng chi phí sản xuất, tăng giá thành và giá bán sản phẩm, giúp cho thị trường hàng hóa giảm thiểu được ảnh hưởng của hiện tượng “chi phí đẩy”.

Biểu hiện của CPI cơ bản

Khác với năm 2008, CPI chịu nhiều sức ép từ CPI cơ bản, thì trong năm 2009, CPI cơ bản đã được kiểm soát tốt hơn, góp phần giữ cho CPI tổng thể ở mức thấp

Do không có điều kiện tiếp xúc với các nhóm hàng hóa ở cấp độ nhỏ hơn, chúng tôi tách các mặt hàng có mức độ biến động lớn nhất ra khỏi rổ hàng hóa tổng thể là “Hàng ăn và dịch vụ ăn uống” và “Phương tiện đi lại, bưu điện”. Quan sát biểu đồ diễn biến của CPI cơ bản (Core CPI) năm 2009 có thể thấy, trong khi sức tăng (so với cùng kỳ 2008) của CPI tổng thể giảm mạnh qua các tháng thì mức giảm này ở CPI cơ bản chậm hơn khá nhiều. Bên cạnh đó, tăng trưởng hàng tháng của CPI cơ bản trong năm lại thường ở mức cao hơn so với tốc độ tăng CPI tổng thể. Mười tháng đầu năm, chỉ số giá tiêu dùng tăng bình quân 0,44%/tháng, song ở CPI cơ bản, mức tăng này là 0,6%/tháng. Điều đó cho thấy việc kiểm soát thành công chỉ số giá tiêu dùng 2009 có được phần lớn từ sự sụt giảm tăng trưởng giá của hai nhóm hàng ngoài CPI cơ bản này. Tuy nhiên, đây không phải là điều đáng lo ngại. Khi đem so sánh tốc độ tăng trưởng bình quân của CPI cơ bản 2009 với cùng kỳ 2008 (0,85%/tháng) và 2007 (0,64%/tháng), sự tăng giá của các nhóm hàng trong rổ CPI cơ bản đã duy trì khá tốt một sức tăng ổn định và hợp lý. Như vậy, đây là những bằng chứng cho thấy Việt Nam đã làm tốt nhiệm vụ kiểm soát và bình ổn giá cả trong năm 2009.



Nguồn: Tổng cục Thống kê

CPI 2010 và những cảnh báo

Lạm phát trong năm 2010 được xem là một yếu tố chính trong việc thực hiện các điều chỉnh chính sách vĩ mô của nền kinh tế. Một số chú ý:

Thông thường Lạm phát chỉ là một yếu tố đầu vào trong quá trình điều chỉnh các chính sách tiền tệ, chứ không phải là mục tiêu, và theo đó, căn cứ vào CPI mà SBV và Bộ Tài chính phối hợp để điều hành. Tuy nhiên, ở Việt Nam, đặc biệt là năm 2010, thì việc giữ cho CPI ở mức 1 con số sẽ là một mục tiêu quan trọng, và theo đó các chính sách tài chính hay tiền tệ thường phản ứng chậm hơn, nhưng là để điều chỉnh lại CPI.

Với các yếu tố tích lũy từ năm 2009, CPI bị sức ép tăng mạnh vào nửa đầu năm 2010

CPI trong năm 2010 không chỉ phụ thuộc vào các diễn biến giá cả hàng hóa thông thường trong năm 2010, mà còn bị ảnh hưởng đáng kể của các ảnh hưởng cộng dồn xuất phát từ việc tăng trưởng tín dụng cao (gần 38%) trong năm 2009 và việc thực thi chính sách tài khóa khá mạnh trong nửa cuối năm 2009. Các ảnh hưởng của việc mở rộng Cung tiền được đánh giá là sẽ tác động gây sức ép làm tăng CPI trong nửa đầu năm 2010.

Thực tế trong năm 2009, tăng trưởng bình quân tháng của mức bán lẻ của nhóm “Thương mại” (chiếm tỉ trọng hơn 70% giá trị Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ) đã giảm 13% so với năm 2008 và 10% so với năm 2007. Như vậy, chỉ riêng sự phục hồi nhu cầu tiêu dùng

của nhóm lên mức tăng trưởng cũ (khoảng trên 25%) thì lượng cầu xã hội sẽ tăng lên nhanh chóng. Đây chính động lực tăng CPI do cầu kéo.

Từ tháng 10/2009, chỉ số giá tiêu dùng được tính trên cơ sở hệ số giá (gốc) năm 2009. Rổ hàng hóa tính CPI được điều chỉnh tăng thêm 78 mặt hàng. Nhóm hàng và tỉ trọng nhóm trong rổ CPI cũng được cơ cấu lại, theo đó sẽ có 11 nhóm hàng (tăng 1 nhóm). Tỉ trọng của hầu hết các nhóm hàng đều được điều chỉnh tăng so với trước đây. Duy chỉ có nhóm hàng chiếm tỉ trọng cao nhất trước đây là “Hàng ăn và dịch vụ ăn uống” được điều chỉnh giảm 2,92%. Việc điều chỉnh này cho thấy CPI mới sẽ có độ gắn kết cao hơn với các hàng hóa tiêu dùng và dịch vụ trong rổ CPI cơ bản. Do đó, trong năm 2010, biểu hiện tăng chỉ số giá tiêu dùng sẽ đáng ngại hơn khi mức độ tăng ấy chịu ảnh hưởng trực tiếp hơn từ các hàng hóa vốn được coi là ít biến động giá theo thời gian. (xem thêm bảng so sánh *Quyền số CPI trong Bảng 6 – Phần Phụ Lục*)

Chúng tôi đánh giá CPI của Việt Nam sẽ được đặt vào trọng tâm trong các điều chỉnh vĩ mô, và sẽ được “khống chế” thành công ở mức 1 con số vào cuối năm 2010, vào khoảng 7-9%, cao hơn kế hoạch đề ra.

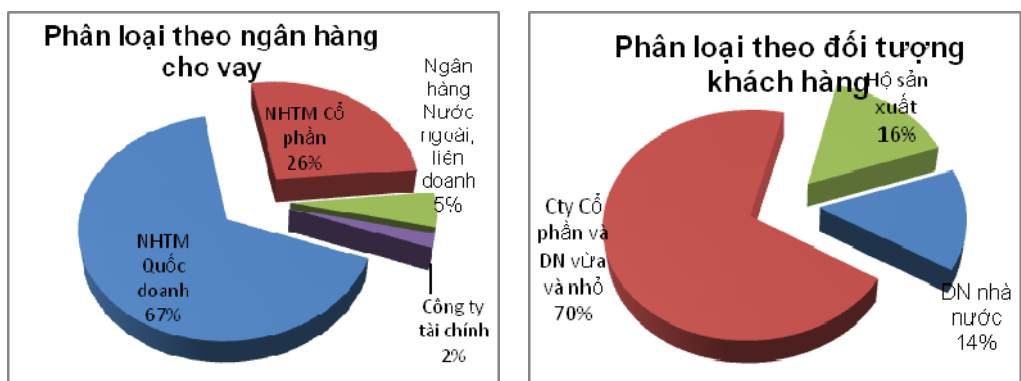
2.5. Chính sách tài chính – tiền tệ

Năm 2009 là một năm để lại nhiều dấu ấn của việc điều hành Chính sách tài chính tiền tệ mà nổi bật và thu lại được thành quả đáng ghi nhận nhất đó là ổn định được kinh tế vĩ mô và kích thích nền kinh tế tăng trưởng vượt qua giai đoạn khó khăn nhất.

Tăng trưởng kinh tế của VN trong năm 2009 được hỗ trợ kịp thời bởi gói kích thích kinh tế chưa có tiền lệ, nhưng đã phát huy hiệu quả cao!

Trong cả năm 2008 thì tăng trưởng tín dụng của Việt Nam đạt mức khá thấp do mức tăng đột biến của lạm phát và bong bóng trên thị trường nhà đất tăng cao tạo áp lực tiêu cực lên các Doanh nghiệp và gây khó khăn cho hệ thống ngân hàng. Khi các dấu hiệu suy giảm kinh tế lộ rõ thì việc nới lỏng chính sách tiền tệ kịp thời đã thúc đẩy việc luân chuyển dòng vốn trong nền kinh tế, và hỗ trợ cho các doanh nghiệp gặp khó khăn. Có thể nói, Gói kích thích kinh tế mà Chính Phủ đưa ra hồi tháng 2/2009 mà trọng tâm là Chính sách hỗ trợ lãi suất ngắn hạn 4% đã tác động tích cực lên toàn bộ nền kinh tế. Khối doanh nghiệp vừa và nhỏ – SME- đã được hưởng lợi nhiều nhất đã tác động tích cực nhất lên tăng trưởng kinh tế.

Biểu đồ các đối tượng cho vay và ngân hàng cho vay lãi suất hỗ trợ 4%



(Nguồn: NHNN Việt Nam)

Mặc dù, mục đích của gói hỗ trợ lãi suất là nhằm cung cấp vốn lưu động cho các doanh nghiệp sử dụng nhiều lao động, hoạt động sản xuất kinh doanh gặp khó khăn do suy thoái kinh tế, với phương án kinh doanh khả thi, nhưng việc cơ cấu lại nợ, đảo nợ vẫn đã diễn ra. Điều này chính là do trước đó khá nhiều doanh nghiệp đã phải chịu chi phí vốn với mức lãi suất khá cao, đi kèm với tình trạng suy giảm của cả nền kinh tế. Việc giải ngân vốn hỗ trợ lãi suất tăng trưởng mạnh trong Quý II và III/ 2009 đã giảm đáng kể những khó khăn về vốn lưu động cho đa số các doanh nghiệp, do đối tượng hỗ trợ vốn lưu động tương đối rộng.

Bảng thống kê quy mô gói kích cầu

| | Giá trị | Tỉ trọng |
|--|---------|----------|
| Hỗ trợ lãi suất vay vốn tín dụng | 17.000 | 10,6% |
| Thu hồi vốn đầu tư xây dựng cơ bản ứng trước | 3.400 | 2,1% |
| Ứng trước Ngân sách cho các D.A cấp bách | 37.200 | 23,3% |
| Chuyển nguồn vốn 2008 sang 2009 | 30.200 | 18,9% |
| Phát hành Trái phiếu Chính phủ | 20.000 | 12,5% |
| Giảm thuế | 28.000 | 17,5% |
| Tăng dự nợ bảo lãnh tín dụng | 17.000 | 10,6% |
| Các khoản khác | 7.200 | 4,5% |

(Nguồn: Bộ Tài chính, Bộ Kế hoạch Đầu tư.)

Các giải pháp đồng bộ đã không chế được đà suy thoái kinh tế, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và ổn định xã hội cao, tuy nhiên thâm hụt ngân sách nặng nề đang là mối lo ngại lớn

Trên thực tế thì với quy mô của gói kích kích kinh tế lên tới gần 7% của GDP năm 2009 và đã làm ảnh hưởng lớn đến thu chi ngân sách của Chính phủ và Dự trữ ngoại tệ của quốc gia. Quan trọng hơn cả là quyết định dùng gói hỗ trợ lãi suất ngắn hạn đúng thời điểm vào cuối năm khi mà lo ngại về lạm phát tăng cao là cần thiết. Việc rút dần các gói hỗ trợ cho nền kinh tế có thể gây tác động đến sức khỏe của các doanh nghiệp và tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng quyết định có một bước đệm trong chiến lược rút bớt các gói kích thích là cần thiết do nền kinh tế của Việt Nam dễ bị tổn thương khi có các biến động lớn.

Thời điểm để đưa ra Chính sách tài khóa vào thời điểm Quý I khi GDP đạt 3,2%, mức thấp nhất trong vòng 5 năm. Các giải pháp được đưa ra đồng bộ đã giúp ngăn chặn kịp thời đà suy giảm kinh tế của Việt Nam, một mặt đã giúp giảm tỉ lệ thất nghiệp, hỗ trợ lưu thông nguồn vốn cho nền kinh tế và kích thích các ngành kinh tế phát triển.

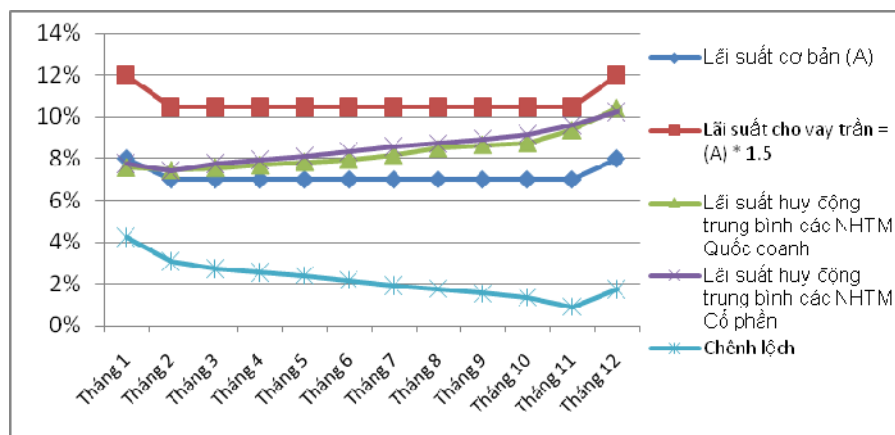
Chính sách điều hành lãi suất linh hoạt đã giúp tình hình xuất nhập khẩu có đóng góp lớn vào tăng trưởng kinh tế trong năm 2009; tuy nhiên lại đang dần lạc hậu khi làm khó khăn cho doanh nghiệp trong việc tiếp cận tín dụng và huy động vốn.

Thanh khoản ngân hàng gặp khó khăn vào nửa cuối năm 2009 do bị không chế bởi lãi suất cho vay trần chưa phản ánh đúng Cung – Cầu về vốn của nền kinh tế

Việt Nam đã thành công trong việc điều hành lãi suất ở mức thấp trong vòng khoảng 10 tháng năm 2009 trong khi không làm gia tăng lạm phát. Nếu nhìn vào tình hình huy động và cho vay ra của các ngân hàng trong các tháng năm 2009 thì có thể thấy lãi suất huy động có xu hướng tăng cao dần về cuối năm. Bắt đầu từ tháng 7/2009, mức chênh lệch giữa lãi suất cho vay và huy động của các NHTM đã dưới mức 2% (dự tính là đủ để đảm bảo hiệu quả hoạt động kinh doanh của ngân hàng). Khi mà lãi suất cho vay bị không chế bởi trần lãi suất cơ bản thì việc tăng lãi suất huy động để đáp ứng nhu cầu vay vốn của xã hội là điều dễ hiểu. Việc tăng lãi suất cơ bản lên 8% (tăng 100 điểm cơ bản) vào đầu tháng 12/2009 chỉ làm dìm bớt áp lực về huy động vốn cho Ngân hàng thương mại chứ chưa phản ánh đúng nhu cầu vay vốn của xã hội. Bởi vì trải qua một năm được đánh giá là khó khăn, việc duy trì lãi suất thấp, mở rộng chính sách tiền tệ là cần thiết, nhưng không thể duy trì liên tục trong một thời gian

dài, với lý do: (1) mặt bằng giá cả hàng hóa được đánh giá là tăng cao do các lợi thế về nguyên vật liệu giá rẻ và hàng tồn kho đã không còn; (2) việc duy trì hỗ trợ lãi suất trung và dài hạn chỉ áp dụng cho một số nhóm ngành khó khăn và chiến lược, trong khi nhu cầu vốn để mở rộng sản xuất kinh doanh rất lớn với đa số các ngành kinh tế khác; (3) Lạm phát được đánh giá là sẽ tăng cao do ảnh hưởng của việc kích thích kinh tế mạnh trong cả năm 2009, việc thắt chặt trở lại ngay từ lúc này là cần thiết.

Do vậy, chúng tôi đánh giá là lãi suất cơ bản sẽ sớm điều chỉnh theo chiều hướng tăng nhằm phù hợp với nhu cầu vốn của cả xã hội ngay trong thời gian đầu của năm 2010. Mặc dù vậy, chỉ tiêu lạm phát được kì vọng sẽ được kiểm soát chặt sẽ yếu tố giúp cho mặt bằng lãi suất dù có điều chỉnh cũng sẽ không quá cao làm ảnh hưởng tăng trưởng kinh tế của năm 2010.



Nguồn: NHNN Việt Nam

III. HƯỚNG PHÁT TRIỂN CỦA TTCK

3.1. Phân tích kỹ thuật

Chứng khoán Việt Nam 2009 – một thành quả khó khăn



Sự vận động trong năm 2009 của VNI tạo thành 4 giai đoạn xu thế chính với 2 quá trình tăng mạnh và 2 quá trình giảm, phản ánh khách quan các sự kiện kinh tế cũng như tâm lý, tập quán đầu tư của các thành phần thị trường:

Giai đoạn 1 (cuối tháng 2 tới giữa tháng 6): Đây là quá trình các chỉ số chứng khoán Việt Nam tăng trưởng mạnh khi thị trường được hỗ trợ bởi những thuận lợi đặc thù của giai đoạn:

+ Sau Tết Nguyên Đán, VN-Index bắt đầu rơi điểm sâu và đạt mức đáy 235,5 điểm vào cuối tháng 2/2009 – mức điểm sâu nhất trong 4 năm của chỉ số này. Thời điểm này, thị trường có mức P/E thấp (xấp xỉ 8), với không ít mã chứng khoán có thị giá dưới giá trị sổ sách, đã tạo ra lợi thế của một thị trường bị đánh giá thấp, ẩn chứa một sức bật tiềm năng.

+ Từ cuối Quý I/2009, dồn dập những tín hiệu tích cực từ nền kinh tế thế giới cũng như từ những nỗ lực phục hồi kinh tế của Việt Nam (ban hành gói kích cầu trị giá 8 tỉ USD, nới lỏng chính sách tiền tệ thông qua điều chỉnh giảm lãi suất cơ bản...) đã mang lại cho nhà đầu tư sự kỳ vọng lớn về một kịch bản khả quan cho kinh tế Việt Nam 2009

Giai đoạn này, VN-Index tăng 117,6%. Hầu hết chứng khoán đều có sức tăng mạnh, không phụ thuộc vào qui mô doanh nghiệp phát hành, tính thanh khoản của cổ phiếu hay triển vọng tăng trưởng... Các nhóm cổ phiếu dẫn dắt thị trường với sức tăng mạnh từ 150% đến 400% phải kể đến là nhóm Tài chính – Ngân hàng (tiêu biểu là nhóm Chứng khoán). Đây cũng là giai đoạn mà giao dịch thị trường được cải thiện đáng kể về khối lượng và giá trị so với thời gian trước đó. Lượng tài khoản mở mới tăng lên đáng kể, trong khi nhà đầu tư cũng tăng cường sử dụng các chiến thuật và công cụ đầu tư tạo thanh khoản như đòn bẩy tài chính, xoay vòng, đảo danh mục đầu tư chu kỳ ngắn, “T+”...

| Mã CK | Tăng thêm (từ 24/02/2009 đến 09/06/2009) |
|------------------|--|
| VN-Index | 117.0% |
| HNX-Index | 138.6% |
| Nhóm Bluechips | |
| FPT | 95.0% |
| DPM | 82.8% |
| VNM | 43.8% |
| VSH | 52.6% |
| HPG | 153.0% |
| Nhóm Ngân hàng | |
| ACB | 147.0% |
| STB | 194.0% |
| SHB (từ 20/04) | 160.0% |
| Nhóm Chứng khoán | |
| SSI | 270.9% |
| BVS | 408.5% |
| KLS | 332.2% |
| HPC | 447.7% |

Từ 24/02/2009 đến 09/06/2009: Cũng chính sự tăng trưởng mạnh mẽ và liên tục của thị trường, tăng trưởng “nóng” đã xuất hiện cuối giai đoạn này khi sự tăng trưởng của thị trường có biểu hiện phản ánh thái quá thực tế phục hồi của nền kinh tế vĩ mô. Kết quả là quá trình điều chỉnh đã khiến VN-Index mất xấp xỉ 100 điểm trong 1 tháng sau đó.

Giai đoạn 2: (09/06/2009 - 20/07/2009): Điều chỉnh

Đà quán tính đẩy TT tăng vượt mốc 500 đã phản tác dụng. TT điều chỉnh, tìm về giá trị thực để củng cố và xác lập xu thế mới. Mất gần 100 điểm song thị trường không có những biểu hiện tiêu cực thường thấy trong các giai đoạn điều chỉnh kỹ thuật như hiện tượng bán tháo cổ phiếu, mất thanh khoản giao dịch... Trái lại, khi VN-Index đã được nâng đỡ rất tốt bởi lực cầu khi đi vào vùng hỗ trợ 430 điểm – 460 điểm.

Giai đoạn 3: (20/07/2009 – 22/10/2009): Quá trình tăng trưởng lần 2:

Trung tuần tháng 7, báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh quý II của các doanh nghiệp với những con số báo lãi ấn tượng, cùng với mức điểm thị trường đã ở vào mức hấp dẫn sau điều chỉnh, đã thổi bùng một xu thế tăng trưởng mới với cảm hứng chủ đạo đến từ nhóm Xây dựng – Bất động sản. Tuy nhiên, đây cũng là giai đoạn ghi nhận sự dấu ấn mờ nhạt, trước ngược hoàn toàn với giai đoạn tăng trưởng lần 1 của nhóm cổ phiếu Ngân hàng – nhóm chứng khoán vốn có nhiều ảnh hưởng tới diễn biến thị trường.

| Mã CK | Tăng trong tháng |
|--------------------------|------------------|
| VN-Index | 6.24% |
| HNX – Index | 7.04% |
| Nhóm BĐS và VLXD | |
| HAG | 30.56% |
| LCG | 3.75% |
| NTL | 33.33% |
| TDH | 31.70% |
| Dòng CP Vinaconex | |
| VCG | 53.39% |
| VC1 | 77.33% |
| VC3 | 129.11% |
| VC5 | 75.88% |
| VC6 | 93.38% |
| VC7 | 84.57% |
| Dòng CP Sông Đà | |
| SJS | 24.18% |
| SD2 | 65.44% |
| SD3 | 41.26% |
| SD4 | 80.74% |
| SD6 | 38.15% |
| SD7 | 30.30% |

Tăng trưởng của nhóm Xây dựng - Bất động sản tháng 9/2009

| Mã CK | Tăng trong tháng |
|-----------------------|------------------|
| Nhóm Ngân hàng | |
| ACB | -3.53% |
| CTG | -5.40% |
| SHB | -3.42% |
| STB | 5.52% |
| VCB | -6.96% |

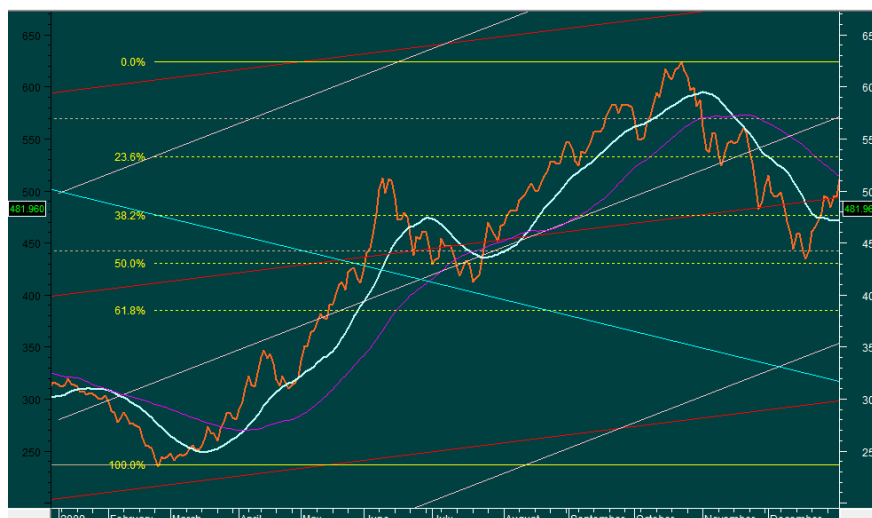
Tăng trưởng của nhóm Ngân hàng tháng 9/2009

Giai đoạn tăng trưởng lần 2 cũng là thời gian sự vận động thị trường mang đậm dấu ấn của các công cụ tài chính, công cụ đầu tư phi chính thức như đòn bẩy tài chính, “T+”. Giống như trong giai đoạn tăng trưởng 1, sức tăng của thị trường giai đoạn này hàm chứa khá nhiều rủi ro khi xu thế thị trường phụ thuộc chặt chẽ vào sự vận động của nhóm chứng khoán (Xây dựng – Bất động sản), và có biểu hiện tăng trưởng nóng khi sức tăng không phản ánh đúng thực tế bối cảnh nền kinh tế. Bên cạnh đó, tác động của đòn bẩy tài chính (vốn là công cụ ngắn hạn) được sử dụng một cách triệt để đã khiến VN-Index tăng “quán tính” vượt mức 600 điểm, chính thức đặt thị trường trước một quá trình điều chỉnh giá trị.

Giai đoạn 4: (từ 22/10/2009)

Khởi xướng bởi áp lực giải chấp (do sử dụng đòn bẩy tài chính) khi thị trường rơi qua mức 600 điểm, cùng với sự lo ngại trước những diễn biến bất thường trong hoạt động quản lý kinh tế vĩ mô mà điển hình là chính sách tỉ giá, lãi suất đã khiến cho quá trình điều chỉnh kỹ thuật cần thiết sau giai đoạn tăng trưởng trước đó chìm sâu thành một xu thế đảo chiều thị trường. Trên sàn HOSE, chỉ số VN-Index giảm 190 điểm trong chưa đầy 2 tháng. Cùng với đó, thanh khoản thị trường sụt giảm đáng kể. Nhóm dẫn dắt thị trường là Xây dựng – Bất động sản trong xu thế tăng trước đó giảm đáng kể ảnh hưởng, thị trường thiếu hụt lực đỡ từ những nhóm chứng khoán vốn được coi là “bluechips”.

Tuy vậy, trải qua 4 giai đoạn thăng trầm, thị trường chứng khoán 2009 vẫn được đánh giá là có một năm thành công với mức tăng trưởng 56,8% của VN-Index và 60% của HNX-Index – một kết quả ấn tượng khi 2009 được coi là một năm khó khăn của nền kinh tế nói chung, của thị trường chứng khoán nói riêng.



Xu thế thị trường:

Một xu thế được coi là tăng trưởng dài hạn trong năm 2009 đã bị phá vỡ từ đầu tháng 11/2009 khi VN-Index xuyên thủng mức 550 điểm, đặt chỉ số này trước áp lực hoàn giá trị (giảm) trong trung hạn. Căn cứ Fibonacci Retracement và Fibonacci Art đo mức hoàn và thời gian quá trình hoàn giá trị, về mặt lý thuyết, chỉ số này có thể chạm tới mức 400 điểm trong khoảng thời gian cho phép là 5 – 6 tháng (tính đến thời điểm cuối năm 2009, thời gian còn lại khoảng 3, 4 tháng). Quá trình điều chỉnh này vẫn đảm bảo cho VN-Index nằm trong khoảng điểm đủ để duy trì xu thế tăng trung hạn (theo kênh hồi quy trung hạn). Như vậy, từ khoảng cuối quý I/2010, VN-Index sẽ có cơ hội phục hồi và tăng trưởng nhằm tạo ra một xu thế tăng chung cuộc trong năm 2010.

Các mức hỗ trợ và kháng cự:

Các mức hỗ trợ và kháng cự của VN-Index trong năm 2010 chủ yếu được tạo ra bởi thang chia Fibonacci Retracement trung - dài hạn và hệ đường hồi quy (căn biên xu thế vận động của thị trường)

Các mức hỗ trợ:

Mức hỗ trợ ngắn hạn tạo bởi FR50% (trung hạn) và FR23.6% (dài hạn) tại khoảng điểm 430 điểm – 450 điểm

Mức hỗ trợ dài hạn tạo bởi FR61.8% (trung hạn) và đường kênh dưới kênh hồi qui trung hạn tại khoảng 390 điểm – 400 điểm.

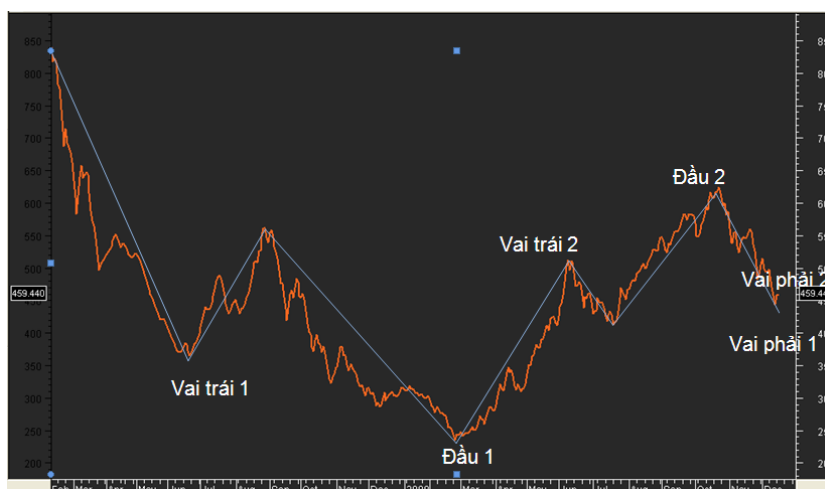
Các mức kháng cự:

Kháng cự ngắn hạn tạo bởi FR23.6% (trung hạn) tại 530 điểm, FR32.8% (dài hạn) và đường kênh trên kênh hồi qui dài hạn tại 570 điểm.

Kháng cự trung hạn tại 630 điểm tạo bởi đường kênh trên kênh hồi qui trung hạn và tại 600 điểm tạo bởi đường kênh trên kênh hồi qui dài hạn.

Các mô hình ảnh hưởng tới vận động của VN-Index

Bộ đôi Đỉnh – Đầu – Vai (Head and Shoulders): Với bộ đôi hình mẫu này, VN-Index trước mắt đang chịu sự chi phối tăng của mô hình Đỉnh – Đầu – Vai nhỏ trong Quý I/2010. Qua được thử thách đó, chỉ số này sẽ chịu tác động trái chiều từ bộ đôi này khi mô hình Đỉnh – Đầu – Vai lớn tiếp tục tạo ảnh hưởng cho một xu thế tăng trưởng dài hạn trong khi mô hình Đỉnh – Đầu – Vai nhỏ đặt VN-Index vào giai đoạn điều chỉnh giảm nhằm hoàn thiện mô hình. Tuy vậy, ảnh hưởng của giai đoạn này sẽ bị giảm đáng kể trước các mức hỗ trợ trung và dài hạn. Như vậy, nếu coi việc hoàn thiện mô hình Đỉnh – Đầu – Vai lớn là một quá trình vận động dài hạn thì xu thế vận động chủ đạo của VN-Index trong năm 2010 là xu thế tăng trưởng.



3.2. Các kịch bản thị trường chứng khoán

Căn cứ hệ kênh hồi qui, vận động trong năm 2010 của VN-Index được chia thành 3 kịch bản lớn:

Kịch bản tích cực: 650 – 800 điểm: Nhanh chóng quay trở lại với xu thế tăng ngắn hạn, với sức đỡ của đường hồi qui trung hạn, VN-Index đạt được mức điểm trên 500 điểm và duy trì liên tục trong thời gian sau đó trên khoảng 500 -530 điểm trước khi bật qua mốc 650 điểm trong tháng 6 hoặc 7 để thiết lập một kênh xu thế tăng ổn định trong nửa cuối năm với mốc đến là 800

điểm, đó là kịch bản vận động tích cực của VN-Index trong bối cảnh kinh tế Việt Nam xác lập được những tín hiệu tích cực ngay trong quý I/2010. Kịch bản này vấp phải một khó khăn hiện hữu là tính ổn định và định hướng rõ ràng của các chính sách vĩ mô trong thời điểm hiện tại. Thực tế khó khăn của nền kinh tế trước bài toán quản lý vĩ mô về lãi suất, tăng trưởng tín dụng, lạm phát...cho thấy đây là một kịch bản khó (song không phải không thể xảy ra).

KB trung lập: Từ 530 – 650 điểm: Kịch bản này cho phép TTCK Việt Nam thực hiện một quá trình điều chỉnh giảm tạm thời trong Quý I/2009, khá phù hợp với khoảng thời gian cần thiết để Chính phủ đưa ra định hướng nhất quán và dài hạn cho quá trình phát triển kinh tế 2010. VN-Index sẽ vận động (giảm) về đường kênh dưới kênh hồi qui trung hạn (tăng), trước khi bật ngược trở lại và bám đường hồi qui chính của kênh này từ đầu Quý II/2009. Trong thời gian nửa cuối năm, với sự khởi sắc của nền kinh tế, vận động của chỉ số này sẽ được nâng đỡ tích cực bởi đường kênh dưới của kênh hồi qui ngắn hạn (tăng trưởng mạnh) để về đích với kết quả khả quan nhất có thể chạm tới 650 điểm.

KB tiêu cực: 400 – 530: Đây là kịch bản với một viễn cảnh không mấy sáng sủa của nền kinh tế vĩ mô, tương đồng với giả thiết về “mô hình phục hồi kinh tế W”. Trong kịch bản này, ảnh hưởng của các chính sách kinh tế vĩ mô tương đối mờ nhạt trước suy thoái khách quan của nền kinh tế. Tăng trưởng chậm, lãi suất và lạm phát cao...là những dấu hiệu đặc trưng kịch bản này. VN-Index tiếp tục suy giảm trong Quý I/2010 và không tạo được sức bật trước nửa đầu năm 2010. Nửa cuối năm, chỉ số này có cơ hội bám vào kênh hồi qui chính của kênh hồi qui trung hạn để chạm tới mức điểm 500 điểm – 530 điểm vào ngày 31/12/2010.

KẾT LUẬN

Trên cơ sở những phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật, một kịch bản phù hợp với thực trạng và triển vọng nền kinh tế Việt Nam 2010 được chúng tôi lựa chọn là KB2, với mức điểm “về đích” của VN-Index trong khoảng 530 điểm – 650 điểm.

IV. PHỤ LỤC**Bảng 1: Thống kê quy mô toàn thị trường năm 2007, 2008, 2009**

| | 2007 | 2008 | 2009 |
|--|---------|---------|---------|
| Vốn hóa thị trường ('000.000) | 429.565 | 219.775 | 614.692 |
| Tỉ trọng vốn hóa thị trường / GDP (%) | 37,57% | 14,87% | 37,60% |
| Số lượng các DN niêm yết HO | 141 | 170 | 196 |
| Số lượng các DN niêm yết HA | 112 | 168 | 257 |
| Số lượng các DN niêm yết Upcom | | | 36 |
| Số lượng công ty chứng khoán hoạt động | 50 | 68 | 105 |
| Số lượng tài khoản chứng khoán, trong đó | 330.000 | 430.000 | 766.725 |
| Cá nhân | | | 763.578 |
| Tổ chức | | | 3.147 |
| Nước ngoài | 4.400 | 7.000 | 10.000 |

Bảng 2: Thống kê quy mô giao dịch sàn HO

| | Bình quân | | Tổng cộng | |
|-------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|
| | Khối lượng (CK) | Giá trị (tỉ VND) | Khối lượng (CK) | Giá trị (tỉ VND) |
| Quý 1 | 10.505.901 | 224 | 656.618.841 | 14.000 |
| Quý 2 | 43.870.731 | 1.425 | 2.741.920.687 | 89.047 |
| Quý 3 | 51.676.564 | 2.257 | 3.229.785.231 | 141.044 |
| Quý 4 | 60.289.909 | 2.854 | 3.774.369.312 | 178.367 |

Bảng 3: Thống kê quy mô giao dịch sàn HA

| | Bình quân | | Tổng cộng | |
|-------|-----------------|------------------|---------------|------------------|
| | Khối lượng (CK) | Giá trị (tỉ VND) | Khối | Giá trị (tỉ VND) |
| Quý 1 | 5.975.958 | 113 | 362.247.385 | 7.116 |
| Quý 2 | 26.119.727 | 781 | 1.632.482.959 | 48.808 |
| Quý 3 | 27.474.147 | 963 | 1.717.134.162 | 60.167 |
| Quý 4 | 32.767.484 | 1300 | 2.047.967.757 | 81.267 |

Bảng 4: Thống kê quy mô giao dịch sàn Upcom

| | Khối lượng (CK) | Giá trị (tỉ VND) |
|-------|-----------------|------------------|
| Quý 1 | N/A | N/A |
| Quý 2 | 2.191.109 | 36 |
| Quý 3 | 18.987.476 | 256 |
| Quý 4 | 18.309.571 | 254 |

Bảng 5: Thống kê P/E và giá trị vốn hóa thị trường theo ngành

| Ngành | Vốn hóa | PE |
|---------------------------------------|---------|-------|
| Bảo hiểm phi nhân thọ | 23.734 | 19,23 |
| Bất động sản | 89.980 | 23,65 |
| Các dịch vụ hỗ trợ | 930 | 12,39 |
| Các ngành công nghiệp chung | 2.565 | 6,48 |
| Công nghệ phần mềm và dịch vụ tin học | 13.116 | 8,92 |
| Công nghiệp cơ khí | 749 | 4,34 |
| Công nghiệp vận tải | 18.423 | 14,49 |
| Đại lý bán lẻ | 2.597 | 10,23 |
| Dịch vụ tài chính | 44.490 | 22,29 |
| Điện | 15.240 | 4,66 |

Báo cáo Thị trường Chứng khoán Việt Nam 2009

| | | |
|--|---------|-------|
| Đồ dùng cá nhân | 1.604 | 9,18 |
| Đồ gia dụng | 2.889 | 8,33 |
| Đồ uống | 983 | 6,31 |
| Du lịch, giải trí | 7.591 | 15,67 |
| Dược phẩm, công nghệ sinh học | 8.159 | 12,19 |
| Gas, nước và dịch vụ tiện ích đa ngành | 3.359 | 5,06 |
| Giấy và các chế phẩm từ gỗ | 889 | 4,77 |
| Hóa chất | 32.733 | 9,05 |
| Khai khoáng | 20.538 | 14,76 |
| Kim loại công nghiệp | 14.666 | 9,00 |
| Ngân hàng | 160.637 | 13,85 |
| Nuôi trồng và chế biến thực phẩm | 66.277 | 11,43 |
| Ô tô và phụ tùng | 223 | 12,56 |
| Phản ứng và thiết bị phản ứng | 3.495 | 13,88 |
| Sản xuất dầu khí | 505 | 13,72 |
| Thiết bị điện và điện tử | 2.618 | 6,38 |
| Thiết bị giải trí | 178 | 6,98 |
| Thiết bị và dịch vụ phân phối dầu khí | 22.100 | 10,89 |
| Truyền thông | 805 | 10,55 |
| Xây dựng và vật liệu xây dựng | 50.433 | 17,29 |

Bảng 6: Bảng thống kê quyền số CPI theo năm gốc 2005 và 2009

| STT | Quyền số tính CPI theo năm gốc 2005 | Quyền số (%) | STT | Quyền số tính CPI theo năm gốc 2009 | Quyền số (%) | Chênh lệch |
|-----|-------------------------------------|--------------|-----|--|--------------|------------|
| 1 | Hàng ăn và dịch vụ ăn uống | 42,85 | 1 | Hàng ăn và dịch vụ ăn uống | 39,93 | 2,92 |
| | Trong đó: Lương thực | 9,86 | | Lương thực | 8,18 | 1,68 |
| | Thực phẩm | 25,2 | | Thực phẩm | 24,35 | 0,85 |
| 2 | Đồ uống và thuốc lá | 4,56 | | Ăn uống ngoài gia đình | 7,40 | -7,40 |
| 3 | May mặc, giày dép và mũ nón | 7,21 | 2 | Đồ uống và thuốc lá | 4,03 | 0,53 |
| | | | 3 | May mặc, giày dép và mũ nón | 7,28 | -0,07 |
| 4 | Nhà ở và vật liệu xây dựng | 9,99 | | Nhà ở, điện, nước, chất đốt và vật liệu xây dựng | 10,01 | -0,02 |
| 5 | Thiết bị và đồ dùng gia đình | 8,62 | 4 | Thiết bị và đồ dùng gia đình | 8,65 | -0,03 |
| 6 | Dược phẩm, y tế | 5,42 | 5 | Thuốc và dịch vụ y tế | 5,61 | -0,19 |
| 7 | Phương tiện đi lại, bưu điện | 9,04 | 6 | Giao thông | 8,87 | 0,17 |
| | Trong đó: Bưu chính, viễn thông | | 7 | | | |
| 8 | Giáo dục | 5,41 | 8 | Bưu chính viễn thông | 2,73 | -2,73 |
| 9 | Văn hoá, thể thao, giải trí | 3,59 | 9 | Giáo dục | 5,72 | -0,31 |
| 10 | Đồ dùng và dịch vụ khác | 3,31 | 10 | Văn hoá, giải trí và du lịch | 3,83 | -0,24 |
| | | 100,00 | 11 | Hàng hoá và dịch vụ khác | 3,34 | -0,03 |
| | | | | Tổng chỉ dùng | 100,00 | |

Công ty cổ phần chứng khoán FPT (FPTS)

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

Tel: (84.4) 3773 7070

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Địa chỉ: 29 - 31 Nguyễn Công Trứ, Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP.Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84-8) 6290 8686

Fax: (84-8) 6291 0607

Chi nhánh Đà Nẵng

Địa chỉ: Số 124 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng, Việt Nam

Điện thoại: (84.511) 3553 666

Fax: (84.511) 3553 888

Liên hệ:

Giám đốc Phân tích đầu tư

Giang Trung Kiên: KienGT@fpts.com.vn

Tel: (84.4) 3773 7070, Ext: 4303

Tuyên bố miễn trách nhiệm

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

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

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

Bản quyền © 2009 Công ty chứng khoán FPT

