

Ngày 20 tháng 01 năm 2012



## KINH TẾ VIỆT NAM 2012: CƠ HỘI HỒI PHỤC

### CTCP Chứng khoán

### Rồng Việt – VDSC

Lầu 1 – 2 – 3 – 4

Toà nhà Viet Dragon

141 Nguyễn Du, Quận 1

TP.Hồ Chí Minh, Việt Nam

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

[www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

[info@vdsc.com.vn](mailto:info@vdsc.com.vn)

### HỒ QUỐC TUẤN

Kinh tế trưởng

[tuqn.hq@vdsc.com.vn](mailto:tuqn.hq@vdsc.com.vn)

### Phòng Phân tích & Tư vấn đầu tư

Báo cáo chuyên đề nghiên cứu

[phanhich@vdsc.com.vn](mailto:phanhich@vdsc.com.vn)

Những khó khăn của Việt Nam trong năm 2011 đã tạo ra áp lực buộc chính phủ phải nhìn nhận lại các vấn đề của nền kinh tế, đặc biệt là đối với mô hình tăng trưởng và tìm biện pháp giải quyết. Nếu những biện pháp này thành công, nó sẽ gia cố hệ thống ngân hàng và thị trường vốn trong nước cũng như định hình lại cách thức vận hành và quản lý chi tiêu công và đầu tư vốn tại các doanh nghiệp Nhà nước. Sự thành công của chính sách tái cấu trúc lần này sẽ tạo ra những động lực mới đối với triển vọng của kinh tế Việt Nam. Do đó, nhìn về năm 2012, chúng tôi không kỳ vọng vào những kết quả tăng trưởng ấn tượng của các con số, mà chúng tôi nhìn vào các cơ hội do tái cấu trúc nền kinh tế tạo ra.

## TỔNG QUAN

Kinh tế Việt Nam trong những tháng cuối năm 2011 cho thấy những điểm sáng nhất định: nhập siêu được cải thiện, lạm phát tăng chậm lại, FDI đổ vào khu vực sản xuất tăng lên, những khuyết tật trong hệ thống định chế tài chính đã được nhận diện và đang được sửa chữa.

Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá năm 2012 vẫn là một năm khó khăn cho kinh tế Việt Nam, ít nhất là trong giai đoạn nửa đầu năm vì tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế có khả năng sẽ tiếp tục suy yếu vì tình hình kinh tế vĩ mô không khả quan, tình trạng siết chặt tiền tệ và tài khóa có khả năng sẽ làm giảm tổng cầu trong nền kinh tế.

Hiện nhiều doanh nghiệp Việt Nam đang đối mặt với khó khăn lớn, thể hiện qua con số gần 50.000 doanh nghiệp phá sản trong năm 2011 và mức tồn kho cao. Bên cạnh đó, giá của những đầu vào thiết yếu cho sản xuất như xăng dầu, điện, nước, ga tiếp tục tăng sẽ gây khó khăn cho các doanh nghiệp sản xuất. Vấn đề tìm kiếm nguồn vốn cho các doanh nghiệp sản xuất Việt Nam, nhất là khu vực doanh nghiệp vừa và nhỏ, đồng thời cải thiện hiệu quả của các tập đoàn Nhà nước sẽ là một thử thách đối với tăng trưởng kinh tế. Mặc dù nền kinh tế thiếu vốn, việc đầu tư dàn trải tại các địa phương là một gánh nặng và cản trở hiệu quả của các chi tiêu chính phủ.

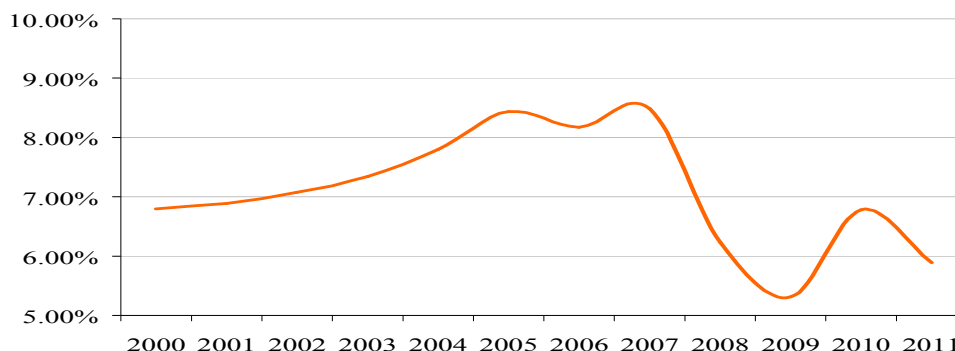
Bên cạnh đó, những cú sốc đến từ bên ngoài cũng có thể phá vỡ kế hoạch tăng trưởng của Việt Nam. Mặc dù có những tín hiệu lạc quan từ kinh tế Mỹ vào cuối năm, diễn biến khủng hoảng nợ và ngân hàng ở Châu Âu có xu hướng lan rộng trong khi kinh tế Trung Quốc đặt mục tiêu tăng trưởng chậm lại. Với tư cách là một nền kinh tế phụ thuộc nhiều vào xuất khẩu, nếu tốc độ tăng trưởng của kinh tế Mỹ và Châu Âu không tiếp tục cải thiện, Việt Nam sẽ gặp nhiều khó khăn trong xuất khẩu hàng hóa và cải thiện cán cân thanh toán. Ngoài ra, những bất ổn chính trị tại Trung Đông và Châu Phi có thể khiến giá dầu và giá lương thực tăng cao, gây áp lực đối với chi phí kinh doanh và lạm phát của Việt Nam.

Chúng tôi không bi quan về triển vọng kinh tế Việt Nam nhưng chúng tôi không cố gắng vẽ ra một bức tranh màu hồng. Năm 2012 là một năm không dễ dàng với tăng trưởng kinh tế nhưng nó ẩn chứa những cơ hội lớn qua việc cải tổ và tái cấu trúc nền kinh tế. Chúng tôi cho rằng cơ hội tăng trưởng sẽ chỉ sáng sủa hơn với kinh tế Việt Nam vào những tháng cuối năm 2012 khi mà dấu hiệu lạm phát hạ nhiệt được rõ ràng và tạo điều kiện cho lãi suất có thể giảm xuống mức 10% như mục tiêu chính phủ đề ra và khi tình hình cải tổ hệ thống ngân hàng bắt đầu phát huy tác dụng. Việc FDI năm 2011 gia tăng đầu tư vào khu vực sản xuất và tái cấu trúc các ngân hàng có thể sẽ tạo ra động lực đáng chú ý cho kinh tế Việt Nam, nếu những dòng vốn từ FDI và ngân hàng được giải ngân vào những dự án mang lại hiệu quả kinh tế cao.

### Tăng trưởng chậm lại

Ba kịch bản tăng trưởng kinh tế của kinh tế Việt Nam trong năm 2012 do Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia đưa ra cho thấy trong kịch bản xấu, kinh tế Việt Nam trong năm 2012 được dự đoán sẽ tăng trưởng khoảng 5,2-5,5% trong khi mức tăng trưởng GDP trong kịch bản được ủy ban này đánh giá khả năng xảy ra cao nhất thì cũng chỉ ngang bằng với tốc độ tăng trưởng 5,89% của năm 2011. Tốc độ tăng trưởng này đã chậm lại so với mức tăng trưởng 6,78% của năm 2010 và vẫn chưa thể quay lại mức bình quân tăng trưởng trên 7% của giai đoạn 2000-2007, cũng như thấp hơn đáng kể so với dự báo tăng trưởng 6,8% của IMF.

### Tốc độ tăng trưởng GDP đang chậm lại



Nguồn: GSO, RONGVIET SECURITIES database

Với tư cách là một nền kinh tế có sự phụ thuộc lớn đối với kinh tế bên ngoài, thể hiện qua tỷ trọng xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ so với GDP trên 70%, với những bất ổn trong tăng trưởng của kinh tế thế giới, đồng thời với kế hoạch tăng trưởng tín dụng 15-17% nhằm kiểm soát lạm phát dưới 10%, chúng tôi cho rằng khả năng tăng trưởng GDP khoảng 5,5% hoặc thấp hơn là có nhiều khả năng xảy ra.

	Kịch bản		
	Tốt	Trung bình	Xấu
Tăng trưởng GDP	6-6,3%	5,6-5,9%	5,2-5,5%
Tăng trưởng xuất khẩu	12-13%	8-9%	5-6%
Bội chi ngân sách/GDP	4,8%	4,8%	4,8%
Nợ công/GDP	58,2-58,8%	58,8-59,2%	59,8-60,4%
Lạm phát	8-10%	8-10%	8-9%

Nguồn: Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia, NDHMoney

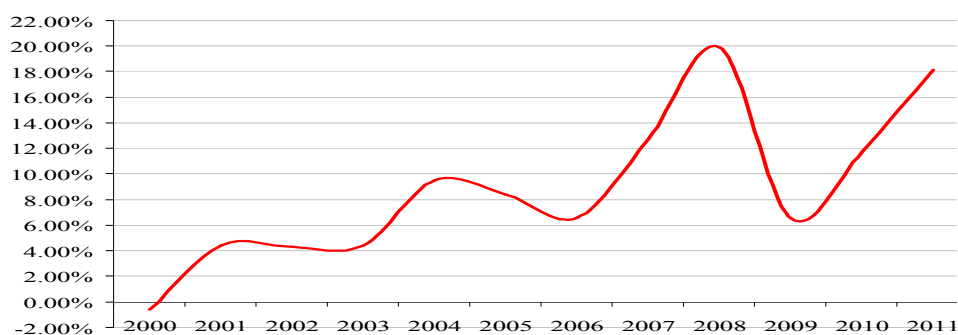
### Lạm phát nhiều khả năng sẽ được kiềm chế, nhưng cái gì cũng có giá của nó

Năm 2011, lạm phát của Việt Nam nằm trong số hàng đầu thế giới với mức tăng của chỉ số CPI lên tới 18% so với đầu năm. Dù vậy, mục tiêu khống chế lạm phát về mức dưới 10% của chính phủ trong năm 2012 là nhiều khả năng thành hiện thực nhờ chính sách thắt chặt tiền tệ và tài khóa đang được

tiến hành.

Việc thắt chặt tài khóa và tiền tệ trong năm 2011 cũng tạo ra khó khăn đối với việc tiếp cận vốn của các doanh nghiệp trong nền kinh tế. Với mức lãi suất tiền gửi là 14%, có lúc lên đến 20% theo các thỏa thuận không chính thức giữa ngân hàng và người gửi tiền. Mức lãi suất cho vay theo nguồn tin từ các phương tiện truyền thông là thường được duy trì ở mức trên 20%. Đây là một mức lãi suất cho vay quá cao để đảm bảo doanh nghiệp vay tiền có thể chịu đựng trong bối cảnh tình hình kinh doanh đi xuống.

### **Lạm phát ở mức cao trong lịch sử**



*Nguồn: Ủy ban Giám sát tài chính quốc gia, NDHMoney*

Con số gần 50.000 doanh nghiệp phá sản và mức tăng hàng tồn kho 23% vào cuối năm 2011 cho thấy các doanh nghiệp vẫn đang gặp khó khăn trong việc tiêu thụ hàng hóa. Năm 2010, con số này là 27,9% nay lại tăng thêm 23%, nghĩa là hàng tồn kho vẫn đang trong tình trạng chồng chất lên từ một mức tăng cao của năm trước chứ không phải là một tỷ lệ tăng bình thường. Báo cáo điểm lại kinh tế Việt Nam vào tháng 12/2011 của World Bank cho rằng xuất khẩu của năm 2011 của Việt Nam tăng mạnh được hưởng lợi từ việc hàng xuất khẩu tăng giá mạnh hơn là nhờ vào khối lượng tăng. Vì vậy, ngay cả trong lĩnh vực tưởng là được cải thiện tốt của Việt Nam, thì thực tế tình hình làm ăn của các doanh nghiệp cũng không được khả quan.

Việc nhiều doanh nghiệp phá sản và phải vay nợ với lãi suất cao đe dọa sự ổn định của hệ thống ngân hàng vốn đang gặp nhiều rắc rối trong chuyện quản lý rủi ro thanh khoản của mình. Mặt khác, việc siết chặt tín dụng vào lĩnh vực phi sản xuất đã tạo ra tác động xấu đối với thị trường bất động sản và chứng khoán, hai lĩnh vực sử dụng đòn bẩy tài chính cao trong nền kinh tế. Những yếu tố này khiến vấn đề về nợ xấu trong hệ thống ngân hàng trở nên trầm trọng hơn.

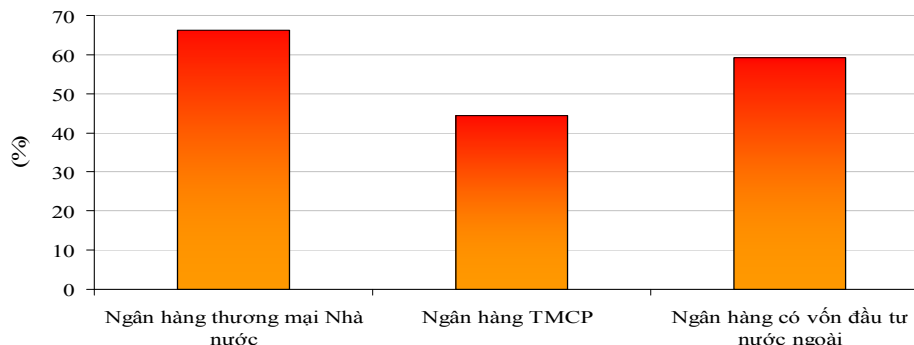
### **Hệ thống ngân hàng dễ bị tổn thương: nợ xấu tăng nhanh, thanh khoản sụt giảm**

Số liệu ước tính của thống đốc NHNN cho thấy tỷ lệ nợ xấu so với tổng dư nợ năm 2011 là khoảng 3,3% đã tăng lên so với mức 2,14% trong năm 2010. Tuy nhiên, con số nợ xấu thực sự ở các ngân hàng có thể cao hơn nhiều so với con số công bố này, và có thể lên đến hơn 10%. Một bài báo vào tháng 10 năm 2011 đăng trên Thời Báo Kinh Tế Sài Gòn cho rằng sự khác biệt trong cách ghi nhận nợ xấu của Việt Nam so với chuẩn mực IAS có thể khiến tỷ lệ nợ xấu thực sự trong hệ thống ngân hàng đã bị đánh giá thấp, vì theo chuẩn mực IAS thì con số này có thể lên đến 13%.

Số liệu công bố của năm 2010 cho thấy 60% các khoản nợ xấu của hệ thống ngân hàng là liên quan

tới các doanh nghiệp Nhà nước. Vì vậy, chúng tôi không ngạc nhiên khi mà số liệu nợ xấu của khu vực ngân hàng thương mại Nhà nước tăng cao nhất so với các nhóm ngân hàng khác (tăng 66,18%).

#### Tốc độ tăng nợ xấu của các nhóm ngân hàng thương mại năm 2011 so với 2010\*



\* Số liệu tính đến tháng 10/2011

Nguồn: NHNN, TBKTS

Việc con số nợ xấu do NHNN công bố có thể đã đánh giá thấp thực trạng nợ xấu của các ngân hàng thương mại khiến chúng tôi lo ngại về tính an toàn vốn của của một số ngân hàng thương mại, nhất là nhóm ngân hàng thương mại cổ phần nhỏ và những ngân hàng thương mại có quan hệ chặt chẽ với các tập đoàn Nhà nước. Nếu tỷ lệ nợ xấu thật sự là trên 10% thì các ngân hàng có thể phải thực hiện những khoản ghi giảm giá trị tài sản và vốn chủ sở hữu trong khi không có dự phòng đầy đủ, sẽ khiến tỷ lệ an toàn vốn của ngân hàng thấp hơn đáng kể so với mức trên 8% mà nhiều ngân hàng công bố hiện nay.

Theo số liệu của Bộ Xây Dựng ước tính, tổng dư nợ cho vay bất động sản đến tháng 9 năm 2011 chiếm 9,25% tổng dư nợ trong nền kinh tế, trong đó nợ xấu chiếm khoảng 4,14%. Tín dụng cho khu vực bất động sản đến tháng 9 năm 2011 đã giảm 13,46% so với cuối năm 2010. Mặc dù số liệu của Bộ Xây dựng cho thấy 97% các khoản cho vay bất động sản là có đảm bảo bằng tài sản nhưng với tình hình thị trường bất động sản tiếp tục suy giảm như trong năm 2011 và tín dụng ngày một sụt giảm, chúng tôi lo ngại tỷ lệ nợ xấu trong khu vực bất động sản sẽ tăng lên trong năm 2012. Mặt khác, như đề cập ở trên, con số nợ xấu xấp xỉ 4% cho khu vực này có thể đã bị đánh giá thấp.

Trong khi nợ xấu là một mối lo tiềm ẩn thì tình hình thanh khoản của các ngân hàng là một nỗi lo đã hiện diện nhiều năm nay. Nhiều ngân hàng duy trì tình trạng mất cân đối nghiêm trọng về kỳ hạn của tài sản nợ và tài sản có, với đa phần các khoản vốn huy động là có kỳ hạn dưới 1 năm trong khi nhiều dự án cho vay có thời hạn dài, chẳng hạn như các dự án bất động sản và dự án của các công ty Nhà nước. Tình trạng quản lý thanh khoản kém trong hệ thống ngân hàng là một thực tế đã tồn tại nhiều năm qua khi mà những cuộc đua lãi suất huy động thường xuyên diễn ra.

Trong năm 2011, khi mà lạm phát lên tới gần 20% mà lãi suất huy động bị chặn mức trần 14% khiến tốc độ huy động tiền gửi của ngân hàng chậm hơn nhiều so với tốc độ tăng tín dụng. Tổng nguồn vốn huy động của các ngân hàng ở Hà Nội trong năm 2011 chỉ tăng 1,6% so với năm 2010 trong khi dư nợ tín dụng tăng xấp xỉ 13%. Một lý do khác khiến nguồn vốn huy động tăng chậm là người dân sử dụng tiền tiết kiệm để chuyển đổi sang vàng và ngoại tệ thay vì gửi ngân hàng trong bối cảnh lạm phát cao và lãi suất bị chặn trần. Vì vậy, mặc dù lãi suất tiền gửi duy trì ở mức cao trong lịch sử

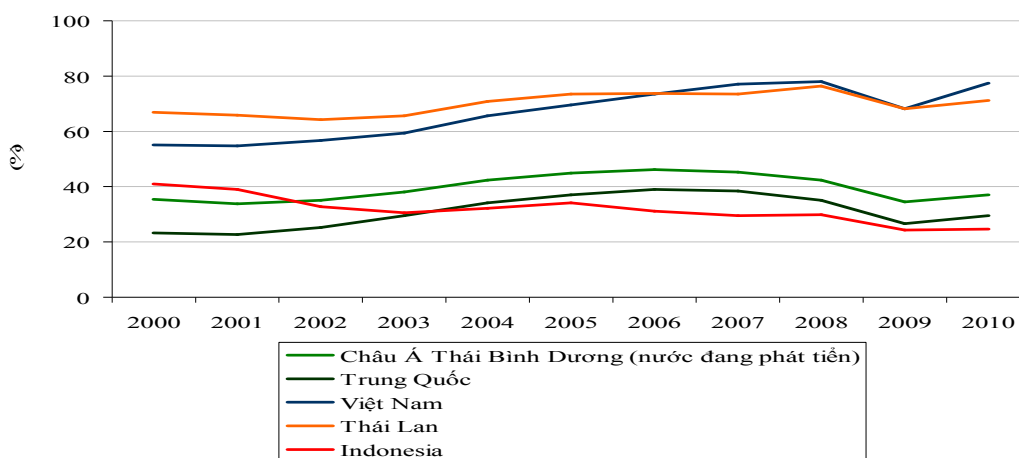
nhưng do lạm phát cao, sự duy trì trần lãi suất và sự suy yếu niềm tin vào tài sản tích trữ bằng VND, tốc độ tăng tiền gửi trong hệ thống ngân hàng thấp.

Trong bối cảnh phải kìm chế cung tiền để chống lạm phát, khả năng thực hiện những chính sách như bơm thanh khoản và mua lại nợ xấu của những ngân hàng hoạt động kém của NHNN cũng gặp nhiều hạn chế. Do đó, nhiều ngân hàng thương mại ở Việt Nam gặp khó khăn lớn về mặt thanh khoản và an toàn vốn. Vì lý do đó, chính phủ đã đặt mục tiêu tái cấu trúc ngành ngân hàng lên hàng đầu vào những tháng cuối năm 2011. Việc ba ngân hàng thương mại cổ phần sáp nhập vào cuối năm 2011 có thể xem là một sự bắt đầu của chương trình tái cấu trúc này.

### **Để bị tổn thương bởi cú sốc từ bên ngoài do sự phụ thuộc vào xuất nhập khẩu**

Con số tỷ trọng xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ của Việt Nam so với GDP cao hơn mặt bằng chung của khu vực kinh tế đang phát triển ở Châu Á và vượt hơn nhiều so với Trung Quốc, Indonesia và cũng cao hơn Thái Lan, một nền kinh tế cũng phụ thuộc nhiều vào xuất khẩu. Điều này cho thấy kinh tế của Việt Nam dễ bị tổn thương do những cú sốc từ bên ngoài, nhất là đối với nhu cầu nhập khẩu đến từ các đối tác thương mại chính như Châu Âu và Nhật Bản. Vì vậy, khủng hoảng nợ ở Châu Âu cũng như tốc độ hồi phục kinh tế toàn cầu có tác động lớn đến nền kinh tế Việt Nam.

### **Tỷ trọng xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ so với GDP của Việt Nam so với một số nước đang phát triển khác (%)**



Nguồn: World Bank

Trong khi đó, tình hình nợ công và bất ổn trong hệ thống ngân hàng của Châu Âu đang diễn biến xấu hơn. Đến lượt những nước Đông Âu như Hungary đã tìm đến IMF để thương lượng về việc vay mượn để dự phòng khó khăn có thể xảy đến cho thấy tình hình lây lan khủng hoảng nợ và ngân hàng ở Châu Âu đang diễn biến ở chiều hướng xấu. Lợi suất trái phiếu 1 năm của Hungary đã tăng lên 9,96% trong tuần lễ đầu năm 2012, cao hơn đáng kể so với mức 7,91% 2 tuần trước đó.

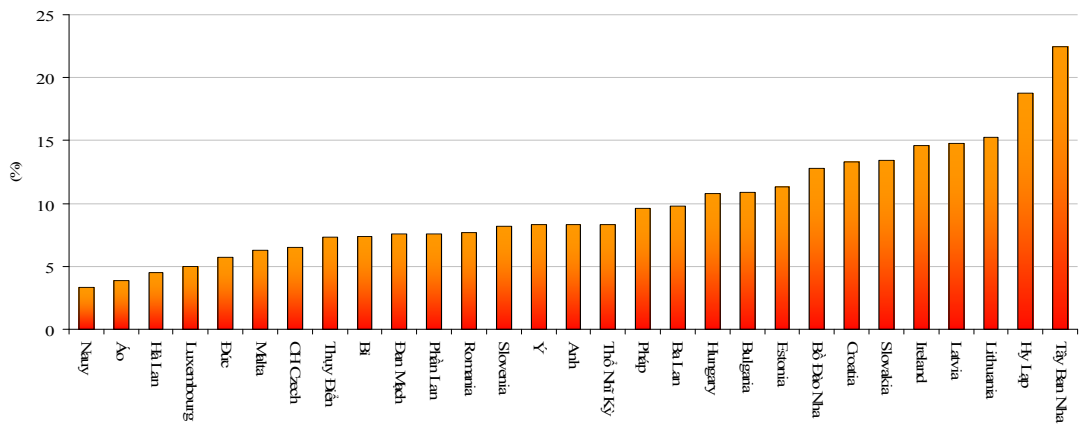
Bản thân các cơ chế cứu trợ trong tình huống khẩn cấp của Châu Âu tỏ ra thiếu độ tin cậy và quá rắc rối. Cơ chế các quỹ cứu trợ như EFSF khá rườm rà và vẫn có qui mô không đủ lớn so với qui mô các thị trường trái phiếu của Ý, Pháp và Tây Ban Nha). Trong khi đó, các chính trị gia trong khu vực này vẫn bất đồng trong những chính sách quan trọng như những thỏa thuận của liên minh tài khóa và

về những quỹ giải cứu khi cần thiết.

Trong khi đó, áp lực tăng vốn tại các ngân hàng Châu Âu tạo ra nguy cơ các ngân hàng này phải giảm các khoản cho vay và tìm kiếm thêm vốn để gia tăng tỷ lệ an toàn vốn theo qui định của Basel III, chẳng hạn các ngân hàng của Tây Ban Nha cần thêm khoảng 50 tỷ EUR.

Những áp lực cắt giảm nợ công sẽ buộc chính phủ tiếp tục thắt lưng buộc bụng trong khi nhu cầu tăng vốn của ngân hàng khiến các ngân hàng tập trung giảm nợ xấu và cho vay, khiến tốc độ hồi phục của kinh tế Châu Âu càng khó khăn hơn. Tình hình thất nghiệp của khu vực này ngày càng xấu đi trong khi ngày bán lẻ của có thể sẽ trải qua một năm 2012 không được thuận lợi.

### **Thất nghiệp cao tại nhiều nước Châu Âu khiến nhu cầu tiêu dùng sụt giảm**



Số liệu tính đến tháng 9/2011

Nguồn: Eurostat

Tuy các con số ước tính về bán lẻ trong mùa Giáng Sinh tại Châu Âu trong năm 2011 không cho thấy một sự sụt giảm đáng báo động trong chi tiêu như nhiều người lo sợ, dự báo về 2012 tỏ ra bi quan hơn. Các công ty dự báo về bán lẻ như SAS và Verdict cho rằng ngay cả Thế vận hội tại London và giải bóng đá Euro 2012 cũng khó có thể giúp ích gì nhiều cho khu vực này. Số liệu dự báo tăng trưởng bán lẻ của Anh, nơi diễn ra Thế vận hội, là 1,2% trong năm 2012, một trong những con số thấp kỷ lục trong vòng 40 năm qua. Đối với những nước đang lún sâu trong khủng hoảng như Ý, tình hình có thể còn tồi tệ hơn khi mà niềm tin tiêu dùng đã giảm mạnh trong tháng 12. Tình hình này ở Châu Âu rõ ràng không phải là tin tốt cho những công ty xuất khẩu của Việt Nam.

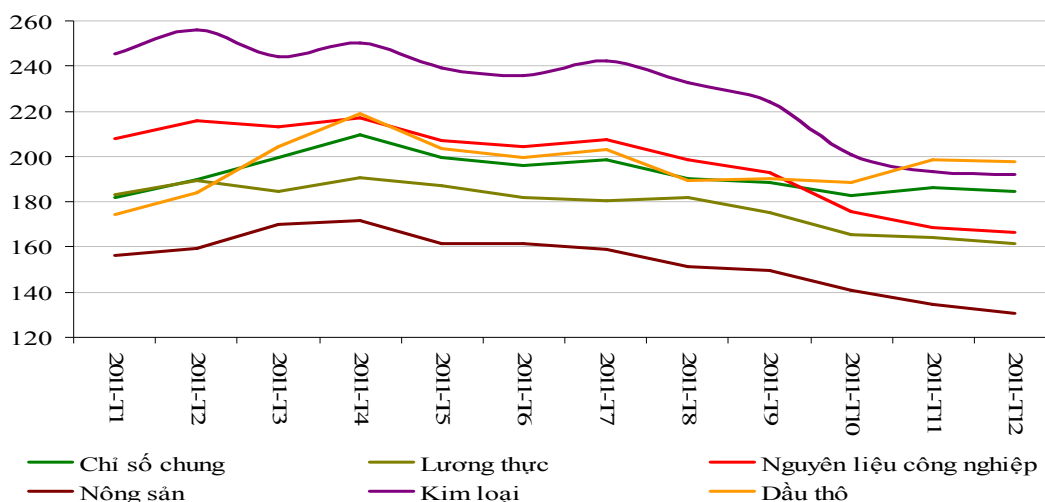
Những khó khăn của kinh tế Châu Âu có khả năng sẽ tác động xấu đến kinh tế Mỹ. Châu Âu là một đối tác kinh tế lớn của Mỹ và có những liên hệ chặt chẽ giữa ngân hàng ở Châu Âu với ngân hàng ở Mỹ. Sự lây lan khủng hoảng ngân hàng và hồi phục kinh tế yếu ớt ở Châu Âu có thể làm chậm tiến trình hồi phục của Mỹ, do đó gián tiếp tác động đến những nền kinh tế ở Châu Á lấy Mỹ làm thị trường xuất khẩu chính.

Trong khi đó, khu vực Châu Á không tỏ ra có thể cứu vãn tình hình này mà trái lại có thể bị ảnh hưởng xấu do nhu cầu với hàng xuất khẩu từ Châu Á sẽ bất ổn hơn. Trong khi đó, kinh tế Trung Quốc đã đặt mục tiêu tăng trưởng chỉ có 7,5%, thấp đáng kể so với mức trên 9% của năm 2011.

Một yếu tố không thể xem thường là những bất ổn chính trị có thể xảy ra trong năm 2012. Những căng thẳng chính trị ở Iran có thể khiến giá dầu tăng nhiều hơn nữa so với mức 100 USD/thùng hiện

tại. Đây sẽ là một sức ép mới với lạm phát thế giới và cản trở tiến trình hồi phục kinh tế ở nhiều nước, trong đó có Việt Nam. Trong một năm có những cuộc bầu cử lớn và chuyển giao quyền lực ở Nga, Mỹ, Bắc Triều Tiên trong khi căng thẳng chính trị tại Trung Đông và Châu Phi ngày một phức tạp, những nguy cơ với hồi phục kinh tế toàn cầu càng nhiều và khó đoán. Những nước mà tăng trưởng phụ thuộc nhiều vào thị trường thế giới như Việt Nam sẽ càng gặp nhiều cú sốc từ bên ngoài khó lường trước.

**Chỉ số giá hàng hóa thô năm 2011: Giá dầu thô tăng lại vào cuối năm dù xu thế chung của giá hàng hóa là xu thế giảm**



Nguồn: IMF

**Hi vọng đến từ tái cấu trúc**

Những khó khăn của kinh tế Việt Nam trong năm 2011 đã tạo áp lực buộc chính phủ phải tái cấu trúc ba khu vực quan trọng của nền kinh tế là đầu tư công, doanh nghiệp Nhà nước và các định chế tài chính.

Chúng tôi không kỳ vọng chương trình tái cấu trúc sẽ tạo ra thành công ngay lập tức nhưng hi vọng sẽ tạo lập lại kỷ luật đối với hoạt động của những doanh nghiệp Nhà nước và giải quyết những vấn đề kinh niên tại các ngân hàng quốc doanh và doanh nghiệp Nhà nước làm ăn thiếu hiệu quả. Nếu thực hiện được các mục tiêu trên, năm 2012 sẽ là một năm cải tổ đầy khó khăn của kinh tế Việt Nam nhưng cũng tạo ra những cơ hội quý giá mới cho nền kinh tế này.

Cho đến nay đã có những tín hiệu tốt nhất định cho thấy nền kinh tế đang điều chỉnh lại theo đúng hướng.

- Sự sụt giảm của thị trường bất động sản ở Việt Nam khiến dòng vốn FDI quay lại khu vực sản xuất. Đây là một tín hiệu đáng hoan nghênh vì nó giúp tập trung nguồn vốn nước ngoài vào khu vực kinh tế tạo ra động lực tăng trưởng quan trọng của Việt Nam thay vì đổ vào khu vực có tính đầu cơ cao như bất động sản.
- Lạm phát cuối năm đang có dấu hiệu tăng chậm lại. Mức tăng CPI gần 20% trong năm 2011 là kết quả của chính sách nới lỏng tiền tệ quá mức những năm trước cũng như khả năng phản ứng chậm với những bất ổn của giá hàng hóa thế giới. Chúng tôi kỳ vọng hiệu quả của chính sách siết chặt tiền tệ và tài khóa sẽ phát huy hiệu quả trong năm 2012 và kéo lạm



phát về dưới 10%.

- Cán cân thanh toán đang dần được cải thiện và dự trữ ngoại hối dự kiến sẽ tăng lên trong năm 2012. Tuy còn nhiều bất định về tăng trưởng xuất khẩu trong năm 2012, những giải pháp hạn chế nhập khẩu hàng xa xỉ của chính phủ và xu thế tiết kiệm của người dân trước diễn biến không thuận lợi của nền kinh tế có thể giúp cán cân thanh toán của năm 2012 vẫn trong tầm kiểm soát.
- Giới đầu tư quốc tế có thể sẽ bắt đầu quan tâm tới Việt Nam với tư cách một nền kinh tế bị “bỏ quên”. Các quỹ đầu tư sẽ có thể bắt đầu tìm kiếm cơ hội tại một nền kinh tế mà tài sản tài chính và bất động sản đã mất giá đáng kể trong khi động lực tăng trưởng vẫn còn được duy trì. Những mối lo lớn là sự bất ổn của tỷ giá và lạm phát cao trong năm 2011 sẽ có thể được kiểm soát tốt hơn trong năm 2012.
- Sự sụt giảm của thị trường chứng khoán trong năm 2012 thúc đẩy các giải pháp cải thiện thanh khoản và gỡ bỏ rào cản với nhà đầu tư nước ngoài. Tuy không có gì đảm bảo hầu hết các đề xuất sẽ được thực hiện, chúng tôi kỳ vọng các yếu tố như quản trị công ty ở công ty niêm yết, rào cản với nhà đầu tư nước ngoài và dịch vụ chăm sóc khách hàng sẽ được chú trọng hơn.
- Chúng tôi cũng kỳ vọng dòng tiền nội địa sẽ quay lại thị trường chứng khoán nhiều hơn vào nửa cuối 2012. Khi mà kết quả kiểm soát lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô trở nên rõ ràng, các nhà đầu tư sẽ quan tâm hơn với kênh đầu tư chứng khoán khi nhiều cổ phiếu đang có mức giá thấp trong lịch sử.

Mặc dù có một số điểm sáng như trên, những vấn đề cần phải giải quyết của nền kinh tế vẫn còn khá nhiều. Thách thức lớn của Việt Nam trong năm 2012 là ở chỗ vừa phải giữ chính sách tiền tệ và tài khóa chặt chẽ nhưng phải đảm bảo doanh nghiệp vừa và nhỏ có thể tiếp cận nguồn vốn với chi phí vay mượn hợp lý để có thể tồn tại và khôi phục. Giải pháp cho tình huống đó phụ thuộc vào khả năng cải tổ hệ thống ngân hàng và doanh nghiệp Nhà nước sao cho nguồn vốn không bị lãng phí vào các doanh nghiệp Nhà nước thua lỗ mà được chuyển sang các công ty vừa và nhỏ có khả năng phản ứng linh hoạt trong tình hình kinh tế khó khăn.

Nhìn chung, chúng tôi không bi quan về triển vọng kinh tế Việt Nam nhưng chúng tôi không cố gắng vẽ ra một bức tranh màu hồng. Năm 2012 là một năm không dễ dàng với tăng trưởng kinh tế nhưng nó ẩn chứa những cơ hội lớn qua việc cải tổ và tái cấu trúc nền kinh tế. Nhìn về năm 2012, chúng tôi không kỳ vọng vào những kết quả tăng trưởng ấn tượng của các con số, mà chúng tôi nhìn vào các cơ hội do tái cấu trúc nền kinh tế tạo ra.

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. Bản quyền thuộc VDSC, 2011.



## **CTCP CHỨNG KHOÁN**

### **RÔNG VIỆT – VDSC**

Tầng 1-2-3-4, Tòa nhà Viet Dragon,

141 Nguyễn Du - Quận 1 – TP.HCM

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

Email: [info@vdsc.com.vn](mailto:info@vdsc.com.vn)

Website: [www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

#### **Chi nhánh Hà Nội**

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Tel: (84 4) 6288 2006

Fax: (84 4) 6288 2008

#### **Chi nhánh Đà Nẵng**

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

Tel: (84 0511) 386 7084

Fax: (84 0511) 386 7085

#### **Chi nhánh Cần Thơ**

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

Tel: (84 71) 381 7578

Fax: (84 71) 381 7579

#### **Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Tel: (84 58) 382 0006

Fax: (84 58) 382 0008