

## BÁO CÁO VĨ MÔ VÀ THỊ TRƯỜNG

QUÝ II/2009



7/15/2009

Công ty Chứng khoán Ngân hàng Ngoại Thương Việt Nam

Phòng Nghiên cứu và Phân tích



VIETCOMBANK SECURITIES

## MỤC LỤC

|                                                                  |           |
|------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>LỜI MỞ ĐẦU .....</b>                                          | <b>3</b>  |
| <b>I. KINH TẾ THẾ GIỚI.....</b>                                  | <b>4</b>  |
| 1.1. Tình hình kinh tế thế giới 6 tháng đầu năm 2009.....        | 4         |
| 1.2. Triển vọng kinh tế thế giới 6 tháng cuối năm 2009 .....     | 7         |
| <b>II. KINH TẾ VIỆT NAM.....</b>                                 | <b>9</b>  |
| 2.1. Tăng trưởng kinh tế 6 tháng đầu năm 2009.....               | 9         |
| 2.2. Cán cân thương mại .....                                    | 11        |
| 2.3. Vốn ngoại tệ FDI, FII, ODA và kiều hối.....                 | 14        |
| 2.4. Tỷ giá .....                                                | 15        |
| 2.5. Tình hình lạm phát .....                                    | 18        |
| 2.6. Lãi suất và chính sách tiền tệ.....                         | 19        |
| 2.7. Triển vọng tăng trưởng kinh tế Việt Nam năm 2009.....       | 24        |
| <b>III. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VÀ TRÁI PHIẾU .....</b>           | <b>25</b> |
| 3.1. Chứng khoán thế giới.....                                   | 25        |
| 3.2. Chứng khoán Việt Nam .....                                  | 27        |
| 3.2.1. Diễn biến thị trường quý II và 6 tháng đầu năm 2009 ..... | 27        |
| 3.2.2. Đây là cơ hội cuối năm.....                               | 28        |
| 3.2.3. Triển vọng đầu tư một số ngành.....                       | 29        |
| 3.3. Thị trường Trái phiếu.....                                  | 36        |
| <b>IV. KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ .....</b>                         | <b>38</b> |



## LỜI MỞ ĐẦU

Sáu tháng đầu năm 2009 đã qua với những diễn biến phức tạp của nền kinh tế thế giới và Việt Nam. Mở đầu năm, nền kinh tế toàn cầu bước vào giai đoạn khó khăn nhất kể từ sau chiến tranh thế giới thứ 2 với nhiều nền kinh tế lớn như Mỹ, Nhật Bản, Anh và các nước trong khối EU rơi vào suy thoái nghiêm trọng, đến gần cuối quý II các tín hiệu vĩ mô trở nên tích cực hơn và nền kinh tế thế giới bắt đầu nhìn thấy ánh sáng phía cuối đường hầm.

Tình hình kinh tế bị dạt với viễn cảnh kinh tế không mấy sáng sủa ở giai đoạn đầu năm 2009 đã khiến hàng loạt chỉ số chứng khoán ở các nước trên thế giới và Việt Nam rơi vào vòng xoáy mất điểm. Tuy nhiên, khi các tín hiệu kinh tế vĩ mô vẫn còn đang hết sức bi quan, thị trường chứng khoán đã sớm tạo đáy và đi lên. Khi các tín hiệu vĩ mô trở nên rõ ràng hơn thì thị trường lại điều chỉnh, một phần do những động thái chính sách do lo ngại áp lực lạm phát, một phần do kinh tế vĩ mô đã hồi phục chậm hơn kỳ vọng của các nhà đầu tư.

Hiện tại, cuộc khủng hoảng kinh tế, tài chính toàn cầu với những hệ lụy của nó vẫn còn những ảnh hưởng tiêu cực đến nền kinh tế các quốc gia trong đó có Việt Nam. Bên cạnh đó, Việt Nam còn có những vấn đề cần phải đối mặt như cải thiện hiệu quả đầu tư, cải thiện môi trường kinh tế, nâng cao khả năng cạnh tranh của nền kinh tế....Tuy nhiên những tín hiệu lạc quan ban đầu cho thấy giai đoạn khó khăn nhất đã ở sau lưng. Giờ đây nền kinh tế Việt Nam đang nỗ lực hướng tới một viễn cảnh tương sáng hơn và mở ra nhiều cơ hội cho những ai biết tận dụng.

Báo cáo này được đưa ra nhằm cung cấp cho các nhà đầu tư phân tích tổng quan về những biến động vĩ mô và thị trường chứng khoán trong nửa đầu năm 2009 cũng như viễn cảnh kinh tế trong năm 2009 để từ đó các nhà đầu tư có thể rút ra những đánh giá và dự đoán của riêng mình về tình hình năm 2009 và triển vọng những năm sau làm cơ sở cho hoạt động đầu tư và phân bổ tài sản trong thời gian tới.

Như đã nêu trên, mục tiêu của báo cáo này chỉ giới hạn trong việc cung cấp một bức tranh tổng quan về tình hình kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán. Những phân tích chi tiết từng ngành và từng doanh nghiệp cụ thể sẽ được nêu trong các báo cáo ngành và báo cáo công ty mà chúng tôi sẽ cập nhật trong thời gian tới.

**Phòng Phân tích & Nghiên cứu VCBS**

## I. KINH TẾ THẾ GIỚI

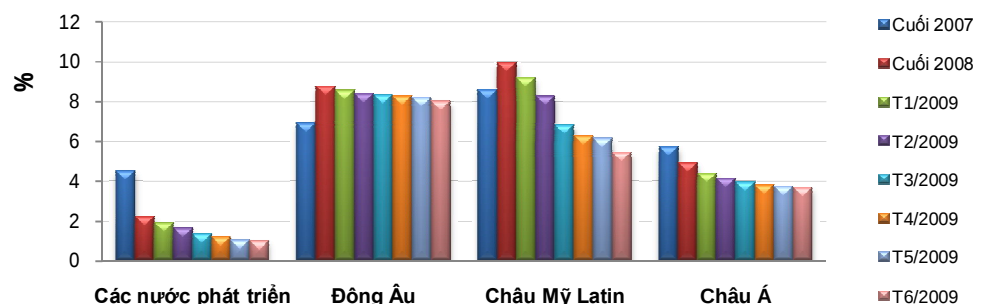
### 1.1. Tình hình kinh tế thế giới 6 tháng đầu năm 2009

Sau khi suy giảm mạnh trong nửa cuối năm 2008, kinh tế toàn cầu chính thức bước vào thời kỳ khủng hoảng trầm trọng nhất trong lịch sử kể từ sau chiến tranh thế giới thứ II, với mức tăng trưởng âm tại nhiều nước phát triển trong quý I/2009 (Mỹ -5,5%, Nhật -8,8%, EU -4,8%, Anh -4,1%) và suy giảm mạnh tại nhiều nước đang phát triển khác (so với cùng kỳ năm trước Trung Quốc giảm 4,5 %, Ấn Độ giảm 2,8 %, Singapore giảm 16,8 %, Thái Lan giảm 13,1 %). Theo đó, dự báo tốc độ tăng trưởng kinh tế toàn cầu năm 2009 đã bị IMF điều chỉnh từ mức tăng trưởng 2,2% trở thành suy thoái -1,3% trong báo cáo quý I/2009.

*Xu hướng hạ lãi suất trên toàn cầu*

Trước diễn biến xấu đi của kinh tế thế giới, chính sách kích cầu đã được nhiều nước áp dụng từ cuối năm 2008 và đầu năm 2009, bên cạnh việc mở rộng chi tiêu công và miễn giảm thuế, chính sách nới lỏng tiền tệ mà công cụ chính là cắt giảm lãi suất đã và đang được tiến hành triệt để tại nhiều quốc gia với mục tiêu kích thích tiêu dùng nội địa và hỗ trợ các doanh nghiệp vượt qua giai đoạn khó khăn. Tính đến thời điểm cuối tháng 6, lãi suất cơ bản bình quân của các nước phát triển giảm khoảng 54% so với cuối năm 2008, tương ứng tại Châu Á là 25%, Châu Mỹ Latin là 45% và Đông Âu là 8,5%.

**Biến động lãi suất trung bình tại các khu vực trên thế giới**



*Nguồn: VCBS thu thập*

**Tín hiệu khả quan bắt đầu manh nha tại các nước trên thế giới nhưng chưa thực sự ổn định**

Nhờ chính sách kích cầu của Chính phủ, động thái hỗ trợ của Ngân hàng trung ương các nước và sự nỗ lực của Mỹ và Châu Âu trong việc giải cứu lĩnh vực tài chính ngân hàng, kinh tế toàn cầu bắt đầu có những tín hiệu khả quan trong quý II/2009 nhưng vẫn chưa thực sự ổn định.

*Triển vọng hồi phục sớm của kinh tế Mỹ đang bị cản bởi tỷ lệ thất nghiệp tăng cao*

Tại Mỹ, chỉ số bán lẻ trong tháng 5 đã tăng 0,5% sau 4 tháng tăng trưởng âm đầu năm 2009. Số đơn đặt hàng lâu bền và đơn đặt hàng tại các nhà máy đã tăng tháng thứ 2 liên tiếp. Bên cạnh đó, thị trường nhà đất cũng đang có dấu hiệu phục hồi khi chỉ số giá nhà đã tăng trở lại trong tháng 4 và tháng 5, góp phần giảm bớt tình trạng khó khăn hiện nay của hệ thống ngân hàng tài chính tại Mỹ. Với những tín hiệu khả quan từ kinh tế vĩ mô, chỉ số niềm tin người tiêu dùng Mỹ cũng có xu hướng tăng trở lại góp phần thúc đẩy sản xuất và tiêu dùng trong nước. Mặc dù vậy, tăng trưởng sản xuất công nghiệp theo tháng tại Mỹ vẫn tiếp tục giảm 1,1% trong tháng 5 vừa qua. Đồng thời số người thất nghiệp tại nền kinh tế lớn nhất thế giới vẫn đang tiếp tục tăng cao. Tính đến cuối tháng 6 tỷ lệ thất nghiệp đã lên tới 9,5% và được dự báo lên mức 10% đến 11% vào cuối năm. Đây sẽ là rào cản đối với chính sách kích cầu của Chính phủ Mỹ trong thời gian tới nếu không có biện pháp tích cực hơn nhằm cải thiện tình trạng này.

**Tín hiệu phục hồi yếu tại Châu Âu**

Tại khu vực đồng tiền chung Châu Âu, các chỉ số kinh tế vĩ mô cũng bắt đầu có xu hướng giảm chậm lại như sản xuất công nghiệp, bán lẻ. Đồng thời niềm tin của người tiêu dùng cũng đang có xu hướng tăng trở lại sau khi lập đáy vào cuối quý I/2009, và tạo động lực thúc đẩy sản xuất kinh doanh và tiêu dùng tại khu vực này. Tuy nhiên, với tốc độ tăng trưởng bán lẻ và sản xuất công nghiệp đến thời điểm hiện nay vẫn ở mức âm, chúng tôi cho rằng kinh tế Châu Âu sẽ khó tăng trưởng dương trở lại trong năm nay.

**Hai nền kinh tế lớn tại Châu Á có khả năng ổn định dần vào cuối năm**

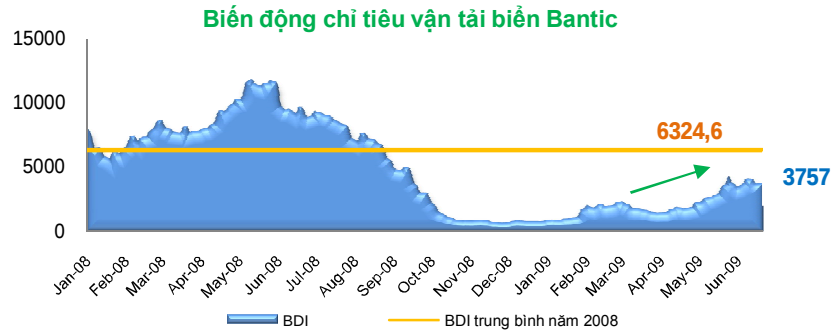
Tại Châu Á, Trung Quốc đang được kỳ vọng là nước sẽ phục hồi sớm nhất với các chỉ số kinh tế vĩ mô đang tăng trưởng tốt trở lại. Chỉ số sản xuất công nghiệp, chỉ số bán lẻ đều có mức tăng trưởng dương trong tháng 5. Bên cạnh đó, Nhật bản – nền kinh tế lớn thứ hai thế giới cũng đang có những tín hiệu khả quan trở lại khi hai chỉ số này đang có xu hướng tăng trở lại. Với gói hỗ trợ kích cầu mới lên tới 144 tỷ USD, nền kinh tế Nhật Bản được kỳ vọng sẽ phục hồi trở lại vào cuối năm 2009.

**Tín hiệu khả quan từ thương mại quốc tế nhưng vẫn còn nhiều khó khăn**

**Triển vọng thương mại quốc tế vẫn đang vấp phải rào cản là chính sách bảo hộ hàng hóa nội địa của các nước**

Chính sách kích cầu trên thế giới cũng đang mang lại sự khả quan trong hoạt động giao thương giữa các nước. Tính đến hết tháng 6, chỉ tiêu vận tải biển đã tăng 386% so với thời điểm cuối năm 2008 và 132,6% so với cuối quý I/2009. Điều này cho thấy nhu cầu vận chuyển hàng hóa bằng đường biển đang có xu hướng tăng trở lại sau khi chạm đáy vào tháng 12/2008. Nhưng BDI vẫn thấp hơn so với mức trung bình của năm 2008 khoảng 40,5%. Đồng thời tốc độ tăng trưởng xuất khẩu và nhập khẩu tại các nước và vùng kinh tế lớn lại chưa có mấy chuyển biến tích cực khi tình trạng bảo hộ hàng hóa vẫn đang tiếp diễn tại nhiều nước. Theo số liệu thống kê từ WTO, trong quý II/2009 24 nước và Liên minh Châu Âu đã đưa ra thêm 83 biện pháp hạn chế thương mại. Đặc biệt là Trung Quốc đang áp dụng chính sách hạn chế xuất khẩu nguyên liệu ra thị trường thế giới và khuyến khích người dân dùng hàng Trung Quốc. Động thái này đang đi ngược lại với những thỏa thuận trong hội nghị thượng đỉnh G20 tại London vào đầu tháng 4 vừa qua và là rào cản đối với sự phục hồi trở lại của thương mại quốc tế. Nếu không có những biện pháp nhằm hạn chế tình trạng bảo hộ này, nhiều khả năng thương mại quốc tế sẽ

tăng trưởng âm trong năm 2009 theo dự báo của IMF (-0,8%) và World Bank (-7%), theo đó sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới tốc độ tăng trưởng của các nước đang phát triển, còn phụ thuộc nhiều vào hoạt động xuất khẩu như Việt Nam.

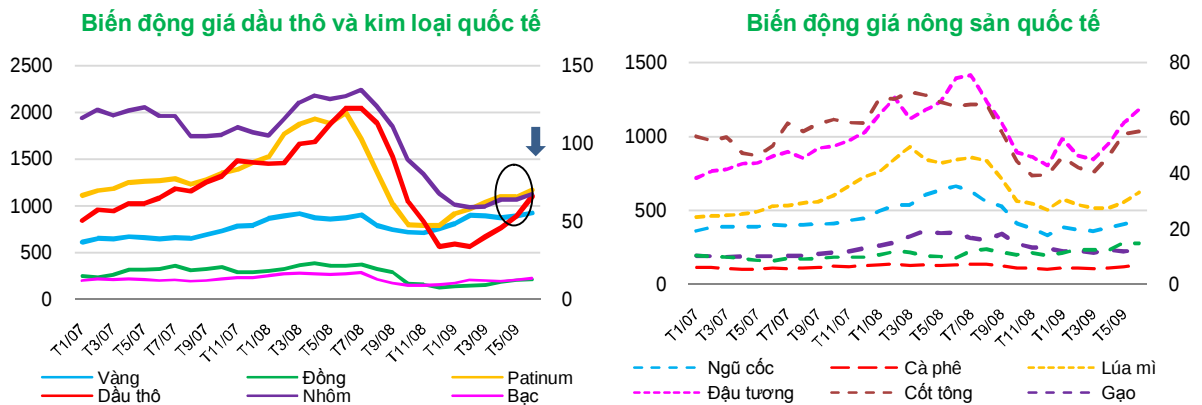


*Nguồn: Bloomberg*

**Tín hiệu khả quan từ giá nguyên vật liệu nhưng vẫn chứa đựng sự bất ổn**

**Giá hàng hóa quốc tế có xu hướng tăng trở lại đặc biệt là giá dầu thô**

Trước những tín hiệu khả quan của kinh tế thế giới đặc biệt là kinh tế Mỹ, giá dầu, nguyên vật liệu và hàng hóa cũng bắt đầu có xu hướng tăng trở lại sau khi lập đáy vào quý I/2009. Trong đó, tăng mạnh nhất là giá dầu thô (giá dầu thô trung bình tháng 6 tăng 86,8% so với tháng 1), tiếp đến là đồng với mức tăng là 54%; bạc 31,6%; đường 29,5%; cà phê 24,3%, đậu tương 20%... Đây là tín hiệu khả quan cho thấy kinh tế thế giới đã chạm đáy và đang ổn định dần. Tuy nhiên việc giá dầu thô tăng nóng trong hai tuần cuối tháng 6 lên mức cao nhất trong vòng 9 tháng trở lại đây (trên 72 USD/thùng cao hơn mức trung bình 68,6 USD/thùng khi nền kinh tế tăng trưởng bình thường năm 2007) là một áp lực đối với sự hồi phục của kinh tế thế giới trong thời gian tới.



*Nguồn: Global Economics Research*



## 1.2. Triển vọng kinh tế thế giới 6 tháng cuối năm 2009

Thời gian vừa qua, những tín hiệu khả quan đến từ các nước trên thế giới đang là cơ sở cho những nhận định cho rằng sự sụt giảm của kinh tế toàn cầu đã chững lại và hiện nền kinh tế đã chạm đáy của cuộc khủng hoảng. Tuy nhiên, bên cạnh những thay đổi tích cực, chúng ta cũng nhận thấy những nguy cơ tiềm ẩn khi nền kinh tế phục hồi.

### **Thâm hụt ngân sách đang ở mức báo động**

Thứ nhất, thâm hụt ngân sách của các quốc gia đang ở mức báo động. Năm 2009 đa số các nước trên thế giới sẽ có mức thâm hụt ngân sách chạm mức từ 4 đến 5% GDP trong khi mức an toàn của Mỹ và Châu Âu chỉ là 3%.

### **Nguy cơ tái lạm phát khi nền kinh tế hồi phục**

Thứ hai, việc áp dụng chính sách nới lỏng tiền tệ kéo dài đã khiến cho lượng cung tiền trong lưu thông tăng đột biến, kéo theo mặt bằng giá cả hàng hóa. Trong khi đó, giá nguyên nhiên vật liệu cũng được dự báo sẽ tăng mạnh trở lại sau một thời gian dài suy giảm. Theo đó, nguy cơ lạm phát tăng cao trở lại tại một số khu vực kinh tế trên thế giới vào cuối năm 2009 và đầu 2010 là hoàn toàn có thể nếu Chính phủ các nước không có các biện pháp điều chỉnh chính sách tiền tệ hợp lý.

### **Tình trạng thiếu vốn tại các nước đang phát triển**

Thứ ba, các nước đang phát triển và các nước mới nổi có thể sẽ rơi vào tình trạng thiếu vốn. Theo thống kê, đầu tư nước ngoài vào nhóm các nước này đã giảm 10% trong năm 2008 và dự kiến giảm 50% cho năm 2009. Nguyên nhân của sự sụt giảm các nguồn đầu tư này là do các nước công nghiệp đang tập trung tiềm lực cho các gói kích cầu trong nước. Trước nguy cơ lạm phát và thâm hụt ngân sách, nhiều khả năng lãi suất các nước phát triển sẽ tăng mạnh trong thời kỳ hậu khủng hoảng. Lãi suất tăng cao cùng với những chính sách tập trung phát triển thị trường nội địa sẽ thu hút nguồn vốn ở lại với các nền kinh tế đầu tàu. Do vậy, tăng trưởng tại các quốc gia dựa nhiều vào nguồn đầu tư nước ngoài sẽ bị ảnh hưởng đáng kể.

Trong bối cảnh đó, một số tổ chức đã đưa ra những điều chỉnh dự báo khác nhau về kinh tế thế giới năm 2009.

### **IMF nâng dự báo tăng trưởng kinh tế thế giới năm 2010**

Đầu tháng 7, Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) dự báo kinh tế toàn cầu sẽ suy giảm -1,4% trong năm 2009 và sẽ tăng trưởng 2,5% trong năm 2010. Như vậy, so với những dự báo công bố vào tháng 4 năm nay, IMF đã bi quan hơn về tình hình kinh tế thế giới năm 2009 (-1,3%) nhưng lạc quan hơn cho năm 2010 (1,9%).

Tổ chức tiền tệ quốc tế cũng dự báo tốc độ hồi phục khác nhau của các nền kinh tế. Nhóm nền kinh tế các nước mới nổi, đặc biệt là Trung Quốc sẽ giúp kéo kinh tế thế giới ra khỏi suy thoái trong khi kinh tế châu Âu nhiều khả năng sẽ tụt lại so với kinh tế Mỹ và Nhật.

Theo IMF, GDP Mỹ sẽ suy giảm -2,6% trong năm 2009 và sau đó sẽ tăng trưởng 0,8% vào năm 2010. Trong khi đó, IMF dự báo tốc độ tăng trưởng của kinh tế Nhật Bản sẽ đạt -6,2% cho năm nay và 1,7% cho năm tới.

Đối với các quốc gia mới nổi và đang phát triển, tốc độ tăng trưởng GDP dự kiến đạt 1,5% cho năm nay và 4,7% cho năm sau. Đặc biệt, kinh tế Trung Quốc có thể đạt tốc độ tăng trưởng 7,5%

trong năm 2009 và 8,5% trong năm liền sau đó. Kinh tế Ấn Độ được dự báo sẽ tăng trưởng 6,5% trong năm 2010 và 5,4% trong năm nay.

Bên cạnh đó, IMF cũng đã nhận định thị trường tài chính và lòng tin vào khả năng hồi phục của nền kinh tế đã cải thiện từ tháng 4/2009.

**WB điều chỉnh giảm dự báo kinh tế năm 2009**

Vào cuối tháng 6, World Bank cũng đã đưa ra những dự báo về triển vọng tăng trưởng kinh tế toàn cầu trong thời gian tới. World Bank đã điều chỉnh giảm dự báo kinh tế thế giới xuống mức -2,9% từ mức -1,7% trong các dự báo thực hiện trong quý I. Cho năm 2010, World Bank nhận định kinh tế toàn cầu sẽ tăng trưởng trở lại với tốc độ 2%, con số này cách đây ba tháng là 2,3%. Như vậy, những nhận định của Ngân hàng Thế giới tỏ ra bi quan hơn so với những dự báo của Quỹ Tiền tệ Quốc tế.

Ngoài ra, World Bank cũng dự đoán trong năm nay, tăng trưởng của các nước đang phát triển chỉ đạt 1,2% thay vì 2,1% như đã ước tính vào cuối tháng 3 vừa qua. Đối với các nền kinh tế Mỹ và Nhật Bản, World Bank cho rằng tốc độ suy giảm kinh tế trong năm 2009 sẽ lần lượt là -3 và -6% (các dự đoán trước đây là -2,4 và -5,3%). Trong khi đó, kinh tế khu vực đồng tiền chung Châu Âu có thể sẽ suy giảm -4,5%, gấp đôi so với dự báo 2,7% trước đó.

**OECD lạc quan về tình hình kinh tế thế giới**

Trong khi cả World Bank và IMF ngày càng tỏ ra lo ngại hơn cho kinh tế toàn cầu trong năm 2009, tổ chức hợp tác và phát triển kinh tế (OECD) lại nâng cao triển vọng kinh tế của 30 quốc gia thành viên trong khối. Theo đó, nền kinh tế các nước công nghiệp trên thế giới sẽ tăng trưởng -4,1% trong năm 2009 và 0,7% vào năm 2010 thay vì mức -4,5% và 0,1% của những dự báo cuối quý I. OECD cho rằng kinh tế Mỹ sẽ co lại -2,8% trong năm nay và tăng trưởng 0,9% vào năm tới. Đối với nền kinh tế Nhật Bản, tốc độ tăng trưởng sẽ đạt mức -6,8% trong năm 2009 và 0,7% trong năm 2010. Trong năm 2009, kinh tế 16 quốc gia sử dụng đồng tiền chung Châu Âu nhiều khả năng sẽ sụt giảm -4,8% và thậm chí trong năm tiếp theo sẽ vẫn suy giảm -0,3%. OECD cũng dự báo kinh tế Trung Quốc sẽ phục hồi mạnh mẽ vào năm nay với tốc độ tăng trưởng có thể lên tới 7,7% trong năm nay và 9,3% cho năm tới. Cũng theo OECD, sau khi sụt giảm -16% trong năm nay, thương mại toàn cầu sẽ mở rộng 2,1% trong năm sau theo đó kinh tế của các nước mới nổi cũng sẽ sớm phục hồi.

Tóm lại, kể từ cuối quý I năm 2009 trở lại đây, niềm tin vào sự phục hồi của nền kinh tế thế giới ngày càng được củng cố khi các số liệu cho thấy những tín hiệu khả quan xuất hiện ngày một nhiều tại các nền kinh tế khác nhau. Những tín hiệu tốt thu được đang khẳng định những hành động chống khủng hoảng và suy thoái kinh tế của các nước trên thế giới đang đi đúng hướng. Trong thời gian tới, các chính sách nới lỏng tiền tệ cùng với các gói hỗ trợ kích cầu kinh tế sẽ tiếp tục phát huy tác dụng và chúng ta hoàn toàn có thể chờ đợi những kết quả khả quan hơn trong quý III và quý IV năm 2009. Tuy nhiên, bên cạnh những thay đổi tích cực, những nguy cơ tiềm ẩn khi nền kinh tế phục hồi như lạm phát tăng cao, thâm hụt ngân sách, giao thương suy giảm là những điều khó có thể tránh khỏi sau khi Chính phủ thực hiện triệt để các biện pháp kích cầu nội địa. Vì vậy, Chính phủ các nước sẽ cần phải tăng cường kiểm soát rủi ro, hành động hợp lý để cân bằng các yếu tố của nền kinh tế và xã hội để hướng tới tăng trưởng bền vững.

## II. KINH TẾ VIỆT NAM

### 2.1. Tăng trưởng kinh tế 6 tháng đầu năm 2009

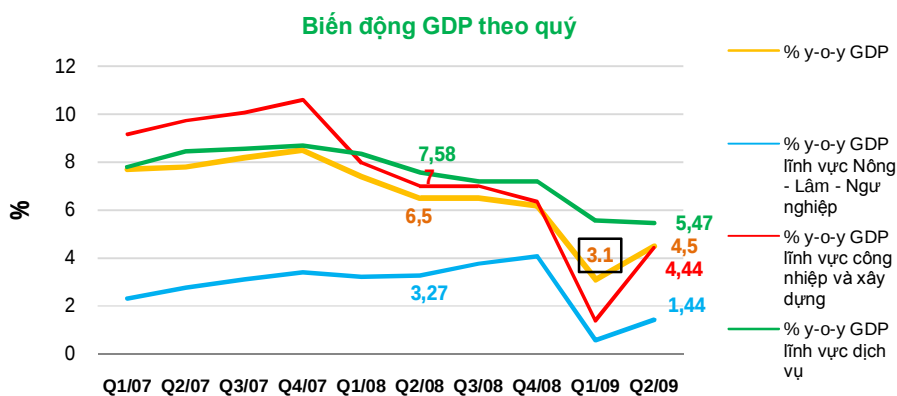
Cũng như nhiều nước, cuộc khủng hoảng kinh tế tài chính và suy thoái kinh tế tại nhiều khu vực kinh tế lớn cũng đã và đang gây ra cho Việt Nam những khó khăn nhất định. Quý I được đánh giá là thời điểm chịu tác động lớn nhất khi tốc độ tăng trưởng GDP theo năm thấp hơn so với cùng kỳ năm trước tới 4,3% và thấp hơn khoảng 4% so với mức trung bình cùng thời kỳ kể từ năm 2001 trở lại đây.

**Gói kích cầu ban đầu được mở rộng**

Trước diễn biến xấu đi của kinh tế trong nước trong khi gói kích cầu đầu tiên đã được áp dụng từ đầu năm, Chính phủ Việt Nam đã mở rộng gói kích cầu từ 6 tỷ USD trong quý I/2009 lên 8 tỷ USD vào đầu tháng 5/2009 vừa qua với các khoản mục miễn giảm thuế, hỗ trợ lãi suất... Trong đó gói kích cầu hỗ trợ lãi suất 4% được mở rộng từ ngắn hạn lên trung và dài hạn đối với 10 ngành và lĩnh vực, góp phần hỗ trợ các doanh nghiệp ổn định kinh doanh lâu dài. Bên cạnh đó, Chính phủ cũng nỗ lực giữ bình ổn môi trường tiền tệ, duy trì lãi suất ở mức 7% từ cuối tháng 2 đến nay và tỷ giá gần như không có biến động quá lớn. Vì vậy, nền kinh tế Việt Nam đã có những chuyển biến tích cực trong quý II với những tín hiệu khả quan đến từ hầu hết các lĩnh vực kinh tế.

**Tốc độ tăng trưởng GDP đã tăng trở lại vào quý II/2009**

Tốc độ tăng trưởng GDP theo năm của toàn nền kinh tế đã tăng lên mức 4,5% vào quý II/2009, khiến cho khoảng cách so với cùng kỳ năm trước được thu hẹp lại từ mức 4 % trong quý I xuống còn 2 %, góp phần cân xu hướng giảm theo quý của năm 2008. Đặc biệt, tốc độ tăng trưởng GDP tại hầu hết các lĩnh vực đều tăng trở lại trong quý II. Chỉ có lĩnh vực dịch vụ du lịch vẫn tiếp tục giảm nhẹ so với quý I, nhưng vẫn ở mức cao 5,47% vào cuối quý II, nguyên nhân một phần do khủng hoảng và một phần do ảnh hưởng của dịch cúm A/H1N1 đang lan rộng trên toàn cầu.



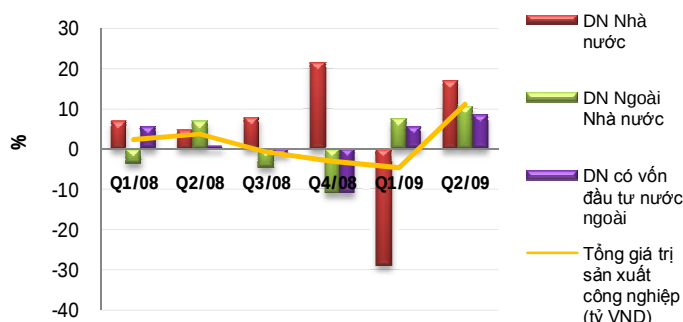
Nguồn: Bloomberg và Tổng cục Thống kê

Q2/09: kết quả ước tính

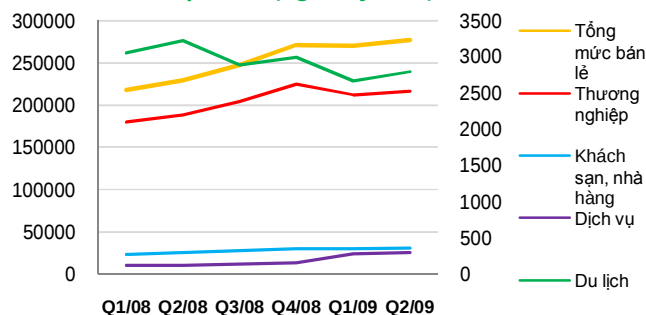
### Sản xuất công nghiệp tăng cả về giá trị và sản lượng

Lĩnh vực công nghiệp và xây dựng (chiếm tỷ trọng lớn trong GDP, 41%) sau khi suy giảm mạnh trong quý I, đang hồi phục dần trở lại với sự gia tăng cả về số lượng và giá trị sản xuất trong quý II/2009. Tổng giá trị sản xuất công nghiệp quý II ước tính tăng 11,21% so với quý I/2009 và tăng 2,46% so với cùng kỳ năm 2008. Đặc biệt số mặt hàng công nghiệp giảm về số lượng so với cùng kỳ năm trước đã giảm xuống con số 7/36 mặt hàng từ con số 22/36 mặt hàng vào cuối quý I/2009. Đồng thời, hoạt động sản xuất kinh doanh còn được hỗ trợ đầu ra khi giá trị bán lẻ trong quý II tiếp tục tăng trưởng so với quý I nhờ chính sách kích cầu tiêu dùng của Chính phủ.

**Tăng trưởng giá trị sản xuất công nghiệp theo quý**



**Giá trị bán lẻ (nghìn tỷ VND)**

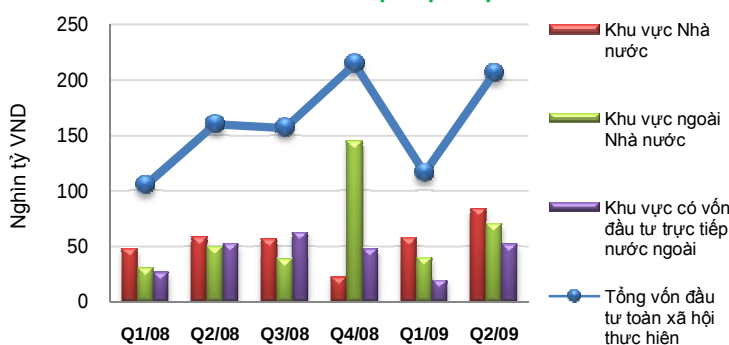


Nguồn: Tổng cục Thống kê

### Hoạt động đầu tư đang ấm trở lại

Bên cạnh đó, tổng vốn đầu tư toàn xã hội thực hiện theo quý cũng đang tăng trở lại mạnh mẽ từ khu vực kinh tế nhà nước tới khu vực kinh tế có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài sau khi giảm mạnh vào quý I/2009. Như vậy có thể thấy nhu cầu đầu tư đang quay trở lại sau khi giảm mạnh vào quý I với kết quả kinh doanh kém hiệu quả. Nhiều khả năng vốn đầu tư toàn xã hội sẽ tiếp tục tăng trong nửa sau của năm 2009 nhờ chính sách kích cầu của Chính phủ, qua đó góp phần hỗ trợ GDP tăng trong các quý về sau.

**Vốn đầu tư xã hội thực hiện**



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Như vậy kinh tế trong nước đang có những chuyển biến khá tích cực cả về hoạt động sản xuất kinh doanh và cầu tiêu dùng. Qua đó tạo niềm tin cho người dân và nhà đầu tư. Điều này có thể

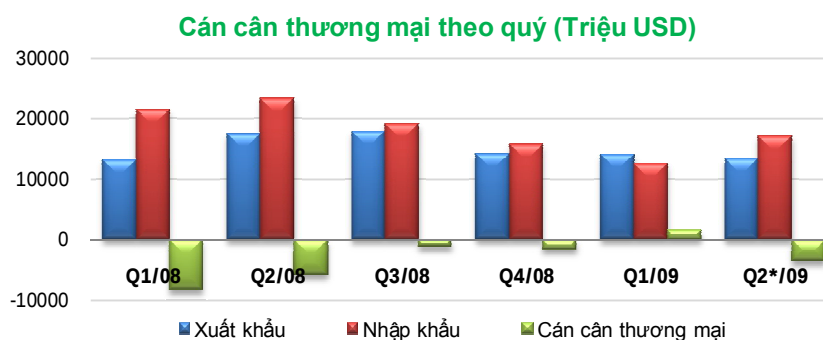
thấy qua việc luồng tiền đổ vào kênh đầu tư chứng khoán đã tăng lên mạnh mẽ trong quý II/2009 sau gần một năm giao dịch ảm đạm.

Tuy nhiên cán cân thương mại và huy động vốn ngoại tệ của Việt Nam vẫn còn đang gặp nhiều khó khăn. Đặc biệt là xuất khẩu sẽ khó đạt chỉ tiêu tốc độ tăng trưởng 3% trong năm 2009 như Quốc hội vừa thông qua trong cuộc họp tháng 6 vừa qua.

## 2.2. Cán cân thương mại

Sau khi xuất siêu trong quý I nhờ hoạt động tái suất vàng, cán cân thương mại đã trở lại với quy luật nhập siêu vào quý II do lượng cung vàng ra thị trường thế giới hạn chế trong khi Ngân hàng Nhà nước không cấp quota nhập khẩu do lo ngại biến động tỷ giá. Tính chung 2 quý đầu năm 2009, cán cân thương mại nhập siêu 2,1 tỷ USD.

**Nhập siêu có xu hướng tăng trở lại**



*Nguồn: Tổng cục Thống kê*

### Nhập khẩu bắt đầu có xu hướng tăng mạnh trở lại

**Nhập khẩu tăng cả về giá trị và khối lượng**

Như chúng ta biết, 90% hàng nhập khẩu là nguyên vật liệu đầu vào cho quá trình sản xuất kinh doanh trong nước. Nền trước xu hướng phục hồi trở lại của sản xuất trong nước, nhập khẩu cũng tăng theo trở lại cả về giá trị và số lượng. Giá trị nhập khẩu quý II tăng 35,5% so với quý I, mặc dù vẫn thấp hơn so với cùng kỳ năm trước khoảng 27%. Bên cạnh đó tăng trưởng sản lượng nhập khẩu các mặt hàng theo quý trong quý II cũng có xu hướng tăng mạnh trở lại so với quý I/2009 trừ xe máy và phân bón. Điều này cho thấy nhu cầu sản xuất và tiêu dùng trong nước đang tăng trở lại.

### Biến động các mặt hàng nhập khẩu theo sản lượng

| Mặt hàng nhập khẩu  | % tăng/giảm Q1/09 so với quý IV/08 | % tăng/giảm Q2/09 so với Q1/09 |
|---------------------|------------------------------------|--------------------------------|
| Ôtô nguyên chiếc    | 65,96                              | 94,87                          |
| Xe máy nguyên chiếc | 65,00                              | -31,21                         |

|                  |        |        |
|------------------|--------|--------|
| Xăng dầu         | 12,47  | 21,59  |
| Khí đốt hóa lỏng | n/a    | 10,50  |
| Sắt thép         | 27,30  | 79,18  |
| - Phôi thép      | -9,85  | 154,10 |
| Phân bón         | 260,73 | -0,64  |
| - Urê            | 287,18 | 81,79  |
| Chất dẻo         | 12,78  | 16,78  |
| Giấy             | -5,56  | 43,32  |
| Sợi dệt          | 0,00   | 38,61  |
| Bông             | -52,86 | 121,21 |
| Lúa mỳ           | 108,06 | 49,61  |

*Nguồn: Tổng cục Thống kê và tính toán của VCBS*

**Nhập khẩu hàng tiêu dùng có xu hướng tăng**

Tuy nhiên cơ cấu hàng hóa nhập khẩu đang có sự thay đổi không mấy khả quan khi tỷ trọng mặt hàng tiêu dùng đang có xu hướng tăng lên. Tỷ trọng mặt hàng tiêu dùng trong 6 tháng đầu năm 2009 đã tăng lên mức 6,9% trong tổng kim ngạch nhập khẩu từ mức 6,2% cùng kỳ năm trước. Điều này cho thấy hàng hóa trong nước đang chịu sức ép cạnh tranh từ hàng hóa nước ngoài khi thị phần xuất khẩu tại các thị trường lớn đang co hẹp lại do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế toàn cầu.

**Xuất khẩu vẫn tiếp tục xu hướng giảm mạnh về giá trị so với cùng kỳ 2008**

**Xuất khẩu giảm mạnh về giá trị so với cùng kỳ năm trước**

Xuất khẩu quý II/2009 đạt 13.394 triệu USD giảm 4,73% so với quý I/2009 và giảm 23,3% so với cùng kỳ 2008. Tính chung cả 6 tháng đầu năm 2009, xuất khẩu giảm 10,36% so với cùng kỳ 2008, tuy nhiên nếu không tính lượng tái xuất vàng trong quý I thì con số này sẽ là 18,2%. Đồng thời 12/13 mặt hàng có giá trị xuất khẩu lớn nhất năm 2008 (trên 800 triệu USD) đều tiếp tục giảm về giá trị so với cùng kỳ năm trước, trong đó giảm mạnh nhất là dầu thô, cao su, dây điện và cáp điện với mức giảm trên 30%. Tuy nhiên một tín hiệu khả quan khá tích cực là khối lượng xuất khẩu đã tăng trở lại so với cùng kỳ năm trước. Theo thống kê của Tổng cục Thống kê, trong số 8 mặt hàng thống kê về số lượng có 7 mặt hàng tăng về sản lượng xuất khẩu so với cùng kỳ 2008. Trong đó, gạo và hạt tiêu có mức tăng mạnh nhất trên 30%.

**Top mặt hàng có giá trị xuất khẩu trên 800 triệu USD năm 2008**

| Mặt hàng Xuất khẩu | Năm 2008 | 6 tháng đầu năm 2009 | % so với cùng kỳ 2008 | Q2*/09 | % tăng/giảm so với Q1/09 | % tăng giảm so với Q2/08 |
|--------------------|----------|----------------------|-----------------------|--------|--------------------------|--------------------------|
| Dầu thô            | 10.450   | 3.275                | -42,15                | 1.811  | 23,70                    | -40,53                   |
| Dệt, may           | 9.108    | 4.054                | -2,59                 | 2.129  | 10,60                    | -5,67                    |
| Giày dép           | 4.697    | 2.058                | -9,54                 | 1.127  | 21,05                    | -9,77                    |
| Thủy sản           | 4.562    | 1.692                | -11,55                | 956    | 29,89                    | -14,26                   |

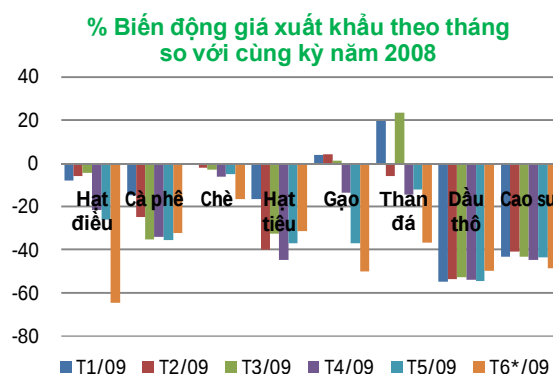
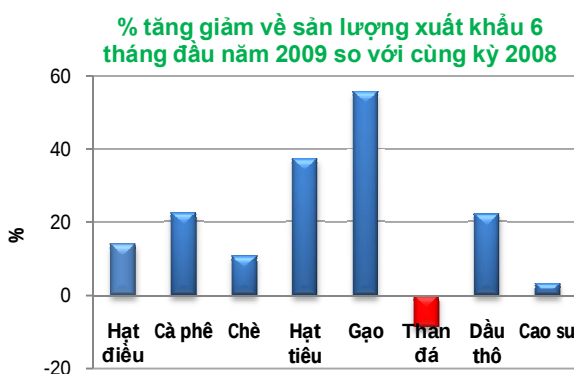
|                               |       |       |        |       |        |        |
|-------------------------------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|
| Gạo                           | 2.902 | 1.802 | 22,50  | 1.009 | 27,24  | -1,66  |
| Sản phẩm gỗ                   | 2.779 | 1.108 | -18,77 | 551   | -1,08  | -18,97 |
| Điện tử, máy tính             | 2.703 | 1.140 | -5,86  | 643   | 29,38  | 0,00   |
| Cà phê                        | 2.022 | 1.083 | -11,88 | 440   | -31,57 | -19,41 |
| Cao su                        | 1.597 | 348   | -41,90 | 186   | 14,81  | -39,61 |
| Than đá                       | 1.444 | 600   | -14,41 | 324   | 17,39  | -25,69 |
| Dây điện và cáp điện          | 1.014 | 307   | -38,84 | 175   | 32,58  | -34,21 |
| Hạt điều                      | 920   | 322   | -17,44 | 186   | 36,76  | 64,60  |
| Túi xách, ví, va li, mũ, ô dù | 825   | 386   | -4,22  | 221   | 33,94  | -0,90  |

Nguồn: Tổng cục Thống kê và tính toán của VCBS

\*: Giá trị ước tính

**Xuất khẩu giảm do nhu cầu tại các thị trường lớn giảm và do giá giảm mạnh so với cùng kỳ năm trước**

Nguyên nhân chính khiến cho xuất khẩu vẫn tiếp tục giảm là do khủng hoảng kinh tế khiến cho nhu cầu tiêu thụ hàng hóa trên toàn cầu suy giảm đặc biệt là tại các thị trường chính: Nhật Bản, EU, Hàn Quốc tính đến hết tháng 6 tương ứng giảm so với cùng kỳ 2008 là 40%, 16%, 11%. Ngoài ra còn có Mỹ, mặc dù chưa có số liệu thống kê nhưng qua số liệu nhập khẩu của Mỹ tiếp tục giảm 17,6% so với cùng kỳ 2008 tính đến thời điểm cuối tháng 5 cũng có thể thấy được phần nào mức độ suy giảm nhu cầu nhập khẩu của thị trường này đối với hàng hóa của Việt Nam và các nước khác trên thế giới. Cùng với sự suy giảm về nhu cầu tiêu dùng tại các nước trên thế giới là xu hướng giảm giá mạnh của các mặt hàng xuất khẩu so với cùng kỳ năm trước. Tính đến thời điểm cuối tháng 6/2009, giá xuất khẩu của nhiều mặt hàng vẫn tiếp tục giảm sâu so với cùng kỳ năm trước mặc dù đã bắt đầu có xu hướng tăng trở lại trong 6 tháng đầu năm 2009. Hạt điều, cà phê, hạt tiêu, gạo, than đá, dầu thô và cao su đều giảm trên 20% so với cùng kỳ 2008. Tuy nhiên xu hướng này sẽ giảm dần về cuối năm 2009, nguyên nhân là do nửa cuối năm 2008 khi lạm phát được bình ổn và kinh tế toàn cầu bước vào giai đoạn suy giảm mạnh, giá cả hàng hóa cũng giảm mạnh theo. Do đó nhiều khả năng tốc độ giảm giá của các hàng hóa về cuối năm 2009 so với cùng kỳ 2008 sẽ chậm dần lại và một vài mặt hàng có khả năng tăng trở lại vào cuối năm.



Nguồn: Tổng cục Thống kê và tính toán của VCBS

**Xuất khẩu khó đạt  
mục tiêu tăng  
trưởng 3% trong  
năm 2009**

Mặc dù nửa cuối năm 2009 xuất khẩu có khả năng nhận được sự hỗ trợ từ xu hướng tăng trở lại của giá hàng hóa xuất khẩu, đặc biệt là giá dầu thô tuy nhiên tổng kim ngạch xuất khẩu vẫn khó có khả năng đạt mục tiêu tăng trưởng 3% trong năm 2009 mà Quốc hội vừa điều chỉnh. Vì chúng ta có thể thấy nhu cầu nhập khẩu hàng hóa tại các thị trường chính của Việt Nam vẫn đang tiếp tục xu hướng giảm trong khi chính sách bảo hộ hàng hóa trong nước vẫn đang được nhiều nước áp dụng như một sách lược của thời kỳ khủng hoảng. Cụ thể Việt Nam đang phải đối mặt với nhiều vụ kiện bán phá giá và liên đới bán phá giá về các mặt hàng giấy da, tôm... của Châu Âu, Mỹ và những rào cản thương mại đến từ Trung Quốc với các quy định về nhập khẩu hàng hóa chặt chẽ hơn.

Hơn nữa, tổng kim ngạch xuất khẩu nửa đầu năm 2009 vẫn thấp hơn 10% so với cùng kỳ 2008. Như vậy để đạt tốc độ tăng trưởng 3% mà Chính phủ đưa ra cho cả năm 2009 thì tổng kim ngạch xuất khẩu nửa cuối năm 2009 theo tính toán của chúng tôi phải tăng trưởng khoảng 8% so với cùng kỳ 2008. Đây sẽ là thách thức đối với Việt Nam trong bối cảnh kinh tế thế giới tuy có những tín hiệu khả quan, nhưng chưa ổn định, khi tỷ lệ thất nghiệp vẫn đang tiếp tục tăng và được dự báo tăng cao vào cuối năm 2009 và khi cuộc khủng hoảng tài chính tại Mỹ chưa có dấu hiệu kết thúc với hơn 10 ngân hàng sụp đổ vào cuối tháng 6 đầu tháng 7/2009 vừa qua.

### 2.3. Vốn ngoại tệ FDI, FII, ODA và kiều hối

Mặc dù kinh tế thế giới và Việt Nam đã bắt đầu có những tín hiệu khả quan trở lại, nhưng dòng vốn ngoại tệ vào Việt Nam 6 tháng đầu năm 2009 vẫn tiếp tục giảm so với cùng kỳ 2008.

**Vốn FDI giảm mạnh  
cả về giá trị huy  
động và giải ngân**

Thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI 6 tháng đầu năm 2009 tiếp tục giảm cả về số lượng dự án và tổng giá trị. Sáu tháng đầu năm, tổng giá trị vốn cấp mới và tăng thêm chỉ đạt 8,9 tỷ USD, giảm 77,4% so với cùng kỳ 2008. Số dự án cấp mới giảm 65,6% so với 6 tháng đầu năm 2008 xuống còn 306 dự án. Bên cạnh đó việc thực hiện vốn FDI cũng không khả quan hơn khi chỉ đạt khoảng 4 tỷ USD tính đến hết quý II/2009, giảm 18,4% so với cùng kỳ năm trước.

Theo cơ cấu phân bổ vốn FDI trong năm 2008, vốn FDI chủ yếu đầu tư vào lĩnh vực công nghiệp, xây dựng và bất động sản (chiếm khoảng 60% tổng vốn FDI). Hiện nay thị trường bất động sản đang có xu hướng ảm trở lại trong khi giá nguyên vật liệu xây dựng vẫn đang ở mức thấp so với năm 2008, nhiều khả năng nhà đầu tư nước ngoài sẽ đẩy mạnh hoàn thiện các dự án trong giai đoạn này. Có thể thấy điều này qua lượng vốn tăng thêm trong 6 tháng đầu năm 2009 chiếm tới 47,2% tổng số vốn cấp mới và tăng thêm. Mặc dù vậy, lượng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài vào Việt Nam trong những tháng còn lại của năm 2009 nhiều khả năng vẫn tiếp tục giảm mạnh so với cùng kỳ năm trước. Theo dự tính của Bộ kế hoạch và Đầu tư vốn FDI đăng ký năm 2009 sẽ giảm khoảng 50% so với năm 2008. Nguyên nhân là do, kinh tế các nước cung cấp vốn FDI chính cho Việt Nam như: Malaysia, Đài Loan, Nhật Bản, Canada trong năm 2009 được dự báo còn gặp nhiều khó khăn với tốc độ tăng trưởng kinh tế năm 2009 ở mức thấp tương ứng là: 1,5%; 2,5%; -2,6%, -1,2% (theo báo cáo quý I/2009 của IMF). Bên cạnh đó, giải ngân vốn FDI



cũng đang gặp khó khăn khi hiện tại có nhiều dự án bất động sản bị thoái vốn sau khi thực thi được một số hạng mục cơ bản.

**Chưa có dòng tiền mới đổ vào thị trường chứng khoán**

Vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài FII sau khi giảm mạnh vào cuối năm 2008, vẫn chưa có dấu hiệu tăng trở lại mặc dù thị trường chứng khoán đã có những chuyển biến khá tích cực khi Vnindex đã tăng trở lại lên mức trên 400 điểm như hiện nay từ mức đáy 235 điểm vào cuối tháng 2/2009. Trong quý II/2009 và đầu tháng 7/2009 nhà đầu tư nước ngoài đã trở lại thị trường với khối lượng giao dịch tương đối lớn. Tuy nhiên những giao dịch đó chủ yếu là để cơ cấu lại danh mục đầu tư chứ chưa có luồng tiền mới đổ vào thị trường. Chúng tôi cho rằng, khi kinh tế thế giới chưa thực sự ổn định và còn nhiều rủi ro tiềm ẩn sẽ khó có luồng tiền mới từ nhà đầu tư nước ngoài đổ vào thị trường chứng khoán Việt Nam.

**Dòng kiều hối về Việt Nam năm 2009 giảm**

Trong khi đó kiều hối năm 2009 tiếp tục được dự báo sẽ giảm so với năm 2008 tuy nhiên mức độ sẽ thấp hơn so với các nước trong khu vực, do kiều hối ở Việt Nam chủ yếu là do những người sinh sống tại nước ngoài lâu năm gửi về đầu tư nên mức độ biến động sẽ thấp hơn. Theo dự báo kiều hối năm 2009 sẽ giảm khoảng 2 – 3 tỷ USD so với mức 8 tỷ USD của năm 2008.

**ODA tăng nhưng phần lớn là vốn vay**

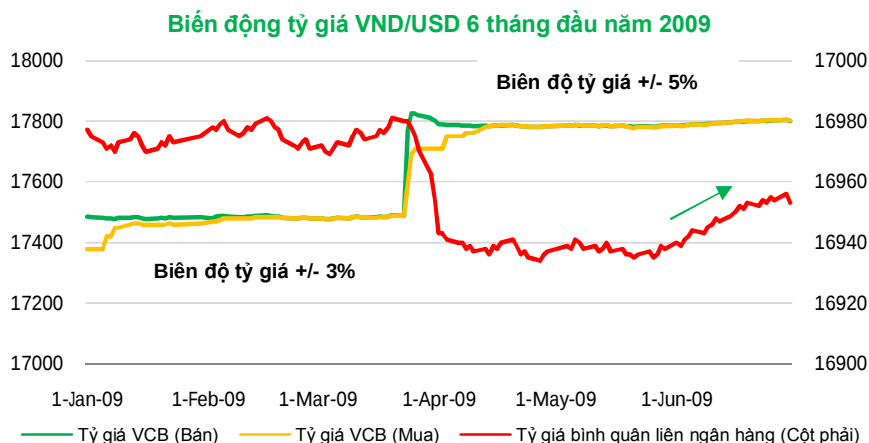
Nguồn vốn ODA hiện đang là sự kì vọng hỗ trợ phần nào cho sự suy giảm về vốn ngoại tệ từ nguồn FDI, FII và kiều hối cũng mới chỉ đạt 1.783 triệu USD tăng 15,9% so với cùng kỳ 2008. Đồng thời 95,3% trong tổng số vốn ODA huy động từ đầu năm đến nay là vốn vay và chỉ có 4,7% còn lại là vốn viện trợ không hoàn lại. Như vậy gánh nặng nợ của Việt Nam trong tương lai sẽ thêm nặng trong bối cảnh thâm hụt ngân sách năm 2009 được dự báo vào khoảng 8% GDP và chính phủ vẫn đang đốc thúc tiến hành phát hành trái phiếu để huy động vốn nhàn rỗi trong dân cư.

#### **2.4. Tỷ giá**

**Biên độ tỷ giá được nâng lên +/- 5% vào cuối quý II/2009**

Trước thực tế suy giảm về nguồn cung ngoại tệ trong bối cảnh cạnh tranh thương mại quốc tế ngày càng gay gắt hơn khi các nước trong khu vực liên tục phá giá đồng nội tệ nhằm tạo thế mạnh cạnh tranh xuất khẩu, đặc biệt là khi tình trạng găm giữ USD của người dân và doanh nghiệp tăng cao làm bóp méo cung cầu ngoại tệ, đến cuối tháng 3 Ngân hàng Nhà nước đã quyết định nâng biên độ tỷ giá từ +/-3% lên +/-5% và điều chỉnh giảm tỷ giá liên ngân hàng nhằm tránh cú sốc tỷ giá trong bối cảnh áp lực giảm giá VNĐ tăng mạnh.

Mặc dù vậy, chính sách nâng biên độ tỷ giá đưa ra trong bối cảnh tỷ giá đang trong xu hướng tăng nên nhanh chóng hình thành mức nền tỷ giá mới cao hơn hỗ trợ hoạt động xuất khẩu, đồng thời góp phần giảm bớt tình trạng nóng về tỷ giá trong một khoảng thời gian, theo đó chênh lệch tỷ giá mua và bán tại các ngân hàng thương mại được nới rộng khoảng cách.



*Nguồn: Ngân hàng Nhà nước và Ngân hàng Vietcombank (VCB)*

**Tình trạng căng  
thẳng ngoại tệ vẫn  
tiếp tục trong quý  
II/2009**

Tuy nhiên, tình trạng đầu cơ USD của người dân và các doanh nghiệp xuất khẩu dưới dạng tiền gửi tại các ngân hàng thương mại vẫn tiếp tục tăng bất chấp việc Ngân hàng Nhà nước nới rộng biên độ tỷ giá, do lo ngại tỷ giá sẽ tiếp tục leo thang trong thời gian tới vì như dự báo của một số tổ chức (như BMI, ANZ) tỷ giá VND/USD sẽ có thể lên mức 18.500-19.000 vào cuối năm (Theo thống kê của Ngân hàng Nhà nước tổng lượng tiền gửi USD trong tài khoản các ngân hàng thương mại vào khoảng trên 20 tỷ USD). Điều này đã góp phần bóp méo cung cầu ngoại hối, làm áp lực giảm giá VNĐ tăng mạnh hơn thực tế, đồng thời khiến cho các ngân hàng thương mại rơi vào tình trạng thừa USD cho vay nhưng thiếu USD để bán. Trong khi đó hoạt động giải ngân các khoản tín dụng bằng đồng USD gặp khó khăn vì các doanh nghiệp ngại vay ngoại tệ trước tâm lý lo ngại tỷ giá và lãi suất sẽ tăng trong thời gian tới. Ngoài ra, việc lãi suất cho vay VNĐ được hỗ trợ lãi suất 4% và ở mức thấp cũng khiến cho tính hấp dẫn về các khoản vay bằng đôla giảm mạnh. Tính đến cuối tháng 5/2009 tổng dư nợ cho vay bằng ngoại tệ giảm 6,3% so với cuối năm 2008. Vì vậy, tỷ giá bán USD tại các ngân hàng thương mại trong quý II/2009 cũng có nhiều khoảng thời gian liên tục áp trần và chênh lệch tỷ giá mua và bán cũng gần như không có sự biến động.

**Tỷ giá có xu hướng  
tăng nhẹ vào cuối  
quý II/2009**

Từ đầu tháng 6/2009 trở lại đây, tỷ giá liên ngân hàng liên tục được điều chỉnh tăng và đang ở mức cao hơn so với mức nền 16.935 – 16.940 trong hai tháng đầu quý II. Theo đó, tỷ giá mua và bán tại các Ngân hàng thương mại cũng có sự điều chỉnh tăng tương ứng. Tính đến ngày 30/6/2009 tỷ giá mua và bán tại Vietcombank được niêm yết ở mức 17.801 cao hơn so với thời điểm cuối tháng 5 là 16 VND/USD.

Theo quan điểm chúng tôi, đây là sự điều chỉnh mang tính chất kỹ thuật cần thiết nhằm đảm bảo mục tiêu linh hoạt tỷ giá hỗ trợ xuất khẩu và hạn chế nhập khẩu sau khi đã thực hiện giảm mức tỷ giá liên ngân hàng từ mức nền 16.970 – 16.980 xuống mức nền trong quý II vừa qua nhằm



**Cung cầu ngoại hối vẫn đang trong tầm kiểm soát của Chính phủ**

tránh cú sốc tỷ giá khi nâng biên độ lên  $\pm 5\%$  trong bối cảnh tỷ giá chịu áp lực tăng mạnh. Vì thực tế, cung cầu ngoại hối vẫn đang trong tầm kiểm soát của Chính phủ bởi các lý do sau:

Thứ nhất, mức nhập siêu 6 tháng đầu năm 2009 vẫn ở mức thấp hơn nhiều so với cùng kỳ 2008 (năm 2009 là 2,1 tỷ USD trong khi cùng kỳ 2008 là 14,2 tỷ USD). Trong khi đó, nguồn vốn FDI có xu hướng giảm mạnh so với cùng kỳ 2008 tuy nhiên vẫn được hỗ trợ bởi vốn ODA, kiều hối và hoạt động phát hành trái phiếu ngoại tệ của Chính phủ trong tháng 3 vừa qua và trong thời gian sắp tới. Bên cạnh đó là sự hỗ trợ từ quỹ dự trữ ngoại hối chung với tổng giá trị lên tới 120 tỷ USD của các nước trong khối ASEAN+3 (trong đó Trung Quốc và Nhật Bản cam kết đóng góp 80% giá trị quỹ) và nguồn dự trữ ngoại tệ khoảng 23 tỷ USD của năm 2008 sẽ giúp Chính phủ kiểm soát cung cầu ngoại hối nhằm hướng tới mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô tạo môi trường kinh doanh thuận lợi cho doanh nghiệp.

**Lãi suất huy động và cho vay USD đồng loạt giảm tại các ngân hàng thương mại**

Thứ hai, trong tháng 6 vừa qua các ngân hàng thương mại đã đồng loạt thực hiện giảm lãi suất huy động và cho vay bằng đồng đôla theo thỏa thuận của 5 ngân hàng thương mại Nhà nước lớn và kêu gọi của Ngân hàng Nhà nước. Hiện nay lãi suất huy động bình quân kỳ hạn 12 tháng tại ngân hàng quốc doanh vào khoảng 1,6%/năm, giảm 0,4 điểm % so với thời điểm cuối tháng 5, tương ứng tại ngân hàng thương mại cổ phần là 2,2% giảm khoảng 0,35 điểm % so với cuối tháng 5. Bên cạnh đó, một số ngân hàng thương mại cổ phần đã điều chỉnh giảm lãi suất cho vay USD với mức giảm từ 0,3 - 0,6%/năm xuống mức phổ biến hiện nay là 3 - 6%/năm. Với sự hợp tác của các ngân hàng trong việc điều chỉnh lãi suất đồng USD, chúng ta có thể kỳ vọng biến động tỷ giá thời gian tới sẽ sát với thực tế cung cầu ngoại hối hơn.

**Đồng đôla được dự báo sẽ mất giá trong dài hạn trên thị trường quốc tế**

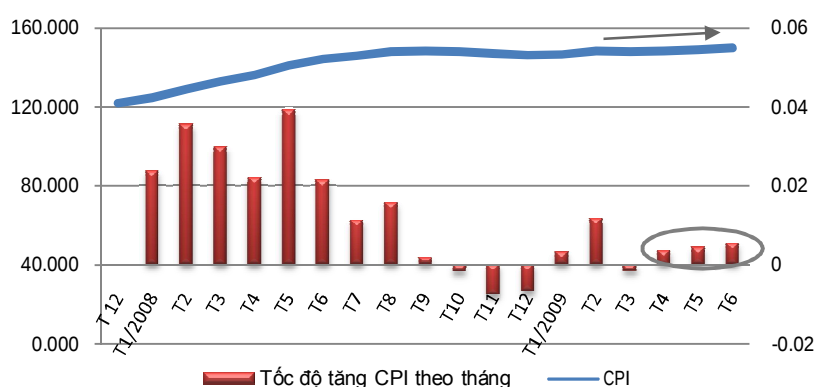
Thứ ba, đồng USD trên thị trường quốc tế hiện nay đang tăng giá trở lại so với EUR và một số đồng tiền mạnh khác trước những tín hiệu khả quan từ kinh tế Mỹ và một vài thông tin kém khả quan từ Châu Âu. Tuy nhiên, theo nhận định của các chuyên gia quốc tế đồng USD chỉ lên giá trong ngắn hạn và sẽ sớm trở lại xu hướng mất giá khi thị trường tài chính tại Mỹ vẫn chưa thực sự ổn định với 10 ngân hàng phá sản vào cuối tháng 6 đầu tháng 7 vừa qua, nâng tổng số vụ phá sản trong lĩnh vực Ngân hàng lên con số 53 kể từ đầu năm 2009 cao hơn nhiều con số 25 của năm 2008. Đồng thời theo dự báo con số này sẽ tiếp tục gia tăng trong thời gian tới. Hơn nữa, lãi suất USD vừa được FED quyết định duy trì ở mức thấp kỷ lục 0 - 0,25% thêm một khoảng thời gian nữa trong khi lãi suất tại khu vực đồng tiền chung Châu Âu, Anh, Canada, Úc vẫn sẽ được duy trì ở mức cao so với Mỹ tương ứng là 1%, 0,5%, 0,5% và 3%. Theo đó đà phục hồi của đồng USD so với các đồng tiền mạnh khác trên thế giới sẽ khó kéo dài khi FED chưa tính tới việc tăng lãi suất trở lại, đặc biệt là khi một số nước đang có quan điểm thay thế USD bằng một đồng tiền khác trong vai trò dự trữ và thanh toán quốc tế. Hiện tại Trung Quốc đang đi tiên phong với việc chính thức cho phép một số doanh nghiệp của mình sử dụng đồng Nhân Dân Tệ trong thanh toán với các đối tác nước ngoài từ đầu tháng 7/2009. Vì vậy, về dài hạn vai trò của đồng đô la trong hoạt động giao thương quốc tế sẽ bị cạnh tranh bởi một số đồng tiền mạnh

**Tỷ giá sẽ tiếp tục tăng trong những tháng cuối năm 2009**

khác, theo đó nhu cầu nắm giữ USD với vai trò một kênh đầu tư hiệu quả sẽ giảm đi, góp phần giảm bớt áp lực lên tỷ giá VND/USD.

Tuy nhiên, mặc dù hiện nay hoạt động điều tiết tỷ giá của Chính phủ đang được sự hỗ trợ bởi nhiều yếu tố, nhưng trong bối cảnh dòng ngoại tệ đổ vào Việt Nam có khả năng tiếp tục giảm so với năm ngoái về cuối năm do thương mại quốc tế còn nhiều khó khăn và kinh tế các nước trên thế giới chưa hồi phục thực sự, chúng tôi vẫn giữ quan điểm cho rằng tỷ giá VND/USD sẽ tiếp tục tăng trong nửa sau của năm 2009, tuy nhiên sẽ khó đạt đến mốc 18.500.

## 2.5. Tình hình lạm phát



*Nguồn: Tổng cục Thống kê*

Trong quý II vừa qua, chỉ số giá tiêu dùng (CPI) đã tăng liên tục và tháng sau luôn có tốc độ tăng cao hơn tháng trước (tháng 4 tăng 0,35%; tháng 5 tăng 0,44%, tháng 6 tăng 0,55%). Tính đến hết tháng 6, CPI đã tăng 3,94% so với cùng kỳ năm trước và tăng 2,68% so với tháng 12 năm 2008. Như vậy, mặc dù vẫn đang nằm trong tầm kiểm soát, nguy cơ lạm phát tăng cao trở lại ngày càng rõ nét.

Trong những tháng còn lại của năm 2009, nhiều khả năng giá cả hàng hoá trong nước sẽ tiếp tục tăng cao.

Thứ nhất, chính sách tiền tệ nới lỏng cùng với chính sách tài khoá mở rộng mà Chính phủ đang triển khai triệt để đã khiến cho lượng tiền trong lưu thông tăng đột biến. Tổng giá trị các gói kích cầu của nước ta đã lên tới 143.000 tỷ đồng tương đương với 8 tỷ đô la Mỹ và đạt gần 10% GDP, cao hơn nhiều so với tỷ lệ giá trị các gói kích cầu trong GDP của các nước khác trên thế giới (Mỹ 4,8%, Trung Quốc 4,4%, Đức 3,4%, Nhật Bản 2,2%, Pháp 1,3%...). Bên cạnh đó, tính đến hết quý II năm nay, tốc độ tăng trưởng tín dụng so với cuối năm 2008 đã đạt 17,01%, tăng 17,53% so với cùng kỳ năm trước và dự kiến cả năm sẽ tăng lên trên dưới 25%, cao gấp 5 lần tốc độ tăng trưởng kinh tế. Đây chính là yếu tố đầu tiên khiến cho đồng tiền mất giá.

**Lạm phát có thể tăng mạnh trở lại khi nền kinh tế có dấu hiệu phục hồi**

Thứ hai, giá nhiều loại nguyên vật liệu, nhiên liệu, vật tư trong nước cũng như trên thế giới đã giảm xuống rất nhiều do tác động của cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu. Sự tăng giá trở lại của các sản phẩm trên khi các gói kích cầu bắt đầu phát huy tác dụng là có thể dự đoán được. Chi phí sản xuất tăng cao sẽ tạo ra mặt bằng giá mới cho các loại hàng hóa.

Thứ ba, việc đồng USD tăng giá cũng sẽ làm tăng nguy cơ lạm phát. Trong 6 tháng đầu năm, tỷ giá USD đã tăng khoảng 5,3%. Đồng nội tệ giảm giá trị sẽ khiến cho giá trị hàng hoá, nguyên liệu và nhiên liệu nhập khẩu tăng lên kéo theo chi phí sản xuất và giá thành sản phẩm trong nước.

Thứ tư, trong thời gian qua, chi tiêu ngân sách đã được đẩy mạnh cùng với việc thực hiện các chính sách hỗ trợ kích cầu của Chính phủ. Trong khi đó, nguồn thu ngân sách lại giảm sút mạnh do: i) giá dầu thô giảm mạnh trên thị trường thế giới trong khi nguồn thu từ xuất khẩu dầu thô chiếm khoảng một phần tư trong cơ cấu thu ngân sách; ii) các doanh nghiệp nhà nước cũng gặp phải những khó khăn nhất định trong thời kỳ khủng hoảng; iii) nguồn thu từ thuế cũng bị cắt giảm do vừa qua Chính phủ cũng đã thực hiện một số chính sách giãn thuế, giảm thuế.

Như vậy, không khó khăn gì để nhận định rằng bội chi ngân sách năm nay là rất lớn (ước tính vào khoảng 8% GDP). Do đó, các biện pháp bù đắp bội chi ngân sách như đẩy mạnh thu thuế, tăng lãi suất trần trái phiếu để huy động vốn rất có thể sẽ được Chính phủ thực hiện ngay khi kinh tế phục hồi. Các động thái trên đều có tác động làm tăng giá thành sản phẩm.

Thứ năm, sau một thời gian dài suy giảm, nhu cầu hàng hoá và nguyên vật liệu sản xuất cũng sẽ tăng trở lại cùng với lòng tin của người tiêu dùng và nhu cầu đầu tư sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp. Việc tổng giá trị bán lẻ gia tăng 2,55% trong quý II so với quý I sau khi tăng trưởng âm trong 3 tháng đầu năm đã khẳng định sự quay trở lại của nhu cầu hàng hoá.

Như vậy, với những số liệu thống kê trong 6 tháng đầu năm, chúng ta hoàn toàn có thể tin tưởng rằng trong năm 2009 lạm phát nước ta sẽ được duy trì tại mức nhỏ hơn 10%. Tuy nhiên, các yếu tố tiền tệ, chi phí đẩy và cầu kéo của lạm phát nhiều khả năng sẽ cộng hưởng nhau, đặc biệt khi nền kinh tế có dấu hiệu thoát đáy. Khi đó, nguy cơ tái lạm phát là không thể coi nhẹ.

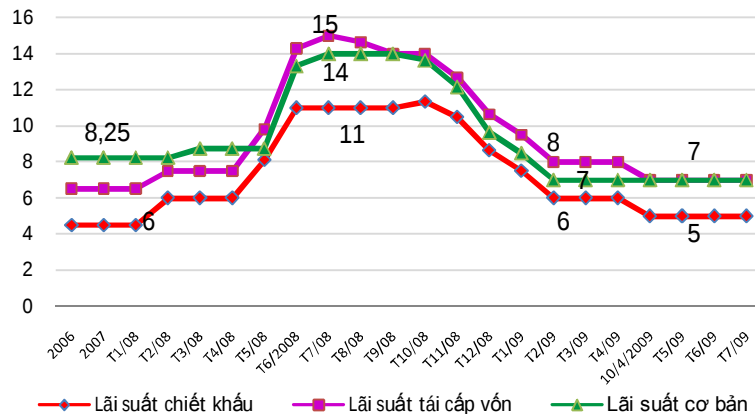
## 2.6. Lãi suất và chính sách tiền tệ

### Lãi suất cơ bản

**Lãi suất cơ bản được duy trì ổn định từ đầu tháng 2/09**

Kể từ ngày 01/02/2009 đến nay, Ngân hàng Nhà nước đã giữ nguyên lãi suất cơ bản đồng Việt Nam tại mức 7%. Theo đó, lãi suất trần cho vay của các tổ chức tín dụng được duy trì ổn định tại mức 10,5%/năm. Như vậy, đối với các doanh nghiệp vay vốn theo gói hỗ trợ lãi suất của Chính phủ, chi phí vay tối đa là 6,5%.

Trong khi đó, các mức lãi suất tái chiết khấu và tái cấp vốn của Ngân hàng Nhà nước đối với các tổ chức tín dụng được cắt giảm một lần (1%) trong quý II về mức 7 và 5%/ năm vào ngày 10/04/2009.



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

**Môi trường tiền tệ ổn định để các chương trình kích cầu phát huy tác dụng**

Quyết định cắt giảm lãi suất tái cấp vốn và lãi suất tái chiết khấu thay vì điều chỉnh lãi suất cơ bản trong quý II đã khẳng định một lần nữa những nỗ lực nới lỏng tiền tệ của Chính phủ trong khi vẫn duy trì một môi trường tiền tệ ổn định để các chương trình kích cầu hiện tại có thể phát huy tác dụng. Các doanh nghiệp có thể yên tâm vay vốn để đầu tư sản xuất kinh doanh khi biết rằng lãi suất cho vay sẽ không có nhiều thay đổi.

**Chủ trương duy trì lãi suất ổn định của Chính phủ**

Vào ngày 26/06/2009, trong buổi làm việc với Ngân hàng Nhà nước, Thủ tướng Chính phủ Nguyễn Tấn Dũng đã có kết luận về việc điều hành chính sách tiền tệ trong thời gian tới, theo đó “lãi suất cơ bản và các mức lãi suất khác sẽ được điều chỉnh theo hướng ổn định và ở mức hợp lý”. Trước đó, vào cuối tháng 5, trong một cuộc họp báo, Thống đốc Nguyễn Văn Giàu cũng đã thể hiện rõ quan điểm của Ngân hàng Nhà nước trong việc duy trì ổn định mức lãi suất cơ bản trong những tháng tới.

Vậy nên, trong những tháng còn lại của năm 2009, nhiều khả năng lãi suất cơ bản vẫn sẽ được giữ nguyên tại mức 7%. Mức lãi suất này đang được đánh giá là có thể đảm bảo dung hoà được hai yếu tố kích thích tăng trưởng và kiềm chế gia tăng tín dụng quá nóng gây lạm phát. Tuy nhiên, theo chúng tôi, trong dài hạn, áp lực điều chỉnh tăng lãi suất sẽ ngày càng gia tăng. Trước hết, áp lực sẽ đến từ lĩnh vực ngân hàng khi mức lãi suất cơ bản 7% đang gây không ít khó khăn cho các ngân hàng thương mại.

**Lợi nhuận từ hoạt động tín dụng của các ngân hàng đang bị đe dọa**

Trên thực tế, nhu cầu vay vốn ngày càng tăng cao trong khi lãi suất cho vay bị khống chế ở mức 10,5% đã gây sức ép lên hoạt động của các tổ chức tín dụng. Kể từ đầu quý II, chúng ta đã chứng kiến một cuộc chạy đua lãi suất giữa các ngân hàng thương mại với mục đích thu hút vốn để đáp ứng nhu cầu vay theo chương trình hỗ trợ lãi suất của các doanh nghiệp. Lãi suất tiết kiệm không ngừng được đẩy lên cao. Mức lãi suất cao nhất hiện nay đã lên tới 10,2%/ năm cho các kỳ hạn dài trên 24 tháng. Theo đó, chênh lệch giữa lãi suất huy động và cho vay đang ngày càng bị rút ngắn (còn khoảng trên dưới 1%). Đây là con số tương đối thấp so với mức trung bình trước đây (khoảng từ 3 đến 3,5%) và được đánh giá nguy hiểm đối với các ngân hàng thương mại.

Cửa thu lãi tín dụng có thể rộng mở hơn đối với các ngân hàng ở lĩnh vực cho vay tiêu dùng khi lãi suất được xác định theo cơ chế thỏa thuận. Tuy nhiên, khi lãi suất huy động tăng cao, lãi suất cho vay tiêu dùng cũng được nâng lên. Hiện tại, mức lãi suất cho vay thỏa thuận đối với các nhu cầu vốn phục vụ đời sống đã lên tới trên 15%/năm, đây là mức mà các nhu cầu vay vốn cần phải được cân nhắc kỹ. Hơn nữa, tỷ trọng tín dụng tiêu dùng trên tổng dư nợ chung của các ngân hàng vẫn đang ở mức thấp (phổ biến trên dưới 10%).

**Khi nguồn lợi thu từ hoạt động tín dụng bị giảm xuống mức thấp, các ngân hàng sẽ hạn chế cho vay**

Như vậy, nguồn lợi thu từ hoạt động tín dụng của các ngân hàng đang đang bị đe dọa. Khi lợi nhuận thu được từ hoạt động tín dụng giảm sút, rất có thể các ngân hàng sẽ hạn chế cho vay. Điều này khiến các chính sách kích cầu của Chính phủ trở nên vô tác dụng.

Bên cạnh đó, Chính phủ đang phải chịu một sức ép rất lớn từ thâm hụt ngân sách. Trong năm 2009, bội chi ngân sách được dự báo sẽ tăng đột biến và có thể lên tới 8% GDP. Trong khi đó, nguồn tiền để bù đắp cho bội chi ngân sách vẫn chưa huy động được.

**Để có thể huy động đủ số vốn dành cho kích cầu, việc tăng lãi suất trần trái phiếu là khó tránh khỏi**

Tính từ đầu năm tới nay, chỉ có 700 tỷ đồng trái phiếu ở các kỳ hạn 2 và 10 năm được phát hành trong tổng số 55.000 tỷ đồng kế hoạch phát hành của cả năm. Nếu tính cả số tiền thu được từ việc phát hành trái phiếu bằng đồng ngoại tệ (230 triệu USD) và lượng tiền huy động chưa giải ngân từ năm trước (7,7 tỷ đồng), đến nay tổng số tiền thu ngân sách trong năm nay đạt khoảng 4.617,7 tỷ đồng. Trong khi đó, kế hoạch chi tiêu ngày càng được mở rộng. Trong năm nay, Chính phủ đã nâng giá trị các gói hỗ trợ kích cầu từ 6 tỷ USD lên 8 tỷ USD (tương đương với 143.000 tỷ đồng và 10% GDP) trong đó 5,2 tỷ USD dành cho đầu tư vào xây dựng cơ sở hạ tầng và phát triển, 1,6 tỷ USD dành cho giảm trừ thuế, 400 triệu USD dành cho trợ cấp xã hội và 1 tỷ USD cho chương trình hỗ trợ lãi suất. Như vậy, để có thể huy động đủ số vốn dành cho kích cầu nền kinh tế, việc tăng lãi suất trần trái phiếu là khó tránh khỏi. Tại thời điểm cuối quý II, lãi suất trần trái phiếu Chính phủ đã dao động trong khoảng từ 8,7 đến 9,2% trong khi lợi suất kỳ vọng của các nhà đầu tư nằm trong khoảng từ 9,2 đến 10,2%. Nếu tiếp tục được điều chỉnh tăng để đáp ứng được kỳ vọng của nhà đầu tư, lãi suất trái phiếu sẽ tiến gần đến lãi suất tín dụng. Điều này sẽ gây sức ép lên mặt bằng lãi suất chung.

**Lãi suất trái phiếu bị đẩy lên cao sẽ tạo tính hấp dẫn và kéo theo lãi suất ngân hàng**

**Lạm phát có thể tăng mạnh trở lại khi nền kinh tế có dấu hiệu phục hồi**

Mặt khác, nguy cơ lạm phát tăng cao vẫn luôn hiện diện trong nền Kinh tế Việt Nam. Trong nước, hàng loạt các chính sách nới lỏng tiền tệ được thực hiện triệt để từ cuối năm 2008 như hỗ trợ lãi suất, điều chỉnh lương và trợ cấp... đã khiến cho lượng tiền trong lưu thông tăng đột biến gây áp lực lên mặt bằng giá cả. Trên thế giới, nguy cơ lạm phát tăng cao trở lại khi nền kinh tế có dấu hiệu phục hồi cũng được dự báo trước (i. lãi suất của các nước đều đã được hạ xuống ở mức khá thấp, ii. một lượng tiền khổng lồ đã được các nước bơm vào nền kinh tế thông qua các gói cứu trợ, iii. nhu cầu sản xuất và tiêu dùng sẽ tăng trở lại khi cuộc khủng hoảng chạm đáy).

Do vậy, chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm cho rằng lãi suất cơ bản sẽ duy trì tại mức 7% trong ngắn hạn và sẽ được điều chỉnh tăng trong dài hạn với mục đích kiềm chế lạm phát. Mức tăng sẽ phụ thuộc vào mức độ gia tăng chỉ số giá tiêu dùng.

**Lãi suất huy động và cho vay**

| Ngân hàng     | Loại tiền | KKH    | 3 tháng | 6 tháng | 12 tháng |
|---------------|-----------|--------|---------|---------|----------|
| <b>NHTMNN</b> | VND       | 2,88   | 7,52    | 7,85    | 8,01     |
|               |           | (2,75) | (7,07)  | (7,25)  | (7,56)   |
|               | USD       | 0,20   | 1,10    | 1,26    | 1,48     |
|               |           | (0,66) | (2,00)  | (2,34)  | (2,95)   |
| <b>NHTMCP</b> | VND       | 2,92   | 7,99    | 8,30    | 8,53     |
|               |           | (2,91) | (7,48)  | (7,65)  | (7,9)    |
|               | USD       | 0,42   | 1,51    | 1,69    | 2,05     |
|               |           | (0,88) | (2,05)  | (2,23)  | (2,54)   |

(\*) Số liệu kỳ báo cáo tại thời điểm cuối quý I/2009 Đơn vị: %/năm (Nguồn SBV)

**Xu hướng tăng lãi suất huy động kéo dài**

Quý II năm 2009 chứng kiến cuộc chạy đua lãi suất huy động giữa các ngân hàng thương mại. Trong vòng 3 tháng, lãi suất tiết kiệm VND liên tục được điều chỉnh tăng tại tất cả các kỳ hạn. Tính đến hết tháng 6, lãi suất tiền gửi bình quân của các ngân hàng quốc doanh dao động trong khoảng từ 7,52%/năm cho kỳ hạn 3 tháng đến cao nhất là 8,01%/năm cho kỳ hạn 12 tháng. Tương tự, các ngân hàng cổ phần cũng tăng lãi suất lên mức từ 7,99% đến 8,53%/năm đối với các khoản tiền gửi có kỳ hạn dưới 1 năm. Hiện nay, lãi suất tiết kiệm đã được đẩy lên cao nhất là 10,2%/năm cho kỳ hạn trên 24 tháng.

**Lãi suất USD giảm**

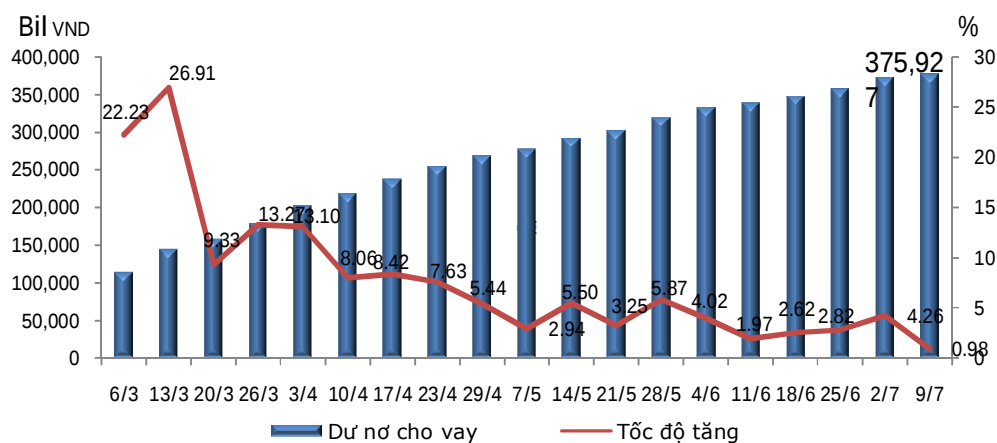
Ngược lại, tình trạng dư thừa ngoại tệ trong hệ thống ngân hàng thương mại đã khiến lãi suất huy động USD giảm xuống thấp tại tất cả các kỳ hạn trong suốt ba tháng qua. Mức giảm dao động từ 0,46 đến 1,47%/năm. Đặc biệt, lãi suất tiền gửi ngoại tệ không kỳ hạn của các ngân hàng thương mại nhà nước đã giảm trên 50% từ mức 0,66%/năm vào tháng 3 xuống mức 0,2%/năm vào tháng 6. Tại thời điểm kết thúc quý II, lãi suất tiết kiệm USD trung bình của khối ngân hàng quốc doanh đang ở mức 1,48%/năm, trong khi ở các ngân hàng cổ phần, con số này chỉ là 2,05%/năm cho kỳ hạn 12 tháng.

Trong kỳ báo cáo, lãi suất cho vay ngắn hạn bằng VND của nhóm Ngân hàng thương mại nhà nước phổ biến ở mức từ 8,5-10%/năm, trung và dài hạn 10-10,5%/năm, lãi suất cho vay VND của nhóm Ngân hàng thương mại cổ phần phổ biến ở mức từ 10-10,5%/năm. Lãi suất cho vay sau khi trừ đi phần hỗ trợ lãi suất phổ biến ở mức từ 4,5-6%/năm. Lãi suất cho vay USD ở mức từ 6-7%/năm. Lãi suất cho vay thỏa thuận đối với các khoản vay tiêu dùng phổ biến từ 12-16,5%/năm. Hiện tại, lãi suất cho vay ngắn hạn bằng USD của nhóm ngân hàng thương mại nhà nước phổ biến ở mức 3%/năm, trung và dài hạn từ 3,5-5%/năm. Lãi suất cho vay ngắn hạn bằng USD của nhóm Ngân hàng thương mại cổ phần phổ biến ở mức từ 3-5%/năm, trung và dài hạn từ 4-6%/năm.

### Chính sách hỗ trợ lãi suất

Cùng với xu hướng chung của thế giới, vai trò quan trọng của Chính phủ Việt Nam trong công cuộc ngăn chặn mức độ suy thoái, giúp nền kinh tế phục hồi nhanh chóng ngày càng được khẳng định. Gói kích cầu thứ nhất 17.000 tỷ đồng nhằm hỗ trợ lãi suất 4% cho các doanh nghiệp trong ngắn hạn đã và đang được triển khai và bước đầu phát huy tác dụng. Gói kích cầu thứ hai, bắt đầu từ 01/05/2009 nhằm hỗ trợ lãi suất trung và dài hạn cho các doanh nghiệp, hỗ trợ thuế và tăng cường đầu tư... Tổng giá trị các gói kích cầu hiện đã lên tới 8 tỷ USD. Đây là một con số khá lớn (chiếm khoảng 10% GDP), thể hiện sự quyết tâm của Chính phủ.

Về tốc độ triển khai chương trình hỗ trợ lãi suất, tính đến hết quý II, dư nợ cho vay đã lên tới 372.272,09 tỉ đồng. Trong đó, dư nợ theo nhóm Ngân hàng Thương mại Nhà nước và Quỹ tín dụng nhân dân Trung ương là 265.800,68 tỷ đồng, nhóm ngân hàng thương mại cổ phần 85.429,82 tỷ đồng. Dư nợ cho vay hỗ trợ lãi suất của nhóm ngân hàng liên doanh, chi nhánh ngân hàng nước ngoài và ngân hàng 100% vốn nước ngoài là 17.419,57 tỷ đồng và của các công ty tài chính 3.622,03 tỷ đồng. Về đối tượng khách hàng vay vốn, các doanh nghiệp nhà nước hiện vay 57.590,49 tỷ đồng, trong khi doanh nghiệp ngoài nhà nước (công ty trách nhiệm hữu hạn, công ty cổ phần, doanh nghiệp tư nhân, doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài) vay tới 246.071,85 tỷ đồng. Số tiền cho vay hỗ trợ lãi suất đến tay các hộ sản xuất, tính đến hết ngày 2/7, là 68.609,75 tỷ đồng.



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

### Nhận định

Khác với nửa đầu năm 2008 khi các ngân hàng tăng lãi suất huy động để cải thiện tính thanh khoản của mình, việc điều chỉnh tăng lãi suất của các ngân hàng trong thời gian này xuất phát từ nhu cầu vốn để đáp ứng tăng trưởng tín dụng đang được kích thích bởi chính sách hỗ trợ lãi suất của Chính phủ. Do đó, lãi suất huy động tại các kỳ hạn dài có mức tăng lên nhiều nhất.

Mặc dù liên tục được điều chỉnh tăng trong ba tháng gần đây nhưng mặt bằng lãi suất huy động vốn bằng đồng Việt Nam hiện vẫn đang ở mức thấp, đặc biệt là so với đỉnh điểm của năm 2008 khi lãi suất có thể lên tới 19%/năm. Giờ đây, tiết kiệm đang phải cạnh tranh với các kênh đầu tư khác có tỷ suất lợi nhuận cao như chứng khoán, vàng và bất động sản. Do đó, trong thời gian tới, nhiều khả năng lãi suất tiền gửi sẽ được điều chỉnh tăng, đặc biệt là tại các kỳ hạn dài. Tuy nhiên mức tăng sẽ không nhiều và có thể sẽ thông qua các hình thức khuyến mãi, quà tặng do lãi suất trần cho vay đang bị hạn chế tại mức thấp (10,5%).

Trong những tháng tới, nhiều khả năng lãi suất cơ bản sẽ vẫn được duy trì tại mức 7%, theo đó, chênh lệch giữa lãi suất đầu vào và đầu ra của các ngân hàng sẽ ngày càng xích lại gần nhau. Để đảm bảo nguồn thu từ hoạt động tín dụng, rất có thể các ngân hàng thương mại sẽ phải áp dụng các khoản phí tín dụng nhằm nâng lãi suất cho vay thực lên cao. Chính sách này đã được các ngân hàng áp dụng rộng rãi trong thời điểm đỉnh cao của lạm phát năm 2008. Hoạt động tín dụng tiêu dùng với cơ chế lãi suất thỏa thuận cũng sẽ được các ngân hàng chú trọng phát triển.

Ngoài ra, chúng tôi cũng không loại trừ khả năng Ngân hàng Nhà nước sẽ gỡ bỏ cơ chế lãi suất trần cho vay đối với một số loại hình tín dụng nhằm cải thiện thu nhập cận biên của các ngân hàng. Trong trường hợp này, lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay sẽ được xác lập theo cơ chế thị trường. Linh hoạt trong việc quyết định lãi suất cho vay sẽ góp phần thúc đẩy hoạt động tín dụng của các ngân hàng thương mại, theo đó thúc đẩy đầu tư kinh doanh sản xuất và tiêu dùng.

Hiện nay, mức lãi suất tín dụng USD đang phổ biến ở mức từ 3 đến 5%/năm. Mức này hiện đang ngang bằng với lãi suất cho vay VND sau khi được hỗ trợ lãi suất. Bên cạnh đó, tới đây, nhu cầu vay vốn bằng ngoại tệ được dự báo sẽ được cải thiện cùng với các hoạt động nhập khẩu đang ngày càng gia tăng. Do vậy, hoạt động tín dụng bằng ngoại tệ được nhận định sẽ sôi động hơn trong nửa cuối năm.

## 2.7. Triển vọng tăng trưởng kinh tế Việt Nam năm 2009

**Để đạt mục tiêu, tăng trưởng GDP 2 quý cuối năm phải trên 5,5%**

Bước sang quý II/2009, kinh tế Việt Nam tuy đã có những chuyển biến khá tích cực, tuy nhiên tốc độ tăng trưởng GDP 6 tháng đầu năm 2009 so với năm trước mới chỉ ở mức 3,9%. Như vậy để đạt mục tiêu tăng trưởng 5% vào cuối năm, theo tính toán của chúng tôi 2 quý cuối năm 2009 GDP phải tăng trưởng vào khoảng 5,5 đến 7%. Và theo ước tính của Bộ kế hoạch và đầu tư để đạt mục tiêu 5% này sản xuất công nghiệp phải tăng trưởng không dưới 10% so với năm 2008, xuất khẩu phải tăng trưởng khoảng 3% và tỷ lệ nhập siêu phải dưới 20%.

Trên cơ sở phân tích tình hình Việt Nam và thế giới 6 tháng đầu năm 2009, chúng tôi cho rằng để đạt mục tiêu này Chính phủ và các bộ ban ngành Trung ương sẽ phải nỗ lực rất lớn và cũng cần sự hỗ trợ từ các yếu tố tích cực từ môi trường quốc tế. Vì trước hết, kinh tế Việt Nam hiện nay còn phụ thuộc nhiều vào xuất nhập khẩu. Trong khi đó, hoạt động thương mại vẫn đang phải đối mặt với những rào cản và chính sách bảo hộ của nhiều nước lớn trên thế giới, theo đó mục tiêu tăng trưởng 3% của xuất khẩu là khó đạt được và có khả năng tăng trưởng âm nếu không có

**Kinh tế Việt Nam cần cả sự nỗ lực nội tại và tín hiệu khả quan quốc tế để đạt mục tiêu tăng trưởng 5% trong năm 2009**

các yếu tố tích cực từ môi trường quốc tế thúc đẩy. Thứ hai, nhập khẩu đang có xu hướng tăng mạnh trở lại nhờ chính sách kích cầu của Chính phủ, trong khi giá nguyên vật liệu đầu vào có xu hướng tăng trở lại. Theo đó thâm hụt cán cân thương mại nhiều khả năng sẽ tăng dần về cuối năm. Ngoài ra, tổng giá trị sản xuất công nghiệp 6 tháng đầu năm theo ước tính của Tổng cục thống kê tăng 4,8% so với cùng kỳ năm trước nhưng vẫn thấp hơn nhiều mức tối thiểu 10% mà Chính phủ đặt ra. Đồng thời, để đạt mức tối thiểu đó thì 6 tháng cuối năm cũng phải tăng trưởng trên 10%. Và mặc dù hiện tại đầu ra của sản xuất trong nước đang được hỗ trợ bởi cầu nội khi chỉ số bán lẻ hàng hóa trong nước 6 tháng đầu năm tăng 22% so với cùng kỳ năm trước và có khả năng tiếp tục tăng so với cùng kỳ 2008 trong những tháng tới nhờ chính sách kích cầu của Chính phủ. Tuy nhiên nếu không có sự cải thiện trong hoạt động xuất khẩu cũng sẽ rất khó để hỗ trợ sản xuất công nghiệp đạt mục tiêu tăng trưởng tối thiểu 10% mà Chính phủ đặt ra. Hơn nữa, Việt Nam còn phải đối mặt với khoản thâm hụt ngân sách Chính phủ có thể lên tới 8% GDP theo dự báo của các chuyên gia quốc tế với gói kích cầu được nâng lên 8 tỷ USD trong tháng 5 vừa qua.

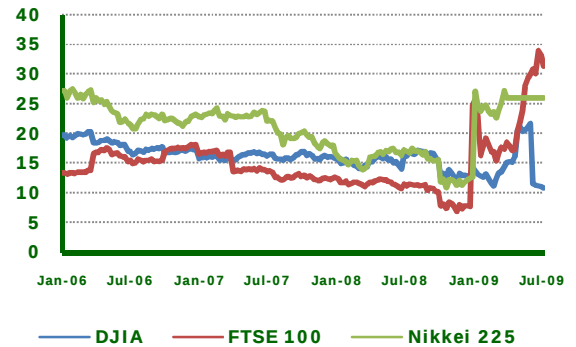
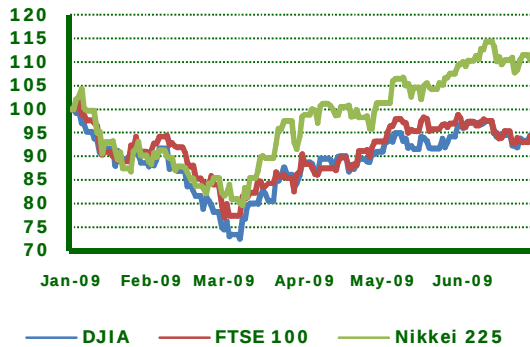
Như vậy, tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam năm 2009 vẫn có thể nhỏ hơn 5% nếu không có những chuyển biến tích cực hơn trong kinh tế toàn cầu và không có những chính sách phù hợp của Chính phủ để kích thích kinh tế trong thời gian tới.

### III. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VÀ TRÁI PHIẾU

#### 3.1. Chứng khoán thế giới

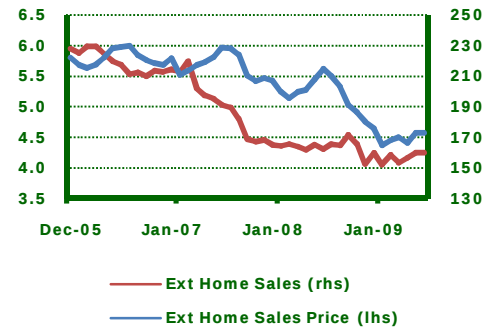
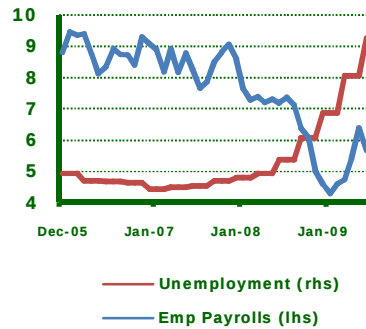
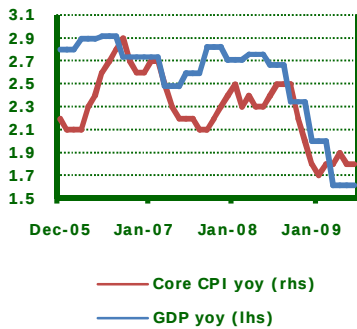
Từ đầu năm 2009, nhiều gói kích thích kinh tế của Chính phủ các nước đã được đồng loạt đưa vào thực thi. Cho đến ngày 30/06/2009, tổng gói kích thích kinh tế tại Anh 450 tỷ GBP, tại Mỹ 2200 tỷ USD, Nhật 1000 tỷ JPY. Mục tiêu cơ bản của các gói kích thích này là nhằm ổn định hệ thống tài chính có nguy cơ đổ vỡ. Thực tế cho thấy tính thanh khoản của các ngân hàng đã được phục hồi, khối tài sản xấu được chính phủ mua lại và lợi nhuận của ngành tài chính tăng trưởng trong quý 2.

Nhờ những biện pháp mạnh mẽ và kịp thời của gói kích cầu tác động vào thị trường vốn, trong quý 2, các chỉ số chứng khoán đều tăng khá mạnh. Chỉ số DJIA tăng 13%, N225 tăng 25%, FTSE 100 tăng 29%. Mặc dù có thêm một tập đoàn khổng lồ khác nộp đơn xin bảo hộ phá sản là General Motors, nhưng khác với trường hợp của ngân hàng Lehman Brothers, lần này thị trường không phản ứng quá tiêu cực do nền kinh tế Mỹ có dấu hiệu qua đáy của khủng hoảng và trên đà tìm lại sự phục hồi. Về mặt định giá, trailing PE bình quân của DJIA xấp xỉ 22 trong khi forward PE khoảng 14. Mức forward PE này thấp hơn bình quân năm 2006 (khoảng 16-18).



*Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp*

Tỷ lệ thất nghiệp tháng 6 tại Mỹ là 9,5%, mức kỷ lục kể từ tháng 8 năm 1984. Số người nộp đơn xin trợ cấp thất nghiệp lần đầu tăng nhanh trong 3 tháng đầu năm và đạt mức 674 nghìn người. Nhưng sang đến quý 2, tình hình đã dần ổn định lại. Số người nộp đơn xin trợ cấp thất nghiệp giảm dần và đến cuối tháng 6 chỉ còn 625 nghìn người.



*Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp*

Chúng tôi cũng nhận thấy số nhà hiện có bán ra đã chấm dứt sự suy giảm và đạt được mức ổn định trong quý 1 trong khoảng 4,5 – 4,7 triệu nhà/tháng. Chỉ số giá nhà ở cho hộ gia đình trong quý 2 giảm nhẹ so với đầu năm, thoát khỏi đà giảm nhanh của 9 tháng trước đó. Chỉ số giá tiêu dùng cơ bản, core CPI tháng tư và tháng năm tăng nhẹ so với quý I, tuy nhiên, CPI tháng 5 vẫn giảm (-1,3%) so với cùng kỳ năm ngoái.

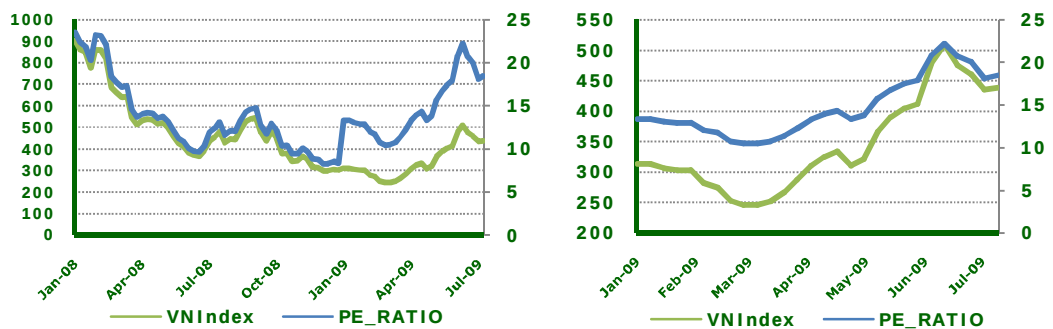
Trong hoàn cảnh lạm phát chưa có dấu hiệu tăng nhanh và đang ở mức âm, FED có điều kiện tiếp tục duy trì lãi suất thấp thì nền kinh tế Mỹ nhiều khả năng ổn định và tiếp tục khả quan hơn trong 6 tháng cuối năm. Theo quan điểm của chúng tôi, điều này sẽ tạo yếu tố cơ bản để các chỉ số chứng khoán toàn cầu thoát khỏi đà suy giảm và nhiều khả năng sẽ tiếp tục tăng trưởng một khi các dấu hiệu hồi phục của nền kinh tế rõ ràng hơn.

## 3.2. Chứng khoán Việt Nam

### 3.2.1. Diễn biến thị trường quý II và 6 tháng đầu năm 2009

Cả hai chỉ số chứng khoán Việt Nam đều có mức biến động khá mạnh trong quý II. Kể từ đầu tháng 4, VNIndex tăng 82% rồi giảm 16% so với đỉnh. Tương tự, trong vòng 3 tháng quý II, HNX Index tăng 85% rồi giảm mạnh 24%.

Về định giá, trailing PE thị trường ở mức 23,3 (HOSE) và 13,5 (HNX). Tuy nhiên, forward PE của HOSE giảm còn 17,9, trong khi HNX là 12,2. Tổng vốn hóa thị trường của VNIndex tăng 102% so với đầu tháng 4, đạt gần 17 tỷ USD.



*Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp*

Có hai nguyên nhân chính để thị trường chứng khoán có sự tăng trưởng mạnh trong nửa đầu năm 2009. Đầu tiên và việc thị trường thế giới có diễn biến khá thuận lợi, trong đó các chỉ số chứng khoán Châu Á đều tăng điểm mạnh. Về yếu tố nội tại của nền kinh tế, các thị trường xuất khẩu của VN không bị suy giảm quá nhiều như các nước lân cận. Thêm vào đó, gói kích cầu trong của Chính phủ đã ổn định hệ thống tài chính, ngăn ngừa nguy cơ đổ vỡ của hệ thống ngân hàng và kích thích được các doanh nghiệp vay vốn sản xuất.

Cho đến thời điểm này, cung tiền M2 đã tăng khá nhanh, vượt qua tốc độ tăng trưởng kinh tế 6 tháng đầu năm. Tuy nhiên lạm phát vẫn trong vòng kiểm soát của Chính phủ và có khả năng kiềm giữ được mức một con số trong năm 2009. Sản lượng sản xuất công nghiệp tăng trưởng dương trở lại sau quý I bị giảm. Quý II, GDP tăng 3,9% cao hơn 26% so với mức tăng 3,1% của quý I. Ngân hàng Nhà nước quyết định tiếp tục giữ nguyên lãi suất cơ bản trong các tháng tiếp theo.

Các yếu tố này tạo điều kiện cho Chính phủ tiếp tục thực hiện giải ngân gói kích cầu trị giá hơn 1 tỷ USD một cách hiệu quả. Chúng tôi cho rằng nền kinh tế Việt Nam đã thoát khỏi đáy của khủng hoảng có một số tín hiệu cho thấy triển vọng tăng trưởng cao hơn trong nửa cuối năm 2009. Thị trường chứng khoán VN vì thế có những yếu tố cơ bản để lạc quan về trung hạn.

Một số sự kiện nổi bật của thị trường chứng khoán trong quý II:

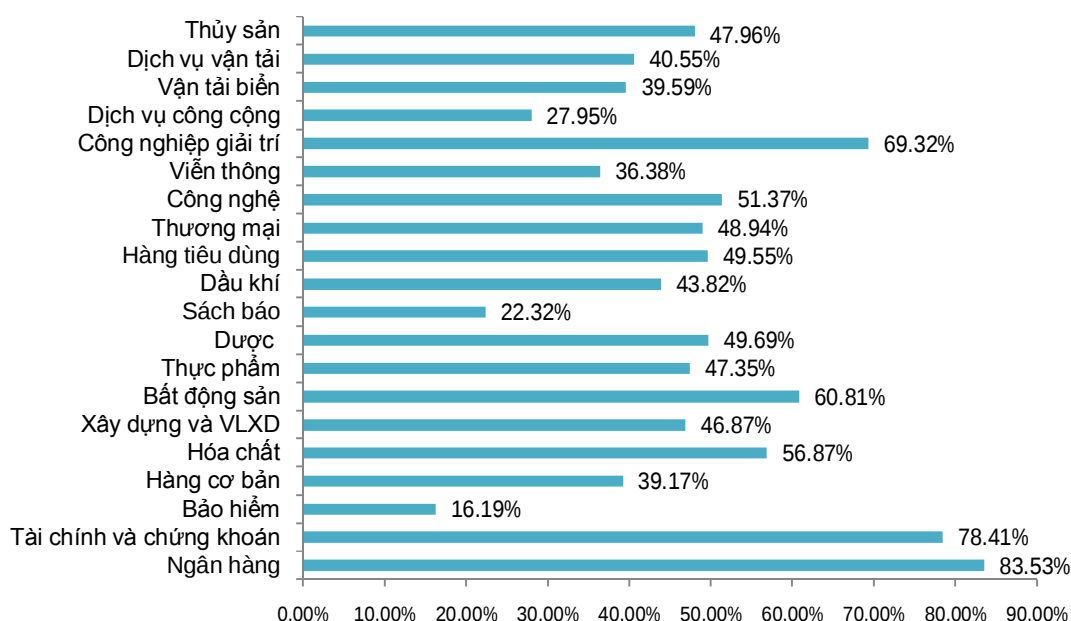
- VCB, BVH được chấp thuận niêm yết trên Sở GDCK Hồ Chí Minh, đồng thời khởi nhà đầu tư nước ngoài được phép mua toàn bộ lượng cổ phiếu niêm yết của VCB.

- Ngân hàng Nhà nước chỉ đạo đẩy mạnh tiến độ giải ngân gói kích cầu của chính phủ, đồng thời cũng chú trọng thanh tra, kiểm soát hoạt động cho vay đầu tư bất động sản, chứng khoán.
- Các công ty không đủ vốn điều lệ theo yêu cầu của Sở GDCK Hồ Chí Minh phải chuyển sang niêm yết trên Sở GDCK Hà Nội.
- Sở GDCK Hà Nội khai trương thị trường Upcom, bước đầu tạo lập thị trường chính quy cho các hoạt động chuyển nhượng OTC.

### 3.2.2. Đây là cơ hội cuối năm

Trong 6 tháng đầu năm 2009, thị trường đã có giai đoạn hồi phục mạnh nhất trong quý 2. Các chỉ số thị trường tăng 60% so với cuối quý I. Nhóm ngành ngân hàng tài chính tiếp tục dẫn đầu trong đợt hồi phục khi giá cổ phiếu của nhóm tiếp tục tăng thêm bình quân 83,53% và 78,41%. Các cổ phiếu thuộc nhóm bất động sản, sản xuất hàng tiêu dùng, hóa chất, công nghiệp giải trí cũng nằm trong nhóm tăng giá mạnh với giá trị tăng thêm đạt trên 50% trong quý 2. Nhóm ngành có sự hồi phục yếu nhất trong quý 2 gồm bảo hiểm, điện do đã có sự hồi phục tương đối trong quý trước cũng đồng thời là nhóm ngành ổn định ít nhận được sự chú ý của nhà đầu tư sau giai đoạn thị trường hồi phục từ khủng hoảng kinh tế.

#### Tăng trưởng của ngành theo giá cổ phiếu trong quý II/2009



Nguồn: Hose, Hasc và VCBS

Với kết quả quý 2 đang cải thiện hơn nhiều so với quý 4/2008 và quý 1/2009 cùng với khả năng kinh tế có bước hồi phục vào 6 tháng cuối năm chúng tôi tin rằng chỉ số giá thị trường sẽ được cải thiện hơn hiện tại. Chúng tôi sẽ cập nhật mức kỳ vọng của năm 2009 khi có đầy đủ báo cáo

quý 2. Hiện tại, chúng tôi cho rằng thị trường đã qua đáy của khủng hoảng và sẽ đạt mức hợp lý để nắm giữ trong trung hạn khi thị trường đi vào giai đoạn ổn định trong quý III.

Trong các nhóm ngành, cổ phiếu thuộc ngành công nghệ đang được nhà đầu tư kỳ vọng nhiều nhất với mức PE trung bình hiện tại là 20,04 gần gấp đôi so với toàn thị trường. Nhóm cổ phiếu ngân hàng tài chính dù dẫn đầu trong đợt tăng giá vừa qua thì trung vị của PE các công ty trong ngành đang ở mức 14,21. Một số cổ phiếu thuộc nhóm này hiện tại đang được định giá khá thấp so với mặt bằng chung. Nhóm có PE trung vị thấp nhất tính đến hết quý hai thuộc về các cổ phiếu ngành dầu khí và viễn thông, về cơ bản giá của đa số các cổ phiếu trong nhóm này tăng không nhiều trong quý 2.

| Ngành             | Median P/E<br>QI | Median P/E<br>QII | Median<br>PE2009e |
|-------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| Công nghệ         | 11,23            | 20,04             | NA                |
| Tài chính         | 7,65             | 14,21             | 20,89             |
| Dịch vụ tiêu dùng | 6,67             | 13,51             | NA                |
| Hàng tiêu dùng    | 5,54             | 12                | 8,47              |
| Dược              | 7,14             | 11,76             | 12,74             |
| Công nghiệp       | 5                | 11,64             | 14,36             |
| Dịch vụ công cộng | 7,28             | 11,18             | 10,42             |
| Dầu khí           | 9,55             | 10,86             | 14,02             |
| Viễn thông        | 8,65             | 10                | 10,39             |
| Toàn thị trường   | 7                | 11,64             | 12,89             |

*Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp*

Như vậy, như chúng tôi đã trình bày trong báo cáo thị trường quý 1, nhóm ngân hàng tài chính, bất động sản và sản xuất hàng công nghiệp và tiêu dùng đã thể hiện sự tăng trưởng mạnh mẽ nhất nếu thị trường hồi phục và điều này đã được kiểm chứng trong giai đoạn thị trường tăng trong quý 2. Một vấn đề đặt ra là ngành nào sẽ tiếp tục có được sự tăng trưởng ấn tượng vào cuối năm. Chúng tôi nhìn thấy cơ hội trong nhóm ngành tài chính ngân hàng, bất động sản, sản xuất vật liệu xây dựng và vận tải, cao su là những ngành nhận được sự hỗ trợ từ gói kích cầu của chính phủ cùng với sự hồi phục của nền kinh tế trong 6 tháng còn lại của năm 2009.

### 3.2.3. Triển vọng đầu tư một số ngành

#### ❖ Ngành tài chính (ngân hàng)

Nếu như trong năm 2008, hoạt động kinh doanh truyền thống của các ngân hàng gần như bị tê liệt và chịu thua lỗ do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng toàn cầu và lạm phát trong nước lên tới 23%; thì trong nửa đầu năm 2009, lợi nhuận từ tín dụng lại là nguồn thu chủ yếu cho các ngân hàng, chiếm tới hơn 50% tổng lợi nhuận của ngân hàng. Lợi nhuận trước thuế (sau trích lập dự phòng rủi ro tín dụng và chưa tính hợp nhất các công ty con) của hầu hết các ngân hàng đều tương đối khả quan và hoàn thành trên 50% kế hoạch năm 2009

|                   | <b>LNTT 6<br/>tháng<br/>2009</b> | <b>Kế hoạch<br/>2009</b> | <b>%KH</b> | <b>Tổng vốn<br/>huy động<br/>(30/6)</b> | <b>Dư nợ<br/>cho vay<br/>(30/6)</b> | <b>Tổng tài<br/>sản<br/>(30/6)</b> |
|-------------------|----------------------------------|--------------------------|------------|-----------------------------------------|-------------------------------------|------------------------------------|
| <b>ACB</b>        | 1.200                            | 2.700                    | 44,44%     | 105.439                                 | 50.349                              | 141.750                            |
| <b>STB</b>        | 905                              | 1.600                    | 56,56%     | 70.152                                  | 47.637                              | 82.756                             |
| <b>VCB</b>        | 2.450                            | 3.320                    | 73,80%     | 181.000                                 | 125.700                             | 214.090                            |
| <b>Vietinbank</b> | 2.100                            | 2.592                    | 81,02%     |                                         |                                     |                                    |

*Nguồn: VCBS*

Năm 2009 đã đi được nửa quãng đường với những ảnh hưởng tích cực của các gói kích cầu có giá trị lên tới 143.000 nghìn tỷ (tương đương 8 tỷ USD) tới nền kinh tế nói chung cũng như ngành ngân hàng nói riêng: mức hỗ trợ lãi suất 4% cho các doanh nghiệp vay vốn lưu động tạo điều kiện cho doanh nghiệp tiếp cận với nguồn vốn rẻ; từ đó hoạt động tín dụng của ngân hàng có điều kiện tăng trưởng mạnh, cụ thể 6 tháng đầu năm toàn hệ thống ngân hàng tăng trưởng tín dụng trên 17,01%. Tính đến ngày 9/7/2009, vốn hỗ trợ lãi suất đã giải ngân được 376 nghìn tỷ đồng, tương đương 79% kế hoạch. Như vậy, từ giờ đến cuối năm sẽ có khoảng 280 nghìn tỷ đồng hỗ trợ vay vốn ngắn hạn tiếp tục được giải ngân, cộng với các khoản vay trung và dài hạn, cho vay nông dân được hỗ trợ lãi suất theo QĐ 443 và QĐ 497. Tuy nhiên, do mục tiêu tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng năm 2009 dưới 30%, đồng nghĩa với mức room tăng trưởng tín dụng cho 6 tháng cuối năm ở mức 13%; đà tăng trưởng tín dụng cuối năm sẽ giảm xuống và điều này sẽ ít nhiều ảnh hưởng tới lợi nhuận 6 tháng cuối năm của ngân hàng.

Rủi ro ảnh hưởng tới lợi nhuận của nhóm ngân hàng trong 6 tháng cuối năm chủ yếu do tỷ lệ nợ xấu tăng, lãi suất đầu vào tăng lên trong khi đầu ra bị khống chế (10,5%). Tuy nhiên với kết quả kinh doanh nhóm ngân hàng đạt được trong 6 tháng đầu năm theo báo cáo chưa hợp nhất thì khả năng đạt và vượt kế hoạch là khá cao do ngoài mảng tín dụng các ngân hàng còn có nguồn thu ổn định từ mảng dịch vụ khác, đặc biệt với các trường hợp như ACB, STB.

Với mức PE cuối tháng 6 khoảng 14x cùng triển vọng của ngành trong dài hạn chúng tôi cho rằng các cổ phiếu ngân hàng đang ở mức giá hợp lý để đầu tư.

#### ❖ **Ngành bất động sản**

Việc ngân hàng tăng cung tín dụng cho vay trở lại các dự án bất động sản từ đầu năm 2009 cùng với việc lãi suất cho vay giảm mạnh và giá nguyên vật liệu xây dựng giảm đã kích thích thị trường bất động sản sôi động trở lại. Các dự án không thể khởi công trong năm 2008 do thiếu vốn đang được doanh nghiệp triển khai trở lại trong năm nay. Cầu từ dân cư cũng tăng lên do đó giá các dự án không còn giảm như cuối năm 2008 và giữ ở mức khá ổn định. Hiện tượng “sốt” giá gần đây tại một số dự án do nguyên nhân đầu cơ và không mang tính đại diện. Tuy nhiên điều này cũng cho thấy thị trường bất động sản đã thoát khỏi giai đoạn đóng băng của năm trước và do đó doanh nghiệp bất động sản năm nay sẽ có thu nhập cải thiện. Chúng tôi cho rằng nhiều công ty bất động sản năm nay sẽ có doanh thu vượt kế hoạch bởi phần lớn kế hoạch

được xây dựng trên cơ sở bối cảnh kinh tế khó khăn, thị trường bất động sản vẫn đóng băng. Và phần lớn trong số đó sẽ cho thấy kết quả khác biệt trong báo cáo hai quý cuối năm do nhiều dự án chỉ được triển khai lại từ quý 2 năm nay. Chúng tôi quan tâm tới các doanh nghiệp có quỹ đất lớn và vị trí đẹp.

| Mã         | 1Q 2009 |      | 2009 Company Est |      | 2009 VCBS Est |      |
|------------|---------|------|------------------|------|---------------|------|
|            | DT      | LNTT | DT               | LNTT | DT            | LNTT |
| <b>VCG</b> | 2.107   | 46,3 | 4.243            | 361  | 4.750         | 750  |
| <b>SJS</b> | 4       | 9,6  | 936              | 373  | 1.940         | 470  |
| <b>TDH</b> | 124     | 61,7 | 550              | 225  | 575           | 235  |
| <b>LCG</b> | 23      | 42,8 | 1.335            | 199  | 1.550         | 260  |

| Nhà đầu tư               | Dự án tiêu biểu     | Vị trí                    |
|--------------------------|---------------------|---------------------------|
| Sudico (SJS)             | Bắc An Khánh        | Hoài Đức-Hà Nội           |
| Vinaconex (VCG)          | Nam An Khánh        | Hoài Đức-Hà Nội           |
|                          | N5 Trần Duy Hưng    | Thanh Xuân - Hà Nội       |
| Nhà Từ Liêm (NTL)        | Trạm Trôi           | Hoài Đức-Hà Nội           |
|                          | Dịch Vọng           | Từ Liêm - Hà Nội          |
| Sông Đà Thăng Long (STL) | Văn Khê             | Hà Đông - Hà Nội          |
| Bình Chánh (BCI)         | Phong phú 2,4       | Huyện Bình Chánh – TP.HCM |
| Hoàng Anh Gia Lai (HAG)  | An Viên, Riversides | Sông Sài Gòn              |

Nguồn: VCBS thu thập

Giá các cổ phiếu bất động sản đã tăng khá nhiều trong thời gian qua (60.8% trong quý 2) phản ánh kỳ vọng của nhà đầu tư với tiềm năng của ngành. Chúng tôi nhìn nhận ngành bất động sản là ngành có tiềm năng lớn trong dài hạn và nên được quan tâm đầu tư khi có cơ hội.

#### ❖ **Nhóm nguyên vật liệu xây dựng**

Đây là nhóm cổ phiếu ưa thích nhất của chúng tôi trong năm nay. Chúng tôi tin rằng 6 tháng cuối năm 2009 và cả năm 2010 nhóm ngành này vẫn tiếp tục có được đà tăng trưởng cao của nửa đầu năm bởi các yếu tố:

Nhóm ngành này được hưởng lợi nhiều từ gói kích cầu đầu tư vào xây dựng cơ bản của chính phủ trong đó tập trung vào các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng, giao thông, thủy lợi... Bên cạnh nhu cầu đầu tư công thì nhu cầu xây dựng của các doanh nghiệp và dân cư cũng tăng mạnh trong năm nay khi nền kinh tế chuyển biến tích cực hơn, và cũng do giá cả ngành vật liệu xây dựng trong thời gian qua đã giảm mạnh khiến chi phí xây dựng đã thấp hơn nhiều so với đỉnh điểm năm ngoái (khoảng 30%) nên các doanh nghiệp bất động sản và người dân cũng tranh thủ đẩy

mạnh hoạt động đầu tư xây dựng để tiết kiệm chi phí. Dự báo tăng trưởng ngành xây dựng trong năm nay sẽ là 10%.

Giá nguyên liệu đầu vào rẻ do suy thoái kinh tế từ quý 4/2008 trong khi giá bán sản phẩm giảm thấp hơn. Nhiều doanh nghiệp trong ngành đã tranh thủ trữ được lượng nguyên liệu tồn kho lúc giá thấp. Trong thời điểm hiện tại, lợi nhuận của doanh nghiệp trong ngành ít bị ảnh hưởng nếu giá nguyên liệu đầu vào tăng vì cung vật liệu xây dựng trong nước vẫn chưa đáp ứng cầu nên doanh nghiệp dễ dàng chuyển chi phí vào giá bán, điều này đặc biệt đúng với các doanh nghiệp sản xuất lớn như HPG, NTP, BMP, BCC.

Trong nhóm ngành vật liệu xây dựng chúng tôi quan tâm tới ngành sản xuất vật liệu xây dựng nhựa và ngành thép:

#### *Ngành ống nhựa :*

Nhóm vật liệu xây dựng nhựa đang niêm yết gồm NTP, BMP, DNP. Trong quý I/ 2009 các công ty nhựa đã có được kết quả kinh doanh tốt hơn so với quý 4 năm trước đặc biệt là đột biến lợi nhuận. Nhu cầu xây dựng tăng trở lại trong quý 1/2009 đã giúp các công ty có doanh thu tăng, tuy nhiên giá nguyên liệu đầu vào giảm mạnh mới là nguyên nhân tạo nên sự đột phá về lợi nhuận. Giá bột nhựa PVC nguyên liệu chính dùng trong sản xuất ống nhựa giảm tới 60% trong quý I.

| Mã  | KQKD quý I/2009 |        | % Kế hoạch |       | Tăng trưởng so với quý 4/2008 |         |
|-----|-----------------|--------|------------|-------|-------------------------------|---------|
|     | DT              | LN     | DT         | LN    | DT                            | LN      |
| NTP | 279.691         | 54.404 | 24,7%      | 34,2% | 0.23                          | 424,3%  |
| BMP | 192.047         | 40.906 | 0.23       | 0.38  | 8,1%                          | 201,2%  |
| DNP | 38.787          | 2.291  | 0.21       | 0.26  | (34,7%)                       | (41,2%) |

Chúng tôi cho rằng trong 6 tháng cuối năm 2009, ngành sản xuất vật liệu xây dựng nhựa vẫn tiếp tục có được lợi thế từ giá nguyên liệu rẻ và tăng trưởng của nhu cầu xây dựng. Dù cuối quý II/2009 giá bột PVC có sự hồi phục so với mức đáy của quý nhưng vẫn thấp hơn 50% so với mức cao nhất trong quý 3/2008. Bù lại nhu cầu xây dựng tăng trong 2 quý cuối năm sẽ giúp các công ty nhựa duy trì được mức lợi nhuận cao.

**Giá bột nhựa PVC từ 7/2008 – 7/2009**

**Ngành thép**

Sức tiêu thụ thép đã bắt đầu hồi phục từ quý II/2009 sau khi giảm 19% so với quý 4 năm trước trong quý I/2009. Lượng thép tiêu thụ trong tháng 5 tăng 12,8% so với cùng kỳ và giá thép cũng 15% so với quý 4/2008. Sản lượng tiêu thụ thép trong 6 tháng cuối năm được dự báo sẽ tiếp tục tăng do nhu cầu xây dựng tăng từ gói kích cầu của chính phủ và từ dân cư, theo thông lệ quý 4 hàng năm thường là mua xây dựng. Dù các chi phí đầu vào cho ngành thép đang có xu hướng gia tăng như phôi thép, thuế nhập khẩu.. thì trong giai đoạn hiện tại lợi nhuận của ngành thép phụ thuộc vào nhu cầu tiêu thụ nhiều hơn chi phí. Do lượng thép sản xuất trong nước chưa thể đáp ứng nhu cầu tiêu dùng nên các doanh nghiệp ngành này thường chuyển được chi phí vào giá bán nếu nhu cầu tiếp tục ổn định. Riêng trong năm 2009, doanh nghiệp ngành thép còn có được lợi thế từ chính sách hỗ trợ lãi suất của chính phủ, hoàn nhập dự phòng giảm giá hàng tồn kho. Do vậy, chúng tôi tin rằng kết quả kinh doanh của các công ty trong ngành sẽ tiếp tục tốt trong 2 quý cuối năm và khả năng vượt kế hoạch là hiện thực.

| Mã  | KQKD quý I/2009 |         | % Kế hoạch |        | Tăng trưởng so với quý 4/2008 |         |
|-----|-----------------|---------|------------|--------|-------------------------------|---------|
|     | DT              | LN      | DT         | LN     | DT                            | LN      |
| HPG | 1.586.782       | 301.632 | 25,00%     | 51.50% | -12,70%                       | 246.70% |
| HSG | 565.513         | 15.816  | 21%        | 20.80% | -14,40%                       | 113,00% |
| VIS | 386.833         | 10.307  | 23.80%     | 41.20% | 35.90%                        | -79,00% |

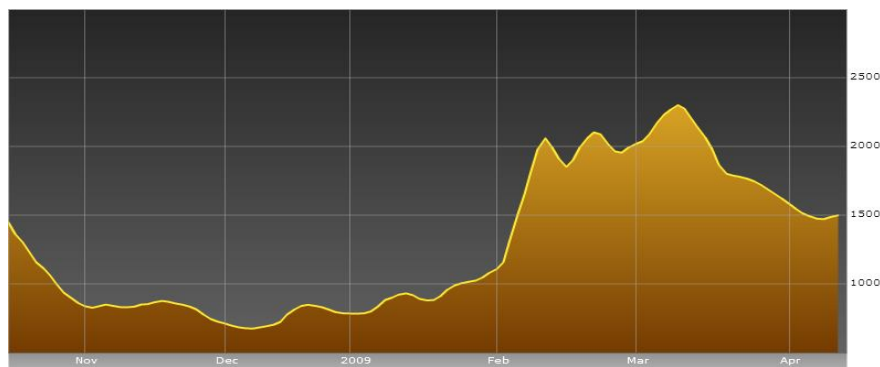
Như vậy có thể thấy giai đoạn khó khăn nhất của ngành vật liệu xây dựng đã ở đằng sau, giờ đây các doanh nghiệp trong ngành đang hướng tới một tương lai tươi sáng hơn. Với lượng cầu dự

kiến sẽ tăng lên và lợi thế về chi phí nguyên vật liệu rẻ như đã đề cập ở trên các doanh nghiệp ngành vật liệu xây dựng nhiều khả năng sẽ đạt và thậm chí vượt kế hoạch kinh doanh của mình

#### ❖ **Nhóm vận tải biển**

So với các nhóm ngành khác thì giá cổ phiếu vận tải biển tăng chậm hơn và thấp hơn do hoạt động của công ty trong ngành vẫn cho thấy còn nhiều khó khăn. Tuy nhiên đây là ngành nhạy cảm với chu kỳ kinh tế nên chịu tác động lớn từ suy thoái hay quá trình hồi phục của nền kinh tế. Giá cước vận tải biển suy giảm 70% trong quý 4/2008 đã đẩy các công ty vận tải biển vào tình thế khó khăn, triển vọng kinh doanh âm ảm. Thương mại thế giới sụt giảm do khủng hoảng tài chính khiến các hãng tàu phải cạnh tranh rất khó khăn để có được hợp đồng. Triển vọng không mấy sáng sủa của ngành vận tải biển sẽ tiếp diễn cho tới khi nào kinh tế toàn cầu bước vào giai đoạn hồi phục. Đây là một trong những ngành suy giảm mạnh nhất khi kinh tế suy thoái thì cũng là ngành hồi phục sớm nhất khi kinh tế hồi phục. Do tác dụng của gói kích cầu kinh tế của chính phủ các nước trên toàn thế giới, chỉ số index của các công ty vận tải biển (BDI) đã bắt đầu có sự hồi phục nhờ do các nhà đầu tư hi vọng hoạt động thương mại thế giới sẽ bớt âm ảm hơn.

**Baltic Exchange Dry Index (BDI).**



*Nguồn: Bloomberg*

#### ❖ **Nhóm ngành nguyên liệu cơ bản – cao su**

##### **Sáu tháng cuối năm 2009 xuất khẩu cao su sẽ tăng mạnh**

Nhu cầu cao su đang có xu hướng tăng lên trong quý 2 đây giá cao su tăng 30% so với quý I. Dự báo nhu cầu sẽ tiếp tục ổn định trong 6 tháng cuối năm do cầu nguyên liệu cơ bản tăng khi nền kinh tế hồi phục. Trong năm nay mặc dù tiêu thụ cao su toàn cầu dự kiến sẽ giảm 9,6% nhưng nhu cầu ở các thị trường chính như Trung Quốc đang phục hồi có thể mang đến một viễn cảnh lạc quan hơn cho thị trường cao su. Có đến 70% sản lượng cao su thiên nhiên được dùng để sản xuất lốp xe ô tô, dưới gói kích cầu của nước này ngành sản xuất ô tô đang tăng trưởng mạnh

Liên quan tới giá cao su thì ngoài yếu tố cầu còn có những yếu tố khác cho thấy giá cao su sẽ có xu hướng cải thiện về cuối năm. Theo dự báo từ nay đến cuối năm giá dầu sẽ dao động trong khoảng 60-70 USD/thùng cao hơn mức hiện tại khi kinh tế thế giới đang có những tín hiệu phục hồi tích cực khiến giá cao su tăng lên. Ngoài ra, cung cao su có thể được kiểm soát để giữ giá bán ở mức hợp lý. Ba nước Thái Lan, Indonexia và Malaysia cung ứng khoảng 70% sản lượng

cao su thiên nhiên cho toàn cầu vừa thông báo sẽ tiếp tục cắt giảm xuất khẩu để đảm bảo cắt giảm 915.000 tấn cao su mà nhóm đã thỏa thuận vào tháng 12/2008. Với sự cắt giảm sản lượng này sẽ hỗ trợ giá cao su trong thời gian tới.

Bên cạnh đó, các doanh nghiệp trong nước đang định hướng đẩy mạnh đầu tư chế biến cao su, tăng tiêu thụ cao su nội địa bởi sau khi chế biến giá trị thành phẩm sẽ cao hơn rất nhiều so với cao su thô, đồng thời qua đó hạn chế được sự tác động từ rủi ro giá cao su trên thế giới trong những năm tới đây.

### Giá cao su thô giao dịch trên thị trường Malaysia



Nguồn: Bloomberg

### Tình hình trong thời gian tới của các doanh nghiệp niêm yết

Trong 6 tháng đầu năm doanh thu của các công ty cao su giảm mạnh so với cùng kỳ năm trước do sản lượng giảm và giá bán giảm mạnh. Giá cao su chạm đáy vào tháng 1/2009 và đang có xu hướng tăng trở lại nhưng vẫn khá thấp so với mức giá 57 triệu đồng/tấn đạt vào tháng 6/2008; Giá bán bình quân của 3 doanh nghiệp trong 6 tháng đầu năm của các doanh nghiệp khoảng 27-28 triệu đồng/tấn bằng 60% giá bán bình quân năm 2007. Tuy nhiên với kế hoạch được xây dựng khi nền kinh tế Việt Nam cũng như thế giới bước vào khủng hoảng thì lợi nhuận 6 tháng đầu năm của các doanh nghiệp đều đạt trên 50% kế hoạch. Lợi nhuận 6 tháng đầu năm của DPR, TRC, HRC lần lượt là 48,4 tỷ, 47,3 tỷ và 22,5 tỷ trong đó HRC đã tiến hành hoàn nhập 4 tỷ đồng từ dự phòng hàng tồn kho và 2 tỷ đồng từ dự phòng đầu tư tài chính.

Các doanh nghiệp chỉ thực sự bước vào mùa khai thác chính vào cuối quý 2 đầu quý 3, hiện giá cao su cũng đang trong xu hướng tăng trở lại do đó việc đạt được kế hoạch lợi nhuận đề ra trong năm 2009 sẽ khá dễ dàng. Ngoài ra mỗi doanh nghiệp đều có kế hoạch chiến lược phát triển công ty cho riêng mình. Trong nhóm cao su, hiện tại chúng tôi quan tâm tới TRC vì đây là công ty có hiệu quả kinh doanh tốt nhất ngành đồng thời sản phẩm chính của công ty là latex ít bị ảnh hưởng bởi sự trượt của thị trường cao su thô.

### 3.3. Thị trường Trái phiếu

#### *Thị trường sơ cấp*

**Lãi suất trần trái phiếu Chính phủ tiếp tục được đẩy lên cao**

Để kịp tiếp độ huy động vốn thông qua kênh phát hành trái phiếu Chính phủ năm 2009, trong quý II, Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội đã tổ chức 11 đợt đấu thầu trái phiếu Chính phủ VND với tổng số tiền gọi thầu lên tới 14.500 tỷ đồng (tăng gần gấp 2 lần so với quý I). Lãi suất trần liên tục được điều chỉnh tăng với hy vọng sẽ đáp ứng được kỳ vọng của các nhà đầu tư, theo đó tỷ lệ đấu thầu thành công sẽ được cải thiện. Nếu như trong quý I, lãi suất trần trái phiếu dao động trong khoảng từ 6,95 đến 7,45%/năm, sang đến quý II, chỉ tiêu này được nâng lên mức từ 7,6 đến 9,2%/năm. Tuy nhiên, kết thúc quý, chỉ có 600 tỷ đồng được huy động trong đó 500 tỷ có kỳ hạn 2 năm với mức lãi suất 8,7%/năm và 100 tỷ có kỳ hạn 10 năm với mức lãi suất 9,2%. Theo đó, tỷ lệ thành công của các đợt đấu thầu trong quý đạt 4,14% cao hơn mức 1,3% của quý I. Trong quý II, mức lợi suất kỳ vọng của nhà đầu tư vào các loại trái phiếu khác nhau của Chính phủ nằm trong khoảng từ 8,7 đến 10,2%/năm.

**700 tỷ đồng trái phiếu được huy động thành công trong 6 tháng đầu năm**

Như vậy, tính đến hết tháng 6, mới chỉ có 700 tỷ đồng trái phiếu được huy động thành công tương đương với 1,27% kế hoạch của cả năm. Trong khi đó, năm nay, trái phiếu Chính phủ sẽ là nguồn huy động chính để tài trợ cho khoản chi tiêu ngân sách ngày càng gia tăng. Do đó, để có thể huy động đủ số vốn dành cho kích cầu nền kinh tế, việc tăng lãi suất trần trái phiếu Chính phủ trong thời gian tới là khó tránh khỏi. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, mức tăng sẽ không nhiều do Chính phủ vẫn đang có chủ trương nói lỏng tiền tệ nhằm mục đích kích cầu. Việc lãi suất trái phiếu tiếp tục được đẩy lên cao và áp sát lãi suất cho vay sẽ thu hút nguồn vốn từ hoạt động tín dụng tại các ngân hàng. Điều này khiến các chính sách kích cầu của Chính phủ trở nên vô tác dụng. Chính vì vậy, trong quý tới, nhiều khả năng tỷ lệ đấu thầu trái phiếu sẽ vẫn ở mức thấp và kế hoạch phát hành 55.000 tỷ đồng trái phiếu sẽ là một thách thức của Chính phủ trong năm 2009.

**Phát hành trái phiếu Chính phủ bằng ngoại tệ có giá trị 1 tỷ USD**

Đặc biệt, vào cuối tháng 6, Thủ tướng Chính Phủ Nguyễn Tấn Dũng đã phê duyệt kế hoạch phát hành trái phiếu Chính phủ bằng ngoại tệ lần thứ hai trong năm 2009 có giá trị khoảng 1 tỷ USD nhằm mục đích đầu tư cho các dự án trọng điểm và bù đắp bội chi ngân sách nhà nước.

Với ước tính khoảng hơn 20 tỷ USD tiền gửi ngoại tệ của doanh nghiệp và cá nhân tại các ngân hàng thương mại, việc huy động 1 tỷ USD trái phiếu bằng ngoại tệ tại thị trường trong nước là hoàn toàn khả thi. Trên thực tế, phát hành trái phiếu bằng ngoại tệ vào thời điểm này có thể được coi như một cứu cánh cho hoạch kế phát hành trái phiếu của Chính phủ 55.000 tỷ đồng trong năm 2009 đang chịu sức ép về thời gian. Bên cạnh đó, lượng ngoại tệ huy động được sẽ có thể được sử dụng để bình ổn thị trường ngoại hối.

**Ngân hàng sẽ gặp phải rủi ro về kỳ hạn khi đầu tư vào trái phiếu có kỳ hạn dài**

Tuy nhiên, chúng ta cũng cần lưu ý rằng mặc dù lượng tiền USD gửi trong hệ thống ngân hàng lớn hơn rất nhiều so với tổng giá trị trái phiếu dự định huy động, nhưng đa số lại có kỳ hạn ngắn. Theo đó, các ngân hàng sẽ gặp phải rủi ro về kỳ hạn khi đầu tư vào trái phiếu có kỳ hạn dài.

Chúng ta có thể thấy rõ điều này qua những cuộc đấu thầu trái phiếu bằng ngoại tệ vào cuối tháng 3 vừa qua khi khối lượng dự thầu đối với trái phiếu kỳ hạn 1 năm lên tới 766 triệu USD, gấp hơn 7 lần khối lượng phát hành và mức lãi suất trúng thầu thấp hơn lãi suất huy động có cùng kỳ hạn, trong khi đó đối với loại trái phiếu có kỳ hạn dài hơn, khối lượng dự thầu cũng như tỷ lệ thành công đã sụt giảm đáng kể (494 triệu USD cho trái phiếu 2 năm và 362 triệu USD cho trái phiếu 3 năm).

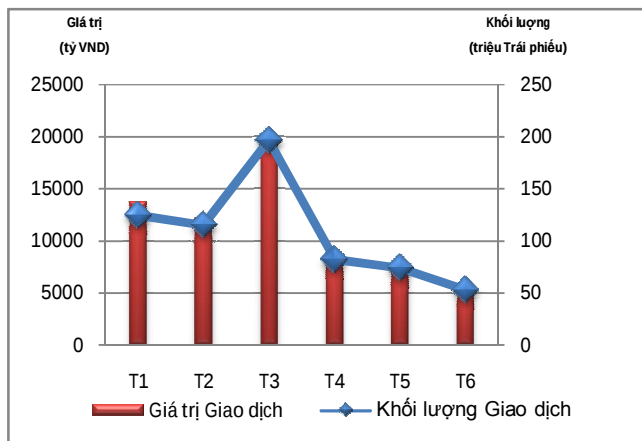
Theo đó, chúng ta có thể dự báo rằng nhiều khả năng tất cả số trái phiếu bằng ngoại tệ được phát hành tại kỳ hạn dưới 1 năm sẽ được mua hết ở mức lãi suất tương đương mới mức lãi suất huy động vào thời điểm hiện tại (tức là vào khoảng 2,5%/năm), còn ở các kỳ hạn dài hơn, kết quả sẽ phụ thuộc rất nhiều vào câu hỏi liệu mức lợi suất có đủ để bù đắp rủi ro kỳ hạn. Vào cuối tháng 3, lãi suất trúng thầu của hai loại trái phiếu kỳ hạn 2 và 3 năm lần lượt là 3,2 và 3,6%/năm trong khi lãi suất huy động và cho vay là vào khoảng 3,2 đến 3,4% cho kỳ hạn 12 tháng. So với thời điểm cuối tháng 3, lãi suất huy động USD đã giảm xuống đáng kể. Hiện nay, lãi suất USD cho kỳ hạn 12 tháng dao động từ 1,92 đến 2,4%/năm trong khi lãi suất cho vay nằm trong khoảng 4 đến 6%/năm. Về phía Chính phủ, tuy đang chịu sức ép huy động vốn rất lớn nhưng cũng không thể đưa ra mức lãi suất trần quá cao cho các kỳ hạn dài do chi phí vay cao cộng với những rủi ro tỷ giá sẽ làm gia tăng thâm hụt ngân sách. Do đó, nhiều khả năng lãi suất trần trái phiếu USD cho các kỳ hạn dài hơn 1 năm được dự báo nằm trong khoảng từ 2,5 đến 4%/năm. Theo chúng tôi, mức lãi suất trên là tương đối hợp lý đối với cả Chính phủ và nhà đầu tư.

**Nhiều khả năng lãi suất trần trái phiếu USD nằm trong khoảng từ 2,5 đến 4%/năm**

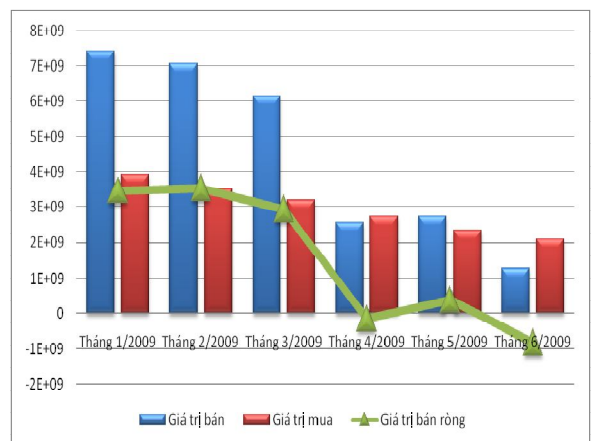
### Thị trường thứ cấp

Thị trường giao dịch trái phiếu thứ cấp tiếp tục âm thầm trong quý II năm 2009 với khối lượng và giá trị giảm dần trong 3 tháng 4, 5 và 6. Tính chung ba tháng gần đây, giá trị giao dịch đạt khoảng 21.739 tỷ đồng, chỉ bằng khoảng 50% giao dịch diễn ra trong quý I.

#### Giao dịch toàn thị trường



#### Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài





**VIETCOMBANK SECURITIES**

**CUNG KHÁCH HÀNG VƯỢT TỚI SỰ THỊNH VƯỢNG**

*Nguồn: HASTC, VCBS*

Sau khi bán ròng trong suốt quý I, khối đầu tư nước ngoài đã quay lại vị trí mua ròng trong quý II với tổng giá trị mua ròng lên tới 313,7 tỷ đồng. Điều đó chứng tỏ các nhà đầu tư nước ngoài đã có nhìn nhận tích cực hơn về viễn cảnh kinh tế vĩ mô cũng như sự ổn định tiền tệ của Việt Nam.

#### **IV. KẾT LUẬN VÀ KHUYẾN NGHỊ**

Như đã phân tích ở trên, mặc dù còn có những khó khăn nhưng kinh tế thế giới và Việt Nam đã có những tín hiệu tích cực và đang hướng tới một viễn cảnh tương sáng hơn. Với sự phục hồi của kinh tế vĩ mô nói chung, thị trường chứng khoán – phong vũ biểu của nền kinh tế - cũng sẽ được hưởng lợi từ sự phục hồi kinh tế nhất là những ngành trực tiếp biến động theo chu kỳ kinh tế như bất động sản, nguyên vật liệu, vận tải..... Mặc dù sẽ có những biến động ngắn hạn nhưng cơ hội đang trở nên ngày càng rõ ràng với các nhà đầu tư có tầm nhìn và chiến lược dài hạn.

**VIETCOMBANK SECURITIES****CUNG KHÁCH HÀNG VƯƠN TỚI SỰ THỊNH VƯỢNG**

## KHUYẾN CÁO

Bản báo cáo phân tích này thuộc bản quyền VCBS và chỉ nhằm mục đích tham khảo. Do các nguyên nhân chủ quan và khách quan, do các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo tính xác thực của các thông tin trong các báo cáo phân tích cũng như không chịu bất kỳ trách nhiệm nào về những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

## PHÒNG PHÂN TÍCH & NGHIÊN CỨU

### Phụ trách

Nguyễn Đức Hải [ndhai@vcbs.com.vn](mailto:ndhai@vcbs.com.vn)

### Chuyên viên

Nguyễn Thị Minh Hạnh [ntmhanh@vcbs.com.vn](mailto:ntmhanh@vcbs.com.vn)

Nguyễn Thu Thủy [ntthuy@vcbs.com.vn](mailto:ntthuy@vcbs.com.vn)

Lê Thị Lệ Dung [ltldung@vcbs.com.vn](mailto:ltldung@vcbs.com.vn)

Vương Minh Giang [vmgiang@vcbs.com.vn](mailto:vmgiang@vcbs.com.vn)

Trần Thu Lan [ttlant@vcbs.com.vn](mailto:ttlant@vcbs.com.vn)

Bùi Ngọc Hà [bnha@vcbs.com.vn](mailto:bnha@vcbs.com.vn)

Trần Nhật Tân [tntan@vcbs.com.vn](mailto:tntan@vcbs.com.vn)

Lê Thị Ngọc Anh [ltngan@vcbs.com.vn](mailto:ltngan@vcbs.com.vn)

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM

|                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|---------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Website</b>      | <a href="http://www.vcbs.com.vn">http://www.vcbs.com.vn</a>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Email</b>        | <a href="mailto:headquarter@vcbs.com.vn">headquarter@vcbs.com.vn</a>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>Trụ sở chính</b> | <b>Tầng 17</b> , Vietcombank Tower, 198 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội<br>Tel: 84-4-39366426 Fax: 84-4-39360262<br><br><b>Tầng 12</b> , Vietcombank Tower, 198 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội<br>Tel: 84-4-39366990 Fax: 84-4-39360262<br>Phòng Môi giới: 84-4-39367518; 39367519; 39367520; 39368601; 39368602<br>Phòng Tư vấn tài chính doanh nghiệp: 84-4-38351530 (Ext. 113, 110) |



|                         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|-------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Chi nhánh</b>        | <b>CN TPHCM:</b><br>Lầu 1, toà nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, P6, Q3, TPHCM<br>Tel: 84-8-38208116 Fax: 84-8-38208117<br>Lầu 6, toà nhà Khánh Nguyên, số 63 Phạm Ngọc Thạch, P6, Q3, TPHCM<br>Tel: 84-8-38200799 Fax: 84-8-38200770<br><br><b>CN Đà Nẵng:</b><br>Tầng 2, toà nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng<br>Tel: 84-511-3888991 Fax: 84-511-3888881                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Phòng giao dịch</b>  | <b>PGD Cầu Giấy:</b> Tầng 1- Toà nhà CTM-299 Cầu Giấy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội<br>Tel: 84-4-22201599 Fax: 84-4-22201419<br><br><b>PGD Nguyễn Huệ:</b> Lầu 4, Trung tâm dịch vụ văn phòng giao dịch nước ngoài (OSIC), số 8 Nguyễn Huệ, Q1, TP HCM<br>Tel: 84-8-38292866 Fax: 84-8-38293062                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Đại lý nhận lệnh</b> | <b>Đại lý nhận lệnh Cần Thơ:</b> Số 7 Đại lộ Hoà Bình, Thành phố Cần Thơ<br>Tel: 84-71-3820445 Fax: 84-71-3820694<br><br><b>Đại lý nhận lệnh Đồng Nai:</b> 77C Hưng Đạo Vương, TP Biên Hoà, Đồng Nai<br>Tel: 84-61-3948313 Fax: 84-613-3940312<br><br><b>Đại lý nhận lệnh Bình Dương:</b> 72 Phường Phú Hoà, Thị xã Thủ Dầu Một, Tỉnh Bình Dương<br>Tel: 84-650-3831227 Fax: 84-650-3838674<br><br><b>Đại lý nhận lệnh An Giang:</b> Số 1 Đường Hùng Vương, TP Long Xuyên, Tỉnh An Giang<br>Tel: 84-76-3841803 Fax: 84-76-3841591<br><br><b>Đại lý nhận lệnh Vũng Tàu:</b> 27 Trần Hưng Đạo, Bà Rịa, Vũng Tàu<br>Tel: 84-64-3858697 Fax: 84-64-3512649<br><br><b>Đại lý nhận lệnh Phú Mỹ Hưng:</b> Toà nhà Lawrence Sting, 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TPHCM<br>Tel: 84-8-54160074 Fax: 84-8-54135127 |