

Thị trường chứng khoán Việt Nam – sẵn sàng cho một đợt tăng mới

- Sau khi đi ngang tích lũy bắt đầu từ cuối tháng 12 trong một phạm vi hẹp từ 477 đến 533, VNindex có thể sẽ bắt đầu tăng trở lại vào thời điểm sau Tết âm lịch. Hiện tại, đang có một cơ sở vững chắc hậu thuẫn cho một đợt tăng của thị trường diễn ra bắt đầu từ thời điểm tháng 2 trở đi.
- Mức tăng theo tháng của CPI trong ngắn hạn cộng với sự bất ổn của lãi suất và tình trạng thiếu thanh khoản đã khiến thị trường không thể tăng điểm tính từ thời điểm đầu năm cho đến cuối tháng 1/2010.
- Tuy nhiên, các biện pháp chính sách nhằm kiểm soát CPI và ổn định giá trị đồng VNĐ đã được thực hiện kịp thời và HSC dự báo lãi suất cơ bản sẽ được nâng lên thêm 1% nữa trong Q1.
- Theo chúng tôi, đợt tăng lãi suất tiếp theo này của NHNN có thể là đợt tăng lãi suất cuối cùng trong chuỗi những đợt tăng lãi suất hiện tại và thị trường sẽ phản ứng tích cực với động thái này vì đây có thể là dấu hiệu NHNN sẽ nới lỏng chính sách tiền tệ. Và theo quan điểm của chúng tôi, nếu có bất kỳ đợt suy giảm tạm thời nào của thị trường do ảnh hưởng của việc tăng lãi suất đề cập ở trên thì các nhà đầu tư nên mua vào mạnh cổ phiếu.
- Chúng tôi cho rằng thị trường chứng khoán Việt Nam bị tác động chủ yếu bởi kỳ vọng về tính thanh khoản của thị trường. HSC tin rằng mức tăng trưởng tín dụng từ 23-25% năm 2010 sẽ tạo ra thanh khoản dồi dào cho thị trường vào thời điểm NHNN nới lỏng trở lại chính sách tiền tệ của mình.
- HSC cho rằng VNindex sẽ dao động trong phạm vi từ 400 đến 700, tức là có khả năng tăng 43% tính từ mốc hiện tại.
- Chúng tôi dự báo 38 công ty có vốn hóa thị trường lớn nhất sẽ có mức tăng trưởng doanh thu là 24% trong năm 2010, tăng trưởng lợi nhuận thuần là 14% và EPS điều chỉnh theo trọng số của 39 công ty tăng trưởng 6%. Tại mức giá hiện tại, dựa trên mức tăng trưởng 6% của EPS điều chỉnh theo trọng số của 39 công ty, P/E dự phóng là 13.5 – là mức tương đối hợp lý nhưng không quá rẻ.
- Chúng tôi dự báo năm nay đồng VNĐ sẽ trượt giá thêm từ 3-5% và CPI sẽ tăng khoảng 11.5%. Dựa vào đó, chúng tôi dự báo GDP sẽ tăng 6.3%. Triển vọng tăng trưởng kinh tế vĩ mô là căn cứ cho HSC dự báo tăng trưởng doanh số của các doanh nghiệp.
- Rủi ro đối với kịch bản chúng tôi đưa ra là lạm phát tăng cao hơn dự kiến và tác động lấn át của việc phát hành trái phiếu chính phủ đối với tính thanh khoản các loại tài sản khác.
- Chúng tôi cho rằng nên mua dần vào cổ phiếu trong những tuần tới nhưng không nên mua vào bằng mọi giá.

Fiachra Aodh MacCana
Giám đốc điều hành -
Giám đốc nghiên cứu
fiachra.maccana@hsc.com.vn
CTCP chứng khoán TPHCM
Tầng 1, 2 và 3 tòa nhà Capital Place
6 Thái Văn Lung, Q1, TP Hồ Chí Minh
T: (+84 8) 3823 3299
F: (+84 8) 3823 3301

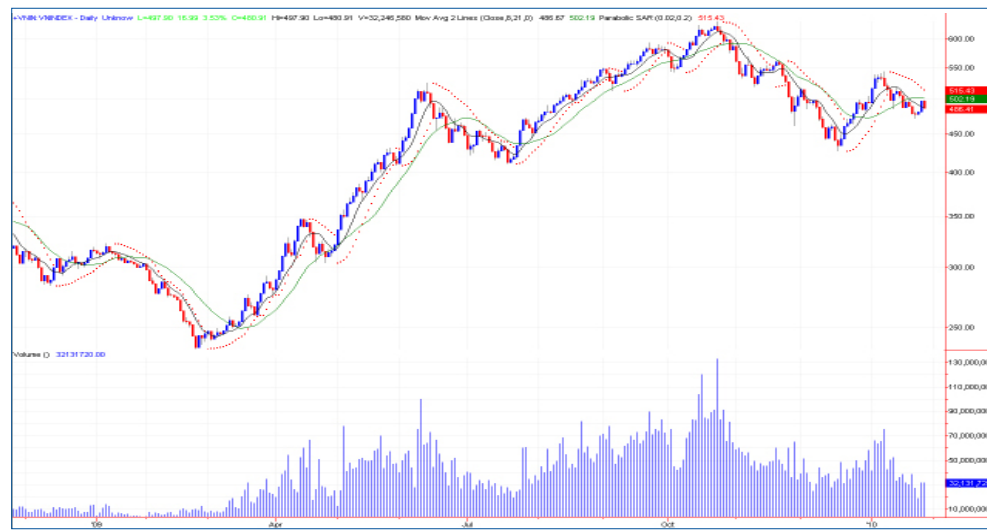
Chi nhánh Hà Nội
Số 6 Lê Thánh Tông, Quận Hoàn
Kiếm, Hà Nội
T: (+84 4) 3933 4693
F: (+84 4) 3933 4822
E: info@hsc.com.vn

www.hsc.com.vn

Mục lục

Mục	Trang
Thị trường chứng khoán – Viễn cảnh năm 2010 và các động lực thị trường	3
Tóm tắt	3
Tóm lược về thị trường năm 2009 – sự bùng nổ thanh khoản trong 6 tháng đầu và cuối năm	5
Triển vọng thị trường năm 2010	8
Danh mục đầu tư tham khảo	10
Các động lực thị trường	15
Kinh tế vĩ mô	41
Triển vọng tiền tệ - cuộc chinh phục cơn rồng bất kham	41
Cán cân thanh toán - thâm hụt nhưng chưa đến mức độ nghiêm trọng	45
Thâm hụt thương mại sẽ cao hơn một chút trong năm nay	46
Giải ngân vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài sẽ cải thiện trong năm 2010	48
Vốn hỗ trợ phát triển chính thức ODA năm 2010 cho Việt Nam sẽ được cải thiện	49
Luồng kiều hối sẽ tăng trở lại	50
Đầu tư gián tiếp sẽ được cải thiện trong năm nay	51
Rò rỉ ngoại tệ trong mục sai số của cán cân thanh toán?	52
Chính sách tiền tệ của NHNN – chìa khóa của toàn bộ cuộc chơi	53
Lãi suất và thị trường tiền tệ	56
CPI – áp lực lạm phát đang ngày càng gia tăng	60
Những vấn đề xung quanh CPI	62
Triển vọng GDP năm 2010 – sẽ tăng trưởng cao hơn năm trước	66
Sản xuất công nghiệp sẽ tăng trở lại	68
Doanh thu bán lẻ sẽ trở lại mức bình thường	69
Chính sách tài khóa	70
Triển vọng thị trường trái phiếu	74
Triển vọng thị trường bất động sản trong năm 2010	79
Thị trường vàng - NHNN đóng cửa các sàn vàng do tác động tiêu cực của các sàn vàng này đến nền kinh tế	81

Biểu 1 - VN index



Nguồn: HSC

Thị trường chứng khoán – Viễn cảnh năm 2010 và các động lực thị trường

Tóm tắt

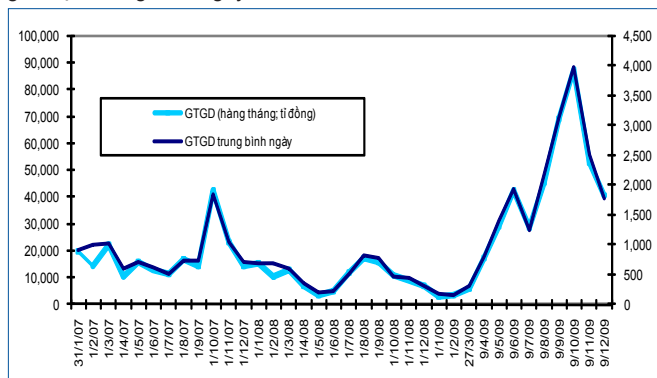
Trong những tuần vừa qua, VNindex biến động trong phạm vi hẹp từ 477.59 đến 534.46. Hiện tại, thời kỳ thiếu thanh khoản nhất diễn ra vào đầu tháng 12 đã qua đi. Mặc dù vậy, vẫn còn những lo ngại xung quanh vấn đề lạm phát, lãi suất và tốc độ tăng trưởng tín dụng đạt thấp. Thị trường dường như vẫn đang lưỡng lự chưa rõ xu hướng; tình trạng mua quá mức diễn ra trong Q3/2009 đã lùi xa và hiện vẫn chưa có luồng tiền mới chảy vào thị trường.

Hiện tại thị trường đang giao dịch cầm chừng và chờ đợi một cú huých; theo chúng tôi, NHNN sẽ nâng lãi suất cơ bản thêm 1% trong vào hai tháng tới. Dựa trên quan điểm của HSC về vấn đề lạm phát cũng như những động thái của NHNN tính từ Q4/2009 cho đến thời điểm hiện tại, chúng tôi cho rằng đợt tăng lãi suất này sẽ là động thái cuối cùng trong một loạt các động thái về

chính sách tiền tệ cần thiết phải thực hiện để giảm nhiệt cho nền kinh tế và giảm áp lực lạm phát. Do vai trò đặc biệt của lãi suất cơ bản trong cơ chế chính sách của Việt Nam (một trong những chức năng chính của lãi suất cơ bản là nhằm kiểm soát cả trần lãi suất huy động và cho vay), thì việc lãi suất được nâng lên sẽ không chỉ giúp tiếp tục ổn định đồng tiền, chống lại lạm phát mà còn kích thích tăng trưởng huy động vốn trong hệ thống ngân hàng. Và nhờ vậy, tính thanh khoản trong hệ thống sẽ được cải thiện, là một tín hiệu tích cực cho thị trường chứng khoán.

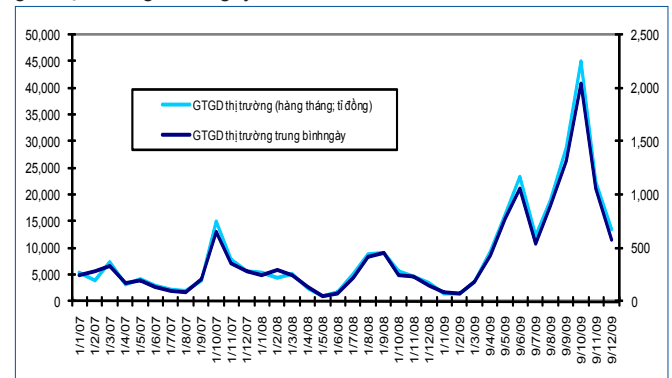
Tóm lại, HSC coi việc lãi suất cơ bản được nâng lên thêm một lần nữa là một tín hiệu mua vào, đặc biệt là trong trường hợp các nhà đầu tư bán tháo cổ phiếu do tác động của việc nâng lãi suất này.

Biểu 1a - Tổng giá trị giao dịch trên sàn Hose hàng tháng và giá trị giao dịch trung bình ngày



Nguồn: HSC

Biểu 1b - Tổng giá trị giao dịch trên sàn HNX hàng tháng và giá trị giao dịch trung bình ngày



Nguồn: HSC

Trong tháng 12, thị trường đã lấy lại được phần nào số điểm đã mất trong tháng 11 (VNindex đã đạt đỉnh cao nhất trong năm 2009 tại 624.10 điểm vào ngày 22/11/2009). Tại thời điểm ngày 22/11, thị trường diễn ra tình trạng mua vào ồ ạt, cổ phiếu trở nên đắt đỏ và các nhà đầu tư có vẻ lạc quan thái quá. Đợt điều chỉnh mạnh sau đó đã giúp cổ phiếu rớt trở lại một chút và đồng thời KLGD tính từ thời điểm này trở đi đã giảm xuống dưới mức bình quân dài hạn. Mặc dù không có số liệu chính xác về việc tiền cho vay ký quỹ bắt nguồn từ các công ty chứng khoán hay từ chương trình cho vay hỗ trợ lãi suất của chính phủ, thì theo chúng tôi, mức độ cho vay ký quỹ đã giảm xuống và nằm trong phạm vi kiểm soát.

Trong Q1/2010, triển vọng của thị trường sẽ phụ thuộc vào một tập hợp các yếu tố vi mô và vĩ mô. Thị trường chứng khoán Việt Nam chịu ảnh hưởng chủ yếu từ các vấn đề liên quan đến chính sách tiền tệ; giá và khối lượng tiền có trong hệ thống. Chúng tôi đánh giá điều này thông qua theo dõi những yếu tố của chính sách tiền tệ như cung tiền; tăng trưởng tín dụng và chính sách lãi suất trong thực tế. Theo chúng tôi, chính sách tiền tệ hiện tại và quan trọng hơn là các kỳ vọng của các nhà đầu tư về động thái của chính sách tiền tệ trong tương lai là nhân tố chủ yếu tác động đến xu thế tăng giảm của thị trường. Những yếu tố khác như kỳ vọng về lợi nhuận tương lai hay định giá doanh nghiệp cũng đóng vai trò quan trọng nhất định, tuy nhiên các yếu tố này hoặc là kết quả của chính sách tiền tệ hoặc chúng chỉ được xếp hàng thứ hai trong các mối quan tâm của các nhà đầu tư.

Và tại Việt Nam, chính sách tiền tệ chứ không phải chính sách tài khóa đóng vai trò chủ đạo tác động đến nền kinh tế. Điều này khá dễ hiểu bởi Việt Nam thường có mức thâm hụt tài khóa gần bằng 5% GDP trong nửa thập kỷ qua. Do vậy, khả năng mở rộng tài khóa rõ ràng là hết sức hạn chế. Do vậy, chính sách tiền tệ vẫn giữ vai trò là công cụ chính để Nhà nước tác động đến nền kinh tế.

HSC cho rằng thị trường đang vào ở vào thời điểm giữa của hai đợt tăng lãi suất, trong đó, đợt tăng lãi suất thứ hai sẽ chấm dứt chuỗi các biện pháp nhằm ổn định đồng nội tệ cũng như toàn bộ nền kinh tế.

Chu kỳ nâng lãi suất trong phạm vi nhỏ này đã đạt được thành công trong việc hạn chế tốc độ tăng trưởng tín dụng và cũng đã khiến thị trường chứng khoán hạ nhiệt. Tuy nhiên, trong cùng thời gian này, CPI đã tăng tốc tính từ Q3 và những gì quan sát được đối với lợi suất trái phiếu kỳ hạn dài vẫn cho thấy lạm phát vẫn chưa được chế ngự. Do vậy, NHNN vẫn còn phải tiếp tục chống lạm phát.

Chúng tôi cho rằng thông tin về chỉ số CPI tháng 2 nhiều khả năng sẽ đạt mức tăng cao nhất theo tháng trong chu kỳ biến động của chỉ số này mặc dù mô hình dựa trên số liệu quá khứ của chúng tôi (trong mô hình này, chúng tôi so sánh chu kỳ tăng trưởng tín dụng và chu kỳ biến động của chỉ số CPI) vẫn cho thấy xu hướng biến động theo năm sẽ đạt đỉnh vào sớm nhất là vào mùa hè năm nay. Và một đợt tăng lãi suất nữa sẽ giúp hạn chế đà tăng của CPI và tất nhiên là sau đó chúng ta sẽ phải theo dõi đường cong lợi suất trái phiếu kỳ hạn dài và cả chính chỉ số CPI để thấy được tác dụng của đợt tăng lãi suất. Chúng tôi vẫn khá tin tưởng rằng mức tăng CPI hiện tại sẽ không vượt quá mức tăng của chỉ số này hồi năm 2008 do chính phủ đã có phản ứng nhanh hơn nhiều.

Đồng thời, thị trường có lẽ sẽ tiếp tục linh xình hoặc thậm chí giảm trong những tuần tới trước khi tăng trở lại. Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào khi thị trường giảm và không nên mua với giá quá cao vào thời điểm hiện tại.

Hiện tại, top 38 cổ phiếu của các công ty có mức vốn hóa cao nhất có P/E dự phóng là 13.5, là mức khá hợp lý nhưng không quá rẻ. Và với giả định GDP tăng trưởng với tốc độ 6.3% trong năm 2010, chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận thuần sẽ là 14% và EPS điều chỉnh bình quân theo trọng số (của top 38 công ty hàng đầu) sẽ đạt mức tăng trưởng 6%.

Trước tiên, chúng ta hãy cùng dành chút thời gian nhìn lại để xem xét các yếu tố tác động đến VNindex, đẩy chỉ số này tăng từ đáy 235.50 thiết lập vào ngày 24/2 lên đỉnh 624.10 vào ngày 22/11/2009.

Biểu 2 - Tổng kết hai sàn HoSE & HNX

HoSE & HNX		HoSE		HNX	
		VN-Index		HN-Index	
Tổng GT vốn hóa thị trường (triệu USD)	32,438.80	Tổng GT vốn hóa thị trường (triệu USD)	26,281.17	Tổng GT vốn hóa thị trường (triệu USD)	6,157.63
P/E 2009	12.93	P/E 2009	13.41	Trọng số P/E 2009	12.46
P/E 2008	12.43	Trọng số P/E 2008	15.11	Trọng số P/E 2008	9.76
P/B 2008	2.15	Trọng số P/B 2008	2.26	Trọng số P/B 2008	2.03
ROA 2008	4%	ROA 2008	4%	ROA 2008	3%
ROE 2008	11%	ROE 2008	7%	ROE 2008	16%
Mức sở hữu trung bình của NĐTNN	10%	Mức sở hữu trung bình của NĐTNN	13%	Mức sở hữu trung bình của NĐTNN	6%

Ghi chú: FY2009 PE dựa trên lợi nhuận ròng mục tiêu của cty

Tóm lược về thị trường năm 2009 – sự bùng nổ thanh khoản trong 6 tháng đầu và cuối năm

Trong năm 2009, VNindex đã tăng 58%. Chỉ số này đóng cửa vào phiên cuối năm 2009 ở mức 494.77 điểm, thấp hơn nhiều so với đỉnh 625.02 hồi tháng 10 nhưng vẫn cho thấy một mức tăng ấn tượng trong năm 2009.

Nhiều người có lẽ sẽ đi tìm cách lý giải việc chỉ số VN-index tăng trong năm 2009 dựa trên sự phục hồi của GDP, sản xuất công nghiệp và thương mại, diễn ra bắt đầu từ Q2 của năm. Nhiều người cũng cho rằng nguyên nhân chính đến từ mức tăng ấn tượng 5% của lợi nhuận thuần của các công ty niêm yết (dựa trên dự báo của HSC và kế hoạch lợi nhuận của công ty cho năm 2009). Một cách lý giải khác có thể là do P/E đã giảm xuống dưới 10 vào cuối tháng 2 và đây là một cơ hội mua vào cực tốt cho các nhà đầu tư. Tất cả những lý giải trên có lẽ đều đúng. Tuy nhiên, chúng tôi muốn giải thích sự biến động của chỉ số VNindex thông qua sự bùng nổ thanh khoản.

Tính thanh khoản của thị trường vào 6 tháng đầu năm có được nhờ tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ bắt nguồn từ chương trình cho vay hỗ trợ lãi suất. Trong 6 tháng cuối năm, thanh khoản của thị trường có được là nhờ các chương trình cho vay ký quỹ của nhiều công ty chứng khoán. Bên cạnh đó, dòng tiền đầu cơ từ thị trường bất động sản cũng chảy vào thị trường chứng khoán.

VNindex kết thúc năm 2008 đạt 315 điểm và trong 2 tháng đầu năm 2009 đã giảm xuống đáy 235 vào cuối tháng 2. Sau đó, chính phủ công bố chương trình cho vay hỗ trợ lãi suất trị giá 18 nghìn tỷ đồng (1 tỷ USD) để kích thích nền kinh tế. Thị trường chứng khoán đã nhận được cú huých bắt nguồn từ chương trình cho vay ưu đãi này và tiền đã được bơm một cách mạnh mẽ vào thị trường.

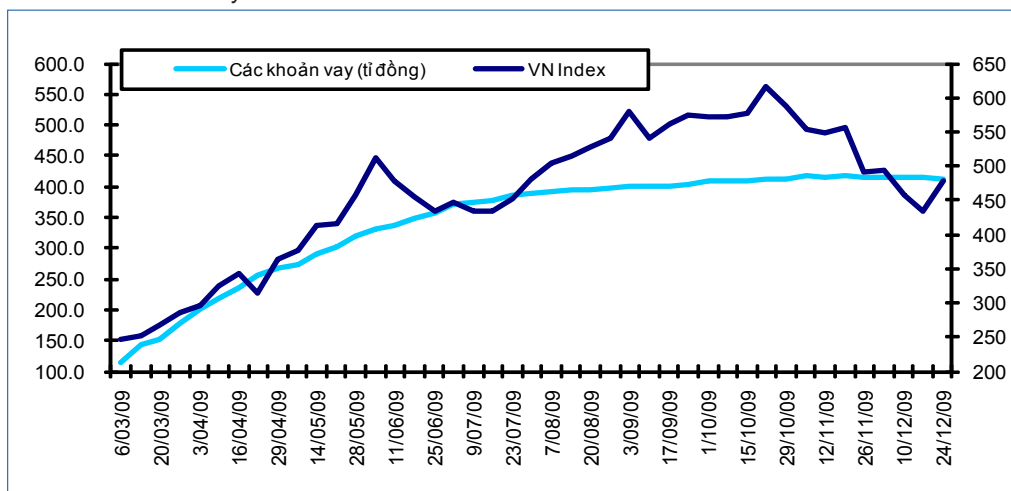
Mặc dù dư nợ cho vay ưu đãi đạt mức cao nhất là 418.6 tỷ đồng vào tuần kết thúc này 5/11, thì phần lớn tiền trong số dư nợ này được cho vay ra vào khoảng thời gian giữa tháng 2 và tháng 5. Đồ thị của chúng tôi cho

thấy mối quan hệ chặt chẽ giữa những khoản cho vay này và sự biến động của thị trường chứng khoán. Trên thực tế, bắt đầu từ tháng 3, cho vay ưu đãi đã tăng với tốc độ cao và đạt mức cao nhất là 372 nghìn tỷ đồng vào tuần kết thúc ngày 2/6. Sau đó, tốc độ tăng trưởng của các khoản vay ưu đãi bắt đầu giảm. Biến động của chỉ số VNindex theo sát sự mở rộng cho vay này và đạt đỉnh vào cùng thời điểm dư nợ cho vay đạt cao nhất là 511.30 điểm trước khi bắt đầu điều chỉnh. Tuy nhiên, VNindex và tăng trưởng dư nợ cho vay ưu đãi sau đó không giữ được mối liên hệ chặt chẽ như trước.

Vào thời điểm đầu tháng 6, thị trường rõ ràng đã tăng quá nóng với GTGD hàng ngày trên sàn Hose đạt 0.64% tổng vốn hóa thị trường, so với mức bình quân dài hạn là 0.37%/ngày (xem biểu đồ 4). Và sau những cảnh báo kịp thời từ phía các tổ chức quốc tế và NHNN về sự tăng trưởng tín dụng quá nhanh, thị trường đã bắt đầu điều chỉnh. Trong mùa hè năm 2009, đã xuất hiện sự tranh luận giữa một bên là những người muốn chính sách tiền tệ tiếp tục được nới lỏng nhằm hậu thuẫn cho sự phục hồi kinh tế và một bên là những người lo ngại về ảnh hưởng của chính sách tiền tệ nới lỏng đối với cả giá trị đồng nội tệ lẫn lạm phát. Cũng chính trong khoảng thời gian này, thị trường chứng khoán đã suy giảm. Tuy nhiên, vào tháng 8, bên ủng hộ kích thích tăng trưởng đã tạm thời giành được ưu thế với việc mục tiêu tốc độ tăng trưởng tín dụng đã được nâng lên trên 30% và như bắt được tín hiệu này, thị trường chứng khoán đã bắt đầu đợt tăng lần thứ hai trong năm.

Trong lần tăng thứ hai này, thanh khoản được tạo ra bởi các công ty chứng khoán thông qua việc cho các nhà đầu tư vay ký quỹ để kinh doanh chứng khoán, và việc làm này bắt nguồn từ việc các ngân hàng sẵn sàng cho các công ty chứng khoán vay tiền vì đây là một nguồn tạo doanh thu lớn. Cho vay ký quỹ là một sản phẩm mới tại Việt Nam nhưng đã tăng trưởng hết sức nhanh chóng trong Q3, vào thời điểm đỉnh điểm, dư nợ cho vay lên đến khoảng 16 nghìn tỷ đồng theo dự tính của

Biểu 2a - Các khoản vay bảo đảm và VN index



Nguồn: HSC, SBV

HSC. Sản phẩm mới này cho phép các nhà đầu tư dùng đòn bẩy lên đến xấp xỉ 50% và điều này là động lực đẩy thị trường đi lên và thiết lập các đỉnh vào tháng 11 bên cạnh sự bùng nổ của KLGD.

Bên cạnh đó, một số công ty chứng khoán còn cho phép một số khách hàng nhất định của mình được bán chứng khoán trước ngày T+3, mà thực chất là cho các khách hàng VIP vay chứng khoán để họ có thể giao dịch nhiều hơn. Thậm chí, một vài công ty chứng khoán còn cho vay chứng khoán để khách hàng bán khống.

Trên thực tế cả hoạt động cho vay ký quỹ và cho khách hàng bán chứng khoán trước T+3 trong năm 2009 đều không được phép vì các quy định liên quan đến các hoạt động này vẫn còn đang trong giai đoạn xem xét. Tuy nhiên, việc hoạt động cho vay chứng khoán và cho giao dịch trước T+3 đã rất phổ biến và được xem như lỗi nhỏ không giống như bán khống.

Sự bùng nổ tín dụng này thể hiện rõ nhất thông qua sự tăng lên mạnh mẽ của KLGD trong Q3. KLGD trên Hose hàng ngày tăng từ mức 0.31% tổng giá trị vốn hóa thị trường vào tháng 7 lên mức cao nhất 0.78% vào tháng 10. Và một lần nữa, vào thời điểm cuối tháng 11, thị trường lại một lần nữa diễn ra tình trạng phấn khích quá mức.

Tuy nhiên, lực lượng cổ súy việc chống lạm phát mà tiên phong là NHNN đã thể hiện vai trò của mình. Và sau khi đã thực hiện một số biện pháp nhất định nhằm giảm hoạt động cho vay tiêu dùng trong Q3, thì cơ quan này đã mạnh tay hơn trong việc chuyển đổi chính sách khi mà tăng trưởng tín dụng tiến đến mức 35%. Và khi CPI đã chạm đáy và bắt đầu có những dấu hiệu rõ ràng về áp lực giảm giá của đồng VNĐ thì NHNN đã nhận được sự đồng thuận cần thiết để thay đổi hoàn toàn

chính sách của mình. Tốc độ cho vay ra nhanh chóng được hãm phanh; thanh khoản suy giảm mạnh và thị trường bắt đầu điều chỉnh trong bối cảnh luồng tiền vốn đã đẩy thị trường đi lên rút lui dần.

Bên cạnh đó, NHNN cũng yêu cầu các ngân hàng hạn chế việc cho vay ký quỹ. Trên thực tế, các ngân hàng có lẽ không chịu ảnh hưởng nhiều bởi yêu cầu này từ phía NHNN vì trước đó, NHNN cũng đã có chính sách hạn chế cho vay ký quỹ thông qua việc đề nghị các ngân hàng cho các công ty chứng khoán vay ở mức trần lãi suất thay vì lãi suất thỏa thuận như vẫn thường làm trước đó. Đối với các ngân hàng, việc cho các công ty chứng khoán vay là một quyết định đơn thuần mang tính thương mại và việc này trở lên kém hấp dẫn khi mà lãi suất cho vay trước kia vào khoảng 15% (cộng thêm cả phí) bỗng chốc giảm xuống 11.5%.

Và động thái nâng lãi suất cơ bản thêm 1% của NHNN sau khi nâng tỷ giá lên 5% đã thể hiện rõ ràng định hướng chính sách mới của cơ quan này. Và việc thắt chặt tín dụng nhằm ổn định giá trị đồng VNĐ bắt đầu.

Tác động của quyết định thắt chặt tín dụng đã ngay lập tức tác động lên thị trường và áp lực bán ra cổ phiếu hồi cuối tháng 11/tháng 12 chủ yếu do việc bán giải chấp bắt nguồn từ hoạt động cho vay ký quỹ, vốn là nhân tố đẩy thị trường đi lên kể từ mùa hè năm 2009. Các ngân hàng trở nên hết sức thận trọng trong việc cho phép các công ty chứng khoán và cá nhân đảo nợ, đồng thời cổ phiếu cầm cố buộc phải bán để giải chấp. Yếu tố quyết định trong hoạt động cho vay ký quỹ là thời hạn vay thay vì lãi suất. Có nghĩa là các khoản vay có thời hạn xác định và sẽ phải tắt toán khi kết thúc thời hạn vay. Hoạt động cho vay ký quỹ chứng khoán tại Việt Nam khác với các quốc gia khác, ở đó việc cho vay có thể không xác định thời hạn hoặc sẽ được kéo dài cho đến khi giá trị

của chứng khoán ký quỹ được coi là vãn đủ để đảm bảo cho khoản vay. Phiên bán cho vay ký quỹ chứng khoán tại Việt Nam còn khá thô sơ và khi các khoản nợ đến hạn có thể làm tăng áp lực bắt buộc phải bán ra tài sản đảm bảo (cổ phiếu).

Ngay khi VNindex chọc thủng mốc hỗ trợ 511- 520 thì chỉ số này đã nhanh chóng giảm xuống dưới mốc 450 và có vẻ như sẽ còn tiếp tục giảm sâu. KLGD đã trở lại mức bình thường và các NĐTNN mua vào mạnh hơn kể từ giữa tháng 12. Và các tổ chức đầu tư trong nước cũng bất ngờ tham gia mạnh vào thị trường và các chỉ số đã nhanh chóng phục hồi một cách mạnh mẽ trong nửa tháng 12 với GTGD đạt thấp hơn so với đợt tăng trước.

Biểu 2b - Tóm lược về lợi nhuận và giá trị của 38 công ty đứng đầu thị trường

38 công ty		Ghi chú
Tổng GT vốn hóa thị trường (triệu USD)	21,849	
% của cả hai sàn HOSE và HNX	67.35%	Xấp xỉ 2/3 tổng vốn hóa của cả 2 sàn
Dự báo doanh thu	24%	Doanh thu tăng mạnh khi nền kinh tế phục hồi
Dự báo Lợi nhuận ròng	14%	Lợi nhuận tài chính giảm ảnh hưởng tới tăng trưởng lợi nhuận thuần
EPS dự báo	6%	EPS bị ảnh hưởng bởi yếu tố pha loãng và lợi nhuận bất thường
Trọng số P/E 2010	13.47	P/E ở mức hợp lý chứ không phải cực rẻ
Trọng số P/E 2009	14.42	
Trọng số P/E 2008	16.3	

Nguồn: HSC

Triển vọng thị trường năm 2010

HSC cho rằng VNindex sẽ dao động trong phạm vi từ khoảng 400 đến khoảng 700 trong năm 2010. Tương ứng, P/E dự phóng năm 2010 sẽ dao động trong phạm vi từ 11 đến 19.3. Dự đoán này dựa trên quan điểm của chúng tôi là thị trường Việt Nam sẽ dao động trong phạm vi rộng trong những năm tới với các giới hạn trên và giới hạn dưới của phạm vi này sẽ đi lên dần qua các năm. Tuy nhiên, sẽ mất vài năm để thị trường có thể trở về mức đỉnh thiết lập hồi năm 2007.

Trong năm 2009 – một năm xảy ra nhiều sự kiện đặc biệt trên thị trường chứng khoán, VNindex đã dao động trong phạm vi từ 235 đến 633, nghĩa là đỉnh và đáy cách nhau gần 400 điểm, tương đương mức tăng 169% khi chỉ số này đi từ đáy đến đỉnh. Chúng tôi cho rằng năm 2010, VNindex cũng sẽ biến động theo một hình mẫu tương tự năm 2009 nhưng phạm vi biến động sẽ hẹp hơn nhiều, nhất là về mặt tỷ lệ tăng từ đáy lên đỉnh. Điều này dựa trên quan điểm của chúng tôi là tăng trưởng thanh khoản trong năm nay sẽ thấp hơn nhiều năm 2009, thể hiện qua mức tăng trưởng tín dụng/tăng trưởng cung tiền M2.

Như vậy, với việc Vnindex vào phiên cuối năm đạt gần 500, thì chỉ số này sẽ còn tiềm năng tăng khoảng 40% trong năm 2010. Nhân tố chủ yếu tác động đến thị trường trong năm 2010 sẽ là chính sách tiền tệ. Nói một cách đơn giản là mức độ thanh khoản mà NHNN tạo ra trong năm nay.

Chức năng của NHNN là tạo ra sự ổn định về mặt tiền tệ để giúp cho nền kinh tế Việt Nam tăng trưởng bền vững. Điều này đồng nghĩa với việc giúp nền kinh tế có thể tăng trưởng nhanh mà không tạo ra lạm phát cao. Trong năm 2009, khi nền kinh tế lâm vào khủng hoảng, tốc độ tăng trưởng tín dụng đạt mức ấn tượng là 37%. Mức độ tăng trưởng tín dụng này đã gây ra lạm phát và đến nay, lạm phát vẫn tiếp tục tăng. Bên cạnh lạm phát, thì tăng trưởng tín dụng và cung tiền trong năm vừa rồi đã khiến đồng VNĐ liên tục giảm giá. Và đó là một hệ quả khác mà NHNN phải lưu ý. Trên thực tế, vào đầu

năm 2010, NHNN đã rất coi trọng cả vấn đề lạm phát và tỷ giá khi xem xét việc mở rộng thanh khoản.

Trong năm 2010, NHNN đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng là 25%, thấp hơn nhiều mục tiêu năm 2009. Tuy nhiên, việc có đạt được mục tiêu này không còn phụ thuộc nhiều vào xu hướng lạm phát thực tế. Theo quan điểm của HSC, thì nếu mức tăng CPI bình quân theo tháng đạt từ 1% trở xuống thì có thể đạt được mục tiêu tăng trưởng tín dụng 25% đặt ra. Chúng tôi dự báo mức tăng CPI bình quân theo tháng là 0.96%. Tương đối thấp nhưng vẫn khả thi. Với mức tăng CPI theo tháng trong tháng 12 đạt 1.37% (mức tăng CPI theo tháng trong tháng 1/2010 cũng xấp xỉ mức tăng của tháng 12), thì trước mắt trong ngắn hạn, NHNN cần thắt chặt tính thanh khoản và tín dụng trong bối cảnh sự tăng trưởng tín dụng mạnh của năm 2009 vẫn còn ảnh hưởng.

Do vậy, thị trường chứng khoán có lẽ sẽ tiếp tục đi ngang hoặc thậm chí là giảm ít nhất là cho tới thời gian sau Tết âm lịch. NHNN cần (1) kiểm soát được đồng VNĐ (2) giảm được mức tăng CPI theo tháng xuống dưới 1% để có thể tiếp tục chính sách mở rộng tín dụng. Chúng tôi cho rằng NHNN sẽ làm được cả hai điều này trong Q1. Sau Q1, để đạt mục tiêu tăng trưởng GDP là 6.5% thì NHNN sẽ phải nới lỏng chính sách tiền tệ mở đường cho tăng trưởng tín dụng.

Theo kịch bản này, chúng tôi cho rằng thị trường sẽ khả quan trong 6 tháng đầu năm và có lẽ sẽ kiểm tra các mức cao của năm vào đầu mùa hè. Và tất nhiên là sự khả quan của thị trường không hoàn toàn xuất phát từ vấn đề thanh khoản.

Lợi nhuận và giá trị của các công ty cũng sẽ đóng vai trò quan trọng. HSC xem xét 38 công ty đứng đầu thị trường (lấy cả trên sàn HCM và Hà Nội) và chúng tôi đã lập mô hình lợi nhuận cho từng công ty. 38 công ty này chiếm 65% tổng giá trị vốn hóa toàn thị trường tính trên cả hai sàn. HSC dự báo tổng doanh thu sẽ tăng trưởng 24% so với năm trước và tổng lợi nhuận sẽ

tăng trưởng 14%. Do ảnh hưởng của yếu tố pha loãng dự kiến, chúng tôi dự báo EPS tổng hợp theo trọng số được điều chỉnh sẽ tăng 6%. Một trong những vấn đề nảy sinh ở đây là, lợi nhuận năm 2009 đạt cao nên tiêu chuẩn lợi nhuận của các công ty cũng được nâng cao.

Nói cách khác, trong khi lẽ ra tốc độ tăng trưởng doanh thu phải hậu thuẫn cho việc tăng giá cổ phiếu thì việc EPS bị pha loãng sẽ là một vấn đề và có thể làm kìm hãm giá cổ phiếu. Dựa trên mức đóng cửa của VNindex

vào cuối năm thì P/E tổng hợp của 38 công ty lớn nhất trên cả hai sàn là 13.5 – là mức P/E hợp lý chứ chưa phải là thực sự thấp.

Tuy nhiên, những dự báo ban đầu này có thể thay đổi khi những kỳ vọng vào các công ty thay đổi. Lợi nhuận tài chính đóng vai trò quan trọng đối với lợi nhuận sau thuế và nếu chỉ số VNindex tăng trong năm nay đúng như kỳ vọng của chúng tôi thì những số liệu trên đây sẽ được điều chỉnh tăng.

Biểu 2c - Danh mục tham khảo của HSC

Công ty	Ngành	Thị giá vào ngày 25/1/2010	Số CP đang lưu hành	Doanh thu ước tính vào năm 2009 (triệu đồng)	Doanh thu dự báo vào năm 2010 (triệu đồng)	Y/Y (%)	Lợi nhuận ròng ước tính vào năm 2009 (triệu đồng)	Lợi nhuận ròng dự báo vào năm 2010 (triệu đồng)	Y/Y %	Dự báo EPS pha loãng năm 2010	Dự báo EPS chuẩn năm 2010	Y/Y %	Forward PE	2009 BVPS	PB
Giá trị vốn hóa cao															
FPT	Kỹ thuật	78.500	143.831,967	18.381,145	20.393,970	11%	936,351	1,073,227	15%	7,463	11,087	13%	10.5	20,365	3.9
KBC	Cơ sở hạ tầng	57.000	193,173,675	900,437	1,327,400	47%	275,461	384,153	39%	1,989	4,532	42%	28.7	17,646	3.2
BBC	Thực phẩm và đồ uống	28,100	15,371,192	627,997	835,676	33%	57,545	55,013	-4%	3,567	3,567	-4%	7.9	33,752	0.8
MSN	Địa chất	35,000	485,399,820	3,979,000	5,635,747	42%	464,687	779,720	68%	1,606	1,606	68%	21.8	10,613	3.3
EIB	Dịch vụ tài chính	23,000	876,226,900	6,732,067	8,665,849	29%	1,146,840	1,239,422	8%	1,415	3,308	8%	16.3	15,170	1.5
ACB	Dịch vụ tài chính	34,900	770,574,378	11,656,378	20,601,587	77%	2,086,614	2,086,834	0%	2,933	4,581	-15%	11.9	14,161	2.5
PVD	dầu khí và dịch vụ liên quan đến dầu khí	59,000	157,883,789	4,025,778	5,949,213	48%	901,417	1,042,351	16%	4,952	8,251	-3%	11.9	27,139	2.2
HAG	Bất động sản	78,000	269,953,168	4,767,583	5,680,071	19%	1,280,509	2,198,822	72%	8,160	12,228	71%	9.6	22,913	3.4
DIG	Bất động sản	69,000	100,000,000	1,804,291	2,388,243	32%	555,910	696,922	25%	6,547	10,485	-9%	10.5	27,276	2.5
Giá trị vốn hóa vừa và nhỏ/ OTC															
VNS	Giao thông vận tải	40,500	19,490,000	1,069,478	1,614,912	51%	107,359	212,571	98%	10,629	10,629	76%	3.8	33,750	1.2
TRA	Dược phẩm	50,000	10,198,150	735,835	904,338	23%	53,953	74,357	38%	7,291	7,291	17%	6.9	33,676	1.5
DVD	Dược phẩm	92,000	11,910,000	884,185	991,996	12%	99,662	132,681	33%	7,425	11,140	-10%	12.4	13,686	6.7
Maritime Bank	Dịch vụ tài chính	18,000	224,000,000	1,440,223	1,741,041	21%	559,856	738,699	32%	2,436	2,436	-9%	7.4	13,111	1.4

Nguồn - HSC dự báo

Danh mục đầu tư tham khảo

Đây là danh mục đầu tư tham khảo gồm những mã cổ phiếu chúng tôi đề xuất nên mua vào và nắm giữ từ trung đến dài hạn. Chúng tôi cho rằng các mã này sẽ đạt được thành tích giá vượt trội so với VNindex trong khoảng thời gian từ 12 đến 24 tháng tới. Những công ty mà chúng tôi chọn ra là những hạt giống tốt nhất trong ngành, được quản lý tốt, có chiến lược phát triển rõ ràng và có triển vọng tăng trưởng tốt trong vòng vài năm tới.

Thành thực mà nói, chúng tôi cho rằng cổ phiếu của một số công ty trong danh mục đắt hơn so với các công ty cùng ngành và có thể EPS của một số công ty sẽ giảm trong năm nay do yếu tố pha loãng hay do những yếu tố khác nhưng chúng tôi vẫn chọn những công ty này vì giá trị nội tại và khả năng phát triển trong vòng vài năm tới.

Các mã lớn trên thị trường niêm yết

FPT – Công ty công nghệ hàng đầu với tốc độ tăng trưởng ấn tượng và thương hiệu nổi tiếng

- Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2010 sẽ tăng trưởng 11%, đạt 20.4 nghìn tỷ đồng, lợi nhuận thuần tăng trưởng 15%, đạt 1,073 tỷ đồng, EPS điều chỉnh theo yếu tố pha loãng đạt 7,463 đồng nếu tính cả tác động pha loãng của đợt phát hành trái phiếu kèm chứng quyền vào cuối tháng 10/2009. Với mức giá hiện tại, cổ phiếu FPT có P/E là 10.5 lần.
- Động lực tăng trưởng chính của công ty là viễn thông, phần mềm và tích hợp hệ thống – là những mảng kinh doanh sẽ góp phần cải thiện đáng kể tỷ suất lợi nhuận của công ty. Chúng tôi dự đoán mảng phân phối có tỷ suất lợi nhuận thấp (chiếm khoảng 58% tổng doanh thu) sẽ không tăng trưởng hoặc chỉ tăng trưởng với tốc độ khiêm tốn do công ty tập trung vào những mảng kinh doanh mang lại lợi suất lợi nhuận cao.
- Chúng tôi cho rằng với lượng khách hàng lớn và ngày càng tăng trong mảng viễn thông và gia công phần mềm, cộng với quan hệ gần gũi với các cơ quan chính phủ, trong vòng vài năm tới FPT sẽ có thể đạt được vị trí số 1 trong những ngành kinh doanh đem lại tỷ suất lợi nhuận cao này.

KBC – Công ty phát triển khu công nghiệp có tốc độ phát triển cao nhờ sự gia tăng của dòng vốn FDI vào Việt Nam

- Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2010 sẽ tăng trưởng 47%, đạt 1.33 nghìn tỷ đồng, lợi nhuận

thuần tăng trưởng 39%, đạt 384 tỷ đồng, EPS đạt 1,989 đồng. Ở mức giá hiện tại, cổ phiếu KBC có mức P/E là 28.7.

- Với thành công đạt được với dự án Khu công nghiệp Quế Võ – dự án phát triển khu công nghiệp đầu tiên của công ty, KBC đã trở thành công ty được biết đến nhiều nhất trong lĩnh vực đầu tư phát triển khu công nghiệp tại Việt Nam. Với tổng quỹ đất khoảng 6,479ha, bao gồm các dự án đang triển khai và các dự án đang trong giai đoạn tiền triển khai, chiếm 13% tổng quỹ đất dành cho phát triển khu công nghiệp cả nước, chúng tôi cho rằng KBC sẽ giữ được vị thế số 1 trong lĩnh vực này trong nhiều năm nữa.
- Ba dự án phát triển khu công nghiệp với tổng diện tích là 1,037ha đã được giải phóng mặt bằng và xây dựng cơ sở hạ tầng. Những dự án này hứa hẹn sẽ đem lại lợi nhuận lớn trong vòng vài năm tới. KBC hiện cũng đang phát triển các khu đô thị ở khu vực ngoại vi các khu công nghiệp nhằm tạo ra chỗ ở công nhân trong các khu công nghiệp. Hai dự án phát triển khu đô thị tại Phúc Ninh và Quang Châu với tổng diện tích khoảng 625ha sẽ đem lại nguồn doanh thu quan trọng cho công ty trong tương lai.
- Bên cạnh đó, KBC cũng đang thâm nhập vào thị trường bất động sản cao cấp. Năm 2009, công ty đã công bố 3 dự án tại Hà Nội trong đó gồm 1 dự án tòa nhà văn phòng và 2 dự án khách sạn cao cấp. Mặc dù chưa có kinh nghiệm trong mảng kinh doanh bất động sản cao cấp, nhưng với chi phí đất thấp, KBC có được một biên độ an toàn nhất định khi tham gia mảng kinh doanh này.

PVD – Là công ty tốt nhất trong ngành dầu khí và dịch vụ liên quan đến dầu khí, có doanh thu tăng trưởng mạnh

- Chúng tôi dự kiến doanh thu năm 2010 sẽ tăng trưởng 48%, đạt 5.95 nghìn tỷ đồng, lợi nhuận thuần tăng trưởng 16%, đạt 1,042 tỷ đồng, EPS đạt 4,952 đồng. Tại mức giá hiện tại, cổ phiếu PVD có P/E là 11.9.
- PVD đã đưa 2 giàn khoan tự nâng mới đi vào hoạt động vào cuối năm 2009. Công ty cũng đầu tư vào một giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm, dự kiến sẽ được chuyển giao cuối năm 2011. Những giàn khoan mới này sẽ đóng vai trò chủ yếu giúp doanh thu của công ty tăng trưởng trong vòng vài năm tới.
- Khoản đầu tư lớn vào các giàn khoan mới này xuất

phát từ nhu cầu ngày càng tăng của Tập đoàn dầu khí do yêu cầu gia tăng hoạt động thăm dò và khai thác trong và ngoài nước nhằm tăng sản lượng sản xuất trong tương lai cũng như tăng cường việc thăm dò và khai thác trữ lượng dầu khí hiện có.

- Tỷ suất lợi nhuận năm 2010 sẽ phụ thuộc vào giá cho thuê giàn khoan của khu vực. Giá cho thuê giàn khoan lại phụ thuộc vào giá dầu thô và tình hình cung cầu trên thị trường cho thuê giàn khoan. Trong năm 2010, chúng tôi dự báo giá cho thuê giàn khoan sẽ giảm nhẹ do dư thừa cung trên thị trường. Và với lãi của các khoản vay dùng để đầu tư vào các dàn khoan mới cao, thì lợi nhuận từ hoạt động cho thuê giàn khoan mới của PVD sẽ bị ảnh hưởng. Tuy nhiên, cả hai tác động này đã được phản ánh vào giá cổ phiếu và những vấn đề này sẽ được cải thiện trong 6 tháng cuối năm.
- HSC tin tưởng rằng với việc giá cho thuê giàn khoan sẽ tăng trở lại vào năm 2011 cộng với nhu cầu lớn từ Tập đoàn dầu khí, PVD sẽ có mức tăng trưởng lợi nhuận cao trong vòng những năm tới.

BBC – Tăng trưởng lấy mảng kinh doanh thực phẩm đồ uống làm trọng tâm với các sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao

- Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2010 sẽ tăng trưởng 33%, đạt 835 tỷ đồng, lợi nhuận thuần giảm 4.4%, đạt 55 tỷ đồng, EPS đạt 3,567 đồng. Tại mức giá hiện tại, P/E dự phóng là 7.9 lần.
- Chiến lược của BBC là tăng thị phần thông qua việc tung ra các sản phẩm mới trong những phân khúc mới, đồng thời mở rộng năng lực sản xuất. Công ty mong muốn cải thiện hơn nữa tỷ suất lợi nhuận thông qua việc tái cơ cấu bao liên quan đến danh mục sản phẩm, hoạt động bán hàng và phân phối.
- Lotte Confectionery nắm giữ 38.6% cổ phần của BBC và đang giúp công ty tái cơ cấu về mặt chiến lược, sản phẩm mới, công nghệ, marketing và phân phối. BBC hy vọng sẽ tăng thị phần trong nước và tiếp theo là xuất khẩu ra thị trường nước ngoài. BBC đã sản xuất một số mặt hàng cao cấp dưới sự nhượng quyền của Lotte. Những sản phẩm này không chỉ được phân phối trong nước mà còn được xuất khẩu sang các thị trường Đông Nam Á.

MSN – Tập đoàn có cổ phần khống chế trong một ngân hàng và một công ty thực phẩm đồ uống có hàng đầu và có tốc độ tăng trưởng cao

- Chúng tôi dự báo doanh thu hợp nhất năm 2010 của MSN tăng trưởng 42%, đạt 5.6 nghìn tỷ đồng,

lợi nhuận thuần hợp nhất tăng trưởng 55%, đạt 744 tỷ đồng. Tại mức giá hiện tại, công ty có P/E dự phóng là 21.4.

- MSN giữ cổ phần khống chế tại Masan Food – công ty thực phẩm đồ uống hàng đầu và có tốc độ tăng trưởng cao, Techcombank – một trong những ngân hàng thương mại cổ phần tư nhân tốt nhất Việt Nam. Trong vòng 3 năm qua, Masan Food đã đạt được mức tăng trưởng ấn tượng với tốc độ tăng trưởng kép bình quân của doanh thu thuần là 91%/năm và của lợi nhuận thuần là 193%/năm. Masan Food có 5 chủng loại sản phẩm chính là nước tương, nước mắm, tương ớt, hạt nêm, mì ăn liền. Masan Food đứng đầu trong thị trường sản xuất nước chấm với 62.8% thị phần nước tương và 19.4% thị phần nước mắm.
- Trong khi đó, Techcombank đã có những đột phá lớn trong việc xây dựng ngân hàng này thành một ngân hàng bán lẻ hiện đại. Techcombank hiện tại là ngân hàng cổ phần thương mại tư nhân lớn thứ 3 xét về tổng tài sản và lớn thứ hai xét về lợi nhuận trước thuế với đối tác chiến lược là HSBC. Chúng tôi đánh giá cao TCB vì đội ngũ quản lý, tỷ suất lợi nhuận, chất lượng tài sản và tính thanh khoản.
- Chúng tôi tin vào khả năng của MSN trong việc tìm kiếm và thực hiện các khoản đầu tư trong các ngành kinh doanh tiềm năng của mình do có một ban giám đốc đầy kinh nghiệm trong lĩnh vực ngân hàng đầu tư.

EIB – Ngân hàng bắt đầu tăng trưởng mạnh với định hướng ban đầu là tập trung vào mô hình ngân hàng bán lẻ

- Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2010 sẽ tăng trưởng 29%, đạt 8.67 nghìn tỷ đồng, lợi nhuận thuần tăng trưởng 8%, đạt 1,239 tỷ đồng, EPS đạt 1,415 đồng. Tại mức giá hiện tại, cổ phiếu EIB có P/E dự phóng là 16.3.
- Thu nhập lãi ròng chiếm tỷ trọng chủ yếu trong tổng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh. Trong 3 năm tới, với nguồn vốn tự có vững mạnh, tăng trưởng dư nợ của EIB có thể tiếp tục đạt cao hơn mức bình quân ngành, đạt từ 34-35%. Ngoài ra, ngân hàng còn phát triển mảng ngân hàng bán lẻ nhằm hỗ trợ cho tăng trưởng huy động vốn dài hạn.
- Phí dịch vụ chiếm từ khoảng từ 7-8% trong tổng lợi nhuận hoạt vào thời điểm hiện tại. Và nhờ mở rộng mạng lưới phân phối và các sản phẩm ngân hàng bán lẻ, chúng tôi tin tưởng rằng EIB có thể tăng mạnh được mảng kinh doanh thu phí dịch vụ.

ACB – Ngân hàng thương mại cổ phần tư nhân tốt nhất Việt Nam mặc dù không còn nguồn lợi nhuận từ sản vàng

- Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2010 của ACB sẽ tăng trưởng 77%, đạt 20.60 nghìn tỷ đồng, lợi nhuận thuần tăng trưởng 0%, đạt 2,087 tỷ đồng, EPS đạt 2,933 đồng. Tại mức giá giao dịch hiện tại, cổ phiếu của ACB có P/E dự phóng là 11.9.
- ACB có mô hình ngân hàng bán lẻ tốt nhất hiện nay tại Việt Nam với mạng lưới chi nhánh rộng khắp và các sản phẩm ngân hàng bán lẻ cho phép ACB có thể huy động vốn trong thành phần kinh tế tư nhân mạnh hơn các ngân hàng khác. Về mặt các mảng kinh doanh, mảng kinh doanh ngân hàng bán lẻ tiếp tục chiếm khoảng 55% tổng lợi nhuận. Trong mô hình lợi nhuận của mình, mảng kinh doanh vốn sẽ đóng góp ít hơn vào tổng lợi nhuận hoạt động trong vòng 3 năm tới.
- Việc không còn nguồn lợi nhuận từ việc kinh doanh sản vàng và các mảng kinh doanh đi kèm sẽ giảm lợi nhuận của ACB trong năm 2010. Tuy nhiên, ACB có lẽ sẽ coi đây là cơ hội để tập trung nhiều nguồn lực hơn vào việc phát triển mảng ngân hàng đầu tư và chứng khoán – những mảng kinh doanh đã thịnh hành trong những năm gần đây.
- Ngân hàng có cơ cấu lợi nhuận đa dạng. Chúng tôi dự báo thu nhập lãi ròng sẽ vẫn là nguồn lợi nhuận chính trong 3 năm tới, chiếm từ 63-95% trong tổng doanh thu hoạt động. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo tỷ trọng thu nhập từ phí sẽ tăng lên khoảng 19%. Sự thành công của mảng kinh doanh ngân hàng bán lẻ trong việc thu hút được một số lượng lớn người gửi tiền là lợi thế cạnh tranh quan trọng mà các ngân hàng khác khó có thể có được.

HAG – Công ty phát triển đô thị với danh mục dự án tốt và quỹ đất chi phí thấp

- Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2010 tăng trưởng 19%, đạt 5.68 nghìn tỷ đồng, lợi nhuận thuần tăng 72%, đạt 2,199 tỷ đồng, EPS đạt 8,160 đồng. Với mức giá hiện tại, công ty có P/E dự phóng 2010 là 9.6.
- HAG có quỹ đất khoảng 48ha tại các vị trí tốt tại TP HCM như Quận 7, Quận 6. Công ty dự kiến chào bán 2.5 triệu m² tổng diện tích sàn bao gồm chủ yếu là diện tích để ở ra thị trường trung cấp vào giai đoạn 2010-2014 và điều này sẽ giúp tăng công ty tăng trưởng lợi nhuận.
- HAG có lợi thế so với các công ty cùng ngành về chi phí đầu tư thấp do có quỹ đất có giá mua thấp. Bên cạnh đó, HAG còn đa dạng hóa ngành nghề kinh

doanh sang các lĩnh vực như cao su và khai thác khoáng sản, là các lĩnh vực về dài hạn sẽ đem lại doanh thu lợi nhuận cho công ty.

DIG – Công ty bất động sản khu vực ngoại ô với quỹ đất lớn và định hướng vào thị trường đại chúng

- Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2010 sẽ tăng trưởng 32%, đạt 2.39 nghìn tỷ đồng, lợi nhuận thuần tăng trưởng 25%, đạt 697 tỷ đồng, EPS đạt 6,547 đồng. Tại mức giá giao dịch hiện tại, công ty có P/E dự phóng là 10.5.
- DIG có quỹ đất lớn với nguồn dự án tốt, dự kiến sẽ đem lại nguồn lợi nhuận lớn cho công ty trong vài năm tới.
- Quỹ đất của DIG khoảng 2,000ha, chủ yếu nằm tại các khu vực phụ cận TP HCM như Vũng Tàu và Đồng Nai. Hiện tại, DIG đang tích cực đầu tư vào 7 dự án với tổng diện tích 1,200ha. Và 4 dự án với tổng diện tích 800ha đang được tiến hành những thủ tục đầu tiên.
- Chiến lược phát triển các dự án khu dân cư lớn tại các tỉnh phụ cận TP HCM nhằm vào thị trường có giá bán từ thấp cho tới trung bình. HSC cho rằng công ty sẽ có được nguồn lợi nhuận dồi dào từ phân khúc thị trường còn chưa được đáp ứng nhiều này trong vòng vài năm tới khi thị trường bất động sản phát triển hơn.

Các mã có mức vốn hóa nhỏ, trung bình và các mã trên OTC

VNS - Công ty kinh doanh vận tải taxi có tốc độ tăng trưởng cao và đang chiếm lĩnh thị phần trong một phân khúc đang ngày càng phát triển.

- Chúng tôi dự kiến doanh thu năm 2010 sẽ tăng trưởng 51%, đạt 1.61 nghìn tỷ đồng, lợi nhuận thuần tăng trưởng 98%, đạt 213 tỷ đồng, EPS đạt 10,629 đồng. Tại mức giá hiện tại, cổ phiếu VNS có P/E là 3.8.
- Nhân tố chính đóng góp vào sự tăng trưởng của VNS là số lượng xe taxi của công ty tăng lên nhanh chóng đồng thời doanh thu trên một xe liên tục tăng. VNS mong muốn tăng đội xe của mình lên con số 5,170 chiếc vào năm 2013 từ 2,800 chiếc vào thời điểm cuối năm 2009, nghĩa là tốc độ tăng trưởng kép bình quân của đội xe của VNS trong vòng 4 năm là 15%/năm. Bên cạnh đó, cước taxi sẽ tăng với tốc độ tăng trưởng kép bình quân là 10%/năm. Theo đó, chúng tôi dự báo doanh thu của VNS sẽ tăng trưởng với tốc độ bình quân là 25%/năm trong vòng 4 năm tới.

- Thị trường vận tải taxi khá mạnh mẽ trong khu vực nội thành và HSC dự báo thị trường này sẽ tăng trưởng với tốc độ kép bình quân là 20%/năm trong điều kiện thu nhập đầu người và hoạt động du lịch tăng trưởng với tốc độ gấp bình quân hàng năm lần lượt là 15% và 20%. Và chúng tôi tin tưởng rằng VNS sẽ tiếp tục chiếm lĩnh thị phần.

TRA – công ty sản xuất thuốc đông dược có tốc độ tăng trưởng cao nhờ có cơ cấu sản phẩm được cải thiện

- Chúng tôi dự báo doanh thu thuần năm 2010 sẽ tăng trưởng 23%, đạt 0.9 nghìn tỷ đồng; lợi nhuận thuần tăng trưởng 38%, đạt 74.4 tỷ đồng; EPS đạt 7,291 đồng. Với mức giá giao dịch hiện tại, thì cổ phiếu của công ty có P/E là 6.9.
- Tác nhân giúp lợi nhuận của TRA tăng trưởng là sự cải thiện trong cơ cấu sản phẩm với tỷ trọng các sản phẩm đông dược được nâng cao. Với việc nhà máy TRA SAPA hoạt động hết công suất trở lại thì chúng tôi tin tưởng rằng chi phí đầu vào của TRA sẽ giảm. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng chi phí nguyên liệu mua ngoài cũng sẽ giảm do công ty đã ký được một hợp đồng thời hạn 3 năm với một nhà cung cấp.
- Với những thương hiệu mạnh và mạng lưới phân phối được mở rộng tại miền Nam (công ty đã mở một trung tâm dược tại miền Nam trong thời gian gần đây), TRA là công ty đứng đầu trong thị trường đông dược. Đây sẽ là nhân tố thúc đẩy doanh thu của công ty tăng trưởng.
- Trong năm sau, TRA sẽ tiếp tục đầu tư vào một dự án bất động sản tại số 75 Yên Ninh, Ba Đình, Hà Nội với diện tích 800m². Vào năm 2011, dự án này sẽ hoàn thành và bắt đầu đem lại lợi nhuận.

DVD – Doanh thu tăng trưởng nhờ việc nhà máy riêng bắt đầu hoạt động trong năm 2010, bên cạnh hoạt động phân phối được tổ chức tốt.

- HSC dự báo doanh thu thuần năm 2010 tăng 12%, đạt 0.99 nghìn tỷ đồng; lợi nhuận thuần tăng 33%, đạt 133 tỷ đồng. Với số lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại là 11,910,000 chưa tính cổ phiếu mới phát hành trong năm 2010, thì EPS đạt 11,140 đồng, P/E dự phóng đạt 8.35. Nếu xét cả yếu tố pha loãng, EPS năm 2010 đạt 7,425 đồng với P/E dự phóng đạt 9.
- Chiến lược cơ bản của công ty là mua bản quyền từ các công ty nước ngoài và tiến hành đăng ký trong nước để sau đó phân phối. Trong năm 2010, nhà máy thuộc sở hữu 100% đầu tiên của DVD là Lili of France Plan sẽ đi vào hoạt động. Đây sẽ là tác

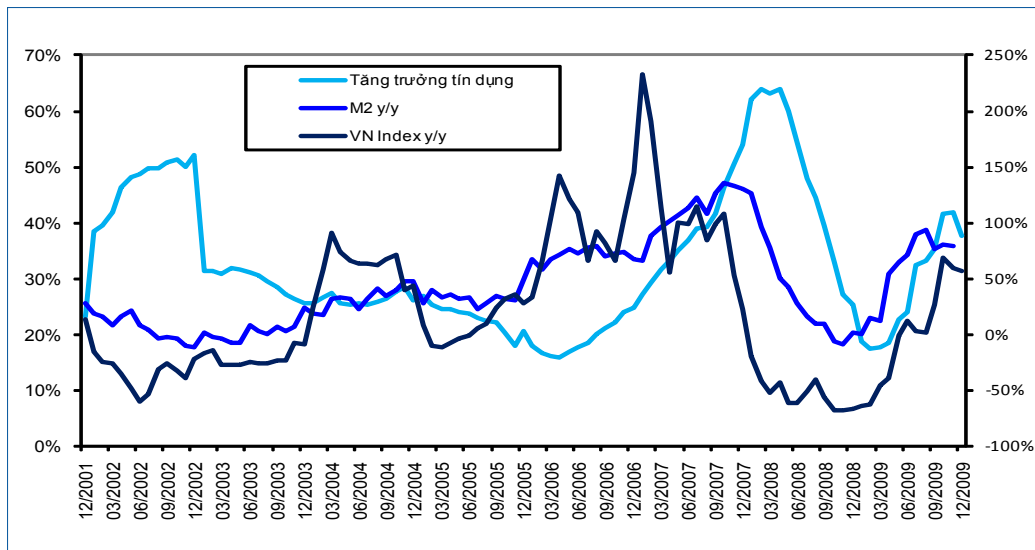
nhân chính thúc đẩy doanh thu tăng trưởng đồng thời giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận. Trong năm nay, công ty hy vọng sẽ đưa ra thị trường những sản phẩm thuốc đặc trị bên cạnh các sản phẩm đã được biết đến như Fludon H1, thuốc trị cúm.

- Với hệ thống phân phối rộng khắp, doanh thu của công ty sẽ tăng trưởng tốt. Trước đây, DVD là công ty chuyên phân phối nên công ty có một mạng lưới phân phối toàn quốc lớn nhất tại Việt Nam. Hệ thống này cho phép công ty đưa ra các sản phẩm mới và nhanh chóng chiếm lĩnh được thị trường.

MSB – Ngân hàng hạng trung có tốc độ phát triển cao và chi phí huy động vốn thấp

- Ngân hàng Hàng Hải có vốn điều lệ là 3,000 tỷ đồng và số lượng cổ phiếu lưu hành là 300 triệu. Với mức giá giao dịch hiện tại là 17,500 đồng, ngân hàng có mức vốn hóa là 5,250 tỷ đồng, tương đương 272 triệu USD.
- Chúng tôi dự báo tổng doanh thu năm 2010 sẽ tăng 33.7%, lợi nhuận sau thuế và lợi ích của cổ đông thiểu số tăng 36%, đạt 1,011 tỷ đồng. Lợi nhuận thuần của cổ đông công ty mẹ ước tính đạt 899 tỷ đồng, EPS dự phóng năm 2010 là 2,966 đồng.
- Chúng tôi dự báo giá trị sổ sách năm 2010 sẽ đạt 6,526 tỷ đồng. Ngân hàng dự kiến phát hành thêm 2,000 tỷ đồng cổ phiếu mới cho các cổ đông hiện hữu tại mệnh giá để tăng vốn lên 5,000 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu năm 2010 là 13,053 đồng. Tại mức giá hiện tại là 17,500 đồng, cổ phiếu MSB có P/B năm 2010 là 1.34 và P/E là 5.9. Và với mức P/B và P/E như trên, cổ phiếu của công ty khá rẻ.
- MSB đã và đang chủ yếu tập trung vào mảng ngân hàng doanh nghiệp. Tuy nhiên với một đội ngũ lãnh đạo mới, MSB đã chuyển chiến lược sang phát triển mảng ngân hàng bán lẻ. MSB có nhiều cổ đông có vị thế mạnh có thể hỗ trợ ngân hàng một cách hiệu quả trong tất cả các mảng kinh doanh của MSB. Việc tăng vốn sẽ cho phép MSB mở rộng phạm vi kinh doanh ra toàn quốc, đồng thời mở rộng các hoạt động kinh doanh truyền thống.
- MSB là ngân hàng có tốc độ phát triển nhanh và trong năm 2009 vốn huy động và dư nợ cho vay tăng mạnh. Chúng tôi cho rằng MSB sẽ phát triển từ một ngân hàng bậc trung thành một trong những ngân hàng thương mại cổ phần tư nhân hàng đầu trong khoảng từ 4-5 năm tới. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo phần lớn doanh thu của MSB sẽ vẫn là thu nhập từ lãi (86-90%) trong năm 2010.

Biểu 3 - VN index, tăng trưởng tín dụng và cung tiền (y/y)



Nguồn: SBV, HSC

Các động lực thị trường

1. Tăng trưởng tín dụng, cung tiền và chỉ số VN-index

Thanh khoản là yếu tố chủ yếu tác động đến thị trường chứng khoán Việt Nam. Cứ khi nào tiền được bơm dồi dào vào thị trường với lãi suất thấp thì giá cổ phiếu sẽ tăng. Và khi giá cả của tiền (lãi suất), giá trị đồng tiền (lạm phát) hay sự sẵn có của tiền (tăng trưởng tín dụng và cung tiền) thay đổi thì ngay lập tức sự thay đổi này sẽ ảnh hưởng trực tiếp lên thị trường chứng khoán. Theo hướng tốt lên hoặc xấu đi.

Nếu nhìn vào biểu đồ trên, chúng ta có thể thấy rõ là VNindex có mối quan hệ khá chặt chẽ và đồng thời với tăng trưởng cung tiền của Việt Nam. Và đây thực sự là một điểm quan trọng mà chúng ta cần ghi nhớ. Trong năm 2009, tăng trưởng tín dụng và cung tiền đạt mức cao là gần 38% và 26% (trên thực tế, hai nhân tố này luôn phản ánh lẫn nhau). Đối với một nền kinh tế có tốc độ tăng trưởng GDP thực tế là 5.38% thì mức độ thanh khoản này là khá cao.

Điều này là nguyên nhân dẫn đến việc thị trường chứng khoán tăng hơn gấp đôi từ mức thấp để rồi sau đó lại điều chỉnh. Nhưng trên thực tế, thị trường biến động không dựa nhiều trên tốc độ tăng trưởng tín dụng và cung tiền hiện tại mà dựa nhiều vào những kỳ vọng vào tăng trưởng tín dụng và cung tiền trong tương lai. Do vậy, giá cổ phiếu biến động theo những kỳ vọng chung của các nhà đầu tư vào tăng trưởng tín dụng và cung tiền trong năm 2010.

HSC dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2010 sẽ đạt từ 23-25% và tăng trưởng cung tiền là từ 18-20%. Miễn

là chỉ số CPI theo tháng tăng dưới 1% thì chúng tôi tin rằng NHNN có thể hoàn thành được chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng và cung tiền nói trên. Chúng tôi dự báo CPI theo tháng trung bình năm 2010 sẽ đạt 0.96%, mức CPI dự báo này khá sát sao yêu cầu dưới 1% nhưng đủ để dẫn đến một kết quả như mong muốn của NHNN về tăng trưởng tín dụng và cung tiền.

Mức tăng CPI trong kịch bản chúng tôi đưa ra thấp hơn trong các kịch bản về chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng và cung tiền mà NHNN công bố hồi tháng 9. Theo hai kịch bản mà trong đó kỳ vọng về CPI có khác của chúng tôi một chút, NHNN dự báo tăng trưởng tín dụng và cung tiền sẽ đạt từ 23-27%. Và tất nhiên là dự báo này dựa trên cơ sở mức tăng CPI được kiểm chế dưới 12% - là thách thức quan trọng nhất đối với NHNN.

Sự sẵn có của tiền không phải là điều duy nhất cần phải lưu tâm. Những kỳ vọng về giá trị và giá cả của tiền cũng quan trọng không kém. HSC dự báo năm sau, CPI sẽ đạt mức tăng 11.5% và lãi suất cơ bản sẽ là 10% vào cuối năm; tức tăng 2% so với mức hiện tại. Chúng tôi cho rằng NHNN muốn giữ lãi suất cơ bản tương đương với mức lạm phát cơ bản, vốn thường thấp hơn lạm phát thực tế. Do đó, dự báo về tốc độ tăng trưởng tín dụng và cung tiền của chúng tôi thấp hơn một chút so với của NHNN đưa ra.

Điểm chính trong triển vọng thanh khoản năm 2010 theo chúng tôi là việc mức tăng theo tháng của CPI sẽ đạt mức cao nhất vào tháng 2 và theo năm là vào cuối mùa hè. Điều này sẽ cho phép lãi suất cơ bản được nâng lên thêm một lần nữa mà thôi, và chúng tôi mong đợi đợt tăng lãi suất này sẽ xảy ra trong quý 1. Nếu các

tín hiệu của thị trường cho thấy không nhất thiết phải nâng lãi suất thêm nữa, chúng ta sẽ thấy sự đi ngang của đường cong lợi suất trái phiếu kỳ hạn dài và sau đó là xu hướng tăng giá của chứng khoán.

Và sẽ có đủ thanh khoản để hỗ trợ cho mục tiêu tăng trưởng GDP 6.5% và đồng thời giúp thị trường chứng khoán tăng điểm trong năm.

Biểu 4 - HoSE - Chi tiết GTGD trên thị trường

Tháng	KLGD	Tổng GTGD (tỷ đồng)	GT trung bình theo tháng (tỷ đồng)	Vốn hóa thị trường (cuối tháng)	GTGD tính theo % GT vốn hóa thị trường
Tháng 1-07	196,845,792	20,705	941	185,139	0.51%
Tháng 2-07	131,620,755	14,421	1,030	249,694	0.41%
Tháng 3-07	228,340,420	23,572	1,071	257,742	0.42%
Tháng 4-07	97,008,396	10,888	605	232,590	0.26%
Tháng 5-07	131,355,637	16,205	737	245,263	0.30%
Tháng 6-07	124,717,048	13,290	633	248,913	0.25%
Tháng 7-07	110,071,588	11,410	519	238,301	0.22%
Tháng 8-07	123,739,640	11,704	509	231,334	0.22%
Tháng 9-07	172,356,818	14,478	724	252,680	0.29%
Tháng 10-07	315,522,422	31,430	1,367	303,733	0.45%
Tháng 11-07	226,758,865	23,260	1,057	343,454	0.31%
Tháng 12-07	150,198,417	14,371	719	357,152	0.20%
Tháng 1-08	187,083,444	15,340	697	338,734	0.21%
Tháng 2-08	149,264,292	10,443	746	332,056	0.22%
Tháng 3-08	238,957,559	12,879	613	258,272	0.24%
Tháng 4-08	144,089,650	6,822	359	237,123	0.15%
Tháng 5-08	76,985,461	3,475	204	207,416	0.10%
Tháng 6-08	166,161,055	4,808	229	172,196	0.13%
Tháng 7-08	359,956,798	12,033	523	202,895	0.26%
Tháng 8-08	455,711,548	17,586	837	222,004	0.38%
Tháng 9-08	430,228,817	15,832	792	221,651	0.36%
Tháng 10-08	353,234,887	10,780	469	176,403	0.27%
Tháng 11-08	306,452,695	9,139	457	170,489	0.27%
Tháng 12-08	271,270,022	7,033	306	157,035	0.19%
Tháng 1-09	123,428,065	2,894	181	162,580	0.11%
Tháng 2-09	170,204,561	3,301	165	132,955	0.12%
Tháng 3-09	408,541,665	8,072	367	156,159	0.23%
Tháng 4-09	747,987,266	17,759	888	179,364	0.50%
Tháng 5-09	1,014,527,002	29,681	1,484	230,973	0.64%
Tháng 6-09	1,180,849,750	43,237	1,965	351,857	0.56%
Tháng 7-09	793,718,137	28,903	1,257	399,110	0.31%
Tháng 8-09	1,169,227,992	45,745	2,178	462,881	0.47%
Tháng 9-09	1,469,632,532	68,940	3,283	462,398	0.71%
Tháng 10-09	1,795,944,702	87,252	3,966	508,081	0.78%
Tháng 11-09	1,124,546,109	52,867	2,517	444,496	0.57%
Tháng 12-09	1,040,933,091	40,681	1,769	451,032	0.39%
Tổng bình quân			36,163	9,784,154	0.37%

Nguồn: HSC

2. Thị trường không còn tình trạng giao dịch quá nóng

Cả hai sàn HCM và Hà Nội đều đã chứng kiến sự tăng vọt gấp 10 lần của giá trị giao dịch bình quân ngày từ mức thấp vào tháng 2 năm 2009 lên mức cao vào tháng 10 năm 2009. Dĩ nhiên giao dịch trên thị trường hồi tháng 2 đang ở vào giai đoạn “ngủ đông” và sau đó, tâm

lý chung trên thị trường đã được cải thiện và trở lên lạc quan ngoài sức tưởng tượng. Thêm vào đó, trong năm 2009, những mã lớn như EIB, BVH và MSN được niêm yết và đã làm tăng cả tổng vốn hóa thị trường lẫn giá trị giao dịch.

Để biết được là thị trường có đang giao dịch quá nóng vào một thời điểm hay không, chúng ta có thể xem xét

Biểu 5 - HNX - Chi tiết GTGD trên thị trường

Tháng	KLGD	Tổng GTGD (tỷ đồng)	GT trung bình theo tháng (tỷ đồng)	Vốn hóa thị trường (cuối tháng)	GTGD tính theo % GT vốn hóa thị trường
Tháng 1-07	62,257,000	5,478	249		
Tháng 2-07	43,200,480	3,916	280		
Tháng 3-07	65,019,260	7,268	330		
Tháng 4-07	26,170,740	3,108	173		
Tháng 5-07	36,035,700	4,296	195		
Tháng 6-07	29,781,780	2,902	138		
Tháng 7-07	22,169,588	2,244	102		
Tháng 8-07	21,339,400	2,030	88	86,932	0.10%
Tháng 9-07	44,686,650	3,907	195	121,719	0.16%
Tháng 10-07	132,825,706	14,881	647	130,911	0.49%
Tháng 11-07	71,899,315	7,775	353	128,467	0.28%
Tháng 12-07	56,653,314	5,618	281	140,946	0.20%
Tháng 1-08	68,446,888	5,497	250	130,282	0.19%
Tháng 2-08	63,544,800	4,396	314	101,561	0.31%
Tháng 3-08	102,199,249	5,238	249	82,432	0.30%
Tháng 4-08	59,219,020	2,501	132	74,630	0.18%
Tháng 5-08	27,814,146	867	43	53,024	0.08%
Tháng 6-08	74,804,960	1,662	79	51,438	0.15%
Tháng 7-08	171,914,424	5,132	223	66,286	0.34%
Tháng 8-08	219,360,080	8,819	420	89,400	0.47%
Tháng 9-08	229,416,183	8,898	445	74,198	0.60%
Tháng 10-08	196,078,224	5,721	249	57,468	0.43%
Tháng 11-08	172,873,739	4,704	235	56,954	0.41%
Tháng 12-08	146,121,300	3,514	153	58,088	0.26%
Tháng 1-09	59,207,101	1,364	85	56,128	0.15%
Tháng 2-09	81,789,375	1,578	79	47,348	0.17%
Tháng 3-09	220,360,164	4,150	189	55,855	0.34%
Tháng 4-09	385,776,443	9,290	465	68,500	0.68%
Tháng 5-09	581,232,472	16,076	804	85,769	0.94%
Tháng 6-09	653,295,078	23,147	1,052	92,792	1.13%
Tháng 7-09	379,852,186	12,345	537	97,713	0.55%
Tháng 8-09	566,999,961	18,910	900	115,483	0.78%
Tháng 9-09	780,252,415	28,837	1,373	125,871	1.09%
Tháng 10-09	1,044,658,734	44,910	2,041	136,050	1.50%
Tháng 11-09	565,214,763	22,305	1,062	110,688	0.96%
Tháng 12-09	446,171,560	13,426	584	115,156	0.51%
Tổng bình quân			13,528	2,612,093	0.52%

Nguồn: HSC

tỷ lệ giá trị giao dịch hàng ngày trên tổng vốn hóa thị trường và lấy số bình quân trong một tháng. Vào thời điểm tháng 5 và tháng 9, những số liệu này đạt mức cao đáng báo động – là những dấu hiệu thông thường của một thị trường giao dịch quá nóng.

Nếu nhìn vào bảng số liệu giao dịch của cả hai sàn (biểu 4 và 5), chúng ta có thể thấy tỷ lệ % của GTGD ngày/

tổng vốn hóa thị trường tăng mạnh trong Q3 và trong hai tháng 9 và 10 đã vượt mức cao nhất đạt được hồi tháng 5.

Tại sàn HCM, tỷ lệ GTGD bình quân ngày dài hạn/tổng vốn hóa thị trường là 0.37%. Vào tháng 5, tỷ lệ này đạt mức cao kỷ lục là 0.64%, theo sau đó là một đợt điều chỉnh trong tháng 6 và đến tháng 7 thì tỷ lệ này

rút xuống còn 0.31%. Đến Q3, tỷ lệ này lại tiếp tục tăng và đạt mức kỷ lục 0.78% vào tháng 10. Và rõ ràng đây là những dấu hiệu cho thấy sự không ổn định của thị trường.

Với sàn Hà Nội, tỷ lệ GTGD bình quân ngày dài hạn/tổng vốn hóa thị trường là 0.52%. Vào tháng 5, tỷ lệ này đạt mức cao là 0.94%, theo sau đó cũng là một đợt điều chỉnh trong tháng 6 và đến tháng 7 thì giảm xuống còn 0.55%. Và sau đợt tăng diễn ra theo hai giai đoạn trên sàn HCM, tỷ lệ GTGD bình quân ngày dài hạn/tổng vốn hóa thị trường trên sàn Hà Nội cũng bắt đầu tăng trở lại và đạt mức kỷ lục mới là 1.5% vào tháng 10.

Vào tháng 12, tỷ lệ GTGD bình quân ngày dài hạn/tổng vốn hóa thị trường trên cả 2 sàn giảm mạnh khi thanh khoản suy giảm. Trên sàn HCM, tỷ lệ này giảm xuống 0.39% và sàn Hà Nội là 0.51% trong tháng 12. Như vậy hiện tại, thị trường đã không còn trong tình trạng quá nóng. Trên thực tế, GTGD trong tháng 1 đã giảm so với tháng 12. Điều này hàm ý rằng nếu thanh khoản tăng trở lại trong vài tháng tới thì thị trường sẽ lại tiếp tục tăng.

Biểu 6 - Dư nợ cho vay chứng khoán của các ngân hàng

Vào cuối	Tổng (tỷ đồng)	Tỷ lệ tăng trưởng	Tỷ giá	Triệu USD	% vốn điều lệ
Năm 2008	6,800		17800	382.0	
1-H 2009	8,830	29.9%	17800	496.1	5.4%
Q3 2009	11,900	34.8%	17800	668.5	

Nguồn: SBV, HSC thu thập

3. Dư nợ vay ký quỹ cổ phiếu đã giảm nhẹ trong thời gian gần đây

Hoạt động cho vay ký quỹ tăng mạnh trong Q3 và theo ước tính của chúng tôi, cao nhất đạt xấp xỉ từ 16-18 nghìn tỷ đồng vào giữa tháng 11. Tuy nhiên, sau đợt điều chỉnh của thị trường, mức độ cho vay đã giảm khoảng 20% dựa trên những khảo sát sơ bộ. Đây sẽ là tiền đề cho việc tăng trở lại của hoạt động cho vay ký quỹ khi thanh khoản tăng trở lại.

Dư nợ cho vay ký quỹ chứng khoán trên thị trường là số liệu rất khó ước tính do thông tin ít được công bố và khó tiếp cận. Việc ước tính càng trở nên phức tạp khi mà hầu hết dư nợ cho vay ký quỹ cổ phiếu là từ các công ty chứng khoán, còn các ngân hàng và công ty phi tài chính góp phần quan trọng vào quá trình cung cấp nguồn vốn cho hoạt động này.

Hầu hết các hợp đồng repo được tắt toán trong năm 2007-2008 và cho đến tháng 1 năm 2009 không còn nhiều hợp đồng còn hiệu lực. Trong đợt tăng mạnh của thị trường đầu năm 2009, hoạt động cho vay cầm cố không có nhiều vai trò do các công ty chứng khoán cũng như các ngân hàng vẫn còn bị ám ảnh bởi những khoản lỗ trong hoạt động này diễn ra trước đó. Trên thực tế, vào giai đoạn này, các công ty chứng khoán cũng như các ngân hàng khá thận trọng trong việc mở rộng tín dụng. Tuy nhiên, vào mùa hè năm 2009, đã có nhiều nhân tố mới xuất hiện.

Lòng tin tăng lên trong bối cảnh thị trường phục hồi, đồng thời các định chế tài chính bắt đầu nhìn lại thị trường với một cái nhìn mới. Cho vay ký quỹ, một sản phẩm hoàn toàn mới đã được hầu hết các công ty chứng khoán lớn đưa ra trong mùa hè và sản phẩm mới này đã trở thành nguồn thu lợi nhuận cao cho các công ty chứng khoán (doanh thu từ phí môi giới chỉ chiếm một tỷ lệ nhỏ trong doanh thu của các công ty chứng khoán do tỷ lệ phí môi giới trên giá trị giao dịch được giữ ở mức thấp) và đây cũng là một sản phẩm mang lại lợi nhuận cao cho các công ty phi tài chính và các ngân hàng khi họ cung cấp vốn để các công ty chứng khoán cho các nhà đầu tư vay.

Hoạt động cho vay ký quỹ chủ yếu được các ngân hàng cung cấp vốn. Từ tháng 6 đến cuối tháng 10, các ngân hàng tỏ ra dễ dãi trong việc cho vay ký quỹ với vai

trò là một sản phẩm (chính xác hơn là các ngân hàng cho các công ty chứng khoán vay tiền để các công ty này thực hiện nghiệp vụ cho vay ký quỹ). Sở dĩ có việc này do (1) việc cho các công ty chứng khoán vay là một trong những hoạt động mang lại lợi nhuận cao cho các ngân hàng, (2) tỷ lệ NIM của hoạt động cho vay doanh nghiệp đang giảm mạnh do lãi suất huy động tăng và tồn tại trần lãi suất cho vay, (3) tài sản thế chấp trong cho vay ký quỹ được đảm bảo, do vậy hoạt động cho vay này tương đối an toàn, (4) Do đây là một sản phẩm hoàn toàn mới nên các ngân hàng cũng như công ty chứng khoán chưa hề có những khoản nợ xấu đối với sản phẩm cho vay này, vốn là điều có thể khiến các định chế này thận trọng trong việc cho vay.

Do các số liệu không được công bố, nên khó có thể xác định khi hoạt động cho vay này đạt đỉnh điểm vào mùa hè thì dư nợ cho vay ký quỹ lên đến con số bao nhiêu. Tuy vậy, chúng ta vẫn có thể suy đoán một chút về con số này. Hầu hết các hợp đồng cho vay có thời hạn khoảng 90 ngày, với tỷ lệ cho vay là 50% giá trị chứng khoán cầm cố và hiện tại lãi suất từ khoảng từ 22-27%/năm. Vào tháng 6, VAFI ước tính các ngân hàng đang cho vay chứng khoán 7 nghìn tỷ đồng và các định chế tài chính khác là 3 nghìn tỷ đồng, và như vậy tổng cộng dư nợ cho vay chứng khoán lên đến 10 nghìn tỷ đồng theo ước tính của tổ chức này.

Cho vay ký quỹ xuất phát từ 3 nguồn chính: từ các ngân hàng, các công ty tài chính và từ các công ty chứng khoán. Cũng có sự trùng lặp do các ngân hàng và các công ty tài chính giờ đây muốn cho các công ty chứng khoán vay hơn là cho khách hàng vay. Vào thời điểm ngày 30/6/2009, dư nợ cho vay chứng khoán của các ngân hàng đã đạt 8,830 tỷ đồng (tương đương 496 triệu USD), tăng 28.31% so với năm trước.

Tuy nhiên, con số này sau đó đã tăng mạnh trong Q3. Không chỉ các ngân hàng mà các công ty tài chính cũng tích cực tham gia hoạt động cho vay có liên quan đến chứng khoán. Chúng tôi biết ít nhất có hai công ty chứng khoán đã tăng gấp 2 dư nợ cho vay ký quỹ trong Q3, trong đó một công ty đạt dư nợ 1.1 nghìn tỷ đồng và một công ty đạt 450 tỷ đồng.

Vào cuối tháng 10, đã có ước tính là tổng dư nợ cho vay ký quỹ lên đến xấp xỉ 19.58 nghìn tỷ đồng (tương đương 1.1 tỷ USD). Tổng giá trị vốn hóa cộng lại của

Biểu 7 - Các công ty chứng khoán có hoạt động cho vay ký quỹ và các ngân hàng/tổ chức tín dụng đứng đằng sau cung cấp vốn

Ngân hàng/tổ chức tín dụng	Công ty chứng khoán	Chú thích
Agribank	Công ty TNHH Chứng khoán NHNo&PTNT VN	Vốn là công ty chứng khoán lớn nhất nhưng ít cung cấp sản phẩm cho vay ký quỹ trong thời gian gần đây
Ngân hàng Quân đội	TLS	Chúng tôi cho rằng đây là công ty cho vay ký quỹ nhiều nhất và đã tăng cường mạnh hoạt động này trong năm ngoái
Sacombank	SBS	Cho vay với quy mô gần tương đương TLS
N/A	SSI	Công bố không cho vay ký quỹ, tuy nhiên điều này không thể xác thực.
Không có	HSC	Cho vay ký quỹ và tăng cường hoạt động này trong 6 tháng cuối năm
N/A	FPTS	Có khả năng có cho vay ký quỹ
NH Nhà HCM	Cty chứng khoán Âu Việt	Thường giao dịch với Agribank
PVFI	ISC	
Ngân hàng An Bình	SJC	Là một công ty chứng khoán nhỏ

Nguồn: từ nhiều nguồn

cả 2 sàn vào thời điểm tháng 10 là 34.58 tỷ USD. Nếu chúng ta đánh giá hoạt động cho vay ký quỹ theo tỷ lệ % trong tổng giá trị vốn hóa thị trường thì tỷ lệ này sẽ đạt 3.03%, không thể gọi là cao. Tuy nhiên, cần xem xét tỷ lệ % của dư nợ cho vay chứng khoán so với tổng giá trị chứng khoán được tự do chuyển nhượng. Chúng tôi tính toán được tổng giá trị chứng khoán được tự do chuyển nhượng bằng 38% của tổng giá trị vốn hóa thị trường. Và dư nợ cho vay chứng khoán so với tổng giá trị chứng khoán tự do chuyển nhượng đạt 8%, lớn hơn đáng kể so với 3%. Ở đây có 2 vấn đề: (1) con số này cao hơn gấp đôi so với mùa hè và (2) việc cho vay ký quỹ tập trung mạnh vào top 30 cổ phiếu lớn nhất chiếm khoảng 50% tổng giá trị vốn hóa thị trường.

Vì vậy mặc dù bản thân mức độ cho vay ký quỹ không phải là mối quan ngại chính, nhưng tốc độ gia tăng của nó từ Q3 cho thấy đợt tăng giá trong 6 tháng cuối năm 2009 của thị trường chủ yếu do lực đẩy của cho vay ký quỹ. Vì vậy đợt điều chỉnh vừa rồi không chỉ là đến quá chậm mà còn là một điều tốt. Hiện tại chúng tôi tin rằng số dư ký quỹ đã giảm 20% từ mức đỉnh dựa vào một số bằng chứng.

Điều này có nghĩa là hầu hết những gì xấu cho thị trường đã bị loại bỏ và vì mức độ cho vay ký quỹ ban đầu không quá cao (chúng tôi lo lắng nhiều hơn về sự tập trung cho vay ký quỹ vào các cổ phiếu lớn và tốc độ gia tăng của cho vay ký quỹ hơn là số dư tuyệt đối), chúng tôi dự báo mức độ cho vay ký quỹ có thể tăng trong năm nay. Điều này phụ thuộc vào hai vấn đề: mức độ thanh khoản của thị trường nói chung và khả năng của các công ty chứng khoán trong việc vay thêm tiền hoặc tăng vốn.

Hiện tại các ngân hàng đang cho vay ra với lãi suất 19-20% nhưng vẫn thu hút các công ty chứng khoán vay tiền vì sau đó họ có thể cho khách hàng vay với lãi suất 22-27%. Tuy nhiên vấn đề lại quay trở lại với trần lãi suất huy động. Với trần lãi suất huy động thấp, ngân hàng thiếu nguồn để cho vay, và phân bổ tiền của họ một cách có hiệu quả bằng cách thu lãi suất cao đối với người đi vay. Nếu trần lãi suất huy động tăng và tiền gửi tăng lên, các ngân hàng có lẽ sẽ thật sự có khả năng cho vay các công ty chứng khoán trở lại. Chúng tôi sẽ nói về vấn đề này chi tiết hơn trong phần dưới.

Biểu 8 - Dự báo tổng doanh thu năm 2010 của 38 công ty có vốn hóa thị trường lớn nhất

	2007	2008	2009 dự báo mới nhất	FY2010 dự báo mới nhất	y/y %	
					Theo trọng số	Không theo trọng số
Tổng doanh thu thuần	114,572,311	166,276,249	183,504,167	227,875,745		24%
Giá vốn hàng bán	(78,495,290)	(116,864,571)	(121,131,331)	(155,098,764)		
Lợi nhuận gộp	53,792,396	84,960,565	89,328,685	114,525,603		28%
Tỷ suất LN gộp	47%	51%	49%	50%		
LN từ hoạt động kinh doanh	31,146,045	37,267,214	51,197,282	57,694,632		13%
Lợi nhuận thuần	18,844,806	18,530,297	26,966,856	30,741,596		14%
Tỷ suất LN thuần	16%	11%	15%	13%		
Số lượng CP lưu hành bình quân đã loại trừ CP thưởng	3,188,785,335	4,496,709,944	7,881,187,046	8,382,284,721	3%	6%
Số CP lưu hành bình quân	3,529,924,584	5,574,087,015	9,805,596,430	10,288,762,958	3%	5%
EPS	4,701	3,237	5,196	5,482	6%	-6%
EPS pha loãng	3,470	2,326	3,467	3,765		

Nguồn: HSC

4. Triển vọng lợi nhuận và định giá cổ phiếu năm 2010 – giá cổ phiếu đang đắt hay đang rẻ?

HSC dự báo tổng doanh thu năm 2010 của 38 công ty có vốn hóa thị trường lớn nhất sẽ tăng trưởng 24%; tổng lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng 14% và EPS tính theo trọng số sẽ tăng 6% (mặc dù EPS không tính theo trọng số giảm 6%). Tăng trưởng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính sẽ là động lực chính góp phần làm tăng lợi nhuận của các công ty trong khi lợi nhuận thuần tài chính sẽ âm trở lại.

P/E điều chỉnh của VNindex vào thời điểm ngày 31/12/2009 là 13.4 (VNindex đạt 494 điểm) và của HN-index là 12.4. Tính chung cho cả hai thị trường, P/E điều chỉnh năm 2009 tính vào ngày 31/12/2009 là 12.9.

Để đánh giá triển vọng lợi nhuận cho cả năm 2009 và 2010, chúng tôi đã xem xét từng công ty trong 38 công ty có mức vốn hóa thị trường lớn nhất trên cả hai sàn. Về phương pháp tiếp cận, các chuyên viên phân tích của HSC đã lập mô hình lợi nhuận riêng cho 38 công ty này và sau đó sử dụng số liệu tổng hợp từ 38 công ty này để làm đại diện cho toàn bộ thị trường. 38 công ty này chiếm 67% tổng giá trị vốn hóa thị trường và chúng tôi sử dụng số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân (theo trọng số) để tính EPS.

Dựa trên dự báo của chúng tôi, P/E 2009 của 38 công ty là 14.4 tính vào thời điểm cuối tháng 12 và P/E dự phóng năm 2010 là 13.5. 38 công ty này được định giá cao hơn so với toàn bộ thị trường do các mã lớn có thanh khoản tốt hơn so với các mã khác. Cả hai chỉ số P/E 2009 và 2010 dựa trên số liệu EPS theo trọng số có điều chỉnh. Thị trường trên thực tế đã không tăng nhiều

trong 3 tuần rưỡi kể từ thời điểm nói trên, do vậy số liệu P/E 2009 và P/E 2010 gần như giữ nguyên ở mức 14.4 và 13.4.

HSC dự báo doanh thu năm 2009 sẽ tăng trưởng 10.4%, lợi nhuận thuần tăng trưởng 45.5% và EPS tăng trưởng 60.5%. Các mức tăng trưởng cao này xuất phát từ cơ sở doanh thu, lợi nhuận thuần và EPS thấp của năm 2008 và hầu hết lợi nhuận đạt được của năm nay chỉ đơn thuần là bù cho mức thua lỗ trong năm trước.

Chúng tôi dự báo trong năm 2010, doanh thu sẽ tăng trưởng 24%, đạt 227.87 nghìn tỷ; lợi nhuận thuần tăng trưởng 14%, đạt 30,741 tỷ đồng và EPS theo trọng số điều chỉnh tăng 6%, đạt 5,482 đồng (EPS không theo trọng số dự kiến giảm 6%). EPS thông thường (không điều chỉnh theo thưởng và trả cổ tức bằng cổ phiếu) năm 2010 sẽ đạt 3,765 đồng. Và lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính sẽ đóng góp chủ yếu vào sự tăng trưởng lợi nhuận, còn lợi nhuận tài chính sẽ đóng góp ít hơn.

Nếu xem xét kỹ hơn, trong năm 2009 chúng tôi thấy rằng tổng doanh thu tăng khá nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp giảm nhẹ từ 51% xuống 49% do doanh thu tăng trưởng chậm hơn chi phí. Xu hướng biến động của tỷ suất lợi nhuận gộp của các công ty tài chính và phi tài chính có nhiều điểm khác biệt với xu hướng chung và chúng tôi sẽ đề cập tới vấn đề này cụ thể hơn ở phần sau. Chúng tôi dự tính chi phí tài chính sẽ giảm mạnh, giảm xấp xỉ 42% do lãi suất giảm nhờ chương trình cho vay hỗ trợ lãi suất của chính phủ và do hoàn nhập dự phòng đầu tư cổ phiếu. Thu nhập tài chính cũng giảm do lãi suất giảm nhưng mức độ giảm thấp hơn nhiều so với chi phí. Điều này khiến thu nhập tài chính thuần đạt con số dương trở lại.

Biểu 9 - Dự báo tổng doanh thu của 28 công ty phi tài chính

	2007	2008	2009 dự báo mới nhất	2010 dự báo mới nhất	y/y %	
					Theo trọng số	Không theo trọng số
Tổng doanh thu thuần	67,900,345	92,253,760	109,768,575	135,523,021		23%
Giá vốn hàng bán	(52,407,610)	(70,903,471)	(80,669,693)	(99,742,305)		
LN gộp	15,492,735	21,350,288	29,098,882	35,780,716		23%
Tỷ suất LN gộp	22.8%	23.1%	26.5%	26.4%		
Doanh thu tài chính	4,147,387	7,052,775	5,823,726	5,572,112		-4%
Chi phí tài chính	(2,416,840)	(8,610,951)	(4,962,719)	(5,960,884)		20%
Doanh thu tài chính thuần	1,730,547	(1,558,176)	861,007	(388,773)		-145%
SG&A	(5,978,604)	(9,713,218)	(11,052,855)	(13,209,637)		20%
LN từ hoạt động kinh doanh	11,244,678	10,078,894	18,907,033	22,182,306		17%
LN thuần	10,375,257	9,669,844	16,157,540	17,670,313		9%
Tỷ suất LN thuần	15%	10%	15%	13%		
Số lượng CP lưu hành bình quân đã loại trừ CP thường	2,404,712,637	2,721,116,741	3,498,798,827	3,814,551,791	7%	9%
Số CP lưu hành bình quân	2,488,382,775	3,014,956,838	4,427,629,528	4,759,509,213	5%	7%
EPS	4,772	4,019	7,266	7,647	5.2%	-6.6%
EPS loãng	4,422	3,476	4,589	4,874		

Nguồn: HSC

Chúng tôi cũng dự báo lợi nhuận sau thuế sẽ tăng mạnh do lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính và lợi nhuận tài chính tăng. Từ đó, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận thuần sẽ tăng từ mức 10% trong năm 2008 lên 14% trong năm 2010. Đây là năm mà lợi nhuận đạt cao khi mà dường như tất cả các khoản mục chi phí đều có xu hướng giảm trong khi các khoản mục doanh thu/lợi nhuận có xu hướng tăng.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ cải thiện và dự báo của chúng tôi về lợi nhuận thuần dựa nhiều vào kỳ vọng lạc quan của chúng tôi đối với lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh chính. Rõ ràng là rất khó để dự đoán được các khoản lợi nhuận bất thường xuất phát từ các khoản mục như lãi/lỗ liên quan đến bất động sản hay chứng khoán. Và ở Việt Nam, tỷ lệ của các khoản mục bất thường cao, chiếm 1/3 lợi nhuận sau thuế, khiến cho xu hướng biến động của lợi nhuận rất không ổn định.

Do đó, về mặt tổng thể, doanh thu năm 2010 sẽ tăng trưởng mạnh hơn năm 2009. Với một nền kinh tế đang dần phục hồi, chúng tôi cho rằng điều này là hoàn toàn có cơ sở vì tất cả những mục tiêu vĩ mô đặt ra cho năm nay đều cho thấy mức tăng trưởng cao hơn năm 2009. Và tỷ suất lợi nhuận gộp cũng sẽ được cải thiện từ 49% lên mức 50%.

Lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh tăng 13% so với năm trước. Điều này là do tổng hợp của nhiều yếu tố: với các công ty phi tài chính, là sự gia tăng của chi phí tài chính trong khi các công ty tài chính lãi từ hoạt động đầu tư chứng khoán và lãi từ kinh doanh ngoại

hối giảm. Việc chấm dứt chương trình cho vay hỗ trợ lãi suất cũng sẽ khiến lãi suất được nâng lên trong khi nhiều khả năng sẽ không có thêm lãi từ hoàn nhập dự phòng đầu tư chứng khoán vào thời điểm này. Lợi nhuận sau thuế tăng 14% so với năm trước, đạt 30.74 nghìn tỷ đồng. Và do ảnh hưởng của yếu tố pha loãng, chúng tôi dự báo EPS theo trọng số điều chỉnh sẽ tăng 6%. Để nhìn sâu hơn vào cơ cấu các con số nói trên theo ngành tài chính và phi tài chính, trước tiên, chúng ta sẽ xem xét các công ty phi tài chính.

Các công ty phi tài chính

Đối với 28 công ty phi tài chính mà HSC tiến hành dự báo, doanh thu năm 2010 tăng 23%, đạt 135.5 nghìn tỷ đồng. Tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ hầu như không thay đổi ở mức 26.4%, lợi nhuận gộp tăng 23% lên 35.78 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng thu nhập tài chính sẽ giảm nhẹ 4% trong khi chi phí tài chính sẽ tăng mạnh 20% do chi phí lãi vay tăng. Theo đó, thu nhập tài chính thuần sẽ âm trong năm 2010 sau khi đạt dương năm 2009.

Chúng tôi dự báo, lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh sẽ tăng 17%, đạt 22.18 nghìn tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế chỉ tăng 9%, đạt 17.67 nghìn tỷ đồng. Sự chênh lệch này chủ yếu do các công ty bất động sản và FPT. Và do ảnh hưởng của yếu tố pha loãng, EPS tổng hợp có điều chỉnh theo trọng số sẽ tăng 5.2%.

Các công ty tài chính

Đối với 5 ngân hàng và 1 công ty tài chính (PVF), chúng

Biểu 10 - Dự báo tổng doanh thu của các công ty tài chính

	2007	2008	2009 dự báo mới nhất	2010 dự báo mới nhất	y/y %	
					Theo trọng số	Không theo trọng số
Tổng doanh thu	43,422,772	70,009,133	69,623,363	87,785,103		26.1%
Thu nhập lãi	36,761,416	62,576,683	58,595,523	76,811,523		31.1%
Chi phí lãi	(24,376,731)	(42,981,338)	(37,983,690)	(52,722,203)		38.8%
Thu nhập lãi thuần	12,384,685	19,595,345	20,611,832	24,089,320		16.9%
Thu nhập từ hoạt động dịch vụ	2,274,765	3,260,450	3,843,348	4,356,331		13.3%
Chi phí hoạt động dịch vụ	(594,199)	(730,271)	(699,150)	(784,287)		12.2%
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	1,680,566	2,530,179	3,144,199	3,572,044		13.6%
Lãi thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng	806,481	3,293,940	2,475,449	1,815,178		-26.7%
Doanh thu từ kinh doanh chứng khoán	1,469,841	(1,307,769)	829,699	606,029		-27.0%
Doanh thu từ đầu tư mua bán chứng khoán	1,241,539	(150,880)	433,877	461,724		6.4%
Doanh thu khác	379,103	1,193,259	2,506,858	2,596,805		3.6%
Thu nhập cổ tức	489,627	1,143,451	829,810	998,813		20.4%
Lãi/lỗ từ đầu tư dài hạn	0	0	0	0		
Tổng thu nhập thuần	18,451,842	26,297,524	30,940,523	34,278,614		10.8%
Chi phí hoạt động	(6,950,877)	(11,465,313)	(13,646,449)	(14,843,789)		8.8%
Lợi nhuận trước dự phòng rủi ro	11,500,965	14,832,211	17,294,074	19,434,826		12.4%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(2,428,013)	(4,497,811)	(1,923,030)	(3,141,475)		63.4%
Lợi nhuận trước thuế	9,072,952	10,334,400	15,371,045	16,293,350		6.0%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(1,854,727)	(2,229,317)	(3,673,514)	(3,906,991)		6.4%
Lợi nhuận thuần	7,218,225	8,267,332	11,697,531	12,386,360		5.9%
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(53,894)	(114,254)	(209,988)	(19,771)		-90.6%
Lợi nhuận cho các cổ đông cty mẹ	7,164,331	8,153,078	9,764,783	12,026,780		23.2%
Số lượng CP lưu hành bình quân đã loại trừ CP thường	584,637,463	1,417,156,862	3,998,023,083	4,148,224,033	2.3%	3.8%
Số CP lưu hành bình quân	787,621,972	2,193,300,361	4,985,051,767	5,093,096,131	1.1%	2.2%
EPS	3,809	2,426	2,852	3,128	9.7%	2.5%
EPS pha loãng	1,966	957	2,119	2,549		

Nguồn: HSC

tôi dự đoán doanh thu năm 2010 sẽ tăng trưởng 26.1%, đạt 87.78 nghìn tỷ đồng, theo đó lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh sẽ tăng 10.8%, đạt 37.5 nghìn tỷ đồng. Sau khi trừ chi phí hoạt động, lợi nhuận trước trích lập dự phòng sẽ tăng 12.4%, đạt 19.4 nghìn tỷ đồng. Tốc độ gia tăng chi phí của các ngân hàng sẽ tiếp tục ở mức thấp do hiệu quả hoạt động được nâng cao và do lợi thế kinh tế theo quy mô. Theo chúng tôi, các ngân hàng sẽ tiếp tục duy trì được hai lợi thế này trong một vài năm tới.

Với mức tăng trưởng tín dụng 38% trong năm 2009, chúng tôi cho rằng các khoản dự phòng năm 2010 sẽ tăng 63.4%, đạt 3.14 nghìn tỷ đồng. Tỷ lệ NPL thường có xu hướng tăng sau khi dư nợ cho vay tăng mạnh và năm 2010 cũng sẽ không phải là một ngoại lệ. Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế sẽ tăng 5.9%, đạt 12.39 nghìn tỷ và EPS theo trọng số được điều chỉnh sẽ tăng 9.7%.

Giá cổ phiếu đang thấp hay đang cao?

P/E dự phóng năm 2010 của 38 công ty lớn nhất thị trường là 13.5, đạt mức trung bình so các thị trường thị trường khác trong khu vực châu Á.

Do đó, về mặt phân tích cơ bản, giá của các cổ phiếu trên thị trường Việt Nam có vẻ chỉ ở mức hợp lý so với các thị trường khác trong khu vực nhưng có tiềm năng tăng trưởng dài hạn tốt hơn thể hiện ở triển vọng tăng trưởng lợi nhuận dài hạn cao hơn. Và mặc dù triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong năm có thể sẽ không sáng sủa như năm ngoái, thì lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính chắc chắn sẽ vẫn tăng trưởng tốt do nền kinh tế đã ra khỏi thời kỳ suy thoái.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, thị trường chứng khoán Việt Nam bị ảnh hưởng nhiều bởi kỳ vọng thanh khoản thay vì EPS. Sự tham gia của các nhà đầu tư tổ chức

đưa ra quyết định đầu tư dựa trên triển vọng lợi nhuận còn tương đối thấp. Chúng tôi ước tính các tổ chức (cả trong và ngoài nước) sở hữu khoảng 20% thị trường nhưng số các nhà đầu tư này lại ít giao dịch hơn so với

các nhà đầu tư cá nhân. Do đó, theo quan điểm của HSC, mức độ phổ biến của hoạt động giao dịch ký quỹ cộng với kỳ vọng về tăng trưởng tín dụng và cung tiền sẽ quyết định xu hướng của thị trường trong tương lai.

5. Hoạt động niêm yết mới – diễn ra hết sức sôi động trong năm 2009 và vẫn có thể như thế trong năm 2010

Mặc dù không có đợt IPO doanh nghiệp nhà nước lớn nào, thì 2009 vẫn là một năm mà hoạt động niêm yết mới diễn ra hết sức sôi động, cả trên sàn HCM lẫn Hà Nội. Đã có tổng cộng 135 mã cổ phiếu mới được niêm yết trên cả hai sàn, trong đó, chúng ta cần loại trừ các mã chuyển sàn. Tổng cộng có 12 mã, trong đó có cả KBC chuyển từ sàn Hà Nội sang sàn HCM và 11 mã chuyển từ sàn HCM sang sàn Hà Nội. Loại trừ các mã chuyển sàn này, còn lại 123 mã mới niêm yết trong năm 2009 với tổng giá trị vốn hóa tăng thêm tương ứng đạt 149,208 tỷ đồng, tương đương 8.76 tỷ USD.

Nếu xét riêng từng sàn, thì với việc có các mã mới niêm yết, vốn hóa thị trường điều chỉnh trên sàn HCM tăng thêm 116,814 tỷ đồng, tương đương 6.31 tỷ USD với tổng cộng 48 mã mới được niêm yết trong năm. Trong đó, các mã lớn gồm có EIB (vốn hóa đạt 24,534 tỷ đồng); BVH (vốn hóa đạt 22,061 tỷ đồng) và MSN (vốn hóa đạt 17,150 tỷ đồng).

Với tổng số 75 mã mới niêm yết, vốn hóa điều chỉnh trên sàn Hà Nội tăng thêm 32,394 tỷ đồng, tương đương 1.75 tỷ USD, trong đó, chúng tôi đã loại bỏ 11 mã chuyển từ sàn HCM sang do không đủ tiêu chuẩn về vốn điều lệ. Trong số những mã mới niêm yết này, nổi bật là các mã SQC (vốn hóa đạt 8,100 tỷ đồng); PVX (vốn hóa đạt 4,050 tỷ đồng) và SHB (vốn hóa đạt 2,880 tỷ đồng).

Xét theo ngành, phần lớn các mã niêm yết mới thuộc ngành dịch vụ tài chính như EIB, BVH, SHB và cả MSN (MSN được kể đến ở đây do công ty này sở hữu cổ phần lớn trong Techcombank). Ngoài ra cũng phải kể đến các mã VCB và CTG mặc dù các mã này chỉ niêm

Biểu 11 - Tổng giá trị vốn hóa thị trường trên cả 2 sàn HOSE và HNX do việc niêm yết mới

	VND	USD
Trên sàn HOSE	116,814,319,795,200	7,013,913,581
Trên sàn HNX	32,394,430,709,300	1,751,050,309
Tổng	149,208,750,504,500	8,764,963,889

* Các số liệu này loại trừ những mã chuyển sàn

yết một phần nhỏ trong tổng số cổ phiếu của mình. Với việc niêm yết mới, các mã thuộc ngành tài chính đã làm tăng đáng kể mức vốn hóa của thị trường và hiện đã có 6 mã thuộc ngành ngân hàng được niêm yết (năm trước là 2 mã). Và do tỷ lệ nắm giữ các cổ phiếu như VCB, CTG và EIB còn khá thấp nên room dành cho các NĐTNN đối với cổ phiếu trong ngành chủ chốt này còn khá lớn.

Trong năm 2010, đã có nhiều công ty nộp hồ sơ xin niêm yết hoặc đã được chấp thuận niêm yết. Trong bảng trên, chúng tôi liệt kê tổng cộng 40 công ty trên cả 2 sàn (25 công ty trên sàn HCM và 15 công ty trên sàn Hà Nội) đã được chấp thuận niêm yết. Trong số này có những mã lớn như Fideco (mới niêm yết gần đây); Cotecons; CMC (cũng vừa mới niêm yết); Ngân hàng TMCP Miền Tây; Ngân hàng Nam Việt; CTCP Bất động sản điện lực Dầu khí Việt Nam và Khoáng sản Sài Gòn – Quy Nhơn.

Đây chỉ mới là những công ty có nhiều khả năng niêm yết trong Q1 vì mỗi quyết định chấp thuận niêm yết chỉ có hiệu lực trong 90 ngày. Theo đó, chúng tôi dự báo có thể sẽ có thêm khoảng 120 công ty niêm yết mới trong năm 2010, tức là mỗi quý sẽ có khoảng 40 công ty niêm yết mới (dựa trên lịch niêm yết trong Q1). Nếu xét trên từng sàn thì chúng ta thấy có nhiều mã xin niêm yết trên sàn HCM hơn và đây là dấu hiệu tốt cho thấy sẽ có nhiều công ty có quy mô vốn lớn dự kiến niêm yết cổ phiếu.

Biểu 12 - Các CP mới niêm yết trên sàn HOSE vào năm 2009

Ngày niêm yết	Mã CP	Giá tham chiếu chào sàn	Số CP niêm yết	Vốn hóa thị trường (đồng) vào thời điểm niêm yết
18/02/2009	NBB	27,000	15,400,000	415,800,000,000
26/02/2009	VST	24,000	40,000,000	960,000,000,000
16/03/2009	BCI	27,000	54,200,000	1,463,400,000,000
23/03/2009	PNJ	38,000	39,999,921	1,519,996,998,000
26/03/2009	HT2	20,000	88,000,000	1,760,000,000,000
19/03/2009	HCM	27,000	39,463,400	1,065,511,800,000
1/06/2009	SVC	25,900	24,995,573	647,385,340,700
18/06/2009	TMP	20,000	70,000,000	1,400,000,000,000
25/06/2009	BVH	38,500	573,026,605	22,061,524,292,500
30/06/2009	VCB	57,000	112,285,426	6,400,269,282,000
10/07/2009	CSG	18,100	29,742,020	538,330,562,000
16/07/2009	CTG	50,000	121,211,780	6,060,589,000,000
23/07/2009	DHC	17,400	8,000,000	139,200,000,000
11/08/2009	CSM	42,000	25,000,000	1,050,000,000,000
14/08/2009	D2D	40,000	10,700,000	428,000,000,000
17/08/2009	VNL	26,000	8,190,000	212,940,000,000
18/08/2009	PHR	36,000	81,300,000	2,926,800,000,000
19/08/2009	DIG	55,000	60,000,000	3,300,000,000,000
8/09/2009	ATA	20,000	10,000,000	200,000,000,000
9/09/2009	HLG	30,000	28,768,711	863,061,330,000
9/09/2009	VNI	25,000	10,559,996	263,999,900,000
9/09/2009	VPH	30,000	20,083,285	602,498,550,000
22/09/2009	RDP	15,000	11,500,000	172,500,000,000
24/09/2009	AAM	38,000	8,100,000	307,800,000,000
24/09/2009	MCG	25,000	13,200,000	330,000,000,000
28/09/2009	PHT	25,000	11,000,000	275,000,000,000
7/10/2009	SRC	42,000	10,800,000	453,600,000,000
12/10/2009	TIC	20,000	16,582,600	331,652,000,000
19/10/2009	ITC	55,000	23,028,896	1,266,589,280,000
19/10/2009	TBC	27,700	63,500,000	1,758,950,000,000
18/10/2009	LGL	30,000	8,000,000	240,000,000,000
21/10/2009	SRF	35,000	8,020,066	280,702,310,000
27/10/2009	EIB	28,000	876,226,900	24,534,353,200,000
5/11/2009	MSN	36,000	476,399,820	17,150,393,520,000
17/11/2009	GDT	30,000	10,372,365	311,170,950,000
25/11/2009	BTP	18,000	66,485,600	1,196,740,800,000
25/11/2009	TIX	60,000	12,000,000	720,000,000,000
25/11/2009	HVG	50,000	59,999,993	2,999,999,650,000
26/11/2009	PGD	56,000	33,000,000	1,848,000,000,000
1/12/2009	DVP	41,000	20,000,000	820,000,000,000
10/12/2009	LIX	72,000	9,000,000	648,000,000,000
10/12/2009	AGR	32,000	120,000,000	3,840,000,000,000
11/12/2009	TIE	34,000	9,569,900	325,376,600,000
17/12/2009	VFG	66,000	8,133,855	536,834,430,000
17/12/2009	VNG	20,000	13,000,000	260,000,000,000
18/12/2009	KBC*	65,000	199,124,330	12,943,081,450,000
22/12/2009	DXG	40,000	8,000,000	320,000,000,000
22/12/2009	DVD	85,000	11,910,000	1,012,350,000,000
24/12/2009	TCL	35,000	17,000,000	595,000,000,000
Tổng				129,757,401,245,200
VND				116,814,319,795,200
USD				7,013,913,581
USD (Đã điều chỉnh loại trừ KBC)				6,314,287,556

* KBC chuyển từ sàn Hà Nội

Biểu 13 - Các CP mới niêm yết trên sàn HNX vào năm 2009

Ngày niêm yết	Mã CP	Giá đóng cửa vào ngày niêm yết	Số CP niêm yết	Vốn hóa thị trường (VND) khi niêm yết
5/2/2009	VCC	10,200	4,000,000	40,800,000,000
12/2/2009	VHL	28,200	7,750,000	218,550,000,000
16/2/2009	QST	19,200	1,350,000	25,920,000,000
5/3/2009	HLC	32,400	9,300,000	301,320,000,000
15/4/2009	SDP	15,400	5,000,000	77,000,000,000
17/4/2009	SKS	16,100	2,500,000	40,250,000,000
20/4/2009	SHB	14,400	200,000,000	2,880,000,000,000
21/4/2009	ICG	13,000	15,000,000	195,000,000,000
8/5/2009	HVT	25,600	4,438,713	113,631,052,800
15/5/2009	BHC	16,500	4,500,000	74,250,000,000
14/5/2009	VC1	25,100	7,400,000	185,740,000,000
8/6/2009	BPC*	25,000	3,800,000	95,000,000,000
8/6/2009	DXP*	38,000	5,250,000	199,500,000,000
8/6/2009	PMS*	14,500	5,200,000	75,400,000,000
8/6/2009	SAF*	40,000	2,706,000	108,240,000,000
8/6/2009	SJ1*	34,000	3,500,000	119,000,000,000
8/6/2009	TMC*	60,000	4,000,000	240,000,000,000
8/6/2009	UNI*	28,200	4,743,933	133,778,910,600
8/6/2009	VTC*	21,000	4,050,085	85,051,785,000
10/6/2009	DPC*	35,000	2,237,280	78,304,800,000
11/6/2009	DZM	52,000	2,500,000	130,000,000,000
12/6/2009	VGP*	25,600	6,201,608	158,761,164,800
12/6/2009	CAN*	27,100	5,000,000	135,500,000,000
12/6/2009	SFN*	101,000	3,000,000	303,000,000,000
15/6/2009	HBD*	30,000	1,535,000	46,050,000,000
15/6/2009	SHC*	30,000	3,709,550	111,286,500,000
16/6/2009	ECI	17,300	1,860,000	32,178,000,000
17/6/2009	NHC*	23,000	1,520,771	34,977,733,000
18/6/2009	SGC*	55,000	5,956,402	327,602,110,000
22/6/2009	SDN*	70,000	1,349,641	94,474,870,000
25/6/2009	SHS	39,600	41,062,996	1,626,094,641,600
29/6/2009	DNP*	53,500	3,427,637	183,378,579,500
30/6/2009	RHC*	45,000	3,200,000	144,000,000,000
2/7/2009	S74	19,400	4,000,000	77,600,000,000
9/7/2009	HOM	16,600	72,000,000	1,195,200,000,000
23/7/2009	MDC	21,200	12,085,000	256,202,000,000
27/7/2009	ALT*	24,900	4,933,905	122,854,234,500
30/7/2009	SGH*	63,100	1,766,300	111,453,530,000
31/7/2009	CTS	31,100	78,993,400	2,456,694,740,000
6/8/2009	VTA*	8,700	6,000,000	52,200,000,000
6/8/2009	NPB	26,300	12,655,003	332,826,578,900
7/8/2009	CTM	15,000	2,677,800	40,167,000,000
11/8/2009	EID	15,100	8,000,000	120,800,000,000
14/8/2009	VNT	40,500	5,472,000	221,616,000,000
18/8/2009	BKC	48,000	3,748,300	179,918,400,000
19/8/2009	DAD	15,200	5,000,000	76,000,000,000
19/8/2009	PVX	27,000	150,000,000	4,050,000,000,000
19/8/2009	SED	19,400	8,000,000	155,200,000,000
22/9/2009	NAG	29,000	10,000,000	290,000,000,000

Ngày niêm yết	Mã CP	Giá đóng cửa vào ngày niêm yết	Số CP niêm yết	Vốn hóa thị trường (VND) khi niêm yết
28/9/2009	SDU	83,000	10,000,000	830,000,000,000
29/9/2009	PDC	80,900	15,000,000	1,213,500,000,000
30/9/2009	VMG	21,000	9,600,000	201,600,000,000
5/10/2009	TCT	77,000	3,197,000	246,169,000,000
9/10/2009	PMC	85,000	6,481,634	550,938,890,000
12/10/2009	GGG	30,000	6,450,000	193,500,000,000
13/10/2009	TV2	33,000	6,000,000	198,000,000,000
19/10/2009	SDH	49,900	5,775,000	288,172,500,000
21/10/2009	BED	30,000	3,000,000	90,000,000,000
27/10/2009	HAD	53,500	4,000,000	214,000,000,000
30/10/2009	DBT	42,000	3,000,000	126,000,000,000
2/11/2009	TMX	23,600	6,000,000	141,600,000,000
3/11/2009	VIT	36,500	4,500,000	164,250,000,000
5/11/2009	CVT	24,800	4,000,000	99,200,000,000
5/11/2009	PHC	35,600	2,940,000	104,664,000,000
5/11/2009	VC9	50,200	8,000,000	401,600,000,000
11/11/2009	TH1	69,800	8,892,733	620,712,763,400
28/11/2009	BXH	20,000	3,000,000	60,000,000,000
26/11/2009	GLT	45,000	6,375,779	286,910,055,000
26/11/2009	MHL	18,000	2,000,000	36,000,000,000
1/12/2009	LM3	18,500	5,150,000	95,275,000,000
1/12/2009	TKC	33,600	6,050,000	203,280,000,000
1/12/2009	TV3	23,000	2,940,000	67,620,000,000
1/12/2009	VIG	22,800	15,000,000	342,000,000,000
10/12/2009	DID	22,000	2,434,200	53,552,400,000
15/12/2009	WSS	19,900	10,800,000	214,920,000,000
16/12/2009	SHN	15,500	8,702,000	134,881,000,000
17/12/2009	SQC	81,000	100,000,000	8,100,000,000,000
17/12/2009	V15	16,000	6,000,000	96,000,000,000
21/12/2009	HGM	69,000	6,000,000	414,000,000,000
21/12/2009	L05	16,500	5,000,000	82,500,000,000
21/12/2009	L44	16,500	4,000,000	66,000,000,000
23/12/2009	DNC	19,800	1,605,095	31,780,881,000
24/12/2009	MAC	18,900	3,200,000	60,480,000,000
25/12/2009	PGT	11,800	8,802,187	103,865,806,600
29/12/2009	HST	13,000	1,500,000	19,500,000,000
29/12/2009	VIX	28,300	30,000,000	849,000,000,000
Tổng				35,354,244,926,700
VND Số đã điều chỉnh				32,394,430,709,300
Tổng (USD)				1,911,040,266
USD số đã điều chỉnh				1,751,050,309

* Các công ty chuyển từ sàn HOSE

Biểu 13a - Các công ty sẽ niêm yết trong năm 2010

Công ty	Sàn giao dịch	Số lượng CP	Chú thích
HOSE			
Công ty cổ phần Everpia Việt nam	HOSE	10,720,000	Đã chấp thuận niêm yết
Công ty Cổ Phần Khoáng Sản và Xây dựng Bình Dương	HOSE	10,700,000	Đã chấp thuận niêm yết
CTCP Thủy sản Việt Nhật	HOSE	8,023,071	Đã chấp thuận niêm yết
CTCP Mía Đường – Nhiệt Điện Gia Lai (SEC)	HOSE	12,613,472	Đã chấp thuận niêm yết
CTCP Nhựa Đông Á	HOSE	10,000,000	Đã chấp thuận niêm yết
CTCP Công trình đường sắt	HOSE	11,250,280	Đã chấp thuận niêm yết
CTCP Đầu tư phát triển Cường Thuận	HOSE	15,000,000	Đã chấp thuận niêm yết
Coteccons	HOSE	18,450,000	Đã chấp thuận niêm yết
Fideco	HOSE	14,297,699	Đã chấp thuận niêm yết
Ngo Han JSC	HOSE	22,950,627	Đã chấp thuận niêm yết
CMC Technology JSC	HOSE	63,536,267	Đã chấp thuận niêm yết
Ngân hàng Miền Tây	HOSE	100,000,000	Đã chấp thuận niêm yết
Công ty Cổ phần Đầu tư Kinh doanh nhà Khang Điền	HOSE	32,200,000	Đã chấp thuận niêm yết
Công ty cổ phần chứng khoán vincom	HOSE	30,000,000	Đã chấp thuận niêm yết
Internet Technology & Telecommunication JSC	HOSE	8,000,000	Đã chấp thuận niêm yết
CTCP Công nghệ Long Hải	HOSE	20,000,000	Đã chấp thuận niêm yết
Tổng công ty CP Khoáng sản Na Ri Hamico	HOSE	11,800,000	Đã chấp thuận niêm yết
CTCP Vận tải biển Bắc	HOSE	11,456,000	Đã chấp thuận niêm yết
Mekophar	HOSE	9,210,000	Đã chấp thuận niêm yết
Cty Thiên Long	HOSE	15,500,000	Đã chấp thuận niêm yết
Cty vận tải và giao nhận bía Sài Gòn	HOSE	8,000,000	Đã chấp thuận niêm yết
Viet Thang Marine JSC	HOSE	18,025,509	Đã chấp thuận niêm yết
CTCP Kho vận miền Nam	HOSE	8,351,857	Đã chấp thuận niêm yết
Sao Mai Construction Investment JSC	HOSE	9,912,600	Đã chấp thuận niêm yết
CTCP Tập đoàn Thép Tiến Lên	HOSE	45,000,000	Đã chấp thuận niêm yết
Tổng		524,997,382	
HNX			
CTCP Bất động sản Điện lực Dầu khí Việt Nam	HNX	50,000,000	Đã chấp thuận niêm yết
Công ty Cổ phần Vật Liệu Xây Dựng Bưu Điện	HNX	5,000,000	Đã chấp thuận niêm yết
CTCP Khoáng sản Sài Gòn - Quy Nhơn	HNX	54,000,000	Đã chấp thuận niêm yết
PP Package JSC	HNX	3,880,000	Đã chấp thuận niêm yết
Ben Tre Construction Material JSC	HNX	4,049,006	Đã chấp thuận niêm yết
CTCP Bất động sản Đà Lạt	HNX	4,500,000	Đã chấp thuận niêm yết
CTCP Xi măng Tiên Sơn	HNX	2,936,140	Đã chấp thuận niêm yết
Công ty Cổ phần Hồng Hà dầu khí	HNX	5,000,000	Đã chấp thuận niêm yết
CTCP Sông Đà 27	HNX	1,572,833	Đã chấp thuận niêm yết
Ngân hàng TMCP Nam Việt	HNX	100,000,000	Nộp hồ sơ niêm yết
CTCP LICOGI 13	HNX	6,000,000	Nộp hồ sơ niêm yết
CTCP Thương mại Hóc Môn	HNX	3,500,000	Nộp hồ sơ niêm yết
CTCP Xuất nhập khẩu Hàng không (Airimex)	HNX	2,592,740	Nộp hồ sơ niêm yết
CTCP Sách - Thiết bị Giáo dục Bình Dương	HNX	1,000,000	Nộp hồ sơ niêm yết
Tổng		244,030,719	

Nguồn: HSC thu thập

6. Cơ sở phát hành cổ phiếu thưởng 6 tháng cuối năm

Số lượng các công ty phát hành thêm cổ phiếu như phát hành cổ phiếu thưởng, phát hành quyền mua cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu và phát hành riêng lẻ tăng đáng kể từ cuối tháng 6 đến nay. Ban đầu, khi thị trường bắt đầu phục hồi, các công ty không mấy tích cực trong hoạt động phát hành thêm. Tuy nhiên, khi giá cổ phiếu đã tăng thì số lượng các doanh nghiệp phát hành thêm cũng tăng lên. Một cơn sốt phát hành cổ phiếu thưởng đã bắt đầu từ tháng 6.

Tại thị trường chứng khoán Việt Nam, các đợt phát hành cổ phiếu thưởng thu hút được một quan tâm đặc biệt. Chỉ cần có thông tin phong phanh về việc chia thưởng của một cổ phiếu là ngay lập tức các nhà đầu tư đổ xô vào mua cổ phiếu đó như có một ma lực nào đó xui khiến. Một làn sóng đầu cơ sẽ diễn ra sau đó với sự hậu thuẫn của những tin đồn và những thông tin xác thực nửa vời. Và trong mấy tháng gần đây, các nhà đầu tư đã mua vào đẩy giá cổ phiếu lên cao đến 50% mới ngừng mua. Tính cho tới cuối tháng 5, mới chỉ có 5 đợt phát hành cổ phiếu thưởng. Tuy nhiên, tính từ thời điểm này cho tới cuối năm, đã có 40 đợt phát hành cổ phiếu thưởng (cả năm là 45 đợt).

Ngay khi cơn sốt cổ phiếu thưởng bắt đầu, tất cả những thông tin khác về lợi nhuận doanh nghiệp và định giá đều bị các nhà đầu tư gạt sang một bên. Rốt cuộc thì các đợt chia thưởng cổ phiếu thu hút được nhiều sự quan tâm của các nhà đầu tư trong khi thực sự không hề đem lại lợi ích gì cho họ. Tuy nhiên, chính việc được cho không cổ phiếu khiến các nhà đầu tư trở nên phấn khích. Công bằng mà nói thì những nhà đầu tư tham gia vào những đợt tăng giá cổ phiếu do có thông tin chia thưởng biết rõ rằng đây chẳng qua chỉ là một trò chơi

đầu cơ. Những nhà đầu tư tham gia mua cổ phiếu chia thưởng hầu hết là những nhà đầu tư có kinh nghiệm, và khi tham gia do đặt cược vào việc thu lợi ngắn hạn, các nhà đầu tư này cho rằng có thể bán đi cổ phiếu một cách an toàn khi giá tiếp tục tăng. Và khi tham gia vào hoạt động đầu cơ ngắn hạn này, các nhà đầu tư thường sử dụng đòn bẩy.

Tiêu biểu trong cơn sốt cổ phiếu thưởng diễn ra trong 6 tháng cuối năm là các đợt phát hành cổ phiếu thưởng của PNJ, VNM, HAG, SJS, KDC, TDH, BMP. Việc chia thưởng của HCM và CSM đã có tác động đến giá các cổ phiếu này và đến tâm lý chung trên thị trường. Các đợt phát hành cổ phiếu thưởng này còn đi kèm với phát hành cổ phiếu để chi trả cổ tức, chiếm phần lớn trong các đợt phát hành của các doanh nghiệp trong năm 2009.

So với vô số các đợt phát hành cổ phiếu thưởng, chúng tôi chỉ thấy 16 đợt phát hành quyền mua và 8 đợt phát hành riêng lẻ trong suốt cả năm, cho thấy trong năm 2009 không có thêm nhiều vốn được huy động qua thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, trong năm 2010, chúng tôi cho rằng sẽ có nhiều công ty phát hành thêm với mục đích huy động vốn. Các đợt phát hành trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu chuyển đổi cũng sẽ diễn ra, nhưng chủ yếu các doanh nghiệp sẽ phát hành thêm cổ phiếu để huy động vốn. Có một số lý do đằng sau việc này: (1) nhu cầu trên thị trường trái phiếu thấp (2) nhiều công ty không sử dụng chi phí sử dụng vốn bình quân và nghĩ rằng phát hành thêm cổ phiếu không tốn chi phí vốn mà chỉ phải trả cổ tức (3) thủ tục đơn giản hơn và các doanh nghiệp quen với hình thức huy động vốn này hơn so với phát hành trái phiếu. Và các công ty phát hành thêm nhiều nhất có khả năng sẽ là các công ty thuộc nhóm ngành ngân hàng và bất động sản.

Biểu 14 - Sự kiện trên sàn HOSE

Tổng số CP phát hành theo tháng		Chi tiết				
Tháng	Số lượng CP	Mã CP	Ngày GD không hưởng quyền	Sự kiện	Số lượng CP	Tỷ lệ
Tháng 1	6,654,626	TTF	2/1/2009	Cổ phiếu thưởng	5,000,000	3:1
		TMS	6/1/2009	Phát hành thêm	1,654,626	10:3, giá 10,000đ
Tháng 2	4,899,496	LBM	6/2/2009	Phát hành thêm	3,729,496	100:93, giá 12,000đ
		DIC	12/2/2009	Phát hành riêng lẻ	1,170,000	
Tháng 3	8,399,996	ASP	27/3/2009	Cổ phiếu thưởng	8,399,996	3:2
Tháng 5	102,221,663	BMP	4/5/2009	ESOP	107,180	
		HT1	5/5/2009	Phát hành thêm	22,607,520	100:26, giá 13,000đ
		FMC	8/5/2009	Phát hành riêng lẻ	100,000	
		ITA	20/5/2009	Trả cổ tức bằng cổ phiếu CP	67,936,281	cổ tức 100:36, cổ phiếu thưởng 100:14
		GMC	22/5/2009	Cổ phiếu thưởng	4,199,074	10:9
		GMC	22/5/2009	Cổ phiếu thưởng	4,199,074	10:9
		LAF	25/5/2009	Trả cổ tức bằng CP, CP thưởng	2,319,483	10:4
		LGC	25/5/2009	Cổ phiếu thưởng	753,051	10:1
Tháng 6	53,194,981	DIC	3/6/2009	Cổ phiếu thưởng	1,015,493	20:3
		TCT	4/6/2009	Cổ phiếu thưởng	1,598,500	1:1
		RIC	8/6/2009	Cổ phiếu thưởng	5,143,811	100:10
		BMP	10/6/2009	Phát hành riêng lẻ	321,540	
		SMC	11/6/2009	Cổ phiếu thưởng	3,663,353	3:1
		ALP	17/6/2009	Cổ phiếu thưởng	2,340,000	100:6
		KHP	18/6/2009	Cổ phiếu thưởng	3,481,817	100:20
		PNC	23/6/2009	Cổ phiếu thưởng	3,558,906	25:6
		LBM	24/6/2009	Phát hành riêng lẻ	2,847,458	
		LCG	24/6/2009	Trả cổ tức bằng cổ phiếu	6,800,000	2:1
		MCV	24/6/2009	Trả cổ tức bằng CP, CP thưởng	1,171,257	cổ tức 100:12, cổ phiếu thưởng 100:5
		SFI	24/6/2009	Cổ phiếu thưởng	2,763,327	1:1
		SFI	24/6/2009	Trả cổ tức bằng cổ phiếu	2,763,327	1:1
		SGT	24/6/2009	Trả cổ tức bằng CP, CP thưởng	8,774,998	100:15
		PJT	26/6/2009	Trả cổ tức bằng CP, CP thưởng	1,400,000	cổ phiếu thưởng 100:3, cổ tức 20:1
		TCR	26/6/2009	Trả cổ tức bằng cổ phiếu	1,426,352	100:4
		VPK	26/6/2009	Cổ phiếu thưởng	400,000	19:1
		HAX	29/6/2009	Phát hành riêng lẻ	692,994	
		HAX	29/6/2009	Cổ phiếu thưởng	3,031,848	10:7
Tháng 7	95,096,067	FPT	2/7/2009	Phát hành riêng lẻ	220,125	
		VIC	2/7/2009	Phát hành thêm	80,016,844	100:73, giá 10,000đ
		ST8	6/7/2009	Trả cổ tức bằng cổ phiếu	447,863	100:5
		HAS	15/7/2009	Cổ phiếu thưởng	1,797,572	10:3
		TCM	16/7/2009	Cổ phiếu thưởng	10,364,942	100:12
		NSC	21/7/2009	Trả cổ tức bằng CP, CP thưởng	2,248,721	cổ tức 100:7, cổ phiếu thưởng 100:32
Tháng 8	23,679,240	TMS	10/8/2009	Phát hành thêm	1,800,000	100:22.49, giá 15,000đ
		PGC	14/8/2009	Cổ phiếu thưởng	1,499,824	cổ phiếu thưởng 100:6
		PGC	14/8/2009	Cổ phiếu thưởng	1,499,824	100:6
		TNA	17/8/2009	Cổ phiếu thưởng	550,000	6:1
		TNA	17/8/2009	Phát hành thêm	1,650,000	2:1, giá 10,000đ
		FPT	19/8/2009	Phát hành riêng lẻ	2,641,253	
		DMC	24/8/2009	Trả cổ tức bằng cổ phiếu	4,038,339	10:3
		PNJ	28/8/2009	Cổ phiếu thưởng	10,000,000	3:1

Biểu 14 - Sự kiện trên sàn HOSE (tiếp theo)

Tháng	Số lượng CP	Mã CP	Ngày GD không hưởng quyền	Sự kiện	Số lượng CP	Tỉ lệ
Tháng 9	260,931,051	MCP	7/9/2009	Phát hành riêng lẻ	2,902,318	
		SFC	7/9/2009	Cổ phiếu thưởng	1,529,983	3:1
		SFC	7/9/2009	Trả cổ tức bằng CP	458,995	10:1
		SFC	7/9/2009	Phát hành thêm	1,529,983	3:1, giá 10.000đ
		STB	16/9/2009	Phát hành thêm	76,737,462	20:3, giá 10.000đ
		VNM	18/9/2009	Cổ phiếu thưởng	175,640,310	1:1
		DTT	21/9/2009	Cổ phiếu thưởng	1,352,000	100:26
		DTT	21/9/2009	Phát hành thêm	780,000	100:15, giá 10.000đ
Tháng 10	5,960,891	MHC	7/10/2009	Cổ phiếu thưởng	1,768,195	100:35
		HBC	15/10/2009	Cổ phiếu thưởng	471,429	14:1
		HAP	15/10/2009	Cổ phiếu thưởng	1,681,637	10:1
		TRA	16/10/2009	Cổ phiếu thưởng	2,039,630	4:1
Tháng 11	260,776,612	AAM	3/11/2009	Cổ phiếu thưởng	2,430,000	100:30
		AAM	3/11/2009	Trả cổ tức bằng CP	810,000	100:10
		HAG	6/11/2009	Cổ phiếu thưởng	89,651,106	2:1
		TMS	9/11/2009	Trả cổ tức bằng CP	1,010,362	10:1
		TMS	9/11/2009	Phát hành thêm	1,800,000	tỉ lệ 100:17.81, giá 15.000đ
		ST8	9/11/2009	Trả cổ tức bằng CP	940,502	10:1
		MCG	10/11/2009	Cổ phiếu thưởng	1,320,000	100:10
		HDC	12/11/2009	Trả cổ tức bằng CP	812,800	10:1
		HDC	12/11/2009	Phát hành thêm	1,859,200	100:22.87, giá 20.000đ
		DHG	12/11/2009	Cổ phiếu thưởng	6,663,626	3:1
		VSH	16/11/2009	Cổ phiếu thưởng	68,747,129	2:1
		VTO	17/11/2009	Phát hành thêm	19,866,700	3:1, 10.000đ
		VSC	24/11/2009	Cổ phiếu thưởng	2,406,157	4:1
		NKD	24/11/2009	Cổ phiếu thưởng	2,459,030	10:2
		SJS	27/11/2009	Cổ phiếu thưởng	40,000,000	1:1
		SJS	27/11/2009	Phát hành thêm	20,000,000	Tỉ lệ 2:1, giá 10.000đ
Tháng 12	278,095,329	KDC	8/12/2009	Cổ phiếu thưởng	22,432,676	10:4
		CNT	8/12/2009	Phát hành thêm	2,000,000	4:1, giá 19.900đ
		ABT	8/12/2009	Trả cổ tức bằng CP	1,619,999	100:20
		ABT	8/12/2009	Cổ phiếu thưởng	1,619,999	100:20
		PAC	9/12/2009	Cổ phiếu thưởng	4,035,273	4:1
		KHP	11/12/2009	Phát hành thêm	20,890,068	1:1, giá 10.000đ
		ALP	14/12/2009	Cổ phiếu thưởng	2,480,400	100:6
		PVT	14/12/2009	Phát hành thêm	81,180,000	100:55, 10.000đ
		TDH	15/12/2009	Cổ phiếu thưởng	12,625,000	2:1
		DHC	16/12/2009	Cổ phiếu thưởng	1,200,000	100:15
		DHC	16/12/2009	Trả cổ tức bằng CP	800,000	100:10
		PVD	22/12/2009	Trả cổ tức bằng CP	52,627,929	3:1
		DIG	22/12/2009	Trả cổ tức bằng CP	30,000,000	7:3
		BMP	28/12/2009	Cổ phiếu thưởng	17,384,596	1:1
		HCM	29/12/2009	Cổ phiếu thưởng	19,699,389	2:1
		CSM	29/12/2009	Trả cổ tức bằng CP	2,500,000	10:1
		CSM	29/12/2009	Cổ phiếu thưởng	5,000,000	10:2
Tổng	561,038,011				561,038,011	

Nguồn: HOSE

Biểu 15 - Sự kiện trên sàn HNX

Tổng số CP phát hành theo tháng		Chi tiết				
Tháng	Số lượng CP	Mã CP	Ngày GD không hưởng quyền	Sự kiện	Số lượng CP	Tỉ lệ
Tháng 1	503,933	MCO	5/1/2009	Cổ phiếu thưởng	503,933	100:14
Tháng 2	139,996	DC4	19/2/2009	Trả cổ tức bằng CP	139,996	100:7
Tháng 3	3,793,881	C92	2/3/2009	Phát hành thêm	620,000	100:85, giá 12.000đ
		BHV	17/3/2009	Trả cổ tức bằng CP	100,013	100:11484
		HLV	18/3/2009	Trả cổ tức bằng CP	250,000	3:1
		YBC	24/3/2009	Phát hành thêm	2,626,550	2:1, giá 10.000đ
		HBE	27/3/2009	Phát hành thêm	197,318	1:3, giá 10.000đ
Tháng 4	31,100,633	HPC	10/4/2009	Cổ phiếu thưởng	7,039,144	100:10
		VSP	13/4/2009	Cổ phiếu thưởng	21,424,489	100:135
		SGD	28/4/2009	Phát hành thêm	2,637,000	1:2, giá 12.000đ
Tháng 5	73,744,850	PVE	6/5/2009	Phát hành thêm	4,500,000	100:126, 10.000đ
		KBC	8/5/2009	Cổ phiếu thưởng	65,041,330	10:3
		KBC	8/5/2009	Trả cổ tức bằng CP		10:2
		S99	13/5/2009	Cổ phiếu thưởng	1,473,970	100:10
		S99	13/5/2009	Trả cổ tức bằng CP		100:40
		VCS	15/5/2009	Cổ phiếu thưởng	2,050,000	100:15.83
		TV4	20/5/2009	Trả cổ tức bằng CP	679,550	100:20
Tháng 6	4,266,358	SDC	3/6/2009	Trả cổ tức bằng CP	675,000	100:20
		QNC	4/6/2009	Trả cổ tức bằng CP	869,489	100:7
		SSM	4/6/2009	Trả cổ tức bằng CP	192,465	100:7
		SDJ	4/6/2009	Phát hành thêm	1,838,400	1:1, giá 10.000đ
		HVT	12/6/2009	Trả cổ tức bằng CP	443,859	100:10
		CIC	26/6/2009	Trả cổ tức bằng CP	247,145	10:1
Tháng 7	2,395,676	VE9	2/7/2009	Trả cổ tức bằng CP	93,939	33:1
		VE9	2/7/2009	Cổ phiếu thưởng	155,000	20:1
		SDD	7/7/2009	Private placement	350,000	
		PVC	8/7/2009	Trả cổ tức bằng CP	1,451,737	100:10
		ONE	24/7/2009	Trả cổ tức bằng CP	345,000	100:5
Tháng 8	2,776,049	CTC	3/8/2009	Phát hành thêm	2,495,000	1:1, giá 10.000đ
		SDD	12/8/2009	Cổ phiếu thưởng	281,049	100:7
Tháng 9	7,742,481	TPP	3/9/2009	Phát hành thêm	500,000	4:1, giá 10.000đ
		VC2	7/9/2009	Cổ phiếu thưởng	1,960,761	100:36,19
		PLC	18/9/2009	Cổ phiếu thưởng	4,031,800	100:25
		VHL	29/9/2009	Phát hành thêm	1,249,920	100:16.128, giá 10.000đ
Tháng 10	18,002,876	VDL	8/10/2009	Phát hành thêm	900,000	4:3, giá 18.000đ
		PVA	13/10/2009	Phát hành thêm	5,500,000	9:11, giá 10.000đ
		KLS	14/10/2009	Cổ phiếu thưởng	1,820,000	100:35
		VGS	15/10/2009	Phát hành thêm	7,000,000	1:1, giá 10.000đ
		MIC	20/10/2009	Cổ phiếu thưởng	496,413	3:1
		BKC	27/10/2009	Cổ phiếu thưởng	2,286,463	100:61
Tháng 11	61,488,447	HUT	9/11/2009	Phát hành thêm	5,500,000	1:1, giá 10.000đ
		L62	12/11/2009	Phát hành thêm	1,500,000	2:1, giá 13.000đ
		VTV	16/11/2009	Phát hành thêm	4,500,000	13:9, giá 19.470đ
		ACB	17/11/2009	Cổ phiếu thưởng	10,879,377	100:1.41
		BVS	18/11/2009	Cổ phiếu thưởng	27,090,000	10:6

Biểu 15 - Sự kiện trên sàn HNX (tiếp theo)

Tháng	Số lượng CP	Mã CP	Ngày GD không hưởng quyền	Sự kiện	Số lượng CP	Tỉ lệ
		SDC	19/11/2009	Phát hành thêm	375,000	24:5, giá 10.000đ
		HBE	19/11/2009	Phát hành thêm	5,795,019	1:4.84, giá 10.000đ
		SCJ	23/11/2009	Trả cổ tức bằng CP	1,904,000	5:2
		SCJ	23/11/2009	Phát hành thêm	2,856,000	Tỉ lệ 5:3, giá 20.000đ
		ALT	24/11/2009	Cổ phiếu thưởng	444,051	100:9
		GGG	25/11/2009	Cổ phiếu thưởng	645,000	10:1
Tháng 12	10,051,142	MEC	2/12/2009	Phát hành thêm	3,000,000	4:3, giá 10.000đ
		EBS	9/12/2009	Phát hành thêm	5,109,742	1:1, giá 10.000đ
		SD2	23/12/2009	Phát hành thêm	1,941,400	5:2, giá 10.000đ
Tổng	216,006,322				216,006,322	

Nguồn: HNX

Biểu 16 - Kế hoạch IPO của các công ty trong năm 2010

	Công ty	Ngày IPO	Cty tư vấn	Chú thích
1	Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam _ BIDV	2009	Morgan Stanley	- Doanh thu năm 2008: 24.530 tỷ đồng - Lợi nhuận ròng năm 2009: 1.979 tỷ đồng
2	Mobiphone	2009	Credit Suisse	- Kế hoạch: + VNPT nắm giữ ít nhất 51% cổ phần, còn lại dành cho các cổ đông chiến lược và cán bộ công nhân viên của VMS Mobiphone + Thị phần năm 2010: 40.5% - Theo ông Lê Ngọc Minh, Mobiphone sẽ tiến hành IPO trong năm 2010. Mobiphone có các đối tác lớn như Vodafone, Milicom, France Telecom... Tuy nhiên, công ty sẽ lựa chọn đối tác chiến lược sau khi IPO.
3	Viettel	2010		- Viettel sẽ cổ phần hóa các công ty con trước khi IPO Viettel - Doanh thu năm 2008 đạt 32.000 tỷ đồng - 27/03/2009: IPO Công ty TNHH Bưu chính Viettel (VTP), + VTP có vốn điều lệ là 60 tỷ đồng, + VTP đã phát hành 1.525.600 cổ phiếu với giá khởi điểm là 10.100đ/cp. + Doanh thu năm 2008: 240 tỷ đồng, tăng 137% so với 2007. + Lợi nhuận thuần năm 2008: 10.4 tỷ đồng, tăng 250% so với 2007. - Kế hoạch doanh thu năm 2009: 400 tỷ đồng, tăng 170%, mức chi trả cổ tức: 15%
4	Agribank	2010		- Tiến trình cổ phần hóa Agribank tương tự Viettel trong đó sẽ cổ phần hóa các công ty con trước. - 06/01/2009: IPO Công ty chứng khoán Ngân Hàng Nông Nghiệp Phát Triển Nông Thôn Việt Nam + Vốn điều lệ: 1.200 tỷ đồng + Tổng số cổ phiếu phát hành: 30.041.617 cổ phiếu với giá khởi điểm là 10.521đ/cp - 09/01/2009: IPO Công ty Cho thuê tài chính II – Ngân hàng No&PTNT Việt Nam – ALC 2 + Vốn điều lệ: 500 tỷ đồng + Tổng số cổ phiếu phát hành: 13.354.100 cổ phiếu
5	Nhà máy lọc dầu Dung Quất	Tháng 1/2010		- Công ty sẽ phát hành cổ phiếu cho cổ đông chiến lược trong năm 2010 - Nhà nước cho phép bán 49% cổ phần Q1/2009: doanh thu đạt 52.000 tỷ đồng, doanh thu xuất khẩu đạt 1.45 tỷ USD, sản lượng xuất khẩu: 4.3 triệu tấn

Nguồn: từ nhiều nguồn khác nhau

7. Thị trường IPO – nhiều công ty lớn đang chờ IPO và cơ chế cần được kiện toàn

Hàng năm, chúng tôi lập danh sách các công ty đề nghị được IPO và hàng năm cứ đến thời điểm này, chúng tôi lại tiến hành cập nhật lại danh sách. Trong thời gian gần đây và cả sang năm 2010, hoạt động IPO đã và sẽ diễn ra hết sức trì trệ và danh sách các công ty đề nghị được IPO không có mấy thay đổi về nội dung.

Trường hợp rõ ràng nhất là VCB. Dưới sự quản lý của NHNN đồng thời do SCIC và NHNN sở hữu, việc IPO của VCB đã rơi vào bế tắc. Do giá IPO cao nên VCB đã không thể tìm được đối tác chiến lược (theo luật định, đối tác chiến lược sẽ phải mua cổ phiếu với giá IPO bình quân). Điều này dẫn đến việc VCB không được phép huy động thêm vốn.

Hiện tại, VCB được phép bán cổ phiếu cho đối tác chiến lược với giá thỏa thuận nhưng với thời gian ngắn ngủi.

Đồng thời, kế hoạch nâng vốn gần đây của VCB đã không được NHNN chấp thuận và cơ quan này yêu cầu VCB phải tìm được đối tác chiến lược trước khi tiến hành tăng vốn.

VCB đã không thực hiện đúng trình tự các bước được quy định trong đó từng bước gồm: định giá IPO, tìm kiếm đối tác chiến lược và tăng vốn một cách chặt chẽ. Không có sự linh hoạt trong trình tự này và nếu một bước trong trình tự chưa được thực hiện thì sẽ không được phép thực hiện bước sau. Và đây chính là trường hợp mà VCB mắc phải trong hai năm nay khi mà trong thời gian này, VCB không được tăng vốn khi chưa tìm được đối tác chiến lược.

Và dĩ nhiên là khi vấn đề của VCB chưa được giải quyết thì sẽ khó mà tiến hành một đợt IPO lớn khác nếu như đợt IPO đó cũng gặp phải vấn đề tương tự như VCB. Trên thực tế, với quy mô lớn, người ta không thể bỏ qua VCB và vấn đề của ngân hàng này đã tác động đến thị

trường IPO trong suốt 2 năm qua. Và nhận thức được vấn đề này, các cơ quan chính phủ đang xem xét việc sửa đổi các quy định liên quan đến IPO và hy vọng sẽ sớm có dự thảo trong vài tháng tới. Cơ chế hiện tại là quá cứng nhắc và thời gian để các doanh nghiệp thực hiện các thủ tục cần tính đến các thay đổi của điều kiện thị trường.

Giả sử những quy định mới được ban hành phù hợp với nguyện vọng của các bên tham gia thị trường, thì chúng tôi hy vọng sớm nhất cũng phải tới nửa cuối năm 2010 cơ chế mới mới được áp dụng. Trong 3 công ty viễn thông, thì Mobifone hoặc Viettel có lẽ có nhiều khả năng sẽ được IPO vào Q3 hoặc Q4 sang năm. Bên cạnh đó, BIDV cũng có khả năng được IPO. Tuy nhiên, ngân hàng này sẽ cần tái cơ cấu lại nguồn vốn trước khi được đưa ra IPO. Trái lại, Vietnam Airlines ít khả năng được IPO trong tương lai gần.

Thời gian có vẻ như ngày càng gấp gáp. Theo thỏa thuận gia nhập WTO, các ngành như dịch vụ tài chính sẽ dần được mở cửa cho các công ty nước ngoài, tạo ra áp lực cần phải sớm IPO các công ty thuộc ngành này để tạo điều kiện cho các công ty tìm kiếm nguồn vốn mới để có thể cạnh tranh được với các công ty nước ngoài. Đồng thời, Bộ tài chính cũng muốn thấy lượng tiền vào vì cơ quan này cần phải huy động một lượng tiền lớn trong hai năm tới khi mà trái phiếu đáo hạn.

Bảng trên liệt kê các công ty thuộc sở hữu nhà nước và công ty tư nhân đã nộp hồ sơ xin và đã nhận được chấp thuận IPO trong vòng 90 ngày tới.

Biểu 16a - Các đợt đầu giá cổ phần trên HoSE

HOSE															
Ngày	Công ty	Tổng số lượng cổ phần đưa ra đầu giá	NDT nước ngoài được phép mua	Mệnh giá	Giá khởi điểm	Tổng số cổ phần đăng ký mua	Khối lượng đặt cao nhất	Khối lượng đặt thấp nhất	Giá đặt mua cao nhất	Giá đặt mua thấp nhất	Giá đầu thành công cao nhất	Giá đầu thành công bình quân	Giá đầu thành công thấp nhất	Tổng số lượng cổ phần bán được	Tổng GT cổ phần bán được
9/1/2009	Cty cho thuê tài chính I - Ngân hàng NN và PTNT	13,354,100	13,354,100	10,000	10,500	90	1,000,000	200	13,000	10,500	13,000	10,632	10500	13,354,100	141,978,860,000
20/3/2009	Cty du lịch Ninh Thuận	2,845,500	900,000	10,000	10,000	20	600,000	5,000	10,200	10,000	10,200	10,071	10000	2,845,500	28,656,500,000
31/3/2009	TRANSIMEX - SAIGON	12,741,400	7,650,000	10,000	10,300	137	20,000	100	11,000	10,300	11,000	10,308	10300	379,500	3,911,700,000
9/4/2009	Mekonimex	10,446,050	4,500,000	10,000	10,000	33	99,400	200	10,000	10,000	10,000	10,000	10000	99,400	994,000,000
14/5/2009	Xí nghiệp dịch vụ khu công nghiệp Sonadezi	5,327,500	5,327,500	10,000	25,000	32	3,000,000	500	26,000	25,000	26,000	25,012	25000	5,327,500	133,253,520,000
18/6/2009	Mekonimex	10,351,950	7,350,000	10,000	10,000	4	20,000	3,000	10,200	10,000	10,200	10,038	10000	39,000	391,500,000
16/7/2009	TRANSIMEX - SAIGON	12,374,900	12,374,900	10,000	10,000	119	100,000	400	10,800	10,000	10,800	10,003	10000	640,600	6,407,950,000
6/8/2009	Cty xây dựng Trà Vinh	581,644	411,229	10,000	10,700	4	186,900	3,000	10,700	10,700	10,700	10,700	10700	199,900	2,138,930,000
7/8/2009	Cadivi	2,402,700	2,402,700	10,000	20,000	40	150,000	500	26,000	20,000	26,000	20,025	20000	509,300	10,198,800,000
25/8/2009	CTCP Hữu Nghi Nghệ An	741,410	741,410	10,000	16,500	32	6,022,800	40,000	62,000	16,700	62,000	60,046	56000	741,410	44,518,960,000
27/8/2009	Cty Thủy sản Sài Gòn	3,227,800	3,227,800	10,000	10,100	4	3,248,000	100	10,200	10,100	10,200	10,101	10100	3,227,800	32,602,780,000

Biểu 16b – Danh sách IPO của các cổ phiếu trên sàn HNX

HNX																				
Ngày	Công ty	Tổng số lượng cổ phần đưa ra đầu giá	NgĐT nước ngoài được phép mua	Mệnh giá	Giá khởi điểm (VNĐ)	Tổng số NĐT đăng ký tham gia đầu giá	Trong đó	Tổng khối lượng đăng ký mua	Tổng số phiếu tham dự đấu giá hợp lệ	Tổng khối lượng đặt mua hợp lệ	Khối lượng đặt cao nhất	Khối lượng thấp nhất	Giá đặt mua cao nhất	Giá đặt mua thấp nhất	Giá đầu thành công cao nhất	Giá đầu thành công thấp nhất	Tổng số nhà đầu tư trong phiên giao dịch	Trong đó	Tổng số lượng cổ phần bán được	Tổng giá trị cổ phần bán được
23/09	Cty TNHH khai thác chế biến xuất khẩu khoáng sản Kiên Hòa	3.263.900	3.263.900	10.000	10.800	105	Cá nhân: 105	564.800	105	564.800	50.000	500	12.000	10.800	10.800	10.810	105	Cá nhân: 105	564.800	6.105.540.000
27/3/09	Cty TNHH Nhà Nước số 1 thành viên Bưu Chính Viettel	1.525.600	1.525.600	10.000	10.100	29	Cá nhân: 28	2.126.400	28	2.126.300	500.000	100	14.000	10.100	10.100	10.171	28	Cá nhân: 27	1.525.600	15.517.240.000
10/4/09	Cty cho thuê tài chính L - Ngân hàng NN & PTNT	9.741.300	9.741.300	10.000	10.300	110	Cá nhân: 105	3.920.400	110	3.920.400	1.750.000	500	10.300	10.300	10.300	10.300	110	Cá nhân: 105	3.920.400	40.380.120.000
22/4/09	Cty chứng khoán Ngân hàng Công Thương	19.192.106	19.192.106	10.000	10.200	5511	Cá nhân: 5.503	26.655.400	5.450	26.624.300	1.000.000	100	16.100	10.200	10.300	10.455	1964	Cá nhân: 1.988	19.192.106	200.647.191.800
15/5/09	Cty Gang thép Thái Nguyên	26.561.000	26.561.000	10.000	10.100	683	Cá nhân: 667	26.311.900	683	26.311.900	10.000	100	12.500	10.100	10.100	10.113	683	Cá nhân: 667	26.311.900	286.105.160.000
18/5/09	Cty TNHH một thành viên chế tạo cơ điện Hà Nội	8.019.200	8.019.200	10.000	10.200	338	Cá nhân: 334	4.349.400	338	4.349.400	960.000	100	12.500	10.200	10.200	10.207	338	Cá nhân: 334	4.349.400	44.393.230.000
25/5/09	CTCP giường criban nuôi Thủy sản Hà Nam	1.139.900	344.970	10.000	10.700	7	Cá nhân: 6	1.944.900	7	1.944.900	870.000	5.000	11.000	10.900	11.000	11.000	3	Cá nhân: 3	1.139.900	12.538.900.000
30/6/09	Cty Sipe phốt phát và hóa chất Lâm Thao	5.418.800	5.418.800	10000	12.000	170	Cá nhân: 164	10.855.500	169	10.801.500	1.418.800	100	23.500	12.000	12.900	13.956	80	Individuals: 77	5.418.800	75.625.790.000

Nguồn: HOSE, HNX

Biểu 17 - Các qui định mới trong thị trường chứng khoán

Tự do hóa thị trường chứng khoán Việt Nam - một bước tiến nhưng chưa phải là bước ngoặt	
Thay đổi	Chú thích
2009	
Trung tâm GDCK Hà Nội chuyển thành SGDCK Hà Nội hoạt động theo hình thức công ty	
Các quy định mới cho phép cho vay ký quỹ	Công bố nhưng chưa thực hiện
2010	
Giao dịch T+2	Công bố nhưng chưa thực hiện
Từ năm 2011 trở đi	
Bỏ quy định thanh toán trước	Đã có dự định thực hiện nhưng vẫn chưa có thời gian cụ thể

Nguồn - HSC

8. Quá trình xây dựng cơ chế hoạt động cho thị trường chứng khoán – đã có những bước tiến và cần tiếp tục được cải thiện

Quyết định giảm thời gian thanh toán từ T+3 xuống T+2 trong thời gian gần đây là một bước tiến lớn của Việt Nam trong việc hòa nhập với các thị trường thế giới. Bước tiến này theo sau quyết định năm ngoái về việc cho phép giao dịch ký quỹ và repo.

Các nhà đầu tư thường phàn nàn về nhiều hạn chế liên quan đến giao dịch trên thị trường chứng khoán. Các NĐTNN thường nhấn mạnh việc phải tốn nhiều thời gian cho thực hiện quy trình xin mã số giao dịch hay các hạn chế liên quan đến việc mở nhiều tài khoản tại các công ty chứng khoán. Các nhà đầu tư trong nước thì muốn không còn phải ký quỹ 100% để mua chứng khoán và muốn được phép mua và bán chứng khoán đồng thời trong một ngày giao dịch. Hiện tại, cần phải mất vài tuần đến vài tháng để các NĐTNN có thể xin được mã số giao dịch và các nhà đầu tư trong nước chỉ có thể chính thức bán ra chứng khoán sau 5 ngày giao dịch do quy định T+3 và quy định phải ký quỹ 100% tiền mua chứng khoán.

Cả Ủy ban chứng khoán và Trung tâm lưu ký đều nhận thức được rằng việc nới lỏng các quy định sẽ giúp thị trường phát triển. Một trở ngại chính là việc phát triển đường truyền cho hai sàn và Trung tâm lưu ký nhằm tăng dung lượng truyền tải trong khi vẫn theo dõi sát sao được các hoạt động diễn ra. Bên cạnh đó, bổ nhiệm và đào tạo nâng cao một số lượng viên chức cần thiết để giám sát các hoạt động cũng là một thách thức.

Trong năm 2009, sản phẩm giao dịch ký quỹ đã được nhiều công ty chứng khoán phát triển. Khó có thể đo lường quy mô của hoạt động cho vay ký quỹ do các công ty chứng khoán không công bố những số liệu liên

quan đến hoạt động này, đồng thời các cơ quan Nhà nước cũng chỉ công bố thông tin này 2 lần một năm. Sản phẩm mới này đã được đưa ra trước khi có các quy định hướng dẫn hoạt động giao dịch mua chứng khoán ký quỹ vào thời điểm cuối năm.

Do vậy, vào ngày 26/12 năm ngoái, với sự mong đợi của các nhà đầu tư, Ủy ban chứng khoán đã đưa ra hướng dẫn hoạt động giao dịch mua chứng khoán ký quỹ. Những hướng dẫn mới này cho phép tỷ lệ ký quỹ lên tới 50%. Về thực chất, điều này đơn giản là phản ánh nhu cầu thực tế của các nhà đầu tư. Và chúng tôi cho rằng, khuynh hướng chung là giao dịch sẽ chuyển sang T+2 do đây là chuẩn mực phổ biến trên thế giới.

Trên thực tế, điều này thể hiện trong phát biểu của UB-CKNN hồi cuối năm ngoái trong đó chỉ đề cập đến khả năng giao dịch T+2 sẽ được khởi động vào đầu năm nay và việc bãi bỏ quy định về ký quỹ 100% sẽ được thực hiện vào một thời điểm chưa được xác định trong tương lai. Vì vậy quy định ký quỹ 100% sẽ vẫn còn và sớm nhất là đến năm 2011 mới được bãi bỏ.

Những thay đổi trong thời gian gần đây nằm trong chiến lược dài hạn, trong đó các quy định sẽ được nới lỏng dần do Chính phủ lo ngại nếu nới lỏng các quy định quá nhanh có thể dẫn đến việc mất kiểm soát đối với thị trường nếu một môi trường pháp lý cần thiết chưa được thiết lập. Chúng ta đã chứng kiến việc thị trường dễ dàng rơi vào tình trạng bong bóng. Tuy nhiên, Trung tâm lưu ký đã hoàn tất việc chạy thử phần mềm mới phục vụ cho việc lưu ký và quy định giao dịch chứng khoán mới sẽ được áp dụng nếu tất cả các công ty chứng khoán đã sẵn sàng tuân thủ.

Đây là lý do việc giao dịch T+2 vẫn chưa được định ngày thực hiện. Tuy nhiên, theo chúng tôi, nhiều khả năng giao dịch T+2 sẽ được áp dụng vào cuối Q1 (tức là từ tháng 3 trở đi). Sự trì hoãn giao dịch T+2 là do một số công ty chứng khoán nhỏ chưa sẵn sàng. Để thực hiện giao dịch T+2, Trung tâm lưu ký sẽ theo dõi chặt chẽ tài khoản của các khách hàng tại các công ty chứng khoán để theo dõi mọi hoạt động liên quan đến giao dịch T+2 và hiện tại Trung tâm lưu ký đã làm được điều này nhờ có hệ thống công nghệ thông tin cho phép theo dõi các tài khoản khách hàng tại các công ty chứng khoán.

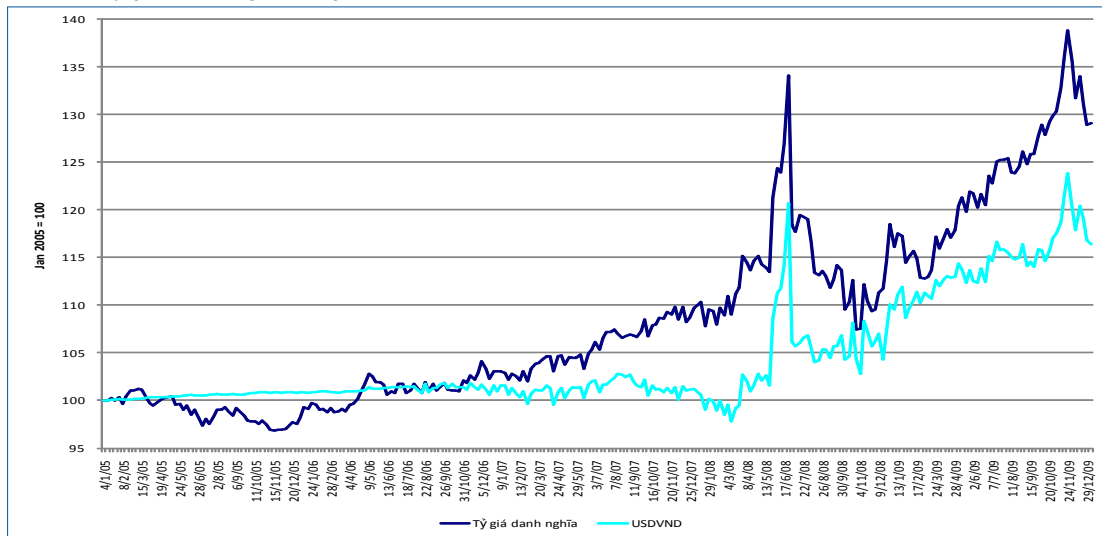
Tuy nhiên, các công ty chứng khoán vẫn chưa cài đặt phần mềm tương thích với phần mềm của Trung tâm lưu ký để cho phép cơ quan này tiếp cận và theo dõi tài khoản của các khách hàng tại các công ty chứng khoán. Trung tâm lưu ký chỉ có thể áp dụng giao dịch T+2 khi mà tất cả các công ty chứng khoán đều đã sẵn sàng. Và để có được điều này sẽ phải mất thêm một tới hai tháng nữa. Trước mắt, chúng tôi cho rằng khoảng

40 công ty chứng khoán đã hoàn thành giai đoạn chạy thử nghiệm.

Nhưng đây chưa phải là tất cả vấn đề;

- Trong năm nay, Ủy ban chứng khoán hy vọng sẽ hoàn thiện khung pháp lý cho việc chào bán cổ phiếu, công bố thông tin và hoàn thiện các hình thức phạt dành cho các lỗi vi phạm nhằm củng cố hoạt động của thị trường. Hầu hết các chế tài phạt hiện tại vẫn còn quá nhẹ và các vi phạm thường không bị xử phạt.
- Sàn HoSE dự định đưa thêm đợt giao dịch chiều từ 1h chiều đến 2h30 chiều bắt đầu từ Q2. Việc tăng thời gian giao dịch hy vọng sẽ tăng KLGD hàng ngày.
- Ủy ban chứng khoán sẽ yêu cầu các công ty niêm yết đăng ký thông tin; giám sát chặt chẽ hơn việc chào bán cổ phiếu ra công chúng, sử dụng vốn; và nâng cấp các tiêu chuẩn cần có đối với việc phát hành chứng khoán. Thời gian qua việc công bố thông tin thường được các công ty thực hiện một cách hời hợt và lũng lẻo, còn việc phát hành cổ phiếu thường thực hiện mà không có mục đích sử dụng vốn phát hành một cách rõ ràng.
- Ủy ban chứng khoán hy vọng đẩy mạnh sự phát triển của thị trường trái phiếu hơn nữa, mở rộng sản giao dịch dành cho các công ty chưa niêm yết (Up COM) và lập một sàn giao dịch chứng khoán phái sinh. Hệ thống cơ sở hạ tầng giao dịch tại hai sàn cũng sẽ được nâng cấp. Đây là kế hoạch trung, dài hạn trong đó thị trường trái phiếu và sàn Up COM sẽ được mở rộng từng bước trong năm nay, còn sàn giao dịch dành cho chứng khoán phái sinh có thể sẽ phải mất thêm vài năm nữa để thiết lập. Khi đó thị trường phái sinh sẽ bắt đầu tập trung vào giao dịch các loại hàng hóa nông sản trước tiên.

Biểu 18 - Tỷ giá hiệu dụng danh nghĩa



Nguồn: mô hình của HSC

Kinh tế vĩ mô

Triển vọng tiền tệ - cuộc chinh phục con rồng bất kham

Chuyên gia phân tích tiền tệ – Kelly Wong

Trong năm 2010, trong kịch bản cơ bản của mình, chúng tôi dự báo đồng VNĐ sẽ giảm giá 3% và tỷ giá sẽ là 19,170 đồng/USD dựa trên chỉ số tâm lý hiện tại. Tuy nhiên, nếu tâm lý các nhà đầu tư trở nên bi quan hơn hoặc thanh khoản USD giảm sút một lần nữa thì đồng VNĐ có thể giảm 5% so với USD và tỷ giá sẽ là 19,500 đồng/USD. Dù sao thì chúng tôi cũng cho rằng mức độ giảm giá đồng VNĐ so với USD sẽ thấp hơn trong năm 2010 so với 2009 khi mà lỗ hổng trên thị trường vàng phần nào được lấp lại.

Điều gì đã xảy ra năm ngoái?

Năm 2009 là một năm mà chính phủ có những biện pháp tích cực tác động đến thị trường ngoại hối và cũng là năm các ngân hàng gặt hái được ít lợi nhuận từ thị trường này do tình trạng thiếu thanh khoản thường xuyên diễn ra. Trong năm, đồng VNĐ đã trượt giá 5.7% so với đồng USD nếu theo tỷ giá niêm yết chính thức và 10.8% nếu theo tỷ giá trên thị trường tự do. Như vậy, mức độ trượt giá của đồng VNĐ năm 2009 cao hơn so với 2008, năm mà theo tỷ giá tự do, mức trượt giá là 9%.

Biên độ tỷ giá đã được nới rộng từ +/-3% lên +/-5% vào tháng 3/2009 và thu hẹp trở lại +/-3% vào ngày 26/11. Cũng vào ngày 26/11, tỷ giá VNĐ/USD liên ngân hàng, tỷ giá niêm yết chính thức được nâng lên 17,961 đồng/USD, nghĩa là VNĐ trượt giá 5% so với USD.

Với việc chênh lệch giữa tỷ giá theo quy định của NHNN và tỷ giá trên thị trường tự do tăng đến mức báo động

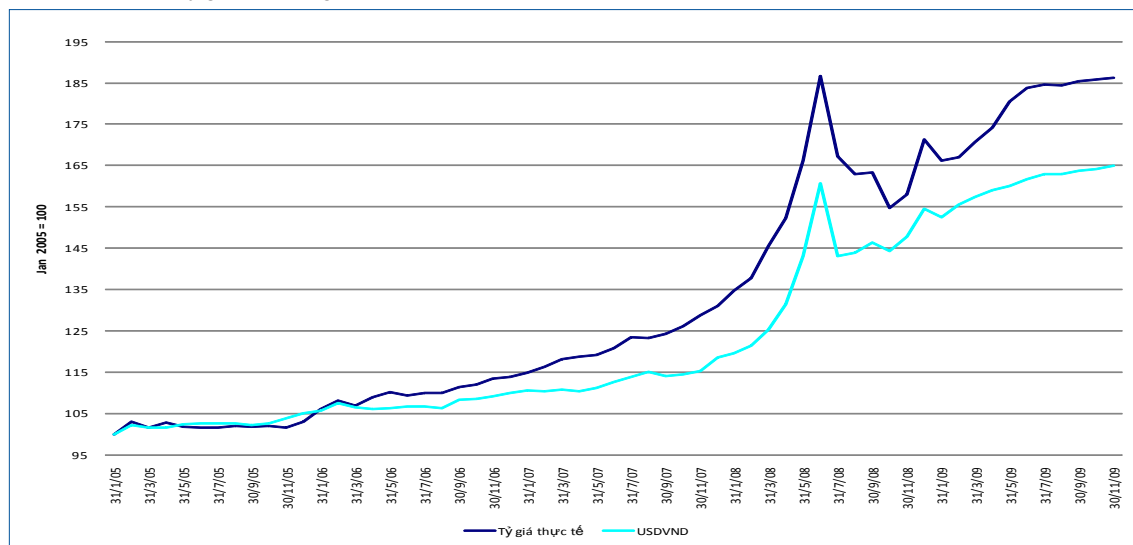
trong cả Q3 và cả trong Q4, cơ quan này đã quyết tâm thiết lập lại sự kiểm soát đối với thị trường ngoại hối vào cuối tháng 11. Định hướng chính sách tiền tệ đã chuyển từ tập trung cho tăng trưởng sang quản lý tỷ giá ngoại tệ bắt đầu từ tháng 10/2009 trở đi.

Những biện pháp ban đầu của NHNN đã không đủ mạnh để ổn định lại thị trường ngoại hối. Đầu tiên, tăng trưởng tín dụng đã được hãm phanh; cho phép nhập khẩu vàng và tỷ giá tham khảo được giảm dần (giảm trong phạm vi mà biên độ giao dịch trong ngày cho phép). Những biện pháp đầu tiên này được đưa ra từng bước và đã không đạt được mục tiêu hạ tỷ giá USD/VNĐ.

Sau đó, thay vì đưa ra các biện pháp từng bước một, NHNN đã đưa ra tổng thể các biện pháp. Vào giữa tháng 11, NHNN đã đồng thời thực hiện ba biện pháp mạnh mẽ nhằm ổn định giá trị đồng nội tệ. Đầu tiên là việc tăng lãi suất. Lãi suất cơ bản đã được nâng từ 7% lên 8%. Thứ hai là thay đổi cơ chế tỷ giá. Biên độ dao động ngày được giảm từ 5% xuống 3%, đồng thời tỷ giá tham khảo cũng tăng thêm 5.4%. Sau khi tăng tỷ giá thêm 5.4%, lên 18,500 VNĐ/USD, thì tỷ giá trên thị trường tự do đã một lần nữa về sát với biên độ chính thức. Thứ ba là yêu cầu các DNNN bán USD cho các ngân hàng.

Mục đích của hai biện pháp đầu là nhằm bình ổn và kiểm soát giá trị đồng tiền. Biện pháp thứ 3 là nhằm tạo ra thanh khoản cho thị trường nhằm duy trì mức tỷ giá đã được bình ổn nhờ hai biện pháp ban đầu. Hơn 1 tháng sau đó, tỷ giá trên thị trường tự do đã giảm dần về trần tỷ giá theo biên độ quy định nhưng số lượng

Biểu 19 - Mô hình tỷ giá hiệu dụng thực



Nguồn: Mô hình của HSC

giao dịch diễn ra đạt thấp do thiếu USD trong khi NHNN đàm phán với các DNNN về việc bán USD cho các ngân hàng.

Ngay vào thời điểm đầu tháng 1, cả 3 biện pháp của NHNN đã được thực hiện thành công. Giao dịch ngoại hối trên thị trường liên ngân hàng sôi động trở lại với tỷ giá liên ngân hàng sát với giới hạn trên của biên độ tỷ giá chính thức. Chúng ta có thể thấy hai yếu tố đứng đằng sau việc thanh khoản USD trên thị trường liên ngân hàng tăng kể từ đầu năm, đó là:

(1) Các DNNN bán USD cho các ngân hàng – Việc chính phủ chỉ đạo một số DNNN bán USD cho các ngân hàng thương mại đã được thực hiện. Tổng cộng có 7 tập đoàn và tổng công ty Nhà nước được chỉ đạo bán USD cho các ngân hàng, gồm: Tập đoàn Dầu khí Việt Nam, Tập đoàn Công nghiệp Than - Khoáng sản Việt Nam, Tổng công ty Lắp máy Việt Nam, Hãng Hàng Không Quốc Gia Việt Nam và Tổng công ty Hóa chất Việt Nam và hai đơn vị xuất khẩu lương thực là Tổng công ty Lương thực miền Nam, Tổng công ty Lương thực miền Bắc. Lượng USD do các tổng công ty và tập đoàn này bán ra chưa được công bố nhưng chúng tôi tin rằng con số này sẽ khoảng vài tỷ USD. Sẽ cần vài tháng để các tổng công ty và tập đoàn bán USD cho ngân hàng và một khi việc này diễn ra thì thanh khoản trên thị trường liên ngân hàng sẽ được cải thiện.

(2) Hiện tại đang là mùa kiều hối – Q1 là thời gian cao điểm của lượng kiều hối chuyển về nước do ngoại tệ từ nước ngoài thường được chuyển về vào ngay trước và sau Tết âm lịch. Con số chính thức về lượng kiều hối chuyển về năm ngoái là 6.8 tỷ USD, trong đó, chúng tôi ước tính trên 40% được chuyển về trong Q1. Giá sử năm nay tỷ lệ kiều hối chuyển về trong Q1 so với

cả năm bằng năm ngoái và lượng kiều hối chuyển về cao hơn (HSC dự báo là 8 tỷ USD) thì dự kiến sẽ có khoảng 3.2 tỷ USD kiều hối được chuyển về trong Q1 năm nay.

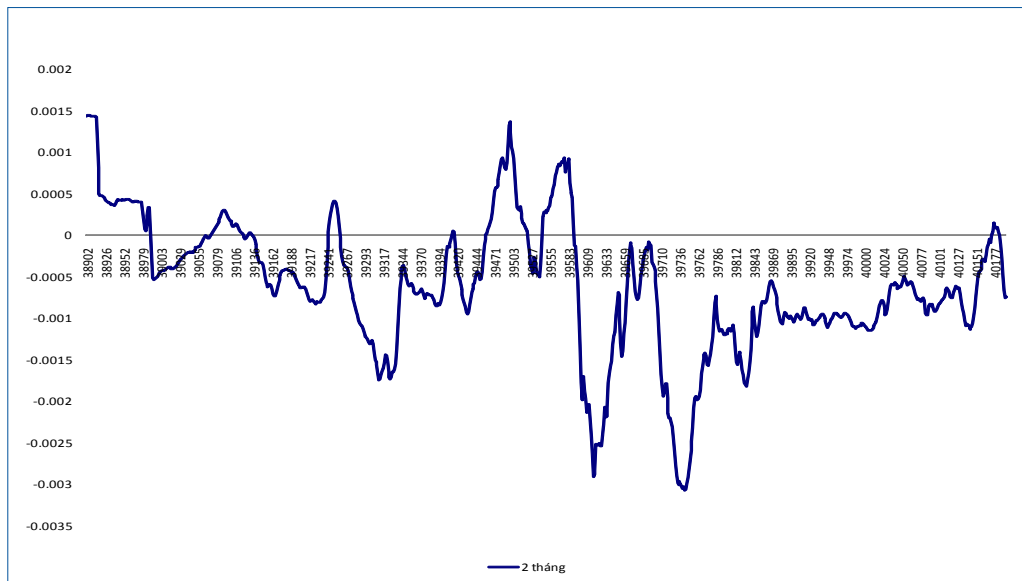
Với hai luồng ngoại tệ cùng đổ vào thị trường liên ngân hàng thì việc thanh khoản ngoại tệ được cải thiện là điều không có gì đáng ngạc nhiên. Đồng thời, tháng 1 cũng thường là tháng kim ngạch nhập khẩu đạt thấp nên nhu cầu USD để nhập khẩu sẽ thấp hơn so với các thời gian khác trong năm. Và hiện tại cũng không còn là khoảng thời gian cao điểm của nhu cầu đối với ngoại tệ dùng để thanh toán. Tất cả những điều này cho thấy trước mắt, thị trường ngoại hối sẽ tương đối ổn định trong một thời gian nữa, đồng thời tỷ giá trên thị trường tự do sẽ chỉ cao hơn so với trần tỷ giá quy định khoảng 3%. Hiện tại, tỷ giá của hầu hết các giao dịch ngoại hối diễn ra bằng hoặc chỉ cao hơn trần tỷ giá quy định một chút và đây là một điểm hết sức quan trọng cho thấy tính ổn định của cơ chế tỷ giá.

Triển vọng tiền tệ năm 2010

Đồng VNĐ có lẽ sẽ tiếp tục giảm giá đối với đồng USD trong dài hạn mặc dù trong năm 2009 mức độ giảm giá không quá mạnh. Thâm hụt thương mại tiếp tục kéo dài cùng với sự giảm niềm tin đối với các tài sản bằng đồng VNĐ là những nguyên nhân mang tính cơ cấu dài hạn gây ra sự mất giá của đồng VNĐ so với USD. Những vấn đề này sẽ không chấm dứt trong một sớm một chiều và sẽ tiếp tục là những nhân tố chính tác động đến thị trường ngoại hối trong năm nay.

- Sự ổn định trong thời gian gần đây và thanh khoản VNĐ tăng bắt nguồn từ sự thay đổi định hướng

Biểu 19a - Chỉ số nhạy cảm của VND (ST)



Nguồn: Reuters và HSC

chính sách bắt đầu từ thời điểm tháng 11 trong đó NHNN can thiệp mạnh hơn vào thị trường. Đây cũng sẽ là động thái chính sách trong Q1 năm nay và điều này sẽ có ảnh hưởng lớn giúp ổn định thị trường ngoại hối.

- Cùng với việc tỷ giá liên ngân hàng giảm trở về sát trần tỷ giá quy định thì việc tính thanh khoản tăng là một diễn biến hết sức tích cực. Tình hình thanh khoản USD của các công ty và tổ chức đều ở mức cao với tỷ giá quy đổi sát với trần tỷ giá trong biên độ quy định kể từ đầu tháng 1 và đây là một chuyển biến lớn nếu so với tình trạng thiếu thanh khoản USD diễn ra trong 6 tháng cuối năm 2009.
- Cũng có thể thấy NHNN đã tích cực hỗ trợ trong việc tăng thanh khoản USD thông qua việc bán USD ra thị trường, giúp lấy lại phần nào niềm tin vào đồng VNĐ. Đây là một bước đi hết sức đúng đắn của các nhà hoạch định chính sách, đánh dấu một giai đoạn can thiệp tích cực bằng chính sách vào thị trường ngoại hối. Việc bán USD của các DNNN cho các ngân hàng đã thực sự giúp tạo ra nguồn cung USD cần thiết nhưng đó không phải là tất cả câu chuyện. Dường như NHNN đã thực sự quyết tâm trong việc đảm bảo đủ nguồn cung USD cho các ngân hàng tại trần tỷ giá quy định. Điều này đã có những ảnh hưởng to lớn tới tâm lý của các nhà đầu tư.
- Tâm lý chung trên thị trường theo chỉ số niềm tin ngắn và dài hạn của chúng tôi đã được cải thiện. Mặc dù đây là một tín hiệu lạc quan đối với thị trường, thì điều này cũng làm cho chỉ số niềm tin đối với đồng VNĐ nghiêng nhiều hơn về phía lạc quan của đồ thị. Kỳ vọng ngắn hạn (dưới 3 tháng)

là đồng VNĐ sẽ chỉ trượt giá nhẹ (khoảng 0.41%) đối với đồng USD với trần tỷ giá sẽ tăng lên xấp xỉ 18,682 VNĐ/USD.

- Chúng tôi giả định các nhà hoạch định chính sách sẽ tiếp tục hỗ trợ cho đồng VNĐ đồng thời theo dõi chặt chẽ các thị trường nhằm đảm bảo hoạt động của các thị trường nằm trong phạm vi kiểm soát.
- Quan điểm dài hạn của chúng tôi là đồng VNĐ sẽ tiếp tục trượt giá đối với đồng USD nhưng với mức độ thấp hơn nhiều so với năm ngoái. Trong năm 2010, trong kịch bản cơ sở của mình, chúng tôi dự đoán mức độ trượt giá sẽ là khoảng 3% với tỷ giá mục tiêu là 19,170 VNĐ/USD dựa trên chỉ số niềm tin hiện tại. Và nếu niềm tin hoặc thanh khoản USD suy giảm thì mức trượt giá có thể lên mức 5% với tỷ giá mục tiêu là 19,500 VNĐ/USD.

Sau đây là một số nhân tố chủ yếu mà theo chúng tôi sẽ hỗ trợ giúp đồng VNĐ trượt giá ở mức độ thấp hơn:

- Tình hình kinh tế toàn cầu được cải thiện có khả năng sẽ giúp tăng nguồn thu USD từ hoạt động xuất khẩu, từ nguồn vốn ODA, kiều hối, vốn FDI như mô hình Cán cân thanh toán của chúng tôi đã chỉ ra. Các ngân hàng gần đây tập trung hỗ trợ tín dụng cho xuất khẩu và sản xuất cho thấy rủi ro tín dụng trong việc cho vay các hoạt động này đã giảm. Điều này sẽ giúp tăng nguồn thu USD từ xuất khẩu trong năm 2010.
- Chúng tôi dự báo chính sách tiền tệ sẽ tiếp tục được điều hành một cách tích cực và chủ động trong năm nay với nhiều biện pháp can thiệp từ các cơ quan

quản lý. Việc thu hẹp biên độ tỷ giá xuống 3% và cho phép nhập khẩu vàng cho thấy NHNN đã chủ động hơn trong việc quản lý thị trường ngoại hối trong năm nay so với năm 2009. Cách tiếp cận mới trong điều hành chính sách có vẻ như tập trung vào cân cân cung cầu hàng ngày và tính thanh khoản trên toàn thị trường.

- Sẽ có ít nguy cơ NHNN phá giá mạnh đồng VNĐ trong năm nay ở thời điểm này. Trên thực tế, chúng tôi cho rằng những động thái chính sách bất ngờ của NHNN trước kia không đem lại nhiều hiệu quả do điều này càng khiến các nhà đầu tư cho rằng đồng VNĐ sẽ tiếp tục bị phá giá trong trung cũng như dài hạn và sự phá giá là không thể dự đoán được. Chúng tôi cho rằng NHNN sẽ kiểm soát chặt chẽ hơn thị trường ngoại hối trong năm nay để tránh việc phải dùng đến những biện pháp can thiệp đột ngột.

- Trong mô hình NEER và REER (tỷ giá danh nghĩa và tỷ giá thực tế) của mình, chúng tôi nhận thấy những dấu hiệu tích cực thể hiện rõ sau khi NHNN phá giá đồng VNĐ, thể hiện ở việc mức độ trượt giá của đồng VNĐ so với giỏ tiền tệ của các đối tác thương mại chính đã giảm dần. Điều này hoàn toàn do niềm tin vào đồng VNĐ và tài sản bằng đồng VNĐ được cải thiện. Và điều này có được là nhờ sự thành công của NHNN trong việc thực hiện các biện pháp khác như giảm thanh khoản tiền VNĐ và nâng lãi suất.
- So với giỏ tiền tệ, thì đồng VNĐ sẽ tiếp tục trượt giá (cả về mặt lãi tỷ giá danh nghĩa và tỷ giá thực tế) nhưng là do đồng USD đang yếu đi so với các đồng tiền mạnh khác.

Thời gian những lần thay đổi trong chính sách tiền tệ giai đoạn 2002-2009

2002	
1/07	Nới rộng biên độ tỷ giá từ +/-0.1% lên +/-0.25%.
2006	
31/12	Nới rộng biên độ tỷ giá từ +/-0.25% lên +/-0.05%.
2007	
	Tiền đồng được quản lý ở mức giảm 0.12% so với USD vào năm 2007
24/12	Nới rộng biên độ tỷ giá từ +/-0.5% lên +/-0.75%.
2008	
10/03	Nới rộng biên độ tỷ giá từ +/-0.75% lên +/- 1%.
11/06	NHTW phá giá đồng VNĐ 2%, tỷ giá tham khảo là 16,461VNĐ/USD do lạm phát đạt 2 con số và cân cân thanh toán thâm hụt.
26/06	NHTW nới rộng 2 lần biên độ tỷ giá từ +/-1% lên +/- 2% do áp lực giảm giá đồng VNĐ trong bối cảnh lạm phát tiếp tục đạt 2 con số và thâm hụt thương mại. NHTW đồng thời cấm giao dịch đồng VNĐ và USD thông qua một ngoại tệ khác.
7/11	NHTW nới rộng biên độ tỷ giá từ +/-2% lên +/- 3% trong một động thái phá giá đồng VNĐ nhằm thúc đẩy xuất khẩu. Đồng VNĐ giảm giá với biên độ tỷ giá mới.
25/12	NHTW phá giá đồng VNĐ 3% thông qua điều chỉnh tỷ giá tham khảo lên mức 16,989VNĐ/USD từ mức 16,494VNĐ/USD.
31/12	Vào cuối năm 2008, đồng VNĐ giảm giá 8.2% so với đồng USD trên thị trường liên ngân hàng. Theo tỷ giá tham khảo được ban hành chính thức, đồng VNĐ giảm 5.2%.
2009	
24/03	NHTW nới rộng biên độ tỷ giá từ +/-3% lên +/- 5%. Tỷ giá tham khảo giữ ổn định, tuy nhiên tỷ giá quy đổi nhanh chóng tăng lên giới hạn trên của biên độ quy định. Trên thị trường tự do, tỷ giá vượt quá giới hạn trên của biên độ quy định.
10/11	Tỷ giá trên thị trường tự do vượt mức 19,000VNĐ/USD do nhu cầu đối với đồng USD tăng cao trong bối cảnh giá vàng tăng và giá vàng trong nước cao hơn giá vàng thế giới.
11/11	Việt Nam tuyên bố cho phép nhập khẩu vàng trừ lại sau một năm rưỡi cấm nhập khẩu kim loại quý này sau khi giá vàng tăng mạnh khiến nhu cầu đối với đồng USD tăng, khiến đồng VNĐ trượt giá.
17/11	Bộ trưởng Bộ tài chính tuyên bố Việt Nam sẽ không phá giá đồng VNĐ.
25/11	Việt Nam tuyên bố sẽ phá giá đồng VNĐ 5.44% thông qua tăng tỷ giá tham khảo do NHTW ban hành. Đồng thời thu hẹp biên độ tỷ giá từ +/-5% xuống +/-3%, có hiệu lực kể từ ngày 26/11 và nâng lãi suất cơ bản thêm 1%.
31/12	Đồng VNĐ giảm 7% so với USD trên thị trường liên ngân hàng. Dựa theo tỷ giá tham khảo chính thức thì đồng VNĐ giảm 5.68%.

Nguồn - Reuters

Biểu 20a - Tóm lược về cán cân thương mại và dự báo

Mục				Tỷ USD	Mô hình của HSC
	2006	2007	2008	2009 (e)	2010 (F)
Tài khoản vãng lai	-0.2	-7	-10.7	-7.4	-7.4
Cán cân thương mại	-2.8	-10.4	-12.8	-8.1	-10.9
Cán cân thương mại phi hàng hóa	0	-0.9	-0.8	-1.3	-0.8
Thu nhập từ đầu tư	-1.4	-2.2	-4.4	-4.2	-3.8
Các chuyển khoản	4.1	6.4	7.3	6.1	8.1
Tài khoản vốn	3.1	16.8	12.1	10.2	12.9
FDI (thuần)	2.3	6.6	9.1	7.9	8.2
Nợ trung dài hạn	1	2	1	2.6	2.4
Vốn khác (thuần)	-1.6	2	2.7	-0.3	1.1
Vốn đầu tư gián tiếp (thuần)	1.3	6.2	-0.6	0	1.2
Mục sai số	1.4	0.3	-0.9	-9.4	0
Cán cân thanh toán tổng thể	4.3	10.2	0.5	-6.6	5.5

Nguồn: HSC, Ngân hàng thế giới

Cán cân thanh toán – thâm hụt nhưng chưa đến mức độ nghiêm trọng

Chuyên viên phân tích - Đoàn Thị Thu Hoài

Theo báo cáo của Ngân hàng thế giới đầu tháng 12 năm ngoái thì cán cân thanh toán năm 2009 thâm hụt 6.6 tỷ USD và chúng tôi dự tính tổng dự trữ ngoại hối giảm xuống mức từ 14.5 tỷ đến 15 tỷ USD vào cuối năm 2009. Tuy nhiên, theo chúng tôi, 2009 là năm mà cán cân thanh toán thâm hụt cao nhất và mức giảm của dự trữ cũng ở mức cao nhất. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ được cải thiện trong năm 2010.

Năm ngoái, thâm hụt thương mại cải thiện so với năm trước đó ở mức 12.39 tỷ USD từ 16.95 tỷ. Cả kiều hối và FDI giải ngân đều giảm. Bên cạnh đó, nguồn thu từ đầu tư gián tiếp (FPI) và thu nhập ròng từ du lịch cũng giảm. Các mục lớn trong cán cân thanh toán hầu như bù trừ cho nhau.

Vấn đề lớn trong cán cân thanh toán của năm ngoái nằm trong mục sai số. Ngân hàng thế giới ước tính mục sai số lên đến 9.4 tỷ USD vào khoảng cuối năm. Sự bất ngờ xuất hiện khoản mục sai số gây ra một tác động lớn. Khó có thể đưa ra nguyên nhân giải thích cho khoản sai số này đồng thời khó có thể xác định được đây chỉ là hiện tượng xuất hiện tạm thời hay là xu hướng kéo dài.

Khoản sai số này dẫn đến giảm dự trữ ngoại hối và bắt đầu gây tác động lớn lên chính sách tiền tệ. Ban đầu, mục sai số không được chú ý cho tới khi Ngân hàng phát triển Châu Á (ADB) đề cập đến việc dự trữ ngoại hối quốc gia giảm mạnh trong mùa hè vừa qua và điều này đã trở thành tiêu điểm trong việc điều hành chính sách. Lo ngại về nguy cơ tiếp tục tăng mạnh của mục sai số khiến dự trữ ngoại hối giảm thấp hơn nữa trở thành điểm mấu chốt trong việc thay đổi trong định hướng chính sách tiền tệ từ Q3 từ chính sách nới lỏng sang hạn chế tín dụng và trong Q4, chúng ta chứng kiến thời kỳ khan hiếm tín dụng.

HSC dự báo năm 2010 sẽ có nhiều cải thiện trong cán cân thanh toán. Mặc dầu chúng tôi cho rằng thâm hụt thương mại trong năm nay sẽ cao hơn so với năm ngoái. Sự cải thiện trong cán cân thanh toán là do nền kinh tế hồi phục kéo theo những khoản mục khác trong cán cân thanh toán sẽ được cải thiện theo chiều hướng tích cực. Vì vậy, HSC dự báo cán cân thanh toán thặng dư là 5.5 tỷ đô la. Điều này dựa trên giả định là đóng cửa sàn vàng không làm rò rỉ ngoại tệ do chuyển tiền mua tài sản nước ngoài. Chúng tôi tin rằng, thâm hụt cán cân vãng lai sẽ được bù đắp từ tài khoản vốn. Tuy nhiên, trong tình hình khó khăn hiện tại, những yếu tố không thể lường trước có thể xảy ra và có thể gây ra tác động tiêu cực đến cán cân thanh toán.

Sau đây chúng ta sẽ cùng xem xét các thành phần trong Cán cân thanh toán để lý giải cho ý kiến nêu trên.

Biểu 21 - Mô hình dự báo cán cân thương mại của HSC trong năm 2010

	2007	2008	2009 HSC	y/y	2010F HSC	y/y
Xuất khẩu	48387	62628	56543	-9.7%	64701	14%
Nhập khẩu	60830	79577	68922	-13.4%	79637	16%
Cán cân thương mại	-12443	-16950	-12379		-14936	

Nguồn: GSO, HSC dự báo

Thâm hụt thương mại sẽ cao hơn một chút trong năm nay

Năm 2009 thâm hụt thương mại là 12.38 tỷ USD so với 16.95 tỷ USD vào năm trước đó. Giá trị xuất khẩu giảm 9.7% xuống 56.54 tỷ USD trong khi giá trị nhập khẩu giảm 13.4% xuống mức 68.92 tỷ USD. Mức thâm hụt thương mại thực tế này cao hơn so với dự đoán của HSC. HSC đã dự đoán thâm hụt thương mại năm 2009 là 10.8 tỷ USD, giá trị xuất khẩu giảm 11%, đạt 55.44 tỷ USD, giá trị nhập khẩu giảm 17%, đạt 66.27 tỷ USD.

Hiện tại mặc dù có sự điều chỉnh đối với các số liệu về kim ngạch thương mại nhưng những điều chỉnh này chưa phải là sự điều chỉnh cuối cùng nên chúng tôi vẫn sử dụng các số liệu gốc (trước khi được điều chỉnh).

Trong năm 2010, HSC dự báo kim ngạch xuất khẩu tăng 14%, đạt 64.7 tỷ USD và kim ngạch nhập khẩu tăng 16% đạt 79.6 tỷ USD. Từ đó, thâm hụt thương mại sẽ là 14.9 tỷ USD, tăng 21%. Trong mô hình dự báo của mình, chúng tôi sử dụng cả hai cách tiếp cận là từ trên xuống và từ dưới lên khi xem xét kim ngạch thương mại. Với phương pháp từ trên xuống, chúng tôi xem xét kim ngạch xuất nhập khẩu theo những chỉ số vĩ mô chủ yếu như GDP, sản lượng sản xuất công nghiệp, chỉ số CPI và tiền tệ. Bên cạnh đó, chúng tôi xem xét những mặt hàng chính trong kim ngạch xuất nhập khẩu dựa trên các số liệu do chúng tôi tổng hợp có điều chỉnh từ dự báo của các hiệp hội, chính phủ và các tổ chức khác.

Đầu tiên, chúng ta sẽ xem xét các hàng hóa chính trong kim ngạch xuất khẩu năm 2009. Kim ngạch của 3 loại hàng hóa xuất khẩu là dầu thô, cà phê và hàng giấy giảm mạnh trong năm 2009. Xuất khẩu dầu thô giảm do dầu thô được cung cấp cho nhà máy lọc dầu Dung Quất. Cà phê giảm do giá giảm mặc dù tỉ lệ xuất khẩu cũng giảm do nhu cầu nội địa tăng. Kim ngạch xuất khẩu

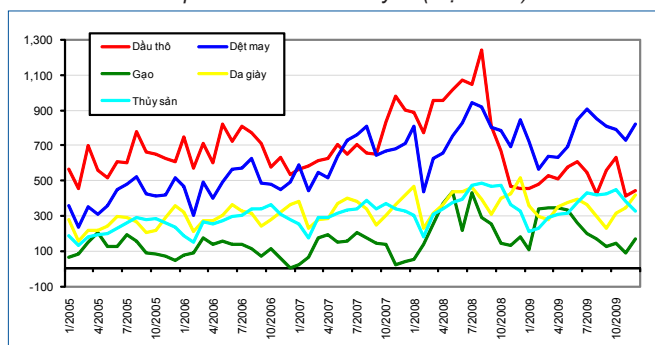
giấy giảm do tập hợp các yếu tố như nhu cầu của thị trường Mỹ giảm và những giới hạn về nhập khẩu vào thị trường EU. Chỉ có kim ngạch xuất khẩu của hai mặt tăng gồm đá quý và kim loại quý do việc dỡ bỏ quy định cấm xuất khẩu vàng trong Q1. Kim ngạch xuất khẩu đồ điện tử tăng nhẹ cho thấy tín hiệu đáng mừng trong hoạt động xuất khẩu mặt hàng này.

Về mặt nhập khẩu, kim ngạch nhập khẩu của các mặt hàng như xăng dầu, sắt thép, nguyên liệu da và may mặc đều giảm mạnh. Kim ngạch nhập khẩu xăng dầu giảm do Nhà máy lọc dầu Dung Quất đã đi vào hoạt động. Cả kim ngạch nhập khẩu sắt thép và nguyên liệu may mặc đều giảm do nhu cầu suy giảm nhưng đều đã phục hồi trong những tháng gần đây. Trái lại, kim ngạch nhập khẩu của mặt hàng ô tô tăng. Kim ngạch nhập khẩu ô tô đã tăng lên trong vài năm, phản ánh mức độ giàu lên của tầng lớp thượng lưu cho dù thuế đánh vào việc nhập khẩu mặt hàng này ngày càng cao.

Hiện tại, đã có những số liệu sơ bộ về kim ngạch xuất nhập khẩu tháng 1. Kim ngạch xuất khẩu đạt 4.9 tỷ USD, tăng 34.7% trong khi kim ngạch nhập khẩu tăng 86%, đạt 6.2 tỷ USD, tạo ra thâm hụt thương mại 1.3 tỷ USD. Việc so sánh kim ngạch xuất nhập khẩu tháng 1/2010 với tháng 1/2009 là không thích hợp do vào đầu năm ngoái là thời điểm suy giảm mạnh nhất của hoạt động thương mại quốc tế.

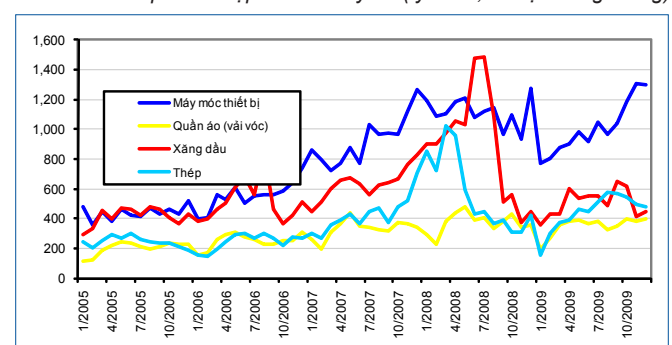
Vào tháng 12, kim ngạch nhập khẩu tăng 16.7% so với tháng 11 và tăng 17.1% so với cùng kỳ năm 2008, đạt 5.47 tỷ USD (con số cuối cùng được công bố của kim ngạch xuất khẩu của tháng trước là 4.68 tỷ USD). Kim ngạch nhập khẩu tăng 9.7% so với tháng 11 và tăng 30.6% so với cùng kỳ năm trước, đạt 7.4 tỷ USD. Thâm

Biểu 22 - Các sản phẩm xuất khẩu chủ yếu (triệu USD)



Nguồn: GSO

Biểu 23 - Các sản phẩm nhập khẩu chủ yếu (tỷ USD, số liệu hàng tháng)



Nguồn: GSO

Biểu 24 - Các mặt hàng xuất khẩu chính và triển vọng tăng trưởng

Các mặt hàng xuất khẩu								
	2007	y/y	2008	y/y	2009	y/y	2010F	y/y
Dầu thô	8,484	3.3%	10,351	22.0%	6,159	-40.5%	6,775	10.0%
Gạo	1,490	16.7%	2,899	94.6%	2,628	-9.4%	3,465	31.9%
Cà phê	1,910	57.0%	2,055	7.6%	1,670	-18.7%	1,837	10.0%
Thủy sản	3,758	19.6%	4,496	19.6%	4,238	-5.7%	4,916	16.0%
May mặc	7,749	17.5%	9,109	17.5%	9,072	-0.4%	10,614	17.0%
Da giày	3,993	19.2%	4,762	19.2%	4,066	-14.6%	4,676	15.0%
Các mặt hàng điện	2,155	22.3%	2,636	22.3%	2,733	3.7%	3,335	22.0%
Các sản phẩm gỗ	2,396	22.0%	2,808	17.2%	2,572	-8.4%	2,932	14.0%
Đá quý	273	68.5%	764	179.5%	2,721	256.1%	2,176	-20.0%
Tổng	32,209	17.9%	39,880	23.8%	35,858	-10.1%	40,726	13.6%
% so với tổng giá trị xuất khẩu	66.5%		63.9%		63.4%		62.6%	

Nguồn: GSO, HSC dự báo

hút thương mại trong tháng là 1.93 tỷ USD, mức thâm hụt theo tháng cao nhất kể từ tháng 5/2008. Một điều cần lưu ý là 5 trong 6 tháng cuối năm, thâm hụt thương mại bình quân vượt quá con số 1.5 tỷ USD do kim ngạch nhập khẩu tăng trở lại nhanh hơn kim ngạch xuất khẩu kể từ mùa hè. Kim ngạch xuất khẩu 6 tháng cuối năm 2009 tăng 11% so với cùng kỳ năm trước trong khi kim ngạch xuất khẩu trong cùng thời gian giảm 8.9%. Một trong những nhân tố chính khiến kim ngạch nhập khẩu tăng nhanh trở lại là kim ngạch nhập khẩu máy móc thiết bị tăng mạnh kể từ tháng 2. Trái lại, hoạt động xuất khẩu của các mặt hàng trị trệ và đến cuối Q4, xuất khẩu các mặt hàng giày dép, quần áo và gạo mới thực sự bắt đầu tăng trở lại.

Trong năm 2010, chúng tôi dự báo xuất khẩu gạo, may mặc, giày dép và cà phê sẽ tăng trưởng tốt. Bên cạnh đó, xuất khẩu hàng điện tử cũng sẽ tăng mạnh. Tuy nhiên, nhập khẩu cũng sẽ tăng ở các mặt hàng như máy móc, sắt thép, sợi và ô tô và phụ tùng ô tô sẽ tiếp tục tăng. Trong quá trình công nghiệp hóa, Việt Nam có

nhu cầu cao đối với máy móc và sắt thép và xuất khẩu đòi hỏi các nguyên liệu thô như sợi.

Do đó, sẽ không có gì lạ nếu nền kinh tế phục hồi trở lại kéo theo thâm hụt thương mại tăng. Ba trong bốn năm tới, tăng trưởng sẽ đi kèm thâm hụt thương mại. Việt Nam xuất khẩu các hàng hóa có giá trị gia tăng thấp và nhập khẩu hàng hóa có giá trị gia tăng cao. Cách duy nhất để thoát khỏi tình trạng này là tăng giá trị gia tăng trong giá trị xuất khẩu. Một cách để theo dõi việc gia tăng hàm lượng giá trị là nhìn vào tỷ lệ % giá trị hàng hóa cơ bản trong giá trị sản phẩm xuất khẩu.

Tỷ lệ nguyên liệu trong giá trị hàng hóa xuất khẩu đã giảm dần từ 36% vào tháng 1/2005 xuống 24% vào tháng 12/2009. Đây là chuyển biến tích cực, cho thấy những dấu hiệu phát triển tốt trong tương lai. Tuy nhiên sự tiến triển này diễn ra từ từ và HSC cho rằng cho đến khi tỷ lệ nguyên liệu trong giá trị hàng hóa xuất khẩu giảm xuống dưới 15% thì Việt Nam sẽ vẫn phải chịu tình trạng thâm hụt thương mại.

Biểu 25 - Các mặt hàng nhập khẩu chính và triển vọng tăng trưởng

Các mặt hàng nhập khẩu								
	2007	y/y	2008	y/y	2009	y/y	2010F	y/y
Phân đạm	999	45.9%	1,472	47.4%	1,405	-4.6%	1,757	25.0%
Xăng dầu	7,589	22.4%	10,782	42.1%	6,157	-42.9%	4,925	-20.0%
Thép	5,099	73.7%	6,815	33.7%	5,321	-21.9%	6,918	30.0%
Nguyên liệu nhựa	2,507	34.5%	2,933	17.0%	2,798	-4.6%	3,246	16.0%
Các nguyên liệu da và vải vóc	2,152	10.4%	2,340	8.7%	1,930	-17.5%	2,123	10.0%
Phụ tùng xe ô tô	1,488	108.0%	2,598	74.5%	3,013	16.0%	3,766	25.0%
Quần áo	3,957	33.2%	4,442	12.3%	4,185	-5.8%	4,604	10.0%
Máy móc thiết bị	11,104	67.7%	13,392	20.6%	12,237	-8.6%	15,296	25.0%
Tổng	34,895	45.8%	44,775	28.3%	37,047	-17.3%	42,636	15.1%
% so với tổng giá trị xuất khẩu	55.9%		56.1%		53.8%		52.9%	

Nguồn: GSO, HSC dự báo

Giải ngân vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài sẽ cải thiện trong năm 2010

Trong năm 2009, theo Cục Đầu tư nước ngoài thuộc Bộ Kế hoạch và Đầu tư, vốn FDI đăng ký đạt 21.48 tỷ USD, giảm 2/3 so với năm ngoái ở mức 66.4 tỷ USD. Trong khi đó, FDI giải ngân đạt con số hết sức ấn tượng là 10 tỷ USD.

HSC dự báo năm 2010, vốn FDI đăng ký sẽ tăng 25% lên 26.6 tỷ USD và giải ngân thực tế sẽ tăng 25%, đạt 11.25 tỷ USD. Bộ Kế hoạch và Đầu tư dự báo FDI đăng ký sẽ đạt từ 22 đến 25 tỷ USD và giải ngân đạt 11 tỷ USD.

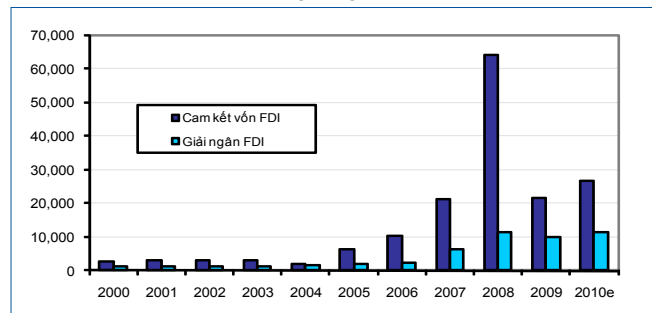
Trong đó có 839 dự án mới với vốn đăng ký đạt 13.34 tỷ USD và 215 dự án đang triển khai với vốn bổ sung là 5.13 tỷ USD. Trong năm 2008, Việt Nam đã cấp phép cho 1,557 dự án FDI với vốn đầu tư là 66.4 tỷ USD bao gồm cả 397 dự án mở rộng có vốn bổ sung là 5.2 tỷ USD.

Phân theo ngành, ngành du lịch là ngành dẫn đầu chiếm tỷ lệ chủ yếu trong FDI, tiếp sau lần lượt là bất động sản và sản xuất. Trong năm ngoái, FDI đăng ký và giải ngân khá sát với dự báo của Bộ Kế hoạch và Đầu tư (Bộ kế hoạch và đầu tư dự báo FDI đăng ký là 20 tỷ USD và giải ngân là 9 -10 tỷ USD) vào đầu năm. Trên thực tế, Bộ Kế hoạch và Đầu tư đã nhìn trước được khá chính xác tình hình thu hút và giải ngân vốn FDI.

Điều đáng chú ý ở đây là mặc dù vốn đăng ký giảm mạnh, thì lượng giải ngân và các dự án đang hoạt động vẫn hầu như không giảm. Điều này cho thấy có vẻ trong FDI đăng ký năm 2008 có nhiều dự án đăng ký mà khó có khả năng giải ngân. Đồng thời, giải ngân FDI thực tế vẫn hầu như không bị tác động bởi cuộc khủng hoảng toàn cầu.

Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Mỹ là nước dẫn đầu lượng vốn FDI đăng ký, tổng cộng đạt 9.8 tỷ USD trong năm 2009. Trong đó, các dự án FDI đăng ký mới đạt số vốn 5.94 tỷ USD, phần còn lại là từ các dự án đăng ký bổ sung vốn. Hai quốc gia là Cayman Islands và Samoa xếp vị trí tiếp theo lần lượt có số vốn đăng ký là 2 tỷ USD và 1.7 tỷ USD.

Biểu 26 - Cam kết vốn FDI và giải ngân FDI



Nguồn: FIA

Dự án được cấp phép lớn nhất là dự án Dragon Beach Resort tại Điện Bàn, Quảng Nam của 2 công ty của Mỹ là Tano Capital LLC và Global C&D Inc. Dự án là một tổ hợp du lịch sinh thái với những trung tâm thương mại, hội nghị và giải trí tiêu chuẩn quốc tế. Dự án có tổng vốn đầu tư là 4.15 tỷ USD.

Dự án lớn thứ hai là dự án xây dựng khu đô thị Nhơn Trạch, Đồng Nai với vốn đầu tư là 2 tỷ USD và nhà đầu tư chính trong dự án là Malaysia's Berjaya Land Bhd. Dự án lớn thứ ba là dự án xây dựng 'thành phố năng động' tại Phú Yên do tập đoàn Galileo của Mỹ là chủ đầu tư với số vốn đầu tư giai đoạn 1 là 1.68 tỷ USD. Trong số những dự án đang hoạt động đang triển khai được đăng ký bổ sung vốn gồm dự án của Coca-Cola đăng ký bổ sung thêm 200 triệu USD trong 3 năm tới (nâng tổng số vốn đầu tư vào dự án này lên gấp đôi).

Năm ngoái, Việt Nam đã tiến hành đánh giá lại chính sách thu hút vốn FDI. Việc phân cấp thẩm quyền cấp phép cho các địa phương đã khiến số dự án đầu tư tăng vọt. Tuy nhiên, chất lượng của một số dự án vẫn là điều đáng phải suy nghĩ. Điển hình là dự án khu liên hợp sản xuất thép tại Ninh Thuận với số vốn 9.8 tỷ USD và dự án khu công viên phần mềm tại TP Hồ Chí Minh với số vốn 1.2 tỷ USD. Trong tương lai, khi mà việc đánh giá chất lượng của các dự án khắt khe hơn, thì số vốn FDI đăng ký sẽ khó mà đạt được con số như của năm 2008.

Biểu 27 - Dòng tài trợ ODA ước tính

Quốc gia/Tổ chức	2006	2007	2008	2009 (ước tính)	2010 (dự báo)	Chú thích
Hàn Quốc	N/A	100	286	268	270	Thành viên mới của câu lạc bộ các nhà tài trợ chính
Nhật Bản	835	890	1,111	1,000	1,640	Dòng vốn mới được hồi phục
Ngân hàng phát triển châu Á	539	675	1,350	1,566	1,480	Vừa được chấp thuận vốn vay 500 triệu USD trong 5 năm
Ngân hàng thế giới	750		1,110	1,660	2,500	Bao gồm khoản vay 500 triệu USD đầu tiên từ IBRD
EU			963	893	1,000	
Tổng vốn ODA cam kết	3,740	4,450	5,400	5,014	8,060	
Giải ngân ước tính	1,800	2,000	2,200	3,000	4,836	
Tỷ lệ	48%	45%	41%	60%	60%	Cải thiện thủ tục giúp nâng cao giải ngân vốn ODA
Các khoản cho vay			75%	90%	NA	Tỷ trọng cho vay chiếm chủ yếu trong tổng vốn ODA
Không hoàn trả			25%	10%	NA	

Nguồn: Từ nhiều nguồn khác nhau và HSC dự báo

Vốn hỗ trợ phát triển chính thức ODA năm 2010 cho Việt Nam sẽ được cải thiện

Năm 2009, giải ngân ODA đạt mức kỷ lục 3.6 tỷ USD, tăng 63% so với năm 2008, với số vốn cam kết đạt thấp là 6.1 tỷ USD. Trong đó gồm khoảng 3.3 tỷ USD vốn vay và khoảng 300 triệu USD là vốn viện trợ không hoàn lại. Số vốn ODA cam kết tăng nhẹ nhưng giải ngân tăng đáng kể do việc đơn giản hóa các thủ tục.

Cam kết ODA năm 2010 của nhóm nhà tài trợ chính là nhóm tư vấn các nhà tài trợ đã tăng lên trên 8 tỷ USD và dự tính giải ngân trong năm nay sẽ đạt khoảng 4.8 tỷ USD, tăng 34%. Nhóm tư vấn bao gồm 3 thành viên chính là Ngân hàng thế giới (WB), Ngân hàng phát triển Châu Á (ADB) và Nhật Bản và hai thành viên khác là EU và Hàn Quốc.

Hàng năm, nhóm tư vấn tiến hành họp vào Q4 và đưa ra cam kết viện trợ cho năm sau. Thông thường, tỷ lệ giải ngân khoảng 1/2 trong số vốn cam kết và tỷ lệ giải ngân đã cải thiện nhiều trong vài năm trở lại đây. Số vốn cam kết chưa được giải ngân sẽ được chuyển sang năm sau, và đây là một trong những lý do khiến vốn cam kết tăng lên. Lý do khác khiến vốn cam kết tăng là đồng USD yếu đi so với cả đồng yên và đồng euro. Do vốn ODA được tính bằng đồng USD trong khi những nhà tài trợ chính là Nhật Bản, EU và Hàn Quốc cam kết tài trợ bằng đồng tiền của nước/khu vực của nước đó sau đó quy đổi ra USD.

Hầu hết vốn ODA dưới dạng vốn vay chứ không phải viện trợ. Trong những năm qua, tỷ lệ giữa vốn vay và viện trợ là 75:25 nhưng hiện giờ tỷ lệ này đã chuyển thành 90:10. Ba nhà tài trợ lớn nhất là WB, JBIC (Nhật Bản) và ADB. Những khoản vay bằng vốn ODA có những điều kiện ưu đãi hơn các khoản vay thương mại thông thường nhưng dù sao Việt Nam cũng vẫn sẽ phải trả nợ.

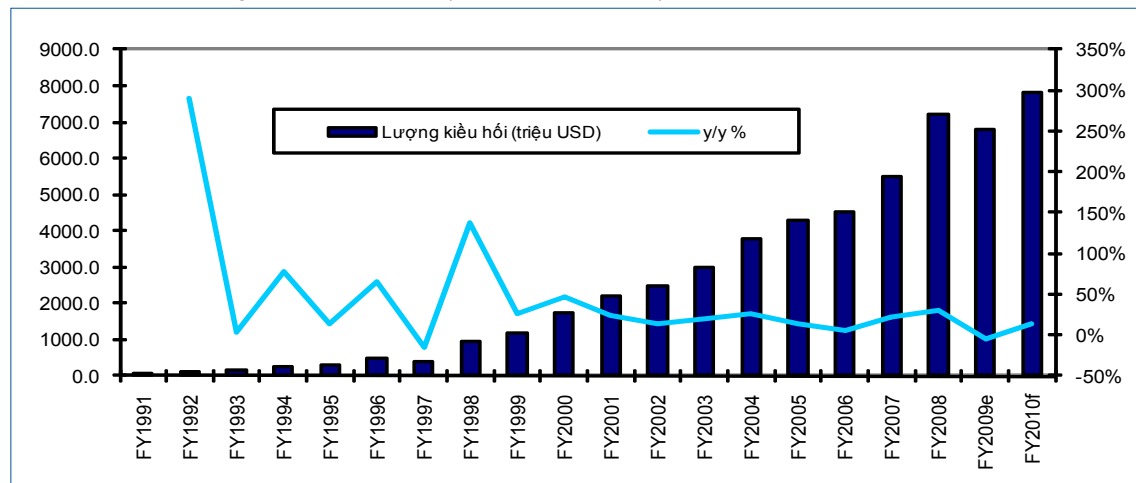
Khoản vay 500 triệu USD mà WB công bố trong Q4 dành cho Việt Nam là khoản vay đầu tiên từ Ngân hàng Tái thiết và Phát triển Quốc tế (IBRD) – ngân hàng chuyên cho vay các quốc gia có mức thu nhập trung bình. Cho đến hiện tại, WB hỗ trợ Việt Nam thông qua Hiệp hội phát triển quốc tế, là tổ chức chuyên cho vay không lãi suất các nước nghèo nhất trên thế giới.

Bên cạnh đó, Nhật Bản cũng đã phát tín hiệu sẽ tiếp tục tích cực cung cấp vốn ODA cho Việt Nam thông qua việc ký một công hàm ngoại giao vào quý 4, chính thức đánh dấu sự nổi lại toàn bộ hoạt động tài trợ vốn ODA vốn đã ngừng lại vào cuối năm 2008. Vào tháng 3/2009, chính phủ Nhật Bản đã tiếp tục cung cấp viện trợ cho Việt Nam. Trong năm tới, Nhật Bản đã cam kết cung cấp vốn cho 5 dự án, với tổng vốn lên đến 65 tỷ yên (tương đương 650 triệu USD), bao gồm các dự án phát triển cơ sở hạ tầng cho người nghèo, cải thiện hiệu quả sử dụng năng lượng và tái chế, hỗ trợ doanh nghiệp vừa và nhỏ, xây dựng đường từ Cầu Cần Thơ đến nhà máy nhiệt điện Thái Bình và dự án mạng lưới truyền tải điện.

Trong số những dự án này, dự kiến Nhật Bản sẽ tài trợ 12.68 tỷ yên (tương đương 139.24 triệu USD) cho dự án Đại lộ Đông Tây, 1.21 tỷ yên cho dự án Cầu Cần Thơ, 3.13 tỷ yên cho giai đoạn 3 của dự án nâng cấp cầu cho Quốc lộ 1 là 16.65 triệu USD cho dự án Cảng Cái Mép – Thị Vải.

Danh sách các dự án còn gồm dự án xây dựng nhà ga T2 tại Cảng hàng không quốc tế Nội Bài, dự án phát triển Khu công nghệ cao Hòa Lạc, đường nối giữa cầu Nhật Tân và cảng hàng không Nội Bài, đoạn đường nối Đà Nẵng – Quảng Ngãi trên đường Cao tốc Bắc-Nam và một trung tâm nghiên cứu vũ trụ.

Biểu 28 - Ước tính lượng kiều hối ở Việt Nam (1991-2010, triệu USD)



Nguồn: Từ nhiều nguồn khác nhau và HSC dự báo

Luồng kiều hối sẽ tăng trở lại

Tổng lượng kiều hối năm 2009 ước tính đạt 6.8 tỷ USD, giảm 6% so với mức 7.2 tỷ USD của năm 2008. Lượng kiều hối gửi về nước lớn, chiếm tới 8% GDP. HSC dự báo con số kiều hối chuyển qua con đường chính thức sẽ đạt 7.8 tỷ USD trong năm 2010, tăng 15% so với năm 2009.

Việc dự đoán lượng kiều hối thực tế còn phụ thuộc vào nguồn thông tin. Hội đồng Giám sát tài chính quốc gia và Ủy ban Nhà nước về người Việt Nam ở nước ngoài trực thuộc Bộ ngoại giao là hai cơ quan đưa ra ước tính về lượng kiều hối hàng năm. Ủy ban Nhà nước về người Việt Nam ở nước ngoài ước tính cả lượng ngoại tệ không thông qua con đường chính thức và do đó con số ước tính do cơ quan này đưa ra cao hơn so với Hội đồng Giám sát tài chính quốc gia (chẳng hạn cơ quan này đưa ra ước tính về lượng kiều hối năm 2008 là 8 tỷ USD).

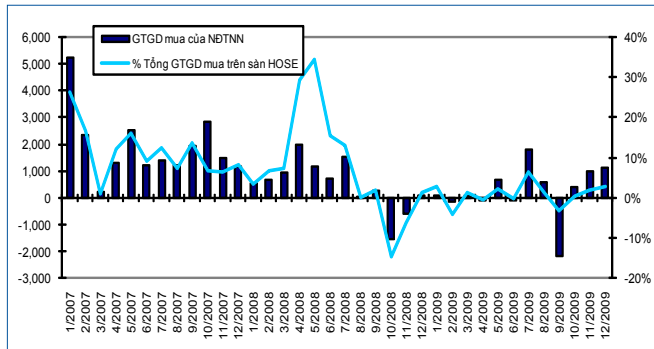
Chúng tôi sử dụng số liệu về lượng kiều hối gửi qua con đường chính thức và nhận thấy số liệu này thấp hơn so với thực tế. Hầu hết kiều hối được gửi về qua các chi nhánh của Vietcombank, Ngân hàng Đông Á và Vietinbank (kiều hối gửi qua các ngân hàng này chiếm khoảng 40% tổng lượng kiều hối chuyển về). Mùa kiều hối cao điểm diễn ra vào tháng 12 của năm trước đến tháng 2 năm sau và vào khoảng Tết âm lịch. Bên cạnh đó, lượng kiều hối cũng được những người lao động Việt Nam ở nước ngoài gửi về thường xuyên.

Việt Nam là quốc gia đứng thứ 10 trong việc thu hút kiều hối năm 2008 theo báo cáo do WB công bố tháng 7/2009. Lượng kiều hối chủ yếu được gửi về để đầu tư bên cạnh việc gửi tiền để giúp đỡ người thân. Trong những năm qua, có khoảng 300 dự án được các đối tượng là Việt kiều triển khai, với tổng vốn là 2 tỷ USD.

Hiện có 4 triệu người Việt Nam đang sinh sống và làm việc ở nước ngoài. Trong đó khoảng 1.5 triệu tại Mỹ, 300,000 tại Pháp, 250,000 tại Úc và 200,000 tại Canada. Theo Bộ lao động, khoảng 500,000 lao động Việt Nam làm việc tại hơn 40 quốc gia và vùng lãnh thổ, hàng năm tạo ra tổng thu nhập khoảng 1.6 - 2 tỷ USD. Hàng năm, Việt Nam đưa từ 70-90,000 lao động ra nước ngoài làm việc (năm ngoái số lao động Việt Nam ra nước ngoài làm việc đã giảm mạnh). Nhóm này gửi khoảng 60-80% thu nhập về cho gia đình. Trên thực tế khó có thể ước tính tỷ lệ kiều hối được gửi về để giúp đỡ người thân sống ở Việt Nam và tỷ lệ kiều hối được sử dụng để đầu tư kinh doanh hoặc mua bất động sản.

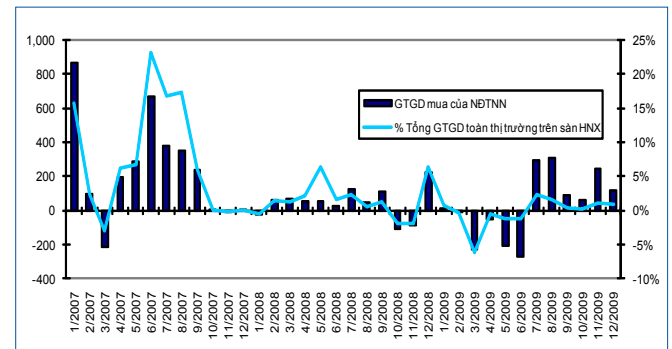
Kiều hối do Việt kiều gửi về nhằm mục đích đầu tư ngày càng tăng giúp tổng lượng kiều hối tăng. Và với chính sách khuyến khích Việt kiều đầu tư và mua nhà tại Việt Nam thì dự kiến kiều hối năm nay sẽ tăng trong bối cảnh nền kinh tế thế giới phục hồi.

Biểu 29 - Giá trị mua ròng của NĐTNN so với tổng GTGD của toàn thị trường trên sàn HOSE (%)



Nguồn: HOSE

Biểu 29a - Giá trị mua ròng của NĐTNN so với tổng GTGD của toàn thị trường trên sàn HNX (%)



Nguồn: HNX

Đầu tư gián tiếp sẽ được cải thiện trong năm nay

Đầu tư gián tiếp năm 2009 có vẻ hầu như không thay đổi. Trong năm 2010, chúng tôi dự báo đầu tư gián tiếp sẽ đạt con số khả quan là 0.50 tỷ USD.

Trên thực tế, có hai loại tài sản là trái phiếu và cổ phiếu. Năm ngoái, các NĐTNN mua ròng cổ phiếu và bán ròng trái phiếu và do đó hai yếu tố này bù trừ lẫn nhau.

Các NĐTNN bán ròng 2.18 nghìn tỷ đồng (117 triệu USD) trái phiếu trong năm 2009. Khối này mua ròng 2.71 nghìn tỷ đồng (146 triệu USD) cổ phiếu. Trong Q1, các NĐTNN bán ròng 9.8 nghìn tỷ trái phiếu và mua ròng vào sau đó.

Khối các NĐTNN mua ròng 8 trong 12 tháng của năm 2009 và chỉ có tháng 9 là khối này bán ròng mạnh (riêng tháng này, bán ròng của các NĐTNN đạt 2.266 nghìn tỷ đồng, tương đương 122 triệu USD).

Trái lại, việc mua vào cổ phiếu dường như lại tăng lên. Các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài liên tục xin mã số giao dịch và mở tài khoản tại các công ty chứng khoán.

Theo như thông tin trên website của trung tâm lưu ký thị cơ quan này đã cấp phép mới cho 13,588 NĐTNN trong năm 2009, gồm 1,149 nhà đầu tư tổ chức và 12,439 nhà đầu tư cá nhân tính đến ngày 31/12/2009. Riêng trong tháng 12, đã có thêm 134 NĐTNN được cấp mã số giao dịch, trong đó có 20 nhà đầu tư tổ chức và 114 nhà đầu tư cá nhân. Tốc độ cấp mã số giao dịch cho các NĐTNN tăng cao so với năm 2008, cho thấy các NĐTNN rất quan tâm đến thị trường chứng khoán Việt Nam.

Tuy nhiên, chúng ta cũng cần biết là sau bao lâu thì tiền sẽ được đưa vào tài khoản kể từ khi mở tài khoản giao dịch và khoảng thời gian này có thể khá dài. Như đã đề cập, chúng tôi cho rằng sẽ có thêm tiền chảy vào thị trường trong năm nay dựa trên số tài khoản mới đã được mở.

Chúng tôi cho rằng các NĐTNN sẽ mua vào cổ phiếu mạnh hơn so với năm ngoái, đồng thời dự đoán tiền chảy vào thị trường trái phiếu sẽ không tăng hoặc tăng nhẹ. Rủi ro lạm phát vẫn hiện diện trong tâm trí các nhà đầu tư trong khi theo chúng tôi, lợi suất trái phiếu vẫn chưa đủ cao để bù lại rủi ro mất giá của đồng tiền.

Ngược lại, cổ phiếu hiện tại có giá khá hợp lý và với tốc độ tăng trưởng GDP cao đang thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư. Nếu các đợt cổ phần hóa lớn diễn ra trong năm nay thì nguồn tiền đổ vào chứng khoán có thể tăng lên mạnh nhưng theo chúng tôi, điều này khó có khả năng xảy ra.

Một vấn đề hiện nay là nhiều quỹ đầu tư trong nước hiện tại đang có giá thấp hơn NAV nên dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài sẽ nhiều khả năng là do các nhà đầu tư mới chứ không phải do các nhà đầu tư hiện tại rót vào. Tuy nhiên, các nhà đầu tư hiện tại cũng đóng góp một phần nhất định trong nguồn vốn đầu tư gián tiếp mà theo chúng tôi sẽ được đổ vào thị trường trong năm 2010.

Thâm hụt ngoại tệ trong mục sai số của cán cân thanh toán?

Theo như báo cáo của Ngân hàng thế giới vào đầu tháng 12 năm ngoái, thâm hụt cán cân thanh toán năm 2009 ước tính là 6.6 tỷ USD và hạng mục sai số ước tính đạt âm 9.4 tỷ USD. Nói cách khác, ngoài trừ hạng mục sai số, các hạng mục còn lại của cán cân thanh toán khá cân bằng. Riêng hạng mục sai số đã làm giảm đáng kể dự trữ ngoại hối từ trên 20 tỷ USD năm ngoái xuống còn khoảng 14.5-15 tỷ USD vào cuối năm 2009.

Mục sai số chính xác là gì? Một trong những vấn đề ở đây là sự khác nhau trong việc thu thập số liệu. Có thể dễ dàng theo dõi các hạng mục như kim ngạch xuất nhập khẩu; ODA; đầu tư gián tiếp nước ngoài và kiều hối do có thể kiểm tra chéo giữa các nguồn thông tin và có thể kiểm chứng được số liệu. Trái lại, các hạng mục như vốn FDI và các luồng vốn khó theo dõi hơn do (1) số liệu chỉ lấy được từ một nguồn và không thể kiểm chứng một cách độc lập (như trường hợp số liệu giải ngân vốn FDI), (2) số liệu không được theo dõi một cách chính xác (như trường hợp luồng tiền ra và luồng tiền đổ vào vàng và USD), (3) việc thu thập số liệu không diễn ra thường xuyên và thường chậm hơn sơ với thực tế từ vài tháng hoặc vài quý (đối với các luồng vốn khác).

Tất cả những điều này đã dẫn đến việc khoản mục sai số bị thâm hụt lớn và đây là điều đáng lo ngại vì chúng ta không biết rõ được nguồn gốc của sự thâm hụt này. Đã có nhiều giả thiết do các nhà kinh tế đưa ra nhằm giải thích cho hiện tượng này;



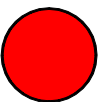
- **Một số doanh nghiệp xuất khẩu lớn chậm thu hồi vốn trong Q1** – do khủng hoảng trên thị trường thanh toán quốc tế trong Q1 trong đó việc thanh toán và chuyển các khoản thu bằng đồng USD từ các hợp đồng xuất khẩu đã bị chậm trễ. Mặc dù chỉ dựa trên suy đoán nhưng giả thiết này có vẻ khá

hợp lý. Giả thiết này cho rằng các khoản thu từ xuất khẩu trong Q1 đã được giữ lại ở nước ngoài trong nhiều tháng và chưa chuyển về nước. Giả thiết này giải thích lý do xuất hiện thâm hụt trong dự trữ ngoại hối phát sinh trong Q1 và khi ngay khi các khoản thu từ nước ngoài được chuyển về thì khoản thâm hụt này sẽ được bù vào. Do vậy, giả thuyết này đã không giải thích thấu đáo sự suy giảm tiếp tục diễn ra sau thời điểm này.

- **Có khả năng số liệu về giải ngân FDI được đưa ra cao hơn thực tế** - Số liệu về giải ngân FDI được thu thập tại các địa phương và sau đó chuyển về trung ương. Rõ ràng hiện tại không thể tiến hành kiểm tra chéo hoặc kiểm chứng độc lập số liệu này. Có nhiều khả năng số liệu về dòng vốn đầu tư bị thổi phồng. Tuy nhiên, với quy mô vốn FDI trong tổng cán cân thanh toán thì giả thiết này cũng chỉ giải thích được phần nào nguyên nhân của việc hạng mục sai số thâm hụt lớn.
- **Lỗ hổng trên thị trường vàng** – Giao dịch diễn ra sôi động trên thị trường vàng trong năm ngoái là nguyên nhân chủ yếu lý giải cho việc hạng mục sai số có giá trị âm lớn. Theo lý thuyết này, VNĐ được chuyển sang USD thông qua các sản phẩm vàng không được đăng ký hoạt động chính thức tạo ra một sự rò rỉ và lỗ hổng lớn trong dự trữ ngoại hối. Do quy mô của thị trường vàng lớn, thì cả quy mô và thời điểm thâm hụt đều trùng khớp. Giả thiết cuối cùng này có vẻ là giả thiết được nhiều người đồng ý nhất.

Và kết quả là các sản phẩm giao dịch vàng đã bị đóng cửa nhằm khắc phục tình trạng hạng mục sai số đạt giá trị âm lớn và sự dò rỉ USD thông qua thị trường vàng có lẽ sẽ chấm dứt. Và chúng ta sẽ sớm biết được điều này.

Biểu 30 - Lý thuyết về các chế độ chính sách của NHNN

	Đặc điểm	Ưu tiên hàng đầu	Lý do thực hiện	Các ứng xử chính sách và đặc điểm chung	Khoảng thời gian thực hiện
XANH 	Tập trung cho tăng trưởng	TĂNG TRƯỞNG	Nhằm thúc đẩy nền kinh tế tăng trưởng	Tăng trưởng tín dụng 25-50%	6-12 tháng
			Kinh tế suy yếu	Tăng trưởng cung tiền 20-35%	
			Tăng trưởng GDP và sản xuất công nghiệp đạt thấp	Tốc độ tăng trưởng tín dụng chỉ bị giới hạn bởi tốc độ tăng trưởng tiền gửi	
				Chính sách nới lỏng trong hoạt động nghiệp vụ thị trường mở	
				Lãi suất ổn định hoặc giảm	
Vàng 	Ổn định nền kinh tế	QUẢN LÝ NGOẠI HỐI	Có những lo ngại xung quanh việc đồng tiền bị mất giá xuất phát từ	Tăng trưởng tín dụng 0-15%	3 tháng
			Thâm hụt thương mại tăng	Hoạt động cho vay của các ngân hàng hầu như không tăng trưởng	
			CPI gia tăng	Thị trường ngoại hối được kiểm soát chặt và có khả năng phá giá đồng tiền	
			Tỷ giá trên thị trường tự do giảm	Lãi suất tăng và trần lãi suất được sử dụng để kiểm soát hoạt động cho vay	
				Lãi suất cho vay liên ngân hàng tăng và các ngân hàng lớn hạn chế cho vay trên thị trường liên ngân hàng	
ĐỎ 	Dập lửa	KIỂM SOÁT LẠM PHÁT	Sau khi lạm phát tăng	Mức tăng CPI theo tháng cao hơn 1% trong nhiều tháng	3-6 tháng
			CPI tăng mạnh	Tăng trưởng tín dụng chậm lại hoặc âm	
			Tăng trưởng tín dụng quá nhanh	tỷ giá trên thị trường tự do giảm	
			Các bong bóng tài sản hình thành	NHTW giảm thanh khoản trong hệ thống ngân hàng thông qua nhiều biện pháp	
				Lãi suất có khả năng tăng để tương ứng với mức lạm phát cao	
				Thị trường chứng khoán giảm	

Nguồn: HSC

Chính sách tiền tệ của NHNN – chìa khóa của toàn bộ cuộc chơi

Vào tháng 11, sau 9 tháng duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng, NHNN đã phát tín hiệu sẽ thay đổi và chuyển từ chính sách tiền tệ lỏng sang chính sách tiền tệ chặt nhằm kiểm soát giá trị đồng VNĐ do vào thời điểm này đã xuất hiện những dấu hiệu của việc mất kiểm soát. Ngoài ra điều này còn nhằm ngăn chặn lạm phát tăng cao. Chính sách tiền tệ chặt đã được áp dụng kể từ thời điểm trên và giờ đây khi giá trị đồng VNĐ đã ổn định hơn, chúng tôi cho rằng chính sách tiền tệ có thể sớm được nới lỏng trở lại.

Chúng tôi cho rằng chính sách tiền tệ của NHNN sẽ biến đổi khá nhanh theo chiều hướng ngược nhau. Chúng tôi nhận thấy có 3 động thái chính sách cơ bản thường được sử dụng trong mỗi chu kỳ của chính sách tiền tệ khi mà NHNN thực hiện hài hòa cả 3 chức năng của mình gồm: đảm bảo cho nền kinh tế tăng trưởng ổn định; kiểm soát đồng nội tệ và lạm phát. Một số người cho rằng 3 sứ mệnh của NHNN là bất khả thi và thường dẫn đến những thay đổi đột ngột trong chính sách khi cơ quan này chuyển hướng mục tiêu của mình. Trên

thực tế, nhiệm vụ của NHNN hết sức nặng nề. Cơ quan này phải tạo điều kiện để nền kinh tế tăng trưởng, mà kinh tế tăng trưởng thường có khuynh hướng dẫn đến thâm hụt thương mại và thâm hụt cán cân thanh toán đồng thời tạo ra nguy cơ lạm phát tăng cao. Trong khi giải quyết vấn đề này, NHNN chỉ có trong tay quỹ dự trữ ngoại hối với quy mô hạn chế và vẫn chưa được hoàn toàn hoạt động độc lập. Với những điều kiện như trên thì theo chúng tôi, những gì mà NHNN đã và đang làm được là đáng khen ngợi.

NHNN có 3 chế độ chính sách cơ bản để kiểm soát nền kinh tế và đạt được những mục tiêu của mình. Chúng tôi đưa ra lý thuyết về các chế độ chính sách của NHNN như sau:

(1) Xanh – Khi tăng trưởng được đặt ưu tiên hàng đầu thì chính sách tiền tệ sẽ ở chế độ “bật đèn xanh”. Tăng trưởng tín dụng sẽ được thúc đẩy và hạn chế duy nhất là huy động vốn có thể tăng trưởng bao nhiêu (nói cách khác là ngân hàng chỉ cần giữ tỷ lệ vốn huy động/vốn cho vay trong phạm vi cho phép); cung tiền sẽ được mở rộng và dư thừa so với nhu cầu để đạt được tốc độ tăng trưởng GDP nhất định; lãi suất được duy trì ở mức thấp bằng với mức lạm phát dự phòng. Thông thường với chế độ chính sách này, tăng trưởng tín dụng sẽ trên 25% với tăng trưởng cung tiền cũng đạt xấp xỉ. Hoạt động nghiệp vụ thị trường mở cũng thể hiện sắc thái chính sách nới lỏng, lãi suất ổn định hoặc giảm và thanh khoản trong hệ thống ngân hàng ở mức cao. Mức tăng CPI theo tháng dưới 1%. Thị trường chứng khoán tăng điểm. Giai đoạn này thường kéo dài từ 6 -12 tháng.

(2) Vàng – Chế độ chính sách này thường được sử dụng sau một thời gian khá dài thực hiện chế độ chính sách “bật đèn xanh”. Bắt đầu có những áp lực xuất hiện trong hệ thống. CPI tăng và mức tăng có thể đạt trên 1%/tháng. Vấn đề tỷ giá sẽ trở nên bất ổn hơn do thâm hụt thương mại bắt đầu tăng và nguồn cung VNĐ dẫn đến lạm phát dự báo tăng. Các nhà đầu tư do lo ngại rủi ro đối với đồng VNĐ sẽ chuyển từ VNĐ sang USD hoặc vàng khiến đồng VNĐ trên thị trường tự do bị trượt giá so với USD. Chênh lệch tỷ giá trên thị trường tự do và tỷ giá chính thức có thể sẽ ngày càng mở rộng. Và khi đó, NHNN sẽ buộc phải hành động. Chính sách tiền tệ sẽ được thắt chặt dần theo các giai đoạn; thanh khoản sẽ giảm do NHNN rút tiền về qua thị trường mở; tăng trưởng tín dụng sẽ giảm và việc cho vay sẽ trở nên khó khăn hơn trước. Tại thời điểm này, NHNN có thể sẽ sử dụng các biện pháp nhằm đưa tỷ giá thị trường tự do về sát với tỷ giá chính thức thông qua việc giảm giá đồng tiền hoặc mở rộng biên độ tỷ giá chính thức. Điều này cho thấy đây là giai đoạn mà các biện pháp chính sách được thực hiện mạnh nhất trong đó, NHNN thắt chặt thanh khoản nhằm đưa giá trị đồng VNĐ về phạm vi

nhất định. Giai đoạn này có thể kéo dài khoảng 3 tháng cho đến khi sự cân bằng được thiết lập trở lại.

(3) Đỏ - Nếu chế độ chính sách “bật đèn vàng” không phát huy được tác dụng hoặc nếu có dấu hiệu lạm phát sẽ tăng mạnh, thì NHNN có thể sẽ bắt buộc phải dùng đến chế độ chính sách “bật đèn đỏ”. Trong kịch bản sắc thái chính sách này, mức tăng CPI theo tháng sẽ trên 1% trong nhiều tháng và đồng VNĐ có dấu hiệu bị mất giá mạnh. Các nhà đầu tư chuyển hết tài sản bằng đồng VNĐ sang vàng hoặc USD. NHNN sẽ phản ứng bằng cách thắt chặt tín dụng. Khuynh hướng tăng trưởng tín dụng sẽ đảo ngược do hoạt động cho vay của các ngân hàng sẽ đột ngột bị ngừng trệ. Thanh khoản sẽ bị rút khỏi hệ thống ngân hàng thông qua nhiều biện pháp như: tăng dự trữ bắt buộc; tiền được hút về qua thị trường mở; tín phiếu kho bạc được phát hành và một chu kỳ tăng lãi suất nhằm ngăn chặn lạm phát sẽ bắt đầu. Bên cạnh đó, NHNN cũng sẽ có biện pháp kiểm soát giá trị đồng VNĐ; tương tự như trong trường hợp áp dụng chế độ chính sách “bật đèn vàng”, chỉ khác là các biện pháp sẽ được thực hiện quyết liệt hơn. Giai đoạn này thường kéo dài từ 3 -6 tháng.

NHNN đã thực hiện chính sách tiền tệ “bật đèn xanh” từ Q1 cho tới Q4 năm ngoái. Hiện tại, chính sách tiền tệ “bật đèn vàng” đang được áp dụng và có khả năng chính sách này sẽ còn được áp dụng cho tới sau Tết. Tuy nhiên, do tình hình hiện tại không còn căng thẳng nên theo chúng tôi, có nhiều khả năng chính sách “bật đèn xanh” hay chính sách ưu tiên tăng trưởng sẽ được áp dụng sau đó. Không giống như năm 2008, phản ứng về mặt chính sách của NHNN lần này nhanh hơn.

Và nếu có sự thay đổi đột ngột trong chính sách thì sự thay đổi đột ngột đó là do khó khăn trong việc thực hiện dung hòa các mục tiêu. Nếu quá tập trung vào tăng trưởng tín dụng thì giá trị đồng VNĐ sẽ giảm và sẽ xuất hiện nguy cơ lạm phát cao. Việc hăm phan đối với tăng trưởng tín dụng quá nhanh đồng thời thực hiện việc thắt chặt tín dụng thì sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới tăng trưởng.

Kết quả là các chu kỳ chính sách tiền tệ tại Việt Nam có khuynh hướng khá ngắn với mỗi giai đoạn trong một chu kỳ (được biểu hiện thông qua 3 màu xanh đỏ vàng) trung bình chỉ kéo dài từ 6-12 tháng, trong đó giai đoạn “bật đèn xanh” hay giai đoạn ưu tiên tăng trưởng thường kéo dài nhất, từ 9-12 tháng. Sau đó sẽ là giai đoạn thực hiện chính sách “bật đèn vàng” và thậm chí là “bật đèn đỏ” và giai đoạn này kéo dài từ khoảng 3-6 tháng.

Hiện tại đã có một dự thảo luật được đưa ra tại Quốc hội vào thời điểm hiện tại, cho phép NHNN hoạt động độc lập hơn trong và xác định rõ ràng hơn vai trò của

cơ quan này. Giả sử dự thảo luật này được thông qua vào năm sau, thì sớm nhất cũng phải đến năm 2012 thì nó mới có hiệu lực. Khi luật này được thực thi, thì chu kỳ chính sách sẽ kéo dài hơn khi nền kinh tế đã lớn hơn và ngân hàng trung ương có thêm quyền để có thể có những biện pháp can thiệp nhanh hơn.

Nhưng đồng thời, việc điều hành chính sách tiền tệ cũng sẽ được chia sẻ giữa NHNN và các cơ quan khác như Hội đồng tư vấn tiền tệ quốc gia.

Lãi suất và thị trường tiền tệ

Lãi suất cơ bản sẽ được nâng lên 10% tính tới thời điểm cuối năm 2010.

HSC cho rằng lãi suất cơ bản sẽ được nâng lên 9% vào cuối Q1/2010 và dự báo đến cuối năm, lãi suất cơ bản sẽ tiếp tục được nâng lên 10% nhằm khống chế lạm phát và giúp tăng tính hấp dẫn các tài sản bằng đồng VNĐ. Đồng thời điều này cũng sẽ có lợi cho các ngân hàng. Việc lãi suất cơ bản được tăng lên sẽ tăng trần lãi suất cho vay lên 13% hoặc hơn đồng thời giúp tăng tỷ lệ NIM và khuyến khích các ngân hàng cho các doanh nghiệp vay nhiều hơn.

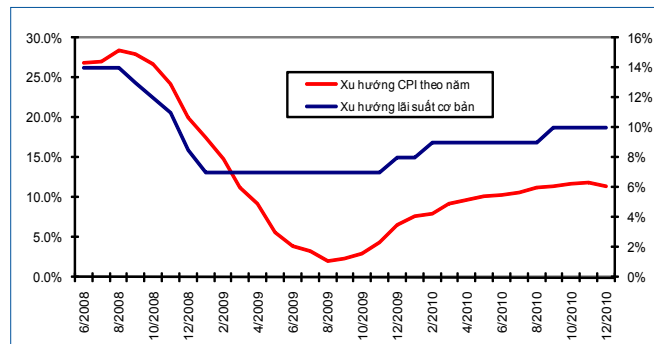
Lãi suất cơ bản là lãi suất là cơ sở tham khảo cho tất cả các loại lãi suất cho vay trong nền kinh tế. Tuy nhiên, việc đặt ra trần lãi suất cho vay và trần lãi suất huy động tại Việt Nam khiến cho mối liên hệ giữa lãi suất cơ bản và hai loại lãi suất này có phần phức tạp hơn. Trần lãi suất đóng vai trò là cầu dao điện tự động và được sử dụng để kiểm soát cả tăng trưởng huy động vốn và cho vay thông qua việc đặt ra mức lợi nhuận cố định cho các hoạt động này. Tuy nhiên, do các ngân hàng đã tìm ra cách để lách trần lãi suất cho vay, trần lãi suất huy động đã được NHNN sử dụng làm công cụ hữu hiệu để kiểm soát tăng trưởng tín dụng.

Do vậy, việc cắt giảm hay nâng lãi suất tại Việt Nam sẽ không tác dụng như cắt giảm hay nâng lãi suất tại các nền kinh tế phát triển. Cung và cầu tiền trong hệ thống sẽ chịu ảnh hưởng trực tiếp việc tăng/giảm trần lãi suất còn nhiều hơn là chịu ảnh hưởng từ việc tăng và giảm chính lãi suất cơ bản.

Hiện tại, trần lãi suất huy động là 10.5%, thấp hơn so với mức lạm phát kỳ vọng năm 2010 và khiến cho việc gửi tiền vào ngân hàng trở nên không hấp dẫn. Và bằng việc kìm hãm tăng trưởng tiền gửi thì trần lãi suất huy động sẽ có vai trò hạn chế tăng trưởng cho vay giống như trần lãi suất cho vay. Cũng cần lưu ý rằng các ngân hàng không thể sử dụng các khoản vay trên thị trường liên ngân hàng để đáp ứng cho nhu cầu cho vay và phải đảm bảo trần tỷ lệ dư nợ cho vay/vốn huy động. Do vậy, không có tăng trưởng vốn huy động, sẽ không có tăng trưởng tín dụng.

Hiện tại, mặc dù mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2010 là 25%, nhưng chúng tôi đã thấy có rất ít hoạt động cho vay kể từ cuối tháng 12. Vào tháng 12/2009, cả tăng trưởng tín dụng và huy động vốn đều chậm lại, chỉ đạt dưới 1%/tháng. Chúng tôi cho rằng điều này cũng sẽ xảy ra trong tháng 1. Vấn đề là, với tăng trưởng huy động vốn đạt thấp, thì các ngân hàng sẽ thiếu vốn để cho vay. Do vậy, các ngân hàng đang cho vay ra một cách hạn chế. Bằng việc thu những khoản phí rất cao,

Biểu 31 - CPI dự báo và chu kì lãi suất



Nguồn: GSO, HSC dự báo

họ đã đẩy lãi suất thực tế trên thị trường lên từ 15-16%/năm đối với cho vay doanh nghiệp và từ 19-20%/năm đối với cho vay tiêu dùng. Và tại mức lãi suất cho vay nói trên, sẽ có ít doanh nghiệp đi vay vốn ngân hàng.

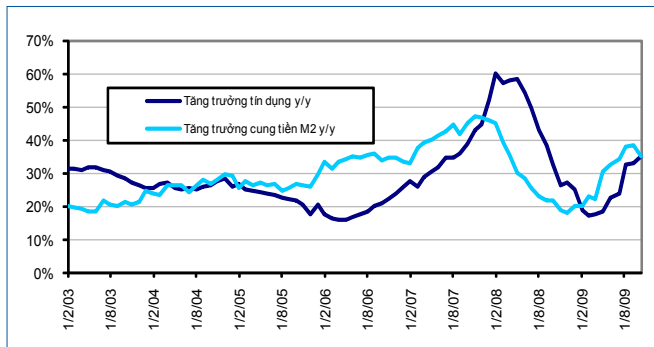
Và một cách có thể giải tỏa tình trạng này là tiếp tục tăng lãi suất cơ bản và cơ chế tác động của việc nâng lãi suất cơ bản sẽ như sau. Khi nâng lãi suất cơ bản, trần lãi suất huy động sẽ tăng, nhờ đó tăng trưởng huy động vốn sẽ tăng do việc gửi tiền vào ngân hàng trở nên hấp dẫn hơn và điều này sẽ giúp ngân hàng có thêm vốn để cho vay. Việc ngân hàng có thêm vốn cho vay có thể khiến lãi suất cho vay thực tế giảm.

Chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất huy động cũng là một vấn đề cần đề cập. Động thái nâng lãi suất cơ bản lên 8% của NHNN trong tháng 11 không giúp ngân hàng cải thiện được nhiều chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất huy động do chi phí huy động vốn dài hạn của nhiều ngân hàng đã đạt 10.4-10.5% (xấp xỉ trần lãi suất huy động). Điều này khiến chênh lệch giữa lãi suất huy động và trần lãi suất cho vay chỉ còn là 2.5%. Các ngân hàng bù đắp cho chênh lệch giữa lãi suất huy động và trần lãi suất cho vay bằng cách thu thêm phí như phí quản lý tài sản cho các khoản vay tại các chi nhánh và do đó NHNN khó có thể nắm được.

Tỷ lệ NIM bình quân trong 6 tháng đầu năm 2009 đạt từ 4.0-4.3% đối với một số ngân hàng loại 1 và loại 2, đến 6 tháng cuối năm giảm 1% xuống 3-3.3%. Mặc dù so với tiêu chuẩn trong quá khứ, con số 3-3.3% là cao hơn nhưng nó đánh dấu sự suy giảm khá mạnh so với 6 tháng đầu năm.

NHNN có vẻ sẽ để các ngân hàng thu phí do những phương pháp thu phí tinh vi của các ngân hàng và do một thực tế là nếu các ngân hàng cảm thấy hoạt động cho vay không hấp dẫn họ thì điều này sẽ ảnh hưởng đến mục tiêu tăng trưởng tín dụng 25% trong năm nay. Kết quả là tỷ lệ NIM có lẽ đã tăng trở lại trong thời gian

Biểu 32 - Tăng trưởng tín dụng và cung tiền M2 kể từ năm 2003



Nguồn: IMF và SBV

gần đây và cản trở duy nhất đối với tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng là việc các ngân hàng này thiếu vốn và chúng ta hãy cùng chờ đợi sự thay đổi trong chính sách của NHNN.

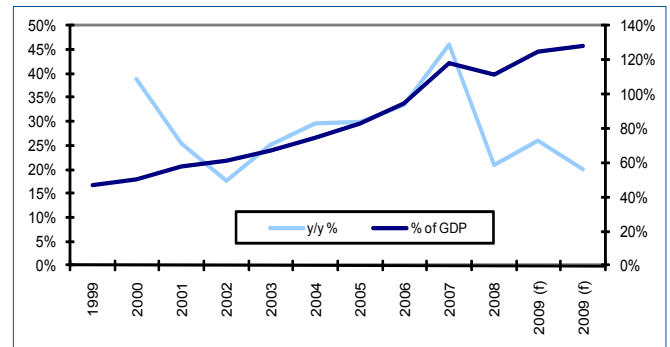
Tuy nhiên, lãi suất cho vay tăng rõ ràng là tin xấu với các doanh nghiệp vay vốn. Năm 2010, các doanh nghiệp sẽ phải chịu chi phí lãi vay cao hơn 63% so với chi phí lãi vay của 273.16 nghìn tỷ đồng dư nợ cho vay hỗ trợ lãi suất mà các doanh nghiệp thuộc thành phần kinh tế tư nhân được hưởng trong năm 2009. Với mức hỗ trợ lãi suất bình quân là 4% thì với số dư nợ này, các doanh nghiệp phải trả lãi khoảng 21.8 nghìn tỷ đồng/năm (với lãi suất là 8%). Trái lại, với mức lãi suất thị trường hiện tại là 13%/năm thì các doanh nghiệp sẽ phải trả lãi 35.5 nghìn tỷ đồng (ở mức lãi suất cho vay thương mại thông thường). Và nếu lãi suất cơ bản tăng lên 9% vào cuối Q1 thì chi phí lãi vay sẽ là 38.2 nghìn tỷ đồng.

Tăng trưởng tín dụng có thể đạt 25% trong năm nay nếu mức tăng CPI dưới 12%/năm

Trong năm 2010, chúng tôi cho rằng mục tiêu tăng trưởng tín dụng 25% NHNN đặt ra là hợp lý miễn là mức tăng CPI dưới 12%. Và với mức tăng CPI mà chúng tôi dự báo là 11.5% thì mục tiêu này là hoàn toàn có thể đạt được. Tuy nhiên, trước mắt tín dụng vẫn tiếp tục thất chặt do các ngân hàng thiếu vốn cho vay trong bối cảnh trần lãi suất huy động thấp, là 10.5% (liên quan tới các dự báo về CPI của chúng tôi).

Tăng trưởng cung tiền M2 trong tháng 12 so với tháng 11 là 0.77% và cả năm tăng 26.02%. Tốc độ tăng trưởng tín dụng theo tháng trong tháng 12 là 0.87% và cả năm 2009 là 37.73%. Tăng trưởng huy động vốn tháng 12 chỉ tăng 0.53% so với tháng 11 và cả năm 2009 tăng 26.98%. Tốc độ tăng trưởng tín dụng và huy động vốn theo tháng trong tháng 1 nhiều khả năng sẽ vẫn giữ ở mức tương tự và cho thấy trước mắt thanh khoản vẫn được thất chặt. Và với mức độ tăng trưởng huy động vốn thấp như hiện tại thì tăng trưởng tín dụng sẽ bị hạn chế.

Biểu 33 - Tăng trưởng cung tiền và % của GDP



Nguồn: SBV, IMF, GSO

Do đó, chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng sẽ thấp hơn 1%/tháng miễn là lãi suất cơ bản vẫn được giữ nguyên. Một yếu tố phức tạp khác là chương trình cho vay hỗ trợ lãi suất. Dư nợ cho vay hỗ trợ lãi suất đạt mức cao nhất là 418.6 nghìn tỷ đồng vào tuần kết thúc ngày 5/11 và sau đó giảm nhẹ xuống 412.2 nghìn tỷ đồng (tương đương giảm 1.5% so với mức đỉnh) vào tuần kết thúc ngày 24/12, là tuần cuối cùng công bố số liệu dư nợ cho vay hỗ trợ lãi suất. Có nhiều trường hợp đảo nợ diễn ra vào Q1 với tác động không lường trước được do các doanh nghiệp phải vay với lãi suất cho vay thương mại thông thường có nhiều khả năng sẽ vay ít lại.

Đây chính là cơn say sau buổi tiệc. Trong năm 2009, tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng cung tiền đều vượt quá mục tiêu đề ra của NHNN trong bối cảnh chính sách tập trung cho tăng trưởng kéo dài đến giữa Q4; 5 tháng sau khi NHNN phát tín hiệu sẽ thay đổi chính sách. Trên thực tế, đã có lúc tăng trưởng tín dụng năm 2009 hướng đến mức 40%.

Trần lãi suất huy động cản trở tăng trưởng huy động vốn

Sau động thái tăng lãi suất cơ bản đột ngột thêm 1% lên 8%, áp lực đối với lãi suất từ lãi suất trên thị trường liên ngân hàng cho đến lãi suất huy động vốn tăng lên không ngừng. Do tăng trưởng huy động vốn đạt thấp, các ngân hàng đã đẩy lãi suất huy động ở tất cả các kỳ hạn lên sát trần lãi suất huy động mới là 10.5%.

Lãi suất huy động vốn bình quân tiếp tục tăng nhẹ, từ 10.28% (tính đến thời điểm ngày 29/12/2009) lên 10.31% (tính đến thời điểm ngày 13/1/2010). Trong 14 ngân hàng mà chúng tôi tiến hành khảo sát có 9 ngân hàng có lãi suất huy động sát trần theo quy định (10.49%) đối với các khoản tiền gửi ở tất cả các kỳ hạn từ 1 đến 60 tháng; trong đó có cả các ngân hàng quốc doanh lớn như VCB và Agribank. Điều này cho thấy nhu cầu huy động vốn của các ngân hàng rất cao, đồng thời cũng cho thấy tăng trưởng cho vay cũng sẽ khó đạt cao.

Biểu 34 - Tăng trưởng tín dụng và lãi suất huy động, triển vọng cho ngành ngân hàng

	2006 (ước tính)	2007 (ước tính)	2008 (ước tính)	2009 (ước tính)	2010 (ước tính)
Tín dụng	669,935	1,025,000	1,235,125	1,704,473	2,130,591
		53.0%	20.5%	38.0%	25.0%
Lãi suất huy động	682,201	1,205,000	1,397,800	1,761,228	2,289,596
		76.6%	16.0%	26.0%	30.0%
Cho vay/huy động	98.2%	85.1%	88.4%	96.8%	93.1%
GDP danh nghĩa	974,264	1,143,715	1,477,716	1,645,481	1,933,441
Tỷ trọng vốn cho vay so với GDP	68.8%	89.6%	83.6%	103.6%	110.2%

Nguồn: IMF, SBV, HSC dự báo

nếu các ngân hàng không huy động thêm được vốn. Và điều này lại phụ thuộc vào lãi suất huy động của các ngân hàng.

Chúng tôi cho rằng nếu cho phép tăng lãi suất huy động, thì đường cong lãi suất huy động sẽ tăng mạnh ở các kỳ hạn dài do triển vọng lãi suất còn chưa rõ ràng vào thời điểm hiện tại. Tuy nhiên, nếu mức tăng CPI theo tháng giảm dần kể từ tháng 2 trở đi thì theo chúng tôi, có thể sẽ bắt đầu có những thay đổi trên đường cong lãi suất huy động và thậm chí lãi suất huy động đối với kỳ hạn dài sẽ giảm.

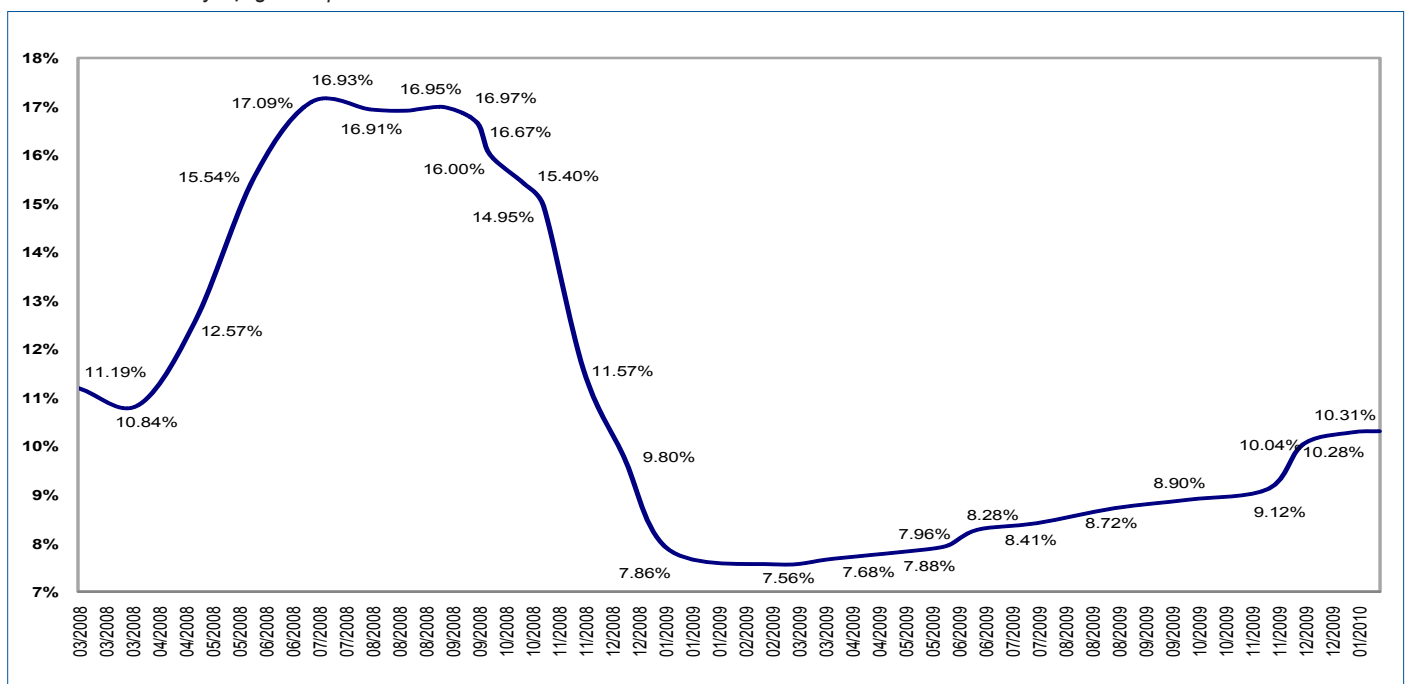
Tín hiệu tích cực là lãi suất cho vay qua đêm trên thị trường liên ngân hàng đã giảm trở lại sau khi tăng mạnh vào tháng 11 năm ngoái. Tuy nhiên, do nhu cầu vay vốn cao vào dịp Tết âm lịch đang đến gần, thì lãi suất đã bắt đầu tăng trở lại. Sự hỗ trợ từ phía NHNN thông qua nghiệp vụ thị trường mở mới chỉ ở mức đủ đáp ứng nhu

cầu các ngân hàng chứ chưa tăng được nhiều thanh khoản.

NHNN cam kết duy trì chính sách tiền tệ thắt chặt trong mùa cao điểm của nhu cầu vốn. Do đó, mặc dù tăng trưởng tín dụng đầu năm bị hạn chế bởi một tập hợp các yếu tố gồm: trần lãi suất huy động (gây khó khăn cho các ngân hàng trong việc huy động vốn) và quan điểm chặt chẽ hơn trong việc thực hiện các hoạt động thị trường mở của NHNN (hạn chế các ngân hàng huy động vốn). Điều nghịch lý là thị trường đang chờ đợi một đợt tăng lãi suất nữa để giảm sức ép về nhu cầu vốn.

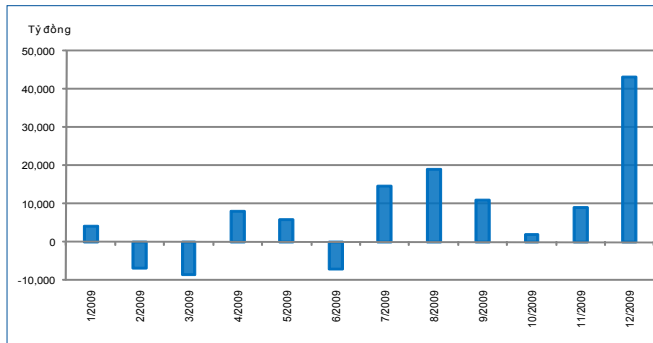
Hiện tại các ngân hàng đã cho vay lại trong những tuần gần đây với lãi suất cho vay trong nhiều trường hợp lên tới xấp xỉ 19%/năm, nghĩa là cao hơn nhiều so với trần lãi suất quy định. Cả hệ thống ngân hàng hiện vẫn ở trong tình trạng căng thẳng về vốn.

Biểu 35 - Lãi suất huy động bình quân



Nguồn: website ngân hàng

Biểu 35a - Nghiệp vụ thị trường mở, mua ròng theo tháng năm 2009



Nguồn: Reuters và HSC tính toán

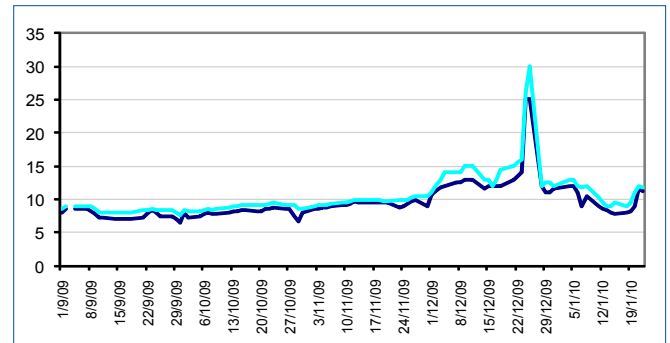
HSC dự báo có khả năng lãi suất cơ bản sẽ được nâng lên trong Q1

HSC dự báo lãi suất cơ bản có khả năng sẽ được nâng thêm 1% trong Q1. Và theo chúng tôi, đợt tăng lãi suất này sẽ là dấu hiệu chấm dứt cho thời kỳ chính sách tiền tệ chặt của NHNN và giúp tăng tính thanh khoản trong hệ thống. Lãi suất cơ bản đã không còn trực tiếp tác động đến lãi suất cho vay trên thị trường (và giờ lãi suất cho vay trên thị trường chịu ảnh hưởng trực tiếp của trần lãi suất và những thủ thuật mà các ngân hàng sử dụng để lách trần lãi suất).

Thay vào đó, thông qua đặt ra trần lãi suất cho vay và huy động vốn, thì NHNN trực tiếp tác động đến thanh khoản trong hệ thống ngân hàng. Trần lãi suất cao có thể làm tăng dòng tiền chảy vào hệ thống ngân hàng nhờ lãi suất huy động vốn tăng. Nhờ vậy, tiền dùng để cho vay sẽ tăng và lãi suất cho vay có thể giảm xuống một chút thông qua việc giảm phí. Điều này có vẻ là một nghịch lý nhưng lại là một thực tế. Và quan trọng hơn nữa là điều này sẽ cho phép tín dụng tăng trưởng.

Sau khi tăng lãi suất, HSC cho rằng NHNN sẽ giữ lãi suất ổn định cho tới Q4 và do đó tránh được tâm lý lo ngại của các nhà đầu tư về việc NHNN sẽ tăng mạnh lãi suất cơ bản. Vấn đề chính đối với việc tăng lãi suất của NHNN là kỳ vọng về lạm phát trong tương lai và ảnh hưởng của lạm phát đối với lợi suất trái phiếu kỳ hạn dài thể hiện trên đường cong lợi suất và lãi suất huy động trên đường cong lãi suất. Nếu CPI sớm đạt mức tăng cao nhất theo tháng thì lợi suất trái phiếu kỳ hạn dài có thể giảm xuống do lạm phát kỳ vọng trong dài hạn giảm xuống. Nếu điều này xảy ra, thì có thể nói chính sách của NHNN đã được thực hiện thành công và lãi suất sẽ được duy trì không đổi trong một thời gian.

Biểu 35b - Lãi suất qua đêm & lãi suất tuần liên ngân hàng kể từ năm 2003



Nguồn: Reuters và HSC

Hoạt động nghiệp vụ thị trường mở và lãi suất qua đêm phản ánh tình trạng thắt chặt thanh khoản

NHNN đã bơm ròng 43 nghìn tỷ vào thị trường thông qua thị trường mở trong tháng 12. Lượng tiền bơm vào này bằng gần một nửa lượng tiền bơm ròng vào thị trường của cả năm 2009. Và xu hướng bơm ròng tiền vào thị trường tiếp diễn trong tháng 1 với việc NHNN chuẩn bị bơm thêm thanh khoản đủ để đảm bảo các định chế tài chính nhỏ có thể hoạt động bình thường.

Tuy nhiên, NHNN vẫn duy trì chính sách tiền tệ chặt và việc bơm thêm tiền của NHNN đã không đủ để ngăn cho lãi suất qua đêm tăng cao đến mức 25% vào ngày 25/12 trước khi giảm trở lại 9% vào đầu tháng 1. Tuy nhiên, trong những ngày gần đây, lãi suất đã tăng trở lại lên mức 12%, là dấu hiệu cho thấy sự căng thẳng trong hệ thống lại bắt đầu xuất hiện trở lại. Các ngân hàng nhỏ thường xuyên gặp phải tình trạng không thể huy động vốn để đảm bảo nhu cầu vốn lưu động của mình qua thị trường qua đêm trong một, hai tháng qua và do đó, lãi suất tăng cao.

Các ngân hàng thương mại quốc doanh và một số ngân hàng thương mại cổ phần lớn như Ngân Hàng Quân Đội và ACB là các ngân hàng cho vay chính trên thị trường qua đêm liên ngân hàng nhưng gần đây, có lẽ do việc NHNN rút tiền về vào cuối năm, nên một số ngân hàng trên thực tế đã ngừng cho vay trên thị trường liên ngân hàng. Điều này giải thích lý do lãi suất tăng mạnh, nhưng may mắn là chỉ tăng trong một khoảng thời gian ngắn.

Sau Tết âm lịch, chúng ta sẽ chứng kiến việc thanh khoản sẽ được rút ra khỏi thị trường liên ngân hàng thông qua nghiệp vụ thị trường mở, vốn là hiện tượng bình thường mang tính thời vụ. NHNN mong muốn đưa lãi suất qua đêm về gần với lãi suất cơ bản.

Biểu 36 - CPI và chỉ số giá các nhóm mặt hàng qua các năm

	FY2006	FY2007	FY2008	FY2009
CPI	6.6%	12.6%	19.9%	6.52%
Lương thực thực phẩm	7.9%	18.9%	31.9%	5.8%
Bia rượu & thuốc lá	5.2%	6.8%	13.1%	7.6%
May mặc, giày dép, mũ	5.8%	6.7%	12.9%	6.1%
Nhà ở & vật liệu xây dựng	5.9%	17.1%	8.5%	12.6%
Đồ gia dụng	6.2%	5.2%	12.7%	4.9%
Các sản phẩm dược, y tế	4.3%	7.1%	9.4%	3.3%
Vận tải & Viễn thông	4.0%	7.3%	6.6%	12.5%
Giáo dục	3.6%	2.0%	6.9%	6.1%
Văn hóa - giải trí	3.5%	1.7%	10.3%	2.1%
Các hàng hóa dịch vụ khác	6.5%	9.0%	13.0%	11.2%

Nguồn: GSO

CPI – áp lực lạm phát đang ngày càng gia tăng

Năm 2009, CPI tăng 6.52% so với năm 2008. HSC dự báo CPI năm 2010 sẽ tăng 11.5%, tương đương trung bình mỗi tháng tăng 0.96%. Giá cả tăng nhanh kể từ mùa hè và trong hai tháng vừa qua, mức tăng CPI theo tháng khá cao. Tuy nhiên, có 2 điểm chúng ta cần lưu ý: (1) Giỏ hàng hóa tính CPI đã được thay đổi, trong đó tỷ trọng nhóm hàng thực phẩm có giá biến động mạnh đã giảm xuống (2) Các cơ quan quản lý nhà nước đã có những phản ứng chính sách nhanh hơn trong việc giảm thanh khoản nhằm giảm nhiệt phần nào nền kinh tế. Do đó, áp lực gia tăng lạm phát nhiều khả năng sẽ không vượt ngoài tầm kiểm soát như đã diễn ra trong giai đoạn 2007-2008.

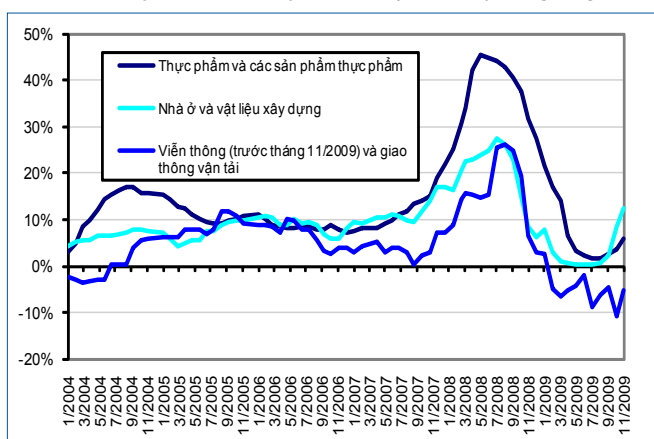
Tuy nhiên, tháng cuối của năm 2009 chúng ta chứng kiến CPI tăng đến 1.38% so với tháng trước đó, là mức tăng theo tháng mạnh nhất trong năm 2009 trong bối cảnh giá lương thực, cước viễn thông, giá nguyên vật liệu xây dựng tăng mạnh. Mức tăng theo năm đã chạm đáy ở mức 1.97% vào tháng 8 và xu hướng biến động của mức tăng CPI theo năm đã thay đổi theo chiều

hướng tăng. Một lý do giải thích cho việc mức tăng CPI theo năm tăng mạnh gần đây là việc so sánh số liệu của tháng 11 và 12 là khá khó khăn (tháng 11 và 12 năm 2008, mức tăng CPI theo tháng lần lượt là -0.7% và -0.8%).

Vào tháng 1, chúng tôi dự báo CPI theo tháng sẽ tăng 1.2%, và mức tăng CPI theo tháng sẽ có xu hướng giảm nhẹ. Và mức tăng CPI tháng 2 so với tháng 1 có thể sẽ đạt mức tăng theo tháng cao nhất trong chu kỳ biến động CPI hiện tại. Đồng thời chúng tôi cũng dự đoán xu hướng này sẽ giảm xuống kể từ tháng 3 trở đi. Tuy nhiên mức tăng CPI theo năm sẽ chưa đạt mức cao nhất trước cuối mùa hè.

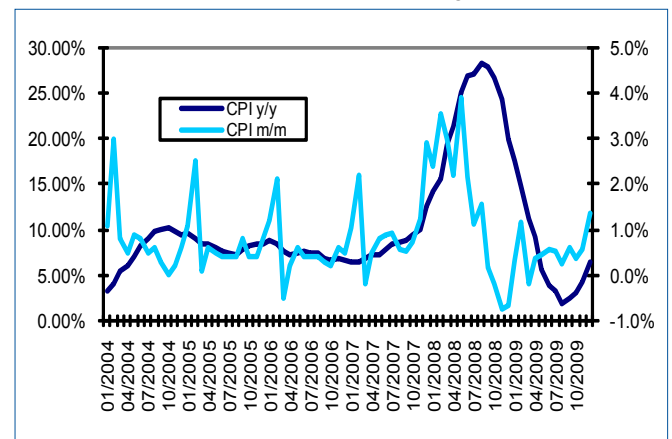
Mức tăng CPI theo tháng trong tháng 12 chịu ảnh hưởng bởi mức tăng theo tháng của nhóm hàng thực phẩm, tăng 6.88%; nhóm hàng viễn thông và vận tải, tăng 2.47%, nhóm hàng vật liệu xây dựng và nhà ở, tăng 1.4%. Giá nhiều mặt hàng thực phẩm tăng trong thời gian gần đây một phần do giá cả các mặt hàng

Biểu 37 - Các yếu tố CPI chủ yếu - Thực phẩm, xây dựng và giao thông



Nguồn: GSO

Biểu 38 - CPI Việt Nam theo năm và theo tháng



Nguồn: GSO

nông sản trên thế giới tăng mạnh. Cả giá thép và giá xăng dầu cũng tăng. Ở một mức độ nào đó, thì việc phá giá đồng VNĐ diễn ra vào tháng 11 cũng ảnh hưởng đến CPI của tháng 12 và chúng tôi sẽ phân tích điều này ở bên dưới. Ngoài ra, dịp Tết nguyên đán cũng là một nguyên nhân ảnh hưởng tới CPI tháng 12.

Tháng 12/2009 là tháng đầu tiên kể từ tháng 2/2009 CPI tăng trên 1%/tháng. Tuy nhiên, cũng cần lưu ý là 3 trong 4 tháng vừa qua, CPI tăng trên 0.5%/tháng. Điều này rõ ràng cho thấy tốc độ tăng CPI đang ngày càng cao. Trong tháng 12, lần đầu tiên kể từ tháng 2 năm ngoái, 3 trong 11 nhóm mặt hàng trong giỏ tính CPI có mức tăng trên 1% và trên 1%/tháng.

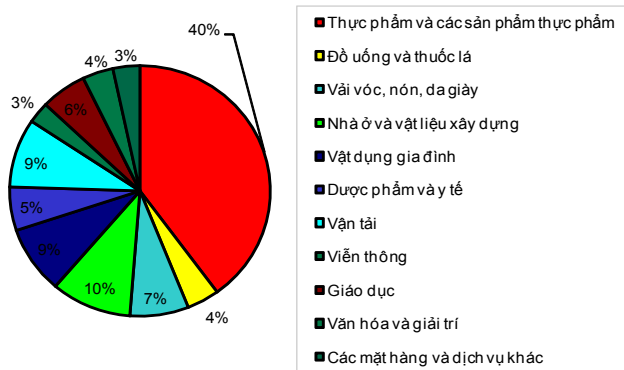
Tuy nhiên, nếu gạt những yếu tố mang tính ngắn hạn này qua một bên thì rõ ràng là CPI hiện tại đã trở về mức dự kiến mặc dù CPI vào thời điểm cuối năm tăng thấp hơn 1% so với mức HSC dự đoán là 7.5%/năm. Trong năm 2010, HSC dự báo CPI sẽ tăng 11.5%/năm, tương đương 0.96%/tháng tương ứng với mức tăng GDP từ 6.5-7% và mức trượt giá của đồng VNĐ từ 3-5%.

Phần lớn lạm phát của Việt Nam bắt nguồn từ nhập khẩu, tức là phụ thuộc nhiều vào biến động giá cả hàng hóa thế giới thậm chí là đối với nhiều mặt hàng mà Việt Nam là nước xuất khẩu chủ yếu như gạo, cà phê và dầu thô. Mặc dù có nhiều thay đổi trong cơ cấu của giỏ hàng hóa tính CPI, thì tỷ lệ của nhóm hàng hóa nguyên liệu cơ bản và thực phẩm thiết yếu vẫn cao do hầu hết dân số Việt Nam sống ở vùng nông thôn.

Một nhân tố tích cực là sự thay đổi tỷ lệ các mặt hàng trong giỏ hàng hóa tính CPI từ Q3 cộng với sự thay đổi trong phương pháp tính chỉ số này. Tỷ lệ của nhóm hàng có giá biến động mạnh nhất là nhóm hàng lương thực, thực phẩm đã giảm từ 43% xuống 39.9%. Điều này có thể sẽ giúp chỉ số CPI ổn định hơn.

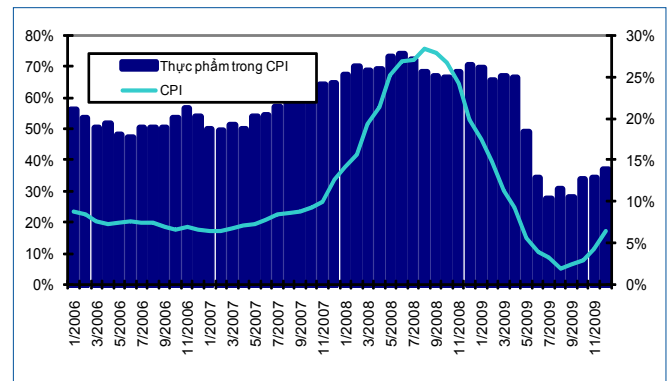
Dẫu vậy, chúng tôi dự đoán giá các mặt hàng lương thực thực phẩm và hàng hóa cơ bản sẽ tăng nhanh do nhu cầu cao và nguồn cung hạn chế (chẳng hạn như gạo và cà phê) và sẽ ảnh hưởng tới CPI. Bên cạnh đó, trong dự báo của mình chúng tôi cũng đề cập đến việc đồng VNĐ sẽ trượt giá từ 3-5%. Tác động của việc trượt giá đến CPI này sẽ được chúng tôi trình bày bên dưới trên cơ sở phân tích các diễn biến trong quá khứ.

Biểu 39 - Giỏ hàng hóa CPI Việt Nam



Nguồn: GSO

Biểu 40 - CPI và thực phẩm trong CPI



Nguồn: GSO, HSC tính toán

Những vấn đề xung quanh CPI

Thay đổi giỏ hàng hóa tính CPI

Chuyên viên phân tích - Đoàn Thị Thu Hoài

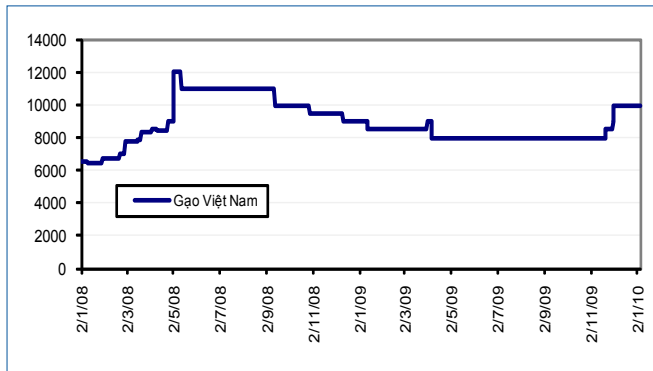
- Giỏ hàng hóa tính CPI đã thay đổi từ tháng 11, là một bước trong quá trình điều chỉnh giỏ hàng hóa tính CPI của Việt Nam, phản ánh quá trình chuyển đổi dần thành một quốc gia có thu nhập trung bình và có mức độ đô thị hóa cao hơn. Gần đây, giỏ hàng hóa được thay đổi 5 năm một lần.
- Cách tính CPI mới được áp dụng bắt đầu từ tháng 11/2009 cho tới 2014. Theo chuẩn mực quốc tế, giỏ hàng hóa tính CPI được điều chỉnh để phù hợp với sự thay đổi trong cơ cấu tiêu dùng.
- Số hàng hóa và dịch vụ được đưa vào giỏ hàng hóa tăng từ 494 lên 572 và tỷ trọng nhóm hàng lương thực & thực phẩm và đồ uống & thuốc lá giảm trong khi các nhóm mặt hàng khác tăng. Hiện tại có 11 nhóm hàng hóa (trước kia là 10). Nhóm hàng hóa vận tải và viễn thông đã được tách riêng.
- Trước đây, Tổng cục thống kê sử dụng số trung bình cộng để tính giá cả bình quân tại từng địa điểm khảo sát. Hiện tại, Cơ quan này sử dụng trung bình nhân để tính. Giá tính theo phương pháp trung bình nhân nhỏ hơn giá trung bình tính theo phương pháp trung bình cộng. Tuy nhiên chênh lệch giữa hai cách tính là không đáng kể.
- Theo Tổng cục thống kê, phần mềm dùng để tính CPI đã được nâng cấp để tính được tốt hơn dữ liệu thu thập được tại mỗi quận, huyện. Tại cấp tỉnh/thành phố, Tổng cục thống kê có thể lấy số liệu thống kê từ từng quận, huyện hoặc tập trung số liệu tại phòng thống kê của mỗi tỉnh. Nếu tập trung số liệu tại phòng thống kê của mỗi tỉnh thì chất lượng số liệu thu thập sẽ được tốt hơn điều mà trước đây khó có thể làm được.

- Trong lần điều chỉnh này, tỷ trọng của nhóm hàng lương thực, thực phẩm giảm từ 42.95% xuống còn 39.93%. Tỷ trọng nhóm hàng bia rượu, nước giải khát & thuốc lá giảm từ 4.56% xuống 4.03%. Tỷ trọng của hai nhóm vận tải và viễn thông (hiện tại đã được tách riêng) tăng từ 9.04% lên 11.6%. Tất cả các nhóm hàng khác không có thay đổi nhiều.
- Xu hướng chung là tăng ảnh hưởng của nhóm hàng được người dân đô thị sử dụng nhiều, trong đó, nhóm hàng vận tải và giáo dục được tiêu dùng nhiều hơn so với thực phẩm.
- Về mặt tác động đến CPI của Việt Nam, nhóm hàng lương thực, thực phẩm vẫn còn ảnh hưởng nhiều và do đó, sự thay đổi tỷ trọng giữa các nhóm hàng trong giỏ hàng hóa tính CPI không ảnh hưởng nhiều đến CPI trong năm 2010.

Chỉ số nhóm hàng lương thực thực phẩm tăng trở lại

- Là một thành phần chủ yếu trong CPI (hiện tại chiếm 39.9% trong giỏ hàng hóa tính CPI), chỉ số nhóm hàng lương thực – thực phẩm đã bắt đầu tăng trở lại. Do đó, chúng ta cần theo dõi sát sao chỉ số của nhóm hàng này. Việc so sánh chỉ số này trong cùng kỳ của năm không có nhiều ý nghĩa do chỉ số lương thực theo tháng giảm mạnh trong Q4 và Q1 của năm 2008 và 2009. Nếu tốc độ gia tăng của CPI tiếp tục tăng lên thì chúng cần tìm ra nguyên nhân dẫn tới sự gia tăng này.
- Chỉ số nhóm hàng lương thực – thực phẩm tháng 12 tăng 2.06% so với tháng 11, trong đó chỉ số nhóm hàng lương thực tăng 6.88%/tháng. Giá lương thực tăng 2.2% trong tháng 11, là lần tăng theo tháng đầu tiên của chỉ số này kể từ tháng 3. Trên thực tế, mức tăng tích lũy trong hơn 2 tháng đạt 9.1% nhắc

Biểu 41 - Giá gạo ở Việt Nam (2008-2010)



Nguồn: Bộ tài chính TPHCM

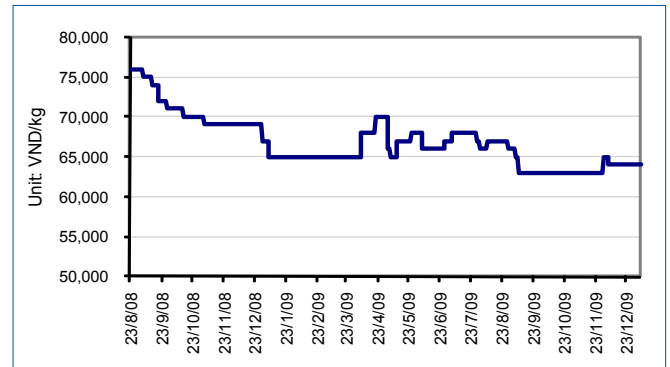
chúng ta nhớ lại mức tăng hồi 6 tháng đầu năm 2008 và cần theo dõi nếu chỉ số này tiếp tục tăng trong Q1.

- Mặc dù khó có thể chia nhóm hàng này ra nhỏ hơn, nhưng chúng ta có thể theo dõi chặt chẽ giá của mặt hàng gạo và thịt lợn cộng với thực phẩm nhập khẩu, vốn là những nhân tố chủ yếu quyết định xu hướng biến động của chỉ số lương thực – thực phẩm trong tương lai. Và mặc dù đã có một vụ mùa bội thu tại vùng lúa miền Nam trong thời gian gần đây, thì giá gạo (xem biểu đồ) vẫn tăng lên trong hai tháng qua. Trái lại, giá thịt lợn sau khi tăng nhẹ trong vài tháng trước đã giảm nhẹ trở lại.
- Thực phẩm nhập khẩu biến động nhiều hơn do chịu tác động từ thị trường ngoại hối. Việc phá giá đồng VNĐ thể hiện ảnh hưởng rõ ràng nhất tới giá cả và có thể là một động lực đẩy giá cả tăng từ giờ cho tới cuối Q1. Gần đây, Bộ tài chính đã bác bỏ đề xuất đặt giá trần đối với mặt hàng sữa (72% mặt hàng này là từ nhập khẩu). Theo dõi giá sữa là một cách để nắm bắt tình hình biến động giá cả thực phẩm nhập khẩu.

Sự phức tạp trong việc xác định giá xăng dầu

- Hiện tại, giá xăng tại Việt Nam cao hơn so với giá thế giới một chút. Và trong khi giá dầu thô trong 6 tháng đầu năm 2009 ổn định thì với việc chính phủ áp dụng cơ chế giá tự do đã khiến giá xăng trong nước tăng 23.5% tính từ đầu mùa hè trước khi giảm 3.2% vào đầu tháng 10. Sau đó, giá tiếp tục tăng thêm 7.2% trong tháng 11 và giảm trở lại 2.1% trong tháng trước.
- Nguyên nhân dẫn tới sự tăng giá xăng trong mùa hè một phần là do nhu cầu tăng doanh thu từ thuế trong năm 2009 nhằm thu lại một phần khoản thâm hụt lớn phát sinh trong năm 2007 và 2008 do chính phủ bù lỗ giá xăng cho các doanh nghiệp kinh doanh

Biểu 42 - Giá thịt heo (giò heo)

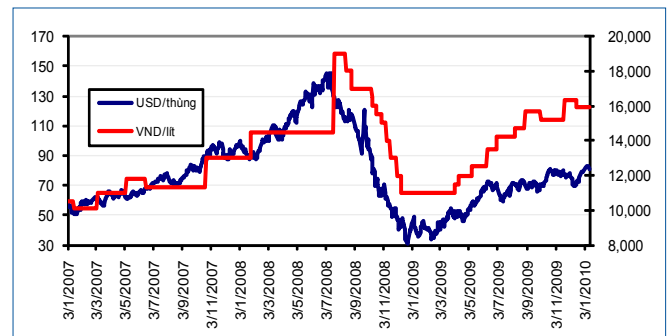


Nguồn: Bộ tài chính TPHCM

anh xăng dầu do các doanh nghiệp này phải bán xăng thấp hơn giá thị trường.

- Chính phủ đã ngừng việc hỗ trợ giá xăng kể từ tháng 9/2008 vì không có đủ ngân sách để thực hiện việc này nhưng các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu không được phép tự đặt ra giá bán lẻ xăng. Cơ chế giá xăng hiện nay vừa mang tính chất theo giá thị trường vừa chịu sự quản lý của chính phủ. Theo cơ chế cũ, các doanh nghiệp kinh doanh nhiên liệu không có quyền tự quyết định giá bán xăng mà phải xin phép Bộ tài chính trước khi thay đổi giá bán xăng. Thêm vào đó, chính phủ liên tục thay đổi chính sách thuế, gây khó khăn cho các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu trong việc giữ giá ổn định và cạnh tranh.
- Có một số bất cập nảy sinh do chính phủ đồng thời muốn đạt được cả hai mục tiêu chính sách. Bộ tài chính thì muốn có thêm doanh thu cho ngân sách và tạo ra một quỹ bình ổn giá xăng trong khi Bộ Công thương lại muốn đảm bảo cung cấp đủ xăng dầu cho nhu cầu trong nước.
- Hiện tại các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu vẫn phải tiếp tục hoàn trả 1.000 đồng/lít xăng tiền ngân sách đã tạm ứng bù lỗ cho doanh nghiệp trong năm

Biểu 43 - Giá dầu thô giao ngay ở West Texas và giá xăng A92 từ năm 2007



Nguồn: Bloomberg và các nguồn khác

2007 và 2008 (và khoản tiền bù lỗ này được trích từ nguồn ngân sách nhà nước). Và trước mắt giá xăng dầu được giữ ở mức cao so với mức giá thực tế trên thị trường và chính các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu sẽ phải bù cho phần chênh lệch này thông qua khoản hoàn trả tiền tạm ứng bù lỗ trước đó từ ngân sách nhà nước. Đồng thời, việc hoàn trả này còn giúp cải thiện quỹ bình ổn cho phép chính phủ can thiệp vào thị trường xăng dầu khi cần thiết. Ngoài ra, chính phủ cũng yêu cầu đóng góp 100 đồng/lít dầu diesel và 200 đồng/lít dầu vào quỹ bình ổn giá xăng dầu. Theo đó, các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu vẫn phải tiếp tục hoàn trả thêm khoảng 2,508 nghìn tỷ đồng tạm ứng bù lỗ còn lại (tương đương 140,606 triệu USD) cho ngân sách nhà nước.

- Chúng tôi ước tính cứ mỗi lít xăng bán ra thị trường, chính phủ thu về khoảng 500 đồng chênh lệch giữa giá bán buôn và giá nhập khẩu. Và như chúng tôi đề cập ở trên, khoản thu này một phần sẽ được dùng để hoàn trả khoản bù lỗ lớn phát sinh trước đây và một phần được đưa vào quỹ bình ổn giá xăng dầu để chính phủ có thể hỗ trợ giá xăng dầu trong trường hợp cần thiết. Rõ ràng quan điểm của Bộ tài chính là chính người tiêu dùng cũng cần phải tự đóng góp vào quỹ bình ổn (gần giống như hình thức đóng quỹ bảo hiểm).
- Chính phủ đã đề xuất một cơ chế giá mới trong đó giá bán sẽ gần với giá thị trường hơn. Theo một đề xuất mới đây của Bộ tài chính và Bộ công thương, thì các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu sẽ được phép quyết định giá bán lẻ xăng trong phạm vi giá cơ bản sẽ được tính lại từ 10 đến 20 ngày một lần và được công bố rộng rãi. Chính phủ sẽ tính giá cơ bản bao gồm giá CIF (giá mua, phí bảo hiểm, cước phí) chi phí kinh doanh của doanh nghiệp, các loại thuế, phí khác và các khoản trích nộp khác và lợi nhuận.
- Nếu giá cơ bản cao hơn giá bán lẻ hiện tại từ 7% trở xuống thì các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu

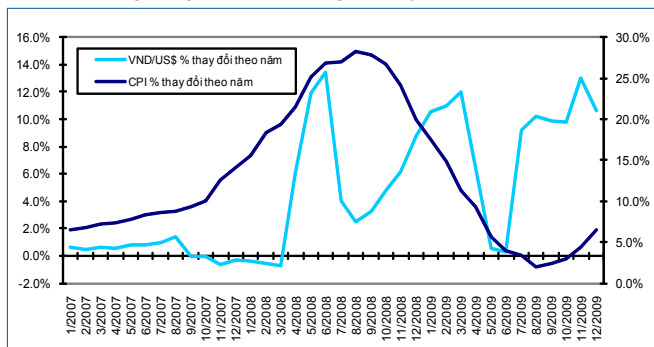
sẽ được phép tăng giá bán lên tương ứng. Từ trên 7% đến 12% thì các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu có thể nâng giá bán tương ứng với 80% của mức chênh lệch giữa giá cơ bản và giá bán lẻ hiện tại, 20% còn lại sẽ được chính phủ bù lỗ thông qua quỹ bình ổn giá, được lập ra từ một phần khoản thu từ doanh thu bán lẻ xăng dầu.

- Trong tương lai, chúng tôi cho rằng giá xăng dầu có thể tiếp tục tăng trong ngắn hạn nếu giá thế giới ổn định đồng thời chính phủ nhận thấy đã thu về đủ doanh thu cần thiết. Thông điệp mà chính phủ Việt Nam muốn đưa ra ở đây là Việt Nam đang trong quá trình quá độ chuyển sang chế độ giá thị trường đối với các sản phẩm xăng dầu. Quá trình này sẽ diễn ra từng bước và sẽ gây ra một số xáo trộn.
- Chúng tôi dự báo giá xăng A92 sẽ nhìn chung biến động theo giá thế giới nếu CPI không tăng mạnh và chính phủ không dùng đến các biện pháp kiểm soát ngắn hạn. Tuy nhiên, chính sách kiểm soát giá xăng dầu nói trên có những nhược điểm riêng và có thể đem lại những hậu quả khôn lường. Do đó, chính phủ có lẽ sẽ không muốn phải dùng đến chính sách này.

Tác động phá giá đồng tiền đối với chỉ số CPI?

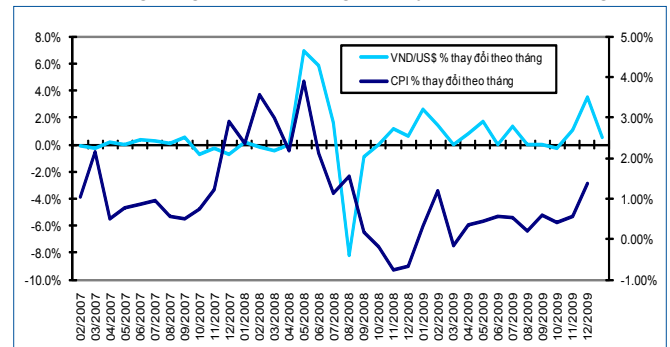
- Việc tìm mối liên hệ cụ thể mang tính nhân quả giữa việc phá giá đồng VNĐ và chỉ số CPI không phải là một việc làm dễ dàng như nhiều người vẫn nghĩ. Việc phá giá đồng VNĐ chỉ là một nhân tố dẫn đến việc giá cả hàng hóa tại Việt Nam tăng và rất khó để tìm ra mối liên hệ chẳng hạn giữa giá lương thực – thực phẩm và mức độ biến động giá trị đồng VNĐ theo tháng hoặc theo năm.
- Sau đợt phá giá đồng VNĐ hồi tháng 11, chúng tôi đã tạo ra rất nhiều biểu đồ cốt tìm ra mối liên hệ giữa chỉ số CPI và sự phá giá đồng tiền. Trên thực tế, nếu việc phá giá đồng tiền tiếp tục diễn ra thì tất yếu sẽ tạo ra mối quan hệ nhân quả giữa việc phá giá này với chỉ số CPI. Tuy nhiên, chúng tôi chỉ tập

Biểu 44 - Sự giảm giá của tiền đồng và thay đổi CPI theo năm



Nguồn: GSO, HSC thu thập

Biểu 45 - Sự giảm giá của tiền đồng và thay đổi CPI theo tháng %



Nguồn: GSO, HSC thu thập

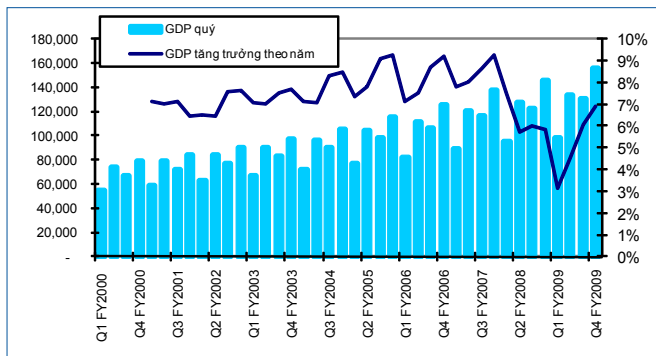
trung cụ thể vào giai đoạn Q2/2008, khi việc phá giá đồng tiền diễn ra đồng thời với sự gia tăng khá mạnh của chỉ số CPI. Khi nhìn vào cả đồ thị biến động theo năm và theo tháng, theo CPI hay theo chỉ số giá lương thực thì chúng ta đều thu được cùng một kết quả là một đợt tăng khá mạnh của các chỉ số. Việc chỉ số CPI và giá cả lương thực tăng diễn ra trước khi có sự phá giá đồng tiền và tác động của việc phá giá đồng tiền đến CPI cũng như giá cả lương thực không lớn và tác động này chỉ thể hiện rõ ở cuối của chu kỳ.

- Chúng tôi khi đó đã cho rằng nhân tố chính dẫn đến sự gia tăng của CPI là do giá cả hàng hóa trong nước và quốc tế tăng chứ không phải do việc phá giá đồng tiền. Tuy nhiên, ảnh hưởng của việc phá giá đồng tiền đến CPI thể hiện rõ vào khoảng thời gian Q2/2008 khi mà CPI chịu ảnh hưởng từ cả việc tăng giá cả hàng hóa và phá giá đồng tiền. Chúng ta cũng có thể phần nào nhận thấy điều này khi nhìn vào chuỗi số liệu mức tăng của CPI theo tháng trong giai đoạn tháng 4/tháng 5 năm 2008. Tuy nhiên, việc tăng giá của đồng tiền chỉ diễn ra trong thời gian ngắn nên khó có thể thấy được tác động dài hạn của nó lên giá cả.
- Dựa vào biểu đồ thể hiện mức tăng theo năm của CPI, chúng ta khó có thể thấy được mối liên hệ nhân quả giữa việc phá giá đồng tiền và chỉ số CPI. Có thể thấy được một chút sự tác động của sự thay đổi giá trị đồng tiền đối với CPI khi nhìn vào mức tăng CPI theo năm trong giai đoạn tháng 4/tháng 5 năm 2008 nhưng khi đồng tiền tiếp tục trượt giá thì

mức tăng mức tăng CPI theo năm từ tháng 8/2008 đến tháng 3/2009 lại giảm mạnh, nghĩa là có sự biến động ngược chiều trong mối liên hệ giữa hai nhân tố này (trong bối cảnh giá thực phẩm và hàng hóa trong nước và thế giới giảm mạnh khi đó). Như vậy, rõ ràng là ảnh hưởng làm tăng giá cả của việc phá giá đồng tiền đã không thể xác định được. Tuy vậy, trong thời gian gần đây, mối liên hệ nói trên đã được xác lập trở lại trong bối cảnh tác động của việc phá giá đồng tiền và việc giá cả tăng đã biến động thuận chiều.

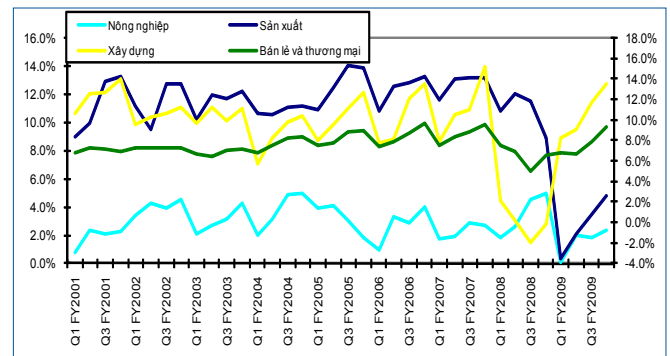
- Chúng tôi cố gắng tìm hiểu tác động tổng hợp của việc giá cả tăng và sự giảm giá của tiền đồng đến CPI. Tuy nhiên, nếu xét riêng thì chỉ riêng việc phá giá đồng tiền không dẫn đến việc CPI tăng. Và phải có thêm yếu tố giá cả tăng do tác động cung cầu thì chúng ta mới có thể thấy được tác động khiến CPI tăng.
- Như vậy, trong mức tăng CPI tháng 12/tháng 1, nhiều người có thể cho rằng đây là do tác động của đợt phá giá đồng tiền gần đây nhưng theo chúng tôi thì điều này là không có cơ sở rõ ràng nếu dựa vào số liệu quá khứ. Theo chúng tôi, tác động của việc phá giá đồng tiền đối với sự gia tăng của CPI sẽ diễn ra từ từ và trong nhiều tháng, nghĩa là có một độ trễ nhất định. Do đó, chúng ta cần thiết lập mô hình để theo dõi và xác định chính xác mối liên hệ nhân quả giữa hai yếu tố này. Chúng tôi cho rằng mối liên hệ này là có tồn tại, tuy nhiên sẽ ở dạng phức tạp hơn so với nhiều người vẫn thường nghĩ.

Biểu 46 - GDP quý và tăng trưởng theo năm



Nguồn: GSO

Biểu 47- Các nhân tố chính trong GDP; thay đổi theo năm và tháng



Nguồn: GSO

Triển vọng GDP năm 2010 – sẽ tăng trưởng cao hơn năm trước

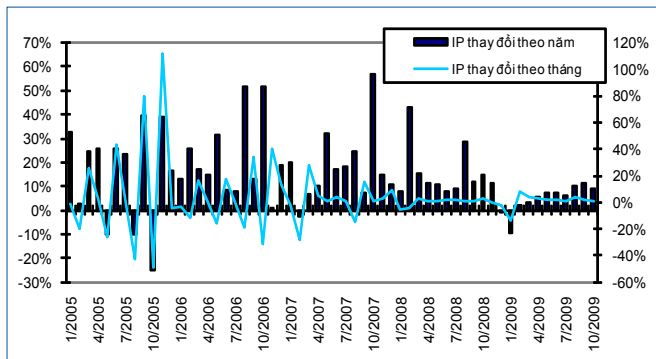
- Tốc độ tăng trưởng GDP thực tế năm 2009 là 5.3%/năm, xấp xỉ bằng dự báo của chính phủ và cao hơn dự báo của HSC một chút (HSC dự báo tăng trưởng GDP 2009 là 4.4% vào tháng 1/2009).
- Trong năm 2010, HSC dự báo GDP tăng 6.3%, thấp hơn một chút so với mức dự báo của chính phủ là 6.5%. Điều này thể hiện rõ trong sự cải thiện mức tăng trưởng GDP của năm ngoại nhưng vẫn thấp hơn so với mức tăng GDP bình quân trong 10 năm là 7.3%/năm. Chúng tôi cũng dự báo GDP danh nghĩa tăng trưởng 17.5%/năm.
- GDP danh nghĩa tăng trưởng 12.5%/năm và chỉ số khử lạm phát là 6.9%/năm. Tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam năm 2009 đã sụt giảm xuống mức 5.3% từ mức 6.18% của năm ngoái. Trong Q1, GDP tăng trưởng 3.1% và tăng trưởng GDP đã dần được cải thiện và đạt 6.9% vào Q4. Nguyên nhân của việc này là do nền kinh tế phục hồi sau khi thanh khoản được ồ ạt bơm vào thị trường dưới hình thức lãi suất thấp; các khoản vay hỗ trợ lãi suất và tín dụng dồi dào.
- Theo ngành nghề, ngành xây dựng tăng khá mạnh, tốc độ tăng trưởng GDP ngành này đạt 11.4%; vận tải tăng 8.9%; dịch vụ tài chính tăng 8.7%; thương mại và bán lẻ tăng 7.8%; khai khoáng tăng 7.6%. Cả ngành xây dựng và khai khoáng đều đã phục hồi, đồng thời các ngành khác tăng trưởng mạnh.
- Ngược lại, GDP của ngành công nghiệp chế biến giảm 10.4% trong năm 2008 và giảm 2.8% trong năm 2009. Nông nghiệp chỉ tăng 1.7% (năm trước tăng 4.2%). Mức tăng trưởng của ngành thủy sản giảm gần 1/2, từ 6% năm 2008 xuống còn 3.5%. Tóm lại, khu vực 1 (nông, lâm nghiệp và thủy sản) và khu vực 2 (công nghiệp & xây dựng) có diễn biến trái chiều với cả ngành giảm và ngành tăng (trong đó xây dựng là ngành tiêu biểu có tốc độ tăng trưởng mạnh). Và ngành dịch vụ sẽ đạt khá khi hầu hết các loại dịch vụ tiếp tục tăng trưởng tốt.
- Trong năm 2010, HSC dự báo tăng trưởng của khu vực 1 và khu vực 2 sẽ cải thiện đáng kể, đặc biệt trong ngành nông nghiệp và sản xuất, mặc dù vẫn thấp hơn so với mức tăng trưởng bình quân dài hạn. Cả hai ngành đều chịu ảnh hưởng nặng nề trong năm ngoái và hiện tại nhờ giá xuất khẩu hàng hóa và sản xuất công nghiệp tăng trở lại, chúng tôi cho rằng nhu cầu sẽ tăng mạnh trở lại.
- Trái lại, chúng tôi dự báo ngành dịch vụ sẽ tăng trưởng 6%, thấp hơn năm 2009 vì theo chúng tôi mảng thương mại và bán lẻ sẽ không duy trì được tốc độ tăng của các năm trước do hai mảng này đã tăng trưởng khá trong năm 2009. Theo đó, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng thực tế của thương mại và bán lẻ năm 2010 sẽ giảm nhẹ so với năm 2009 (lưu ý rằng số liệu về doanh thu bán lẻ là số liệu danh nghĩa, không phải là số liệu thực nên không thể sử dụng để so sánh).

Biểu 48 - GDP theo quý và dự báo cho năm 2010

	Q1 2008	Q2 2008	Q3 2008	Q4 2008	2008	Q1 2009	Q2 2009	Q3 2009	Q4 2009	2009	2009 y/y % thay đổi	tỷ trọng trong GDP năm 2009 (%)	2010 (dự báo)	2010 y/y thay đổi
Tổng GDP	94,842	127,316	123,195	144,873	489,833	97,865	132,888	129,944	155,225	515,909	5.3%	100%	548,541	6.3%
Nhóm ngành I	11,583	28,650	19,791	25,637	86,081	11,633	29,294	20,387	26,249	87,653	1.8%	17.0%	90,354	3.1%
Nông nghiệp	8,627	24,794	15,097	21,565	70,545	8,631	25,291	15,514	21,948	71,473	1.3%	13.9%	73,260	2.5%
Lâm nghiệp	511	497	859	879	2,745	522	514	890	915	2,840	3.5%	0.6%	2,953	4.0%
Thủy sản	2,445	3,359	3,835	3,194	12,792	2,480	3,489	3,983	3,386	13,340	4.3%	2.6%	14,140	6.0%
Nhóm ngành II	41,694	49,051	53,467	60,503	203,791	42,319	51,168	56,095	65,465	215,047	5.5%	41.7%	232,235	8.0%
Sub-total industry	36,065	39,234	41,666	44,114	161,079	36,308	40,816	43,499	46,861	167,484	4.0%	32.5%		
Khai mỏ & khai thác đá	5,615	5,916	5,231	4,303	21,065	5,873	6,500	4,233	6,064	22,670	7.6%	4.4%	23,803	5.0%
Sản xuất	27,064	29,663	33,048	35,640	125,115	27,158	30,288	33,476	37,649	128,571	2.8%	24.9%	140,785	9.5%
Điện, gas và nguồn nước	3,462	3,979	3,912	4,171	14,899	3,278	4,027	5,790	3,148	16,243	9.0%	3.1%	17,705	9.0%
Xây dựng	5,554	9,493	11,276	16,390	42,712	6,011	10,352	12,596	18,604	47,563	11.4%	9.2%	49,941	5.0%
Nhóm ngành III	41,565	49,615	49,936	58,732	199,960	43,913	52,426	53,462	63,511	213,209	6.6%	41.3%	225,953	6.0%
Thương mại và bán lẻ	16,339	17,827	20,837	25,255	80,389	17,451	19,010	22,557	27,610	86,558	7.7%	16.8%	91,319	5.5%
Khách sạn Nhà hàng	4,371	4,814	4,499	4,854	18,561	4,332	4,778	4,703	5,133	18,986	2.3%	3.7%	19,936	5.0%
Vận tải, Truyền thông	4,384	5,322	6,089	5,363	21,266	4,737	5,872	6,636	5,819	23,070	8.5%	4.5%	25,146	9.0%
Tài chính, tín dụng, bảo hiểm	1,619	1,995	2,895	3,782	10,291	1,703	2,142	3,174	4,147	11,186	8.7%	2.2%	12,192	9.0%
Khoa học kỹ thuật	274	653	895	1,092	2,906	291	694	940	1,172	3,092	6.4%	0.6%	3,247	5.0%
Các hoạt động liên quan tới kinh doanh và dịch vụ tư vấn	4,203	4,179	4,225	3,686	16,268	4,411	4,193	4,335	3,783	16,682	2.5%	3.2%	17,099	2.5%
Quản lý nhà nước	2,596	3,643	2,783	3,952	12,974	2,782	3,906	2,987	4,250	13,918	7.3%	2.7%	14,614	5.0%
Giáo dục & đào tạo	3,256	5,554	3,155	4,826	16,721	3,453	5,898	3,300	5,208	17,818	6.6%	3.5%	19,154	7.5%
Y tế và hoạt động cứu trợ xã hội	1,343	1,992	1,573	2,239	7,117	1,427	2,118	1,641	2,411	7,596	6.7%	1.5%	8,128	7.0%
Các hoạt động văn hóa thể thao	455	803	474	963	2,682	478	845	506	1,049	2,875	7.2%	0.6%	3,019	5.0%
Hoạt động Đảng, đoàn thể và hiệp hội	132	138	124	132	525	141	148	131	142	560	6.7%	0.1%	588	5.0%
Dịch vụ cá nhân và xã hội	2,387	2,486	2,182	2,364	9,419	2,490	2,602	2,333	2,549	9,974	5.9%	1.9%	10,573	6.0%
Dịch vụ dân dụng	206	208	206	222	840	216	221	219	238	893	6.3%	0.2%	938	5.0%

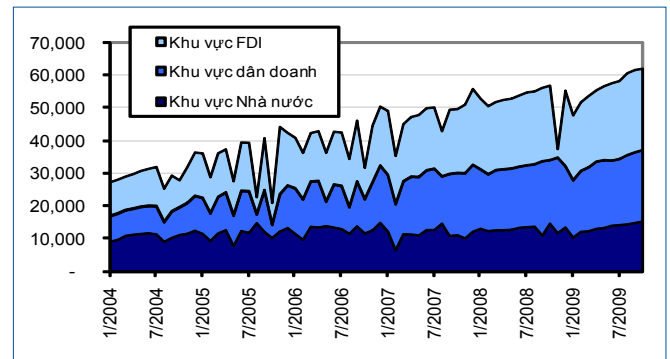
Nguồn: GSO và HSC dự báo

Biểu 49 - Sản lượng công nghiệp; xu hướng thay đổi theo năm & tháng



Nguồn: GSO

Biểu 50 - Sản lượng công nghiệp phân chia theo khu vực



Nguồn: GSO

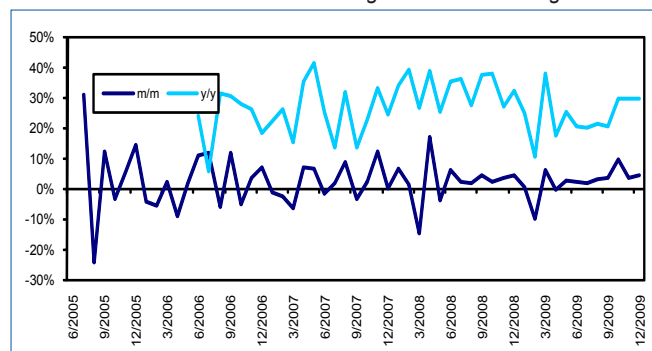
Sản xuất công nghiệp sẽ tăng trở lại

- Trong năm 2009, sản xuất công nghiệp tăng 6.7%, đạt 697,000 tỷ đồng. Sau khi giảm mạnh vào tháng 1/2009, thì bắt đầu từ tháng 5, sản xuất công nghiệp đã phục hồi khá tốt. Đến cuối năm, sản xuất công nghiệp đã tăng mạnh. Sản xuất công nghiệp Q1 giảm 6.8% so với quý trước. Trong Q2, sản xuất công nghiệp tăng 6.6% so với Q1 và đến Q4/2009, sản xuất công nghiệp tăng mạnh 11% so với Q4/2008. Theo các thành phần kinh tế thì khu vực kinh tế quốc doanh tăng 2%/năm, kinh tế ngoài quốc doanh tăng 9.5%/năm và khu vực kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài tăng 7.2%/năm.
- Chúng tôi dự báo sản xuất công nghiệp năm 2010 sẽ tăng 15.2%, đạt 802,939 tỷ đồng. Theo thành phần kinh tế, thì khu vực kinh tế quốc doanh tăng 16.9%, đạt 197,095 tỷ đồng, khu vực kinh tế ngoài quốc doanh tăng 13.9%, đạt 278,363 tỷ đồng và khu vực kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài tăng 15%, đạt 326,241 tỷ đồng. Có 2 lý do giải thích cho việc sản xuất công nghiệp khu vực kinh tế quốc doanh tăng mạnh nhất là: sản xuất công nghiệp của khu vực kinh tế quốc doanh đạt thấp trong năm ngoái và các doanh nghiệp quốc doanh chủ chốt vẫn sẽ được hưởng lãi suất vay thấp.
- Sản xuất công nghiệp tháng 12 tăng 4.2% so với tháng trước và tăng 13% so với cùng kỳ năm trước, đạt 65,829 tỷ đồng. Đây là mức tăng cao nhất kể từ tháng 3/2009 và là tháng thứ 11 liên tiếp giá trị sản xuất công nghiệp tháng sau tăng so với tháng trước tính từ thời điểm tháng 8/2008. Do việc so sánh mức tăng theo năm sẽ dễ dàng hơn kể từ nay cho tới cuối Q1, nên chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng theo năm sẽ tiếp tục đạt cao. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tăng trưởng công nghiệp tháng 1, và 2 so với tháng trước đó sẽ giảm do yếu tố thời vụ.
- Theo ngành, giá trị sản xuất công nghiệp của ngành ô tô và thủy hải sản đã phục hồi mạnh mẽ và trong vài tháng gần đây đã chứng lại. Ngành may mặc và giày dép cách đây hai tháng bắt đầu tăng nhẹ. Giá trị sản xuất thép và xi măng cũng như nội thất tăng trưởng khá bắt đầu từ Q3. Cuối cùng, các ngành sản xuất giấy và nhựa cũng đang có dấu hiệu phục hồi.
- Bức tranh chung là khá sáng sủa mặc dù nếu xét theo ngành thì những ngành chủ yếu dựa vào xuất khẩu như dệt may và giày dép mới chuẩn bị phục hồi. Và sự phục hồi này cần được khẳng định và chúng ta sẽ chờ xem liệu các ngành này có tăng trưởng trở lại vào Q1 này hay không.
- Chúng tôi đã có những số liệu ban đầu về sản xuất công nghiệp trong tháng 1/2010, trong đó giá trị sản xuất công nghiệp giảm 4.6% so với tháng trước, xuống 62,791 tỷ đồng nhưng tăng 28.4% so với cùng kỳ năm trước. Tương tự như số liệu về kinh ngạch thương mại, thì số liệu về giá trị sản xuất công nghiệp tháng 1/2009 cũng dễ dàng để so sánh và mức sụt giảm theo nguồn bắt nguồn từ yếu tố thời vụ. Do đó, cho đến khi có được số liệu về giá trị sản xuất công nghiệp của cả Q1, thì xu hướng tăng giảm của giá trị sản xuất công nghiệp sẽ khó dự báo, mặc dù theo chúng tôi sản xuất công nghiệp sẽ vẫn tiếp tục phục hồi.

Doanh thu bán lẻ sẽ trở lại mức bình thường

- Doanh thu bán lẻ danh nghĩa năm 2009 tăng 23.6%, đạt 1,193,572 tỷ đồng. Sau khi giảm 1.2% trong Q1 (so với Q4/2008), doanh thu bán lẻ tăng dần và trong Q4, doanh thu bán lẻ tăng 18.9% so với Q3. Doanh thu bán lẻ tư nhân và cá nhân (chúng tôi gộp hai mảng này vào làm một do có sự phân chia lại các hạng mục bán lẻ từ Q3 trở đi) chiếm khoảng 87% trong tổng doanh thu bán lẻ, tăng 26% so với cùng kỳ năm trước.
- Sự tăng trưởng của doanh thu bán lẻ có thể giải thích một phần bởi tác động tăng của chỉ số CPI và phần còn lại là do sự phục hồi của tổng cầu. Mặc dù vậy, mức tăng doanh thu bán lẻ năm 2009 là một trong những mức tăng mạnh nhất và không bị tác động nhiều bởi sự sụt giảm trong Q1.
- Trong năm 2010, HSC dự báo tăng trưởng doanh thu bán lẻ danh nghĩa đạt 33%, đạt 1,587,783 tỷ đồng. Dự báo này dựa trên dự báo của HSC về mức tăng trưởng năm 2010 của GDP (17.5%) và CPI (11.5%).
- Trong tháng 12, doanh thu bán lẻ tăng 29.7% so với cùng kỳ năm trước và tăng 4.5% so với tháng 11, đạt mức tăng theo tháng cao nhất kể từ tháng 3/2009. Đây là tháng thứ 10 liên tiếp doanh thu bán lẻ tăng kể từ đợt sụt giảm mạnh vào tháng 2 (vào dịp tết Âm lịch). Trong dịp Tết âm lịch năm nay, chúng tôi dự kiến doanh thu bán lẻ sẽ sụt giảm vào tháng 1/2010 do yếu tố thời vụ.

Biểu 51 - Doanh thu bán lẻ - Xu hướng theo năm và tháng



Nguồn: GSO

- Nếu điều chỉnh theo lạm phát, thì tốc độ tăng trưởng doanh thu bán lẻ bình quân tính từ năm 2007 ổn định ở mức xấp xỉ 10%, là mức thấp so với tốc độ phát triển hiện tại của Việt Nam. Sự đóng góp của doanh thu bán lẻ theo tỷ lệ % của GDP vẫn thấp hơn kim ngạch xuất khẩu. Điều này cho thấy việc tăng doanh thu từ hoạt động bán lẻ cần phải được ưu tiên hơn.

Chính sách tài khóa

Trường phòng Nghiên cứu Trái phiếu - Nguyễn Tấn Thắng

Một trong những điểm đáng chú ý trong năm 2009 là thâm hụt ngân sách đã được giữ ở mức 6.9% GDP, nghĩa là thấp hơn nhiều so với một số dự báo. Việc doanh thu thuế từ các nguồn thu nhập có liên quan đến dầu thô và từ thuế thu nhập doanh nghiệp đạt cao hơn dự kiến đã giúp tăng thu ngân sách nhiều hơn so với kỳ vọng. Bên cạnh đó, dòng vốn ODA đạt cao hơn và quỹ dự trữ ngoại hối xuống thấp cũng là một nhân tố chính trong việc cân bằng ngân sách nhà nước. Nhờ vậy, Bộ Tài chính đã có thể huy động được 9.34 nghìn tỷ đồng thông qua phát hành trái phiếu (bao gồm cả trái phiếu bằng đồng VNĐ và trái phiếu bằng đồng USD).

Triển vọng tài khóa năm 2010

Thâm hụt ngân sách năm 2009 dự tính vào khoảng 75.7 nghìn tỷ đồng (tương đương 4.51% GDP theo cách tính của GFS và 6.9% GDP theo cách tính của Việt Nam), cao hơn nhiều so với mức thâm hụt theo kế hoạch là 52.5 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, mức thâm hụt này thấp hơn so với dự báo của hầu hết các chuyên gia kinh tế.

Trong năm 2010, do việc thu hẹp chương trình cho vay hỗ trợ lãi suất và các biện pháp kích thích khác như chương trình giảm thuế 6 tháng đầu năm, chúng tôi cho rằng thâm hụt ngân sách sẽ giảm xuống mức 3.89% GDP theo cách tính của GFS. Theo cách tính của Việt Nam, thâm hụt ngân sách dự báo sẽ giảm từ 6.9% GDP xuống 6.20% GDP. Việc giảm thâm hụt ngân sách cũng là chủ trương của Nhà nước trong bối cảnh Quốc hội đã tỏ ra lo ngại về mức thâm hụt ngân sách của năm 2009.

Một yếu tố tích cực là doanh thu từ thuế năm 2009 cao hơn dự kiến một phần vì thuế thu nhập doanh nghiệp tăng và một phần vì nguồn thu từ dầu tăng hơn dự kiến. Tuy vậy, thâm hụt ngân sách vẫn ở mức cao và việc tài trợ cho khoản thâm hụt này vẫn là một thách thức lớn.

Trong số liệu ngân sách năm 2009 lần đầu được đưa ra, ước tính cần gần 100 nghìn tỷ tiền phát hành trái phiếu để tài trợ cho ngân sách. Trong đó, chỉ 2.57%, tương đương 2,578.5 tỷ đồng được tài trợ thông qua phát hành trái phiếu chính phủ bằng đồng VNĐ (được tổ chức thành công trên tổng giá trị chào bán là 62,700 tỷ đồng), và 6.77%, tương đương 6,774 tỷ đồng được tài trợ thông qua phát hành trái phiếu bằng đồng USD (tương đương 387.11 triệu USD trên tổng giá trị phát hành là 550 triệu USD, quy đổi theo tỷ giá 17,500VNĐ/USD).

Phần còn lại, tức 90.66%, tương đương 90.6 nghìn tỷ đồng được tài trợ thông qua nguồn dự trữ ngân sách; từ nguồn vốn ODA (giải ngân ODA đạt 3.6 tỷ USD, tương đương 63 nghìn tỷ đồng) và từ các nguồn khác. Bên cạnh đó, vẫn còn những phần trong khoản thâm hụt ngân sách năm ngoái không được tài trợ thông qua phát hành trái phiếu.

Trong năm 2010, thâm hụt ngân sách cũng như các hình thức tài trợ cho thâm hụt có thể sẽ tái diễn với những diễn biến giống như đã xảy ra trong năm 2009. Nếu Bộ tài chính không đưa ra lãi suất trái phiếu bằng với trần lãi suất quy định là 150% lãi suất cơ bản (tức 12%) thì chính phủ sẽ khó lòng có được một chương trình phát hành trái phiếu thành công trong năm nay. Tuy nhiên, với một loạt trái phiếu sẽ đáo hạn trong năm nay, thì chính phủ thực sự sẽ không có cách nào khác ngoài việc nâng lãi suất trái phiếu phát hành.

Mặc dù vậy, việc tài trợ một phần thâm hụt ngân sách từ những nguồn bên ngoài cũng là một lựa chọn tốt trong bối cảnh rủi ro quốc gia đã được cải thiện do nền kinh tế Việt Nam không bị tác động quá nặng nề bởi cuộc khủng hoảng toàn cầu vừa qua. Theo đó, kế hoạch phát hành 1 tỷ USD (tương đương hơn 18.5 nghìn tỷ đồng) trái phiếu chính phủ ra quốc tế trong tuần này sẽ là một sự kiện quan trọng đối với chương trình tài trợ thâm hụt năm 2010 của Việt Nam.

Doanh thu từ thuế

Tổng doanh thu từ thuế năm 2009 giảm 2.1%. Việc doanh thu thuế nội địa tăng 17% đã không đủ để bù đắp cho sự sụt giảm của doanh thu từ thuế xuất nhập khẩu và thuế liên quan đến dầu. Tuy nhiên, tác động từ việc tăng và giảm nói trên đến tổng doanh thu từ thuế là khá sát nhau. Nhằm giúp các doanh nghiệp vượt qua thời kỳ khủng hoảng kinh tế, chính phủ đã giảm thuế 30% cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ trong Q4 năm 2008 và trong năm 2009. Bên cạnh đó, thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp cũng giảm từ 28% xuống 25% (bao gồm cả những doanh nghiệp đã được hưởng miễn giảm thuế 30%). Ngoài ra các doanh nghiệp còn được miễn giảm thuế trong 6 tháng đầu năm. Tất cả những biện pháp này đã khiến doanh thu từ thuế giảm.

Bất chấp tất cả những tác động nói trên, doanh thu từ thuế vẫn đạt khá tốt; đặc biệt doanh thu thuế thu nhập doanh nghiệp năm nay tăng khá hơn năm ngoái. Ngoài ra, còn có khoảng 58 tỷ đồng, tương đương 14.8% tổng thu ngân sách từ thuế được thu từ dầu. Khoản thu này giảm so với năm trước những đạt cao hơn dự kiến.

Biểu 52 - tóm lược cân đối thu chi ngân sách của Việt Nam (Bộ tài chính)

Mục (Đơn vị: tỷ đồng)	2003	2004	2005	2006	2007	2008 2 nd	2009 planned	2009 1 st	Kế hoạch 2010
GDP	613,443	715,307	839,211	974,264	1,143,715	1477,717	1813,000	1,679,000	1,931,000
Tổng thu và viện trợ	158,056	198,614	238,686	289,170	287,900	416,783	389,900	390,650	461,500
Thu từ thuế và phí	145,822	180,197	219,438	263,864	266,759	377,444	363,190	360,811	432,884
Thu về vốn (1)	9,265	15,540	15,459	17,409	17,741	32,064	21,710	23,839	23,616
Thu viện trợ không hoàn lại	2,969	2,877	3,789	7,897	3,400	7,275	5,000	6,000	5,000
Thu kết chuyển	19,353	26,162	45,161	61,673	23,940	11,617	14,100	26,455	1,000
Tổng chi ngân sách (không bao gồm chi trả nợ gốc)	178,541	221,792	279,873	346,018	331,050	459,677	456,578	492,885	536,870
Chi đầu tư phát triển	59,629	66,115	79,199	88,341	101,500	135,911	112,800	135,500	125,500
Chi thường xuyên	102,522	121,238	149,893	180,069	220,470	297,311	330,078	357,385	396,070
Chi chuyển nguồn	16,390	34,439	50,781	77,608	9,080	26,455			
Dự phòng							13,700		15,300
Chi trả nợ gốc	19,032	26,822	33,606	39,649	37,290	34,923	34,722	40,120	45,330
Bội chi ngân sách theo thông lệ QT	(10,904)	(7,881)	3,974	4,825.0	(19,210)	(31,277)	(52,578.0)	(75,780.0)	(74,370.0)
Bội chi so với GDP (%)	1.80%	1.10%	0.90%	-0.90%	-1.68%	-2.12%	-2.90%	-4.51%	-3.85%
Nguồn bù đắp bội chi theo thông lệ QT (I+II)	10,904	7,881	7,140	8,964	19,210	31,277	52,578	75,780	74,370
Vay trong nước (1-2)	6,327	4,671	4,525	3,160	12,300	22,957	43,038	66,240	63,100
Số phát hành	22,895	27,450	32,420	35,864	43,000	51,200	71,300	99,900	98,700
Số trả nợ gốc	16,568	22,779	27,895	32,704	30,700	28,243	28,262	33,660	35,600
Vay nước ngoài (1-2)	4,577	3,210	2,615	5,804	6,910	8,320	9,540	9,540	11,270
Số phát hành	7,041	7,253	8,326	12,749	13,500	15,000	16,000	16,000	21,000
Số trả nợ gốc	2,464	4,043	5,711	6,945	6,590	6,680	6,460	6,460	9,730
Bội chi ngân sách theo phân loại của VN	(29,936)	(34,703)	(40,746)	(48,613)	(56,500)	(66,200)	(87,300)	(115,900)	(119,700)
Bội chi so với GDP (%)	4.90%	4.90%	4.86%	4.99%	4.95%	-4.95%	-4.82%	-6.90%	-6.20%
Thu, chi quản lý qua NSNN	17,561	10,711	21,483	24,884	26,550	31,059	46,960	66,980	67,074
Vay về cho vay lại	9,257	10,123	18,657	7,760	28,100	12,425	25,700	25,700	16,270

Nguồn: MOF

Biểu 53 - Doanh thu từ thuế - Triển vọng giai đoạn 2008-2010

Doanh thu từ thuế (Đơn vị: tỷ đồng)	2008		2009 (ước tính)			2010 (dự báo)		
	Giá trị	Trọng số (%)	Giá trị	Trọng số (%)	% y/y	Giá trị	Trọng số (%)	% y/y
Tổng doanh thu	399,000	100%	390,650	100%	-2.1%	461,500	100%	18.1%
Thuế nội địa	210,000	52.6%	245,650	62.9%	17.0%	299,700	64.9%	22.0%
Khu vực nhà nước	64,131	16.1%	81,430	20.8%	27.0%	99,362	21.5%	22.0%
Khu vực có vốn đầu tư nước ngoài	40,953	10.3%	45,779	11.7%	11.8%	57,738	12.5%	26.1%
Khu vực tư nhân	40,618	10.2%	45,720	11.7%	12.6%	62,777	13.6%	37.3%
Thuế thu nhập cá nhân	9,960	2.5%	13,059	3.3%	31.1%	18,460	4.0%	41.4%
Phí	10,640	2.7%	15,668	4.0%	47.3%	16,787	3.6%	7.1%
Các khoản doanh thu từ thuế khác	43,698	11.0%	43,994	11.3%	0.7%	44,576	9.7%	1.3%
Doanh thu từ dầu	98,000	24.6%	58,000	14.8%	-40.8%	66,300	14.4%	14.3%
Thuế xuất/nhập khẩu	91,000	22.8%	87,000	22.3%	-4.4%	95,500	20.7%	9.8%

Nguồn: Bộ tài chính

Triển vọng năm 2010

Theo Bộ tài chính, chính phủ có kế hoạch thu 461.5 nghìn tỷ đồng (tăng 18.1% so với năm trước). Trong đó, 432.8 nghìn tỷ đồng là từ thuế thu nhập doanh nghiệp và phần còn lại từ việc cho tăng hoặc bán tài sản. Bộ tài chính cũng dự kiến chi 536.8 nghìn tỷ đồng (tăng 8.9% so với năm 2009).

Trong 536.8 nghìn tỷ đồng chi tiêu nói trên, sẽ có 396 nghìn tỷ đồng chi tiêu vào các hạng mục hiện tại và phần còn lại sẽ chủ yếu chi tiêu cho đầu tư. Nếu tính cả khoản trả lãi và gốc cho các khoản vay của chính phủ, thì thâm hụt ngân sách dự kiến năm 2010 sẽ là 119.7 nghìn tỷ đồng, tương đương 6.2% GDP (giảm nhẹ từ mức dự kiến 6.9% GDP của năm 2009).

Dự kiến, doanh thu từ thuế thu nhập doanh nghiệp sẽ tăng 21.7%, đạt 219,877 nghìn tỷ đồng từ khu vực nhà nước, tư nhân và khu vực có vốn đầu tư nước ngoài. Doanh thu từ thuế thu nhập doanh nghiệp năm 2009 ước tính tăng 18.6%, cao hơn nhiều so với dự kiến. Doanh thu từ thuế thu nhập doanh nghiệp năm nay dự kiến sẽ tăng cao hơn năm 2009 với tốc độ tăng trưởng GDP đạt cao.

Doanh thu từ dầu cũng được dự báo sẽ tăng 14.3%, đạt 66.3 nghìn tỷ đồng năm nay. Doanh thu từ dầu xuất phát từ hai nguồn; doanh thu trực tiếp từ dầu và thuế thu nhập doanh nghiệp. Doanh thu từ dầu năm 2010 sẽ đạt cao hơn năm 2009 nhưng vẫn chỉ chiếm 14.4% trong tổng doanh thu ngân sách, tương tự như năm ngoái.

Chính phủ dự kiến sẽ tăng thu từ thuế thu nhập cá nhân thêm 41.4%, đạt 18.46 nghìn tỷ đồng. Mục tiêu này có vẻ hợp lý do sẽ không còn miễn giảm thuế thu nhập như 6 tháng đầu năm 2009. Không những thế, 2010 là năm đầu tiên áp dụng quy định về thuế thu nhập cá nhân mới, theo đó sẽ giúp tăng thêm thu ngân sách.

Tình hình tài trợ thâm hụt ngân sách năm 2010

Khoản thâm hụt ngân sách 74.4 nghìn tỷ đồng dự kiến sẽ được tài trợ bằng việc phát hành trái phiếu ròng trong nước (là tổng giá trị trái phiếu phát hành trừ đi giá trị trái phiếu đáo hạn) là 63.1 nghìn tỷ đồng (giảm 4.6%) và từ phát hành trái phiếu ròng quốc tế là 11.2 nghìn tỷ đồng (tăng 17.9%). Nói cách khác, kế hoạch này giả định rằng đợt phát hành 1 tỷ USD (tương đương trên 18.5 nghìn tỷ đồng) trái phiếu chính phủ ra thị trường quốc tế sẽ thu về ít hơn 1 tỷ USD.

Nếu đợt phát hành này thành công, thì theo đó, phần giá trị trái phiếu phát hành ròng trong nước có thể giảm xuống. Trên thực tế, việc huy động được số tiền nói trên có thể cũng là một thách thức lớn.

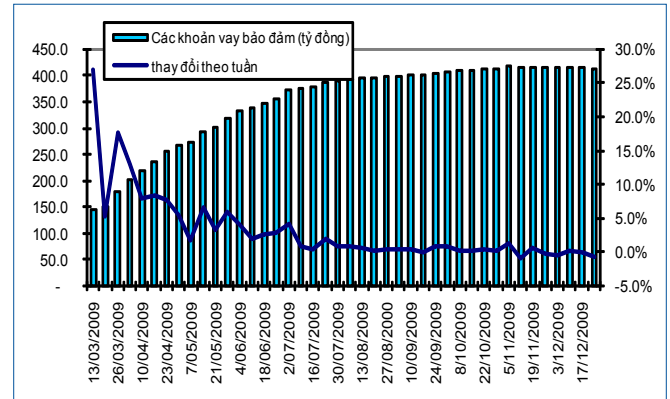
Gói kích thích kinh tế mới – giảm cả về quy mô và đối tượng áp dụng

Chương trình cho vay hỗ trợ lãi suất đã được thực hiện khá thành công. Dư nợ cho vay hỗ trợ lãi suất đạt cao nhất là 418.6 nghìn tỷ đồng vào thời điểm ngày 5/11. Chương trình này đã chấm dứt vào cuối năm. Tiếp theo đó là một chương trình cho vay hỗ trợ mới với quy mô nhỏ hơn nhiều. Chương trình này cho vay trung và dài hạn với mức hỗ trợ lãi suất là 2% và đối tượng được ưu đãi bao gồm 5 ngành chính.

Các ngành được hỗ trợ theo chương trình mới này gồm nông nghiệp, lâm nghiệp, thủy sản, chế biến, khoa học kỹ thuật; và hỗ trợ việc tiêu thụ hàng nông sản, lâm sản và muối, kéo dài từ ngày 1/1 đến 31/12/2010. NHNN đã ban hành một thông tư về việc triển khai chương trình này, theo đó, các khoản vay sẽ có kỳ hạn 24 tháng tính từ đầu năm 2010. Về bản chất, chương trình kích cầu thứ hai này có những đặc điểm sau;

- **Tiếp tục hỗ trợ cho vay trung và dài hạn:** Chương trình này theo quyết định số 443 và tập trung cung cấp vốn dài hạn chi phí thấp để mở rộng năng lực sản xuất. Tuy nhiên, do thủ tục giấy tờ phức tạp và do thiếu vốn dài hạn trong hệ thống ngân hàng nên cho đến nay, vẫn chưa có nhiều khoản vay được thực hiện theo chương trình này.
- **Sẽ không còn hỗ trợ cho vay ngắn hạn:** Cho vay hỗ trợ trong ngắn hạn là trọng tâm của gói kích cầu thứ nhất vốn đã rất thành công trong việc giúp các doanh nghiệp sản xuất tiếp cận với nguồn vốn lưu động chi phí thấp. Tuy nhiên, bên cạnh đó đã có một số chỉ trích rằng chương trình này cũng đã góp phần đẩy thị trường chứng khoán tăng mạnh.
- **Không còn ưu đãi về thuế:** Bao gồm việc giảm thuế thu nhập cá nhân, thuế VAT và thuế thu nhập doanh nghiệp.
- **Đặc biệt hỗ trợ cho hoạt động xuất khẩu:** Việc miễn giảm thuế thu nhập doanh nghiệp sẽ vẫn tiếp tục được áp dụng đối với các doanh nghiệp xuất khẩu như giày dép và dệt may. Việc miễn giảm thuế nhập khẩu đối với nguyên liệu đầu vào cũng sẽ được tiếp tục.

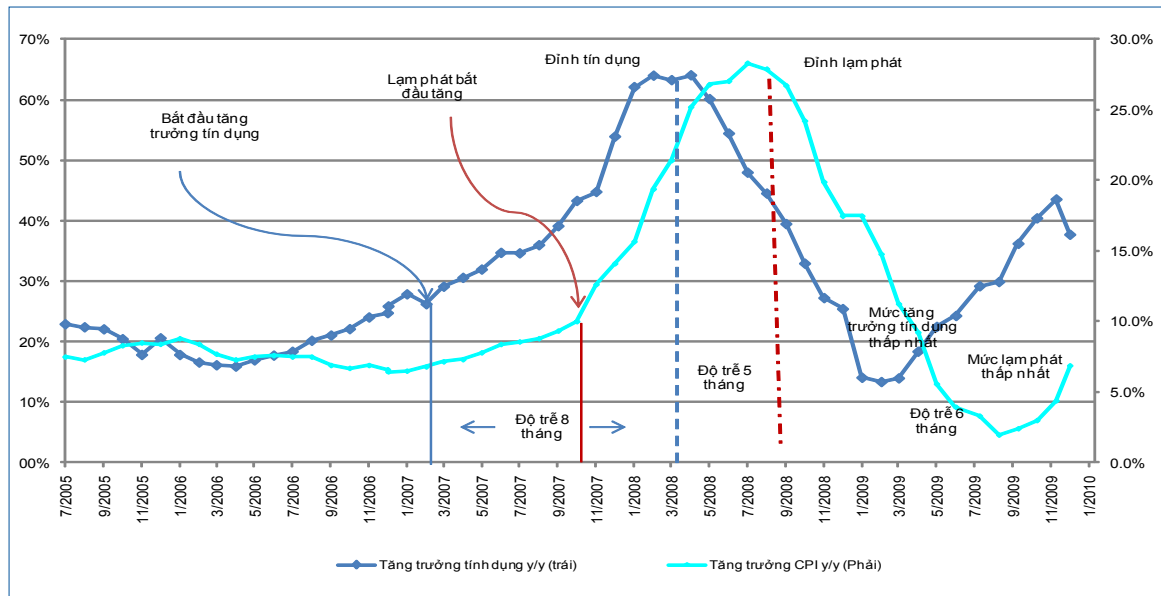
Biểu 54 - Các khoản vay bảo đảm - Khối lượng và tốc độ tăng trưởng



Nguồn: SBV

Việc thực hiện gói kích cầu thứ hai này dựa trên thông tư số 21/2009/TT-NHNN ban hành ngày 9/10/2009, sửa đổi và bổ sung thông tư số 05/2009/TT-NHNN. Tuy nhiên, do các ngân hàng thiếu vốn để cho vay dài hạn và do thủ tục rườm rà nên các đối tượng trong diện hưởng ưu đãi cho tới nay vẫn ít được tiếp cận với nguồn vốn vay hỗ trợ này.

Biểu 55a - Tăng trưởng tín dụng và CPI ở Việt Nam



Nguồn: Ngân hàng nhà nước và Tổng cục thống kê

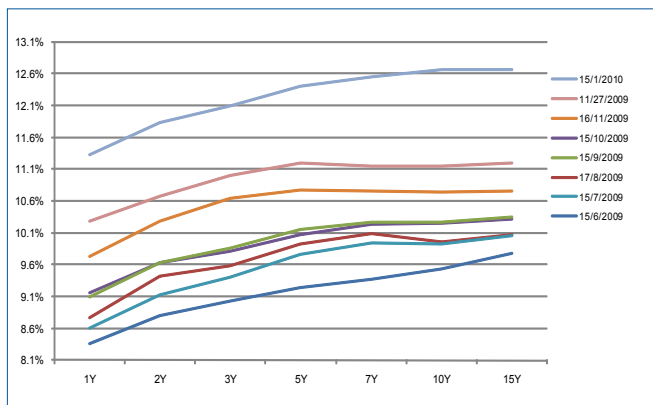
Triển vọng thị trường trái phiếu

Sơ lược về thị trường trái phiếu năm 2009

Trường phòng Nghiên cứu trái phiếu - Nguyễn Tấn Thắng

Trong năm 2009, có tổng cộng 36.8 nghìn tỷ đồng trái phiếu được chào bán trong đó chỉ có 2.38 nghìn tỷ đồng trái phiếu chào bán thành công, theo đó, tỷ lệ đầu thầu thành công là 6.5%. Điều này không có gì đáng ngạc nhiên do coupon chào thầu thấp. Điều đáng nói là có lẽ chính phủ không tìm cách nâng lãi suất coupon và dường như hài lòng với chương trình phát hành trái phiếu năm 2009 mà trên thực tế không mấy thành công. Nhiều đợt phát hành thành công với giá trị 2 nghìn tỷ là các đợt phát hành trái phiếu kỳ hạn 2 năm. Tuy nhiên, với các loại trái phiếu kỳ hạn khác, tỷ lệ thành công đạt thấp.

Biểu 55 - Đường lợi tức trái phiếu chính phủ

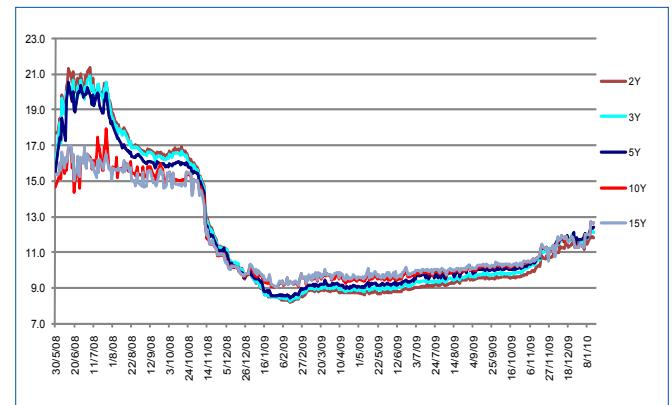


Nguồn: Bloomberg

Vào thời điểm đầu năm 2010, triển vọng của thị trường trái phiếu trong nước vẫn khá kém lạc quan do lo ngại về áp lực lạm phát. Vậy chúng ta hãy cùng xem CPI có thể đạt tới mức nào. Đồ thị trên cho thấy mối quan hệ có độ trễ giữa tăng trưởng tín dụng và chỉ số CPI tại Việt Nam. Theo đó chúng ta có thể thấy tăng trưởng tín dụng rõ ràng đã đạt đỉnh là 37.7% và thời điểm cuối năm 2009 và CPI có thể sẽ đạt đỉnh vào khoảng từ 5-6 tháng tới.

Do đó, từ ngắn đến trung hạn chúng tôi tin tưởng rằng lợi suất trái phiếu sẽ tiếp tục tăng. Do vậy trong 2 quý cuối, các nhà đầu tư trái phiếu có thể sẽ không mấy mặn mà với thị trường trái phiếu trong nước. Có thể thấy rõ điều này qua tỷ lệ đầu thầu thành công trái phiếu chính phủ ở mức rất thấp và KLGD đạt thấp trong năm

Biểu 56 - Đường lợi tức trái phiếu chính phủ từ năm 2008



Nguồn: Bloomberg

Biểu 57 - Đấu thầu trái phiếu từ năm 2005 đến năm 2009

Tổng (Tỷ đồng)	2009	2008	2007	2006	2005
1 năm					
- Giá trị chào bán	36,800.0	31,700	29,016	6,360	1,350
- Giá trị trúng thầu	2,385.5	7,008	18,939	4,268	205
- %	6.5%	22.1%	65.3%	67.1%	15.2%
2 năm					
- Giá trị chào bán	18,900.0	7,700		100	100
- Giá trị trúng thầu	2,000.0	2,277		-	-
- %	10.6%	29.6%		0.0%	0.0%
3 năm					
- Giá trị chào bán	7,400.0	5,900	1,900	100	100
- Giá trị trúng thầu	-	2,160	850	-	-
- %	0.0%	36.6%	44.7%	0.0%	0.0%
5 năm					
- Giá trị chào bán	5,000.0	13,300	20,960	4,700	550
- Giá trị trúng thầu	35.5	1,523	15,620	3,728	185
- %	0.7%	11.5%	74.5%	79.3%	33.6%
10 năm					
- Giá trị chào bán	5,500.0	1,600	2,806	960	300
- Giá trị trúng thầu	350.0	117	1,095	370	-
- %	6.4%	7.3%	39.0%	38.5%	0.0%
15 năm					
- Giá trị chào bán		3,200	3,350	500	300
- Giá trị trúng thầu		931	1,374	170	20
- %		29.1%	41.0%	34.0%	6.7%

Nguồn: HNX

2009 của trái phiếu ở tất cả các kỳ hạn, đặt biệt là kỳ hạn dài.

Đường cong lợi suất đã đạt mức thấp nhất vào thời điểm ngay đầu Q1, vào ngày 13/2 với lợi suất trái phiếu kỳ hạn 1&2 năm giảm xuống mức thấp là 8.2%. Sau đó, lợi suất trái phiếu kỳ hạn ngắn bắt đầu tăng, theo sau là lợi suất trái phiếu kỳ hạn dài trong vài tuần sau đó. Đến tháng 8, khi chỉ số mức tăng CPI theo năm đạt mức thấp nhất, thì lợi suất trái phiếu kỳ hạn ngắn lần đầu tiên đạt 9% trong năm 2009. Vào cuối tháng 11 khi lãi suất cơ bản được nâng lên, thì lợi suất trái phiếu kỳ hạn ngắn tăng thêm 0.4%. Cho tới thời điểm cuối năm, lãi suất trái phiếu kỳ hạn ngắn tăng lên mức 10.9%, tức tăng thêm 1.5%. Trên đường cong lợi suất, lợi suất trái phiếu kỳ hạn ngắn và kỳ hạn dài luôn chênh nhau 1.2%.

Tuy nhiên, vào thời điểm ngày 11/12, lợi suất trái phiếu kỳ hạn dài đạt mức cao 12% và chênh lệch giữa lợi suất trái phiếu kỳ hạn ngắn và kỳ hạn dài tăng lên mức 1.5%. Kể từ thời điểm này, thị trường tiền tệ đã được ổn định và đường cong lợi suất trái phiếu đã đi ngang, đồng thời chênh lệch giữa lợi suất trái phiếu kỳ hạn ngắn và kỳ hạn dài giảm xuống mức 0.4%. Tuy nhiên,

Biểu 58 - Cơ cấu phát hành trái phiếu chính phủ năm 2009 theo tổ chức phát hành

	Số lần chào bán	Số lần chào bán thành công	KL chào bán	KL trúng thầu	Tỷ lệ (%)
Kho bạc	27	7	15000	2210	15
VDB	14	2	15000	366	2
VEC	15	6	11400	524	5
VBS	12	2	29000	2000	7
Trái phiếu địa phương	2	0	3000	1000	33

Nguồn: HNX

Biểu 59 - Các đợt phát hành trái phiếu chính phủ bằng đồng USD

Kỳ hạn	Số lượng	KL chào bán	KL trúng thầu	Tỷ lệ (%)
1 năm	3	300	270	90.0
2 năm	2	200	127.1	63.6
3 năm	2	150	60.1	40.1
Tổng	7	650	457.2	70.3
Trái phiếu địa phương	2	0	3000	33

Nguồn: HNX

sau thời điểm công bố CPI tháng 12, mức chênh lệch này đã tăng lên. Điều này minh chứng cho quan điểm của chúng tôi là khi triển vọng dài hạn đối với lạm phát ổn định thì lợi suất trái phiếu kỳ hạn dài sẽ bắt đầu giảm xuống – điều mà có thể sẽ xảy ra trong tháng tới.

Triển vọng năm 2010

HSC cho rằng lãi suất cơ bản sẽ tăng thêm 1% trong Q1. Điều này sẽ làm giảm áp lực lên giá trị đồng VNĐ và sẽ làm tăng trần lãi suất. Và đây có lẽ sẽ là đợt nâng lãi suất cuối cùng trong cả chu kỳ thắt chặt tiền tệ hiện tại của NHNN.

Và kể từ thời điểm này cho đến khi đó thì chúng tôi cho rằng trước mắt, chu kỳ tăng lãi suất có lẽ sẽ tiếp tục và nếu CPI đạt mức cao nhất vào giữa năm nay theo như kịch bản chúng tôi đưa ra thì lợi suất trái phiếu có thể sẽ bắt đầu giảm đối với tất cả các kỳ hạn kể từ Q2 trở đi. Trên thực tế, rủi ro chủ yếu đối với kịch bản của chúng tôi là mức tăng CPI theo tháng không giảm xuống trong Q1. Cho tới tháng 8, mức tăng CPI theo năm có thể sẽ khá cao và sẽ giảm dần sau đó. Mặc dù vẫn chưa có cái nhìn rõ ràng đối với vấn đề lãi suất trong giai đoạn cuối năm, thì chúng tôi cho rằng có nhiều khả năng lãi suất sẽ tăng lên lần thứ hai vào Q4.

Một vấn đề lớn và phức tạp mà chúng ta cần nói tới trong năm 2010 chính là nguồn cung trái phiếu. Trên thực tế, thách thức lớn nhất đối với thị trường trái phiếu năm nay và năm sau sẽ là việc phát hành trái phiếu mới để thay thế cho một số lượng lớn trái phiếu sẽ đáo hạn. Không giống như năm ngoái, năm nay hứa hẹn sẽ có

Biểu 60 - Thị trường trái phiếu doanh nghiệp năm 2009

Tổ chức phát hành	Ngày phát hành	Kỳ hạn (Năm)	Loại	Lãi suất coupon	Giá trị (Tỷ đồng)	Tổ chức bảo lãnh phát hành
SACOMBANK	8/2009	3-4	Có định/thả nổi	Lãi suất cố định 10.5%, hoặc lãi suất cố định năm đầu và những năm tiếp theo bằng lãi suất bình quân của 4 NHQD + 2.7%	2,000	ANZ, CITI, SBS
BIDV	31/7/2009	10	Có thể mua lại	Lãi suất cố định 9.5% nếu trả trước hoặc 10.5% nếu trả sau	1,100	BIDV, HSBC
VINACOMIN	6/5/2009	5	Có định/thả nổi	Với lãi suất coupon cố định 10.5% là 330 tỷ. Với lãi suất thả nổi là 1170 tỷ trong đó lãi suất thả nổi được quy định là có định trong 2 năm đầu 10.4%, 3 năm còn lại được tính bằng trung bình lãi suất tiết kiệm của 4 ngân hàng Quốc Doanh cộng với biên độ là 2.65%.	1,500	CITI
Ngân hàng Quân đội	17/6/2009	2	Có định	10%	1,000	ANZ, Thang Long Securities
MARITIME BANK	30/6/2009	2	Có định	10.40%	2,000	FPTS
	15/7/2009		Thả nổi	Lãi suất năm đầu 10.4%, năm thứ hai bằng lãi suất cơ bản + 2.8%		
				Lãi suất năm đầu 10.4%, năm thứ hai bằng lãi suất huy động bình quân của 4 NHQD + 2.4%		
Cty CP Nhựa Ngọc Nghĩa	20/5/2009	5	Thả nổi	Lãi suất năm đầu 13%, những năm sau bằng lãi suất bình quân của 4 NHQD, nhưng không thấp hơn 13%	50	ABB
	1/7/2009				50	
SUDICO	8/7/2009	3	Thả nổi	Lãi suất năm đầu 12.5%, hững năm sau bằng lãi suất bình quân của 4 NHQD + 4%	500	Sao Viet Securities
CTCP Khoáng sản Hà Nam	16/7/2009	5	Thả nổi	Lãi suất năm đầu 12%, những năm sau bằng lãi suất bình quân của 4 NHQD + 3.5%	100	Bao Minh Securities
KBC	8/5/2009	5	Có định	11.50%	700	Vietbank Sec
	11/8/2009			12.50%	300	KBC
	1/9/2009			12.50%	200	KBC
TECHCOMBANK	22/10/2009	3	Thả nổi	Lãi suất năm đầu 10.5%, những năm sau bằng lãi suất bình quân của 4 NHQD + 2.8%	2100	HSBC & StanChart
Tổng công ty thép Việt Nam (VSC)	24/8/2009	3	Thả nổi	Lãi suất năm đầu 11.25%, những năm sau bằng lãi suất bình quân của 4 NHQD + 3.5%	1000	CTCK Habu
KBC đợt tháng 3/2009	1/9/2009	5	Có định	12.50%	200	
Công ty Trung Dũng	15/9/2009	5	Thả nổi	Lãi suất năm đầu 12.04%, những năm sau bằng lãi suất bình quân của 4 NHQD + 3.5%	280	BIDV
Cty đầu tư và phát triển nhà (HUD)	30/9/2009	3	Thả nổi	Lãi suất năm đầu 12.5%, những năm sau bằng lãi suất bình quân của 4 NHQD + 3.8%, 6mth interest payment	500	BIDV
FPT	9/10/2009	3	Có thể mua lại	Lãi suất 7% + Quyền mua cổ phiếu	1800	ANZ
HABUBANK	10/2009	2	Thả nổi	Lãi suất năm đầu 10.5%, những năm sau bằng lãi suất bình quân của 4 NHQD + 2.8%	1000	
Hoàng Anh Gia Lai	10/10/2009	1	Có thể mua lại	Lãi suất 0%, giá chiết khấu 20%	1450	
VIETNAM ANPHA PETRO	16/10/2009	5	Thả nổi	Lãi suất năm đầu 13.2%, những năm sau bằng lãi suất bình quân của 4 NHQD + 4%	100	Bảo Minh
CTCP Sông Đà - Thăng Long	19/10/2009	3	Thả nổi	Lãi suất năm đầu 13%, những năm sau bằng lãi suất bình quân của 4 NHQD + 4.2%	300	CTCP Tài chính Sông Đà
HOA BINH CONS&REALTY	24/07/2009	5	Có thể mua lại	Lãi suất 12 tháng bình quân của 4 ngân hàng (HSBC.VCB.BIDV.AGR)+2.8%	30	FPTS
Hòa Phát	18/11/2009	1	Có thể mua lại	Lãi suất 0%, giá chuyển đổi thấp hơn 19.85% so với giá bình quân 15 ngày	1120	SSI
SCB	11/2009	1	Có thể mua lại	10.50%	1000	
Cty xây dựng số 1	10/11/2009	3	Thả nổi	Lãi suất năm đầu 12%, những năm tiếp theo LS sẽ trả 6 tháng 1 lần và LS sẽ là bình quân lãi suất 12 tháng của 2 Ngân hàng Thương mại + 3%	500	SHB&VIB
CTCP Vincom	17/11/2009	5	USD CB	Lãi suất coupon là 6%, giá chuyển đổi là 108 ngàn đồng	\$100M	CS Singapore
NOVALAND	11/2009	5	Có định	12%	1922	
KBC	28/12/2009	5	Thả nổi	Lãi suất năm đầu 13.8%, + 3.5%	500	BIDV&BSC

Nguồn: HSC thu thập

nhiều đợt đấu thầu trái phiếu thành công do Nhà nước cần phải huy động một lượng vốn vay lớn thông qua phát hành trái phiếu.

Hiện tại, có khoảng 155 nghìn tỷ đồng trái phiếu chính phủ đang lưu hành. Trong đó, 79%, tương đương khoảng 102.4 nghìn tỷ đồng là trái phiếu kỳ hạn dưới 3 năm. Trong hai năm qua, triển vọng dài hạn đối với lạm phát không mấy lạc quan khiến các nhà đầu tư không muốn nắm giữ trái phiếu kỳ hạn dài. Một vấn đề nảy sinh trong năm nay sẽ là trần lợi suất trái phiếu. Trần lợi suất trái phiếu chính phủ được quy định là bằng 150% lãi suất cơ bản, tức bằng 12%. Năm ngoái, lợi suất trái phiếu trên thị trường thấp hơn nhiều mức trần lợi suất nhưng hiện tại lợi suất trái phiếu đang ở mức từ 10.9-11.8% trên đường cong lợi suất (với lợi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm đạt mức cao nhất), nghĩa là sát với trần lãi suất quy định. Lợi suất chào thầu trong những đợt đấu thầu trong tương lai sẽ phải theo lãi suất thị trường và trong vài ngày vừa qua, chính phủ có vẻ đã phát tín hiệu chuẩn bị sớm tăng lãi coupon nhằm đáp ứng kỳ vọng của các nhà đầu tư trên thị trường. Công bằng mà nói thì chính phủ cần phải thực hiện điều này.

Trong vòng 3 năm tới, mỗi năm cần phải phát hành khoảng 23 nghìn tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn ngắn chỉ riêng để thay thế cho lượng cổ phiếu sẽ đáo hạn. Và quan trọng nhất là chúng tôi cho rằng chính phủ sẽ phải phát hành từ 30-40 nghìn tỷ đồng trong năm nay để tài

trợ cho khoản thâm hụt ngân sách. Một điểm tích cực ở đây là với tỷ lệ tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành/GDP đã giảm xuống mức 9.4% vào cuối năm 2009. Do đó, chính phủ sẽ còn nhiều khả năng phát hành thêm trái phiếu mà không làm ảnh hưởng đến mức độ tín nhiệm của quốc gia.

Trái phiếu bằng đồng USD

Phân thị trường trái phiếu sơ cấp của chính phủ bằng đồng USD đã có một năm hoạt động khá quan. Mặc dù với quy mô nhỏ, thì ba đợt phát hành trái phiếu trong nước (bằng đồng USD) đã thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư với số lượng đăng ký tham gia đấu thầu khoảng 2.09 tỷ USD, cao hơn nhiều so với số lượng phát hành là 549.7 triệu USD. Và tổng giá trị trái phiếu đấu thầu thành công là 387 triệu USD, tức là tỷ lệ đấu thầu thành công là 70.3%.

Nối tiếp thành công trên, chính phủ Việt Nam vừa mới phát hành thành công 1 tỷ USD trái phiếu kỳ hạn 10 năm ra quốc tế với lãi suất 6.95%/năm, cao hơn so với lãi suất trái phiếu kho bạc cùng kỳ hạn của Mỹ là 3.33% và cao hơn so với lãi suất trái phiếu do Indonexia và Philipin phát hành.

Ngoại trừ thông tin 3 nhà tư vấn cho đợt chào bán này là Barclays capital; Citigroup Inc và Deutsche Bank, thì không có thông tin cụ thể nào khác.

Biểu 61 - Thông tin về thị trường trái phiếu Việt Nam (2003 - 2008)

Giá trị (Tỷ đồng)		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Trái phiếu kho bạc	Đang lưu hành	5,309.6	9,120.3	20,250.3	38,719.7	72,547.7	89,207.7	82,183.0
Trái phiếu phát triển Việt Nam	Đang lưu hành	7,052.0	13,053.0	16,038.0	25,488.0	49,323.0	74,482.0	72,396.0
Trái phiếu địa phương	Đang lưu hành	850.0	2,850.0	6,094.1	8,644.1	10,644.1	9,794.1	9,793.0
Trái phiếu doanh nghiệp	Đang lưu hành	1,877.1	1,877.1	2,394.6	35,288.6	66,128.6	70,878.6	45,909.2
	Tổng lượng trái phiếu đang lưu hành	15,088.7	26,900.4	44,777.0	108,140.3	198,643.3	244,362.3	210,281.2
	GDP	613,442.0	713,072.0	837,858.0	973,790.0	1,143,442.0	1,454,217.5	1,645,481.0
	Tổng lượng trái phiếu đang lưu hành/GDP	2.5%	3.8%	5.3%	11.1%	17.4%	16.8%	12.8%
Phát hành								
	Trái phiếu kho bạc	2,322.0	3,810.7	12,230.0	20,126.0	34,580.0	19,362.0	4,710.5
	Trái phiếu phát triển Việt Nam	5,821.0	6,001.0	3,375.0	10,050.0	24,095.0	26,647.0	3,855.0
	Trái phiếu địa phương	850.0	2,000.0	3,244.1	2,550.0	2,000.0	-	1,540.0
	Trái phiếu doanh nghiệp	300.0	-	2,094.6	32,894.0	30,840.0	7,350.0	20,497.0
Trái phiếu đã đáo hạn								
	Trái phiếu kho bạc	-	-	1,100.0	1,656.6	752.0	2,702.0	11,735.2
	Trái phiếu phát triển Việt Nam	-	-	390.0	600.0	260.0	1,488.0	5,941.0
	Trái phiếu địa phương	-	-	-	-	-	850.0	1,541.1
	Trái phiếu doanh nghiệp	-	-	1,577.1	-	-	2,600.0	45,466.4

Nguồn: HNX, Bloomberg

Các ngân hàng nước ngoài đã rất quan tâm đến đợt phát hành này vì 3 lý do (1) đồng USD đang mạnh lên so với các đồng tiền lớn khác khiến trái phiếu bằng đồng USD trở nên khá hấp dẫn (2) chênh lệch phí trên hợp đồng hoán đổi rủi ro tín dụng kỳ hạn 5 năm gần đây là 230. Điều này phản ánh kỳ vọng đối với rủi ro của Việt Nam là ổn định, là một nhân tố tích cực đối với các đợt chào bán trái phiếu trong tương lai gần (3) Giá trị của các đợt phát hành trái phiếu chính phủ của Việt Nam còn thấp.

Việt Nam phát hành 750 triệu USD trái phiếu chính phủ lần đầu ra quốc tế vào năm 2005, đáo hạn vào năm 2016 và có lãi suất là 7.125%/năm. Những trái phiếu này hiện tại đang giao dịch ở mức lợi suất khoảng 6.1-6.3%/năm. Việt Nam gần đây được Moody's Investors Service xếp hạng Ba3, thấp hơn 3 mức so với mức xếp hạng cho loại trái phiếu dành để đầu tư. Mức xếp hạng này ngang với mức xếp hạng của Philipin và thấp hơn Indonesia.

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp

Trong năm 2009, mà đặc biệt là 6 tháng cuối năm, nhiều đợt phát hành trái phiếu doanh nghiệp tư nhân đã diễn ra thành công, mà tiêu biểu các đợt phát hành của HAGL (1,450 tỷ đồng), HPG (1,120 tỷ đồng), KBC (2,000 tỷ đồng) và FPT (1,800 tỷ đồng) bên cạnh các đợt phát hành của các DNNN như EVN và BIDV. Tổng giá trị phát hành của trái phiếu doanh nghiệp vào khoảng 30 nghìn tỷ đồng trong năm 2009, cao hơn nhiều so với giá trị phát hành trái phiếu chính phủ, đánh dấu sự phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Các lĩnh vực chủ yếu có phát hành trái phiếu là: bất động sản và xây dựng (34%), tài chính (36%) và sản xuất (24%). Trái phiếu phát hành trong những lĩnh vực này thường có kỳ hạn dưới 5 năm và chênh lệch lợi suất so với trái phiếu kho bạc là từ 2-3%, là điều có thể hiểu được do rủi ro của loại hình trái phiếu này.

Một lý do khiến thị trường trái phiếu doanh nghiệp phát triển là tại thị trường này có sự phổ biến của trái phiếu với lãi suất thả nổi đối với trái phiếu thường cũng như

trái phiếu chuyển đổi và thậm chí cả trái phiếu kèm chứng quyền. Hai sự đổi mới này cho phép các doanh nghiệp có thể đưa ra lợi suất tiềm năng và với lãi điều chỉnh trong bối cảnh kỳ vọng làm phát thay đổi nhanh chóng thậm chí là cả đối với trái phiếu có kỳ hạn từ 2 đến 3 năm. Trên thực tế, nếu không có cách tính lợi suất linh động này, thì các nhà đầu tư sẽ không muốn mua trái phiếu với lãi suất cố định. Và hầu hết những đợt chào bán trái phiếu thành công là các đợt chào bán của các doanh nghiệp tư nhân.

Chúng tôi dự kiến sẽ có thêm trái phiếu doanh nghiệp được chào bán năm 2010 và với việc nhu cầu phát hành trái phiếu chính phủ tăng thì lợi có thể suất trái phiếu cũng sẽ được đẩy lên và việc phát hành trái phiếu tại tất cả các kỳ hạn sẽ tăng mạnh. Sẽ có rủi ro về tác động lẫn át của việc phát hành trái phiếu chính phủ đối với trái phiếu doanh nghiệp nhưng với lãi suất thả nổi và quyền chuyển đổi trái phiếu thì thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ có sức phát triển nội tại của mình. Tuy nhiên, việc thiếu hệ thống đánh giá xếp hạng tín dụng cần thiết và sự chuyển đổi trái phiếu bắt buộc là những hạn chế cần phải được khắc phục.

Thị trường thứ cấp

GTGD của trái phiếu có kỳ hạn dưới 5 năm chiếm phần lớn trong tổng GTGD thị trường thứ cấp trong năm 2009. Và mặc dù với ít các đợt phát hành trái phiếu chính phủ diễn ra trên thị trường sơ cấp thì trái phiếu chính phủ vẫn chiếm tỉ trọng lớn trong hoạt động giao dịch trên thị trường thứ cấp với GTGD đạt 90 nghìn tỷ đồng trong năm 2009.

Tuy nhiên, chúng tôi thấy có những hợp đồng repo trên thị trường repo vào Q4 trong bối cảnh thanh khoản trên thị trường liên ngân hàng được thắt chặt khiến các ngân hàng phải repo trái phiếu để huy động vốn. Mức độ tham gia của các NĐTNN trên thị trường trái phiếu khá hạn chế với GTGD bình quân của khối này chiếm không đến 1/3 tổng GTGD toàn thị trường. Các NĐTNN đã bán ròng trong năm 2009 với giá trị 2.18 nghìn tỷ đồng.

Biểu 62 - Thị trường căn hộ trung và cao cấp ở TPHCM - Thị trường thứ cấp

Khu căn hộ cao cấp	Giá (USD/m ²) - 1/2009	Giá (USD/m ²) - 2/2009	Giá (USD/m ²) - 3/2009	Giá (USD/m ²) - 5/2009	Giá (USD/m ²) - 6/2009	Giá (USD/m ²) - 8/2009	Giá (USD/m ²) - 1/2010	Hiện trạng
Từ 2000 USD/m ² trở lên								
Phú Mỹ Hưng	1,600-2,400	1,600-2,400	1,620-2,400	1,620-2,400	1,650-2,400	1,650-2,400	1,600-2,400	Hoàn thành một phần và đã hoàn thành
The Manor	2,300-2,600	2,300-2,600	2,300-2,600	2,300-2,600	2,300-2,600	2,300-2,600	2,250-2,600	Hoàn thành một phần và đã hoàn thành
Saigon Pearl	1,850-2,700	1,850-2,700	1,900-2,700	2,000-2,700	2,100-2,750	2,200-2,750	2,200-2,800	Hoàn thành một phần
Sunrise city	2,600-2,700	2,200-2,500	2,200-2,500	1,880-2,500	1,880-2,500	1,880-2,500	2,100-2,500	Mới
Central gardens	1,600-1,850	1,600-1,800	1,600-1,800	1,600-1,800	1,600-1,800	1,600-1,800	1,600-1,800	Đã hoàn thành
Cantavil Hoàn Cầu	3,000-3,100	2,200-2,700	2,200-2,950	2,200-2,950	2,200-2,950	2,200-2,950	2,160-2,950	Hoàn thành một phần
Khu vực giá trung bình								
Từ 1000USD - 1800USD								
Phú Hoàng Anh	1,950-2,000	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250	1,130-1,250	Mới
Richland hill	1,550-1,600	1,550-1,600	1,550-1,600	1,550-1,600	1,550-1,600	1,550-1,600	1,550-1,600	Mới
Sunview	550-900	550-764	600-764	600-764	600-800	600-800	600-800	Hoàn thành một phần

Nguồn - Colliers, HSC, Công ty phát triển và trung tâm giao dịch bất động sản

Triển vọng ngành bất động sản trong năm 2010

Chuyên viên phân tích - Nguyễn Thị Yến

Thị trường nhà ở đầu năm không có nhiều chuyển biến so với Q3 mặc dù trên các website vẫn có nhiều tin rao bán căn hộ. Chúng tôi cho rằng vẫn có khoảng cách giữa giá mua và giá bán được đưa ra. Theo một cuộc khảo sát của chúng tôi, thì giá bán nhà tại hầu hết các dự án được khảo sát hầu như không thay đổi so với cuộc khảo sát trước do chúng tôi thực hiện vào tháng 8/2009.

Trên thị trường thứ cấp, trong 6 tháng đầu năm, có nhiều thông tin chào bán căn hộ do các công ty phát triển bất động sản đưa ra như Phú Hoàng Anh, Sunrise City, Cantavil Hoàn Cầu, Riverpark Residential và Riverside Residential (Phú Mỹ Hưng) với giá bán cao hơn một chút hoặc bằng với giá bán đưa ra lần đầu. Một số dự án đã hoàn thành như The Manor, Saigon Pearl, Central Garden chủ yếu được rao cho thuê và rao bán không nhiều.

Trái lại, thị trường sơ cấp đã khá sôi động trở lại với một số sản phẩm căn hộ cao cấp mới được bán gần đây tại các dự án như Him Lam Riverside (Quận 7), City Garden (Quận Bình Thạnh), Blooming Park (Quận 2) và các căn hộ bình dân tại các dự án như Lê Thành B (Quận Bình Tân), Ehome 2 (Quận 9).

Theo dự báo, thị trường căn hộ năm 2010 sẽ khá trầm lắng và số lượng giao dịch thực hiện cũng như giá cũng sẽ không thay đổi nhiều. Lý do của việc này là do nguồn cung sẽ vượt cầu, trong đó tổng nguồn cung căn hộ sẽ đạt 30,000 đơn vị trong khi nhu cầu dự đoán sẽ vào khoảng 20,000 căn hộ. Trong năm 2009, có khoảng 14,000 căn hộ đã được đưa ra thị trường.

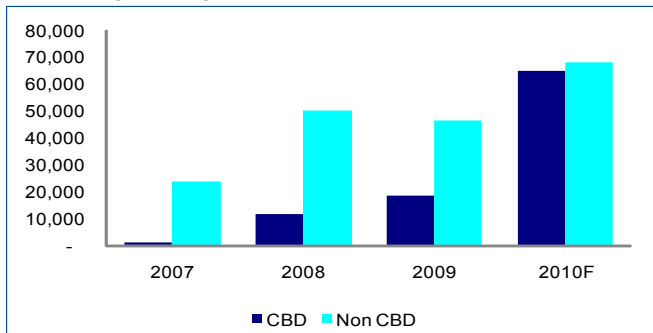
Mặc dù tổng cung căn hộ sẽ tăng mạnh trong năm sau nhưng tăng nguồn cung căn hộ bình dân và căn hộ giá rẻ sẽ thấp hơn nhiều (so với mức tăng của tổng cung căn hộ). Do đó, với nguồn cung và cầu căn hộ cân bằng hơn, thì thị trường căn hộ bình dân và giá rẻ dự báo sẽ sôi động hơn so với thị trường căn hộ cao cấp. Mặc dù vậy, dự báo giá căn hộ sẽ không biến động nhiều. Theo dự báo của CBRE, cung căn hộ giá rẻ năm 2010 sẽ chiếm 18.3% tổng lượng cung căn hộ mới; cung căn hộ bình dân chiếm 36.7% và cung căn hộ cao cấp chiếm 45%.

Hiện đã rất nhiều dự án được khởi công gần đây như Saigon Pavilion (Quận 3) khởi công vào ngày 10/1 với tổng vốn đầu tư là 800 tỷ đồng. CTCP Đầu tư Xây dựng Phú Hưng Gia - chủ đầu tư dự kiến giá bán căn hộ là 4,000USD/m². Bên cạnh đó, cao ốc 18 tầng New Pearl cũng được khởi công gần đây tại quận 3 với giá bán dự kiến là từ 4,000 - 4,800USD/m².

CTCP Đất Xanh cũng đã khởi công một dự án 240 căn hộ bình dân tại quận Gò Vấp. Tanimex khởi công một dự án 673 căn hộ bình dân tại quận Tân Phú dự kiến sẽ hoàn thành trong Q2/2011. Tanimex dự kiến bán căn hộ trong Q1/2010 với giá bán khoảng từ 12-13 triệu đồng/m².

Lý do chính khiến chúng tôi thận trọng với triển vọng thị trường bất động sản năm 2010 chính là lo ngại về luồng vốn dành cho ngành này. Với dự báo lãi suất cơ bản tăng và mức độ tăng trưởng tín dụng đạt thấp trong thời gian gần đây thì hoạt động cho vay với cả các công ty bất động sản và những người mua nhà thế chấp đều đã chững lại trong 6 tháng nay. Một vấn đề nan giải là việc cho vay vốn ngắn hạn có thể chuyển sang cho vay dài

Biểu 63 - Nguồn cung bán lẻ tại TPHCM



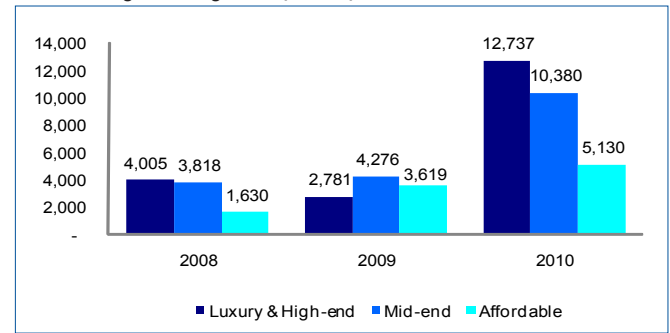
Nguồn: CBRE

hạn giảm từ 40% xuống 30%. Theo chúng tôi, sự suy giảm trong hoạt động cho vay mua nhà và cho vay đầu tư phát triển các dự án bất động sản sẽ còn tiếp tục kéo dài trong Q2.

Với mảng văn phòng cho thuê, mặc dù giá cho thuê văn phòng đã giảm mạnh so với năm 2008, thì giá sẽ có nhiều khả năng tiếp tục giảm trong năm nay khi mà nguồn cung tăng lên. Cũng theo CBRE, có khoảng 130,000m² diện tích văn phòng cho thuê được đưa ra thị trường năm 2009 và hiện vẫn chưa được lấp đầy. Trong năm 2010, dự kiến có thêm khoảng 350,000m² diện tích văn phòng cho thuê mới sẽ được đưa ra thị trường. Hiện tại, giá thuê bình quân cho văn phòng hạng A là khoảng từ 40-50USD/m²/tháng, hạng B là 25-35 USD/m²/tháng và hạng C là 15-20 USD/m²/tháng.

Trái với mảng cho thuê văn phòng trong đó cung vượt cầu thì phân khúc mặt bằng cho thuê bán lẻ vẫn rất hấp dẫn với nguồn cung còn ít và nhu cầu cao, khiến giá cho thuê tăng tại Thành phố HCM.

Biểu 64 - Nguồn cung căn hộ mới tại TPHCM



Nguồn: CBRE

Trong Q4/2009, đã có thêm hơn 40,000m² diện tích mặt bằng cho thuê bán lẻ tại Thành phố HCM sẽ được đưa ra thị trường, chủ yếu là tổ hợp nhà ở và khu cao ốc thương mại Kumho Asiana Plaza (Quận 1), khu phức hợp mua sắm Parkson Flemington (Quận 11). Trong năm 2010, thị trường mặt bằng cho thuê bán lẻ dự kiến sẽ có thêm 130,000m² diện tích, trong đó có 65,000m² là từ Trung tâm thương mại Vincom Center và Tòa nhà Bitexco Financial Tower. Trung tâm thương mại Vincom Center dự kiến sẽ được bắt đầu cho thuê vào 30/4 năm nay và Tòa nhà Bitexco Financial Tower dự kiến sẽ khai trương vào tháng 10.

Giá cho thuê mặt bằng bán lẻ bình quân tại các khu trung tâm là khoảng 97-99 USD/m²/tháng trong khi giá cho thuê bình quân tại các quận xa trung tâm khoảng 46.6 USD/m²/tháng. Với một số địa điểm ở khu trung tâm, giá thuê có thể lên đến 250 USD/m²/tháng. Chẳng hạn, khoảng 80% diện tích mặt bằng tại Vincom Center đã được cho thuê với mức giá cho thuê ở những vị trí đẹp lên tới 200 USD/m²/tháng mặc dù dự án này vẫn chưa hoàn thành.

Thị trường vàng – NHNN đóng cửa các sàn vàng do tác động tiêu cực của các sàn vàng này đến nền kinh tế

Vàng là một trong ba loại tài sản đầu tư có tính thanh khoản và có quy mô thị trường lớn nhất tại Việt Nam. Thị trường này đã trải qua một đợt giảm giá mạnh sau nhiều diễn biến kịch tính. Sau gần hai năm thu hút nhiều sự quan tâm của nhà đầu tư, vừa rồi chính phủ đã can thiệp và tạm dừng hoạt động của tất cả các sàn vàng cho tới khi tìm ra được hướng phát triển mới cho các sàn vàng.

Các sàn vàng đã phát triển quá mạnh mẽ và có một vị thế lớn trong nền kinh tế. Do tính chất có thể bán và mua khổng và cân đối thông qua một tài khoản mở tại nước ngoài, nên các sàn vàng vô hình đã tạo ra một áp lực lớn lên thị trường ngoại hối.

Và sau đây là cách thức các sàn vàng tác động đến thị trường ngoại hối. Chúng tôi ước tính giá trị giao dịch của các nhà tạo lập thị trường chiếm khoảng 10% tổng giá trị giao dịch trên các thị trường vàng. Trong đó, mua bán ròng hàng ngày đạt xấp xỉ 3% tổng giá trị giao dịch. Điều này được thực hiện thông qua tài khoản mở tại nước ngoài điều hành bởi một sàn vàng có đăng ký hoạt động quản lý. Và giá trị giao dịch ròng hàng ngày đạt xấp xỉ 50-60 triệu USD. Trong một thị trường ngoại hối có quy mô còn nhỏ, thì tác động của giá trị giao dịch ròng này đến tỷ giá trên thị trường tự do là rất lớn. Không những thế, hoạt động của các sàn vàng không được quản lý được thực hiện chủ yếu ở nước ngoài làm cho các cơ quan quản lý nhà nước không thể kiểm soát.

Theo tin tức đăng tải trên cách phương tiện truyền thông, việc có nhiều trạng thái bán khổng vàng lớn cần tất toán trong Q4 đã báo trước một áp lực có thể được tạo ra cho thị trường ngoại hối không chính thức và điều này đã buộc NHNN phải can thiệp. Không có cách nào để kiểm chứng các thông tin này có xác thực hay không và hiện tại thì điều này không còn quá quan trọng. Điều quan trọng là các cơ quan quản lý đã quyết định các sàn vàng phải dừng hoạt động.

Và sau một thời gian dài phỏng đoán của các phương tiện truyền thông và một vài nỗ lực vận động hàng lang khó khăn nhưng vô ích của các ngân hàng thì cuối cùng vào đầu tháng 1, NHNN đã ban hành thông tư số 01/2010/TT-NHNN thay thế quyết định 03/2006/QĐ-NHNN ban hành ngày 18/1/2006 và quyết định số 11/2007/QĐ-NHNN liên quan đến hoạt động giao dịch vàng ở nước ngoài. Theo thông tư này, các tổ chức tín dụng và các công ty kinh doanh vàng phải ngừng hoạt động giao dịch vàng quốc tế từ ngày 6/1/2010 ngoại trừ những giao dịch cần phải thực hiện để tất toán các tài khoản mở tại nước ngoài. Với động thái này của NHNN, một loại tài sản đầu tư đã không còn nữa và hoạt động giao dịch vàng tại Việt Nam đã bị ngừng lại.

Có hai loại sàn vàng ở Việt Nam

(1) Khoảng 20 sàn vàng chính thức được cấp phép hoạt động do các ngân hàng và các công ty chuyên doanh quản lý. Những sàn vàng này là những sàn vàng trong nước và không trực tiếp liên hệ với các sàn vàng quốc tế và chịu sự quản lý của chính phủ. Tỷ lệ cho vay ký quỹ thông thường của các sàn vàng này là từ 92-93% và các giao dịch được thực hiện bằng đồng VND. Do các sàn vàng này chỉ giao dịch vàng trong nước nên đã nảy sinh sự đầu cơ chênh lệch giá giữa giá vàng trong nước và giá vàng thế giới. Do quy định hạn chế nhập khẩu vàng (việc nhập khẩu không được thực hiện một cách tự do và thậm chí tại thời điểm hiện tại vẫn tồn tại hạn ngạch nhập khẩu), nên giá vàng trong nước cao hơn giá vàng thế giới. Điều này làm phát sinh hoạt động nhập lậu vàng vào Việt Nam và hoạt động này tất nhiên cần phải dùng đến đồng USD.

(2) Loại sàn vàng thứ 2 là sàn vàng không chính thức do các công ty đầu tư quản lý. Về mặt nguyên tắc, các công ty này chỉ cung cấp dịch vụ tư vấn đầu tư nhưng trên thực tế, họ cũng cung cấp cả dịch vụ giao dịch vàng liên hệ trực tiếp với các sàn vàng quốc tế. Các dịch vụ này hoàn toàn không nằm trong sự quản lý của chính phủ và không được cấp phép. Thông thường, khách hàng chỉ cần ký quỹ 1% số tiền cần để giao dịch bằng USD và có thể vay ký quỹ tới 99%. Do tất cả các giao dịch được thực hiện bằng USD, loại sàn vàng này là một trong những nguyên nhân chính gây ra việc chảy máu USD từ thị trường chính thức, đặc biệt là trong Q1. Theo tính toán sơ bộ, các sàn vàng không chính thức đã kiếm được khoản phí hay lợi nhuận khoảng 150 tỷ đồng trong năm 2008, tương đương khoảng 60% lợi nhuận từ phí sàn vàng của ACB.

Vậy điều gì sẽ xảy ra tiếp theo? Chúng tôi không nghĩ rằng các sàn vàng sẽ đóng cửa vĩnh viễn vì nếu như vậy, thì sẽ có nguy cơ hình thành một thị trường chợ đen của vàng mà chính phủ có thể sẽ không thể kiểm soát được. Sau một thời gian giảm nhiệt hoạt động giao dịch vàng, thì chúng tôi cho rằng NHNN sẽ tìm phương án mở cửa lại các sàn vàng, đồng thời giảm tác động của các sàn vàng đối với nền kinh tế vĩ mô.

Vấn đề nằm ở chỗ hoạt động giao dịch vàng đã hầu như không được quản lý do những nguyên nhân mang tính lịch sử. Trong dài hạn chúng tôi cho rằng nhà nước sẽ xem xét mọi khả năng bao gồm cả việc hạn chế tỷ lệ cho vay ký quỹ và khả năng đóng cửa một số hoặc tất cả các sàn vàng, đặc biệt là các sàn vàng không do các ngân hàng quản lý. NHNN có thể cũng sẽ yêu cầu các nhà đầu tư giao dịch vàng thông qua tài khoản

ngân hàng để cơ quan này có thể kiểm soát. Bên cạnh đó, những quy định và hướng dẫn pháp lý được ban hành nhằm theo dõi và kiểm soát hoạt động đầu tư trên thị trường chứng khoán có thể sẽ được áp dụng cho thị trường vàng. Trên thực tế, một số quy định là quá chặt chẽ và bất chấp các nỗ lực vận động của các ngân hàng, thì có khả năng một hệ thống quy định còn chặt chẽ hơn so với hệ thống quy định cho thị trường chứng khoán sẽ được áp dụng.

Thành công của một hệ thống quy định ban hành trong tương lai sẽ phụ thuộc vào việc hệ thống quy định đó có cắt đứt được mối liên hệ giữa hoạt động giao dịch trên các sàn vàng với tỷ giá trên thị trường tự do hay không. Tỷ giá tự do là một trong những nguyên nhân khiến đồng VNĐ bị trượt giá trong điều kiện thị trường chính thức không đủ khả năng đáp ứng nhu cầu về USD.

Do vậy, nếu các sàn vàng được mở cửa trở lại trong tương lai thì theo chúng tôi, tỷ lệ cho vay ký quỹ trên các sàn giao dịch có quản lý có thể giảm mạnh từ mức 93% xuống 50% (bằng với tỷ lệ cho vay ký quỹ trên thị trường chứng khoán). Và tất cả các giao dịch có thể sẽ được thực hiện thông qua các tài khoản ngân hàng đặc biệt. Điều này có thể sẽ làm giảm khối lượng giao dịch khoảng từ 30-40% so với khối lượng giao dịch trong năm 2009 và sẽ có một tác động tương tự đối với các dòng doanh thu khác từ hoạt động giao dịch vàng như phí, lãi vay từ hoạt động cho vay ký quỹ và doanh thu liên quan đến giao dịch ngoại hối.

Đồng thời, một số ngân hàng như ACB, EIB, STB và VCB sẽ mất đi nguồn thu lớn và NHNN sẽ chỉ cho phép giao dịch vàng vật chất. Thời hạn đặt ra cho các sàn vàng để thực hiện tất toán các tài khoản trước khi đóng cửa là 90 ngày. Và một số người cho rằng tiền từ các sàn vàng sẽ đổ vào chứng khoán. Cho đến nay, vẫn chưa có cơ sở khẳng định điều này nhưng đây vẫn là một giả thiết hợp lý.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các thông tin trong báo cáo được HSC xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty, HSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TP. HỒ CHÍ MINH
HO CHI MINH CITY SECURITIES CORPORATION

TRỤ SỞ CHÍNH

Lầu 1, 2 & 3, Tòa nhà Capital Place
6 Thái Văn Lung, Quận 1, TPHCM
T : (+84 8) 3 823 3299
F : (+84 8) 3 823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

6 Lê Thánh Tông
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
T : (+84 4) 3 933 4693
F : (+84 4) 3 933 4822

E: infor@hsc.com.vn **W**: www.hsc.com.vn