

*BÁO CÁO TỔNG KẾT*

**KINH TẾ VĨ MÔ & THỊ  
TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN  
NĂM 2011**

**BUSINESS**

**PHÒNG PHÂN TÍCH**

## TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH

Báo cáo này được thực hiện bởi Phòng Phân tích, Ban Đầu tư Phân tích, Công ty CP Chứng khoán An Bình (ABS) nhằm tổng hợp thông tin, nhận định và đưa ra những khuyến nghị đầu tư mang tính tham khảo hỗ trợ khách hàng.

Các thông tin mà Báo cáo sử dụng dựa trên những nguồn mà ABS cho là đáng tin cậy và được đánh giá một cách cẩn trọng. Tuy nhiên, ABS không chịu trách nhiệm về độ chính xác và đầy đủ của các thông tin cũng như bất cứ thiệt hại nào có thể phát sinh liên quan đến việc khai thác và sử dụng Báo cáo này. Những nhận định, khuyến nghị trong Báo cáo có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo thuộc bản quyền của Công ty cổ phần Chứng khoán An Bình. Mọi hành vi in ấn, sao chép, sửa đổi nội dung mà không nhận được sự cho phép của Công ty cổ phần Chứng khoán An Bình đều được coi là sự vi phạm pháp luật.

Mọi thông tin liên quan xin vui lòng liên hệ:

Phòng Phân tích

Ban Đầu tư Phân tích

Khối Ngân hàng Đầu tư

Điện thoại: 043 5624626      Fax: 043 5624628

Ngô Thế Hiển - Phó phòng

Email: [hien.ngothe@abs.vn](mailto:hien.ngothe@abs.vn)

Trần Quốc Tuấn - Chuyên viên

Email: [tuan.tranquoc@abs.vn](mailto:tuan.tranquoc@abs.vn)

## KINH TẾ VĨ MÔ & TTCK THẾ GIỚI

### I- Kinh tế vĩ mô

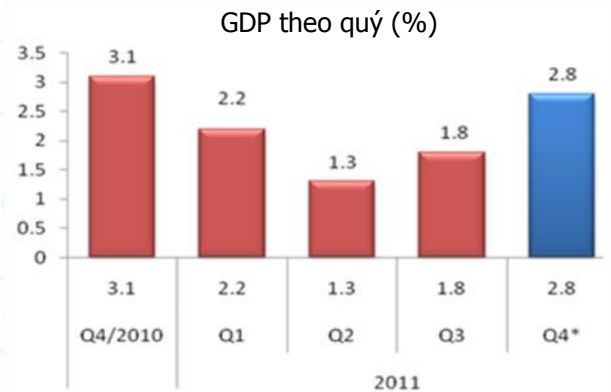
Lạm phát khó kìm hãm, thất nghiệp tăng cao, khủng hoảng nợ công lan rộng, bất ổn chính trị và thiên tai là những nhân tố chính ảnh hưởng mạnh đến tăng trưởng kinh tế thế giới năm 2011. Mức độ tăng trưởng GDP của hầu hết các nước chậm lại, thậm chí kinh tế một số nước khu vực Châu Âu còn rơi vào tình trạng suy thoái như Hy Lạp, Bồ Đào Nha.

Nợ công và thâm hụt ngân sách của Mỹ đều ở mức cao nhất mọi thời đại, sự phục hồi chưa chắc chắn trong khi thất nghiệp vẫn ở mức cao, gần 9%. Các nền kinh tế mới nổi tiếp tục tăng trưởng cao nhưng đã giảm tốc sau khi thực thi các chính sách tiền tệ để kìm hãm lạm phát. Cuộc chiến chính trị ở Trung Đông và Bắc Phi khiến giá dầu thay đổi khó lường. Bên cạnh đó, thiên tai cũng ảnh hưởng không nhỏ đến kinh tế toàn cầu như động đất, sóng thần tại Nhật Bản (thiệt hại 309 tỷ USD), lũ lụt ở Thái Lan (thiệt hại 3,3 tỷ USD)...

### Mỹ - Kinh tế phục hồi mạnh cuối năm

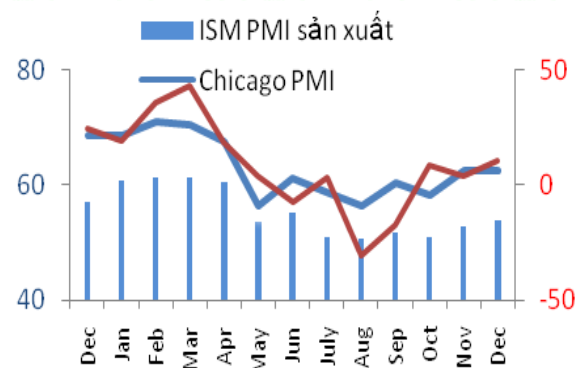
Trong khoảng thời gian 9 tháng đầu năm 2011, kinh tế Mỹ chẳng những không duy trì được mức tăng trưởng của năm 2010 mà còn đi theo xu hướng yếu với nhiều bất ổn. Tăng trưởng GDP giảm dần, đồng USD liên tục mất giá khiến lạm phát tăng, tỷ lệ thất nghiệp cao trên 9%, thị trường bất động sản đóng băng, sản xuất giảm về đáy trong tháng 8, và cán cân thương mại thâm hụt lớn nhất kể từ tháng 11/2008. Mức nợ công của Mỹ đã đạt đến mức trần và buộc Chính phủ phải nâng hạn mức lên

14,300 tỷ USD cùng với kế hoạch cắt giảm chi tiêu 2.100 tỷ USD trong 10 năm. S&P đã hạ bậc xếp hạng của Mỹ sau quyết định này và khiến niềm tin người tiêu dùng giảm mạnh về mức thấp nhất kể từ tháng 5/2009, mức 39,8.



Nguồn: *forexfactory.com*

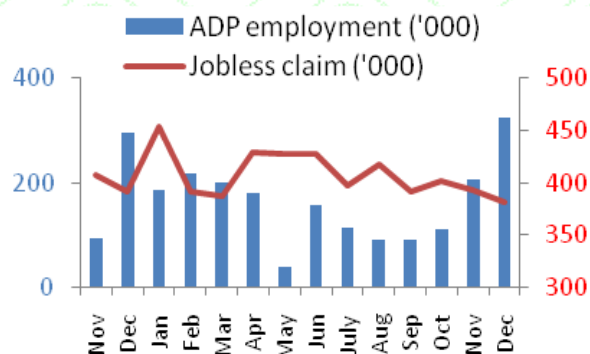
Tuy vậy trong quý 4, kinh tế Mỹ đã có những bước chuyển mình đáng kể và là điểm sáng nổi lên trên gam màu u ám của kinh tế thế giới. Sản xuất hồi phục, xuất khẩu tăng cùng với mức ổn định của giá dầu. Chỉ số Chicago PMI đã thể hiện rõ điều này khi tăng lên mức 62,6 trong tháng 11 từ mức đáy 56,5 của năm. GDP quý 3 tăng trưởng 1,8% vượt dự báo và cao hơn mức tăng trưởng 1,3% trong quý 2.



Nguồn: *Bloomberg, ABS tổng hợp*

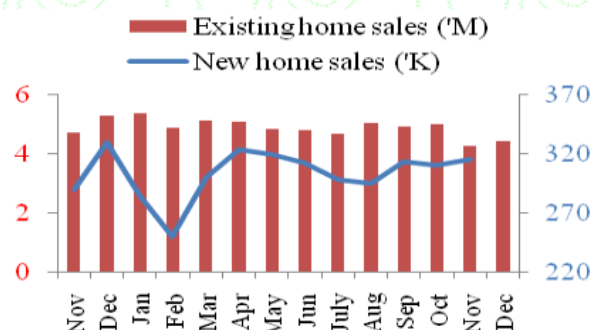
Thị trường lao động đang có chiều hướng ảm đạm lên với số lượng đơn xin trợ cấp thất

ng nghiệp lần đầu (initial jobless claim) liên tiếp duy trì dưới 400 ngàn trong nhiều tuần. Trong khi đó, theo ADP số công việc mới trong lĩnh vực tư nhân đang tăng mạnh đạt mức 325 ngàn, là mức cao nhất kể từ tháng 8/2006. Trước những diễn biến tích cực đó, tỷ lệ thất nghiệp tháng 12 giảm về 8,5%, mức thấp nhất từ tháng 3/2009.



Nguồn: Bloomberg, ABS tổng hợp

Cùng với đó thị trường bất động sản cũng có dấu hiệu tích cực. Doanh số bán nhà cũ (existing home sales) tiếp tục được nâng cao về cuối năm, cùng với doanh số bán nhà mới (new home sales) tăng mạnh lên mức cao nhất trong 6 tháng. Doanh số bán nhà đang chờ (pending) cũng tăng mạnh trong 2 tháng cuối lần lượt là 10,6% và 7,3%.



Nguồn: Bloomberg, ABS tổng hợp

Nền kinh tế Mỹ hồi phục đã giúp chỉ số niềm tin tiêu dùng (CB Consumer Confidence) tăng mạnh lên mức 64,5 điểm, mức cao nhất trong

8 tháng trở lại đây.

### Châu Âu - Khủng hoảng nợ công rơi vào bế tắc, kinh tế trì trệ, thất nghiệp tăng

Khủng hoảng nợ công bắt đầu từ năm 2009 từ Hy Lạp, lan sang Ireland, Bồ Đào Nha, tiến dần vào khu vực trung tâm như Ý, Tây Ban Nha. Nợ công đã ở mức rất cao so với GDP của các nước và một số nước đã mất khả năng tự chi trả. Chính vì vậy, các nước Pháp, Ý, Bồ Đào Nha, Bỉ, Hungary... liên tiếp bị hạ bậc xếp hạng tín nhiệm trong năm 2011.

Nước	Nợ công (%GDP)	Dư địa tài khóa
Pháp	81.7	128
Đức	83.2	142
Hy Lạp	142.8	0
Ireland	96.2	0
Ý	119	0
Bồ Đào Nha	93	0
Tây Ban Nha	60.1	110

Nguồn: IMF, Moody's

(\*)dưới 125: tình trạng eo hẹp và thiếu bền vững tài khóa

Lãi suất trái phiếu dài hạn của các nước này đang ở mức cao và không bền vững, Hy Lạp vượt 20%, Ý và Tây Ban Nha đã tăng lên mức cao kỷ lục lần lượt là 6,18% và 6,45%, Bồ Đào Nha cũng đã tiến gần 12%. Các ngân hàng cũng rơi vào khủng hoảng tín dụng. Trong tháng 10, Moody's đã hạ mức tín nhiệm của 12 tập đoàn tài chính Anh, S&P hạ bậc tín nhiệm của 10 ngân hàng Tây Ban Nha... Kinh tế của hầu hết các nước trong khu vực kể cả Đức và Pháp cũng đang gặp nhiều khó khăn, sản xuất trì trệ, thất nghiệp tăng cao, tăng trưởng kinh tế giảm sút và thậm chí một số nước rơi vào suy thoái như Hy Lạp, Bồ Đào Nha, và Ý.

Sản xuất trì trệ kéo dài tại khu vực Châu Âu,



các đơn đặt hàng mới cũng như sản lượng sản xuất đều giảm. Tình trạng sản xuất (chỉ số PMI) của 2 nước “đầu tàu” Đức và Pháp cùng rơi vào tình trạng trì trệ và ngày càng khó khăn hơn. Số lượng người thất nghiệp ở EU đã lên tới 16,3 triệu người, mức cao nhất từ năm 1995, đưa tỷ lệ thất nghiệp lên mức cao nhất trong lịch sử là 10,3% trong tháng 10. Niềm tin tiêu dùng cũng vì vậy mà giảm về mức thấp nhất trong 2 năm qua, mức -20,4 điểm.



Nguồn: Forexfactory.com, ABS tổng hợp

Nằm bắt được nguồn gốc của các vấn đề đều xuất phát từ khủng hoảng nợ công, EU đã đưa ra các biện pháp với sự giúp đỡ từ các nước bên ngoài khu vực và quỹ tiền tệ quốc tế IMF bao gồm:

- **Biện pháp ngắn hạn:** Xóa ½ nợ cho Hy Lạp từ các chủ nợ tư nhân, cung cấp các gói cứu trợ cho Hy Lạp, Bồ Đào Nha và Ireland, tái cấp vốn và buộc các ngân hàng huy động thêm, cho 523 ngân hàng ở khu vực vay 489,2 tỷ EUR với lãi suất 1% trong vòng 3 năm.
- **Biện pháp trung hạn:** nâng quy mô Quỹ ổn định tài chính châu Âu (EFSF) lên gấp 4 lần đạt 1.000 tỷ euro bằng cách sử dụng đòn bẩy tài chính, tiến tới thành lập quỹ cứu trợ dài hạn thay thế quỹ này là Quỹ Cơ chế bình ổn châu Âu (ESM)

- **Biện pháp dài hạn:** Siết chặt kỷ luật ngân sách, mở rộng hơn tự do thương mại giữa các nước trong khu vực.

Tuy nhiên việc triển khai các biện pháp nói trên đang gặp nhiều khó khăn. Quy mô quỹ EFSF vẫn chưa thể tăng lên như kế hoạch, các nước ngoài khu vực chưa thực sự muốn chung vai gánh vác giải quyết khủng hoảng nợ cùng eurozone. Trong khi đó các biện pháp thay đổi bền vững lại quá dài hơi và không hiệu quả, kế hoạch phát hành trái phiếu chung của eurozone đã bị Đức gạt ra khiến nhà đầu tư hoang mang về số phận của đồng EUR.

Như vậy, các nước này cần quyết tâm mạnh mẽ hơn nữa trong việc thực hiện chính sách kinh tế dưới những kỷ luật tài chính nghiêm ngặt. Chính phủ cần thắt chặt chi tiêu để cân bằng ngân sách và lấy lại niềm tin của các nhà đầu tư nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Đúng như bà Merkel, thủ tướng Đức, đã nói: cuộc chiến này sẽ kéo dài và rất mệt mỏi bởi nó là cuộc chiến về niềm tin, niềm tin của các nhà đầu tư đối với thị trường trái phiếu khu vực đồng euro, niềm tin của các ngân hàng đối với nợ của chính phủ, và niềm tin vào sự tồn tại của đồng tiền chung euro.

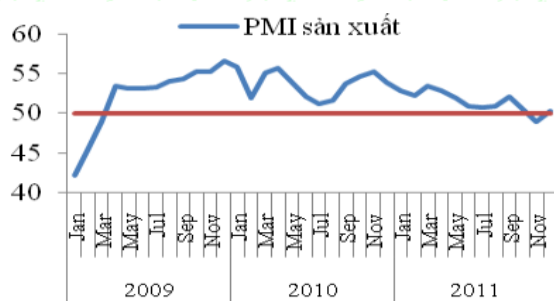
## Châu Á

Khủng hoảng nợ khu vực Châu Âu đang ảnh hưởng ngày càng lớn đến kinh tế Châu Á. Xuất khẩu sang thị trường Châu Âu sụt giảm khiến cho nhiều quốc gia phải chuyển sang hướng đến thị trường nội địa và các nước trong khu vực. Trong khi đó thảm họa thiên nhiên lại gây ra những tác động to lớn tới một số nền kinh tế như Nhật Bản, Thái Lan.

## Trung Quốc - Lạm phát giảm là cơ hội nới lỏng chính sách nhằm phục hồi sản xuất

Trong 3 quý đầu năm, kinh tế nước này tiếp tục tăng trưởng nóng. Xuất khẩu tăng mạnh (khoảng 20,4%) và thặng dư thương mại tháng 7 đạt đỉnh 31,7 tỷ USD, cao nhất trong 2 năm. Cùng với đó lạm phát cũng leo thang đặc biệt tại Hồng Kông đạt mức cao nhất trong vòng 16 năm qua.

Tuy nhiên, nhờ chính sách tiền tệ thắt chặt (3 lần tăng lãi suất và tỷ lệ dự trữ bắt buộc), lạm phát đã nằm trong tầm kiểm soát và giảm về mức 4.2% trong tháng 11. Tuy vậy, các chính sách này lại tác động đến lĩnh vực sản xuất thể hiện ở chỉ số PMI giảm về mức thấp nhất kể từ sau đáy khủng hoảng tháng 3/2009 (xem biểu đồ).



Nguồn: [Forexfactory.com](http://Forexfactory.com), ABS tổng hợp

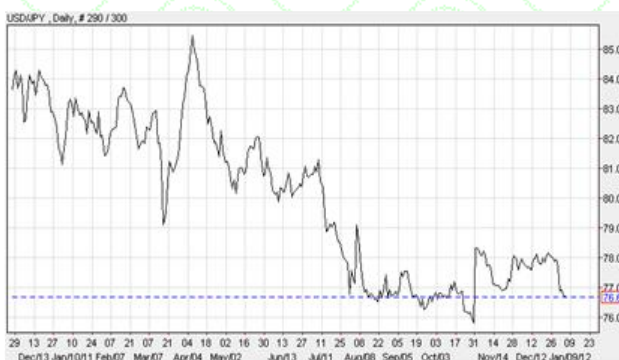
Tăng trưởng xuất khẩu của Trung Quốc sang châu Âu giảm từ 7,5% xuống còn 5% trong tháng 11/2011. Nhằm ngăn chặn đà suy giảm này, Trung Quốc đã giảm 0,5% tỷ lệ dự trữ bắt buộc về mức 21% cho 6 ngân hàng để đẩy mạnh sản xuất trong nước. Theo ADB kinh tế Trung Quốc sẽ tăng trưởng 8,8% trong năm 2012.

## Nhật Bản - Đồng Yên tăng giá tiếp tục gây khó khăn cho quá trình phục hồi kinh tế

Tháng 3/2011, thảm họa động đất, sóng thần và sau đó là rò rỉ phóng xạ đã giáng một đòn mạnh vào nền kinh tế vốn đang gặp nhiều khó khăn này, với tổng thiệt hại khoảng 309 tỷ USD. Sau thảm họa, kinh tế Nhật Bản đã suy giảm khá mạnh, đặc biệt xuất khẩu giảm 12% trong tháng 4.

Một vấn đề nữa mà nước này phải đối mặt là việc đồng Yên lên giá mạnh tác động xấu tới xuất khẩu. Sau 2 lần can thiệp vào thị trường tiền tệ trong tháng 3 và tháng 8 với tổng số tiền 23 ngàn tỷ Yên, xuất khẩu trong quý 3 đã tăng trở lại giúp thâm hụt thương mại giảm, tiêu dùng trong nước tăng giúp GDP quý 3 tăng trưởng 1,5% sau 3 quý suy thoái, đồng thời tăng 6,1% so với cùng kỳ.

Tỷ giá USD/JPY



Nguồn: [Netdania.com](http://Netdania.com)

Tuy vậy, diễn biến những tháng cuối năm đang có dấu hiệu xấu đi. Xuất khẩu tháng 11 giảm 4,5% là mức giảm nhanh nhất trong 6 tháng. Xuất khẩu sang các thị trường Trung Quốc giảm 7,7%, đi Mỹ giảm 2,3%, và lần đầu tiên trong 6 tháng giảm 2,9% ở thị trường Châu Âu đã khiến cán cân thương mại tiếp tục

thâm hụt nặng hơn, tới 5,4 tỷ Yên. Đồng Yên tăng mạnh trở lại đã đẩy giá nhập khẩu và giá năng lượng giảm xuống khiến chỉ số giá tiêu dùng lõi của Nhật trong tháng 10 giảm 0,1% so với năm trước. Theo khảo sát các hãng sản xuất lớn ở Nhật trong tháng cho thấy chỉ số sản xuất BSI đang ở mức -6.1, chỉ số Tankan cũng giảm mạnh về mức -4, điều này cho thấy sản xuất giảm về cuối năm cùng với lượng đơn đặt hàng sản xuất lõi tháng 10 giảm mạnh 6.9%.

Thị trường tiền tệ lại một lần nữa được Chính phủ Nhật can thiệp với mức bơm kỷ lục 10 ngàn tỷ Yên vào tháng 10 để đẩy mạnh xuất khẩu nhằm phục hồi kinh tế. Ngoài ra, Nhật sẽ tiếp tục nới lỏng chính sách tiền tệ bằng cách giữ nguyên lãi suất chủ chốt 0-0,1% và có thể tăng thêm 5,000 tỷ Yên vào quỹ bình ổn đồng nội tệ. Những động thái trên hứa hẹn sẽ giúp kinh tế nước này phục hồi tốt hơn trong năm 2012 như dự báo mức tăng trưởng 2.5% của ADB.

### Giá vàng



Nguồn: Netdania.com

Chính sách tiền tệ nới lỏng của các ngân hàng trung ương, cuộc khủng hoảng nợ công tại eurozone và căng thẳng chính trị ở Trung Đông, Bắc Phi đã khiến nhà đầu tư tìm đến

vàng như "nơi trú ẩn" an toàn. Chính tâm lý này đã đẩy giá vàng tiếp tục tăng rất mạnh trong năm 2011 và đạt đỉnh mới đầu tháng 9 tại mức giá 1.920,74 USD/oz.

Tuy nhiên, trước những diễn biến phức tạp của nền kinh tế thế giới, giá vàng biến động khá mạnh và giảm điểm về cuối năm. Kết thúc năm 2011, giá vàng đóng cửa tại mức giá 1.562,92 USD/ounce, tương đương tăng 10% so với mức giá cuối năm 2010.

### Giá dầu

Bất ổn chính trị tại Trung Đông và Bắc Phi đẩy giá dầu tăng cao trong suốt thời gian từ đầu năm đến tháng 5. Tốc độ phục hồi kinh tế thế giới bị ảnh hưởng khá lớn từ việc này. Tuy nhiên, sau đó giá dầu sụt giảm khá mạnh về mức đáy của năm tại dưới 77 USD. Kinh tế một số nước và đặc biệt là Mỹ đang phục hồi tốt trong quý 4 đã đẩy giá dầu tăng mạnh và hiện nay đang giao dịch quanh giá 99.03 USD. Như vậy, trong năm 2011, giá dầu tăng 8,5% so với mức giá cuối năm 2010.

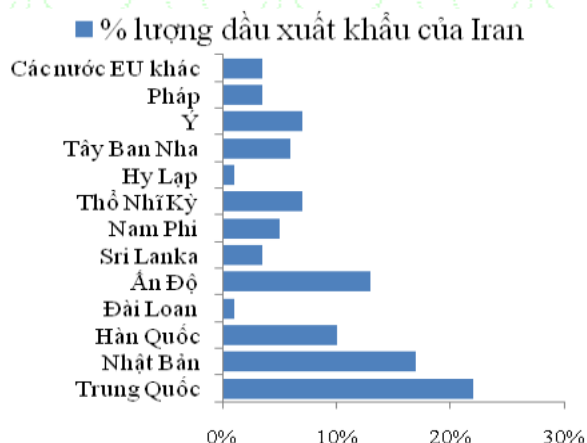


Nguồn: Netdania.com

Giá dầu thô được dự báo sẽ tiếp tục tăng và lập đỉnh trong năm 2012 do nhu cầu tiêu thụ tăng cao ở các nước mới nổi và nguồn cung hạn chế bởi 2 nguyên nhân. Thứ nhất, Mỹ và EU đang vận động thêm Trung Quốc, Nhật Bản



thực hiện cấm vận dầu mỏ đối với Iran, trong khi đó các nước này đang nhập khẩu lượng lớn dầu mỏ từ quốc gia Trung Đông này. Ngược lại, Iran đáp trả bằng việc tuyên bố sẽ tấn công bất kỳ tàu nào vận chuyển dầu mỏ đi qua eo Hormuz, là con đường vận chuyển dầu mỏ lớn của nhiều quốc gia. Thứ hai, việc khai thác thêm ở các nước khác nhằm tìm kiếm nguồn dầu thay thế đang gặp nhiều khó khăn.

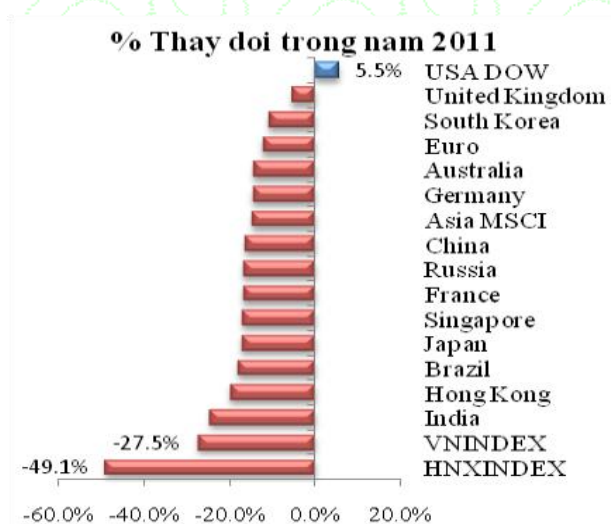


Nguồn: Global Trade Atlas

## II- Thị trường chứng khoán

Trong năm 2011, hầu hết thị trường chứng khoán thế giới đóng cửa trong sắc đỏ phản ánh những khó khăn mà các nước gặp phải trong quá trình phục hồi kinh tế. Riêng chỉ số DJIA của Mỹ đóng cửa ngược với các nước khác, tăng 5,5% nhờ sự phục hồi tốt của kinh tế Mỹ trong quý 4.

Khủng hoảng nợ Châu Âu khiến thị trường chứng khoán của các nước này giảm mạnh, chỉ số DAX giảm 14,7%, CAC 40 giảm 17%. Thị trường chứng khoán Châu Á cũng có kết quả tương tự khi Nikkei giảm 17,3%, HangSeng giảm 20%, Sensex giảm hơn 24%....



Nguồn: ABS sưu tập

Thị trường chứng khoán thế giới trong năm 2012 được dự báo là tiếp tục khó khăn trong đó chứng khoán Châu Âu sẽ chịu ảnh hưởng mạnh nhất, thị trường Mỹ sẽ biến động yếu trong biên độ hẹp còn thị trường Châu Á sẽ có mức tăng tốt hơn các khu vực khác do đã ở mức giá thấp.

## Triển vọng kinh tế thế giới năm 2012.

Sự phục hồi kinh tế toàn cầu sau khủng hoảng đang diễn biến khá phức tạp và khó lường. Các nước đang đối mặt với khủng hoảng nợ công cần thời gian dài để giải quyết, thậm chí có những nước, ví dụ như Hy Lạp, đang có nguy cơ không thoát khỏi vỡ nợ.

Giá cả hàng hóa tiêu dùng trên thế giới đang có dấu hiệu chững lại là điều đáng mừng cho tình trạng lạm phát đang tăng cao ở các nước mới nổi và nhiều nước trong khu vực Châu Á. Nhật Bản đang từng bước khắc phục khó khăn do thảm họa động đất, sóng thần và phóng xạ để lại. Mức tăng trưởng nóng của Trung Quốc đã giảm bớt nhiệt và tình trạng lạm phát đang được giải quyết bằng chính sách tiền tệ và tài khóa hợp lý.



Kinh tế Mỹ đang dần bước ra khỏi thời kỳ khó khăn, tuy vậy những vấn đề về nợ công và thâm hụt ngân sách vẫn chưa thể giải quyết. Những bất ổn về chính trị về sự tranh chấp của các nước trên thế giới cũng góp thêm phần khó khăn cho sự phục hồi kinh tế toàn cầu.

Trước những khó khăn đó, dự báo tăng trưởng kinh tế thế giới năm 2012 được điều chỉnh lại thấp hơn năm 2011. Kinh tế thế giới chỉ còn tăng 3,2% (Goldman Sachs), khu vực eurozone chỉ tăng 0,5% (ADB) và thậm chí suy thoái -0,8% (Goldman Sachs), khu vực Đông Á mới nổi cũng chỉ tăng 7,2% (Goldman Sachs).

## KINH TẾ VĨ MÔ & TTCK VIỆT NAM

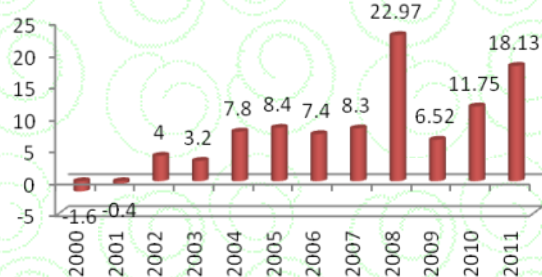
### I – Kinh tế vĩ mô

Nhìn lại năm 2011 vừa qua có thể nói đây là năm khó khăn đối với nền kinh tế Việt Nam khi một loạt các cân đối lớn của nền kinh tế như tỷ giá, lạm phát, lãi suất đều biến động mạnh theo hướng bất lợi.

#### Lạm phát

Mục tiêu kiểm soát CPI tăng dưới 7% của Chính phủ ngay từ đầu năm đã có nguy cơ khó thực hiện khi chỉ sau quý 1 mức tăng đã là 6,12%. Quyết định điều chỉnh tỷ giá đồng VND tới 9,3% cộng thêm với 2 lần điều chỉnh giá xăng (30%) và điều chỉnh giá điện (+15,28%) đã trực tiếp “thổi bùng” lạm phát trong các tháng sau đó và đến hết tháng 6 CPI đã tăng 13,29%, tức gần gấp 2 lần mục tiêu cả năm.

Tăng CPI so với năm trước (%)



Nguồn: GSO

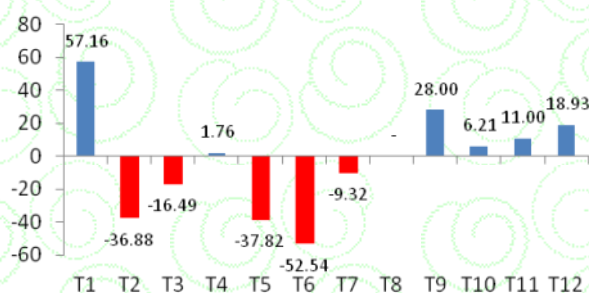
Sau khi đạt đỉnh vào tháng 8 và lần đầu tiên có mức tăng theo tháng dưới 1%, trong 3 tháng liên tiếp sau đó CPI đã hạ nhiệt dù có dấu hiệu tăng trở lại vào 2 tháng cuối năm. Như vậy dù gần đạt mục tiêu đã điều chỉnh (18%) nhưng với mức tăng cả năm 18,13%, 2011 là năm lạm phát tăng với tốc độ cao trong 15 năm trở lại đây và chỉ thấp hơn mức gần 23% của năm 2008.

## Lãi suất và ngân hàng

Ngành ngân hàng và thị trường tiền tệ trong năm 2011 có nhiều sự kiện đáng quan tâm.

Thanh khoản: Thực hiện mục tiêu kiểm chế lạm phát, ngay từ tháng 2 NHNN đã áp đặt mức trần lãi suất 14% và điều chỉnh một loạt các mục tiêu như tăng trưởng tín dụng giảm xuống dưới 20%, mức tăng tổng phương tiện thanh toán giảm từ 21%-24% xuống còn 15%-16%, tỷ trọng dư nợ lĩnh vực phi sản xuất đến 30/6 giảm xuống 22% và đến 31/12 là 16%. Tiếp theo đó cùng với việc liên tiếp hút về một lượng vốn lớn qua thị trường mở từ tháng 2 đến tháng 7 (tổng cộng trên 150 nghìn tỷ đồng), các lãi suất chủ chốt như tái chiết khấu, tái cấp vốn và qua đêm cũng được điều chỉnh tăng lên các mức lần lượt là 13%, 14% và 13%.

Lượng vốn ròng qua OMO năm 2011  
(nghìn tỷ đồng)



Nguồn: ABS tổng hợp

Có thể nói những biện pháp mạnh này đã khiến cho nhiều ngân hàng gặp khó khăn về thanh khoản và cuộc đua lãi suất huy động vốn đã sớm xuất hiện từ tháng 1 tái diễn trên diện rộng dưới nhiều hình thức với mức thực tế từ 18% - 19% thậm chí lên tới 20% (ngay cả lãi suất không kỳ hạn giai đoạn này cũng tăng lên 12%). Tình trạng trên chỉ lắng xuống sau khi NHNN tái lập mức trần 14% thông qua việc

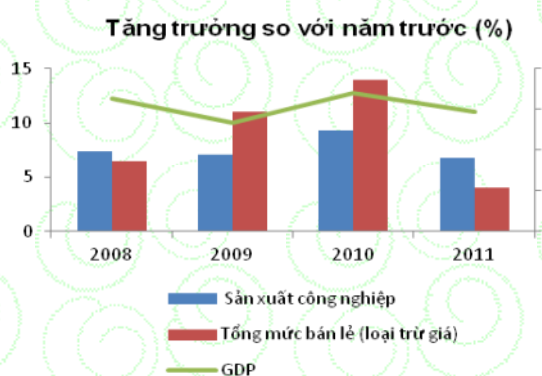
xử phạt nặng một số ngân hàng như HD Bank, Đông Á Bank. Tuy nhiên cơn sốt thanh khoản lại chuyển sang thị trường liên ngân hàng khiến cho lãi suất tăng cao, trầm trọng hơn là nhiều ngân hàng đã không trả được nợ sau khi vay qua kênh này khiến cho các giao dịch trở nên thận trọng và các ngân hàng cho vay thậm chí còn yêu cầu bên vay phải có tài sản đảm bảo. Mặc dù từ tháng 9 NHNN đã bơm ròng trở lại để trợ giúp nhưng mức độ bơm khá thận trọng vì vậy thanh khoản của hệ thống vẫn đang là điểm nóng, nhất là khi nhu cầu về tiền gia tăng đột cuối năm.

Nợ xấu: Do chi phí huy động gia tăng nên lãi suất cho vay ra của các ngân hàng trong năm 2011 tăng mạnh phổ biến trên mức 20% thậm chí với nhiều lĩnh vực còn lên tới 26%. Lãi suất cao khiến cho nhiều doanh nghiệp không dám vay mà chỉ sử dụng vốn tự có hoặc buộc phải thu hẹp hoạt động sản xuất, nhiều doanh nghiệp vốn đã khó khăn chuyển sang thua lỗ, không trả được nợ vay ngân hàng và kết quả là nợ xấu của hệ thống ngân hàng tăng từ 2,11% (2010) lên 3,39% tổng dư nợ, tương đương với khoảng 93 nghìn tỷ đồng. Đây đang được xem là rủi ro tiềm ẩn đối với kinh tế Việt Nam bởi ngay cả NHNN cũng thừa nhận con số trên chưa phản ánh được đúng thực chất hoạt động của các ngân hàng (theo Fitch tại tháng 6/2011 thì nợ xấu của Việt Nam nếu tính theo chuẩn quốc tế phải lên tới 13%). Trong các ngành nghề thì bất động sản được xem là chịu tác động nặng nề nhất bởi nguồn vốn ngân hàng cho lĩnh vực này đã được kiểm soát chặt chẽ từ năm 2010 trong khi lãi suất cao khiến cho cầu gần như đóng băng.

**M & A trong lĩnh vực ngân hàng:** Sau khi chủ trương tái cơ cấu ngân hàng và các tổ chức tài chính được thống nhất, NHNN đã vạch ra lộ trình theo đó sẽ chia các ngân hàng ra thành 3 nhóm và nhóm 3 sẽ là nhóm cần phải tái cấu trúc. Ngay trong tháng 11, quá trình này đã được khởi động bằng việc Gia Định Bank chuyển đổi thành ngân hàng Bản Việt và đầu tháng 12 vụ hợp nhất đầu tiên giữa 3 ngân hàng SCB, Đệ Nhất và Việt Nam Tín Nghĩa đã diễn ra. Mặc dù còn nhiều việc phải làm đặc biệt là xử lý các khoản nợ xấu của các ngân hàng này tuy nhiên có thể quyết tâm của NHNN trong việc nâng cao quy mô và chất lượng của hệ thống. Theo NHNN ngay trong quý 1/2012 sẽ có khoảng 5-8 ngân hàng nữa được hợp nhất hoặc cho phép mua bán lại.

### Tăng trưởng kinh tế

GDP cả năm tăng trưởng 5,89%, không hoàn thành mục tiêu đặt ra đầu năm (6%-6,5%) và tính trong vòng 10 năm trở lại đây thì 2011 là năm mà nền kinh tế tăng trưởng với tốc độ thấp chỉ cao hơn mức 5,32% của năm 2009, năm Việt Nam chịu ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới. Mặc dù GDP quý sau tăng cao hơn quý trước nhưng điều dễ nhận thấy là những chính sách thắt chặt của chính phủ đang tác động mạnh tới nền kinh tế khi



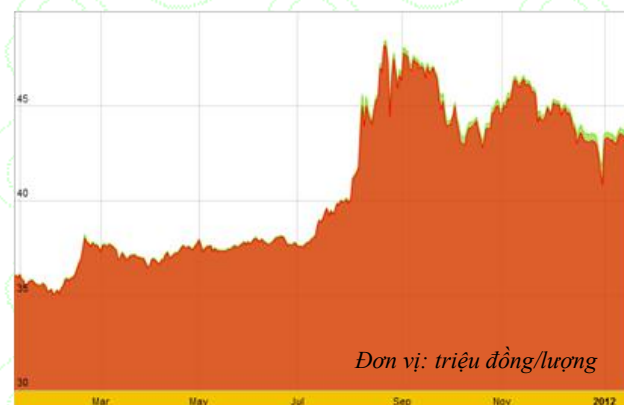
Nguồn: GSO

tốc độ tăng trưởng các quý đều thấp hơn so với 2010 và mức chênh lệch này càng về cuối năm càng lớn.

Nhìn kỹ hơn có thể thấy những lĩnh vực chủ chốt đóng góp vào tăng trưởng GDP là công nghiệp, dịch vụ và tiêu dùng đều có tốc độ tăng trưởng giảm so với 2010. Chỉ số sản xuất công nghiệp cả năm 2011 tăng 6,8% thấp hơn nhiều so với mức tăng 9,3% của năm 2010 và thậm chí còn thấp hơn cả mức tăng 7,1% của năm 2009. Mức tiêu thụ hàng hóa chế biến, chế tạo sản xuất ra có xu hướng giảm dần trong nửa sau của năm khiến cho mức tồn kho tăng cao (cả năm tăng 23%) đặc biệt tại nhiều ngành như xi măng, sản xuất gốm sứ, ô tô xe máy đang khiến cho các doanh nghiệp gặp rất nhiều khó khăn trong bối cảnh các chi phí đầu vào tăng cao.

Lạm phát cao đã khiến cho người tiêu dùng phải thắt chặt chi tiêu, kết quả là bán lẻ hàng hóa mặc dù tăng tới 24,2% trong năm 2011 nhưng sau khi loại trừ yếu tố giá chỉ tăng 4,07%.

### Giá vàng



Nguồn: SJC

Trong năm 2011 cùng với sự gia tăng mạnh mẽ của giá vàng thế giới, giá vàng trong nước

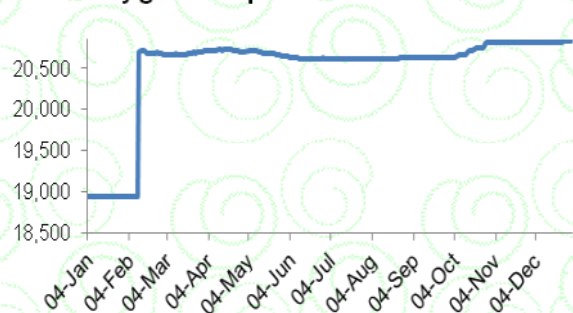


cũng lên cơn sốt từ tháng 7 đến cuối tháng 8 với mức đỉnh 48,7 triệu đồng/lượng (SJC). Những tháng cuối năm mặc dù có xu hướng giảm nhưng giá vẫn đứng ở mức khá cao, chốt phiên ngày 30/12 tại 41,8 triệu/lượng, tăng 16% so với cuối năm 2010. Để bình ổn thị trường, NHNN trong năm 2011 ngoài việc cấp quota nhập vàng cho các doanh nghiệp đã cho phép một số ngân hàng bán vàng huy động và cho phép giao dịch vàng trên tài khoản tại nước ngoài. Nhìn chung những biện pháp này đã giúp cho thị trường bớt nóng hơn tuy nhiên giá trong nước vẫn cao hơn thế giới từ 2 triệu – 3 triệu đồng, vượt xa mức mà NHNN xem là hợp lý (400.000 đồng). Ngoài ra những động thái của NHNN trong việc đưa SJC trở thành thương hiệu vàng miếng duy nhất trên thị trường đang tạo ra sự chênh lệch giá khá lớn giữa vàng SJC và các thương hiệu khác khiến cho thị trường bị nhiễu thông tin và gây thiệt hại đối với một bộ phận dân chúng.

## Tỷ giá

Một trong những vấn đề nóng của năm 2011 là tỷ giá. Sau khi bắt buộc phải phá giá vào tháng 2 do chịu áp lực lớn từ cuối năm 2010, trong suốt những tháng còn lại của năm 2011 tỷ giá còn tiếp tục chịu tác động mạnh từ cơn sốt giá vàng.

Tỷ giá bình quân liên NH năm 2011



Nguồn: SBV

Tuy vậy thị trường ngoại hối khá ổn định, đến cuối năm tỷ giá vẫn được giữ vững ở mức 20.828 đồng và cam kết không điều chỉnh quá 1% của tân thống đốc NHNN đưa ra thời điểm tháng 9 đã được thực hiện.

Có được kết quả này theo chúng tôi là nhờ một số yếu tố sau:

- Thứ nhất, cách điều hành thị trường ngoại hối của NHNN trong năm 2011 đã có sự thay đổi so với những năm trước. Điều này không chỉ thể hiện ở mức điều chỉnh tỷ giá mạnh nhất từ trước đến nay (9,3%) từ 18.932 đồng lên 20.900 đồng nhằm giải tỏa những kỳ vọng của giới đầu cơ mà còn ở việc điều tiết một cách linh hoạt hàng ngày chứ không cứng nhắc như trước. Chính điều này cộng với một loạt các biện pháp mạnh như áp trần lãi suất tiền gửi USD, kết hối và mở rộng đối tượng bị kết hối, kiểm tra xử lý nghiêm thậm chí tịch thu toàn bộ ngoại tệ mua bán trái phép đã giúp cho khoảng cách giữa tỷ giá chính thức và phi chính thức được kéo lại gần nhau và giúp NHNN mua vào được một lượng lớn ngoại tệ qua đó cải thiện đáng kể trạng thái dự trữ (tính đến cuối tháng 7 cán cân thanh toán thặng dư trên 5 tỷ USD).

- Thứ hai, một loạt các yếu tố vĩ mô có liên quan như thâm hụt cán cân thương mại, nguồn vốn từ nước ngoài đều có những kết quả tích cực qua đó giúp cho cán cân thanh toán của Việt Nam sau 2 năm thâm hụt dự kiến sẽ thặng dư 2,5 tỷ USD trong năm 2011.

## Xuất nhập khẩu

Đầu năm 2011 Bộ Công thương đánh giá hoạt động xuất khẩu sẽ gặp nhiều thách thức và chỉ

đặt mục tiêu tăng trưởng 10%. Thực tế cho thấy những nhận định này có phần chính xác khi nhiều mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam bị sụt giảm về lượng như hạt điều (-8,5%), sắn và các sản phẩm (-10,9%) hay chỉ tăng nhẹ như gạo (xuất khẩu 7,1 triệu tấn tăng 5%), cà phê (+2,7%), cao su (+4,3%). Tuy nhiên yếu tố giá lại đóng vai trò quan trọng giúp cho giá trị xuất khẩu của các mặt hàng này đều vượt thậm chí vượt xa so với năm 2010. Giá dầu thô trong năm 2011 đã có thời điểm vượt ngưỡng 110USD/thùng trong khi đó giá hạt điều, cao su, cà phê và hạt tiêu đều đạt mức cao kỷ lục từ trước tới nay.

Cơ cấu thị trường xuất khẩu



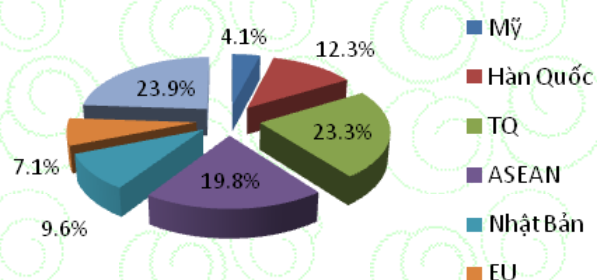
Nguồn: GSO

Ngoài những mặt hàng truyền thống, trong số 20 mặt hàng đạt kim ngạch xuất khẩu trên 1 tỷ USD năm 2011 còn có mặt những mặt hàng mới mà điển hình là sắt thép và điện thoại. Mặc dù gặp nhiều khó khăn ở thị trường nội địa do thị trường bất động sản ảm đạm nhưng ngành thép năm 2011 xuất khẩu được trên 1,8 triệu tấn (+40,7%) sang Mỹ và các nước ASEAN như Thái Lan, Indonesia, Malaysia qua đó mang lại 1,64 tỷ USD, tăng 56,2% so với 2010. Trong khi đó nhà máy sản xuất điện thoại di động của Samsung tại Bắc Ninh giúp

cho xuất khẩu nhóm hàng điện thoại và linh kiện đạt tới gần 7 tỷ USD, đạt mức tăng cao nhất với gần 200% và xếp thứ 3 về kim ngạch sau dệt may và dầu thô (năm 2011 Samsung bán ra 300 triệu chiếc điện thoại di động trên toàn cầu và là nhà sản xuất smart phone số 1 thế giới). Kim ngạch xuất khẩu cả năm ước đạt 96,3 tỷ USD, tăng tới 33,3% so với 2010, kết quả này là sự thành công ngoài mong đợi.

Về phía nhập khẩu, kim ngạch tăng 24,7% so với năm 2010, đạt 105,7 tỷ USD trong đó có tới 90% là tư liệu dùng cho sản xuất. Nhiều mặt hàng nhập khẩu trong năm 2011 cũng chịu tác động từ việc giá thế giới tăng cao điển hình như xăng dầu (+62,2%), khí đốt (+25,4%), bông (giảm 9% về lượng nhưng tăng 56,6% về giá trị), sợi... Một số mặt hàng có mức tăng cao cả về lượng và giá trị là cao su và phân bón. Mặt hàng ô tô nguyên chiếc sau khi giảm mạnh năm 2010 có sự tăng nhẹ trong năm 2011 trong khi đó nhập khẩu xe máy tiếp tục giảm cả về lượng và giá trị.

Cơ cấu thị trường nhập khẩu

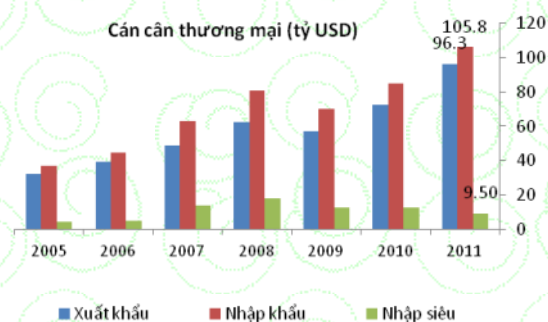


Nguồn: GSO

Trái ngược với các năm trước, nhập khẩu của khu vực có vốn đầu tư nước ngoài trong năm 2011 chỉ tăng 29,2% trong khi xuất khẩu lại tăng tới 39,3% cho thấy hiệu quả của khu vực này đã tăng lên. Diễn biến này có thể xuất

phát một phần từ những nỗ lực tăng cường kiểm tra của Bộ Tài chính nhằm xử lý hiện tượng “chuyển giá” trong khu vực này (theo số liệu công bố có tới 856 doanh nghiệp bị thanh tra và xử lý giảm lỗ 4.400 tỷ đồng, tăng 2,5 lần so với 2010).

Nhờ tốc độ tăng của xuất khẩu cao hơn so với nhập khẩu nên nhập siêu cả năm 2011 giảm mạnh chỉ còn 9 tỷ USD, mức thấp nhất trong vòng 5 năm gần đây. Nếu so với giá trị xuất khẩu thì nhập siêu tương đương 9,9%, thấp hơn nhiều so với chỉ tiêu đặt ra từ đầu năm (dưới 16%).



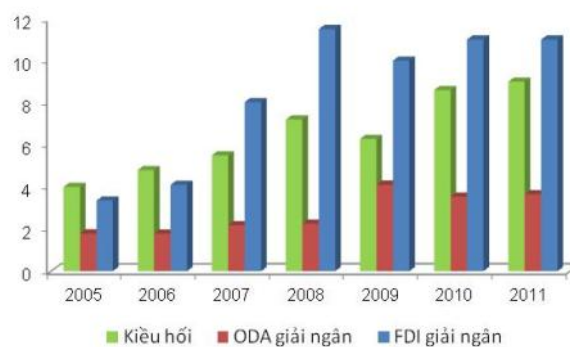
Nguồn: GSO

### Nguồn vốn nước ngoài

Mặc dù tổng vốn FDI đăng ký năm 2011 tiếp tục giảm 26% so với 2010, chỉ đạt xấp xỉ 14,7 tỷ USD tuy nhiên việc số vốn đăng ký tăng thêm tăng tới 65% cho thấy nhiều nhà đầu tư hiện tại vẫn mở rộng quy mô hoạt động. Ngoài ra hoạt động giải ngân vẫn được duy trì khá tốt với tổng số vốn cả năm đạt 11 tỷ USD, tương đương với năm 2010. Không chỉ là nước nhận vốn đầu tư, Việt Nam cũng tích cực đầu tư ra bên ngoài. Năm 2011 lượng vốn đăng ký đầu tư của các DN Việt Nam đạt 2,12 tỷ USD với 75 dự án mới và 33 dự án cũ, vốn giải ngân trong năm đạt khoảng 950 triệu USD.

Năm 2011, số vốn ODA cam kết của các nhà tài trợ cho Việt Nam là 7,9 tỷ (xấp xỉ năm 2010), giải ngân ước đạt 3,65 tỷ USD tăng khoảng 3% so với 2010. Mặc dù năm 2011 kinh tế tại nhiều nước khó khăn tuy nhiên theo WB, kiều hối chuyển về Việt Nam sẽ đạt mức kỷ lục từ trước tới nay với 9 tỷ USD (NHNN thậm chí ước tính gần 10 tỷ USD), tương đương 7,4% GDP và đưa Việt Nam vào danh sách Top 10 quốc gia nhận kiều hối nhiều nhất thế giới.

**Nguồn vốn ngoại vào Việt Nam (tỷ USD)**



Nguồn: GSO, ABS tổng hợp

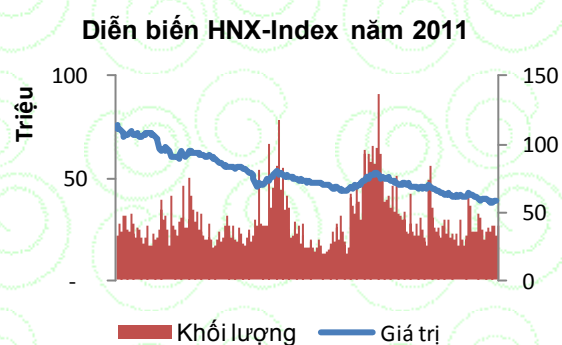
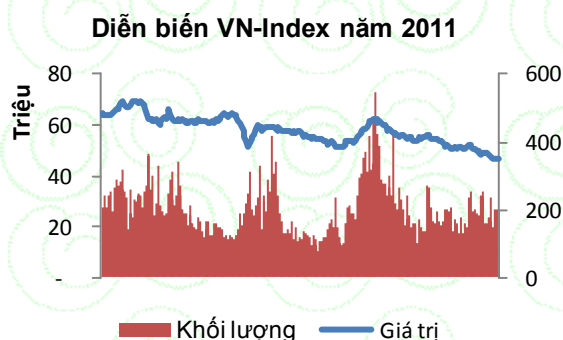
### **Nghân sách**

Cùng với mục tiêu siết chặt chính sách tiền tệ, Chính phủ cũng đặt mục tiêu cắt giảm đầu tư công nhằm giảm bội chi ngân sách. Kết quả cuối năm cho thấy chi ngân sách không giảm mà vẫn vượt 10% dự toán và tăng 19% so với năm 2010. Tuy nhiên nhờ nguồn thu tăng tới 20,6% chủ yếu từ hoạt động xuất nhập khẩu và dầu thô nên bội chi ngân sách chỉ tăng 1% so với kế hoạch, tương đương 4,8% GDP và hoàn thành mục tiêu đề ra (< 5%).

### **Thị trường chứng khoán 2011**

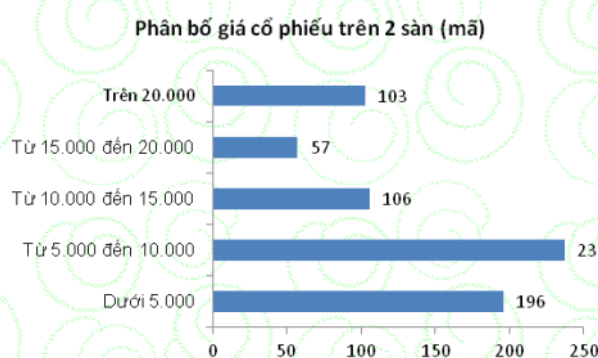
Thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2011 biến động theo xu hướng khác so với năm 2010. Nếu như trong năm 2010 xu hướng chủ





đạo là biến động đi ngang với khối lượng giao dịch trung bình khoảng 47 triệu cổ phiếu, thì xu hướng chính của năm 2011 là giảm điểm với các phiên giảm liên tục cùng với thanh khoản giảm 43% so với năm trước. Phiên giao dịch cuối cùng, chỉ số VN-Index đóng cửa tại mức thấp nhất trong năm 351,55 điểm còn HNX-Index tại 58,74 điểm, sát mức đáy mới được thiết lập ngày 27/12. Như vậy nếu so với cuối năm 2010, các chỉ số đã giảm lần lượt 28% và 49%. Nhóm cổ phiếu bị ảnh hưởng nặng nề nhất trong năm là nhóm ngành chứng khoán và bất động sản. Trong đó, có khá nhiều mã cổ phiếu đã mất đến 80-90% giá trị so với thời điểm đầu năm.

### Cổ phiếu rớt giá thảm hại



*Nguồn: ABS tổng hợp*

Nếu như cuối năm 2010 toàn thị trường có 75 mã cổ phiếu và CCQ giá thấp hơn mệnh giá thì đến cuối năm 2011 số lượng đã tăng lên tới 434 mã, chiếm 62% toàn thị trường trong số

đó có tới 42% dưới 5.000 đồng và thậm chí mã VKP chỉ có giá 900 đồng. Cùng với đó giá trị vốn hóa của toàn thị trường cũng chỉ đạt 535 nghìn tỷ đồng, giảm 25% so với 2010 và tương đương 21% GDP.

### Âm ảm huy động vốn

Sau năm 2010 thành công, huy động vốn thông qua TTCK (phát hành thêm, đấu giá CPH) năm 2011 sụt giảm mạnh chỉ đạt 17.500 tỷ đồng, tương đương 22% so với 2010. Số DN mới niêm yết trong năm 2011 chỉ đạt 60 (so với 187 của năm 2010) trong khi có 7 doanh nghiệp bị hủy niêm yết. Thị trường âm ảm cũng làm cho quá trình CPH doanh nghiệp nhà nước gần như dậm chân tại chỗ khi cả năm chỉ tiến hành được 6 doanh nghiệp. Tuy vậy trong năm vẫn có một số vụ IPO quy mô khá lớn như Tổng Công ty Thép (VNSteel), Tổng Công ty Xăng dầu (Petrolimex), Tổng Công ty Miền Trung (Cosevco), ngân hàng BIDV và ngân hàng MHB.

### UBCK mạnh tay xử phạt các vi phạm

Trong lịch sử 11 năm hình thành của TTCK Việt Nam lần đầu tiên một vụ thao túng giá chứng khoán bị đưa ra xét xử hình sự trong năm 2011 với mức án 4 năm tù. Ngoài ra năm 2011 cũng là năm mà số tiền phạt vi phạm

trong lĩnh vực chứng khoán lập kỷ lục với hơn 10 tỷ đồng. Có 9 cá nhân bị xử phạt vì thao túng giá chứng khoán & 11 tổ chức trung gian bị xử phạt liên quan đến dịch vụ tài chính, mở dịch vụ mới, vi phạm chỉ tiêu an toàn tài chính, 3 công ty bị hủy niêm yết do vi phạm công bố thông tin.

### Nhiều văn bản mới được ban hành

Trong năm 2011, UBCK đã ban hành thông tư 74 cho phép nhà đầu tư được mở nhiều tài khoản, giao dịch mua/bán cổ phiếu trong ngày và triển khai giao dịch ký quỹ. Ngoài ra Bộ Tài chính cũng đã ban hành Thông tư 183 về quỹ mở qua đó tạo hành lang pháp lý cho việc thành lập nhiều loại hình quỹ đầu tư bao gồm các quỹ đóng, quỹ thành viên, quỹ ETF, quỹ đầu tư bất động sản và các loại công ty đầu tư chứng khoán. Tuy nhiên thu hút nhiều sự chú ý nhất là đề án Tái cấu trúc thị trường chứng khoán do UBCK trình Chính phủ theo đó tập trung vào các CTCK (sẽ phân loại thành 3 nhóm dựa vào thông tư 226), các công ty niêm yết (nâng cao tiêu chuẩn niêm yết) và hàng hóa (thông qua việc đa dạng hóa các sản phẩm đầu tư như quỹ mở, sản phẩm phái sinh....).

**Hoạt động M & A tiếp tục sôi động** trong suốt cả năm dưới nhiều hình thức khác nhau. Điển hình là các thương vụ như Vimpelcom nâng sở hữu tại Beeline (196 triệu USD), Mount Kellett và KKR mua cổ phần của Masan Consumer (259 triệu USD), Unicharm mua 95% cổ phần Diana (128 triệu USD), Fortis Healthcare mua 65% cổ phần của Y khoa Hoàn Mỹ (64 triệu USD). Với các doanh nghiệp trên sàn chứng khoán có thể kể đến

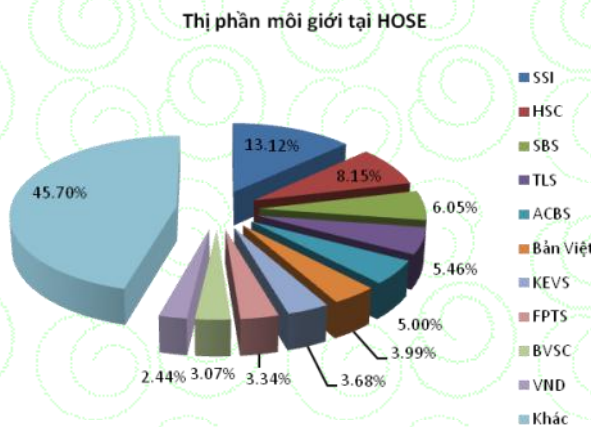
thương vụ MSN mua 50,11% cổ phần tại Vinacafe Biên Hòa (VCF), HVG mua cổ phần chi phối Faquimex Bến Tre (FBT).

### Công ty chứng khoán

Các nguồn thu từ hoạt động môi giới và tư vấn sụt giảm do thị trường ảm đạm trong khi đầu tư tự doanh thua lỗ và phải trích lập dự phòng lớn là những nguyên nhân chính khiến cho hoạt động của các công ty chứng khoán trong năm 2011 bị tác động nặng nề. Tính đến hết quý 3, có 80/105 công ty bị thua lỗ và 70 công ty có lỗ lũy kế. Đối với các CTCK niêm yết, có tới 20/27 công ty báo cáo lỗ trong đó có những công ty lớn như SSI (-17 tỷ), VNDirect (-130 tỷ), Bảo Việt (-67 tỷ), CK Sacombank (-158 tỷ) và lớn nhất là CK SHB với trên 380 tỷ đồng. Một số công ty có lãi chủ yếu nhờ có lượng tiền mặt gửi ngân hàng lớn (KLS), kinh doanh nguồn & trái phiếu (Agriseco), thu phí từ một số thương vụ chuyển nhượng, thoái vốn của các tổ chức lớn (HSC). Một số công ty như TAS gặp khó khăn về thanh khoản thậm chí SME bị đình chỉ lưu ký 1 tháng. Trong bối cảnh như vậy, nhiều công ty đã phải bán cổ phần cho các đối tác khác như VIX (chuyển thành CK Xuân Thành), Artex (đổi thành CK FLC) hay xin rút nghiệp vụ môi giới DDS, HSSC, CK Gia Anh, CK Trường Sơn. Đáng lo ngại là nhiều vụ vỡ nợ với quy mô lớn liên quan đến các thành viên quản trị của các công ty chứng khoán cũng bị phát hiện như trường hợp của ORS, CK Hà Thành.

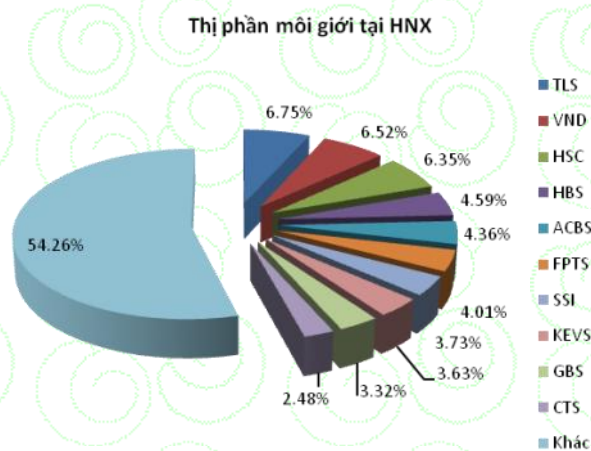
Về thị phần môi giới, vị trí trên bảng xếp hạng cũng đã có sự thay đổi. Trên HSX thị phần của TLS giảm đi gần một nửa so với 2010 và vọt về vị trí thứ 4. Trong khi đó với việc tăng từ

8,94% lên 13,12% SSI đã vươn lên lấy lại vị trí dẫn đầu.



Nguồn: HSX

Trên sàn HNX, dù thị phần bị suy giảm mạnh những quý cuối năm nhưng TLS vẫn tiếp tục dẫn đầu với 6,75%, giảm một nửa so với năm 2010. Trong khi những cái tên trong Top 10 tại HSX gần như vẫn không đổi (duy nhất Bản Việt thay HBS) thì tại HNX lại có sự đổi ngôi khi KEVS, GBS và CTS thay thế cho SBS, ABS, và APS. Đáng chú ý trong năm 2011 là KEVS đã liên tục tăng thị phần môi giới trên cả 2 sàn và cải thiện đáng kể vị trí của mình trên thị trường chứng khoán.

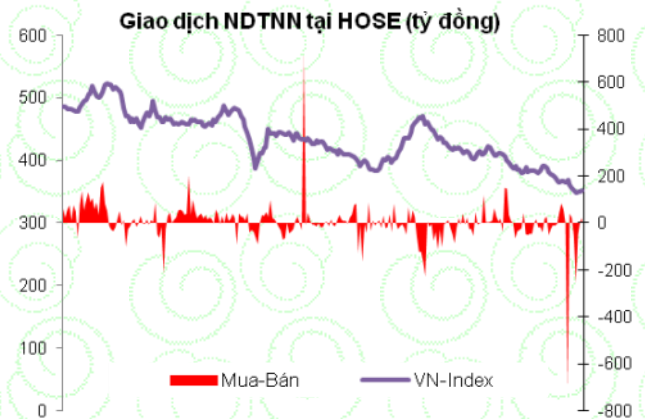


Nguồn: HNX

Một số công ty chứng khoán nhỏ đã ngừng hoạt động môi giới hoặc mất thị phần này vào

tay các công ty lớn hơn. Điều này cũng thể hiện qua tổng thị phần của top 10 trên HSX là 54,30% cao hơn mức 50,14% trong năm 2010, và 45.74% so với 45.19% trên HNX.

### Giao dịch của NDTNN



Năm 2011 nhà đầu tư nước ngoài không còn duy trì trạng thái mua ròng liên tục như trong năm 2010, thay vào đó là các giao dịch mua bán đan xen theo nhịp của thị trường với giá trị bình quân cả mua và bán trên sàn HSX khoảng hơn 200 tỷ mỗi phiên. Tuy nhiên điều đáng lưu ý là trong 6 tháng cuối năm xu hướng bán ra của khối này đều đặn thậm chí có phiên bán ròng kỷ lục tới 710 tỷ đồng. Trong năm thị trường cũng ghi nhận vụ thoái vốn của Dragon Capital khỏi Sacombank sau

Top 10 giá trị GD NDTNN tại HOSE (tỷ đồng)

STT	Mã	Mua	Mã	Bán
1	VNM	951.31	VIC	(1,819.49)
2	FPT	824.31	STB	(1,017.37)
3	CTG	577.03	CTD	(214.29)
4	KDC	404.39	HAG	(212.21)
5	VCB	353.96	CII	(122.09)
6	PVD	239.41	TTP	(86.53)
7	PNJ	194.50	DVD	(71.70)
8	REE	163.83	SAM	(55.63)
9	ITC	154.40	HVG	(53.81)
10	MBB	142.49	VPL	(49.81)

Nguồn: HSX



10 năm. Tuy vậy, tính cả năm khối ngoại vẫn tiếp tục mua ròng mạnh khoảng 1.030 tỷ trên sàn HSX và gần 1.700 tỷ đồng (khoảng 800 triệu USD) trên cả 2 sàn, tăng khoảng 5% so với năm 2010. Về thực chất, nhờ lực cầu mạnh của khối ngoại ở các mã có vốn hóa lớn như VNM, FPT, CTG, KDC, VCB ... đã giúp cho VN-Index chỉ giảm khoảng 27% so với mức giảm mạnh gần 50% của HNX-Index.

**Top 10 giá trị GD NGTNN tại HNX (tỷ đồng)**

STT	Mã	Mua	Mã	Bán
1	VCG	167.03	BVS	(27.53)
2	PVS	121.35	SHB	(26.09)
3	VND	100.12	TDN	(18.69)
4	PVX	55.04	OCH	(8.72)
5	KLS	40.18	SDT	(6.59)
6	PVI	38.41	STL	(5.21)
7	PGS	31.95	SJ1	(5.19)
8	NET	23.22	TV4	(5.10)
9	PVG	22.97	SHS	(4.28)
10	DXP	16.43	BKC	(3.82)

*Nguồn: HNX*

## Triển vọng 2012

Năm 2012 kinh tế vĩ mô được đánh giá là sẽ còn gặp nhiều thách thức.

### Tăng trưởng

Triển vọng kinh tế thế giới trong năm 2012 kém lạc quan khi chỉ tăng trưởng 2,5% theo dự báo mới nhất của WB, thấp hơn nhiều so với con số mà tổ chức này đưa ra trước đó 6 tháng (3,6%). Hầu hết các khu vực kinh tế chủ chốt của thế giới đều sẽ tăng trưởng chậm lại trong đó khu vực đồng tiền chung euro sẽ tăng trưởng âm 0,3%. Cuộc khủng hoảng nợ kéo dài từ năm 2010 tại EU ngày càng diễn biến phức tạp hơn và theo chiều hướng xấu đi khi sản xuất công nghiệp tại khu vực này đã suy giảm tháng thứ 3 liên tiếp trong khi các quốc gia vẫn đang phải áp dụng các chính sách thắt lưng buộc bụng để giảm bội chi ngân sách. Mới đây nhất tổ chức xếp hạng S&P đã hạ tín nhiệm quỹ EFSF và một loạt các quốc gia chủ chốt như Pháp, Italia, Bồ Đào Nha, Tây Ban Nha càng khiến cho việc thu hút nguồn vốn từ bên ngoài cho các nỗ lực giải cứu thêm khó khăn.

Do vậy xuất khẩu của Việt Nam được dự báo sẽ gặp nhiều khó khăn do EU hiện là đối tác thương mại lớn thứ 2 của Việt Nam (chiếm 17,2% tổng kim ngạch). Không chỉ về lượng, giá các loại hàng hóa trong năm 2012 được nhận định cũng sẽ giảm qua đó gây bất lợi cho hoạt động xuất khẩu (thực tế giá một số mặt hàng nông sản chủ lực như hạt tiêu, cao su đã giảm khá mạnh thời gian gần đây).

Trong bối cảnh đó sự sụt giảm của cả sản xuất lẫn tiêu dùng trong nước sẽ vẫn tiếp tục diễn

ra khi Chính phủ tiếp tục thực hiện các chính sách ưu tiên kiềm chế lạm phát.

Với những nhận định ở trên GDP trong năm 2012 được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ thấp hơn năm 2011 và nhiều khả năng sẽ dao động trong khoảng từ 5,5% - 6%.

### **Lạm phát**

Liên quan đến các yếu tố khách quan, giá nhiều loại hàng hóa thể giới được dự báo giảm trong năm 2012 sẽ là những thông tin tích cực đối với lạm phát của Việt Nam. Đối với trong nước, mục tiêu tăng trưởng tín dụng đã được xác định là vẫn duy trì ở mức 13% - 15% như năm 2011 trong khi đó tổng mức bán lẻ hàng hóa sụt giảm sẽ làm cho tác động của yếu tố "cầu" đến CPI giảm bớt. Tuy nhiên một yếu tố có thể tác động đến giá trong năm 2012 là giá điện. Mặc dù EVN đã điều chỉnh tăng giá bán lẻ thêm 5% ngay trong tháng 12, sớm hơn so với dự kiến tuy nhiên theo những thông báo của Bộ Tài Chính trước đó thì có thể hiểu giá điện nhiều khả năng sẽ còn tăng thêm từ 5% - 10% nữa. Theo quan điểm của chúng tôi, ngoại trừ các tháng trong quý 1 do chịu tác động từ Tết Dương lịch và Âm lịch, CPI các tháng còn lại trong năm sẽ theo xu hướng giảm và tính chung cả năm nhiều khả năng sẽ ở mức từ 9% - 9,5%.

### **Lãi suất**

Lãi suất trong năm 2012 là yếu tố rất khó dự báo và sẽ tùy thuộc vào diễn biến lạm phát cũng như quá trình tái cơ cấu hệ thống ngân hàng. Mặc dù quan điểm về lạm phát trong năm 2012 của chúng tôi là khá tích cực như đã nêu ở trên tuy nhiên chúng tôi cho rằng mặt

bằng chung lãi suất sẽ chỉ có thể giảm bắt đầu từ quý 3 trở đi và mức giảm cũng sẽ không nhiều.

Với chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2012 là 15%-17%, cao hơn so với 10,9% của năm 2011 cùng với chính sách phân bổ linh hoạt tùy theo chất lượng của từng ngân hàng, có thể hy vọng nguồn vốn đối với nền kinh tế sẽ dồi dào hơn. Riêng đối với đối với lĩnh vực bất động sản nhiều khả năng NHNN sẽ tiếp tục có những loại trừ giống như tinh thần công văn 8844 ban hành tháng 11/2011.

### **Thị trường chứng khoán**

Trải qua một năm khắc nghiệt, năm 2012 thị trường được dự báo sẽ còn nhiều thử thách. Nguồn tín dụng từ ngân hàng cho lĩnh vực chứng khoán tiếp tục được kiểm soát chặt chẽ khiến cho luồng tiền vào thị trường chưa thể cải thiện, hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết dự báo sẽ tiếp tục khó khăn do kinh tế tăng trưởng chậm lại và lãi suất chưa thể giảm trong ngắn hạn. Ngoài ra đi cùng với quá trình tái cơ cấu ngành ngân hàng và tái cấu trúc các công ty chứng khoán là những rủi ro tiềm ẩn gây bất lợi đối với các nhà đầu tư như thanh khoản, nợ xấu.

Điểm sáng có thể mang lại hy vọng trong năm 2012 là việc lạm phát được dự báo sẽ giảm mạnh và thị trường ngoại hối sẽ ổn định hơn (theo NHNN nếu phải phá giá cũng không quá 2% - 3%). Cùng với đó, một loạt các chính sách mới nhằm chấn chỉnh và hỗ trợ thị trường dự kiến sẽ được cơ quan quản lý ban hành và triển khai thực hiện bao gồm quy chế về quỹ mở và các loại hình quỹ đầu tư khác, nâng cao

tiêu chuẩn niêm yết đối với các công ty đại chúng, quy định mới về công bố thông tin, kéo dài thời gian giao dịch tại HOSE sang buổi chiều....

Với những nhận định trên theo chúng tôi cơ hội cho thị trường có “sóng” tăng mạnh là khó xảy ra và nhà đầu tư nên thận trọng theo dõi sát các diễn biến của kinh tế vĩ mô. Tuy nhiên khi áp lực lạm phát giảm, nền kinh tế dần đi vào ổn định hơn (dự báo bắt đầu từ Q4/2012 trở đi) và nhiều yếu tố gây lo ngại trở nên rõ ràng hơn thì việc đầu tư dài hạn để đón đầu cơ hội trong các năm tiếp theo rất đáng để xem xét.