

# **BÁO CÁO VĨ MÔ & TTCK**

## **QUÝ 2/2011**



## I. KINH TẾ THẾ GIỚI

Kinh tế thế giới quý 2 bước vào thời kì tăng trưởng chậm với lạm phát tiếp tục gia tăng trên phạm vi toàn cầu. Ngân hàng thanh toán quốc tế (BIS) mới đây đã kêu gọi NHTW các nước nâng lãi suất cơ bản, áp dụng đối với các nước có nền kinh tế phát triển cũng như mới nổi. Nhằm kiềm chế lạm phát gia tăng, G20 cũng đã đạt được thỏa thuận lịch sử về chống tăng giá nông phẩm. EU nhúc nhối trong vấn đề giải cứu nợ công tại châu Âu, trong khi World Bank từ chối tham gia giải cứu Hy Lạp và IMF cũng đã không thống nhất được vấn đề trong việc đàm phán cứu quốc gia này.

### 1. Kinh tế Mỹ

GDP quý 1/2011 được thông báo điều chỉnh lần 3 với mức 1,9% thấp hơn mức tăng trưởng 3,7% so với cùng kỳ năm ngoái và mức 3,1% trong quý 4/2010. Các chuyên gia kinh tế được MarketWatch khảo sát dự đoán kinh tế Mỹ sẽ tăng trưởng nhẹ lên 2,3% trong quý 2. Việc lo ngại đà tăng nhanh của giá hàng hóa và nguồn cung sản xuất từ Nhật bị gián đoạn và có thể sẽ gây trở ngại cho đà tăng trưởng của kinh tế Mỹ trong quý 2. Trước tình trạng thất nghiệp gia tăng, sản xuất yếu kém và kinh tế suy giảm, Goldman Sachs hạ triển vọng GDP quý II từ 3% xuống 2%, trong khi đó Quỹ Tiền tệ Quốc tế IMF cũng đã hạ dự báo tăng trưởng kinh tế Mỹ xuống 2,5% trong năm nay. Trong khi đó, FED tiếp tục hạ dự báo tăng trưởng Mỹ trong năm nay xuống còn 2,7 – 2,9% và vẫn giữ nguyên lãi suất ở các mức thấp lịch sử và kết thúc chương trình mua 600 tỷ USD trái phiếu nhằm kích thích nền kinh tế vào cuối tháng 6.

Theo Cục Thống kê Lao động Mỹ, chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng 4 tăng 0,4% so với tháng 3 và tháng 5 đã tăng lên mức 0,8% so với tháng 4. Việc chỉ số CPI tiếp tục tăng trong những tháng gần đây cho thấy tình trạng lạm phát của nước này có xu hướng tăng lên.

Tỷ lệ thất nghiệp sau khi giảm mức thấp nhất trong tháng 3 với 8,9% (mức thấp nhất trong hai năm) đã quay trở lại tăng trong tháng 4 và tháng 5 với tỷ lệ tăng tương ứng là 9% và 9,1% cho thấy tình hình kinh tế quý 2 khó khăn hơn trong quý 1 năm nay. Chỉ số niềm tin người tiêu dùng trong quý 2 liên tiếp giảm và trong tháng 6 rơi xuống chỉ còn 71,8 điểm, lĩnh vực sản xuất tháng 5 xuống mức -6 (mức thấp nhất từ tháng 4/2009) cho thấy lĩnh vực sản xuất đang thu hẹp lại.

Sau khi giảm thâm hụt ngân sách trong tháng 4 còn 40,5 tỷ USD thì trong tháng 5, mức tăng này là 57,6 tỷ USD và tính từ đầu năm tài khóa tới nay, thâm hụt ngân sách Mỹ đã đạt 927,4 tỷ USD, thấp hơn so với 935,6 tỷ USD cùng kỳ năm trước. Một trong những nguyên nhân chính khiến chi tiêu tăng mạnh là do việc trả lãi các khoản nợ công và theo CBO (văn phòng ngân sách Quốc hội Mỹ), thâm hụt ngân sách năm nay của Mỹ có thể đạt 1.400 USD trong năm nay và 1.200 tỷ USD trong năm tài khóa 2012.

Trong quý 1, thị trường nhà đất Mỹ trượt dốc với việc giá nhà đất giảm 1,9% và được dự báo khả năng rơi vào tình trạng suy thoái kép. Doanh số bán nhà trong tháng 4 và tháng 5 vẫn tiếp tục giảm. Doanh số bán nhà đang sử dụng tại Mỹ tháng 5/2011 hạ 3,8 với mức trung bình



khoảng 4,81 triệu căn/năm, trong khi con số này của tháng 4/2011 là 5 triệu. Mức giá nhà trung bình đối với các loại nhà trong tháng 5/2011 ở mức khoảng 166.500USD, thấp hơn 4,6% so với tháng 5/2010. Giá nhà tiếp tục chịu áp lực bởi nguồn cung bất động sản bị thu hồi lớn, vốn được bán với mức giá thấp hơn 20% trong tháng 5/2011.

Với mức thâm hụt ngân sách cao, tăng trưởng kinh tế chậm lại, tỷ lệ thất nghiệp có xu hướng tăng trở lại và đặc biệt tình trạng lạm phát gia tăng khiến kinh tế Mỹ càng trở nên khó khăn hơn. Theo thông tin mới nhất, sau khi kết thúc gói cứu trợ kinh tế QE2 vào thời điểm cuối tháng 6, để duy trì mức lãi suất thấp như hiện nay FED tiếp tục mua trái phiếu với số tiền thu được từ các khoản nợ đáo hạn mà FED sở hữu. Điều này có nghĩa là FED sẽ mua tới 300 tỷ USD trái phiếu trong 12 tháng tiếp theo để giữ lãi suất thị trường ở mức thấp mà không cần bơm thêm tiền cho hệ thống Tài chính. 112,1 tỷ USD trái phiếu Chính phủ mà FED nắm giữ sẽ đáo hạn trong 12 tháng tới. Ngoài ra, FED còn nắm giữ hơn 111 tỷ USD trong hệ thống thị trường mở. Để thay thế các chứng khoán này, FED phải mua trung bình 9,4 tỷ USD trái phiếu 1 tháng trong vòng 1 năm nữa. Với những khó khăn trên, kinh tế Mỹ tiếp tục chịu ảnh hưởng của lạm phát cao và tăng trưởng kinh tế có thể bị chậm lại trong vòng 2-3 năm nữa.

## 2. Kinh tế Châu Âu

Nền kinh tế tại 17 quốc gia sử dụng đồng tiền chung châu Âu đã tăng trưởng 0,8% trong ba tháng đầu năm 2011, tăng so với mức 0,3% trong quý trước đó. Trong đó, Đức báo cáo tỷ lệ tăng trưởng vượt dự kiến với 1,5%, Hy Lạp cũng bất ngờ công bố tỷ lệ tăng trưởng mạnh mẽ với 0,8% mặc dù quý trước đó thu hẹp mạnh.

*Bảng 1.1 Thống kê số liệu tăng trưởng GDP một số quốc gia tại khu vực eurozone trong 2 quý*

Quốc gia	Tăng trưởng quý 1 2011	Tăng trưởng quý 4 2010
Eurozone	0,8%	0,3%
Áo	1%	0,9%
Bi	1%	0,5%
CH Síp	0%	0,4%
Estonia	2,1%	2,3%
Phân Lan	0,3%	1,7%
Pháp	1%	0,3%
Đức	1,5%	0,4%
Hy Lạp	0,8%	-2,8%
Ý	0,1%	0,1%
Hà Lan	0,9%	0,7%
Bồ Đào Nha	-0,7%	-0,6%
Slovakia	1%	0,9%
Tây Ban Nha	0,3%	0,2%

Trong khi đó, lạm phát tại châu Âu giảm tốc: Lạm phát tại 17 nước thuộc khu vực đồng tiền chung châu Âu tháng 5/2011 tăng 2,7% từ mức 2,8% của tháng 4/2011. Theo báo Le Monde số ra ngày 11/6, sau khi bắt đầu tăng lãi suất chỉ đạo vào tháng 4/2011 (1,25%), Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB) chuẩn bị tăng đột mới dự kiến vào ngày 7/7 tới.



Từ đầu năm, do giá nhiên liệu và thực phẩm tăng, lạm phát đã vượt qua mức quy định của ECB là 2%. Những bất ổn còn mạnh và ECB đã phải xem xét lại các dự đoán mức tăng giá trung bình năm 2011 là 2,6% (dự đoán ban đầu là 2,3%) và tăng 1,7% trong năm 2012. Tăng trưởng trong năm nay dự kiến đạt 1,9% (dự đoán ban đầu là 1,7%) và 1,7% vào năm 2012 (con số ban đầu là 1,8%). Các nhà quan sát đang mong đợi ECB tiếp tục tiến trình bình thường hóa tiền tệ, nâng mức lãi suất chỉ đạo lên 1,75% vào năm 2011 vào lần tăng trong quý 4 tới. ECB có thể sẽ tiếp tục thắt chặt tín dụng vào năm 2012. Các nhà kinh tế của Nomura dự đoán cuối năm 2012, tỷ lệ lãi suất chỉ đạo là 2,75%.

Vấn đề nợ công tại khu vực vẫn tiếp tục kéo dài. IMF hỗ trợ gần 26 tỷ euro tương đương khoảng 36,8 tỷ USD với thời hạn 3 năm cứu Bồ Đào Nha và hợp tác cùng Liên minh Châu Âu trong nỗ lực mới nhất để ngăn chặn khủng hoảng nợ tại Châu Âu (Liên minh Châu Âu cũng hỗ trợ 78 tỷ USD tương đương 111 tỷ USD dành cho Bồ Đào Nha)

Chính phủ Tây Ban Nha dự báo kinh tế sẽ tăng trưởng 2,3% trong năm tới và 2,4% trong năm 2013. Tỷ lệ thất nghiệp của Tây Ban Nha, hiện đang cao nhất châu Âu ở 21%, được dự báo giảm xuống còn 18,5% trong năm tới. Chính phủ nước này cũng đã thiết lập lại giới hạn chi tiêu 117,4 tỷ Euro và thông qua cắt giảm 3,8% ngân sách năm 2012, thấp hơn mức cắt giảm 7,9% trong năm ngoái. Tây Ban Nha đã thành công trong việc cắt giảm thâm hụt từ 11,2% GDP trong năm 2009 xuống 9,2% năm ngoái, nhưng nợ nước ngoài vẫn lên tới 1.744 tỷ Euro. IMF cảnh báo rằng, việc tái cơ cấu nền kinh tế và hệ thống tài chính tại nước này vẫn chưa hoàn tất, rủi ro suy thoái vẫn còn đáng kể.

Trong tháng 5, Hy Lạp đã phát hành thành công 1,6 tỷ Euro tín phiếu kho bạc tương đương 2,33 tỷ USD với kì hạn 13 tuần và lãi suất cao lên tới 4,62%. Lãi suất cho vay tại Hy Lạp đã tăng vọt sau khi Standard & Poor hạ xếp hạng tín nhiệm của nước này từ B xuống CCC, mức xếp hạng thấp nhất trên thế giới. Cuộc đấu giá tín phiếu được đưa ra khi Hy Lạp phải đối mặt với áp lực từ EU và IMF về vấn đề thông qua một chính sách khắc khổ và cải cách Quốc hội trước cuộc họp các nước châu Âu vào ngày 3/7, xem xét khả năng tiếp tục cứu trợ cho Hy Lạp. Nếu không có vốn để tiếp tục cứu trợ Hy Lạp, nước này có nguy cơ vỡ nợ trong tháng 7.

Trong khi đó, ngày 20/6, Chính phủ châu Âu cho biết có thể giảm 1 nửa giá trị gói viện trợ cho Hy Lạp, từ 12 tỷ Euro xuống còn 6 tỷ Euro. Điều này sẽ vừa giúp Hy Lạp giải quyết được khó khăn, đồng thời vẫn duy trì áp lực đối với Chính phủ nước này để cắt giảm nợ công. Kết thúc ngày cuối quý, Thủ tướng Hy Lạp đã nhận được sự chấp thuận cần thiết đối với kế hoạch thắt chặt ngân sách và bán tài sản trị giá 78 tỷ euro tương đương 113 tỷ USD. Các ngân hàng và công ty bảo hiểm lớn nhất của Đức cũng như chính phủ nước này thống nhất về dự thảo tái đầu tư tiền vào trái phiếu chính phủ Hy Lạp trong khoảng thời gian từ nay đến năm 2014



### 3. Kinh tế Châu Á

Economist dự báo cho đến năm 2015, châu Á sẽ vẫn là khu vực có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất thế giới mặc dù kinh tế của khu vực này (trừ Nhật Bản) dự kiến chỉ tăng trưởng 6,8% trong năm nay, giảm so với mức 8,2% đạt được trong năm 2010. EIU cho biết có hai yếu tố giúp châu Á trở thành khu vực tăng trưởng kinh tế nhanh nhất, đó là mức nợ (cả nợ công và nợ tư) thấp ít ảnh hưởng tới ngành ngân hàng và sự nổi lên của Trung Quốc kéo theo sự tăng trưởng kinh tế của cả khu vực. Tuy nhiên, các nền kinh tế đang nổi ở châu Á có dấu hiệu tăng trưởng chậm lại trong bối cảnh các chính phủ phải vật và đối phó với tình trạng lạm phát leo thang

Thống kê từ các nền kinh tế mạnh trong khu vực đều cho thấy có sự thụt lùi, với chỉ số quản lý sức mua (PMI) tại Ấn Độ, Trung Quốc, Đài Loan và Hàn Quốc đồng loạt giảm. Ngày 1/6, Cục Thống kê Australia (ABS) công bố số liệu mới nhất cho thấy Tổng sản phẩm quốc nội (GDP) của Australia trong quý I/2011 đã giảm 1,2%, chủ yếu do ảnh hưởng của trận lụt ở bang Queensland đối với hoạt động xuất khẩu than. Mức giảm này cao hơn mức giảm 0,9% được ghi nhận trong thời kỳ đỉnh cao của cuộc khủng hoảng tài chính vào cuối năm 2008 và là đợt sụt giảm tồi tệ nhất kể từ quý I/1991.

Tại Ấn Độ, hoạt động sản xuất tháng 5/2011 đã tăng chậm lại so với tháng trước đó, trong khi PMI (do HSBC thống kê) cũng giảm từ 58 điểm xuống 57,5 điểm. Ngân hàng Trung ương Ấn Độ mới đây khẳng định kiềm chế lạm phát là ưu tiên hàng đầu trong chính sách quốc gia, đồng thời cảnh báo tình trạng giá cả leo thang có thể ảnh hưởng đến đà tăng trưởng kinh tế của nước này trong ngắn hạn.

Hai nền kinh tế năng động khác của châu Á là Đài Loan và Hàn Quốc cũng đang gặp khó khăn do hoạt động sản xuất yếu hơn. Tốc độ tăng trưởng sản xuất của Hàn Quốc - nền kinh tế lớn thứ tư châu Á - trong tháng 5/2011 đã giảm xuống mức thấp nhất trong 6 tháng qua, PMI cũng giảm, trong khi lạm phát cơ bản leo lên mức cao nhất trong hai năm qua (3,5%) và thặng dư thương mại giảm một nửa do xuất khẩu đi xuống.

#### ***Kinh tế Nhật***

Do thiên tai động đất xảy ra, kinh tế Nhật tăng trưởng âm 0,9% trong quý 1/2011 và là quý thứ 2 liên tiếp tăng trưởng âm. Các chuyên gia dự báo kinh tế Nhật sẽ tiếp tục tăng trưởng âm trong quý 2/2011. Lạm phát đầu tiên trong 28 tháng do đương đầu với lạm phát bởi giá năng lượng và thực phẩm tăng cao, nguồn cung nhiều loại mặt hàng hạn chế, giá cả nhiều loại mặt hàng tăng sau trận động đất và sóng thần. Chỉ số CPI không tính thực phẩm tươi sống tháng 4/2011 tăng 0,4% so với cùng kỳ năm trước. Dự trữ ngoại hối của Nhật tăng mức kỷ lục trong tháng 5 với 1.500 tỷ USD, tuy nhiên nợ công lên mức kỷ lục 11.000 tỷ USD kết thúc vào năm 2010 và dự báo khoảng 12.000 tỷ USD vào năm 2011 (kết thúc tháng 3/2012).

Thâm hụt thương mại tháng 5 của Nhật Bản lên tới 853,7 tỷ Yên (10,6 tỷ USD) do xuất khẩu giảm 10,3% so với cùng kỳ. Trong khi đó, nhập khẩu tăng tới 12,3%. Đây là mức thâm hụt



thương mại lớn nhất là kể từ năm 2009 và là đầu tiên nước này chứng kiến thâm hụt thương mại trong tháng 5 kể từ năm 1980. Thâm hụt thương mại của Nhật Bản trong tháng 4 ở mức 463,7 tỷ Yên (tương đương 5,6 tỷ USD) với xuất khẩu giảm 12,5%.

Ngân hàng Trung ương Nhật Bản (BoJ) hôm 21/5 cho biết, họ sẽ mở rộng các khoản vay khẩn cấp cho các tổ chức tài chính hoạt động trong các khu vực bị ảnh hưởng bởi trận động đất, sóng thần vào tháng 3 thêm 129,3 tỷ Yên (1,6 tỷ USD). Vòng thứ hai đợt bán đấu giá của BoJ đã nâng tổng số các khoản tiền vay theo chương trình cứu trợ lên 203,4 tỷ Yên. BoJ cũng lên kế hoạch tổ chức tiếp một đợt bán đấu giá trái phiếu mỗi tháng 1 lần, kéo dài đến tháng 10.

Nhật Bản dự kiến sẽ sử dụng gần 1.380 tỷ Yên (khoảng 17 tỷ USD) để hỗ trợ các quốc gia khác trong tài khóa 2011 (kết thúc vào 31/3/2012) và nếu con số này được thông qua thì ngân sách ODA của Nhật sẽ giảm khoảng 22% so với con số 1.767 tỷ Yên của tài khóa 2010 (số liệu của Bộ Ngoại giao Nhật).

### ***Kinh tế Trung Quốc***

Kinh tế Trung Quốc tiếp tục tăng trưởng 9,7% trong quý 1/2011 và mạnh tay với chính sách thắt chặt tiền tệ nhằm kiềm chế lạm phát và ngăn chặn nguy cơ bong bóng bất động sản ngay từ đầu năm.

Lĩnh vực sản xuất Trung Quốc tháng 5/2011 tăng trưởng chậm nhất trong 9 tháng với chỉ số PMI ở mức 51,6 điểm từ mức 52,9 điểm của tháng 4/2011. Chỉ số này đã giảm xuống mức 50,1 điểm trong tháng 6, các đơn hàng xuất khẩu các thiết bị sụt giảm với tốc độ nhanh trong khi đơn đặt hàng hàng hóa nói chung vẫn tăng nhưng với tốc độ chậm hơn.

Sản lượng công nghiệp tháng 4 tăng trưởng 13,8% so với cùng kỳ năm ngoái và con số này trong tháng 3 là 14,8%. FDI tháng 4/2011 đạt 8,5 tỷ USD. FDI tháng 4/2011 tăng khoảng 33% so với tháng 3/2011. 4 tháng đầu năm 2011, FDI vào Trung Quốc đạt 38,8 tỷ USD, tăng khoảng 26%.

Sau khi lạm phát tháng 4 giảm nhiệt với chỉ số giá tiêu dùng tăng 5,3% so với cùng kỳ năm trước thì con số này trong tháng 5 lên 5,5% và dự báo mức tăng trong tháng 6 lên tới 6% và đây là mức cao nhất kể từ tháng 7/2008. Điều này cho thấy mục tiêu duy trì lạm phát dwois 4% của Trung Quốc sẽ rất khó đạt được. Ngân hàng Trung ương Trung Quốc nâng tỷ lệ dự trữ bắt buộc lần thứ 5 trong năm thêm 0,5% từ ngày 18/05/2011. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc áp dụng với các ngân hàng cho vay lớn nhất hiện ở mức 20,5%. Ngày 20/6, Chính phủ nước này cho biết có thể nâng lãi suất thêm 3 lần nữa trong năm nay để kiềm chế lạm phát.

Thặng dư thương mại tháng 4/2011 đạt 11,4 tỷ USD. Tổng giá trị hàng hóa xuất khẩu đạt 155,7 tỷ USD còn nhập khẩu đạt 144,3 tỷ USD. So với cùng kỳ, trong tháng 4/2011, nhập khẩu tăng trưởng 21,8% còn xuất khẩu tăng trưởng 29,9%. Trung Quốc tuyên bố sẽ đẩy mạnh nhập khẩu hàng hóa và sẽ tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ thận trọng.



Thủ tướng Trung Quốc trong thời gian qua đã có chuyến thăm Châu Âu với lời cam kết tiếp tục đầu tư vào nợ công Châu Âu và tăng cường quan hệ với khu vực này.

#### 4. Thị trường chứng khoán thế giới

Những số liệu bi quan về kinh tế Mỹ cũng như những kế hoạch trong việc giải cứu tình trạng nợ tại Châu Âu khiến TTCK thế giới giảm điểm trong quý 2. Sự tụt dốc bắt đầu từ đầu tháng 5 và liên tiếp giảm trong tháng 6, lực tăng trở lại trong 3 ngày cuối quý khi thông tin Hy Lạp thông qua kế hoạch thắt chặt ngân sách.

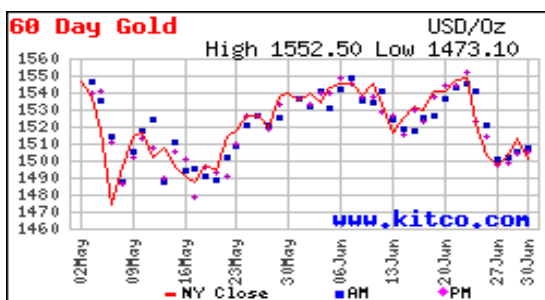
Quý 2/2011, chỉ số công nghiệp Dow Jones tăng 0,77%; chỉ số S&P 500 hạ 0,39%; chỉ số Nasdaq hạ 0,27%. Nửa đầu năm 2011, chỉ số công nghiệp Dow Jones tăng 7,23%; chỉ số S&P 500 tăng 5% còn Nasdaq tăng 4,54%. Chỉ số MSCI của TTCK thế giới tăng 1,3% vào ngày kết thúc phiên cuối tháng 6.

*Bảng 1.2: chỉ số thị trường chứng khoán thế giới quý 2/2011*

	31/03	29/04	31/05	30/06
<b>Chứng khoán Mỹ</b>				
Dow Jones	12,319.73	12,810.54	12,569.79	12,414.34
S&P 500	1,325.83	1,363.61	1,345.20	2,773.52
Nasdaq	2,781.07	2,873.54	2,835.30	1,320.64
<b>Chứng khoán Châu Âu</b>				
FTSE 100	5,908.8	6,069.90	5,990.00	5,945.71
DAX	7,041.31	7,514.46	7,293.69	7,376.24
CAC 40	3,989.18	4,106.92	4,006.94	3,982.21
<b>Chứng khoán Châu Á</b>				
NIKKEI 225	9,755.10	9,849.74	9,693.73	9,816.09
HANG SENG INDEX	23,527.52	23,720.81	23,684.13	22,398.10
STRAITS TIMES INDEX	3,105.85	3,172.73	3,159.93	3,120.44
<b>Giá vàng (USD/Oz)</b>	1,439	1,535.50	1,536.50	1,505.5
<b>Giá dầu (USD/thùng)</b>	117.5	113.9	102.7	95.1

(Nguồn: [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com), [kitco.com](http://kitco.com))

*Bảng 1.3: Biểu đồ giá dầu thô và giá vàng thế giới quý 2*



(Nguồn: [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com), [kitco.com](http://kitco.com))



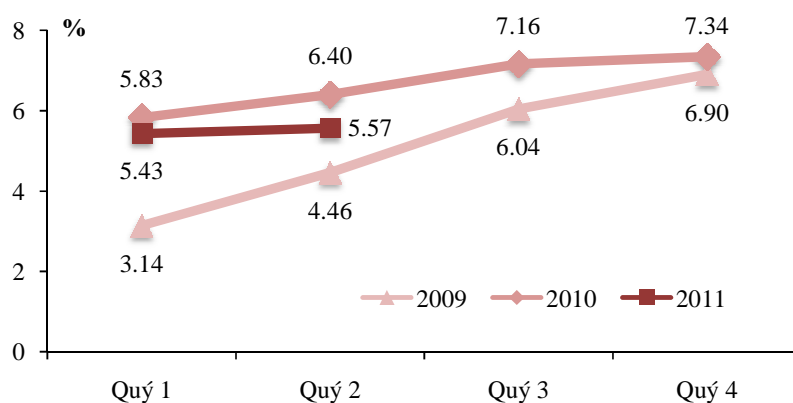
Giá dầu thế giới trong quý 2 liên tiếp giảm xuống mức 90 USD/thùng do sự lo ngại về kinh tế Mỹ, nợ công Châu Âu trầm trọng và việc OPEC không tăng khai thác sản lượng dầu cùng với việc đồng USD liên tiếp hạ trong quý (đồng USD hạ 2,4%). Những tin tức tiêu cực về kinh tế thế giới khiến giá vàng thế giới liên tiếp lập thêm kỉ lục và đạt mức 1.552,5 USD/oz. Mức tăng đạt được trong tháng 6 và tính chung cả tháng, giao dịch của giá vàng quanh mốc 1.498 – 1552,5 USD/oz.

## II. KINH TẾ VIỆT NAM

### 1. Tổng sản phẩm quốc nội (GDP)

Sau khi tăng 5,43% trong Q1, GDP Q2/2011 ước đạt tăng 5,57% so với cùng kỳ năm trước (GSO). Trong đó, khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 6,49%, dịch vụ tăng 6,12%, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng chỉ có 2,08%. Như vậy, mức tăng GDP 5,57% của 6 tháng đầu năm 2011 thấp hơn hẳn con số 6,4% so với cùng kỳ năm 2010, thậm chí thấp hơn mức tăng 5,83% của Q1/2010.

Trong phiên họp thường kỳ ngày 3/6, Chính phủ cũng hạ mục tiêu tăng trưởng kinh tế năm 2011 xuống còn 6% từ mức 6,5% đưa ra tại Hội nghị thường niên ADB 2011. Mục tiêu này cũng giảm đáng kể so với mức đặt ra hồi đầu năm: 7-7,5%.



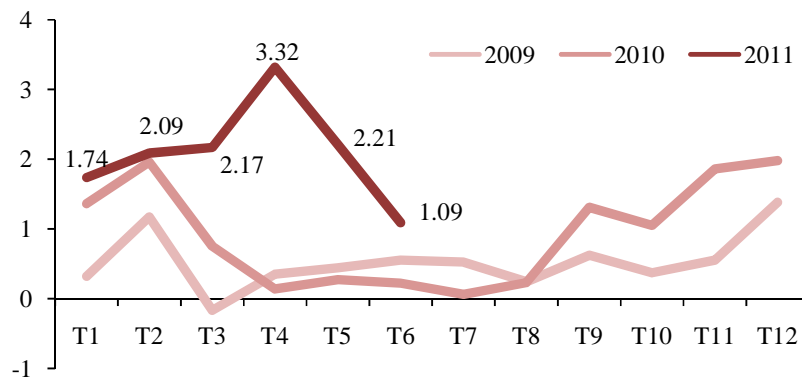
Biểu đồ 2.1 Tăng trưởng kinh tế các quý trong so sánh với cùng kỳ năm trước (nguồn: GSO)

### 2. Chỉ số giá tiêu dùng (CPI)

CPI năm 2011 tính đến hết tháng 6 đã tăng 13,29% so với tháng 12/10 và tăng tăng 20,82% so với cùng kỳ năm trước. Như vậy, mức tăng 13,29% trong nửa đầu năm 2011 là mức tăng kỷ lục trong nhiều năm trở lại đây, chỉ thấp hơn năm 2008 (CPI 6 tháng đầu năm 2008 tăng 18,44% so với cùng kỳ năm trước đó).

Các mặt hàng tăng mạnh nhất so với cuối năm 2010: Giao thông (+18,74%); Kế đến là Hàng ăn và dịch vụ ăn uống (+18,68%), trong đó Thực phẩm tăng 22,21%, Ăn uống ngoài gia đình tăng 16,3%, Lương thực tăng 11%; Nhà ở và vật liệu xây dựng (+14,73%); May mặc, mũ nón, giày

dép (+7,85%)... Tăng ít nhất là Thuốc và dịch vụ y tế (3,91%), riêng Bưu chính viễn thông giảm (-1,72%).



Biểu đồ 2.2 Thay đổi CPI các tháng (nguồn: GSO)

Trong Báo cáo vĩ mô Quý 1, chúng tôi đã đưa ra dự báo mức lạm phát năm nay là 17,36%. Do mức tăng tháng 4 (+3,32%) vượt kỳ vọng nên chúng tôi điều chỉnh dự báo lạm phát 2011 lên mức 19,19%. Đỉnh của lạm phát sẽ vẫn rơi vào giữa Quý 3 với mức tăng 22,77% so với cùng kỳ năm trước rồi giảm nhẹ vào các tháng tiếp theo.

Tháng	2008	2009	2010	Năm 2011 (TAS dự báo)	
				So với tháng trước	So với 12 tháng trước
1	2.38	0.32	1.36	1.74	12.17
2	3.56	1.17	1.96	2.09	12.31
3	2.99	-0.17	0.75	2.17	13.89
4	2.2	0.35	0.14	3.32	17.51
5	3.91	0.44	0.27	2.21	19.78
6	2.14	0.55	0.22	1.09	20.82
7	1.13	0.52	0.06	0.8	21.72
8	1.56	0.24	0.23	1.1	22.77
9	0.18	0.62	1.31	0.8	22.16
10	-0.19	0.37	1.05	0.75	21.79
11	-0.76	0.55	1.86	0.8	20.52
12	-0.68	1.38	1.98	0.85	19.19
<b>CPI năm so với 12 tháng trước</b>	<b>19.89</b>	<b>6.52</b>	<b>11.75</b>	<b>19.19</b>	<b>19.19</b>

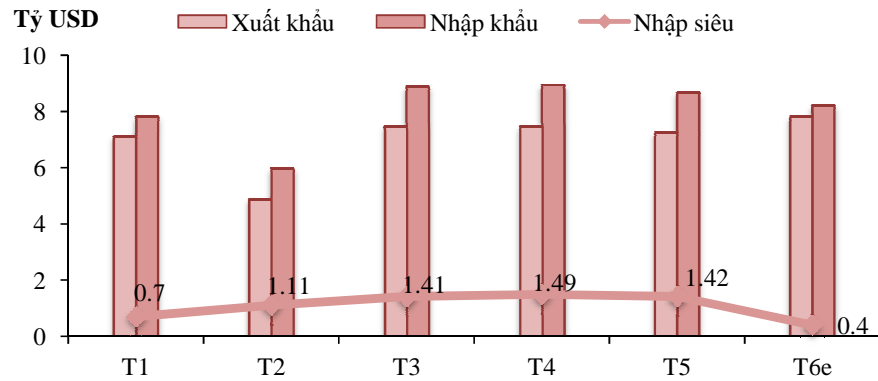
Bảng 2.3 Dự báo CPI năm 2011 của TAS (nguồn: GSO, TAS)

### 3. Cán cân thương mại

Theo số liệu chính thức từ Tổng cục Hải quan, kim ngạch xuất khẩu 5 tháng đầu năm cả nước đạt 35,43 tỷ USD (tăng 32% so với cùng kỳ năm trước), kim ngạch nhập khẩu cùng kỳ đạt 40,79 tỷ USD (tăng 28%). Theo đó nhập siêu 5 tháng đạt 6,25 tỷ USD, bằng 18,1% kim ngạch xuất khẩu cả nước.



Theo ước tính của Tổng cục Thống kê, nhập siêu tháng 6 ước đạt 400 triệu USD, trở thành tháng nhập siêu ít nhất kể từ đầu năm. Nhập siêu 6 tháng đầu năm theo đó ước đạt 6,65 tỷ USD.

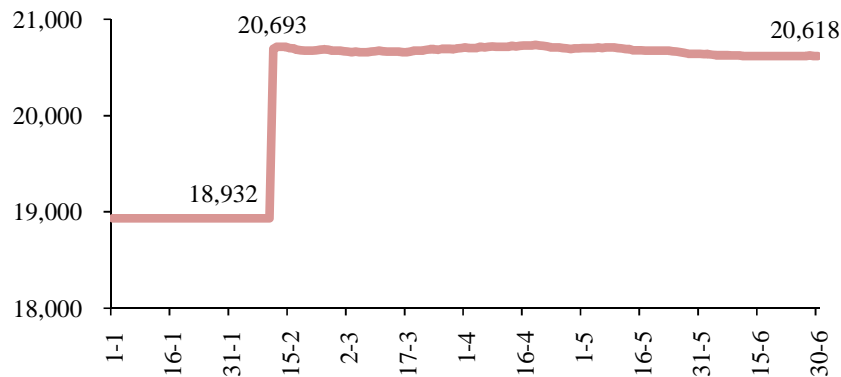


Biểu đồ 2.4 Xuất nhập khẩu các tháng (nguồn: Tổng cục Hải quan)

Với tốc độ nhập siêu như 6 tháng đầu năm, thâm hụt cán cân thương mại năm 2011 có thể lên tới 13 tỷ USD so với con số 12,4 tỷ USD của năm 2010.

#### 4. Tỷ giá USD/VND

Ngày 11/2, NHNN sau một thời gian dài cố gắng cố định tỷ giá bình quân liên ngân hàng USD/VND ở mức 18.932 đã điều chỉnh tăng 9,3% lên mức 20.693 VND/USD. Cùng với đó là chính sách điều hành tương đối linh hoạt. Tính đến 30/6, tỷ giá bình quân liên ngân hàng giảm xuống còn 20.618 VND/USD (thấp hơn 0,36% so với mốc điều chỉnh đầu tiên trong năm).



Biểu đồ 2.5 Tỷ giá bình quân liên ngân hàng (nguồn: SBV)

Tỷ giá niêm yết tại Sở giao dịch NHNN có diễn biến đáng chú ý là động thái NHNN tăng giá mua USD cao hơn giá niêm yết bán ra trước đó tại các NHTM (giá USD mua ngày 29/4 vào tăng từ 20.468 lên 20.700 VND/USD, cao hơn 100-140 VND/USD so với giá bán tại NHTM). Qua đó đã góp phần bổ sung thêm 3 tỷ USD dự trữ ngoại hối so với hồi đầu năm (Báo cáo của Bộ Kế hoạch & Đầu tư - Cafef.vn).



Tỷ giá tại các NHTM kể từ sau khi điều chỉnh ngày 11/2 đã diễn biến khá sát tỷ giá công bố của NHNN (biên độ  $\pm 1\%$ ), tỷ giá tự do cũng không còn nhảy múa, thậm chí thấp hơn tỷ giá niêm yết tại các NH.

Các yếu tố hỗ trợ sự ổn định của tỷ giá:

- Mặc dù nhập siêu 5 tháng đầu năm đã đạt 6,25 tỷ USD, nhưng được bù đắp bởi các nguồn: WB chấp nhận cho VN vay 1,16 tỷ USD; giải ngân FDI và ODA 5 tháng đầu năm ước đạt lần lượt 4,52 và 1,26 tỷ USD. Ngoài ra kiều hối 5 tháng cũng tăng 10% so với cùng kỳ 2010. Theo dự báo của Thống đốc NHNN, cán cân thanh toán năm 2010 sẽ thặng dư khoảng 1 tỷ USD.
- Dự trữ ngoại hối được bổ sung 3 tỷ USD so với hồi đầu năm (IMF: dự trữ ngoại hối hiện vào khoảng 13,5 tỷ USD).
- Trữ lượng tiền gửi USD giảm từ 3% xuống 2% đối với cá nhân, từ 1% xuống 0,5% đối với tổ chức khiến động lực nắm giữ USD của cá nhân, tổ chức giảm xuống.
- Quy định các Tập đoàn kinh tế, Tổng công ty nhà nước phải bán ngoại tệ cho TCTD từ 1/7 theo TT13/2011/TT-NHNN; NHNN lấy ý kiến dự thảo thông tư quy định về trạng thái ngoại tệ của các TCTD và chi nhánh NH nước ngoài theo hướng thu hẹp giới hạn trạng thái ngoại tệ từ  $\pm 30\%$  hiện nay xuống  $\pm 20\%$ .
- Thị trường tự do ổn định.

Tuy nhiên, theo đánh giá của chúng tôi, áp lực tăng tỷ giá USD/VND vào thời điểm cuối năm là rất lớn do:

- Chênh lệch lãi suất giữa 2 đồng USD và VND sẽ khiến tỷ giá USD/VND tăng theo sự khác biệt giữa lãi suất VND và USD theo hiệu ứng Fisher quốc tế. Điều này thường thể hiện rõ ở thời điểm cuối năm.
- Tăng trưởng tín dụng mất cân đối giữa USD và VND gây áp lực tăng giá USD. Dư nợ tín dụng tính đến ngày 10/6 tăng 7,05% so với cuối năm 2010, trong đó tín dụng bằng VND chỉ tăng 2,72%, trong khi bằng ngoại tệ tăng tới 22,21% (đáng lưu ý là năm 2010 cũng xảy ra tình trạng tương tự).
- Lãi suất VND có xu hướng giảm (đặc biệt là lãi suất thỏa thuận) sẽ thúc đẩy những khoản chuyển đổi sang VND gửi tiết kiệm hoàn lại trạng thái ngoại tệ của họ.
- Nhập siêu vẫn gây nhức nhối vĩ mô dù vẫn được bù đắp bởi nhiều nguồn, tuy nhiên những nguồn đó không ổn định và ít thể hiện nội lực cạnh tranh của nền kinh tế.

## 5. Lãi suất

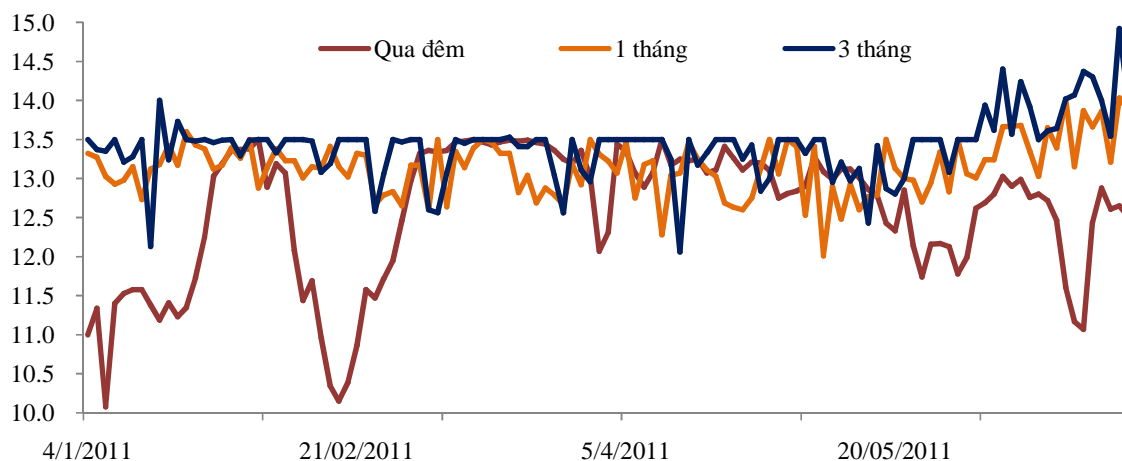
Tính từ đầu năm, NHNN chưa tăng lãi suất cơ bản lần nào nhưng đã 2 lần tăng lãi suất tái chiết khấu và 4 lần thay đổi mức lãi suất tái cấp vốn. Đặc biệt con số này đã ngang bằng với mức lãi suất huy động trần như theo quy định. Việc tăng lãi suất tái chiết khấu và tái cấp vốn một mặt khiến các ngân hàng chủ động hơn trong việc huy động vốn từ dân cư, hạn chế sự phụ thuộc vốn

từ phía Chính phủ và thu hút lượng tiền trong lưu thông nhằm kiềm chế lạm phát gia tăng khi các mặt hàng hóa thiết yếu ngày càng tăng lên. Tuy nhiên việc tăng hai loại lãi suất này tác động trực tiếp tới chi phí vay vốn ngắn hạn của các NHTM. Khi chi phí vay vốn tăng lên, buộc các NHTM phải tăng lãi suất cho vay để duy trì hoạt động kinh doanh của mình. Điều này gây khó khăn lớn đối với chi phí lãi vay của các doanh nghiệp, đồng thời tốc độ tăng trưởng tín dụng cũng giảm bớt. Tính đến ngày 20/6, dư nợ tín dụng mới chỉ tăng 7,13% so với cuối năm 2011 cho thấy các biện pháp thắt chặt tiền tệ của Chính phủ phát huy tác dụng rất mạnh.

Ngày áp dụng	LS cơ bản	LS tái chiết khấu	LS tái cấp vốn
5/11/2010	9%		
01/12/2010		7%	9%
17/02/2011			11%
08/03/2011		12%	12%
01/04/2011			13%
01/05/2011		13%	14%

(nguồn: sbv.org.vn)

**Tỷ lệ dự trữ bắt buộc** đối với tiền đồng hiện ở mức 3% đối với tiền gửi không kì hạn và dưới 12 tháng từ tháng 3/2009 (con số này đã từng được nâng lên mức 11% trong năm 2008) cho thấy với sức ép lạm phát cao, công cụ này cũng có thể được sử dụng khi mà con số này đang ở mức thấp. Tuy nhiên, Thống đốc NHNN cho rằng nếu đã thực hiện mọi biện pháp cần thiết mà tăng trưởng tín dụng vẫn quá cao, vượt xa chỉ tiêu 20% thì lúc đó mới xem xét khả năng tăng dự trữ bắt buộc và hiện chỉ dùng công cụ này trong trường hợp các ngân hàng không giảm cho vay phi sản xuất về mức yêu cầu, như một biện pháp xử phạt, chứ không phải dùng như một chính sách đại trà.



*Biểu đồ 2.6 Lãi suất thị trường liên ngân hàng tới 27/06/2011 (nguồn: SBV)*

Cùng với việc lạm phát leo thang trong những tháng đầu năm qua, **lãi suất trên thị trường liên ngân hàng** cũng biến động theo. Lãi suất hầu hết các kì hạn tăng lên theo tháng và đặc biệt căng



thăng trong tháng 3 và tháng 4, sau đó giảm dần từ tháng 5 và giảm mạnh trong tháng 6. Trong khi lãi suất các kỳ hạn 3 tháng và 6 tháng tăng lên thì kỳ hạn 1 năm lại giảm xuống cho thấy nhu cầu vốn trong những tháng cuối năm vẫn tiếp tục tăng cao và kỳ vọng về việc lãi suất sẽ giảm ở kỳ hạn dài. Nếu xét ngắn hạn, với việc lãi suất liên ngân hàng tiếp tục giảm thể hiện tính thanh khoản hệ thống ngân hàng được cải thiện, điều này cho phép doanh nghiệp có thể tiếp cận vốn tốt hơn thời gian qua.

Một điểm tích cực nữa cho việc xác định xu thế lãi suất có thể giảm trong thời gian tới khi mà các đợt đấu thầu trái phiếu Chính phủ liên tiếp thành công trong tháng 6.

*Bảng 2.7 Kết quả đấu thầu TPCP 6 th đầu năm 2011*

Ngày đấu thầu	TCPH	Giá trị chào thầu (tỷ đồng)	Kỳ hạn	Khung lãi suất đặt thầu	LS trúng thầu	Tỷ lệ thành công	SL tham gia/SL đăng kí
26/01/2011	KBNN	1,000	2 năm	10.6 - 12.25%	11%	100%	5.1
		1,000	3 năm	11 - 12.5%	11.10%	100%	2.8
11/2/2011	KBNN	2,000	2 năm	10.5 - 12.5%	10.90%	90%	3.73
		2,000	3 năm	10.6 - 13%	11%	100%	2.78
		1,000	5 năm	11.1 - 13.5%	11.20%	85%	2.7
18/02/2011	KBNN	1,000	2 năm	10.8 - 12%	10.90%	100%	2.93
		2,000	3 năm	10.9 - 11.3%	11%	100%	1.6
		2,000	5 năm	10.9 - 11.5%	11.20%	92.70%	1.15
		2,000	10 năm	11.5 - 13%	11.50%	51.50%	0.93
21/02/2011	NHCSXH	3,000	2 năm	11 - 11%	11%	100%	1.17
		4,000	3 năm	0	0	0%	0
		1,000	5 năm	11.5 - 11.5%	11.50%	30%	0.3
24/02/2011	KBNN	2,000	3 năm	10.99 - 12%	11%	6.25%	1
		2,000	5 năm	11.19 - 12%	11.39%	35%	0.75
		2,000	10 năm	11.6 - 14%	0	0%	0.365
3/3/2011	KBNN	2,000	3 năm	10.95 - 12.7%	11%	6.25%	0.925
		2,000	5 năm	12.3 - 13%	0	0%	0.375
		2,000	10 năm	11.5 - 11.5%	11.50%	1%	0.01
25/03/2011	NHCSXH	3,000	2 năm	11.2 - 13.5%	11.20%	16.70%	0.3
		1,200	3 năm	11.8 - 11.8%	11.80%	58.30%	0.58
		500	5 năm	0	0	0%	0
30/03/2011	VEC	200	3 năm	15 - 15%	0	0%	2
		500	5 năm	16- 16%	0	0%	1
		300	10 năm	17 - 18%	0	0%	1
31/03/2011	KBNN	1,000	2 năm	12. 6- 13.5%	0	0%	0.65
		1,000	3 năm	11.95 - 12.7%	0	0%	0.15
		1,000	5 năm	12.5 - 12.7%	0	0%	0.1
22/04/2011	VDB	500	10 năm	11.99 - 12%	12%	80%	0.9
28/04/2011	KBNN	1,000	3 năm	13.5 - 16%	0	0%	0.2
		1,000	5 năm	16 - 17%	0	0%	0.9
5/5/2011	KBNN	1,000	3 năm	14 - 16%	0	0%	0.35



		1,000	5 năm	12.5 - 17%	13.20%	55.50%	1.46
12/5/2011	KBNN	1,000	3 năm	13.3 - 17%	13.30%	10%	1
		1,000	5 năm	13.3 - 17%	0%	0%	1.38
17/05/2011	VDB	800	10 năm	12.2 - 13%	12.20%	52.50%	0.86
19/05/2011	KBNN	1,000	3 năm	13.3 - 17%	0%	0%	0.97
		1,000	5 năm	13.2 - 18%	13.20%	53%	1.9
26/05/2011	KBNN	1,000	3 năm	13 - 16%	13.30%	90.50%	1.36
		1,000	5 năm	13 - 17%	13.20%	100%	2.11
2/6/2011	KBNN	1,000	3 năm	12.9 - 13.7%	13%	100%	5
		1,000	5 năm	12.9 - 15.2%	13%	100%	4.8
7/6/2011	VDB	100	5 năm	12.9 - 13.2%	12.80%	0%	2.5
		600	10 năm	12.1 - 13%	12.20%	100%	1.3
9/6/2011	KBNN	1,500	3 năm	12.3 - 16%	12.70%	100%	6
		1,500	5 năm	12.5 - 13.49%	12.65%	100%	5.82
10/6/2011	NHCSXH	1,500	2 năm	12.9 - 13.2%	13.20%	100%	1
	NHCSXH	500	3 năm	12.7 - 13.5%	13.10%	100%	1.8
	VDB	2,000	5 năm	12.5 - 13.2%	12.70%	91%	2.11
	VDB	1,500	10 năm	11.9 - 13.5%	12%	21.67%	1
16/06/2011	KBNN	2,000	2 năm	11.85 - 13.2%	12.42%	95.29%	1.6
		2,000	3 năm	11.8 - 13%	12.30%	100%	3.04
		1,000	5 năm	11.8 - 13%	12.30%	100%	4.95
23/06/2011	KBNN	2,500	2 năm	11.9 - 13%	12.4%	92.3%	1.13
		2,500	3 năm	11.8 - 13.2%	12.30%	100%	1.98
		2,000	5 năm	11.8 - 13.5%	12.10%	100%	2.5
24/06/2011	NHCSXH	500	2 năm	12.6 - 13.1%	12.78%	40%	1.04
		1,000	3 năm	12.7 - 13.29%	12.7%	10%	1
		500	5 năm	12.6 - 13.29%	12.6%	30%	2.4
30/06/2011	KBNN	2,500	2 năm	11.15 - 12.75%	11%	0%	0.9
		2,500	3 năm	12 - 12.75%	12.30%	84%	1.2
		2,000	5 năm	11.8 - 12.6%	12.3%	97.5%	1

(nguồn: hnx.vn)

Với việc giá trị trái phiếu chính phủ đáo hạn năm 2011 lên tới hơn 52.000 tỷ đồng và kế hoạch phát hành năm nay được phê duyệt là 45.000 tỷ đồng thì tổng khối lượng cần phát hành trong năm nay lên tới gần 100.000 tỷ đồng. Sau nhiều lần phát hành không thành công trong tháng 3 cho tới giữa tháng 5 thì các đợt trúng thầu với tỷ lệ 100% liên tiếp diễn ra trong tháng 6. Hiện mức lãi suất trúng thầu ở các kì hạn đã giảm về mức 12 - 13%. Điều này cho thấy tín hiệu tích cực trong việc giảm lãi suất trong thời gian tới. Tuy nhiên nếu nhìn theo các kì hạn sẽ thấy lãi suất trúng thầu ở các kì hạn ngắn cao hơn kì hạn dài cho thấy áp lực lạm phát trong ngắn hạn vẫn cao hơn. Bên cạnh đó, thành phần tham gia chủ yếu trong các đợt đấu thầu TPCP gần đây chính là các NHTM. Trong bối cảnh lạm phát cao, lãi suất huy động tăng vượt quá mức lãi suất trần thì việc NHTM chấp nhận lãi suất trúng thầu như trên là bị lỗ, tuy nhiên đây vẫn là kênh có lợi trong bối cảnh tín dụng bị siết chặt. Do đầu tư vào TPCP có mức lãi suất thấp hơn nhưng các NHTM

lại có thể đem tái chiết khấu tại NHNN với lãi suất thấp hơn lãi suất huy động và điều này vẫn có thể tạo ra lợi nhuận cho các ngân hàng. Một điều lý giải khác được đưa ra khi ngân hàng dự báo lãi suất sẽ giảm trong thời gian tới khi áp lực lạm phát giảm và mua vào thời điểm hiện tại để hưởng chênh lệch giá trái phiếu.

Cùng với việc nguồn vốn hạn hẹp, đặc biệt là áp lực giảm tăng trưởng đối với lĩnh vực phi sản xuất (22% tổng dư nợ vào 30/6 và 16% vào thời điểm 31%), lãi suất huy động và cho vay thực tế lên mức rất cao. Mặc dù lãi suất trần huy động là 14%/năm nhưng hầu hết các NHTM huy động với mức 17 – 18%/năm và cho vay đã lên mức 25 – 27%/năm từ cuối tháng 4, đầu tháng 5 và hiện tại khoảng 22- 25%/năm. Lãi suất không kì hạn cũng tăng lên mức cao, thậm chí ở mức 13%/năm, nguyên nhân là từ thông tư số 04/2011/TT-NHNN ban hành ngày 10/03 về việc áp dụng lãi suất thấp nhất đối với tiền gửi rút trước hạn nhằm ngăn chặn tình trạng cạnh tranh lãi suất giữa các ngân hàng.

Sau khi tăng mạnh lãi suất huy động đối với đồng USD, cá biệt tại một số ngân hàng lên mức 6,24%/năm trong quý 1. Ngày 09/04, Ngân hàng Nhà nước đã ban hành Thông tư số 09/2011/TT-NHNN quy định mức lãi suất huy động vốn tối đa bằng USD của tổ chức, cá nhân tại tổ chức tín dụng tương ứng là 1% và 3%/năm và tiếp tục giảm với con số 0.5%/năm và 2%/năm theo Thông tư số 14/2011/TT-NHNN ngày 1 tháng 6 năm 2011 của NHNN. Do đó, lãi suất huy động USD trong quý 2 đã hạ nhiệt nhanh chóng và hiện tại đang dao động quanh mức 2% - 4%/năm ở các kì hạn.

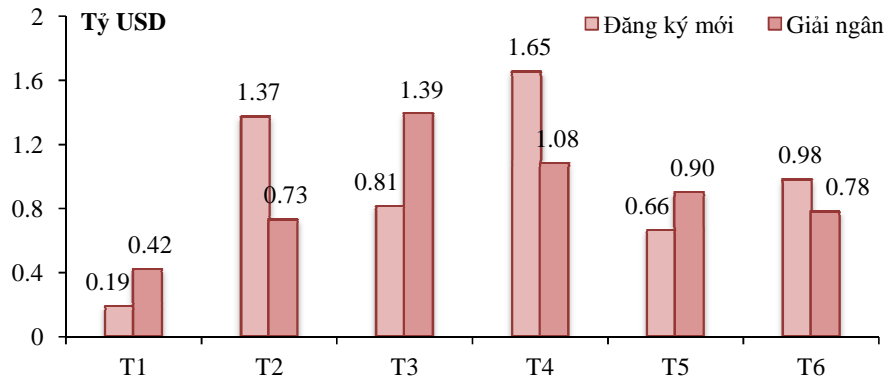
Theo đà giảm của lạm phát cùng với việc thanh khoản hệ thống ngân hàng được cải thiện, lãi suất đấu thầu trái phiếu giảm dần ở các kì hạn và tăng trưởng tín dụng ngân hàng tính đến 10/06 mới đạt 7,02% cho thấy lãi suất trên thị trường tiền tệ cũng sẽ có xu hướng giảm xuống trong thời gian tới. Mục tiêu thắt chặt chính sách tài khóa và tiền tệ cho tới hết năm 2012 được Chính phủ đề ra vẫn tiếp tục là cản trở lớn đối với việc tiếp cận nguồn vốn dồi dào, đặc biệt là mục tiêu tăng trưởng tín dụng chỉ được dưới mức 20% khiến lãi suất khó có thể giảm nhiều.

## **6. Đầu tư nước ngoài**

### *Giải ngân FDI giảm mạnh*

Theo số liệu từ GSO, FDI giải ngân 6 tháng đầu năm đạt 5,30 tỷ USD (số liệu tính đến hết 22/6), giảm 1,9% so với cùng kỳ năm ngoái; vốn đăng ký mới ước đạt 5,67 tỉ USD, chỉ bằng 56,7% so với cùng kỳ năm 2010.

Về tình hình xuất nhập khẩu của khối FDI. Kim ngạch xuất khẩu (bao gồm cả dầu thô) của khối này 6 tháng năm 2011 ước đạt xấp xỉ 23 tỷ USD, tăng trên 31% so với cùng kỳ; không kể dầu thô đạt khoảng 19,6 tỷ USD và tăng 32%. Kim ngạch nhập khẩu tương ứng đạt khoảng 21,4 tỷ USD, tăng 29,4%.



*Biểu đồ 2.8 FDI đăng ký mới và giải ngân các tháng 2011*

*(nguồn: GSO, Bộ Kế hoạch & Đầu tư)*

Theo đó, nếu tính cả dầu thô, khu vực doanh nghiệp FDI xuất siêu khoảng 1,6 tỷ USD. Nếu không tính dầu thô, khối này nhập siêu gần 1,8 tỷ USD.

#### *Đột biến giải ngân ODA*

Theo Báo của Bộ Kế hoạch và Đầu tư ngày 27/6, tổng giá trị ODA giải ngân 6 tháng đầu năm ước tính đạt 1,35 tỷ USD, bằng 56,25% kế hoạch cả năm.

Mức giải ngân tăng nhanh so với dự kiến chủ yếu là do các dự án ODA do JICA (Nhật Bản) tài trợ đạt mức giải ngân cao trong những tháng đầu năm, trước khi năm tài khóa của Nhật Bản kết thúc vào ngày 31/3/2011.

#### **7. Thâm hụt ngân sách 5 tháng hơn 22 nghìn tỷ đồng**

Theo số liệu từ GSO, số thu ngân sách Nhà nước từ đầu năm đến ngày 15/5/2011 ước đạt 248 nghìn tỷ đồng, bằng 41,7% dự toán năm. Chi ngân sách cùng kỳ ước đạt 270,3 nghìn tỷ đồng, bằng 37,3% dự toán năm. Theo đó, bội chi ngân sách tính đến giữa tháng 5 ước vào khoảng 22,3 nghìn tỷ đồng, bằng khoảng 18,5% kế hoạch bội chi năm nay.

Nhìn vào các nhiệm vụ thu chính, đáng chú ý là thu nội địa và thu từ dầu thô đạt tỷ lệ so với kế hoạch cao hơn thu từ xuất nhập khẩu. Trong khi đó, tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu 5 tháng lên tới xấp xỉ 33%, nhập khẩu gần 30% thì thu từ xuất nhập khẩu mới chỉ đạt 35,6% so với dự toán năm.

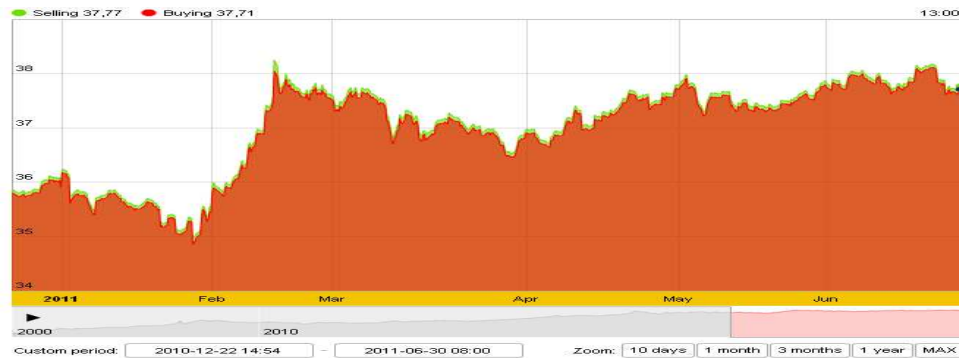
Trước tình hình khó khăn của doanh nghiệp và thu nhập người dân hiện nay thì nguồn thu ngân sách từ thuế và lệ phí, phí sẽ khó đạt được như dự tính, đặc biệt là chưa kể đến việc 2.000 dòng thuế bị cắt giảm theo cam kết gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới (làm giảm khoảng 2.000 tỉ đồng thu ngân sách trong năm 2011) và các khoản miễn giảm thuế cho ngành xăng dầu và khối doanh nghiệp nhỏ và vừa. Do đó, mục tiêu bội chi ngân sách đạt 5,35% GDP cho cả năm nay khó có thể đạt được.

### III. CHIẾN LƯỢC PHÂN BỐ TÀI SẢN

#### 1. Thị trường vàng

So với năm 2009 và 2010, giá vàng nửa đầu năm 2011 ít có sự biến động. Giảm mạnh cuối tháng 1 rồi bật mạnh vào đầu tháng 2, giá vàng đã đi ngang với biên độ hẹp trong suốt thời gian còn lại. Tính đến 30/6/2011, giá vàng SJC do SJC niêm yết tại thị trường TP. HCM ở 37.79-37.85 triệu đồng/lượng, tăng 1,62 triệu đồng/lượng (+4,5%) so với mức 36.17-36.23 triệu đồng/lượng hồi đầu năm.

Biến động giá vàng trong nước giai đoạn này chủ yếu do ảnh hưởng của diễn biến giá vàng thế giới nhờ việc kiểm soát tốt thị trường ngoại tệ tự do của Chính phủ (NQ 11/2011/NQ-CP). Bên cạnh đó, Chính phủ cũng chủ trương kiểm soát thị trường vàng miếng, khiến hiện tượng đầu cơ vàng đã không diễn ra trong nửa đầu năm 2011. Giá vàng trong nước thời điểm hiện tại đang thấp hơn giá vàng thế giới quy đổi (khoảng 100 nghìn đồng/lượng).



*Biểu đồ 3.1 Giá vàng SJC 6 tháng qua (nguồn: SJC)*

Theo đánh giá của chúng tôi, vàng vẫn là tài sản tốt để nắm giữ do:

- Giá vàng thế giới vẫn chịu áp lực tăng do khủng hoảng nợ công vẫn diễn biến phức tạp, bất ổn về tài khóa của Mỹ và tình trạng lạm phát diễn ra trên diện rộng. Bên cạnh đó là động thái dự trữ vàng của NHTW các nước (đặc biệt là Trung Quốc) nhằm ít phụ thuộc hơn vào các đồng tiền chủ chốt.
- Tình hình lạm phát trong nước vẫn là căn bệnh nhức nhối chưa có biện pháp giải quyết tận gốc. Tỷ giá USD/VND chịu nhiều áp lực tăng do thâm hụt cán cân thương mại.

Tuy nhiên, cần theo dõi kỹ diễn biến của giá vàng thế giới để ra những quyết định kịp thời. Trong đó đáng chú ý là khả năng nâng lãi suất của FED, diễn biến tỷ giá USD so với EUR trước khủng hoảng nợ công Châu Âu, động thái thu gom của NHTW các nước và hoạt động của các quỹ đầu tư vàng lớn.

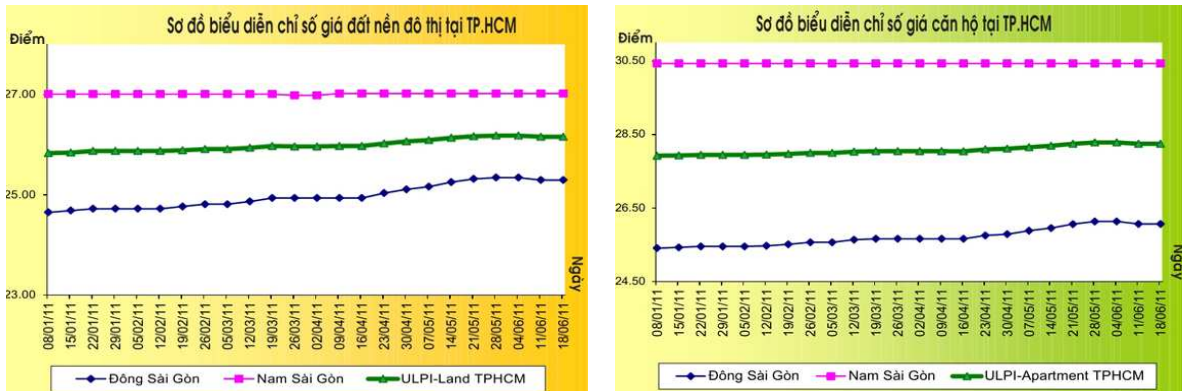


## 2. Thị trường bất động sản

Do tác động thắt chặt tiền tệ, đặc biệt là lĩnh vực phi sản xuất khiến lãi suất tăng cao. Bên cạnh đó, giá nguyên vật liệu xây dựng tăng mạnh do giá cả hàng hóa thế giới tăng cao và lạm phát trong nước leo thang. Thị trường bất động sản 6 tháng đầu năm do đó đã rơi vào tình trạng trì sụt và đóng băng.

Tại Hà Nội, phân khúc chung cư cho thấy dấu hiệu giảm giá rõ rệt trước sự khan vốn của các chủ đầu tư cũng như áp lực dư cung (Usilk City, Times City, Ecopark). Thậm chí, khách mua chung cư ồ ạt bỏ đặt cọc tại một số dự án chậm tiến độ (Mulberry Lane, Khu đô thị Vân Canh). Phân khúc văn phòng cho thuê cũng thực hiện nhiều khuyến mại nhằm tăng tỷ lệ lấp đầy. Phân khúc đất nền lúc nóng lạnh cục bộ ở một số địa điểm trong suốt nửa đầu năm 2011 (sốt đất Sóc Sơn, Đông Anh sau đó sụt giảm; đất nền các dự án giảm mạnh: Kim Chung Di Trạch giảm 12-15 triệu đồng/m<sup>2</sup>, Geleximco Lê Trọng Tấn giảm 9-10 triệu đồng/m<sup>2</sup>, Thanh Hà Cienco 5 giảm 5-7 triệu đồng/m<sup>2</sup>).

Tại Tp. HCM, ảnh hưởng của dòng tiền bị co hẹp đã tác động mạnh đến tính thanh khoản của thị trường do tỷ lệ vay ngân hàng trong lĩnh vực bất động sản là chiếm tới khoảng 47%.



Biểu đồ 3.2 Chỉ số UPLI từ 08/01 - 18/06/2011 (nguồn: vinalandinvest.com.vn)

Tuy nhiên về giá, diễn biến nửa đầu năm 2011 ở phân khúc đất nền cũng như căn hộ khác nhau tùy từng khu vực: Đồng Sài Gòn vẫn tăng nhẹ trong khi Nam Sài Gòn trong xu thế đi ngang.

Theo đánh giá của chúng tôi, trong giai đoạn 6 tháng cuối năm, ngành bất động sản vẫn tiếp tục gặp khó khăn bởi quy định không chế dư nợ phi sản xuất tại các NHTM, mặt bằng lãi suất nhiều khả năng giảm nhưng sẽ không giảm mạnh (như năm 2009 do có gói hỗ trợ lãi suất). Bên cạnh đó, nền kinh tế vẫn phải đối mặt với nhiều khó khăn, thị trường bất động sản với giá cả vượt xa thu nhập đại bộ phận dân cư sẽ khó có khả năng tăng trưởng trong thời gian tới.

## 3. Thị trường chứng khoán

TTCK quý 2 suy giảm mạnh về khối lượng và giá trị, đặc biệt là trong tháng 4 và tháng 5 với giá trị giao dịch trên cả hai sàn chưa đạt tới 1.000 tỷ đồng. Mục tiêu kiểm soát CPI ở mức 7%/năm

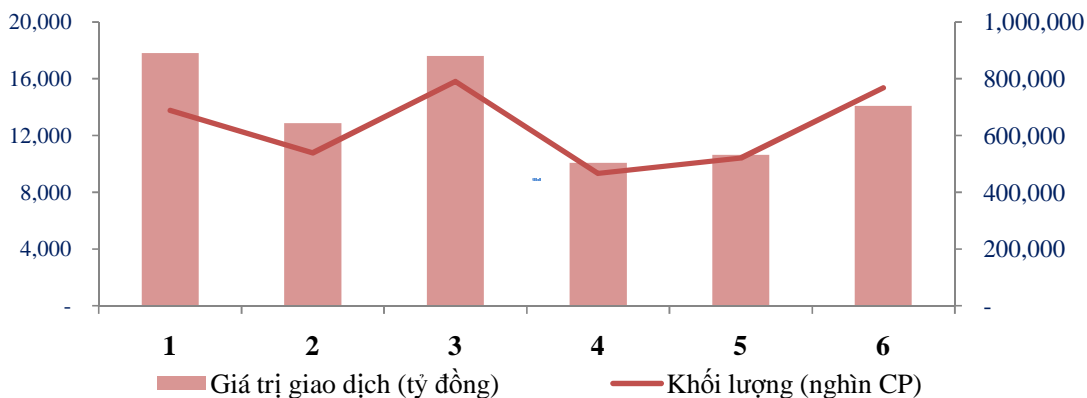


đã được điều chỉnh hai lần trong quý này với các con số thay đổi lần lượt là 15% và 17% năm nay. Tính đến hết 6 tháng đầu năm, CPI đã tăng 13,16% so với thời điểm cuối năm 2010. Điều này cho thấy lạm phát vẫn tiếp tục gia tăng và ảnh hưởng tới dòng tiền vào TTCK. Bên cạnh đó, 30.6 là thời hạn giảm tỷ trọng dư nợ cho vay phi sản xuất so với tổng nợ là 22% đã gây sức ép lớn chứng khoán và bất động sản, hàng loạt các cuộc giải chấp chứng khoán đã xảy ra. Nhà đầu tư và doanh nghiệp phải chịu lãi suất vay cao với mức 25 – 27%/năm khiến dòng tiền vào chứng khoán ngày càng khó khăn hơn. Niềm tin nhà đầu tư vào chứng khoán sụt giảm mạnh, hàng loạt cổ phiếu chứng khoán và bất động sản rơi liên tục. Đặc biệt, chỉ số VNIndex vẫn tiếp tục bị chi phối bởi các mã chiếm tỷ trọng vốn hóa thị trường cao như BVH, MSN, VIC....

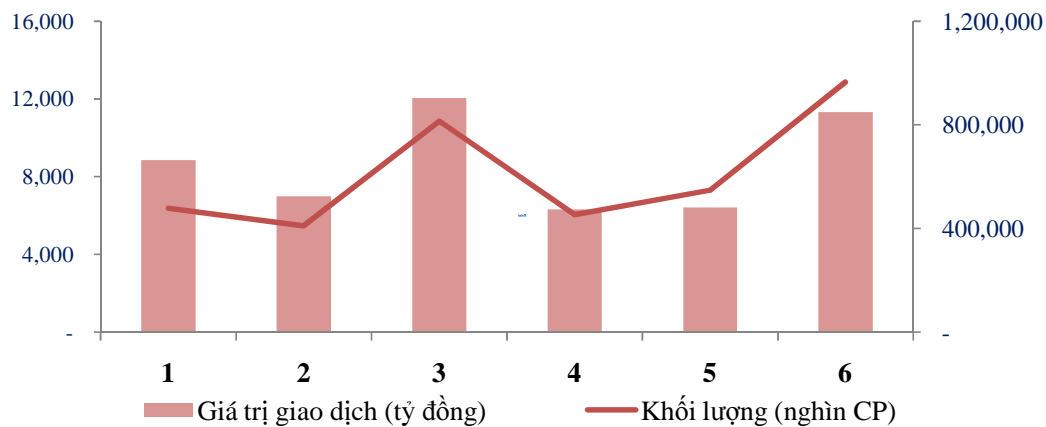
Sự suy giảm mạnh trong tháng 5 của thị trường chứng khoán được coi là tồi tệ nhất kể từ giai đoạn khủng hoảng 2008 – 2009, chỉ số HNX Index xuống mức thấp hơn đáy tháng 3/2009 (76 điểm) với mức 66,1 điểm vào ngày 26/5. Chỉ số VNIndex cũng tụt sâu xuống mức 371 điểm vào ngày 26/5 và nếu loại trừ ảnh hưởng một vài cổ phiếu vốn hóa lớn thì chỉ số này chỉ tương đương mức 300 điểm.

*Khối lượng và giá trị giao dịch trên HOSE và HNX 6 tháng đầu năm*

#### HOSE



#### HNX

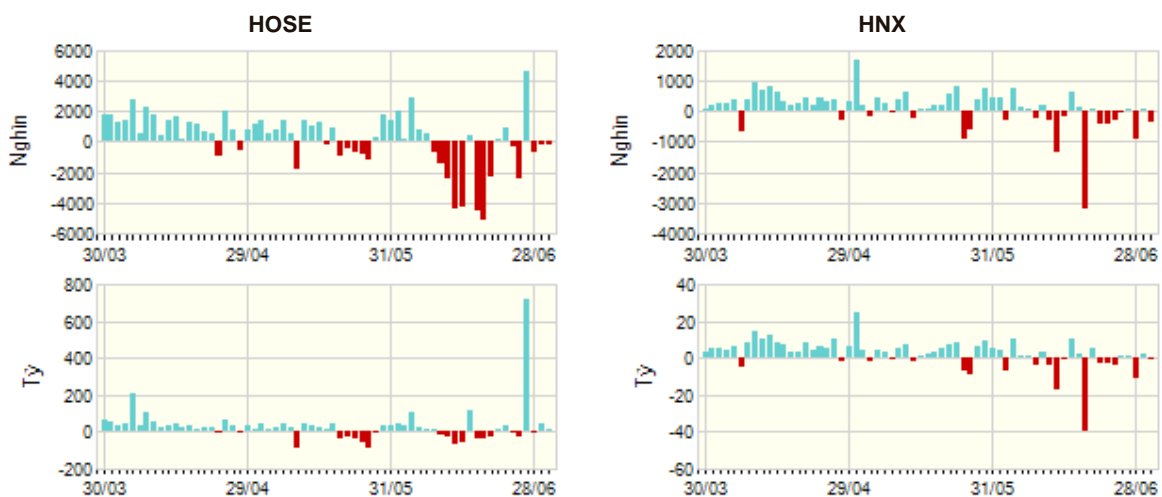




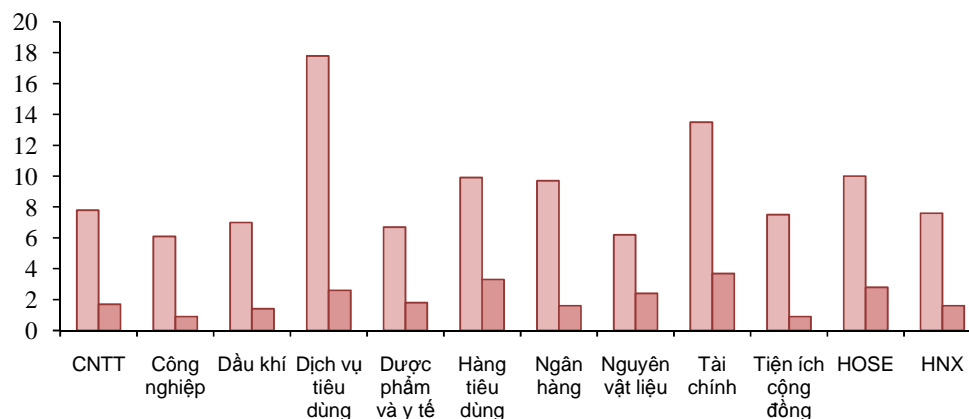
Thanh khoản thị trường được cải thiện hơn vào tháng 6 trong quý khi những thông tin về việc áp dụng Thông tư 74/2011/BTC của Bộ Tài chính cho phép nhà đầu tư được mua bán chứng khoán cùng phiên, cho phép CTCK thực hiện giao dịch ký quỹ sau khi báo cáo cho UBCK từ ngày 1/8 sẽ góp phần tăng tính thanh khoản thị trường thời gian tới. Cùng với đó là việc Bộ tài chính đề xuất miễn thuế thu nhập cá nhân từ ngày 1/8/2011 đến hết năm 2012 đã tạo ra tín hiệu tích cực cho TTCK.

#### Giao dịch nhà đầu tư nước ngoài

Sau khi mua ròng liên tiếp 5 tháng đầu năm trên cả hai sàn thì trong tháng 6 nhà đầu tư nước ngoài lại bán ròng với 22,8 triệu cổ phiếu. Tuy nhiên xét về giá trị giao dịch, họ vẫn mua ròng với 739 tỷ đồng. Tính cả 6 tháng đầu năm, nhà đầu tư nước ngoài mua ròng 3.586 tỷ đồng trên cả hai sàn



Chỉ số P/E và P/B các ngành ((Số liệu ngày 30/06/2011, nguồn: stox.vn)



Hiện tại chỉ số P/E và P/B của thị trường chứng khoán Việt Nam ở mức thấp với các con số tương ứng trên HOSE và HASTC là 10 và 7,6 (P/E); 2,8 và 1,6 (P/B). Dịch vụ tiêu dùng vẫn là ngành hàng có chỉ số P/E cao nhất và mức thấp nhất thuộc về ngành công nghiệp. Với những chỉ số trên cho thấy, giá cổ phiếu hiện đang ở mức tương đối hợp lý.



## **Đánh giá thị trường chứng khoán quý 2**

### ***Điểm tích cực***

- Lãi suất có xu hướng giảm: điều này thể hiện qua việc lãi suất liên ngân hàng liên tục giảm trong thời gian gần đây, đặc biệt là trong tháng 6 với mức lãi suất qua đêm được giao dịch chủ yếu ở mức 12 – 13% và lãi suất kỳ hạn một tuần ở mức 13 – 14%. Bên cạnh đó, hoạt động trên thị trường trái phiếu lại rất nhộn nhịp trong tháng 6. Số lượng nhà đầu tư tham gia nhiều, khối lượng trúng thầu lớn và lãi suất trúng thầu giảm. Lãi suất trúng thầu trong phát hành của Kho bạc nhà nước ngày 30.6 ở mức 11 – 12.3% đối với các kỳ hạn 2 năm, 3 năm và 5 năm.

Tăng trưởng tín dụng tính đến 20/6 đạt 7,13% so với cuối năm 2010 và tổng phương tiện thanh toán mới chỉ tăng 2,45%, trong khi giới hạn cả năm tương ứng là 20% và 16%. Bên cạnh đó, lạm phát gia tăng với tốc độ giảm trong 3 tháng vừa qua cho thấy lãi suất có xu hướng giảm trong thời gian tới, tuy nhiên mức độ giảm không nhiều.

- Tỷ giá duy trì ổn định với những quy định trong kinh doanh ngoại tệ. Việc kết hối đối với các tập đoàn, tổng công ty nhà nước đã chính thức được quy định bằng Thông tư số 13/2011/TT-NHNN. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc bằng ngoại tệ đối với các tổ chức tín dụng tiếp tục tăng thêm 1%. Lãi suất huy động vốn tối đa bằng USD của tổ chức bị rút xuống còn 0,5%/năm, của các cá nhân xuống còn 2%/năm. Lượng dự trữ ngoại hối đang tăng dần lên với động thái mua ròng của NHNN và tính đến tháng 5/2011 là 13,5 tỷ USD (nguồn: IMF) cho thấy tỷ giá dần được ổn định.
- Giá cổ phiếu hiện đang ở mức hợp lý: Tính tới cuối tháng 6 trên cả hai sàn có khoảng hơn 200 cổ phiếu được giao dịch ở mức dưới mệnh giá. P/E và P/B toàn thị trường đang ở mức thấp và tương đương với thời điểm khủng hoảng 2008 – 2009.
- Tính thanh khoản thị trường được cải thiện dần hơn. Sở giao dịch chứng khoán TP HCM cho biết dự kiến sẽ áp dụng lệnh giao dịch MP và Thông tư 74/2011/BTC của Bộ Tài chính cho phép nhà đầu tư được mua bán chứng khoán cùng phiên, cho phép CTCK thực hiện giao dịch ký quỹ sau khi báo cáo cho UBCK từ ngày 1/8, cùng với đó là việc Bộ tài chính đề xuất phương án miễn thuế thu nhập cá nhân từ đầu tư chứng khoán từ 1/8/2011 đến hết năm 2012 sẽ góp phần tăng tính thanh khoản thị trường thời gian tới.

### ***Điểm hạn chế***

- Mục tiêu lạm phát 17% cả năm nay khó có thể thực hiện, theo dự báo của chúng tôi CPI cả năm tăng hơn 19%
- Lãi suất mặc dù có xu hướng giảm nhưng vẫn tiếp tục cao do chính sách thắt chặt tiền tệ, đặc biệt là tín dụng đối với lĩnh vực phi sản xuất tiếp tục giảm về mức 16% vào thời điểm cuối năm và chính sách thắt chặt được duy trì trong cả năm 2012.
- Áp lực tỷ giá tăng vào thời điểm cuối năm khi mà tình trạng nhập siêu căng thẳng: nhập siêu 5 tháng đầu năm ước đạt 6,6 tỷ USD tăng hơn 15% so với cùng kỳ năm ngoái, tương đương 19% kim ngạch xuất khẩu cao hơn mục tiêu đề ra là 16% cho cả năm.

- Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp 6 tháng đầu năm khó khăn từ việc lãi suất cao và việc đạt được chỉ tiêu cả năm là kém khả quan.

#### 4. Chiến lược phân bổ tài sản

Trong báo cáo vĩ mô quý 1/2011 chúng tôi đã đưa ra chiến lược phân bổ tài sản cho quý 2/2011 với nhận định chứng khoán tiếp tục là kênh đầu tư không mang lại hiệu quả, trong khi tiền mặt và vàng là lựa chọn tốt. Đối với ngoại tệ thì cần một chính sách rõ ràng hơn, kênh BĐS sẽ khó đem lại lợi nhuận tức thì trong điều kiện tiền tệ thắt chặt.

Trong báo cáo này, chúng tôi tiếp tục giảm tỷ trọng mua cổ phiếu và bất động sản; giữ nguyên tỷ trọng vàng; tăng tỷ trọng ngoại tệ và tiền mặt sẵn sàng cho những cơ hội tốt hơn khi có dấu hiệu rõ ràng. Tỷ trọng từng loại tài sản phụ thuộc vào danh mục hiện có, quy mô vốn và mức độ chấp nhận rủi ro của mỗi nhà đầu tư, do đó chúng tôi sẽ không đưa ra khuyến nghị cụ thể.

**Bảng phân bổ tài sản quý 2/2011**

Tài sản	Ưu điểm	Nhược điểm	Khuyến nghị
Tiền mặt	- Lãi suất huy động thực tế của các NHTM dù đã giảm nhưng vẫn khá cao (14-17%/năm).	- Lạm phát leo thang: CPI 6 tháng đầu năm đã tăng 20,82% so với cùng kỳ năm trước.	Tăng tỷ trọng
Cổ phiếu	- Giá cổ phiếu đã giảm liên tục từ đầu năm và đang ở mức hợp lý. - Luật chứng khoán có hiệu lực từ 1/7, Thông tư 74 áp dụng từ 1/8, đề xuất miễn thuế chứng khoán từ 1/8/2011 đến hết 2012 của Bộ Tài chính... góp phần thúc đẩy thị trường cũng như củng cố niềm tin nhà đầu tư.	- Kinh tế vĩ mô vẫn còn nhiều bất ổn: chất lượng tăng trưởng thấp, nhập siêu lớn, dự trữ ngoại hối mỏng, bội chi NSNN, nợ nước ngoài tăng, lạm phát leo thang... là những vấn đề khó giải quyết tận gốc. - Lợi nhuận DN niêm yết khó đạt được kết quả tốt do chi phí vốn cao. - Dòng tiền bị hạn chế bởi NHNN thắt chặt tín dụng, nhất là lĩnh vực phi SX	- Giữ cổ phiếu cơ bản tốt - Lướt sóng những cổ phiếu hiện có trong danh mục trước những điều chỉnh thị trường
BĐS	- Nhu cầu nhà đất ngày càng tăng tại các thành phố lớn. - Thị trường đất nền và căn hộ giá giảm mạnh tại nhiều thành phố có triển vọng tốt.	- Bị thắt chặt dòng tiền, chi phí vốn cao - Cần vốn đầu tư lớn - Rủi ro thay đổi chính sách lớn - Quy hoạch chưa rõ ràng - Thanh khoản chậm	- Giảm tỷ trọng
Vàng	- Giá vàng thế giới tiếp tục được dự báo tăng. - Tỷ giá USD/VND có thể không tăng mạnh nhưng trong trung hạn khả năng tăng vẫn cao	- Chính sách về quản lý vàng miếng chưa rõ ràng. - Giá vàng thế giới tăng cao trong vài năm gần đây cho thấy tiềm ẩn rủi ro bong bóng tài sản.	Giữ nguyên tỷ trọng
Ngoại tệ	- Tỷ giá USD/VND tiếp tục chịu áp lực tăng do nhập siêu tăng	- Lãi suất USD giảm	Tăng tỷ trọng

## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Trảng An (TAS) cung cấp những thông tin và phân tích về cổ phiếu và đưa ra định giá hợp lý về cổ phiếu đó. Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. TAS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất cứ thiệt hại hay sự kiện nào bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào trong Báo cáo này.

Những số liệu, thông tin nêu trong Báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và khách quan, tuy nhiên, Công ty Cổ phần Chứng khoán Trảng An không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là chính xác, và không chịu bất cứ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các nhận định trong Báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra Báo cáo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong Báo cáo này cũng sẽ có thể được thay đổi mà không cần báo trước.

Báo cáo này thuộc bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Trảng An (TAS). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của TAS đều trái luật.

Mọi ý kiến đóng góp vui lòng liên hệ theo địa chỉ: **Phòng Phân tích – Đầu tư**

### **CPCP Chứng khoán Trảng An**

#### **HỘI SỞ CHÍNH**

**Địa chỉ:** Tầng 9, 59 Quang Trung, Hai Bà Trưng, Hà Nội.

**Tel:** (84.4) 3 944 62 18

**Fax:** (84.4) 3 944 62 13

**E-mail:** [contact@tas.com.vn](mailto:contact@tas.com.vn)

#### **PHÒNG GIAO DỊCH TRUNG YÊN:**

**Địa chỉ:** Số 14, Lô 14A Trung Yên, Cầu Giấy, Hà Nội

**Tel:** (84.4) 2 220 95 96

**Fax:** (84.4) 2 220 96 10

#### **CHI NHÁNH TP. HỒ CHÍ MINH**

**Địa chỉ:** Lầu 3B Tòa nhà VIET NAM BUSINESS CENTER  
57-59 Hồ Tùng Mậu, P. Bến Nghé, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh.

**Tel:** (84.8) 3 821 82 86

**Fax:** (84.8) 3 821 84 86

**E-mail:** [contact\\_hcm@tas.com.vn](mailto:contact_hcm@tas.com.vn)

#### **CHI NHÁNH QUẢNG NINH**

**Địa chỉ:** Đường Kho Than, P. Bạch Đằng, TP Hạ Long, Quảng Ninh

**Tel:** (84.33) 3 820 008

**Fax:** (84.33) 3 820 333