

Ngày 20 tháng 1 năm 2009

Công ty CP Chứng khoán FPT

Bộ phận Phân tích Đầu tư

CÔNG TY CỔ PHẦN
CHỨNG KHOÁN FPT

Trụ sở chính: Tầng 2, 71
Nguyễn Chí Thanh – Hanoi

Tel: (84.4) 3773 7070

Xem các nghiên cứu của FPTs tại
địa chỉ:

<http://www.ezsearch.fpts.com.vn>

*Thông tin miễn trách nhiệm ở cuối
báo cáo này.*

BÁO CÁO PHÂN TÍCH NỀN KINH TẾ VIỆT NAM 2008 VÀ
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN 2009

I. TỔNG QUAN KINH TẾ THẾ GIỚI	3
II. KINH TẾ VIỆT NAM TRONG NĂM 2008.....	5
III. TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.....	25
IV. KỊCH BẢN KINH TẾ	27
V. HƯỚNG PHÁT TRIỂN CỦA TTCK	28
VI. PHỤ LỤC.....	32

DANH MỤC CÁC CHỮ CÁI VIẾT TẮT

ADB	Ngân hàng phát triển Châu Á
ASEAN	Hiệp hội các quốc gia Đông Nam Á
Core CPI	Chỉ số giá tiêu dùng cơ bản
CPI	Chỉ số giá tiêu dùng
EU	Liên minh Châu Âu
FED	Cục dự trữ liên bang Mỹ
FDI	Đầu tư trực tiếp nước ngoài
FII	Đầu tư gián tiếp nước ngoài
GDP	Tổng thu nhập quốc dân
Headline	Chỉ số giá tiêu dùng toàn phần
ICOR	Hệ số đầu tư tăng trưởng/ Tỷ lệ vốn trên sản lượng tăng thêm
NHNN	Ngân hàng Nhà nước
NHTM	Ngân hàng thương mại
ODA	Nguồn vốn hỗ trợ chính thức
PVN	Tập đoàn Dầu khí quốc gia Việt Nam

I. TỔNG QUAN KINH TẾ THẾ GIỚI

Năm 2008 đã đi vào lịch sử của những biến động kinh tế và cũng là năm mà giới đầu tư trên thế giới nhận ra rằng hệ thống tài chính có lớn và vững mạnh đến đâu cũng có những hạn chế và rủi ro nhất định của nó. Cục diện thế giới tài chính có thể sẽ thay đổi nhiều sau năm 2008 kể từ cuộc đại khủng hoảng năm 1929-1933, trong đó khủng hoảng hệ thống tài chính, nợ dưới chuẩn và khủng hoảng trong lĩnh vực bất động sản được nhắc tới như là những chủ đề trọng tâm nhất của năm.

Bắt nguồn từ cuộc khủng hoảng các khoản vay dưới chuẩn (subprime-mortgage) mà đa số giới tài chính cho là quá nhỏ để có thể ảnh hưởng tới Wall Street, với ước tính chỉ cần 70-80 tỉ USD là có thể dập tắt. Tuy nhiên, toàn bộ thế giới tài chính đã sững sờ khi hệ thống liên ngân hàng đã đóng băng vào tháng 8/2007. Các chỉ số đo lường sức khỏe của hệ thống tài chính Mỹ tăng vọt. Dường như các rủi ro và các khoản nợ xấu của các tổ chức tài chính đã bùng ra hết sau cả thập kỉ tích tụ trước đó. Theo ước tính vào cuối Quý III / 2008, hơn một nửa giá trị thị trường nhà đất Mỹ là tiền đi vay với một phần ba các khoản này là nợ khó đòi. Tỷ lệ đầu tư vào tài sản tài chính với đòn bẩy tài chính quá lớn dẫn đến khả năng các tổ chức tài chính này phải đứng trước khả năng mất thanh khoản khi tài sản chuyển thành xấu. Một loạt các tổ chức tài chính lớn của Mỹ đứng trước nguy cơ mất khả năng thanh toán tạo nên một phông ứng dây chuyền nhanh chóng lan sang Châu Âu và cả thế giới.

Những tên tuổi lớn một thời như Bear Stearns, Northern Rock, Lehman Brothers, Freddie Mac, Fannie Mae, Merrill Lynch,... đã không còn giữ được hình ảnh như trước của mình trước khả năng phá sản, thôn tính và bị quản lý bởi Chính Phủ. Thậm chí, “con bảo tài chính” còn đặt một số quốc gia trước bờ vực phá sản như Iceland, Hungary và Ukraine. Nhiều nền kinh tế lớn đã chính thức thừa nhận tình trạng suy thoái như Nhật, EU và Mỹ.

Ngay khi có dấu hiệu khủng hoảng, FED và ECB đã khẩn trương cung cấp thanh khoản cho các ngân hàng. FED cũng liên tục cắt giảm lãi suất cơ bản ngay khi nền kinh tế Mỹ vẫn còn giữ được khả năng tăng trưởng và lạm phát vẫn cao. Đến cuối Quý II/2008, vẫn còn rất nhiều ý kiến trái ngược về khả năng nền kinh tế Mỹ trước khả năng suy thoái, thậm chí ngay cả trong cơ quan điều hành của Chính phủ Mỹ là Bộ Tài chính và FED. Tuy nhiên, khi nhìn ngược lại, hiện không còn ai chê trách về quyết định cắt giảm lãi suất của FED nữa.

Không dừng lại ở đó, FED liên tục mở các kênh hỗ trợ cho hệ thống tài chính và mở rộng ra cả các tổ chức lớn trong lĩnh vực khác như xe hơi. Các gói giải pháp với những khoản tiền khổng lồ cũng được quốc gia này tung ra nhằm chặn đà suy giảm kinh tế. 700 tỉ USD là con số Hạ viện Mỹ đã thông qua vào ngày 03/10/2008 với dự tính ban đầu là mua lại các khoản nợ xấu của hệ thống ngân hàng và tránh sự sụp đổ dây chuyền của hệ thống này. Tuy nhiên, hành động mà Bộ trưởng Tài chính Mỹ sử dụng lại là bơm thanh khoản cho hệ thống chứ không đơn thuần như dự định ban đầu. Tiếp sau Mỹ, ngày 13 và 14/10/2008, các quốc gia châu Âu công bố gói giải pháp hỗ trợ nền kinh tế lên tới 2.300 tỷ USD, trong khi Trung Quốc cũng mạnh tay chi gần 600 tỉ USD với mục đích tương tự (10/11/2008). Tổng số tiền được các quốc gia trên thế giới cam kết dành để hỗ trợ nền kinh tế đạt trên 3 ngàn tỉ USD, trong đó số tiền dành cho Chính sách tài chính cũng đã lên đến 2 tỉ USD. Tổng vốn hóa thị trường của các Công ty niêm yết trên sàn chứng khoán

Báo cáo Thị trường Chứng khoán Việt Nam 2008

thế giới đã “bay hơi” mất khoảng 8 ngàn tỉ USD. Có lẽ phải rất lâu nữa giới đầu tư trên thế giới mới “hoàn hồn” sau khi trải qua giai đoạn 2008.

Với bối cảnh đó, thị trường chứng khoán thế giới cũng đã có một năm hứng chịu không ít tổn thất. Sản xuất bị co hẹp, chi tiêu giảm do tâm lý bất an trước tình trạng lạm phát cao và kết quả làm ăn thua lỗ từ các tập đoàn lớn là nguyên nhân chính khiến cho mức điểm trên sàn chứng khoán thế giới liên tục sụt giảm, đặc biệt trong quý IV/2008. Tính đến thời điểm cuối năm 2008, các chỉ số thị trường quan trọng đều sụt giảm từ 30% - 40% so với thời điểm cuối năm 2007.

Chỉ số	Tăng trưởng thời kỳ	
	2008	2007
Dow Jones (Mỹ)	-29.77%	6.63%
S&P500 (Mỹ)	-38.49%	3.53%
NASDAQ (Mỹ)	-40.54%	9.81%
CAC40 (Pháp)	-42.68%	1.31%
DAX (Đức)	-40.37%	22.29%
Nikkei 225 (Nhật)	-42.12%	-11.13%

Riêng Châu Á, thông kê cho thấy thị trường chứng khoán khu vực này đều giảm mạnh từ 32% - 65%, trong đó hai đại diện của Trung Quốc và Việt Nam là Shanghai Composite và VN-Index giảm mạnh nhất với mức âm trên 65%.

MARKET	Q4/08	2008	2007
PAKISTAN (Karachi 100)	-35.50%	-56.70%	40.20%
VIETNAM (Ho Chi Minh)	-30.90%	-65.90%	23.30%
SRI LANKA (Colombo All-Share)	-30.50%	-41.40%	-7%
PHILIPPINES (PHS Composite)	-27.10%	-48.30%	21.40%
INDONESIA (JSX)	-26%	-50.60%	52.10%
SINGAPORE (FT Straits Times)	-25.30%	-49.20%	16.60%
THAILAND (SET)	-24.60%	-47.60%	26.20%
INDIA (Sensex)	-24.10%	-51.90%	46.90%
SOUTH KOREA (KOSPI)	-22.40%	-40.70%	32.30%
TOKYO (Nikkei average)	-21.30%	-42.10%	-11.10%
CHINA (Shanghai Composite)	-20.10%	-65.20%	96.70%
HONG KONG (Hang Seng)	-20.10%	-48.30%	39.30%
TAIWAN (TAIEX)	-19.60%	-46%	8.70%
AUSTRALIA (S&P/ASX 200)	-19.10%	-41.30%	11.80%
MALAYSIA (KLSE Composite)	-13.30%	-38.90%	31.80%
NEW ZEALAND (NZX 50)	-12.10%	-32.80%	-0.30%

Nền kinh tế thế giới nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng trong năm 2008 để lại nhiều điểm mốc đáng nhớ và khép lại với nhiều hy vọng khi Tổng thống Mỹ đắc cử nhận chức vào cuối tháng 1/2009. Quyết tâm “làm lại nước Mỹ” của Tổng thống Obama với các giải pháp kích cầu, hỗ trợ kinh tế đã làm cho nền kinh tế của nhiều nước có quyền hy vọng vào sự khôi phục.

Năm 2009, thế giới chắc chắn sẽ tiếp tục phải đối mặt với hậu quả của cuộc khủng hoảng tài chính, nhưng theo như Cựu Chủ tịch FED nổi tiếng của Mỹ – Alan Greenpan – từng thừa nhận, đây là cuộc khủng hoảng tồi tệ nhất trong sự nghiệp huy hoàng của Ông, nhưng cũng chính Ông là người phát biểu hồi cuối năm 2008 rằng hiện tại điều tồi tệ nhất đã trôi qua (The worst is over)!

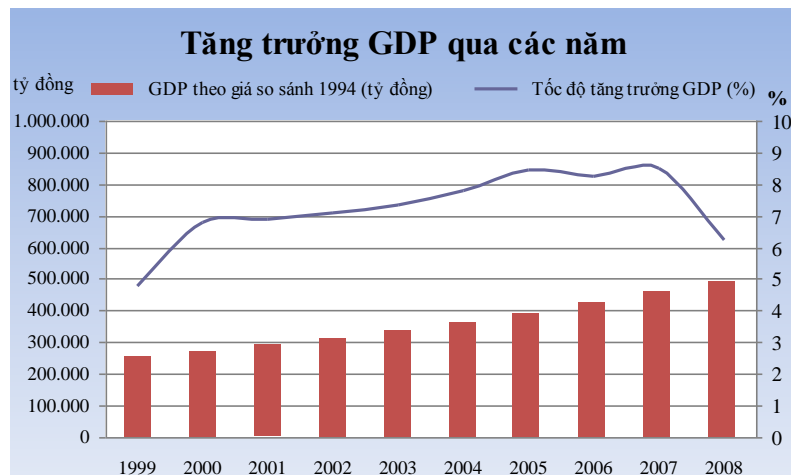
II. KINH TẾ VIỆT NAM TRONG NĂM 2008

2.1. Tăng trưởng kinh tế, đầu tư và ngân sách Nhà nước 2008

GDP và tỉ trọng các ngành kinh tế

GDP theo giá thực tế năm 2008 ước tính khoảng 1.478.000 tỷ đồng (tương đương 88 tỷ USD). Với dân số khoảng 86 triệu người, GDP trên đầu người của Việt Nam trong năm 2008 đã vượt con số 1.000 USD. Cùng với sự trượt giá tiền Đồng so với USD, GDP đầu người năm nay sẽ chỉ còn trên 900 USD nếu quy theo giá thực tế năm 2007. Điều này đồng nghĩa với mức sống người dân Việt Nam chưa thực sự được nâng lên nhiều so với mức 835 USD của năm trước. Trường hợp GDP bình quân đầu người vượt quá 1.000 USD/năm, Việt Nam sẽ được xét xếp vào nhóm các nước có thu nhập trung bình, nhưng kèm theo đó là sự tăng lên về trách nhiệm đóng góp quốc tế và giảm đi các khoản viện trợ, ưu đãi về vốn vay.

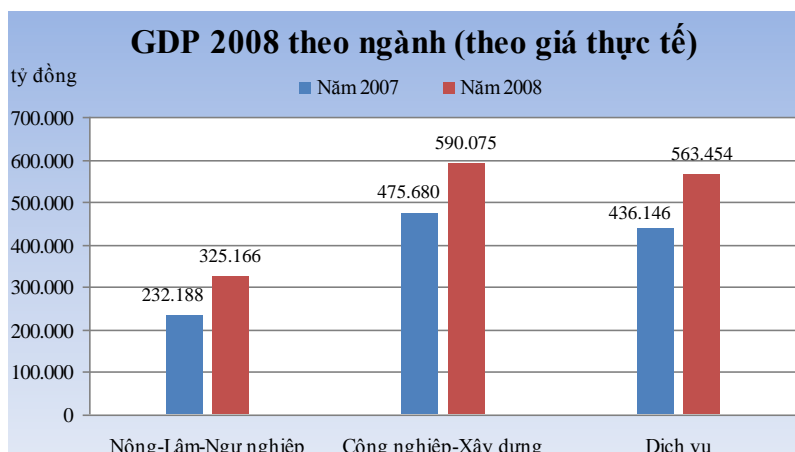
GDP đầu người vượt 1000 USD nhưng mức sống không tăng nhiều do trượt giá



(Nguồn: Tổng cục thống kê)

Mặc dù GDP theo giá thực tế không ngừng tăng lên qua các năm, tốc độ tăng trưởng GDP tính theo giá so sánh năm 1994 lại giảm từ mức 8,48% cuối năm 2007 xuống còn 6,23% tại cuối năm 2008. Mức này thấp hơn so với mục tiêu tăng trưởng đã điều chỉnh 7% của Quốc hội, đồng thời thấp hơn mức 6,5% theo dự báo của Ngân hàng Thế giới. Đây cũng là mức tăng trưởng thấp nhất trong 9 năm qua.

Tốc độ tăng trưởng GDP thấp nhất trong vòng gần 1 thập kỷ, kéo theo tỉ lệ thất nghiệp có xu hướng tăng



(Nguồn: Tổng cục Thống kê và tính toán của FPTS)

Giá trị sản xuất của cả 3 ngành Nông-Lâm-Ngư, ngành Công nghiệp-Xây dựng và ngành Dịch vụ đều có mức tăng trưởng bình quân trên 25% so với 2007 nếu tính theo giá thực tế. Nhưng so với giá gốc năm 1994 thì tốc độ tăng không lớn. Nguyên nhân chủ yếu là sự chững lại của ngành Công nghiệp-Xây dựng trong năm qua bắt nguồn từ sự thu hẹp thị trường tiêu thụ (sắt, thép,...), khó khăn về vốn huy động cho mở rộng sản xuất ở cả trong nước, nước ngoài và sự đóng băng của thị trường nhà đất. Tính riêng sản xuất công nghiệp thì tốc độ tăng trưởng so với 2007 chỉ đạt 14,6%.

**Xây dựng, dịch vụ
tăng chậm lại so
với năm 2007**

Ngành	Tốc độ tăng trưởng (theo giá so sánh 1994)		Tỉ trọng trong GDP		Điểm đóng góp vào tăng trưởng GDP 2008
	2007	2008	2007	2008	
Nông-Lâm-Thủy sản	3,4%	3,78%	20,3%	21,99%	0,68 / 6,23
Công nghiệp-Xây dựng	10,6%	6,33%	41,58%	39,91%	2,65 / 6,23
Dịch vụ	8,68%	7,2%	38,12%	38,10%	2,90 / 6,23

(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

**Tỉ trọng Nông-lâm-
ngư nghiệp tăng
nhưng chỉ đóng
góp 0,68/6,23 điểm
vào tăng trưởng
GDP**

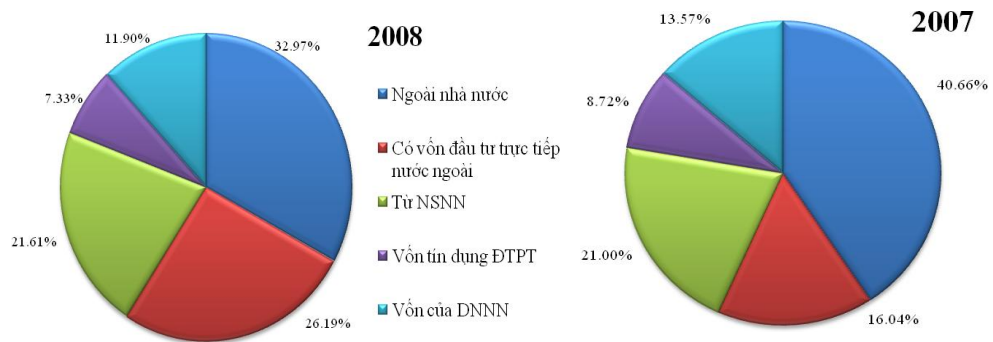
Tương ứng với việc giảm tăng trưởng trong giá trị cấu thành GDP, tỉ trọng ngành Công nghiệp-Xây dựng cũng có xu hướng giảm trong khi gia tăng tỉ trọng ngành Nông-Lâm-Ngư trong cơ cấu tổng GDP. Nông nghiệp là yếu tố tăng chủ đạo nhờ sự mở rộng diện tích trồng trọt và nâng cao năng suất khai thác, bù đắp cho những khó khăn của ngành thủy sản từ sự “khủng hoảng thừa” do thị trường xuất khẩu bị thu hẹp và các chi phí phát sinh từ biến động tỷ giá. Tuy nhiên, Công nghiệp và Dịch vụ vẫn là hai động lực chính cho sự tăng trưởng giá trị GDP.

Tỷ lệ thất nghiệp hàng năm trong giai đoạn trước năm 2007 có xu hướng giảm dần, nhưng khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 đã khiến nhiều doanh nghiệp thuộc khối tài chính, sản xuất xuất khẩu thu hẹp đáng kể quy mô hoạt động khiến số người thất nghiệp ngày càng tăng lên vào cuối năm. Xu hướng này vẫn tiếp tục diễn ra trong các tháng đầu năm 2009. Theo ước tính của Bộ Lao động Thương binh xã hội, 150.000 lao động có khả năng bị mất việc làm trong năm tới đây. Tình trạng thất nghiệp gia tăng trở lại cùng với chất lượng nguồn nhân lực thấp cũng sẽ ảnh hưởng tới khả năng tăng trưởng GDP. Ảnh hưởng từ các chính sách tiền tệ thắt chặt không chỉ có tác dụng kiềm chế lạm phát mà còn ảnh hưởng mạnh tới khả năng tăng trưởng GDP. Tốc độ tăng trưởng GDP 6,23% có thể coi là thành quả đáng ghi nhận trong năm 2008, tuy nhiên, các yếu tố

ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng GDP trong năm 2009 có thể nhìn thấy rõ. Cùng với việc áp dụng mô hình thống kê, các phân tích cơ bản của FPTS dự báo tốc độ tăng trưởng GDP năm 2009 trong điều kiện không có nhiều biến cố kinh tế lớn sẽ đạt 5,81%.

Đầu tư xã hội

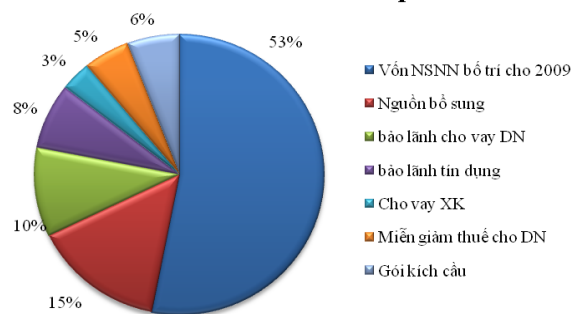
Tỉ trọng vốn đầu tư các khu vực kinh tế



(Nguồn: Tổng cục thống kê)

Biểu đồ trên cho thấy tỉ trọng vốn đầu tư hướng tới sự mở rộng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài và thu hẹp dần vốn đầu tư từ ngân sách nhà nước. Đây là kết quả từ quyết định cắt giảm chi tiêu công của Chính phủ đối với các dự án chậm tiến độ, dàn trải và không hiệu quả. Điều này thể hiện hướng đi đúng đắn bởi đây là nguyên nhân cốt lõi dẫn tới việc gia tăng lạm phát trong khi khối này tạo ra giá trị gia tăng rất thấp cho GDP.

Cơ cấu vốn đầu tư Chính phủ 2009



(Nguồn: Trang tin Chính phủ)

Tổng nguồn vốn đầu tư Chính phủ năm 2009 dự kiến lên đến 400.000 tỷ đồng, hỗ trợ được khoảng 96% doanh nghiệp vừa và nhỏ. Điểm khác biệt trong cơ cấu vốn đầu tư năm 2009, đó là sự xuất hiện gói kích cầu trị giá 17.000 tỷ đồng với mục đích bù lãi suất 4% cho doanh nghiệp vừa và nhỏ vay vốn qua hệ thống ngân hàng để duy trì sản xuất cho năm 2009. Bên cạnh hỗ trợ lãi suất cho doanh nghiệp, Chính phủ còn hướng tới việc giảm, giãn thuế cho doanh nghiệp, phát hành trái phiếu, tạm hoãn thu hồi với những dự án đã ứng trước trong năm 2008 nhưng chưa hoàn thành... Ngân sách Nhà nước 2008

Tổng thu ngân sách của chính phủ năm 2008 ước đạt 399.000 tỷ đồng, tăng 23,5% so với dự toán và tăng 26,3% so với năm 2007. Đóng góp lớn nhất vào nguồn thu Ngân sách nhà nước là Thuế thu nhập doanh nghiệp, Thuế Xuất nhập khẩu và Thuế Tiêu thụ đặc biệt

hàng nhập khẩu. Bước sang năm 2009, nguồn thu này có khả năng bị thu hẹp

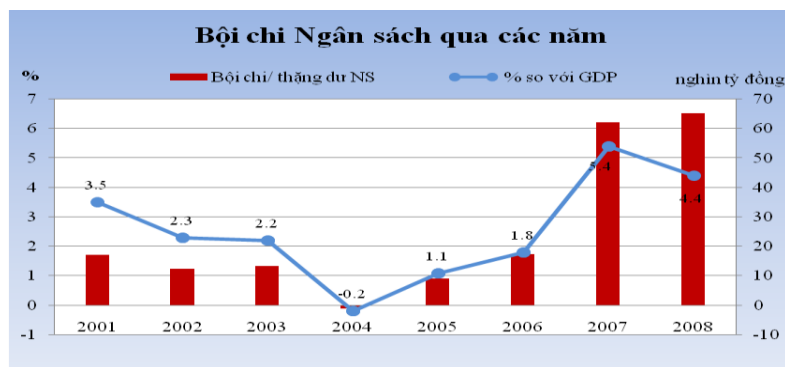
**Thu Ngân sách
2009 khó đạt được
389.900 tỷ do các
nguồn thu chính từ
xuất khẩu, dầu thô
và thuế đều sẽ khó
khăn**

Trước hết, thuế thu nhập doanh nghiệp giảm từ chính khả năng hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Trong tình trạng lạm phát cao, quy mô sản xuất kinh doanh bị thu hẹp, thị trường tiêu thụ cả trong và ngoài nước đều giảm mạnh, nhiều doanh nghiệp kinh doanh thua lỗ hoặc cố gắng duy trì sự tồn tại và ít khả năng có lãi. Đa số doanh nghiệp điều chỉnh lại kế hoạch kinh doanh với các con số dự báo bằng phân nửa so với thực tế hoạt động năm 2007. Như vậy, thuế thu nhập từ nguồn này sẽ giảm đáng kể trong năm 2009. Thứ hai, thuế thu nhập doanh nghiệp được điều chỉnh từ mức chung 28% xuống còn 25% và áp dụng từ 1/1/2009. Như vậy, bản thân mức thuế suất giảm cũng làm nguồn thu ngân sách giảm đi.

Thứ ba, nhằm mục đích kích cầu và gia tăng hoạt động sản xuất trong các doanh nghiệp vừa và nhỏ, Chính phủ sẽ tạm hoãn thu thuế thu nhập doanh nghiệp trong khoảng từ 6 đến 9 tháng đầu năm 2009. Như vậy, hiệu quả thu được từ nguồn này trong năm 2009 cũng giảm đi đáng kể. Tổng chi ngân sách 2008 ước đạt mức 439.000 tỷ đồng chưa tính phần chi trả nợ gốc, tăng 22,3% so với 2007 và cao hơn 20% so với mức dự toán 364.000 tỷ đồng. Các khoản chi hầu hết đều vượt dự toán, đặc biệt là chi sự nghiệp kinh tế bằng 145,3% dự toán, chi thể dục thể thao là 123%, chi lương hưu và bảo đảm xã hội 120,7%. Nguyên nhân chủ yếu là việc duyệt chi cho tràn lan cho các dự án chưa qua thẩm định kỹ, các biện pháp cắt giảm chi tiêu không được thực hiện nghiêm túc. Ngoài ra do yếu tố khách quan từ cuộc suy thoái kinh tế toàn cầu khiến nhiều khoản chi phát sinh và vượt dự toán. Đặc biệt là dầu khí, dù vượt thu từ dầu thô 35.000 tỷ đồng nhưng phải bù lỗ xăng dầu tới 32.000 tỷ đồng và tái đầu tư 9.000 tỷ đồng cho tập đoàn dầu khí.

**Hầu hết các khoản
chi vượt dự toán,
bội chi cả năm 2008
lên đến 65.000 tỷ
đồng**

Dự toán chi ngân sách năm 2009 là 456.578 tỷ đồng, tăng 7% so với số ước thực hiện của năm 2008 dù đã kèm theo hàng loạt các biện pháp cắt giảm chi tiêu và các khoản đầu tư cho các tập đoàn, tổng công ty, trong đó có cả vốn bố trí đầu tư cho các trung tâm y tế, trường đào tạo dạy nghề của các tập đoàn và tổng công ty. Các khoản chi cho Tập đoàn Dầu khí cũng giảm khoảng 4.100 tỷ đồng. Theo dự kiến của Quốc hội, bội chi ngân sách năm 2009 khoảng 87.300 tỷ đồng (khoảng 4,82% GDP).



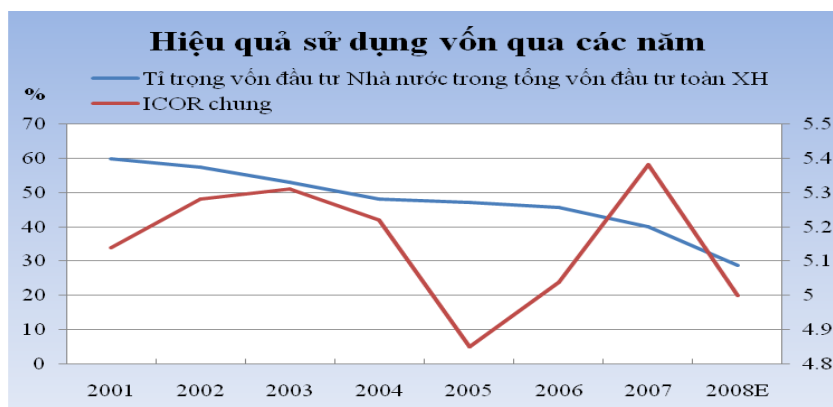
(Nguồn: ADB)

Hệ số ICOR

Hệ số ICOR của Việt Nam ước tính bằng 5, đây là mức cao so với các nước trong khu vực vào giai đoạn có cùng trình độ phát triển như Việt Nam hiện nay như Hàn Quốc giai

đoạn 61-80 có ICOR là 3; Malaixia 81-95 có ICOR 4,6; Thái Lan 81-95 có ICOR 4,1; Trung Quốc 2001-2006 có ICOR 4. Nguyên nhân chủ yếu là khu vực kinh tế Nhà nước chiếm tỉ trọng vốn đầu tư cao nhưng tạo ra lượng giá trị gia tăng không tương xứng, dù nhận được rất nhiều ưu đãi về thuế, tài nguyên, nguồn vốn. Ngoài ra các lĩnh vực đầu tư chủ yếu là vào cơ sở hạ tầng, đòi hỏi nguồn vốn lớn, hiệu quả có độ trễ. Một hiện tượng xảy ra trong mấy năm gần đây là các tập đoàn, tổng công ty Nhà nước đầu tư ra đàn trải ra nhiều lĩnh vực không thuộc chuyên môn và không tạo ra nhiều giá trị gia tăng cho nền kinh tế như chứng khoán, bất động sản, thành lập Ngân hàng... Trong khi đó, khu vực ngoài quốc doanh và khu vực có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài với tỉ trọng vốn thấp hơn nhưng với cơ chế hoạt động linh hoạt đã tạo ra lượng giá trị gia tăng ngày càng lớn.

Không có cải thiện trong hiệu quả sử dụng vốn đầu tư của Nhà nước, ICOR vẫn ở mức trên 5



(Nguồn: Niên giám thống kê)

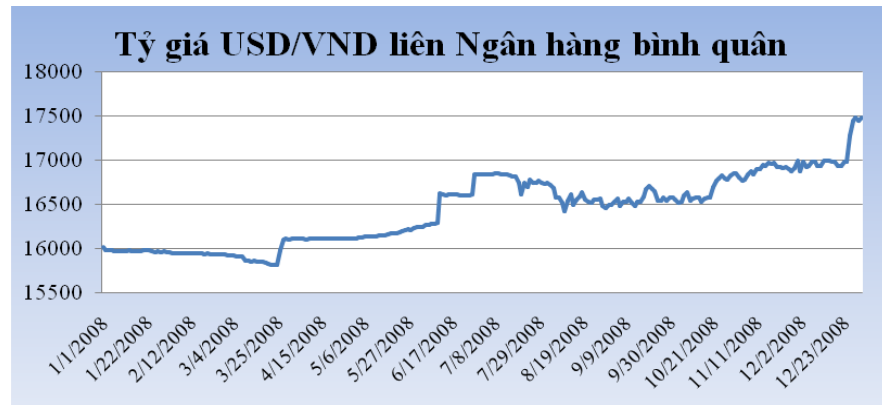
Điều đáng nói là dù tỉ trọng vốn đầu tư của khu vực Nhà nước trong tổng vốn đầu tư toàn xã hội giảm đáng kể trong mấy năm gần đây nhưng hiện tượng đầu tư thiếu hiệu quả như trên cũng tăng theo dẫn đến việc không có cải thiện về hệ số ICOR. Dù chưa có con số tính toán chính xác tuy nhiên theo ước tính thì ICOR 2008 cho riêng khu vực Nhà nước là trên 10.

Với mục tiêu bình ổn kinh tế vĩ mô, kiềm chế lạm phát, việc cấp vốn và cơ cấu vốn cho khu vực kinh tế Nhà nước trong năm 2009 cần được giám sát chặt chẽ, hiệu quả sử dụng nguồn vốn này có thể được nâng cao hơn 2008. Tuy nhiên với việc tập trung các chính sách, nguồn vốn kích cầu để phát triển các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng có độ trễ lớn thì nhiều khả năng ICOR trong năm 2009 vẫn sẽ ở mức cao.

2.2 Cán cân thương mại

Tỷ giá USD/VND – Một năm biến động mạnh

Biến động của tỷ giá thể hiện qua sự trồi sụt bất thường trong năm 2008 khi giảm mạnh trong giai đoạn đầu năm và tăng mạnh từ giữa năm, gây ra những xáo trộn lớn đến kế hoạch sản xuất kinh doanh của nhiều doanh nghiệp.



(Nguồn: Reuters)

Năm 2008, tỷ giá USD/VND có nhiều biến động với mức chênh lệch 9% giữa thời điểm đầu và cuối năm

Hai quý đầu năm 2008 khi tình hình hoạt động kinh doanh trong nước diễn ra sôi động và dòng vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp nước ngoài đổ vào Việt Nam tăng nhanh đã tạo áp lực lớn đối với tiền đồng. Các doanh nghiệp trong nước, đặc biệt là doanh nghiệp xuất khẩu có nhu cầu đổi sang VND rất lớn, trong khi nguồn cung từ phía NHNN có phần bị thắt chặt càng làm tình hình khan hiếm VND trở nên khó khăn. Trên thị trường tự do trong giai đoạn Quý I, VND đã tăng giá rất mạnh khiến tỷ giá giao dịch có lúc xuống mức 15.800 VND/USD. Tỷ giá quy đổi từ USD sang VND quá thấp khiến nhiều doanh nghiệp xuất khẩu phải chịu thiệt hại lớn do nguồn thu chủ yếu đều bằng USD. Giới doanh nghiệp xuất khẩu gặp khó khăn buộc Chính phủ phải có những biện pháp nhằm ổn định tỷ giá không để xuống mức quá thấp thông qua một số biện pháp cụ thể như không thực hiện mua vào USD, đồng thời nới lỏng biên độ tỷ giá USD/VND từ mức +/-0,75% lên +/-1% từ ngày 10/3/2008. Tỷ giá công bố của các ngân hàng thương mại nhờ đó cũng đã điều chỉnh tăng lên, dao động phổ biến ở mức 16.080-16.120 VND/USD, trong khi tỷ giá liên Ngân hàng vẫn ổn định ở mức 15.960 VND/USD.

Đợt biến động tỷ giá thứ hai diễn ra từ giữa tháng 6/2008 đến cuối năm khi những khó khăn vĩ mô được bộc lộ rõ hơn, điển hình là tình trạng lạm phát gia tăng mạnh. Định hướng triển vọng tín dụng của Việt Nam bị các tổ chức xếp hạng tín dụng quốc tế lần lượt hạ thấp từ ổn định xuống tiêu cực. Thâm hụt thương mại ngày càng lớn trong khi nhu cầu mua ngoại tệ trả các khoản nợ đến hạn của cả DN xuất và nhập khẩu tăng cao. Ngoài ra, từ tháng 9 đến tháng 11, nhu cầu mua USD của nhà đầu tư nước ngoài thông qua động thái bán trái phiếu Chính phủ Việt nam (bán ròng 0,7 tỷ USD) và cổ phiếu (bán ròng hơn 100 triệu USD) cũng là nhân tố ảnh hưởng không nhỏ đến tâm lý nhà đầu tư trong và ngoài nước, đặc biệt là trên thị trường chứng khoán.

Khi các yếu tố vĩ mô chưa có dấu hiệu ổn định thì xu hướng mất giá mạnh của VND sẽ tiếp tục là vấn đề đáng lo ngại khi tình hình lạm phát vẫn chưa có biểu hiện suy giảm. Tuy nhiên, duy trì VND yếu sẽ tạo động lực cho hoạt động xuất khẩu đặc biệt là khi thậm chí thương mại có chiều hướng tăng trở lại vào những tháng đầu năm 2009 do giá các mặt hàng nhập khẩu bắt đầu giảm và nhu cầu nhập khẩu tiêu dùng trong những tháng cuối năm có thể tăng mạnh. Với xu hướng mất giá của VND và biên độ tỷ giá mới rộng hơn, NHNN sẽ chủ động hơn trong việc tạo mặt bằng tỷ giá mới, tạo điều kiện hỗ trợ xuất khẩu, đồng thời kiểm soát nhập siêu từ đó giúp đảm bảo sự bền vững của cán cân thanh toán quốc tế. Ngoài ra tâm lý đầu cơ tỷ giá sẽ được hạn chế, giúp các doanh nghiệp có

Tỷ giá thấp trong 2 quý đầu khiến các nhà xuất khẩu lao đao

điều kiện ổn định và chủ động hơn trong xây dựng phương án sản xuất kinh doanh. Do đó, việc duy trì sự mất giá của VND sẽ là ưu tiên hàng đầu giúp tạo lợi thế cho xuất khẩu trong thời gian tới.

Các điều chỉnh của NHNN khá bị động nhưng đã giúp bình ổn tỷ giá trong ngắn hạn

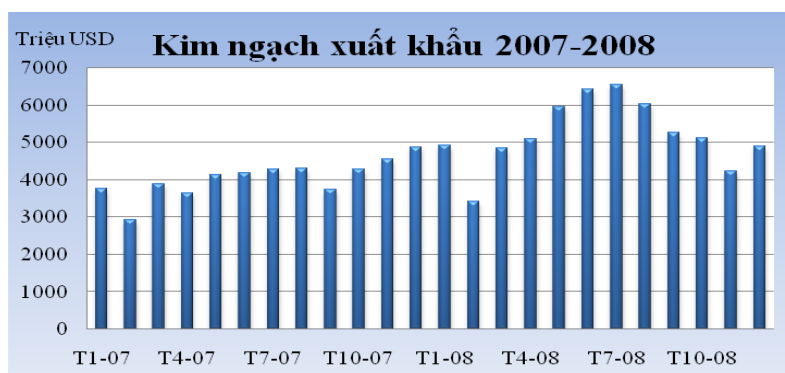
Diễn biến tỷ giá năm 2008 đồng thời còn cho thấy nhiều bất cập trong hoạt động điều tiết tỷ giá của NHNN, thể hiện qua sự chênh lệch khá lớn giữa tỷ giá liên ngân hàng với tỷ giá trên thị trường tự do trong một thời gian dài. Tuy nhiên, có thể nói, chính sách tỉ giá là 1 trong những chính sách quan trọng nhất và cũng khó dự đoán nhất trong năm 2009 do các ảnh hưởng ngoài thị trường như sự dịch chuyển của dòng vốn nước ngoài và kiều hối.

Nhập khẩu nguyên phụ liệu chiếm 1/3 giá trị nhập khẩu, chủ yếu phục vụ xuất khẩu

Hơn thế nữa, trong cơ cấu nhập khẩu của Việt Nam, khi giá trị nhập khẩu nguyên phụ liệu vẫn chiếm tỷ trọng cao (khoảng 1/3 giá trị nhập khẩu, không kể xăng dầu) trong khi các mặt hàng xuất khẩu chủ lực đều là các mặt hàng đòi hỏi nguyên liệu nhập khẩu, linh kiện phụ tùng nhiều nhất. Đây là những nguyên nhân chính dẫn đến tình trạng nhập siêu diễn trong năm 2008 và sẽ còn tiếp tục trong năm 2009. Vì vậy mặt trái của việc duy trì sự mất giá của VND sẽ là những khó khăn trong hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp nhập khẩu, trong khi hoạt động nhập khẩu trong nước lại nhằm phục vụ hoạt động sản xuất và xuất khẩu là chính (nhập khẩu cho tiêu dùng chỉ chiếm 10%). Do đó phương án giải quyết cốt lõi sẽ phụ thuộc rất nhiều vào một cán cân thương mại hợp lý vừa giải quyết được vấn đề khan hiếm nguyên liệu đầu vào phục vụ phát triển kinh tế và hoạt động xuất khẩu, từng bước giảm bớt phụ thuộc vào các nguồn nhập khẩu.

Cán cân Thương mại

Xuất khẩu đầu năm tăng mạnh nhưng gặp nhiều khó khăn trong giai đoạn cuối năm



(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

Dầu thô vẫn dẫn đầu trong kim ngạch xuất khẩu tuy nhiên cả sản lượng và giá đều đang giảm

Dẫn đầu là mặt hàng dầu thô có mức tăng trưởng mạnh nhất trong năm 2008. Kim ngạch xuất khẩu dầu thô chỉ trong 9 tháng đầu năm tăng trưởng ở mức 52% so với cùng kỳ năm 2007 nguyên nhân do giá dầu thế giới đột ngột tăng mạnh và duy trì ở mức cao trong từ đầu năm đến quý 3. Ước tính năm 2008, Việt Nam có thể xuất khẩu được 16 triệu tấn, tăng 5,3% về sản lượng so với 2007, kim ngạch hiện nay đạt 10,45 tỷ USD (năm 2007 là 7,55 tỷ USD). Vấn đề đặt ra với dầu thô là để có thể gia tăng giá trị xuất khẩu dầu thô sẽ phụ thuộc rất nhiều vào giá thành xuất khẩu. Tuy nhiên công tác phân tích, dự báo hiện nay vẫn chưa thực hiện tốt chức năng nên chưa tận dụng được đúng thời điểm đẩy mạnh xuất khẩu, vì vậy kim ngạch xuất khẩu vẫn phụ thuộc quá nhiều vào vấn đề tăng sản lượng. Hiện dầu thô mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam chỉ có giá bằng 1/4 giá

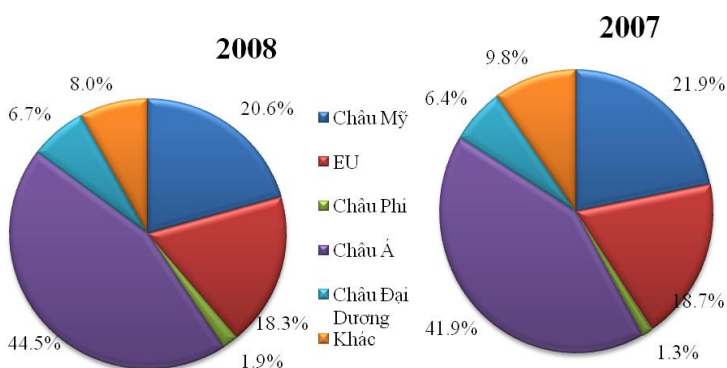
đỉnh điểm hồi tháng 7/2008. Các yếu tố trên cùng với bối cảnh giá dầu vẫn tiếp tục giảm sẽ khiến kim ngạch xuất khẩu dầu thô trong năm 2009 có thể sụt giảm mạnh.

Dệt may tiếp tục là mặt hàng chủ lực của xuất khẩu Việt Nam, mặc dù gặp nhiều khó khăn do giá nguyên liệu đầu vào tăng mạnh trong 2 quý đầu năm nhưng vẫn đạt mức tăng trưởng khá tốt. Cụ thể, tổng kim ngạch xuất khẩu năm 2008 ước đạt trên 9,1 tỷ USD, tăng 17% so với năm 2007 trong khi kế hoạch năm 2008 đạt 96% kế hoạch năm. Tuy nhiên, năm 2009 sẽ là năm khó khăn khi thị trường Mỹ (chiếm 55% kim ngạch) vẫn chịu sự chi phối chặt chẽ của cơ quan quản lý của Mỹ, thị trường EU sẽ bị cạnh tranh mạnh bởi hàng Trung Quốc vừa mới được EU bãi bỏ hạn ngạch, thị trường Nhật cũng vừa ký hiệp định đối tác kinh tế toàn diện với 6 nước ASEAN nhưng không có Việt Nam. Do đó sức ép cạnh tranh sẽ rất lớn gây áp lực đối với hàng dệt may xuất khẩu của Việt Nam. Hơn thế nữa, ngành dệt may với hơn 3 triệu nhân công hiện nay khi gặp khó khăn khi thất nghiệp gia tăng sẽ tạo ra những hệ quả rất lớn đối với nền kinh tế.

Lĩnh vực xuất khẩu hiện nay đóng góp xấp xỉ 80% GDP, cho thấy tầm quan trọng của hoạt động xuất khẩu đối với tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, hàng xuất khẩu chủ yếu là hàng gia công, hàm lượng nhập khẩu trong kim ngạch xuất khẩu lại chiếm đến 70-80%, vì vậy giá trị gia tăng của sản phẩm xuất khẩu đem lại rất thấp.

Thị trường xuất khẩu của Việt Nam

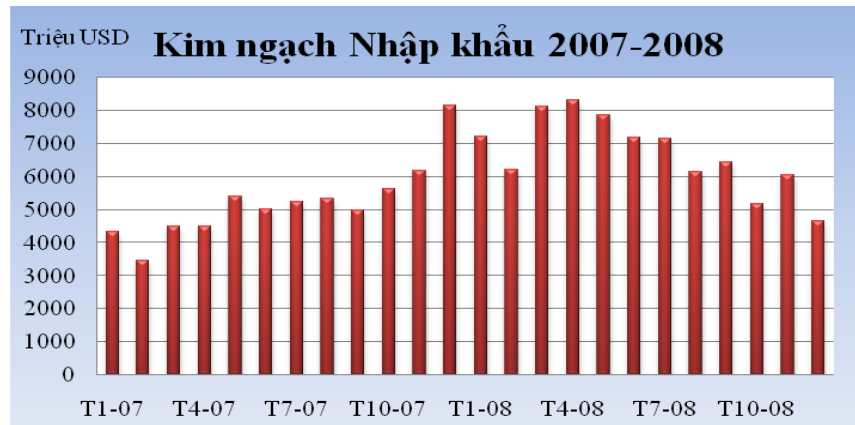
Biến động kinh tế thế giới làm giảm bình quân 400 triệu USD/tháng từ xuất khẩu 4 tháng cuối năm



(Nguồn: Bộ Công Thương)

Ngoài ra, hiệu ứng nhập khẩu giảm tại các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam còn làm mất bằng giá của các sản phẩm xuất khẩu giảm, gây thiệt hại cho các nhà xuất khẩu Việt Nam, và giảm năng suất và kim ngạch của hoạt động xuất khẩu. Với diễn biến trầm trọng tại các thị trường xuất khẩu chủ lực trong những tháng cuối năm 2008 với cơ cấu xuất khẩu hiện nay (chủ yếu là sản phẩm thô) các dự đoán đều cho rằng nền kinh tế thế giới sẽ khó phục hồi sớm trong một đến hai năm tới và như vậy hoạt động xuất khẩu của Việt Nam cũng sẽ khó có thể khởi sắc và có những đột phá trong ngắn hạn. Hơn thế nữa sự cạnh tranh của các mặt hàng xuất khẩu của các đối thủ như Trung Quốc với giá cạnh tranh hơn nhiều sẽ gây ra khó khăn lớn đối với hoạt động xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2009

Nhập khẩu có một năm tăng trưởng mạnh



(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

Xuất khẩu sẽ phải cạnh tranh nhiều trong năm 2009 để tăng trưởng đạt mức 13%

Hoạt động nhập khẩu trong năm 2008 đạt mức tăng trưởng kỷ lục, đặc biệt là trong giai đoạn 6 tháng đầu năm. Tổng kim ngạch nhập khẩu lên tới 79,91 tỷ USD đưa mức nhập siêu là 17,01 tỷ USD xấp xỉ 30% kim ngạch xuất khẩu, và khoảng 24% GDP. Tuy đạt mục tiêu kiềm chế đề ra từ đầu năm (dưới 20 tỷ USD) nhưng đây là mức thâm hụt thương mại cao nhất từ trước đến nay, ảnh hưởng đến cán cân thanh toán và ổn định vĩ mô.

Nguyên nhân dẫn đến tình trạng nhập siêu tiếp tục tăng mạnh trong những năm gần đây xuất phát chính từ cơ cấu kinh tế và mô hình tăng trưởng theo định hướng hiện nay của Chính phủ. Cụ thể, để phát triển nền kinh tế cần có sự phát triển đồng bộ từ nguồn nguyên vật liệu đầu vào do các ngành công nghiệp phụ trợ trong nước cung cấp tới các khâu tiêu thụ. Tuy nhiên, ngành công nghiệp phụ trợ trong nước chưa được đầu tư và phát triển đồng bộ, chưa đáp ứng kịp tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế, sản phẩm thay thế nhập khẩu có sức cạnh tranh kém vì vậy nhập khẩu là sự lựa chọn duy nhất hiện nay. Nhiều mặt hàng là vật tư nguyên liệu cho sản xuất phải nhập khẩu với khối lượng lớn điển hình là máy móc thiết bị (13,6 tỷ USD), xăng dầu (10,8 tỷ USD), sắt thép (6,3 tỷ USD), ô tô (2,4 tỷ USD), phân bón và các loại hóa chất...trong khi giá các mặt hàng này tăng cao, đặc biệt trong giai đoạn 2 quý đầu năm.

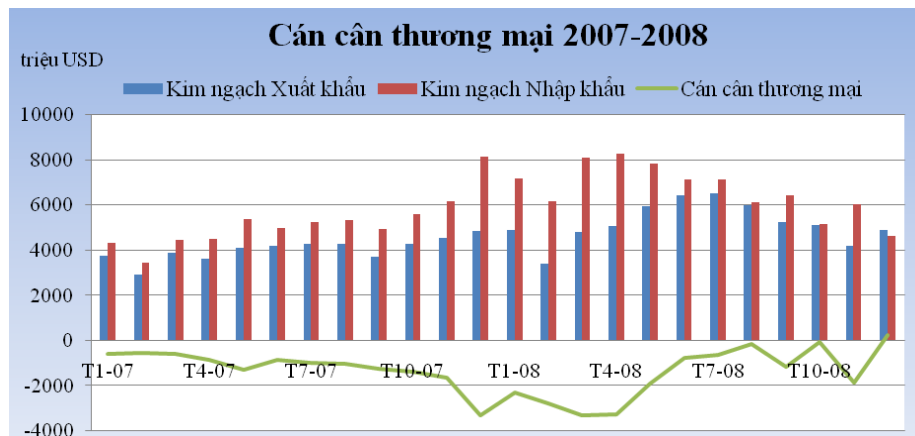
Dự đoán, xu hướng nhu cầu về nhập khẩu sẽ tiếp tục giảm do ảnh hưởng của cuộc suy thoái toàn cầu năm 2008 và sẽ còn tiếp tục trầm trọng hơn nữa so với thời điểm cuối năm 2008 trước khi có dấu hiệu phục hồi. Hơn thế nữa, với các biện pháp kiềm chế nhập khẩu của Chính phủ nhằm cải thiện cán cân thương mại và nhu cầu tiết kiệm chi tiêu của người dân, nhu cầu nhập khẩu của Việt Nam năm 2009 sẽ cùng chung xu hướng giảm của thế giới. Tuy nhiên, nhiều rủi ro vẫn còn tiềm ẩn do cơ chế phụ thuộc vào nhập khẩu của nền kinh tế vẫn chưa được cải thiện.

Thâm hụt thương mại gia tăng kỷ lục trong năm 2008 nhưng có dấu hiệu chững lại

Trong năm 2008 kim ngạch của cả hai hoạt động xuất khẩu và nhập khẩu đều tăng so với cùng kỳ năm 2007. Với tổng kim ngạch xuất khẩu hàng hóa của cả nước năm 2008 đạt trên 62,9 tỷ USD, tăng 29,5% so với cùng kỳ năm ngoái trong khi giá trị nhập khẩu lên tới 79,91 tỷ USD, tăng trên 27,5% so với cùng kỳ năm 2007, khiến kim ngạch nhập siêu

chạm mức 17,01 tỷ USD, tăng gần 21% so với cùng kỳ năm ngoái.

*Nhiều mặt hàng
thiết yếu vẫn phải
nhập khẩu với khối
lượng lớn*



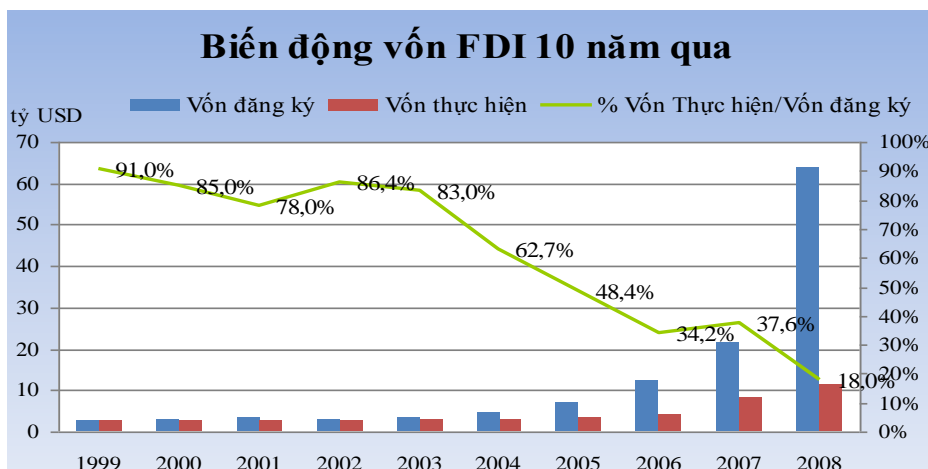
(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

Khả năng hạn chế thâm hụt thương mại thông qua giảm đà nhập khẩu là không thực tế, đặc biệt là trong ngắn hạn. Do cơ cấu nhập khẩu của Việt Nam hiện nay chủ yếu là hàng nhập khẩu phục vụ cho sản xuất, phần lớn trong số đó là để xuất khẩu (nhập khẩu tiêu dùng chỉ chiếm chưa đến 10%). Mặc dù hiện nay giá nguyên vật liệu có giảm do suy thoái nhưng về dài hạn sẽ tiếp tục tăng vì đây là xu hướng tất yếu trên thế giới bởi nguồn cung có hạn và nhu cầu tăng mạnh bởi nền kinh tế Trung Quốc và Ấn Độ. Hơn nữa xuất khẩu cũng cần thời gian để có được hiệu ứng tăng trưởng từ nhập khẩu (qua việc nhập hàng hóa cho sản xuất). Cho nên kết quả giảm thâm hụt thương mại chỉ có thể được giải quyết trong trung và dài hạn.

2.3. Hoạt động đầu tư

*Cần sự hỗ trợ kết
hợp của các chính
sách thuế, tài khóa,
tạo việc làm để kích
thích xuất khẩu*

Tính đến cuối năm 2008, tổng vốn FDI đăng ký cấp mới và tăng thêm tại Việt Nam đạt con số kỷ lục 64,011 tỷ USD, gấp 3 lần so với mức 20,3 tỷ USD của năm 2007 và gấp 6,4 lần so với tổng vốn FDI năm 2006 (10,2 tỷ USD). Chỉ trong vòng hai năm trở lại đây, lượng vốn FDI tăng đột biến đã chứng tỏ được sự thu hút đầu tư nước ngoài tại Việt Nam và thể hiện sự đánh giá cao từ phương diện quốc tế trong quyết định dành lượng tiền rất lớn này cho Việt Nam.



(Nguồn: Tổng cục thống kê)

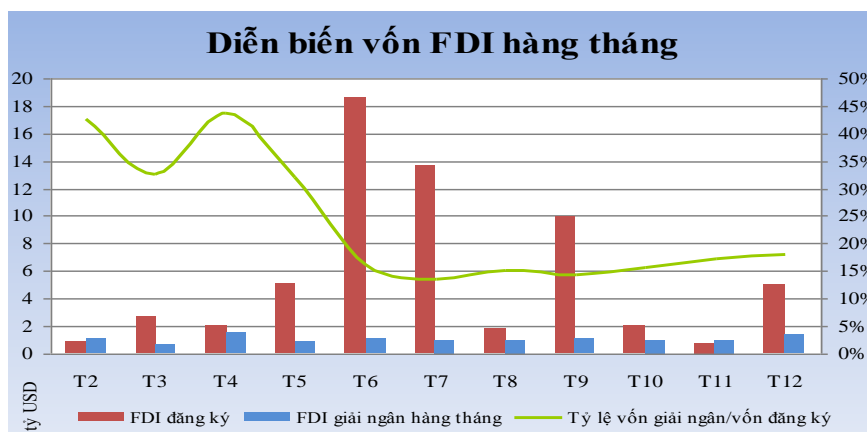
Nhiều kỷ lục về FDI được lập trong năm 2008; mặc dù vẫn còn nhiều vấn đề cần bàn như...

.. khả năng hấp thụ vốn chỉ còn 18% do vốn đăng ký tăng quá nhanh,

Trong năm 2008, 11,5 tỷ USD vốn FDI được giải ngân, tăng 43,2% so với năm trước và bằng 26,7% so với tổng vốn giải ngân của giai đoạn 1988 – 2007. Đối với các doanh nghiệp FDI, tổng doanh thu của khối này trong năm 2008 đạt 50,5 tỷ USD, đóng góp vào ngân sách Nhà nước 1,98 tỷ USD. Khối doanh nghiệp FDI trong năm nay đã tạo ra trên 200.000 việc làm, nâng tổng số lao động trong các dự án FDI lên 1,467 triệu người, góp phần đáng kể trong nỗ lực giải quyết việc làm cho người lao động.

Bên cạnh những kỷ lục mới từ đầu tư trực tiếp nước ngoài năm 2008 vẫn tồn tại một số hạn chế có thể nhận diện do sự đột biến dòng vốn FDI tạo ra.

Thứ nhất, tỷ lệ giải ngân trên vốn đăng ký ngày càng giảm mạnh trong 5 năm trở lại đây, đặc biệt thấp trong năm 2008 với tỷ lệ gần 18%. Theo số liệu thống kê, trong giai đoạn 1999 – 2003 vốn FDI đăng ký hàng năm chỉ đạt từ 2,5 đến 3 tỷ USD, do đó tỷ lệ vốn FDI thực hiện thường đạt rất cao (từ 78% đến 91%). Với tốc độ tăng trưởng FDI bình quân hàng năm gần 90% trong giai đoạn từ 2004 tới nay, những hạn chế về cơ sở hạ tầng, thủ tục hành chính và sự thiếu hụt đội ngũ lao động có trình độ cao đã ảnh hưởng rất lớn tới khả năng hấp thụ vốn của Việt Nam khiến tốc độ tăng lượng vốn thực hiện rất thấp (bình quân đạt 37%) so với vốn đăng ký, tạo ra khoảng cách ngày càng lớn giữa hai chỉ tiêu này.



(Nguồn: Tổng cục Thống kê)

Trong diễn biến FDI hàng tháng, có thể thấy tỷ lệ vốn giải ngân các tháng cũng có xu hướng giảm dần về cuối năm. Lượng vốn đăng ký chỉ tăng vọt trong các tháng 6, 7 và tháng 9 bắt nguồn từ 5 siêu dự án với tổng vốn đăng ký chiếm hơn 50% lượng vốn đăng ký trong năm. Năm 2008 cũng chứng kiến sự sụt giảm số lượng dự án FDI vào Việt Nam. Trong năm 2008, cả nước đã cấp giấy chứng nhận đầu tư cho 1.171 dự án, trong khi con số của năm 2007 là 1.406 dự án. Tương tự, số dự án tăng vốn là 311, so sánh với 361 lượt dự án tăng vốn của năm 2007.

Việc cắt giảm chi tiêu và đầu tư công cũng tác động không nhỏ đến tiến độ giải ngân của các dự án FDI,

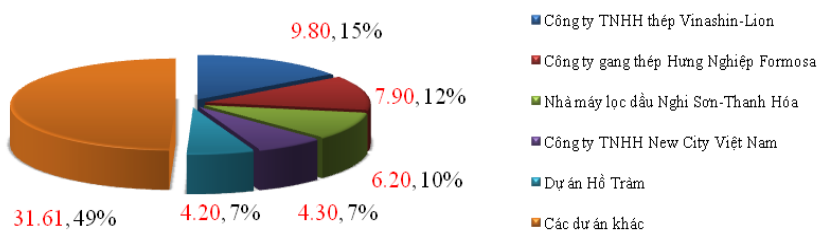
Thứ hai, vốn đối ứng của Chính phủ chiếm từ 10% đến 15% trong cơ cấu vốn FDI thực hiện cũng là điểm đáng lưu tâm. Đây là tỷ trọng tương đối cao nếu so sánh với chi tiêu của Chính phủ trong năm 2008 là 158.000 tỷ đồng (bao gồm khoản nợ 40.000 tỷ đồng từ phát hành trái phiếu chính phủ). Trước xu hướng cắt giảm chi tiêu công, giảm nộp thuế thu nhập doanh nghiệp từ 6 đến 9 tháng đầu năm 2009 và chi tiêu cho các gói cứu trợ suy thoái kinh tế, khả năng nguồn tiền chi đối ứng cho vốn FDI năm 2009 sẽ bị hạn chế. Đây

sẽ là yếu tố tạo một phần khó khăn cho tăng trưởng FDI năm 2009.

FDI có xu hướng chuyển sang lĩnh vực bất động sản với 39% vốn đăng ký

Thứ ba, trong cơ cấu phân bổ nguồn vốn FDI, công nghiệp nặng chiếm lượng vốn lớn nhất với 19,4 tỷ USD tập trung vào ngành sản xuất thép, công nghiệp dầu khí chiếm 10,5 tỷ USD và phần lớn vốn còn lại tập trung vào mảng xây dựng văn phòng – căn hộ (9,5 tỷ USD), khách sạn du lịch (9,1 tỷ USD) và xây dựng khu đô thị mới (4,9 tỷ USD). Chỉ tính riêng lượng vốn đăng ký vào bất động sản đã chiếm hơn 39% tổng vốn FDI, chủ yếu đầu tư phân khúc cao cấp. Loại hình bất động sản này chỉ thực sự phát huy giá trị và đóng góp nhiều vào GDP trong trường hợp nền kinh tế vĩ mô ổn định và phát triển. Trong xu thế suy thoái hiện tại của thị trường bất động sản nói riêng cũng như nền kinh tế vĩ mô nói chung, khả năng phát triển các dự án bất động sản trong năm 2009 sẽ gặp nhiều khó khăn.

Giá trị (tỷ USD) và Tỷ trọng của 5 siêu dự án trong rổ FDI 2008



(Nguồn: Trang web Tổng cục Thống kê và tính toán của FPT)

Bước sang năm 2009, Việt Nam sẽ định hướng lại lĩnh vực thu hút đầu tư, trong đó ưu tiên lĩnh vực phát triển theo chiều sâu như sản xuất vật liệu, năng lượng mới, công nghệ cao, cơ khí chế tạo, bảo vệ môi trường, phát triển nguồn nhân lực, và đặc biệt là phát triển cơ sở hạ tầng. Khả năng đột biến vốn FDI như trong năm 2008 sẽ khó có thể xảy ra trong năm 2009 do ảnh hưởng của suy thoái và sức hấp dẫn đầu tư vào Việt Nam giảm.

Vốn điều lệ của các dự án FDI chiếm tỉ trọng nhỏ so với vốn đăng ký.

Thứ tư, trong tổng số 60 tỷ USD vốn đăng ký, vốn điều lệ chỉ chiếm 15 tỷ USD, phần còn lại huy động từ vốn vay. Trước nguy cơ suy thoái kinh tế toàn cầu và khó khăn chung của hệ thống tài chính ngân hàng thế giới, lượng vốn này khó có thể thực hiện được trong năm 2009. Như vậy, dòng vốn vào Việt Nam trong thời gian tới có thể sẽ giảm, việc giải ngân vốn FDI cũng sẽ chậm hơn do giảm quy mô các quỹ đầu tư nước ngoài và việc cắt giảm chi tiêu ở phạm vi toàn cầu.

Khối doanh nghiệp FDI cũng là Tác nhân của thâm hụt thương mại.

Thứ năm, với giá trị nhập siêu gần 4 tỷ USD trong năm 2008, khối doanh nghiệp FDI đã “đóng góp” gần 24% trong tổng số 17 tỷ USD thâm hụt thương mại của cả nước, tương đương tỷ lệ do khối này tạo ra trong năm 2007. Trên phương diện so sánh với GDP, thâm hụt thương mại năm 2008 chiếm tới 4,5% tổng GDP tính theo giá thực tế, trong khi tỷ lệ năm 2007 chỉ chiếm 3,4%. Như vậy, thâm hụt thương mại xuất phát từ nhóm FDI ngày càng gia tăng và dự báo sẽ vẫn tiếp tục tăng trong năm 2009, trong bối cảnh tốc độ tăng GDP giảm và giá trị xuất khẩu cũng sẽ giảm do suy thoái kinh tế toàn cầu.

Vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài

Dòng vốn FII thời gian qua có dấu hiệu suy giảm thông qua hiện tượng bán ròng liên tục trong các tháng cuối năm và rút vốn của khối nhà đầu tư nước ngoài nhằm hỗ trợ chính quốc.

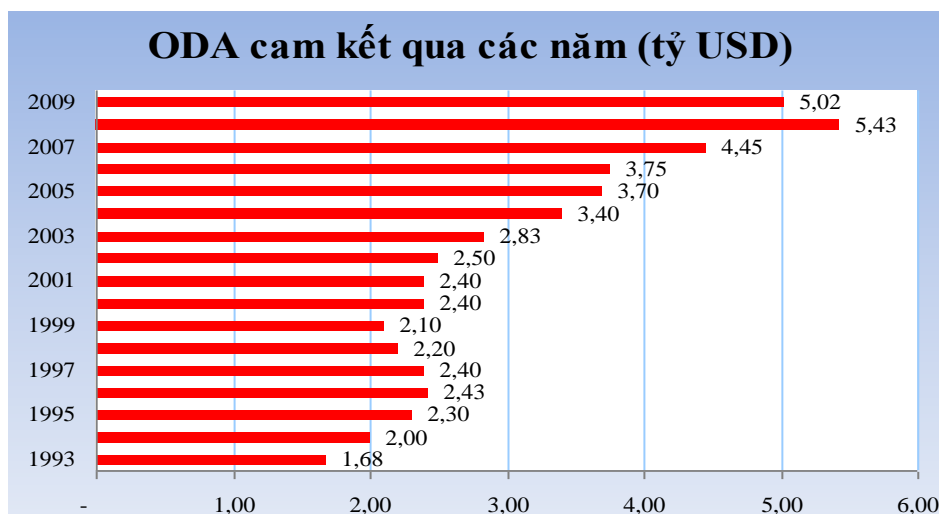
Từ giữa năm 2008, Ủy ban Chứng khoán nhà nước đã xây dựng quy chế quản lý dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài thông qua kênh thị trường chứng khoán và đầu tư vốn. Theo đó, mỗi nhà đầu tư nước ngoài sẽ chỉ được mở một tài khoản vốn đầu tư gián tiếp bằng đồng Việt Nam tại một tổ chức tín dụng được phép kinh doanh ngoại hối. Mọi giao dịch góp vốn, mua bán cổ phần, chuyển nhượng vốn góp và các hoạt động kinh doanh ngoại hối đều phải thực hiện trên tài khoản này. Hiện tại, dòng vốn FII được coi là dòng vốn ít ổn định nhất và ảnh hưởng rất lớn tới thị trường chứng khoán. Dòng vốn này có thể đảo chiều bất cứ lúc nào nếu xảy ra biến cố lớn về kinh tế vĩ mô. Tuy nhiên, cho đến nay quy trình này vẫn chưa được thực hiện và việc kiểm soát dòng tiền từ FII vẫn là một khó khăn lớn đối với Việt Nam.

Trước dự báo về những khó khăn trong hệ thống ngân hàng và suy thoái kinh tế ở đa số các quốc gia và các thành phần kinh tế, cùng với lợi thế cạnh tranh quốc gia của Việt Nam đang giảm so với một số các nước lớn như Trung Quốc, Đài Loan, Malaysia,..., có khả năng dòng vốn FII năm 2009 sẽ giảm so với năm nay, tuy nhiên mức độ giảm có thể không quá lớn bởi Việt Nam vẫn được coi là địa chỉ tiềm năng đối với các nhà đầu tư dài hạn.

Vốn hỗ trợ phát triển chính thức

Trong năm 2008, mức cam kết vốn ODA là 5,426 tỷ USD, tăng 1 tỷ USD so với năm 2007, với 50% vốn ODA dành cho cơ sở hạ tầng. Dự kiến mức vốn ODA giải ngân cả năm có thể đạt trên 2 tỷ USD, trong đó khoảng 1,75 tỷ USD từ vốn vay và nguồn viện trợ không hoàn lại đạt khoảng 250 triệu USD. Như vậy, tốc độ giải ngân ODA cũng mới chỉ đạt 37% so với yêu cầu.

ODA vẫn sẽ là một nguồn quan trọng trong cơ cấu đầu tư năm 2009 với cam kết 5,014 tỷ USD



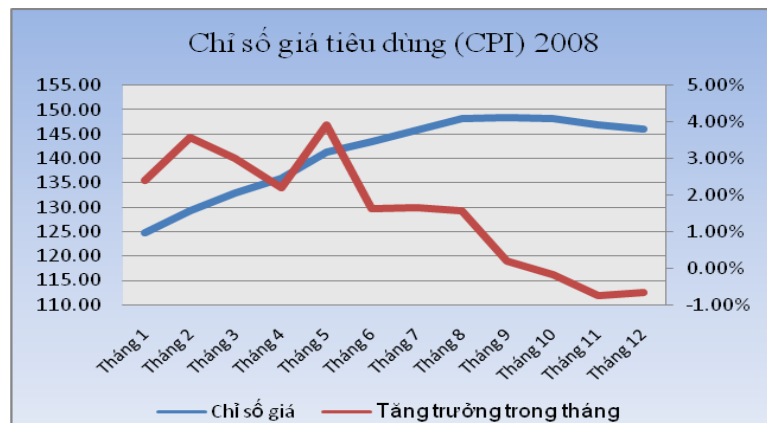
(Nguồn: Bộ Kế hoạch - Đầu tư)

Có thể nói, nguồn vốn ODA đã góp phần không nhỏ trong cơ cấu tài khoản vốn quốc gia.

Riêng trong năm 2008, tổng vốn đầu tư từ ngân sách nhà nước đạt 118.000 tỷ đồng, nếu tính thêm nguồn đầu tư 40.000 tỷ đồng từ phát hành trái phiếu chính phủ thì tổng đầu tư nhà nước trong năm 2008 đạt 158.000 tỷ đồng. Như vậy, khoản đầu tư thực hiện từ nguồn vốn ODA đã chiếm tới trên 20% tổng đầu tư cả nước. Với mức thu nhập GDP đầu người dưới 1.000 USD/năm trong năm 2007, nguồn viện trợ ODA vẫn là yếu tố chi phối mạnh trong định hướng phát triển cơ sở hạ tầng trong năm 2008 và dự báo luồng tiền này vẫn chiếm tỷ trọng cao trong tổng cơ cấu vốn đầu tư năm 2009.

2.4. Giá cả và Tình hình lạm phát

Năm 2008, chỉ số giá tiêu dùng tăng 19,89% so với thời điểm cuối năm 2007, trong đó có tới 6 nhóm, chiếm tỉ trọng hơn 70% rổ hàng hóa CPI, có mức tăng trên 10%. Riêng Core CPI (bỏ qua nhóm “Lương thực, thực phẩm” và “Phương tiện đi lại, bưu điện”) cũng tăng tới 10,68%. Điều này phản ánh thực trạng lạm phát cao tại Việt Nam trong năm qua không hoàn toàn chỉ đến từ các biến cố kinh tế khách quan ngoài tầm quản lý vĩ mô của Nhà nước.



(Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam)

CPI tăng cao trong 5 tháng đầu nhưng về cuối năm đã được kiềm chế

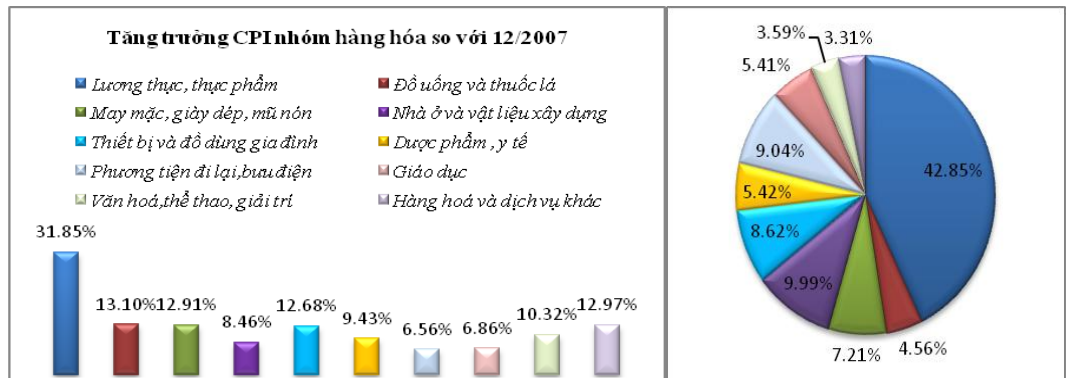
Ngay từ đầu năm, chịu ảnh hưởng mạnh của sức cầu tăng cao trong những tháng trước và sau Tết Nguyên Đán 2008, CPI hai tháng đầu năm đã “ngốn” tới 70% kế hoạch kiểm soát CPI cả năm. Liên tiếp các tháng 3, 4 và 5, tốc độ tăng chỉ số giá tiêu dùng luôn ở mức cao trên 2%/tháng. Cá biệt, tháng 5/2008, tốc độ tăng của chỉ số này lên đến đỉnh điểm, tới 3,91%, do giá gạo trong nhóm lương thực thực phẩm (chiếm tới 42% rổ hàng hóa CPI) bị đội lên đột biến trước các đánh giá tiêu cực về tình hình an ninh lương thực thế giới và tin đồn thiếu gạo tại các tỉnh phía Nam.

Tuy nhiên, trong ba tháng 6, 7 và 8, cùng với hàng loạt những nỗ lực trước đó trong việc thực thi chính sách tiền tệ thắt chặt, tốc độ tăng chỉ số giá tiêu dùng đã được kìm lại trong khoảng 1,56% - 1,64%, tạo tiền đề cho việc khống chế thành công chỉ số này trong 4 tháng sau đó với một tháng tăng nhẹ 0,18% (tháng 9) và ba tháng có mức tăng trưởng âm.

Quan sát diễn biến giá của các nhóm hàng hóa, dễ thấy phần lớn đều duy trì mức tăng trưởng dương ổn định qua các tháng. Cá biệt, nhóm “Lương thực, thực phẩm” (tỉ trọng 42,85%), “Phương tiện đi lại, bưu điện” (tỉ trọng 9,04%) và “Nhà ở và vật liệu xây dựng” (tỉ trọng 9,99%) là 03 nhóm hàng dao động mạnh, đóng vai trò của những nhân tố chính đã tác động đến mức tăng đột biến của chỉ số giá tiêu dùng (CPI tổng thể) trong nửa đầu

năm 2008 đều đã được khống chế và giữ mức tăng trưởng âm tại thời điểm cuối năm.

Phân tích Headline & Core CPI



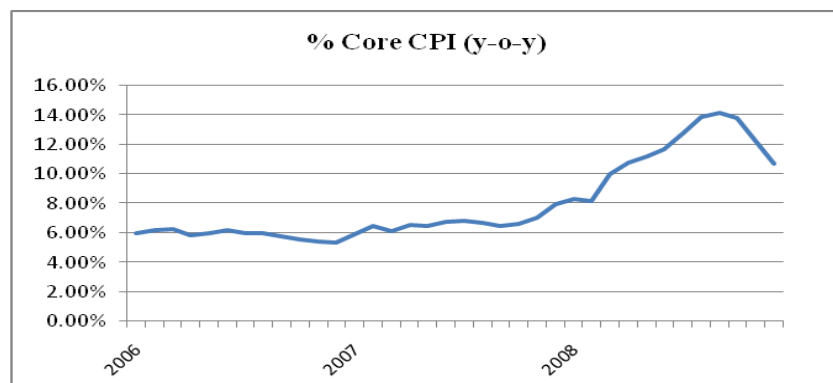
(Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam)

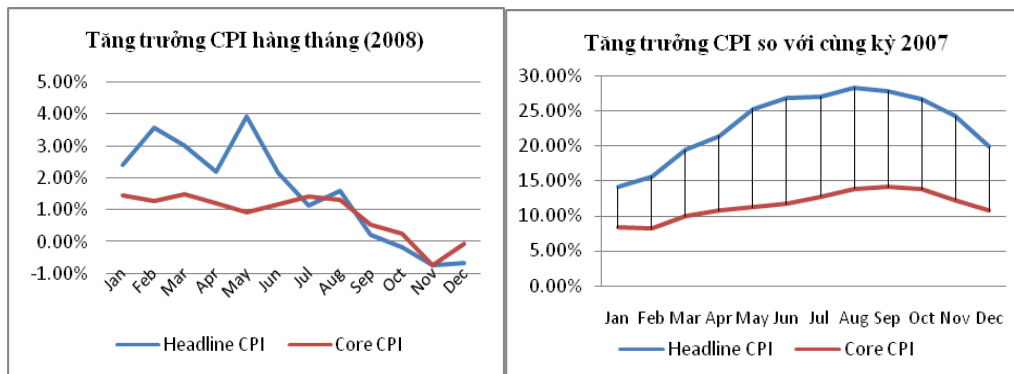
CPI tổng thể (Headline CPI) được cấu thành từ hai bộ phận là nhóm hàng hóa thuộc Core CPI và nhóm hàng hóa “ngoài Core CPI”. Nếu như nhóm hàng hóa Core CPI, với đặc tính diễn biến ổn định theo thời gian, được coi là yếu tố cốt lõi để nhìn nhận xu thế giá cả, thì nhóm “ngoài Core CPI” (bao gồm 2 nhóm “Lương thực, thực phẩm” và “Phương tiện đi lại và bưu điện”) được coi là những nhân tố có thể tạo ra sự đột biến cho CPI tổng thể do tính bất ổn và dao động lớn của chúng.

Nhóm hàng hóa thuộc Core CPI

Các nhóm hàng trong Core CPI tăng nhiều và tương đối đồng nhất, khoảng 10,68% cho cả năm

Quan sát diễn biến giá của các nhóm hàng hóa CPI trong năm 2008, có thể thấy tăng trưởng toàn nhóm Core CPI ổn định trong khoảng thời gian 8 tháng đầu năm, trước khi giảm mạnh trong những tháng tiếp theo. Tuy nhiên, tăng trưởng bình quân hàng tháng so với cùng kỳ năm 2007 (year on year) của nhóm này tăng 11,45%, cao hơn 1,7 lần so với mức tăng bình quân của năm 2007 so với cùng kỳ năm 2006 (6,63%). Điều đó cho thấy nền kinh tế nói chung và mặt bằng giá nói riêng đang có vấn đề rõ rệt, khi bản thân những nhóm hàng được coi là ít biến đổi theo thời gian đều có mức tăng đáng kể.





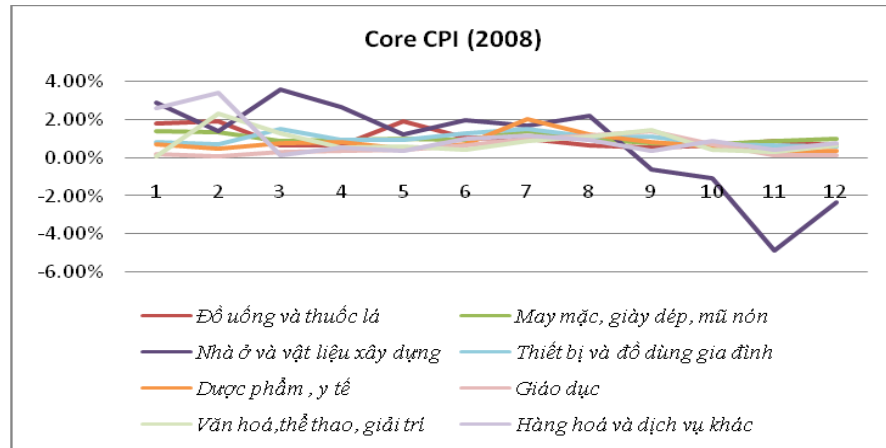
(Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam)

Sức tăng của các nhóm hàng trong Core CPI mặc dù có sự phân hóa trong khoảng hai tháng đầu năm (là thời điểm diễn ra Tết Nguyên Đán, thường có sự phân hóa giá giữa các mặt hàng có tính thời vụ cao trong mùa lễ hội như dịch vụ vui chơi giải trí, hàng hóa nhu yếu phục vụ lễ Tết... với các mặt hàng khác), song tương đối đồng nhất và ổn định ở các tháng còn lại. Mặc dù vậy, bình quân tăng trưởng hàng tháng của các nhóm hàng này đều cao hơn so với trong năm 2007, dẫn tới kết quả Core CPI tăng 10,68% trong năm 2008.

Tăng nhiều nhất trong Core CPI là nhóm “Đồ uống và thuốc lá”. Tăng tới 13,10%/năm, song sức tăng mạnh nhất chủ yếu tập trung vào các tháng trước và sau Tết Nguyên Đán 2008, khi nhu cầu tiêu dùng loại mặt hàng này tăng cao. Ngoài ra, trong tháng 5/2008, chịu ảnh hưởng liên đới từ sức tăng của nhóm “Lương thực, thực phẩm” (tăng 7,25% do giá gạo thuộc phân nhóm “Thực phẩm” tăng cao) nên “Đồ uống và thuốc lá” cũng tăng tới 1,88%.

Tương tự, các nhóm ngành có tỉ trọng nhỏ trong CPI tổng thể như “Giáo dục” (5,41%), “Văn hóa, thể thao, giải trí” (3,59%), “Hàng hóa và dịch vụ khác” (3,31%), Dược phẩm y tế (5,42%) đều tăng, bình quân lần lượt là 0,56%/tháng, 0,82%/tháng, 1,03%/tháng và 0,76%/tháng. Hai nhóm “Văn hóa, thể thao, giải trí” và “Hàng hóa và dịch vụ khác” có mức tăng mạnh nhất tại thời điểm trong và sau Tết Mậu Tý (tháng 2/2008), trong khi “Giáo dục” đạt mức tăng trần vào mùa khai giảng đều phù hợp với đặc điểm kinh doanh thời vụ của các nhóm hàng này. Bên cạnh đó, các nhóm có tỉ trọng cao như “May mặc, giày dép mũ nón” (7,21%) và “Thiết bị đồ dùng gia đình” (8,62%) có mức tăng trưởng năm khá cao là 12,91% và 12,68% mà đỉnh điểm cũng rơi vào các tháng 1, 2 và 7.

Đáng chú ý hơn cả là nhóm hàng hóa “Nhà ở và vật liệu xây dựng”, chiếm tỉ trọng lớn nhất trong Core CPI (20,76%) và chiếm 9,99% cơ cấu CPI tổng thể, đã có mức dao động lớn nhất trong năm 2008. Đặc biệt, khoảng cách giữa mức đỉnh và đáy của nhóm này khá lớn, chênh nhau tới 8,41 điểm phần trăm, được phân hóa rõ rệt tại hai nửa đầu và cuối năm, đây là tác nhân chính kìm hãm mức tăng chung của Core CPI 4 tháng cuối năm. Mặc dù mức tăng bình quân tháng thấp hơn so với năm 2007 là -0,82% nhưng tăng trưởng CPI cả năm của “Nhà ở và vật liệu xây dựng” lại ở mức cao: 8,46%.



(Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam; Tính toán của FPTS)

Như vậy, về toàn cục, Core CPI 2008 đã phản ánh khách quan hiện trạng gia tăng lạm phát trong nền kinh tế năm qua. Mặt bằng giá được nâng lên một cách đồng đều ở hầu hết các mặt hàng ít có dao động lớn theo thời gian. Đặc biệt, với sự góp mặt đóng vai trò như một nhân tố “kích hoạt” lạm phát cơ bản là nhóm hàng hóa “Nhà ở và vật liệu xây dựng”, Core CPI còn chỉ ra một phần nguyên nhân sâu xa của hiện trạng ấy, mà chúng tôi xin được trình bày chi tiết trong phần ảnh hưởng của thị trường Bất động sản đối với chỉ số giá tiêu dùng dưới đây.

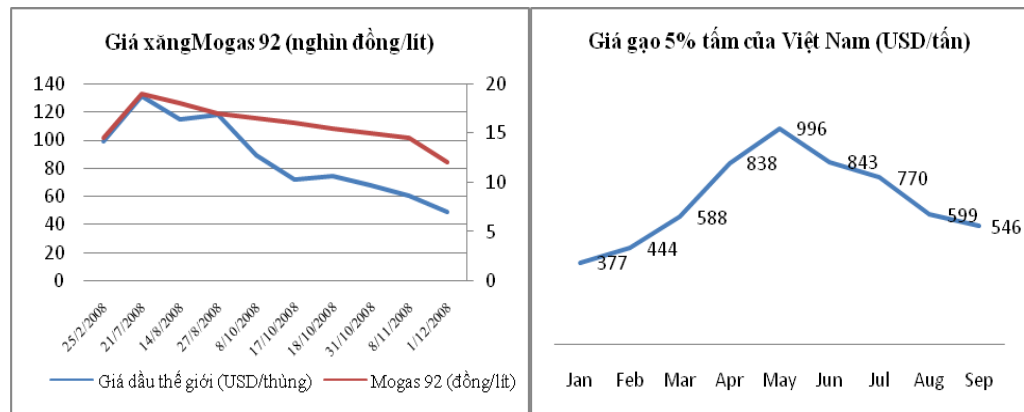
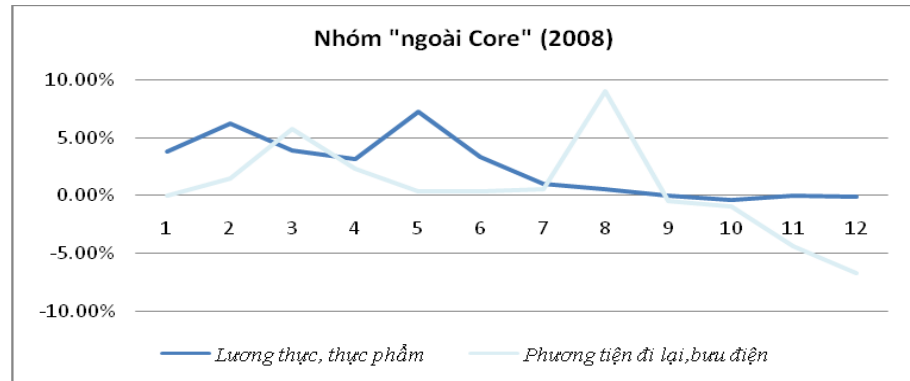
**Nhóm hàng hóa
'ngoài Core CPI'
đóng góp đến 70%
vào mức tăng CPI**

Nhóm hàng hóa “ngoài Core CPI”

Với sức tăng ổn định từ nhóm Core CPI như đã trình bày ở trên, diễn biến bất thường của CPI tổng thể trong năm 2008 được cho là chịu ảnh hưởng đặc biệt từ nhóm hàng hóa “ngoài Core CPI” (bao gồm “Lương thực, thực phẩm” và “Phương tiện đi lại, bưu điện”). Trong khi, bộ phận Core CPI đóng góp hơn 5% vào sức tăng 19,89% của CPI tổng thể trong năm 2008 thì nhóm “ngoài Core CPI” đóng góp phần còn lại lên tới hơn 14%. Đặc biệt, khi tỉ trọng trong CPI tổng thể của nhóm “ngoài Core CPI” chỉ tương đương với nhóm Core CPI là 51,89%. Tương đương về tỉ trọng, nhưng sự ảnh hưởng của nhóm “ngoài Core CPI” đến kết quả chung cao gấp gần 3 lần so với nhóm Core CPI. Những biểu hiện bất thường trong năm 2008 của hai nhóm hàng thuộc thành phần “ngoài Core CPI” có mặt bằng giá vốn dễ biến đổi này được giải thích bởi những yếu tố khách quan mang tính đột biến.

**Diễn biến CPI chịu
ảnh hưởng mạnh
từ giá lương thực,
thực phẩm và giá
xăng dầu**

Nhóm “Lương thực, thực phẩm” chiếm tỉ trọng tới 42,85%, cũng là nhóm dẫn đầu mức tăng giá trong toàn bộ 10 nhóm hàng hóa CPI trong năm 2008 với mức tăng 31,85% (trung bình 2,65%/tháng). Trong đó, riêng 6 tháng đầu năm CPI của nhóm hàng này luôn duy trì trên mức 3%/tháng, là nguyên nhân chính đẩy chỉ số giá tiêu dùng lên cao, vượt tầm kiểm soát của kế hoạch và mục tiêu đề ra trước đó. Đỉnh điểm mức tăng chủ yếu rơi vào tháng 2 và tháng 5 là những tháng chịu nhiều ảnh hưởng từ yếu tố thời vụ, thiên tai và các yếu tố khách quan khác.



(Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam; Tính toán của FPTs)

Tuy nhiên, do giá xăng dầu trong nước liên tục được điều chỉnh giảm trong những tháng cuối năm cùng với sự sụt giảm của thị trường dầu thế giới, “Phương tiện đi lại, bưu điện” đã có mức tăng trong năm thấp nhất trong 10 nhóm hàng hóa CPI, chỉ đạt 6,56%. Thêm vào đó, chiếm tỉ trọng nhỏ nên tác động trực tiếp của nhóm hàng hóa này đến sức tăng CPI năm 2008 là không nhiều. Mặc dù vậy, là loại hàng hóa có ảnh hưởng sâu rộng tới nhiều lĩnh vực sản xuất kinh doanh khác, sự biến động mạnh trong năm với cách biệt giữa đỉnh và đáy tăng trưởng lên tới 15,84 điểm phần trăm của nhóm này lại có một ý nghĩa vô cùng quan trọng đối với sự tăng/giảm của mặt bằng giá nói chung.

Như vậy có thể thấy, diễn biến giá cả trong năm 2009 có thể sẽ không trải qua những biến động lớn như năm 2008 khi mà các yếu tố bất thường/ khách quan được kiểm soát tốt hơn như tin đồn thất thiệt và vấn đề lạm phát toàn cầu. Tuy nhiên, với xu hướng diễn biến của coreCPI trong năm 2008 cho thấy, tình hình giá cả ở Việt Nam vẫn có thể ở mức cao, do các chịu sự chi phối của các vấn đề khác như Thâm hụt thương mại, tỉ giá và tăng trưởng kinh tế. Trong khi, các chính sách mà Chính phủ đã sử dụng không tạo ra được nhiều dư địa cần thiết để ổn định mặt bằng giá. Dự đoán, lạm phát cả năm 2009 vẫn cao hơn 10%, ở vào khoảng 10-12%.

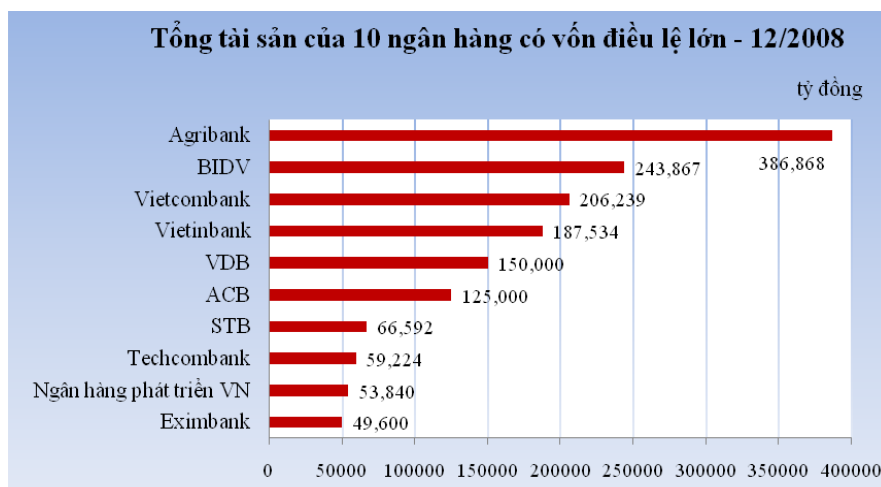
2.5. Hệ thống ngân hàng

Tình hình hoạt động của khối ngân hàng trong năm

Năm 2008 là một năm đánh dấu nhiều biến động và cả tăng trưởng của ngành ngân hàng Việt Nam. Với sự tăng trưởng mạnh về số lượng ngân hàng cổ phần được cấp phép, đồng

thời thị trường còn đánh dấu sự gia nhập ngành (được đánh giá là vẫn đang ở trong giai đoạn tăng trưởng) của 6 ngân hàng 100% vốn nước ngoài là HSBC (Anh quốc), Standard Chartered (Anh quốc), ANZ (Úc) và Shinhan (Hàn Quốc), Hong Leong (Malaysia) được cấp phép vào những ngày cuối cùng của năm. Tuy nhiên, chính sự phát triển nhanh chóng về số lượng ngân hàng trong 2 năm gần đây đang gây nên hiệu ứng bão hòa đối với ngành tài chính non trẻ này. Với gần khoảng gần 90 ngân hàng đang hoạt động, thì chỉ khoảng 20 ngân hàng chiếm tới 80% tổng dư nợ toàn hệ thống ngân hàng. Các ngân hàng nhỏ, có vốn dưới 1000 tỉ VND đang là những ngân hàng gặp nhiều khó khăn trong thời điểm nền kinh tế khó khăn với thị phần nhỏ. Để đối phó với vấn đề này, Ngân hàng Nhà nước đã yêu cầu các ngân hàng nâng vốn điều lệ lên 1000 tỉ VND, nhằm đáp ứng tỉ lệ vốn an toàn vào thời điểm 1/1/2009. Khi nền kinh tế trong năm 2008 gặp nhiều khó khăn thì khả năng tăng vốn là rất khó khăn dẫn đến rủi ro sát nhập và mua lại bởi các ngân hàng lớn hơn. Khó khăn về thị trường, vướng mắc về chính sách cũng chính là bức tranh chung của toàn ngành ngân hàng trong năm 2008.

Tính đến 16/12/2008 thì vốn chủ sở hữu của toàn hệ thống ngân hàng so với cùng kì năm ngoái tăng 29,7%. Tính trung bình, vốn điều lệ của mỗi ngân hàng Việt Nam khoảng 165 triệu USD, khá thấp so với trung bình của các ngân hàng thương mại trong khu vực. Trong khi tỷ lệ an toàn vốn tăng từ 8,9% lên 9,7% cùng với các chỉ tiêu thanh khoản vào thời điểm cuối năm vẫn đảm bảo an toàn. Trong 10 ngân hàng có vốn điều lệ lớn nhất thì đều có mức tăng trưởng tổng tài sản cao, đạt trung bình 51% so với năm 2007.

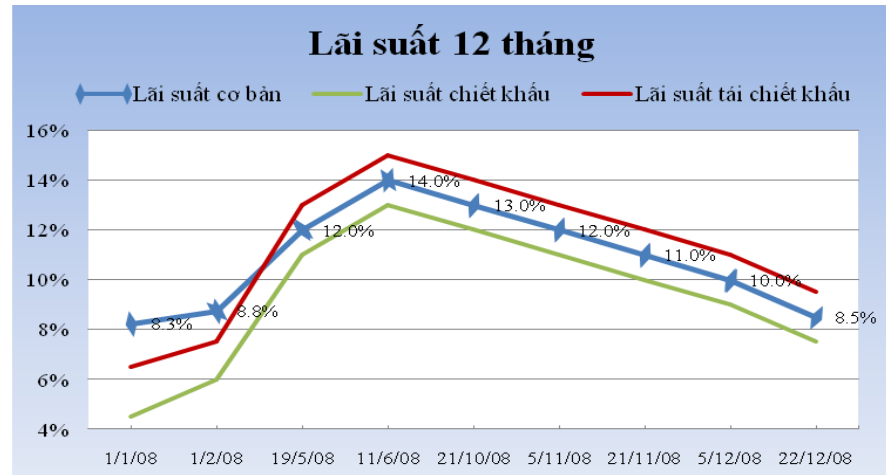


(Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam)

Lạm phát 6 tháng đầu năm tăng cao cùng với thâm hụt thương mại ở mức kỉ lục 14%/GDP đã buộc NHNN thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ. Đầu tiên là tỉ lệ dự trữ bắt buộc tăng và mở rộng các kì hạn áp dụng, ngay sau đó là việc NHNN đã thực hiện hút tiền từ lưu thông về thông qua phát hành 20,3 ngàn tỉ VND Tín phiếu bắt buộc áp dụng đối với hơn 40 ngân hàng thương mại. Theo thống kê, thì trong 6 tháng đầu năm 2008, NHNN đã thu về tổng cộng khoảng 60 ngàn tỉ VND từ các ngân hàng thương mại. Để phản ứng với sự thiếu thanh khoản, các NHTM đã đua nhau tăng lãi suất huy động lên mức kỉ lục trên 20%/năm, thậm chí lãi suất trên thị trường liên ngân hàng đã đạt đỉnh 35%/năm. Việc thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt với mức mạnh và liên tục đã làm cho hệ thống ngân hàng chưa bao giờ khó khăn như giai đoạn nửa đầu năm 2008. Đồng

**Lãi suất tăng cao
ảnh hưởng đến
toàn bộ hoạt động
kinh tế trong năm
2008**

thời, NHNN sử dụng cơ chế điều hành lãi suất mới theo đó lãi suất cho vay không vượt quá 150% lãi suất cơ bản và dần điều chỉnh lên mức cao nhất là 14% vào 11/6/2008. Mức lãi suất cơ bản cao này được duy trì trong vòng 6 tháng, tới tháng 10/2008, sau đó NHNN dần thực hiện nới lỏng chính sách thắt chặt của mình



(Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam)

Việc duy trì lãi suất cao trong khoảng thời gian khá dài đã làm cho gần như toàn bộ hoạt động của nền kinh tế, khi mà mức lãi suất quá cao đã làm “nản chí” các doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn thực sự. Bên cạnh đó, nỗi lo suy thoái kinh tế, gắn với lạm phát cao đã trở thành nỗi lo không chỉ của Việt Nam mà còn của hầu hết các quốc gia trên thế giới. NHNN đã tham gia tích cực vào nghiệp vụ thị trường mở và điều chỉnh linh hoạt biên độ tỉ giá lên mức +/-3% nhằm tạo ra mức độ hợp lý của các chính sách tài chính và tiền tệ, đồng thời kích thích được xuất khẩu.

Tỉ lệ nợ xấu của hệ thống ngân hàng trong cả năm 2008 có lẽ đang nằm phần nhiều ở thị trường bất động sản. Đầu năm 2008, theo thông báo của NHNN thì tổng dư nợ cho vay BĐS là 135 ngàn tỉ VND, chiếm khoảng 13% tổng dư nợ toàn hệ thống. Con số dự đoán thực sự cho vay BĐS có lẽ cao hơn nhiều. Tín dụng cho vay BĐS tăng mạnh vào thời điểm mà giá cả BĐS lên cao nhất (Quý IV/2007), dư nợ cho vay tăng cao dẫn đến rủi ro mất khả năng trả nợ tăng cao vào thời điểm cuối năm 2008. Tuy nhiên, không có dấu hiệu đổ vỡ liên quan đến thị trường BĐS do các NHTM nắm giữ nhiều tài sản xấu. Thậm chí, vào thời điểm cuối năm, NHNN công bố mức dư nợ cho vay BĐS đã giảm đáng kể, còn khoảng 115,5 ngàn tỉ VND, tức 10% tổng dư nợ của Hệ thống ngân hàng. Tỉ lệ nợ xấu của toàn hệ thống đạt mức 3.5% cao hơn mức dự báo 0.5% nhưng vẫn nằm ở giới hạn an toàn (dưới 5%). Xét trên thực tế, khả năng dư nợ bất động sản vẫn rất cao trong năm 2009 do thị trường bất động sản vẫn chưa thoát khỏi suy thoái. Điều này kéo theo khả năng nợ xấu của ngân hàng sẽ có khả năng tăng cao hơn so với thực tế và con số của năm 2008. Do đó, chính sách tiền tệ sẽ được điều chỉnh theo xu hướng nới lỏng hơn nữa nhằm đảm bảo thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và tránh những đổ vỡ do hệ quả của chính sách thắt chặt kéo dài.

III. TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

3.1. Thống kê cơ bản TTCK Việt Nam

- ✓ Tính đến ngày 31/12/2008, mức vốn hóa thị trường của cổ phiếu đạt khoảng 50.428 tỉ VND tại sàn Hà Nội và khoảng 169.346 tỉ VND tại SGD TpHCM, chiếm 14,86% GDP. Hiện nay, mức vốn hóa thị trường giảm chủ yếu do các chứng khoán giảm giá mạnh.
- ✓ Tính đến cuối năm 2008 (ngày 31/12/2008), có 170 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng Khoán Tp.HCM và 168 doanh nghiệp niêm yết trên Trung tâm Giao dịch Chứng Khoán Hà Nội
- ✓ Trong năm 2008 (tính đến ngày 31/12/2008) Sở Giao dịch Tp.HCM đã thực hiện được 249 phiên giao dịch với tổng khối lượng gần 3,404 triệu chứng khoán tương ứng giá trị 152.615,908 tỉ đồng. Tại sàn Hà Nội, những con số tương ứng là 249 phiên giao dịch với tổng khối lượng hơn 3,524 triệu chứng khoán và 246.230,766 tỷ đồng giá trị.
- ✓ Trên thị trường đến ngày 26/12/2008 đã có 101 công ty chứng khoán và 42 công ty quản lí quỹ đang hoạt động.
- ✓ Tính đến 31/12/2008 đã có 12.720 tài khoản giao dịch thuộc khối đầu tư nước ngoài, trong đó 887 tài khoản là của tổ chức còn lại là của nhà đầu tư cá nhân nước ngoài.
- ✓ Tính đến 31/12/2008 khối đầu tư nước ngoài đã giao dịch 2.263.341.354 chứng khoán với giá trị 202.534,873 tỷ đồng tại sàn Hà Nội và tương ứng là 1.119.037.618 chứng khoán với giá trị 68.974,151 tỷ đồng tại Sở GD TpHCM. Như vậy, khối nhà đầu tư nước ngoài tính đến hiện tại có giao dịch chiếm khoảng 68,07% doanh số giao dịch toàn thị trường và khoảng 48,82% khối lượng giao dịch toàn thị trường.
- ✓ Giao dịch nhà đầu tư nước ngoài về trái phiếu ở hai sàn:
 - Tại SGD TpHCM vẫn còn niêm yết 1 loại trái phiếu do Kho bạc Nhà nước phát hành và 7 loại trái phiếu do BIDV TpHCM phát hành còn lại là 50 loại trái phiếu do địa phương phát hành.
 - Tại trung tâm GD Hà Nội hiện có 534 trái phiếu niêm yết chủ yếu là trái phiếu Chính Phủ, trong năm 2008 có thêm 69 loại trái phiếu phát hành mới và niêm yết với khối lượng niêm yết 253.790.000 trái phiếu.

3.2. Diễn biến Thị trường Chứng khoán Việt Nam

- ✓ Trong Quý 1, VN_Index có 9 phiên giảm điểm liên tục từ ngày 14/3/2008 đến ngày 26/3/2008 cùng với khối lượng giao dịch cũng giảm làm VN_Index mất 21,6% điểm so với ngày 14/3/2008. Trong khi cả quý 1 VN_Index mất 43,9% so với đầu năm (921,07 ngày 2/1/2008). Đáy của quý 1 là 496,64 điểm vào ngày 25/3/2008
- ✓ Trong Quý 2 cả giá trị giao dịch và khối lượng giao dịch đều giảm và là quý có tính thanh khoản kém nhất trong năm (bình quân mỗi phiên giao dịch với khối lượng 5.942.920 cổ phiếu). Cũng trong quý này VN_Index có 25 phiên giảm điểm liên tục từ 5/5/2008 đến 11/6/2008 với 28,9% điểm bị mất so với ngày 5/5/2008 trong khi cuối quý giảm 23,5% so với đầu quý. Đáy của quý 2 là 366,02 điểm vào ngày 20/6/2008.
- ✓ Quý 3, VN_Index có tính thanh khoản cao nhất trong năm với khối lượng giao

dịch bình quân ngày là 17.486.971 cổ phiếu. Trong quý 3, VNIndex thiết lập đỉnh sau 10 phiên tăng điểm liên tục với mức giá đóng cửa 561,85 vào ngày 27/8/2008. Đáy của VN_Index trong quý 3 ở mức giá đóng cửa 409,61 điểm vào ngày 1/7/2008. Trong 10 phiên tăng điểm liên tục đã giúp VNIndex tăng 18,08% so với ngày 5/8/2008.

- ✓ Quý 4, VN_Index lại tiếp tục xu hướng giảm điểm với đáy là 286,85 vào ngày 10/12/2008 và đây cũng là mức đáy của năm 2008. Đáy của quý này giảm 29,97% so với đáy của quý 3 và giảm 21,63% so với đáy của quý 2. VNIndex đóng cửa vào ngày 31/12/2008 là 315,62 điểm giảm 73,04% so với đỉnh của VN_Index (giá đóng cửa ngày 12/3/2007 với 1170,67 điểm) và giảm 65,73% so với ngày đầu năm 2008.

IV. KỊCH BẢN KINH TẾ

Các kịch bản kinh tế trong năm 2009

Sau các phân tích và diễn biến kinh tế vĩ mô ở trên, cùng với quá trình thu thập và xử lý dữ liệu, FPTS đưa ra các chỉ số dự báo cơ bản như trong bảng dưới đây. Đối với kịch bản này, kết quả của FPTS xuất phát từ phân tích chuỗi dữ liệu quá khứ có kết hợp các yếu tố điều chỉnh nhằm mục tiêu đưa ra con số sát thực và khách quan nhất có thể.

	Suy thoái	Cơ bản	Triển vọng
Tăng trưởng GDP	4,8%	5,81%	6,8%
CPI (cả năm)	14,9%	13,85%	12,8%
Thâm hụt TM (tỷ USD)	15,15	11,89	8,63
FDI giải ngân (tỷ USD)	8,5	11	12

Trong bối cảnh khủng hoảng kinh tế hiện nay, có rất nhiều các yếu tố không chắc chắn có thể xảy ra. Do vậy, tính chính xác của số liệu và dự báo hướng đi của các chỉ báo kinh tế chính không thể được đảm bảo tuyệt đối. Tuy nhiên, dựa trên cơ sở dữ liệu sẵn có và kinh nghiệm của các chuyên gia phân tích, FPTS tin tưởng rằng số liệu đưa ra trong báo cáo này sẽ tiến tới gần nhất với con số thực tế với hai kịch bản trái chiều có thể xảy ra như sau:

✓ **Kịch bản triển vọng:**

Các chính sách tài khóa, tiền tệ của Chính phủ thường có độ trễ từ 6 tháng đến 1 năm tùy thuộc vào mức độ ảnh hưởng của mỗi chính sách. Như vậy, tác động tích cực từ các chính sách tiền tệ thắt chặt của Chính phủ trong quý III 2008 có khả năng xuất hiện sớm hơn (cuối quý I, đầu quý II 2009) trong khi chính sách tài khóa đầu năm 2009 có thể phát huy tác dụng trong nửa cuối 2009. Thêm vào đó, hàng loạt các nỗ lực vực dậy nền kinh tế của Chính phủ Mỹ và các nước tư bản từ quý IV 2008 cùng với sự kiện tổng thống Barack Obama lên nắm chính quyền đang thấp những tia hi vọng về triển vọng sáng sủa hơn của nền kinh tế toàn cầu. Bức tranh này có thể giúp luồn vốn FDI tiếp tục diễn biến theo chiều hướng thuận lợi. Nếu xu hướng này thực sự diễn ra, các kết quả dự báo về kịch bản triển vọng của FPTS không phải là cái đích khó đạt được.

✓ **Kịch bản suy thoái:**

Ở khía cạnh ngược lại, sau phân tích diễn biến các yếu tố cơ bản của nền kinh tế nêu trên, nhà đầu tư cần cân nhắc khả năng có thể xảy ra đối với kịch bản suy thoái. Chỉ số CPI tuy giảm nhưng các yếu tố “Core CPI” vẫn đang tăng lên với lãi suất ngân hàng thực âm và cao tương đối so với mặt bằng lãi suất quốc tế. Kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu giảm đồng thời, trong đó xu hướng giảm của xuất khẩu mạnh hơn khiến thâm hụt thương mại không giảm đáng kể, mặc dù sự ra đời của nhà máy lọc dầu Dung Quất có tác dụng một phần hạn chế nhập siêu. Hệ thống ngân hàng đang dư thừa vốn nhưng tốc độ giải ngân chậm do rủi ro nợ xấu cao, tăng trưởng tín dụng theo đó cũng giảm đi đáng kể. Trong nguy cơ suy thoái, luồng vốn FDI sẽ vào Việt Nam với con số rất hạn chế và các dự án lớn trong hiện tại có khả năng bị trì hoãn hoặc hủy bỏ do khó khăn trong huy động vốn vay từ các tổ chức tài chính quốc tế.

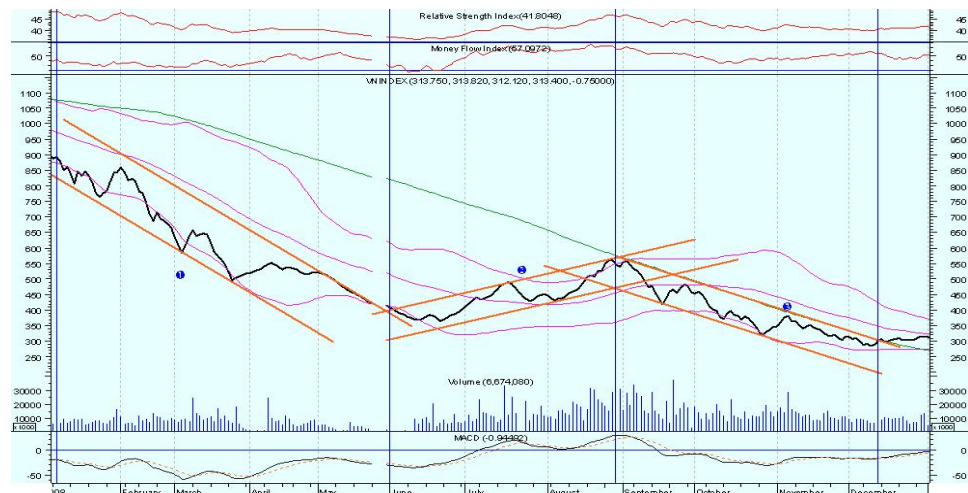
V. HƯỚNG PHÁT TRIỂN CỦA TTCK

5.1. Phân tích kỹ thuật

Năm 2008 – Một kịch bản thoái trào

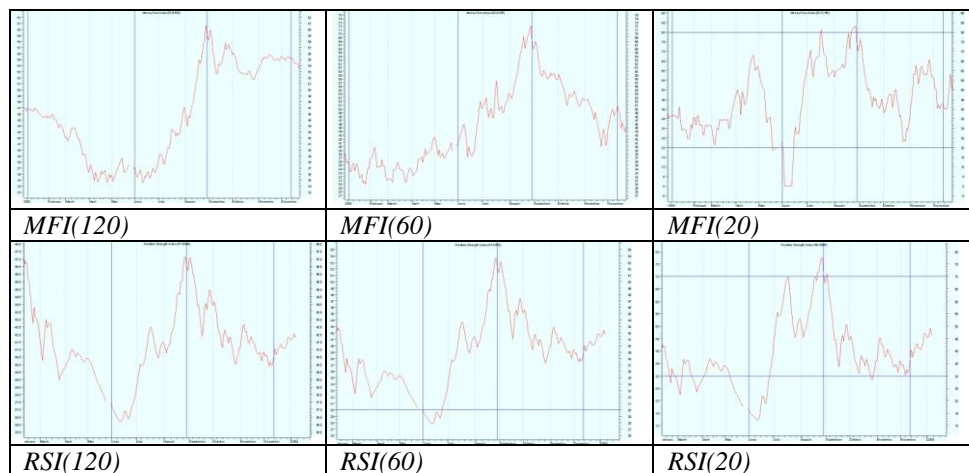
Như chúng tôi đã dự báo trong “Báo cáo Thị trường chứng khoán Việt Nam” một năm trước, theo đó, “*Nếu VN-Index phá xuống mức 800 trong nửa đầu năm, chỉ số này sẽ phải đối mặt với khả năng suy giảm mạnh*”, ngay trong tháng 1 và 2/2008, thị trường đã hai lần chứng kiến VN-Index xuyên thủng ngưỡng này, chính thức mở màn cho một đợt thoái trào tệ hại suốt những tháng sau đó. Giảm 611,4 điểm (tương đương 66%) so với thời điểm cuối năm 2007, năm 2008 được coi là một năm khó khăn không thể tránh khỏi của Thị trường chứng khoán Việt Nam, khi các yếu tố kinh tế vĩ mô trong và ngoài nước đã sớm bộc lộ những bất ổn ngay trong giai đoạn thêm năm mới.

Sức giảm chung cuộc của VN-Index có thể thấy rõ qua lực bán áp đảo được thể hiện qua diễn biến trong năm bộ chỉ số Sức mạnh tương đối: RSI(20), RSI(60) và RSI(120). Theo đó, cán cân cung – cầu thường xuyên bị lệch về bên Bán trong các giai đoạn dài và chỉ đạt tới điểm cân bằng trong ngắn hạn. Tương tự, chỉ số Sức mạnh dòng tiền MFI(20), MFI(60) và MFI(120) cũng cho thấy sự tích tụ và phân phối dòng tiền chủ yếu được cân bằng trong thời gian ngắn, đặc trưng cho các sóng nhỏ rất phổ biến trong quá trình vận động của VN-Index suốt một năm qua. Thậm chí, ngay với quá trình tích tụ - phân phối dài hạn cũng được hình thành trên sự cân bằng tương đối của các dòng tiền ngắn hạn. Điều này giải thích tại sao thị trường 2008 không có những sóng lớn, mà về mặt ý nghĩa, cho thấy sự thiếu tin tưởng của nhà đầu tư vào sức tăng bền vững của thị trường trong năm qua.



Một mẫu hình kỹ thuật mà VN-Index thực hiện trong năm 2008 là mẫu hình “Đỉnh – Đầu – Vai” (Head and Shoulders Top) được hình thành từ tháng 6 đến tháng 12/2008. Tuy nhiên, mẫu hình này không phải nguyên nhân chính dẫn đến việc sụt giảm tới 66% giá trị thị trường HOSE, mà chỉ đóng vai trò là yếu tố hoàn thiện một mẫu hình kỹ thuật dài hạn hơn. Thật vậy, lùi lại thời điểm 2006, diễn biến VN-Index từ đó tới cuối năm 2008 vừa vặn hoàn thành mẫu hình có đặc điểm đối xứng khá tương đồng với mô hình “Đỉnh – Đầu – Vai”, trong đó, “Đầu” được xác định là khoảng đỉnh được tạo bởi mẫu hình “Ba đỉnh”

(Triple Top) hình thành trong năm 2007. Điều này cho phép chúng ta chờ đợi một kịch bản sáng sủa hơn trong năm 2009, khi quá trình hoàn giá trị (giảm) được đánh là đang trong giai đoạn cuối.



Năm 2009 – Qua cơn bão cực?

“Suy thoái kinh tế toàn cầu” và “cơn bão tài chính” là những cụm từ đặc biệt phổ biến từ nửa cuối năm 2008 trên toàn thế giới. Cùng thời gian đó, chúng ta được chứng kiến sự sụp đổ của hệ thống ngân hàng, sự suy giảm của không ít thị trường chứng khoán trên toàn cầu. Những điều đó còn tiếp tục là nỗi ám ảnh của không ít người trước thềm một năm mới, nhất là khi đã có các ý kiến chuyên môn nhận định rằng năm 2009 sẽ tiếp tục là một năm không gai.

✓ Kênh xu thế

Kết thúc năm 2008, VN-Index vẫn chịu sự chi phối của kênh xu thế giảm dài hạn thiết lập từ những ngày đầu tháng 10/2007. Với sự xuất hiện của mô hình Đỉnh – Đầu – Vai trong nửa cuối năm, cùng với vai trò tích cực của đường hỗ trợ tại 303 điểm, sự suy giảm của chỉ số này trong những tháng cuối năm 2008 đã được khống chế trong nửa kênh trên của kênh xu thế, bước đầu tìm chế được sức giảm mạnh suốt 8 tháng trước đó (từ 10/2007 đến 6/2008). Tuy nhiên, đây cũng là thời điểm nhạy cảm khi đường VN-Index đã tiến sát tới giao điểm giữa đường kênh trên với đường hỗ trợ tại 303 điểm. Để tránh một đợt sụt giảm mới, VN-Index cần ít nhất trụ vững tại mức điểm này vào thời điểm cuối tháng 1/2009. Thoát khỏi kênh xu thế này, VN-Index sẽ thoát khỏi sự chi phối giảm để thiết lập một xu thế vận động mới tích cực hơn, với mục tiêu đầu tiên là mức 470 điểm của Fibonacci Retracement 23,6% tính cho mức bù (tăng) của quá trình giảm dài hạn trước đó.

✓ Chỉ số dòng tiền MFI và Chỉ số sức mạnh tương đối RSI

MFI(20) chỉ ra dòng tiền ngắn hạn đã tương đối cân bằng, dù cán cân cung – cầu có nghiêng nhẹ về bên Bán, cho thấy trong ngắn hạn, thị trường khó có khả năng suy giảm sâu. Trong khi đó, sự vận động của RSI(60) thể hiện xu thế cung – cầu trung hạn đang dần ổn định dù ưu thế vẫn thuộc về bên Bán. Cùng với đó, diễn biến của chỉ số dòng tiền trung hạn MFI(60) mô tả chiều hướng tích tụ đang gia tăng ngay tại điểm cân bằng dòng

tiền, sẽ giúp thị trường có được sự ổn định tương đối trong Quý tới. Tương tự, sự ổn định cung – cầu dài hạn với áp lực Bán nhẹ trong khi dòng tiền khá cân đối cho thấy lợi thế của bên mua trong dài hạn có thể sẽ thổi vào thị trường một luồng sinh khí mới trong nửa cuối của năm 2009.

✓ Hệ kênh hồi qui và Các kịch bản kinh tế

Thiết lập hệ kênh hồi qui với 03 kênh hồi qui ngắn hạn (hồi qui theo dữ liệu 2008), trung hạn (hồi qui theo dữ liệu 2007 và 2008) và dài hạn (hồi qui từ năm 2005 tới 2008), chúng tôi xin đưa ra ở đây 03 khả năng vận động của Thị trường chứng khoán năm 2009:



5.2. Các kịch bản thị trường chứng khoán

Kịch bản 1: Suy thoái

Như trên đã phân tích, VN-Index hiện tại được “đỡ” tại mức điểm 303. Thung ngưỡng này trong tháng 1/2009 sẽ khiến cho đường giá trị của chỉ số này một mặt trượt dọc theo đường hồi qui ngắn hạn, mặt khác chịu sự kiểm soát của đường kênh xu thế giảm, bật xuống nửa kênh dưới của kênh hồi qui ngắn hạn và chỉ được chặn bởi đường kênh dưới kênh hồi qui dài hạn trong khoảng 200 điểm – 230 điểm trong khoảng thời gian 02 tháng sau đó. Đứng vững tại khoảng này, VN-Index sẽ liên tục được đỡ bởi đường kênh dưới của kênh hồi qui dài hạn từ 230 điểm – 280 điểm trong những tháng tiếp theo. Sự hồi phục của nền kinh tế cũng sẽ là một nhân tố to lớn đẩy mức điểm của kịch bản này lên 310 điểm vào thời điểm cuối năm 2009.

Đây là kịch bản được bàn tới trong điều kiện nền kinh tế thế giới nói chung, Việt Nam nói riêng tiếp tục hứng chịu những ảnh hưởng nặng nề từ cơn bão tài chính 2008 mang lại. Với kịch bản này, nền kinh tế sẽ tiếp tục xấu đi trong ít nhất nửa đầu năm, với các biểu hiện phổ biến của một nền kinh tế suy thoái như lạm phát cao, sản xuất đình đốn do hạn chế tín dụng (lãi suất cao), thất nghiệp gia tăng, v.v...

Kịch bản 2: Hồi phục Vượt qua khỏi đường kênh trên của kênh xu thế dài hạn với khoảng

điểm thuyết phục từ 320 điểm – 330 điểm vào cuối tháng 1/2009, đường VN-Index sẽ có xu thế hướng lên đường kênh trên của kênh hồi qui ngắn hạn. Nếu sức bật lớn (giả thiết có động lực từ những giải pháp tích cực nhằm bình ổn và phát triển nền kinh tế trước những tồn tại của năm 2008) đưa chỉ số này vượt qua được ngưỡng 470 điểm (tương ứng với FR 23,6%) trong 03 tháng đầu năm, thị trường sẽ được đỡ tại mức điểm này như một ngưỡng hỗ trợ chắc, tạo điều kiện cho đường giá trị VN-Index bám tới đường hồi qui trung hạn và vận động trong khoảng điểm giữa đường này với FR38,2% (550 điểm – 600 điểm) tới thời điểm cuối năm. Trường hợp đường VN-Index xuyên thủng đường kênh này tại khoảng điểm thấp hơn (350 điểm - 450 điểm) trong từ tháng 4 đến tháng 6/2009, mục tiêu trong 6 tháng cuối năm của chỉ số này, với giả thiết nền kinh tế từng bước có những biến chuyển tích cực trong nửa cuối năm, sẽ là khoảng dao động giữa kênh trên đường hồi qui ngắn hạn (lúc này đóng vai trò như một đường hỗ trợ mạnh) và mức FR23,6% kể trên, tương đương 450 điểm - 470 điểm.

Kịch bản 3: Tăng trưởng

Kịch bản này tìm thấy điểm chung với Kịch bản 2, khi trong vòng 03 tháng đầu năm 2009, VN-Index xuyên thủng mức 470 điểm và hướng tới đường hồi qui trung hạn. Tiếp tục xuyên thủng mức 550 điểm – 600 điểm trước tháng 7, đường hồi qui trung hạn sẽ trở thành đường hỗ trợ chắc, tạo tiền đề để VN-Index vượt tới đường hồi qui dài hạn và FR61,8% trong những tháng cuối năm 2009 với mức điểm đạt tới 800. Tuy nhiên, đây là một kịch bản với giả định nền kinh tế Việt Nam và thế giới đã sáng tỏ được những giải pháp nhằm khắc phục cuộc suy thoái nặng nề của năm 2008. Do đó, đây được coi là kịch bản có ít khả năng xảy ra nhất.

Kết luận

Kênh hồi qui năm 2008 (hồi qui ngắn hạn) cho thấy mặc dù xu thế giảm là chủ đạo, song trong thời điểm những tháng cuối năm, sự bật lên phần nửa kênh trên, nhận đường hồi qui chính làm đường hỗ trợ, cho thấy thị trường đang từng bước lấy lại sự cân bằng, khi giá cả của hầu hết các chứng khoán được cho là đã rất thấp và hợp lý để có thể cân nhắc mua vào. Tuy vậy, sự bám sát đường hồi qui chính của VN-Index nên chỉ số này cũng chưa tạo ra được một khoảng cách an toàn trước khả năng một đợt suy giảm mới. Thêm vào đó, nếu xét tương quan vị trí với hệ kênh hồi qui trung hạn (từ 2007) và dài hạn (từ 2005), đường giá trị VN-Index, vẫn nằm trọn vẹn trong nửa kênh dưới của các kênh hồi qui này. Như vậy, áp lực giảm vẫn khá lớn, trong khi bối cảnh chung của nền kinh tế thế giới và Việt Nam chưa có những dấu hiệu khởi sắc chắc chắn sẽ khiến cho thị trường chứng khoán 2009 khó có được một sức bật mạnh mẽ. Điều này, bằng định tính đã có thể cho phép chúng ta thận trọng với dự đoán về một kịch bản vừa đủ giúp thị trường qua cơn bão cực! Do đó, kịch bản 2 với khả năng hồi phục của thị trường trong năm 2009, theo chúng tôi là hợp lý hơn cả.

VI. PHỤ LỤC

Bảng 1: Khối lượng và giá trị giao dịch trái phiếu năm 2008

	KLGD trái phiếu	GTGD trái phiếu (VND)
	HOSE	
Mua	123.784.200	12.645.724.868
Bán	112.980.300	11.352.575.102
Mua-Bán	10.803.900	1.293.149.766
	HASTC	
Tổng	2.147.026.984	198.151.855.982.760

Bảng 2: Thống kê quy mô giao dịch sàn HO

	Khớp lệnh		Tổng cộng	
	Khối lượng (CK)	Giá trị (tỉ VND)	Khối lượng (CK)	Giá trị (tỉ VND)
Quý 1	544.318.360	36.495,794	739.917.519	55.626,676
Quý 2	334.736.290	12.962,165	456.819.656	21.857,598
Quý 3	1.182.308.260	43.018,992	1.255.469.148	46.271,752
Quý 4	838.779.720	23.023,254	952.591.107	28.859,881

Bảng 3: Thống kê quy mô giao dịch sàn HA

	Khối lượng (CK)	Giá trị (tỉ VND)
Quý 1	453.071.597	37.211,74
Quý 2	561.891.501	40.697,81
Quý 3	1.036.092.454	59.748,84
Quý 4	1.472.746.703	108.572,38

Bảng 4: Thống kê tình hình tăng giảm chứng khoán trong năm sàn HO

		Toàn thị trường	Cổ phiếu	Trái phiếu	Chứng chỉ quỹ
Quý 1	Niêm yết mới	290.188,65	285.528,65	4.660,00	
	Niêm yết bổ sung	214.690,73	214.690,73		
Quý 2	Niêm yết mới	163.382,85	82.736,85		80.646,00
	Niêm yết bổ sung	85.368,05	85.368,05		
	Hủy niêm yết	502.396,44		502.396,44	
Quý 3	Niêm yết mới	83.064,00	83.064,00		
	Niêm yết bổ sung	125.958,05	125.958,05		
	Hủy niêm yết	10.040,00		10.040,00	
Quý 4	Niêm yết mới	832.933,00	832.933,00		
	Niêm yết bổ sung	106.901,20	106.901,20		
	Hủy niêm yết	14.530,00		14.530,00	
Đvt: 1000 CK					

Công ty cổ phần chứng khoán FPT (FPTS)

Trụ sở chính: tầng 2, 71 Nguyễn Chí Thanh – Hà Nội

Tel: (84.4) 3773 7070

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Địa chỉ: 31 Nguyễn Công Trứ, Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP.Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84-8) 6290 8686

Fax: (84-8) 6291 0607

Chi nhánh Đà Nẵng

Địa chỉ: Số 09 Nguyễn Văn Linh, Phường Nam Dương, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng, Việt Nam

Điện thoại: (84.511) 3553 666

Fax: (84.511) 3553 888

Liên hệ:

Giám đốc Phân tích đầu tư

Giang Trung Kiên: KienGT@fpts.com.vn

Tel: (84.4) 3773 7070, Ext: 4303

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Chúng tôi từ chối mọi trách nhiệm xảy ra đối với bất kỳ việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần nội dung của bản báo cáo cho mục đích đầu tư.

Các thông tin có liên quan có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2008 Công ty chứng khoán FPT

