



Turning Opportunities Into Values
SAIGON - HANOI SECURITIES

Báo cáo giữa kỳ

KINH TẾ VIỆT NAM

Phòng Phân Tích
CTCPCK SÀI GÒN – HÀ NỘI
Tầng 1&5, Toà nhà Đào Duy Anh,
Số 9 Đào Duy Anh, Hà Nội
Tel: (84 -4) 3537 8010
Fax: (84-4) 3537 8005
Email: contact@shs.com.vn
Website: www.shs.com.vn

Tháng 6 Năm 2009

MỤC LỤC

- A. TỔNG QUAN KINH TẾ THẾ GIỚI**
 - 1. MỸ**
 - 2. EU**
 - 3. NHẬT BẢN**
 - 4. TRUNG QUỐC**
- B. KINH TẾ VIỆT NAM**
 - 1. LẠM PHÁT VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ**
 - 2. TỶ GIÁ VÀ CÂN CÂN THANH TOÁN**
 - 3. CHÍNH SÁCH TÀI KHÓA VÀ THÂM HỤT NGÂN SÁCH**
- C. KẾT LUẬN**
- D. PHỤ LỤC**

A. TỔNG QUAN VỀ KINH TẾ GIỚI

Kinh tế thế giới đã bước vào giai đoạn suy thoái nghiêm trọng nhất kể từ thời kỳ Đại Khủng Hoảng (1929-1933). Cuộc khủng hoảng này đã khiến kinh tế toàn cầu sụt giảm mạnh với hàng loạt các nước trên thế giới bước vào tăng trưởng âm. Trong cuộc khủng hoảng này, chúng ta cũng nhận thấy sự phản ứng tích cực và kịp thời của hầu hết các quốc gia trên thế giới với rất nhiều gói kích cầu kinh tế được đưa ra. Sau 3 quý sụt giảm mạnh (quý 4.2008-2.2009) thì hiện nay rất nhiều các tín hiệu tích cực từ kinh tế thế giới đã xuất hiện. Nhiều nhà phân tích, chuyên gia đều nhất trí với nhận định rằng, thời kỳ khó khăn nhất của kinh tế thế giới đã qua. Những tín hiệu ổn định về kinh tế đã xuất hiện. Theo dự báo mới nhất, nền kinh tế các nước lớn sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng dương trong quý 3/2009.

TỔNG QUAN KINH TẾ THẾ GIỚI

I. MỸ

Là tâm điểm của cuộc khủng hoảng tín dụng, kinh tế Mỹ đã lún sâu vào suy thoái. Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) đã hạ triển vọng tăng trưởng kinh tế Mỹ năm 2009 xuống mức tăng trưởng âm 1,3% đến 2%, từ mức âm 0,5% đến âm 1,3% được đưa ra hồi tháng 1/2009. Nhưng kinh tế Mỹ đã có một số tín hiệu tích cực từ Quý II khi với nhiều tỷ USD hỗ trợ hệ thống tài chính và thúc đẩy tăng trưởng, tỷ lệ thất nghiệp tại Mỹ đã giảm dần dần tăng qua từng tháng, niềm tin người tiêu dùng tại Mỹ đã gia tăng, chỉ số nhà đất ngày càng phục hồi, hàng tồn kho đã được xử lý hết. Với niềm tin đầy của khủng hoảng đã qua, nền kinh tế chủ yếu dựa vào tiêu dùng này sẽ có tiềm năng phục hồi vào cuối năm. Một số dự báo kinh tế lạc quan đã cho rằng, kinh tế Mỹ có thể tăng trưởng trở lại (GDP tăng trưởng dương) ngay trong quý 3/2009. Mặc dù còn nhiều vấn đề cần giải quyết khi gói hỗ trợ kinh tế sẽ khiến áp lực lạm phát gia tăng cũng như áp lực giảm giá đồng USD nhưng nhìn chung, giai đoạn u ám nhất của nền kinh tế Mỹ đã qua.

II. EU

Kinh tế EU, vốn ảnh hưởng nhiều từ xuất khẩu từ nền kinh tế đầu tàu là Đức, đã gặp khó khăn nặng nề khi khủng hoảng xảy ra. Thị trường tiêu thụ sụt giảm mạnh do tác động của suy thoái kinh tế toàn cầu khiến tổng sản lượng nội địa trong khu vực sử dụng đồng tiền chung Euro trong quý I/2009 giảm 2,5% sau khi đã sụt giảm 1,6% trong quý 4 năm ngoái, mức giảm mạnh nhất từ khi số liệu GDP của khu vực châu Âu được tổng hợp lần đầu tiên vào năm 1995. Ủy ban Châu Âu đã đưa ra dự đoán kinh tế khu vực sẽ giảm 4% trong năm 2009 và 0,1% trong năm 2010. Nhưng kinh tế châu Âu cũng đã xuất hiện những tín hiệu khả quan khi niềm tin người tiêu dùng đã trở lại, giá nhà đất tại Anh vào tháng 5/2009 đã có tháng đầu tiên không tiếp tục giảm. Niềm tin người tiêu dùng gia tăng sẽ là yếu tố tích cực thúc đẩy sản xuất của khu vực này, cũng như có tác dụng tích cực tới các doanh nghiệp xuất khẩu của các nước đang phát triển. Tuy nhiên theo đánh giá của chúng tôi, kinh tế EU nhìn chung sẽ hồi phục chậm hơn các nền kinh tế khác do tính đặc thù và thống nhất của nó. Khả năng, kinh tế EU sẽ tăng trưởng trở lại vào quý 1/2010.

III. NHẬT BẢN

Với việc USD liên tiếp mất giá so với các đồng tiền chủ chốt khác khiến nền kinh tế phụ thuộc vào xuất khẩu là Nhật Bản đã bị ảnh hưởng nghiêm trọng do đồng tiền nước này JPY lên giá mạnh so với USD. Bên cạnh yếu tố tỉ giá, thì yếu tố cầu cũng là một nguyên nhân khiến hàng hóa Nhật trở nên khó bán hơn. Nhu cầu đối với các mặt hàng xuất khẩu chủ chốt của Nhật như đồ điện tử, xe hơi giảm mạnh trên thị trường toàn cầu càng khiến nền kinh tế nước này gặp khó khăn. Trong quý I/2009, GDP của Nhật suy giảm với tốc độ tính trung bình theo năm là 16,1%, cao nhất kể từ năm 1955. Theo dự báo của IMF, tăng trưởng kinh tế của Nhật Bản sẽ là âm 6,2% trong năm 2009.

Tuy nhiên một tín hiệu tích cực là trong tháng 5/2009, chỉ số lòng tin doanh nghiệp Nhật tăng lên mức cao nhất trong 18 tháng, cho thấy các doanh nghiệp kỳ vọng giai đoạn đen tối nhất của nền kinh tế đã qua. Cùng thời điểm này, Chính phủ Nhật đã mạnh tay hơn để kéo nền kinh tế thoát khỏi khủng hoảng bằng gói cứu trợ mới bổ sung là 144 tỉ USD. Nhiều khả năng, gói kích thích kinh tế mới này, cùng với niềm lạc quan về kinh tế thế giới sẽ kéo nền kinh tế Nhật bước vào giai đoạn ổn định trong quý 2.2009 và tăng trưởng trở lại trong quý 4.2009.

IV. TRUNG QUỐC

Chịu tác động của suy thoái kinh tế toàn cầu, kinh tế Trung Quốc chỉ còn tăng trưởng 6,1% trong quý 1/2009, thấp nhất trong hơn 1 thập kỷ qua. Lượng hàng xuất khẩu tháng 4/2009 giảm 22,6% so với 1 năm trước. Nhưng GDP của Trung Quốc không phụ thuộc nhiều vào xuất khẩu do giá trị tăng thêm trong hàng xuất khẩu của Trung Quốc (hiện sản phẩm xuất khẩu chủ yếu của Trung Quốc vẫn chỉ là gia công lắp ráp) trong năm 2007 mới chỉ đóng góp 12% vào GDP của nước này. Điều này cho thấy, 3/4 tốc độ tăng trưởng của GDP Trung Quốc những năm qua là kết quả của chi tiêu trong nước và đầu tư nội địa.

Và các báo cáo gần đây đã cho thấy gói kích thích kinh tế trị giá 586 tỉ USD mà Chính phủ Trung Quốc đã đưa ra vào cuối năm 2008 đã phát huy tác dụng đáng kể. Tốc độ suy giảm chậm lại trong khi các tín hiệu về đầu tư của doanh nghiệp, tiêu dùng của người dân đã tăng lên mạnh mẽ cho thấy kinh tế nước này đang bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh trở lại. Mặc dù một số dự báo cho rằng kinh tế Trung Quốc sẽ chỉ tăng trưởng 6.5% trong năm nay, chúng tôi tin rằng kinh tế Trung Quốc có thể tăng trưởng tới mức 7% ngay trong năm nay. Và giai đoạn quý 3, quý 4 năm nay sẽ chứng kiến sự phục hồi mạnh mẽ của nền kinh tế lớn thứ 3 thế giới này.

B. KINH TẾ VIỆT NAM

Suy thoái kinh tế toàn cầu có tác động khá mạnh tới nền kinh tế Việt Nam qua các hướng: (1) Nhu cầu đối với hàng xuất khẩu của Việt Nam bị thu hẹp (hơn 50% kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam là sang thị trường Mỹ, EU và Nhật Bản). (2) Nguồn tín dụng đang dần trở nên cạn kiệt của thế giới sẽ làm cho hoạt động đầu tư trực tiếp và gián tiếp suy giảm trên phạm vi toàn cầu, và Việt Nam không phải là một ngoại lệ; (3) Thâm hụt tài khoản vãng lai có thể bị nới rộng. Đồng thời các dòng vốn đổ vào (FDI, FPI, kiều hối) sụt giảm sẽ làm cán cân thanh toán trở nên xấu đi.

I. LẠM PHÁT VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

1. Lạm phát

Sau nhiều biện pháp thắt chặt tiền tệ và tài khoá nhằm kiềm chế lạm phát, cùng với sự sụt giảm của nền kinh tế toàn cầu, lạm phát đã không còn là vấn đề quan trọng đối với nền kinh tế Việt Nam. Sự sụt giảm nhu cầu cả trong và ngoài nước khiến chỉ số giá tiêu dùng liên tiếp có xu hướng giảm trong 3 tháng đầu năm 2009. Tuy nhiên, với việc nền kinh tế toàn cầu có một số tín hiệu khả quan, khiến giá dầu mỏ gia tăng, và gói kích cầu khiến lượng cung tiền đổ ra nền kinh tế tăng mạnh, lạm phát đã có xu hướng tăng nhẹ trong 2 tháng gần đây. Tính trong 5 tháng đầu năm, lạm phát tăng 2,12% so với cuối năm 2008.

Nhìn chung lạm phát vào thời điểm hiện tại chưa đáng ngại đối với Việt Nam. Nhưng có một số yếu tố tác động có thể khiến lạm phát quay trở lại vào cuối năm nếu Chính phủ không có các chính sách phản ứng kịp thời.

Thứ nhất, Áp lực cung tiền. Lượng tiền lên tới 8 tỷ USD với mục đích kích cầu được đổ ra nền kinh tế và 1 tỷ USD dùng hỗ trợ lãi suất sẽ được gia tăng lên gấp nhiều lần qua hệ thống Ngân hàng, trong khi nhu cầu cả trong nước và xuất khẩu chưa phục hồi trở lại, rủi ro về lạm phát gia tăng mạnh khi tốc độ tăng cung tiền vượt quá tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế. Hiện nay, sự bùng nổ của thị trường chứng khoán vượt xa các tín hiệu phục hồi kinh tế đã đẩy lên không ít lo ngại về khả năng một phần của dòng vốn hỗ trợ lãi suất và kích cầu kinh tế có thể được sử dụng để đầu tư trên TTCK nhằm thu lợi nhuận ngắn hạn.

Thứ hai, Chính sách tài khoá mở rộng. Thâm hụt ngân sách càng nặng nề do các chính sách tài khoá mở rộng nhằm tài trợ cho tăng trưởng. Theo dự kiến của Ủy ban ngân sách quốc hội, thâm hụt ngân sách của Việt Nam trong năm 2009 vào khoảng 145.000 tỷ đồng, tương đương với 8% GDP. Nguồn tài trợ ngân sách phần lớn được bổ sung từ hoạt động phát hành trái phiếu Chính phủ. Việc phát hành trái phiếu, trong bối cảnh cung tiền đổ ra nền kinh tế đã ở mức cao sẽ khiến lãi suất yêu cầu của nhà đầu tư gia tăng. Chính phủ đang đứng trước mâu thuẫn: không tăng lãi suất phát hành sẽ không huy động được nguồn vốn, trong khi tăng lãi suất sẽ khiến thị trường lãi suất biến động, khiến hoạt động hỗ trợ lãi suất không còn nhiều tác dụng tích cực đến nền kinh tế.

Thứ ba, Áp lực lạm phát toàn cầu. Với nhiều nghìn tỷ USD được đổ ra cứu nền kinh tế trên toàn thế giới, lạm phát sẽ tạo sức ép lên nền kinh tế toàn cầu. Và lo ngại lạm phát sẽ khiến nhà đầu tư tiếp tục tham gia vào thị trường hàng hóa, và dầu sẽ vẫn là điểm đến đầu cơ. Dấu hiệu rõ rệt nhất của áp lực lạm phát quy mô toàn cầu là vận động của giá dầu. Trong vòng hai tháng qua, giá dầu thế giới đã tăng tới 83% từ mức 37 USD/thùng lên 68 USD/thùng.

Thứ tư, Xu hướng mất giá của VND. Việc neo giữ tỷ giá VND/USD nhằm hỗ trợ xuất khẩu của Việt Nam sẽ khiến áp lực lạm phát thế giới được chuyển vào Việt Nam qua con đường nhập khẩu lạm phát, khi Việt Nam vẫn nhập khẩu khá nhiều nguyên nhiên vật liệu về sản xuất hàng xuất khẩu, sẽ khiến áp lực lạm phát ngày càng gia tăng đối với Việt Nam.

Do vậy, rủi ro lạm phát đối với nền kinh tế Việt Nam vào nửa cuối năm là khá lớn. Mặc dù hiện tại, kinh tế tăng trưởng chậm khiến người tiêu dùng hạn chế chi tiêu, vấn đề tăng giá từ đó được kiềm chế. *Nhiều khả năng trong năm 2009, lạm phát tại Việt Nam được kiềm chế ở mức một con số.* Nhưng nếu Việt Nam không có biện pháp hút nguồn tiền về một cách kịp thời, để lạm phát tăng nóng trở lại, Việt Nam lại phải rơi vào vòng xoáy mâu thuẫn giữa kiềm chế lạm phát và tăng trưởng, khiến thời gian phục hồi trở lại của nền kinh tế kéo dài hơn.

2. Chính sách tiền tệ

Trước viễn cảnh suy thoái kinh tế sâu, Chính phủ đã nhanh nhạy chuyển từ chính sách tiền tệ thắt chặt áp dụng từ nửa đầu năm 2008 sang mở rộng có giới hạn, và mở rộng mạnh mẽ để kích thích tăng trưởng kinh tế. Chính phủ đã sử dụng gói kích cầu lên tới 8 tỷ USD, trong đó có 1 tỷ USD dùng để hỗ trợ lãi suất cho hệ thống tín dụng. Theo chúng tôi, đây là một quyết định đúng đắn của Chính phủ trong điều hành chính sách tiền tệ.

Được hỗ trợ lãi suất 4%, tăng trưởng tín dụng của hệ thống Ngân hàng đã gia tăng đột biến. Tính đến 28/5, đã có trên 319 nghìn tỷ đồng được đưa ra nền kinh tế qua con đường hỗ trợ lãi suất. Để đáp ứng nhu cầu vay vốn với chi phí thấp đang ngày càng gia tăng, hệ thống Ngân hàng đang ồ ạt tăng lãi suất huy động, chủ yếu với kỳ hạn dài. Một nguyên nhân khác của việc tăng lãi suất huy động của các ngân hàng là để chuẩn bị trước nguồn vốn, trước khi lãi suất tăng mạnh do ảnh hưởng của lạm phát.

Nhất quán với mục tiêu kích thích tăng trưởng, NHNN tiếp tục duy trì lãi suất cơ bản ở mức 7% và ban hành chỉ thị 01 quy định hệ thống Ngân hàng cần đưa ra mức lãi suất huy động hợp lý. Và NHNN cũng mở rộng các biện pháp hỗ trợ thanh khoản cho hệ thống Ngân hàng qua việc nới lỏng điều kiện chiết khấu giấy tờ có giá.

Nhưng chúng tôi cho rằng, trước áp lực lạm phát, hệ thống Ngân hàng sẽ còn áp dụng nhiều biện pháp thúc đẩy huy động vốn. Đặc biệt khi việc huy động vốn từ phát hành trái phiếu hiện nay của Chính phủ không thu được kết quả, trong bối cảnh thâm hụt Ngân sách tăng mạnh sẽ khiến Nhà nước buộc phải tăng nhẹ lãi suất huy động. Mặc dù trong ngắn hạn 1 - 2 tháng tới, lãi suất huy động có thể được duy trì ở mức 9 - 10% nhưng nhiều khả năng, lãi suất sẽ có xu hướng tăng cho đến cuối năm. Trong bối cảnh hiện nay, nhiều khả năng lãi suất, cụ thể là lãi suất cơ bản, sẽ không còn xu hướng giảm do chương trình kích cầu đợt vừa qua đã bắt đầu có hiệu quả và áp lực lạm phát đang quay trở lại.

II. TỶ GIÁ VÀ CÁN CÂN THANH TOÁN

1. CÁN CÂN THƯƠNG MẠI

Là một quốc gia phụ thuộc rất lớn về ngoại thương, lĩnh vực Việt Nam chịu ảnh hưởng nặng nề nhất từ cuộc suy thoái kinh tế toàn cầu chính là xuất nhập khẩu.

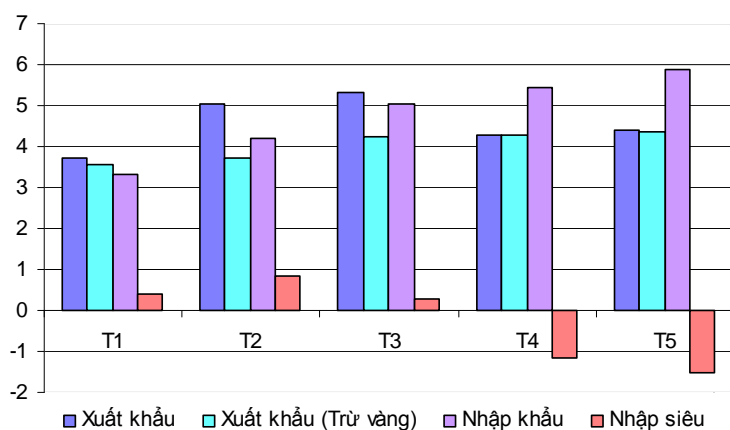
Hiện nay, Mỹ chiếm hơn 20%, EU và Nhật chiếm khoảng 30% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam. Suy thoái kinh tế khiến nhu cầu tiêu thụ sụt giảm trên phạm vi toàn cầu kéo theo cầu đối với

các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam suy giảm, trong khi cung đối với các mặt hàng nhập khẩu sẽ tăng do các nhà sản xuất bị giảm thị trường ở các nước phát triển sẽ tìm cách mở rộng các thị trường khác. Như vậy, khả năng xuất khẩu bị giảm mạnh là rất cao trong khi nhập khẩu nếu có giảm cũng sẽ giảm ít hơn so với xuất khẩu. Điều này sẽ làm cho thâm hụt ngoại thương của Việt Nam sẽ gia tăng, nhất là trong điều kiện nền kinh tế Việt Nam đã rất mở với tổng kim ngạch xuất nhập khẩu đã vượt quá 160% GDP.

Xuất Khẩu

Kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam năm 2009

Đơn vị : Tỷ USD



Nguồn: TCTK

Kim ngạch hàng hóa xuất khẩu tháng 5/2009 ước tính đạt 4,4 tỷ USD, tăng 2,8% so với tháng 4. Tính chung 5 tháng đầu năm 2009, kim ngạch hàng hóa xuất khẩu ước tính đạt 22,9 tỷ USD, giảm 6,8% so với cùng kỳ năm 2008. Nếu không tính kim ngạch xuất khẩu vàng, xuất khẩu của Việt Nam 5 tháng đầu năm giảm 17,4% so với cùng kỳ năm 2008.

Kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam có xu hướng giảm qua các tháng. Tuy nhiên nguyên nhân là do hoạt động xuất khẩu vàng của Việt Nam giảm

sút. Nếu tính kim ngạch xuất khẩu đã loại trừ yếu tố xuất khẩu vàng, hoạt động xuất khẩu của Việt Nam đã có sự cải thiện khi gia tăng nhẹ kể từ đầu năm.

Mặc dù tốc độ tăng kim ngạch xuất khẩu chậm lại, trong khi giá hàng xuất khẩu có tín hiệu gia tăng khi đã xuất hiện một số tín hiệu tích cực từ nền kinh tế toàn cầu, cho thấy việc tăng sản lượng xuất khẩu là khá khó khăn trong giai đoạn kinh tế suy giảm hiện nay. Điều này thể hiện rõ hơn tác động của suy giảm kinh tế đến các doanh nghiệp Việt Nam, khi những tháng trước, các doanh nghiệp có thể vẫn còn những hợp đồng xuất khẩu kỳ hạn. Nhưng với việc hàng xuất khẩu của Việt Nam chủ yếu là những mặt hàng tiêu dùng thiết yếu, ít bị suy giảm mạnh kể cả trong giai đoạn kinh tế suy thoái, việc kim ngạch nhập khẩu giảm mạnh chủ yếu do giá cả hàng hóa, xuất khẩu của Việt Nam sẽ có xu hướng phục hồi khá nhanh theo đà phục hồi của nền kinh tế.

Nhập Khẩu

Tính chung 5 tháng đầu năm, kim ngạch hàng hoá nhập khẩu đạt 24 tỷ USD, giảm 37% so với cùng kỳ năm 2008. Nhưng với các biện pháp thúc đẩy tăng trưởng, đặc biệt có những loại hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam có tỷ trọng nguyên liệu nhập khẩu khá lớn, kim ngạch nhập khẩu của nước ta đang có sự gia tăng khá mạnh qua các tháng. Ngoài yếu tố giá cả tăng nhẹ trong 2 tháng trở lại đây, nhập khẩu gia tăng chứng tỏ các chủ thể trong nền kinh tế đã chủ động nhập khẩu nguyên vật liệu.

Những sản phẩm chiếm tỷ trọng lớn trong kim ngạch nhập khẩu của Việt Nam 5 tháng đầu năm là vải, sắt thép, chất dẻo, phân bón, xăng dầu, điện tử, máy tính linh kiện..., đều là những nguyên liệu phục vụ sản xuất. Mặc dù sản lượng nhập khẩu các sản phẩm này giảm khá mạnh so với cùng kỳ nhưng nhìn chung, nhập khẩu đã gia tăng theo đà phục hồi của nền kinh tế. Sản phẩm ô tô, xe máy nhập khẩu có sự sụt giảm mạnh so với cùng kỳ cho thấy tỷ trọng nhập khẩu của Việt Nam cũng khá hợp lý. Mặc dù đã sản xuất được một phần xăng dầu trong nước, giúp giảm kim ngạch nhập khẩu xăng dầu nhưng với sự phục hồi của nền kinh tế, nhập khẩu của Việt Nam sẽ còn gia tăng trong những tháng cuối năm.

...Và Nhập Siêu

Không có sự tài trợ từ hoạt động xuất khẩu vàng, Việt Nam đã quay trở lại áp lực nhập siêu như đã xác định thực tế. Tính chung 5 tháng đầu năm, Việt Nam đã nhập siêu 1,1 tỷ đồng.

Vấn đề nhập siêu là tất yếu khi xuất khẩu của Việt Nam bị sụt giảm mạnh do tác động của suy thoái kinh tế toàn cầu, trong khi nước ta vẫn phải nhập khẩu nguyên liệu về phục vụ sản xuất. Do vậy chúng tôi cho rằng, NHNN sẽ không tác động kiểm chế nhập siêu như giai đoạn năm 2008. Trước áp lực nhập siêu gia tăng và xuất khẩu tiếp tục bị ảnh hưởng, khả năng Việt Nam sẽ tiếp tục nhập siêu trong những tháng cuối năm.

2. CÁN CÂN ĐỐI NGOẠI

Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI)

Cuộc khủng hoảng cũng sẽ gây nên sự sụt giảm đầu tư do sự giảm sút của dòng vốn từ bên ngoài chảy vào Việt Nam. Nguồn vốn khan hiếm hơn và thị trường xuất khẩu bị thu hẹp khiến dòng vốn FDI chảy vào Việt Nam đã có sự sụt giảm mạnh. Vốn FDI đăng ký vào Việt Nam 5 tháng đầu năm đạt 6,68 tỷ USD, chỉ bằng 23,7% so với cùng kỳ năm 2008.

Thêm vào đó, hầu hết các dự án đầu tư nói chung, dự án FDI nói riêng, phần nợ vay thường chiếm một tỷ trọng rất lớn trong tổng vốn đầu tư nên khi mà các tổ chức tài chính đang gặp khó khăn sẽ làm cho nhiều hợp đồng vay vốn sẽ không được ký kết hoặc không thể giải ngân.

Mặc dù lĩnh vực đầu tư chủ yếu của nhà đầu tư nước ngoài tại Việt Nam là vào lĩnh vực bất động sản nên khối ngoại có thể tận dụng thời điểm thị trường bất động sản trầm lắng để đẩy mạnh đầu tư, thể hiện ở việc khoản vốn đăng ký tăng thêm trong năm 2009 chiếm tỷ trọng khá lớn (gần 60%) trong tổng vốn FDI đăng ký, nhưng nhìn chung, lượng vốn FDI đăng ký vào Việt Nam sẽ có xu

hướng sụt giảm mạnh trong năm 2009. Theo dự kiến kế hoạch của Bộ kế hoạch và đầu tư trong năm 2009 lượng vốn FDI đăng ký sẽ giảm một nửa so với năm 2008, chỉ đạt khoảng 30 tỷ USD.

Đầu tư gián tiếp nước ngoài (FII)

Trong năm 2008, Việt Nam đã chứng kiến sự suy giảm khá mạnh của dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài, khi các quỹ đầu tư tại Việt Nam phải cơ cấu lại tài sản, gia tăng nguồn tiền mặt nhằm ứng phó với khủng hoảng.

Dòng vốn đầu tư gián tiếp cũng sẽ có nguy cơ giảm sút vì trong điều kiện đầy rủi ro như hiện nay, tâm lý chung của các nhà đầu tư là hướng đến những thị trường ít rủi ro, trong khi TTCK Việt Nam đang kém hấp dẫn so với các thị trường tiềm năng khác do mức PE cao hơn.

Kiều hối

Năm 2008, Kiều hối là một trong những mảng ít chịu ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế do sức chịu đựng của các cá nhân Việt Nam ở nước ngoài vẫn còn mạnh. Tuy nhiên, năm 2009 sẽ là năm khó khăn với kết quả từ mảng này do hoạt động của công dân Việt Nam cũng như của Việt kiều tại các quốc gia khắp nơi trên thế giới không còn nhiều thuận lợi. So với mức 8 tỉ USD kiều hối năm 2008, chúng tôi đánh giá rằng quy mô kiều hối sẽ giảm khoảng 30% xuống mức 6 tỉ USD trong năm nay.

3. THỊ TRƯỜNG NGOẠI HỐI

Trước việc phân tích những yếu tố ảnh hưởng, có thể thấy với việc chênh lệch cung cầu, VND sẽ tiếp tục xu hướng mất giá trong năm 2009. Trong một đánh giá mới nhất của tập đoàn môi giới chứng khoán lớn nhất của Nhật NOMURA về cặp tỉ giá VNDUSD¹, chúng tôi cho rằng có sự khác biệt giữa tỉ giá niêm yết và tỉ giá giao dịch thực tế. Dự kiến về VNDUSD đạt mức 18.180 năm nay có thể không chính xác. Theo chúng tôi, mức 18.500 sẽ là mức khả thi về xu hướng của VNDUSD.

Và trước lo ngại mất giá, người dân cũng như các doanh nghiệp sẽ có xu hướng găm giữ USD, tránh thiệt hại do chênh lệch tỷ giá. Việc VND được hỗ trợ lãi suất cũng khiến các doanh nghiệp xuất nhập khẩu vay VND với chi phí thấp của ngân hàng đem mua USD phục vụ kinh doanh, khiến cầu USD ngày càng gia tăng. Do vậy mặc dù trước những khó khăn của các kênh đầu tư và lo ngại sự mất giá của VND, hệ thống Ngân hàng vẫn huy động được khá lớn nguồn tiền gửi ngoại tệ. Nhưng thực tế, hệ thống Ngân hàng đang tồn tại một mâu thuẫn, Ngân hàng thừa USD để cho vay nhưng lại thiếu USD để bán.

Mâu thuẫn này khiến vấn đề tỷ giá VND/USD ngày càng khó giải quyết, khi thực tế Việt Nam không thiếu ngoại tệ nhưng kênh ngoại tệ đến được với đối tượng có nhu cầu lại có sự khác biệt khá lớn, khiến việc sử dụng ngoại tệ không hợp lý, cung cầu USD thêm căng thẳng. Mặc dù hệ thống Ngân hàng đã giảm mạnh lãi suất huy động USD, từ đó giảm lãi suất cho vay USD xuống tới đa còn

¹ Lưu ý rằng, Chính phủ Việt Nam đang điều hành chính sách ngoại hối dựa trên cặp tỉ giá VNDUSD. Cho nên chúng tôi sẽ phân tích chủ yếu dựa trên cặp tỉ giá này. Tỉ giá tương đương giữa VND và các đồng tiền khác sẽ được quyết định bởi xu hướng tỉ giá của đồng tiền đó so với USD trên thị trường ngoại hối quốc tế.

3%/năm vào cuối tháng 5, nhằm giải quyết mâu thuẫn trên. Nhưng với nhu cầu ngoại tệ phục vụ nhập khẩu đang tăng, tâm lý tích trữ USD, cùng với việc tạm ngừng nhập khẩu vàng khiến giá vàng trong nước tăng cao hơn giá vàng thế giới, thúc đẩy hoạt động nhập lậu vàng, nhu cầu USD sẽ còn gia tăng trong thời gian tới.

Tỷ giá VND so với JPY hoặc EUR được điều chỉnh dựa theo tỷ giá thực của USD so với EUR và JPY. Với việc Mỹ ngày càng trở thành con nợ khổng lồ trên toàn cầu từ những đợt phát hành trái phiếu khổng lồ nhằm tài trợ cho suy thoái kinh tế, đồng USD ngày càng bị mất giá so với các ngoại tệ mạnh khác. USD yếu đi so với các đồng tiền khác sẽ khiến VND, vốn đang yếu đi so với USD cũng sẽ tiếp tục bị mất giá.

III. CHÍNH SÁCH TÀI KHOẢN VÀ THÂM HỤT NGÂN SÁCH

Để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, Chính phủ đã áp dụng nhiều biện pháp kích cầu với quy mô khá lớn, vào khoảng 10% GDP².

Gói kích cầu 8 tỷ USD (tương đương 143.000 tỷ đồng) của Chính phủ được chia thành 8 nhóm, bao gồm: hỗ trợ lãi suất vay vốn tín dụng khoảng 17.000 tỷ đồng; tạm thu hồi vốn đầu tư xây dựng cơ bản ứng trước khoảng 3.400 tỷ đồng; ứng trước ngân sách nhà nước để thực hiện một số dự án cấp bách khoảng 7.200 tỷ đồng; chuyển nguồn vốn đầu tư kế hoạch năm 2008 sang năm 2009 khoảng 30.200 tỷ đồng; phát hành thêm trái phiếu Chính phủ khoảng 20.000 tỷ đồng; thực hiện chính sách giảm thuế khoảng 28.000 tỷ đồng; tăng thêm dự nợ bảo lãnh tín dụng cho doanh nghiệp khoảng 17.000 tỷ đồng; các khoản chi kích cầu khác nhằm ngăn chặn suy giảm kinh tế, đảm bảo an sinh xã hội khoảng 7.200 tỷ đồng.

Trong bối cảnh ngân sách nhà nước sụt giảm do nguồn thu từ dầu thô và thuế giảm do gói kích cầu, tổng thu NSNN 5 tháng đầu năm chỉ đạt 31,8% dự toán năm. Với quy mô gói kích cầu trên, thâm hụt ngân sách năm 2009 được dự kiến sẽ lên tới 8% GDP.

Để tài trợ thâm hụt, gói kích cầu sẽ được huy động từ một số nguồn như: Ứng trước ngân sách Nhà nước trong các năm tiếp theo khoảng 37.200 tỷ đồng; Chuyển nguồn kế hoạch ngân sách Nhà nước và trái phiếu Chính phủ kế hoạch năm 2008 sang năm 2009 khoảng 30.200 tỷ đồng; Bổ sung thêm kế hoạch phát hành trái phiếu Chính phủ năm 2009 là 20.000 tỷ đồng...

Tuy nhiên chúng tôi đánh giá việc ứng trước NSNN trong những năm tiếp theo sẽ ảnh hưởng đến sự tăng trưởng đất nước, khiến vấn đề thâm hụt ngân sách càng là vấn đề lâu dài. Mặt khác, kế hoạch phát hành trái phiếu Chính phủ hiện không thu được kết quả như mong muốn do chênh lệch lãi suất khá lớn giữa lãi suất đấu thầu với lãi suất đặt thầu của nhà đầu tư. Thực tế với phân tích xu hướng như trên, việc lãi suất huy động sẽ gia tăng trong thời gian tới, trước áp lực của lạm phát là rất lớn. Nhưng kiên trì với mục tiêu hỗ trợ tăng trưởng, trong ngắn hạn, Chính phủ sẽ chưa tăng lãi suất đấu

² Trong khi gói kích thích kinh tế ở một số quốc gia khác như Trung Quốc chỉ chiếm 4,4% GDP; Mỹ là 4,8% GDP; Đức là 3,4% GDP; Nhật Bản là 2,2%... Như vậy, so với quy mô nền kinh tế Việt Nam thì gói kích thích kinh tế hiện nay được đánh giá là khá lớn.

thầu trái phiếu, khiến khả năng tài trợ cho thâm hụt Ngân sách của Việt Nam từ trái phiếu là khó khả thi.

C. KẾT LUẬN

Các kịch bản kinh tế

Với những phân tích vĩ mô như trên, kịch bản tăng trưởng và lạm phát của nền kinh tế Việt Nam có thể xảy ra như sau:

Bảng 1: Các kịch bản tăng trưởng 2009³

	Tự nhiên	Kích thích, chủ yếu qua chính sách tiền tệ	Kích thích, chủ yếu qua chính sách tài khoá
Tốc độ tăng trưởng	4%	5%	6%
Mức lạm phát	6%	8.5%	10% hoặc hơn

Một số điều chỉnh: GDP (5.5% → 5%), Lạm phát tối thiểu (8% → 8.5%)

Mặc dù kinh tế Việt Nam đã trải qua nửa năm 2009 đầy khó khăn và thách thức, nhưng những tín hiệu tích cực đã xuất hiện. Theo đánh giá trước kia trong Bản tin năm, chúng tôi nhận định, với những biện pháp tài khoá và tiền tệ tác động, mức tăng trưởng của Việt Nam trong năm 2009 có thể dao động từ 4% đến 6%, tùy theo cách thức và quy mô của các gói chính sách vĩ mô. Tương tự như vậy, lạm phát có thể dao động từ 8.5% đến hơn 10% tùy theo mức độ chủ động của chính sách kích thích. Nhưng theo diễn biến thực tế của nền kinh tế, chúng tôi đã quyết định điều chỉnh dự báo về tốc độ tăng trưởng kinh tế và lạm phát.

Tốc độ tăng trưởng kinh tế ở mức 5.5% đưa ra đầu năm nay là khá lạc quan. Thực sự hai quý vừa qua đã làm chúng tôi bất ngờ về sức tàn phá của khủng hoảng kinh tế. Nền kinh tế Việt Nam, tuy ít chịu ảnh hưởng trực tiếp từ sự sụp đổ của hệ thống tài chính thế giới, nhưng những ảnh hưởng gián tiếp qua hoạt động ngoại thương và các dòng vốn quốc tế đã có tác động sâu rộng đến mọi chủ thể trong nền kinh tế Việt Nam. Với những phản ứng chính sách khá quyết liệt của Chính phủ, chúng tôi cho rằng với mức tăng trưởng GDP 5% trong năm nay, Chính phủ Việt Nam đáng để nhận được sự khen ngợi của các chuyên gia kinh tế.

Bên cạnh tốc độ tăng trưởng kinh tế, chúng tôi đã quyết định nâng mức tăng lạm phát năm nay trước sự phục hồi mạnh mẽ của giá dầu trong 2 tháng vừa qua. Với một nền kinh tế phục thuộc nhiều vào ngoại thương và giá dầu thế giới, sự đột phá của giá dầu trong 2 tháng qua đã gây ra không ít lo ngại cho các nhà hoạch định chính sách, đặc biệt là chính sách tiền tệ trong bối cảnh Việt Nam vẫn băn khoăn lựa chọn giữa tăng trưởng kinh tế và ổn định giá cả.

³ Đánh giá bởi TS. Nguyễn Đức Thành (CEPR) và của Phòng Phân tích CTCK SHS

Nhưng trong bất cứ tình huống nào, sức ép giảm giá đồng tiền Việt đều hiện hữu vì các nguồn cung (xuất khẩu, kiều hối, vốn trực tiếp và gián tiếp) đều có khuynh hướng thu hẹp nhanh hơn mức độ cải thiện lượng cầu (nhập khẩu và đầu cơ dưới sức ép đô la hoá). Nợ công có thể tăng mạnh nếu Chính phủ theo đuổi chính sách kích cầu quy mô lớn, và nếu để không mâu thuẫn với chính sách tiền tệ mở rộng, thì phần tăng sẽ chủ yếu rơi vào nợ nước ngoài.

Thị trường Chứng khoán

Với vai trò hàn thử biểu của nền kinh tế, những khó khăn của nền kinh tế sẽ được phản ánh vào chỉ số giá chứng khoán. Thực tế, TTCK đã sụt giảm mạnh xuống mức đáy 235 điểm vào cuối tháng 2/2009. Tuy nhiên, TTCK thường đi trước sự phục hồi của nền kinh tế. Với những tín hiệu khả quan của nền kinh tế vĩ mô như lạm phát theo xu hướng giảm, giá trị sản xuất công nghiệp và doanh thu dịch vụ tiêu dùng của Việt Nam tiếp tục gia tăng, cho thấy tác động của suy thoái kinh tế toàn cầu đến Việt Nam không quá lớn, TTCK đã tăng trưởng mạnh trong 3 tháng trở lại đây.

Do vậy có thể khẳng định mức 235 điểm trong quý I năm nay nhiều khả năng đã là đáy của thị trường chứng khoán Việt Nam trong bối cảnh suy thoái kinh tế hiện nay. Thực tế cho thấy thị trường đang trong xu hướng tăng giá trở lại, đón trước đà phục hồi của nền kinh tế. Mặc dù những tín hiệu tích cực về kinh tế Việt Nam đã và đang xuất hiện ngày một nhiều hơn, các tín hiệu khả quan của nền kinh tế cũng chỉ là bước đầu, kinh tế Việt Nam vẫn tiếp tục đối mặt với nhiều vấn đề vĩ mô khó khăn như lạm phát, thâm hụt ngân sách, thâm hụt thương mại do ảnh hưởng của chính sách mở rộng về tiền tệ, chính sách tài khóa, chính sách tỉ giá. Sau đợt tăng nóng vừa qua, nhiều người đã lo ngại về một đợt đảo chiều mạnh mẽ trên TTCK Việt Nam. Tuy nhiên, chúng tôi nhận định rằng, ít có khả năng xuất hiện một sự đảo chiều mạnh mẽ của thị trường chứng khoán Việt Nam trong quý 3 và quý 4 năm nay như đã từng xảy ra trong năm 2008. Chúng tôi cho rằng, trong bất cứ thị trường nào, sau sự thăng hoa cũng sẽ xuất hiện các sóng, các phiên điều chỉnh và tích lũy ngắn hạn. Đến thời điểm hiện nay, chúng tôi vẫn tiếp tục khẳng định điều mà chúng tôi đã tuyên bố ngay từ đầu năm nay rằng cuối Quý II.2009 là thời điểm lý tưởng để nhà đầu tư tham gia thị trường với chiến lược trung và dài hạn. Thị trường chứng khoán Việt Nam luôn có rất nhiều cơ hội cho các nhà đầu tư. Bình tĩnh, sáng suốt để lựa chọn các cổ phiếu tốt với mục tiêu dài hạn là quyết định thông minh cho tất cả các nhà đầu tư hiện nay.

D. PHỤ LỤC
Cập nhật một số chỉ số kinh tế vĩ mô của các quốc gia trên thế giới (Đến Quý I/2009)

Country	GDP Growth	Interest Rate	Inflation	Unemployment	Current Account
United States	-2.50%	0.25%	-0.70%	8.90%	-133
Euro Area	-4.60%	1.00%	0.60%	8.90%	-22
Japan	-9.70%	0.10%	-0.10%	5.00%	1486
Germany	-3.80%	1.00%	0.00%	8.20%	10
China	6.10%	5.31%	-1.50%	4.30%	191718
United Kingdom	-4.10%	0.50%	2.30%	6.77%	-8
France	-1.20%	1.00%	0.10%	8.80%	-2
Italy	-2.10%	1.00%	0.90%	6.90%	-2266
Spain	-1.90%	1.00%	-0.20%	17.40%	-7
Canada	-0.71%	0.25%	0.40%	8.00%	-9
Brazil	1.27%	10.25%	5.53%	8.90%	146
Russia	-9.50%	12.00%	13.20%	10.20%	8595
India	5.80%	3.25%	7.81%	7.32%	-15
Mexico	-8.20%	5.25%	6.17%	5.32%	-6
South Korea	-3.40%	2.00%	3.58%	3.70%	4284
Australia	0.30%	3.00%	2.50%	5.40%	-6499
Netherlands	-4.50%	1.00%	1.80%	4.40%	12381
Turkey	9.20%	9.25%	6.13%	16.10%	-992
Sweden	-6.40%	0.50%	-0.10%	8.50%	64
Belgium	-1.00%	1.00%	-0.37%	7.40%	-2
Indonesia	4.40%	7.25%	7.31%	8.40%	-223
Switzerland	-0.10%	0.25%	-0.30%	3.40%	12
Poland	0.80%	3.75%	4.00%	11.00%	-5124
Norway	-0.30%	1.50%	2.90%	3.20%	123
Saudi Arabia	4.50%	2.00%	5.21%	11.10%	95080
Austria	-3.60%	1.00%	0.50%	4.50%	2597
Greece	0.30%	1.00%	1.00%	7.80%	-2706
Denmark	-3.60%	1.40%	1.40%	3.30%	-1
South Africa	-1.30%	7.50%	8.40%	23.20%	-137313
Argentina	4.90%	11.13%	5.70%	8.40%	1806

Ireland	-7.50%	1.00%	-3.47%	11.40%	-133
Finland	-1.80%	1.00%	0.80%	7.80%	0
Thailand	-7.10%	1.25%	-0.90%	1.89%	426
Venezuela	0.30%	21.10%	29.40%	7.70%	-3533
Portugal	-2.00%	1.00%	-0.50%	8.90%	-1409
Colombia	-0.67%	5.00%	5.73%	12.90%	-1697
Hong Kong	-7.80%	0.50%	0.60%	5.30%	81
Malaysia	-6.20%	2.00%	3.00%	3.10%	30398
Czech Republic	0.20%	1.50%	1.80%	7.90%	-2296
Chile	-2.10%	1.25%	4.50%	9.80%	639
Israel	1.20%	0.50%	3.10%	7.60%	536
UAE	27.36%	2.10%	11.10%	20.60%	136
Singapore	-10.10%	0.06%	-0.70%	3.20%	5998
Pakistan	5.80%	14.00%	17.19%	5.20%	-3569
Hungary	-6.40%	9.50%	3.40%	9.90%	-2584
New Zealand	-1.90%	2.50%	3.00%	5.00%	-4
Peru	3.05%	4.00%	4.64%	8.80%	-757
Luxembourg	-5.20%	1.00%	0.26%	6.10%	1144
Slovenia	-0.80%	1.00%	0.70%	8.40%	-80
Iceland	-1.30%	13.00%	11.60%	9.10%	-200

Nguồn : Global Economics Research

Bản tin được lập bởi Phòng Phân tích - Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội và chỉ mang tính tham khảo cho nhà đầu tư. Thông tin trong bản tin được SHS tổng hợp và phân tích dựa trên các nguồn tin đáng tin cậy và phổ biến. SHS không chịu trách nhiệm đối với những quyết định mua bán chứng khoán của nhà đầu tư do việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần thông tin trong bản tin này.

*Địa chỉ liên hệ: Phòng phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội
Địa chỉ: Tầng 1&5 Tòa nhà Đào Duy Anh, Đào Duy Anh, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: 04.35378010
Website: www.shs.com.vn*