

**The Anh Pham, PhD**

Chief Economist

Email: [anhpt@thanglongsc.com.vn](mailto:anhpt@thanglongsc.com.vn)**Tóm tắt**

- Tăng trưởng GDP quý 1 2010 đạt 5,83%, tăng so với mức 3,1% của quý 1 2009. Chúng tôi cho rằng mức GDP mục tiêu 6,5% cho cả năm 2010 hiện nay của chính phủ là có thể đạt được, tuy nhiên nhiều thách thức cần được giải quyết để đạt được mục tiêu này.
- Hầu hết các ngành đều có sự cải thiện rõ rệt.
- CPI tháng 3 tăng 0,75 so với tháng trước. Lạm phát tiếp tục xu hướng gia tăng kể từ tháng 8 năm ngoái, lạm phát cuối quý 1 đã ở mức 9,46% so với cùng kỳ năm ngoái.
- CPI quý 1 đã tăng 4,12% kể từ đầu năm, mục tiêu lạm phát 7% trong năm nay của chính phủ rất khó đạt được.
- Thâm hụt thương mại trong quý 1 ước tính vào khoảng 3,6 tỉ USD. Xuất khẩu và nhập khẩu ước lần lượt đạt 13,8 và 17,5 tỉ USD. Phần lớn nhập khẩu là hàng hóa trung gian sản xuất.
- Trong quý 1, FDI đăng kí giảm mạnh tuy nhiên FDI giải ngân đạt hơn 2,5 tỉ USD nhờ lượng đăng kí lớn trong những năm trước.
- Thanh khoản trên thị trường ngoại tệ đã tăng đáng kể sau sự phá giá hồi tháng 2. Chênh lệch giữa tỉ giá chợ đen và tỉ giá chính thức đã thu hẹp đáng kể.
- Chính sách tiền tệ thắt chặt đã được NHNN thực hiện thông qua hoạt động thị trường mở (OMO) trong cả quý 1. Đã có những tín hiệu cho thấy NHNN chuyển hướng chính sách vào những ngày cuối tháng 3 khi tiền bắt đầu được bơm vào lưu thông.
- Chúng tôi kì vọng rằng NHNN sẽ dần nới lỏng chính sách tiền tệ thông qua OMO khi cầu về vốn tăng nhanh hơn trong quý 2.
- Chúng tôi tiếp tục giữ nguyên mức dự báo lạm phát và tăng trưởng GDP cả năm lần lượt ở mức 9,1% và 6,7%.
- Lạm phát theo tháng đã đạt đỉnh vào quý 1. Chúng tôi dự báo lạm phát trong tháng 4 sẽ vào khoảng 0,3-0,4%

**ThangLong**

SECURITIES

Research and Investment Advisory

**Head Office:** 6<sup>th</sup> Floor, Toserco Building,  
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi  
T: +84 (043) 726 2600  
F: +84 (043) 726 2601

**Hồ Chí Minh Branch:**  
2<sup>nd</sup> Floor, 1-5 Le Duan, 1 District,  
Ho Chi Minh City  
T: +84 (083) 910 6411  
F: +84 (083) 910 6412

**Ly Nam De Trading Centre:**  
14C Ly Nam De, Hoan Kiem, Hanoi  
T: +84 (043) 733 7671  
F: +84 (043) 733 7670

**Hoang Quoc Viet Trading Centre**  
126 Hoang Quoc Viet, Cay Giay, Hanoi  
T: +84 (043) 755 7668  
F: +84 (043) 755 7658

**Ton Duc Thang Trading Centre:**  
02 Ton Duc Thang, 1 District,  
TP Hồ Chí Minh  
T: +84 (083) 910 2215  
F: +84 (083) 910 2216

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

Please find last page for disclaimer

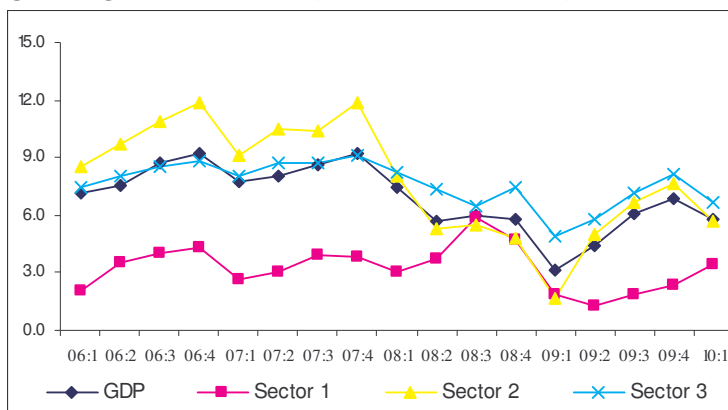
### Tăng trưởng kinh tế

Trong quý đầu tiên của năm 2010, GDP của Việt Nam đạt khoảng 362,895 ngàn tỉ đồng theo giá hiện hành, tương đương với hơn 19 tỉ USD. So với cùng kì năm ngoái, tăng trưởng GDP theo giá cố định đạt 5,83%. Tuy nhiên, nền kinh tế vẫn còn những thách thức nhất định khi nhiều doanh nghiệp vừa và nhỏ còn thiếu thị trường tiêu thụ trong nước cũng như quốc tế, đồng thời đang phải đối mặt với các cú sốc chi phí sản xuất. Chúng tôi cho rằng có ba rào cản chính có thể khiến cho nền kinh tế hồi phục chậm hơn so với kì vọng ban đầu. Chúng bao gồm:

1. Chi phí đầu vào như xăng dầu, điện, than,... đang gia tăng khiến cho lợi nhuận giảm và làm giảm động cơ mở rộng hoặc duy trì sản xuất của các doanh nghiệp trong nước.
2. Sức ép lạm phát đang gia tăng khiến cho NHNN cứng rắn hơn đối với chính sách tiền tệ.
3. Sự hồi phục chậm hơn kì vọng của kinh tế thế giới khiến cho xuất khẩu của Việt Nam tăng chậm và gây thâm hụt thương mại lớn.

Tuy nhiên cũng có nhiều tín hiệu cho thấy mục tiêu tăng trưởng cả năm 6,5% là khả thi. Thứ nhất, trong quý 1 2010, khu vực nông, lâm thủy sản đã có sự hồi phục mạnh, tăng trưởng đạt 3,45% so với cùng kì năm ngoái nhờ chương trình hỗ trợ lãi suất 2%. Hơn nữa, ngoài cà phê và gạo, giá trị xuất khẩu của các mặt hàng chủ chốt của khu vực này đã tăng mạnh ở mức 12-20% so với cùng kì năm ngoái. Chúng tôi kì vọng khu vực này tiếp tục duy trì được mức tăng trưởng cao này trong thời gian còn lại của năm khi nhu cầu thế giới hồi phục, và khi chính phủ thực hiện các chính sách hỗ trợ tăng trưởng.

**Hình 1: Tăng trưởng GDP 2001-2010 (% , so với năm trước)**



Nguồn: GSO

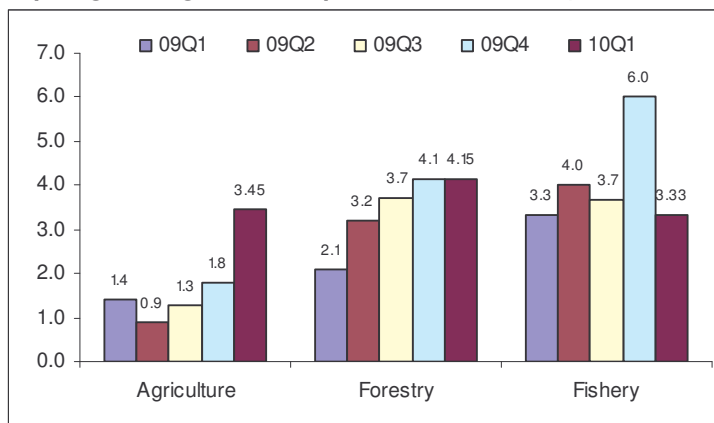
Thứ hai, đóng góp lớn vào mức tăng trưởng trong quý 1 là khu vực dịch vụ và công nghiệp. Mỗi khu vực chiếm khoảng hơn 42% GDP và đạt tốc độ tăng trưởng lần lượt là 5,65% và 6,64%. Nhiều ngành đã có mức tăng trưởng ấn tượng so với năm ngoái. Cụ thể, ngành công nghiệp chế biến tăng 5,58%, so với -0,17% của của Q1 năm 2009; cung ứng điện nước tăng mạnh ở mức 10,40%, so với 2,98% của Q1 năm 2009; dịch vụ nhà

A Quarterly Publication. Vol. 02 published on Sunday, April 04, 2010

hàng khách sạn tăng 7,82%, so với -1,65% của Q1 năm 2009. Ngoài ra hầu hết các ngành khác cũng có sự cải thiện đáng kể so với cùng kỳ năm ngoái.

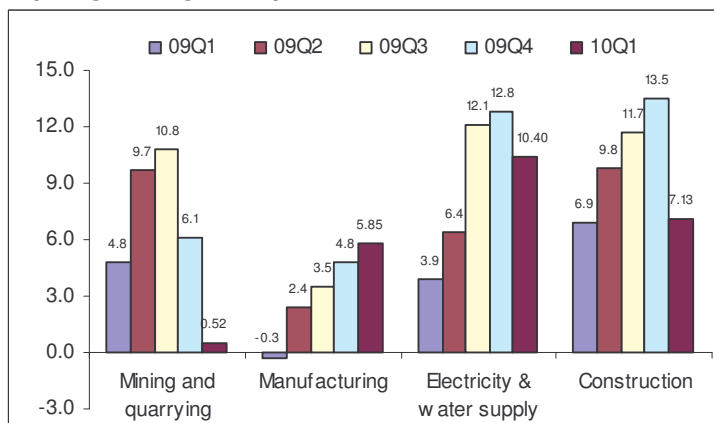
Trong bối cảnh sức ép lạm phát đang gia tăng hiện nay, Việt Nam có vẻ như đang ưu thích sử dụng chính sách tài khóa hơn so với chính sách tiền tệ nhằm hỗ trợ tăng trưởng. Ví dụ, hiện nay các doanh nghiệp vừa và nhỏ đang được kéo dài thời gian hoãn nộp thuế đến ba tháng. Ngoài ra, quỹ bình ổn giá xăng dầu sẽ được sử dụng nhằm tránh những cú sốc mạnh đối với giá xăng dầu trong nước trong những tháng tới. Với mức tăng trưởng cung tiền và tín dụng đã được kiểm soát chặt từ đầu năm tới nay, chúng tôi kì vọng bắt đầu từ quý 2 NHNN sẽ dần nới lỏng tiền tệ nhằm cung ứng vốn cho các doanh nghiệp sản xuất. Nếu các chính sách vĩ mô được vận hành một cách hiệu quả, chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng mục tiêu 6,5% trong năm nay là hoàn toàn có thể đạt được mà không cần đẩy lạm phát lên mức hai con số.

**Hình 2: Tốc độ tăng trưởng của khu vực 1 năm 2009-2010 (% , so với năm trước)**



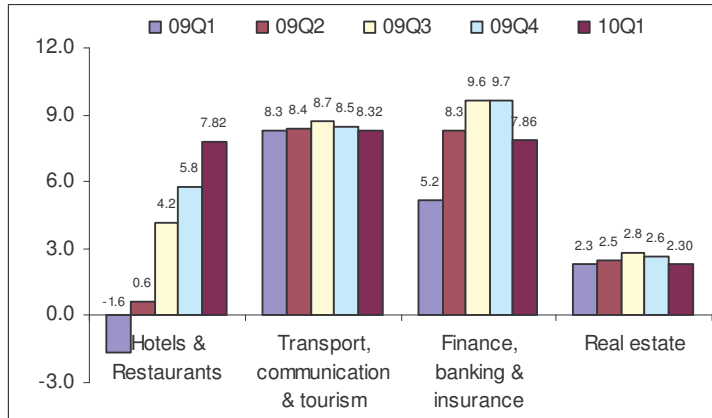
Nguồn: GSO

**Hình 3: Tốc độ tăng trưởng khu vực 2 năm 2009-2010 (% , so với năm trước)**



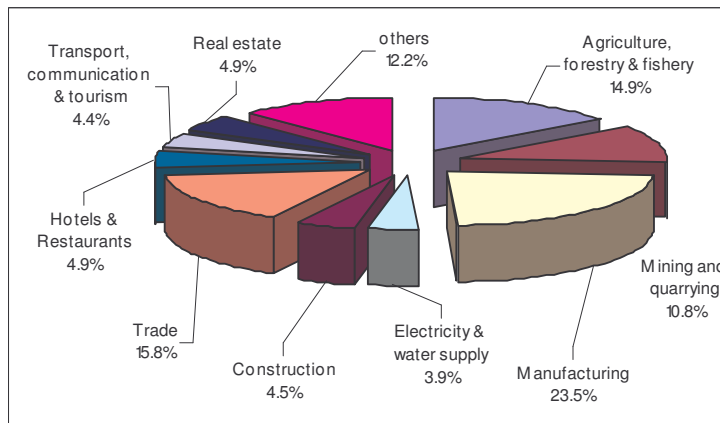
Nguồn: GSO

Hình 4: Tốc độ tăng trưởng khu vực 3 năm 2009-2010 (% , so với năm trước)



Nguồn: GSO

Hình 5: Đóng góp và GDP năm Q1-2010 (Theo giá hiện hành)



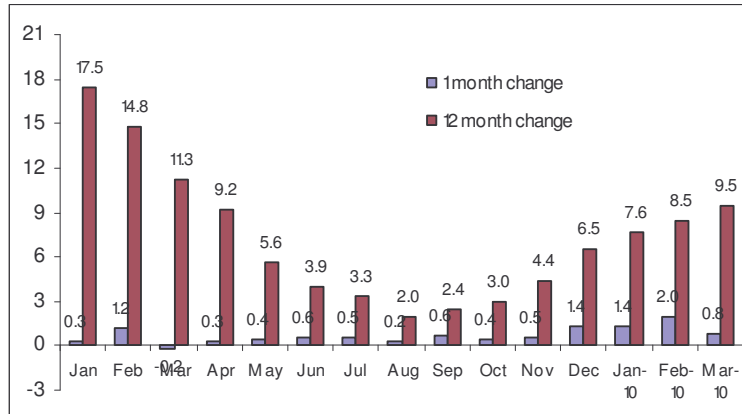
Nguồn: GSO

**Lạm phát**

CPI tháng 3 chính thức được công bố tăng 0,75% so với tháng trước, giảm so với mức 1,96% của tháng 2. Con số này khá sát với mức dự báo 0,7% của chúng tôi, tuy nhiên thấp hơn rất nhiều so với dự báo của các tổ chức khác và kì vọng của thị trường hồi đầu tháng. Trong khi đó, lạm phát tính theo năm tiếp tục có xu hướng đi lên kể từ tháng 8 năm ngoái. Con số của tháng này là 9,46%, tăng so với mức 8,46% của tháng 2, 6,52% của tháng 12, 2,99% của tháng 10, và 1,97% của tháng 8.

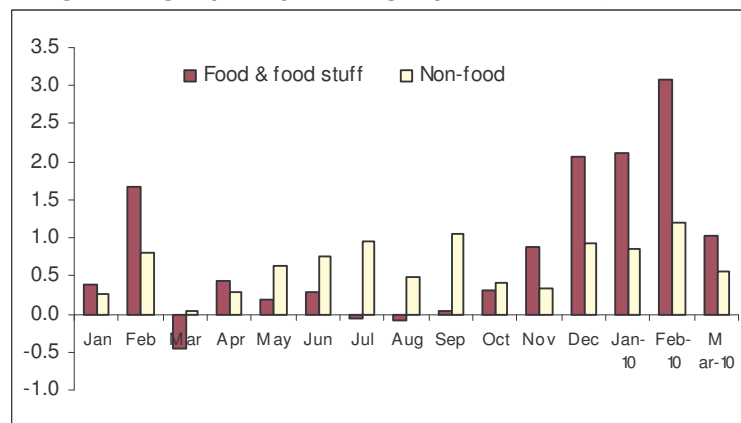
Giá lương thực và thực phẩm tiếp tục là nhân tố chính đóng góp vào lạm phát trong tháng 3. So với tháng trước, nhóm hàng này có mức giá tăng hơn 1,03%. Trong khi đó, như đã dự báo trước, những điều chỉnh giá xăng dầu, điện, than, và nước cộng với sự phá giá tiền tệ gần đây đã có tác động mạnh lên giá các mặt hàng giao thông và vật liệu xây dựng. Giá cả nhóm hàng giao thông tăng 1,38% trong khi giá cả nhóm hàng vật liệu xây dựng tăng 0,92% so với tháng 2.

Hình 6: Chỉ số giá tiêu dùng năm 2009-2010 (%)



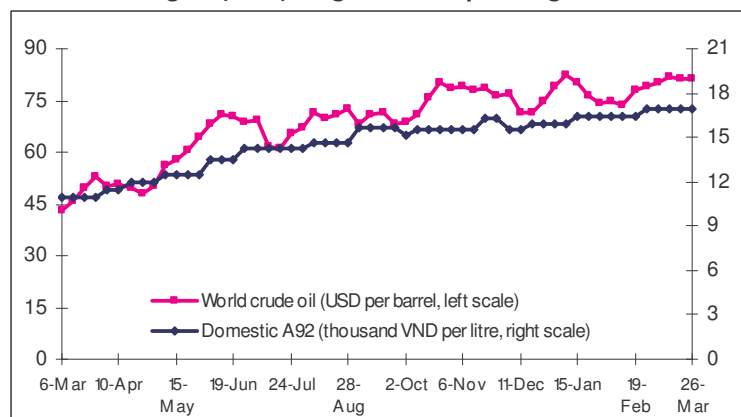
Nguồn: GSO

Hình 7: Chỉ số giá lương thực và phi lương thực 2009-2010 (% so với tháng trước)



Nguồn: GSO

Hình 8: Giá dầu thô thế giới (FOB) và giá nhiên liệu trong nước



Nguồn: EIA và MoF

Kể từ đầu năm đến nay, chỉ số CPI đã tăng 4,12% khiến cho mục tiêu lạm phát ở mức 7% của NHNN là khó thực hiện. Lưu ý rằng lạm phát trong quý 1 chủ yếu là do sản xuất chậm lại và sự gia tăng giá cả theo mùa vụ quanh dịp nghỉ Tết. Giá hàng lương thực và thực phẩm đã tăng 6,35% kể từ đầu năm. Ngoài ra, sự gia tăng giá xăng dầu, điện, than và nước cũng đã làm tăng chi phí đầu vào, do vậy làm tăng giá của các hàng hóa trung gian cũng như hàng hóa tiêu dùng cuối cùng. Những điều chỉnh này đã làm cho giá vật liệu xây dựng và giao thông tăng mạnh lần lượt ở mức 4,87% và 2,93%. Cuối cùng, sự phá giá nội tệ trong tháng 2 cũng đã gây ra tác động nhất định đối với lạm phát do làm tăng giá hàng nhập khẩu. Theo thời gian, những sức ép tăng giá này sẽ được chuyển sang người tiêu dùng do các nhà cung ứng tìm cách duy trì lợi nhuận.

Mức lạm phát mục tiêu 7% có vẻ như đã nằm ngoài tầm kiểm soát và gây ra những lo ngại về mức lạm phát hai con số trong giai đoạn cuối 2007 và 2008. Gần đây có nhiều ý kiến dự báo và kêu gọi tăng lãi suất cơ bản nhằm kiểm soát sức ép lạm phát. Tuy nhiên, theo chúng tôi nguyên nhân gây ra lạm phát trong thời gian gần đây khác xa so với nguyên nhân trong giai đoạn 2007-2008. Hiện nay những nhân tố chính gây ra lạm phát là sự gia tăng giá lương thực và thực phẩm theo mùa vụ trong dịp Tết, cũng như những điều chỉnh chỉ xảy ra một lần đối với giá một số yếu tố đầu vào cơ bản. Điều này là trái với nguyên nhân thả lỏng cung tiền và tín dụng trong giai đoạn 2007-2008. Lưu ý rằng, bên cạnh mục tiêu kiểm soát lạm phát chúng ta còn có các mục tiêu quan trọng khác về tăng trưởng và thất nghiệp. Nền kinh tế Việt Nam hiện nay còn yếu và chưa hồi phục hoàn toàn. Bất kì sự thắt chặt thêm tiền tệ lúc này sẽ không chỉ làm tăng lãi suất và chi phí sản xuất, mà còn ảnh hưởng xấu đến sản xuất và thất nghiệp trong nước. Đây chắc chắn không phải là điều mà NHNN muốn xảy ra vào thời gian này. Do vậy, nhiều khả năng chính sách tiền tệ sẽ được thích ứng để cân bằng giữa hai mục tiêu tăng trưởng và lạm phát.

NHNN đã công bố tiếp tục giữ nguyên lãi suất cơ bản trong tháng 4 và linh hoạt kiểm soát cung tiền thông qua hoạt động thị trường mở nhằm đảm bảo thanh khoản của hệ thống ngân hàng. Chúng tôi cho rằng quyết định này có thể giúp tránh được những tác động tiêu cực thêm đối với sản xuất trong nước và do vậy là mục tiêu tăng trưởng kinh tế của năm nay.

### **Cán cân thanh toán và tỉ giá hối đoái**

#### *Ngoại thương*

Số liệu chính thức cho thấy thâm hụt thương mại của tháng 2 là cao hơn con số ước tính trước đó vào khoảng 0,63 tỉ USD (Số ước tính trước đây là 0,7 tỉ USD). Thâm hụt thương mại của cả quý 1 ước vào khoảng 3,6 tỉ USD, với tổng giá trị xuất khẩu ước đạt khoảng 14,0 tỉ USD (giảm 1,6% so với cùng kì năm ngoái) trong khi đó tổng giá trị nhập khẩu ước đạt 17,5 tỉ USD, tăng 37,6% so với cùng kì năm ngoái.

Lưu ý rằng sự sụt giảm của xuất khẩu chủ yếu là do năm nay Việt Nam không còn tái xuất khẩu vàng và do sự sụt giảm của xuất khẩu dầu thô (giảm gần 10%) do nhà máy lọc

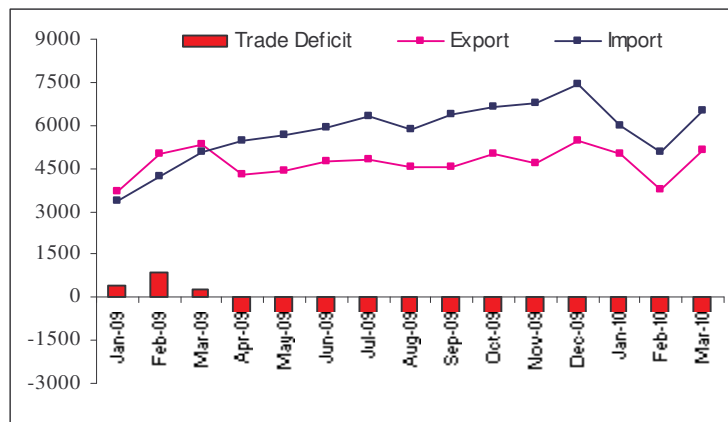
A Quarterly Publication. Vol. 02 published on Sunday, April 04, 2010

dầu Dung Quất đã đi vào hoạt động từ năm ngoái.<sup>1</sup> Mặc dù có sự giảm sút về lượng nhưng sự phục hồi của giá cả trên thị trường thế giới đã giúp cho giá trị xuất khẩu của các sản phẩm nông nghiệp (Trừ cà phê và gạo) và khoáng sản tăng trong quý 1.

Thâm hụt thương mại khá cao trong hai tháng gần đây đã làm tăng lo ngại về một sự phá giá tiếp theo của VND trong tương lai gần. Một vài ngày sau khi con số thâm hụt được đưa ra, hoạt động mua bán ngoại tệ trên thị trường chợ đen có vẻ nóng lên khi các doanh nghiệp và người dân có xu hướng mua USD để tích trữ. Như đã trình bày trong một vài báo cáo trước đây, số liệu lịch sử và những tính toán của chúng tôi cho thấy sức ép phá giá phụ thuộc rất nhiều vào mức độ thâm hụt thương mại của Việt Nam. Thông thường, nếu thâm hụt thương mại được duy trì ở mức trung bình 1 tỉ USD một tháng thì sức ép phá giá hầu như là không có. Ngược lại, nếu thâm hụt ở mức cao hơn nhiều so với con số trung bình này và kéo dài trong vài tháng thì khả năng phá giá xảy ra khá cao nhằm giải tỏa thanh khoản cho đồng USD tài trợ cho nhập khẩu. Tuy nhiên, hiện nay tình hình có vẻ như không đáng ngại như mọi người suy nghĩ ban đầu. Mức thâm hụt hiện nay được tài trợ khá tốt bởi mức giải ngân FDI cao (hơn 2,5 tỉ USD) cũng như nguồn kiều hối dồi dào trong quý 1. Trong thời gian tới, theo dõi thâm hụt thương mại và giải ngân FDI sẽ cho chúng ta một tín hiệu sớm về sức ép cũng như thời gian xảy ra phá giá.

Có thể nhìn thấy một vài tín hiệu tốt trong con số thâm hụt cao hiện nay. Một trong số đó là việc các doanh nghiệp trong nước bắt đầu nhập khẩu nguyên vật liệu phục vụ cho một chu kỳ kinh doanh mới. Đóng góp lớn vào trị giá nhập khẩu 17,5 tỉ USD trong quý 1 là hàng hóa trung gian được sử dụng cho các ngành sản xuất và dịch vụ trong nước. Sắt và thép chiếm 9,07% (tăng 26% so với cùng kỳ năm ngoái), nguyên phụ liệu dệt may và giày da chiếm 10,46% (tăng 30% so với cùng kỳ năm ngoái, phân bón, thuốc trừ sâu, và thức ăn cho gia súc chiếm 5,98% (tăng 48,13% so với cùng kỳ năm ngoái), máy móc và thiết bị phụ tùng chiếm 21,86% (tăng 23,16% so với cùng kỳ năm ngoái), và xăng dầu và khí đốt chiếm 10,77% (tăng 34,28% so với cùng kỳ năm ngoái). Sự gia tăng nhập khẩu những hàng hóa trung gian này sẽ dẫn đến sự cải thiện về giá trị sản xuất trong quý tới.

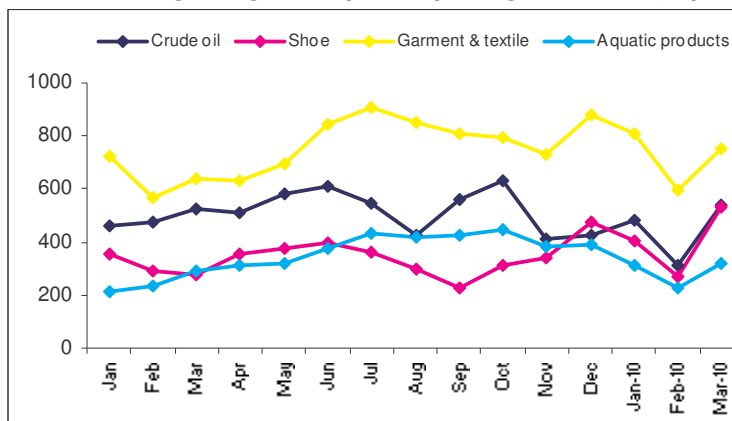
Hình 9: Thương mại quốc tế năm 2009-2010 (triệu \$)



Nguồn: GSO

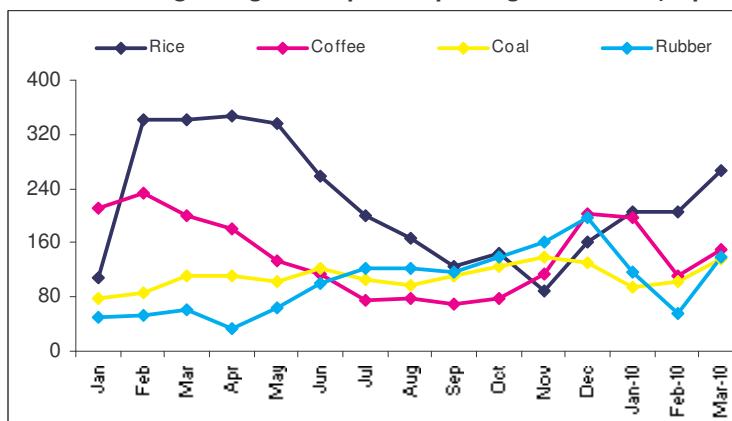
<sup>1</sup> Trong quý 1 năm ngoái, Việt Nam đã tái xuất khẩu vàng trị giá khoảng 2,5 tỉ USD.

Hình 10a: Xuất khẩu hàng tháng của một số mặt hàng 2009-2010 (triệu USD)



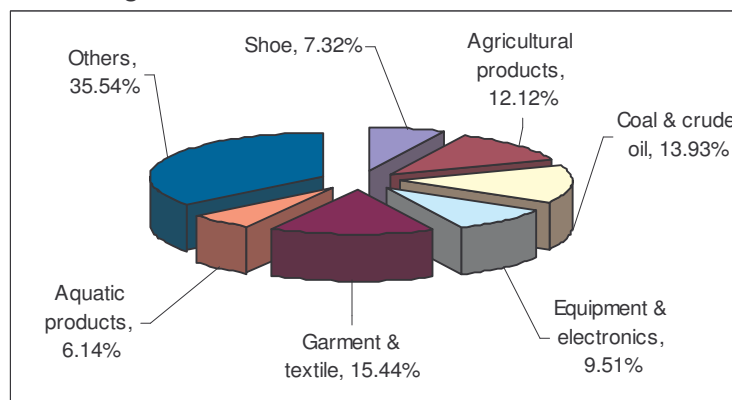
Nguồn: GSO

Hình 10b: Xuất khẩu hàng tháng của một số mặt hàng 2009-2010 (triệu USD)



Nguồn: GSO

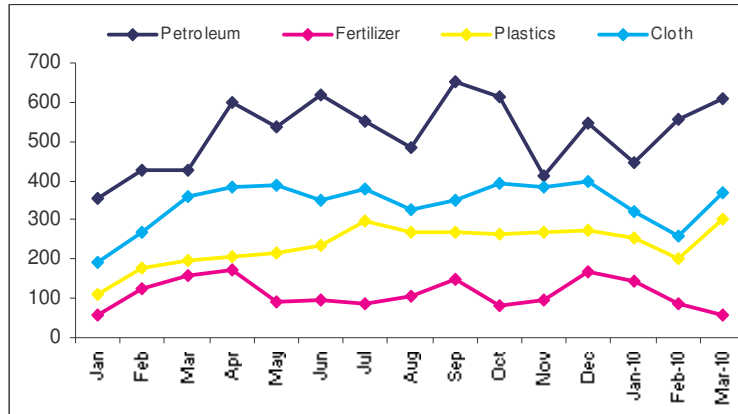
Hình 11: Cơ cấu hàng xuất khẩu Q1-2010



Nguồn: GSO

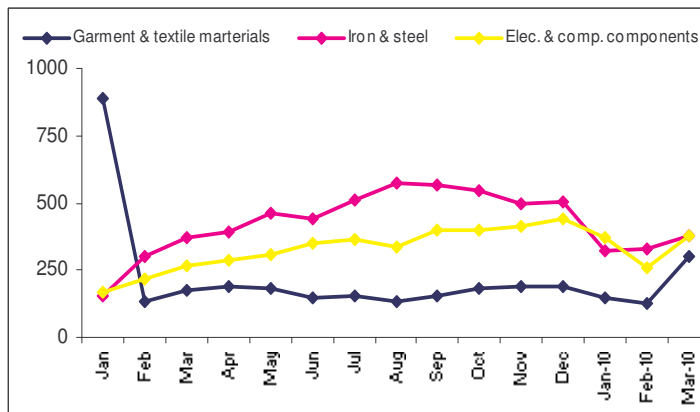


Hình 12a: Nhập khẩu hàng tháng của một số mặt hàng 2009-2010 (triệu USD)



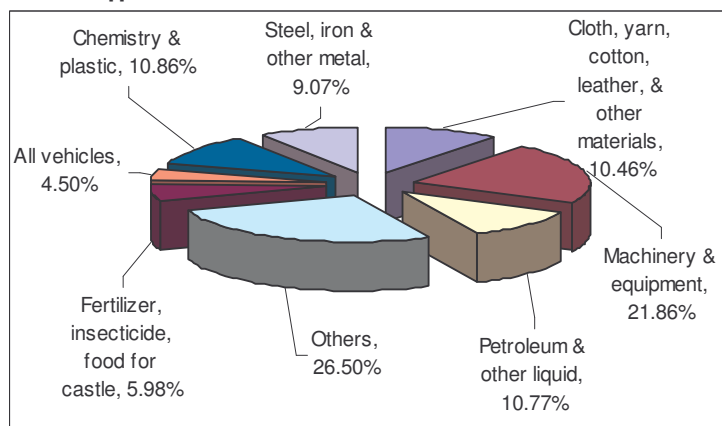
Nguồn: GSO

Hình 12b: Nhập khẩu hàng tháng của một số mặt hàng 2009-2010 (triệu USD)



Nguồn: GSO

Hình 13: Cơ cấu nhập khẩu Q1-2010



Nguồn: GSO

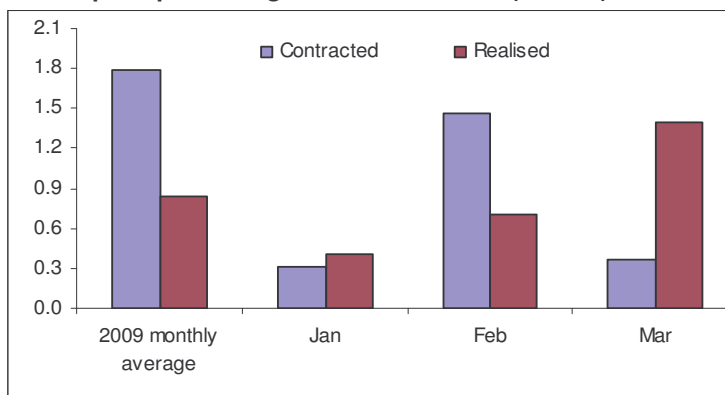
**Đầu tư trực tiếp nước ngoài**

Tính từ đầu năm đến nay, khoảng trên 2,5 tỉ USD đã được giải ngân thông qua các dự án đầu tư trực tiếp nước ngoài. Con số này tăng 13,6% so với cùng kì năm ngoái và trở thành một trong những nguồn tài trợ chính cho thâm hụt thương mại hiện nay.

Trong khi đó, tổng giá trị FDI đăng kí trong quý 1 năm 2010 chỉ khoảng hơn 2,1 tỉ USD, tương đương với 29% của quý 1 năm ngoái. Trong số này khoảng 1,9 tỉ USD là từ những dự án đăng kí mới. Mĩ đứng đầu với gần 0,98 tỉ USD trong số vốn đăng kí mới, tiếp theo là Hàn Quốc với khoảng 0,58 tỉ USD.

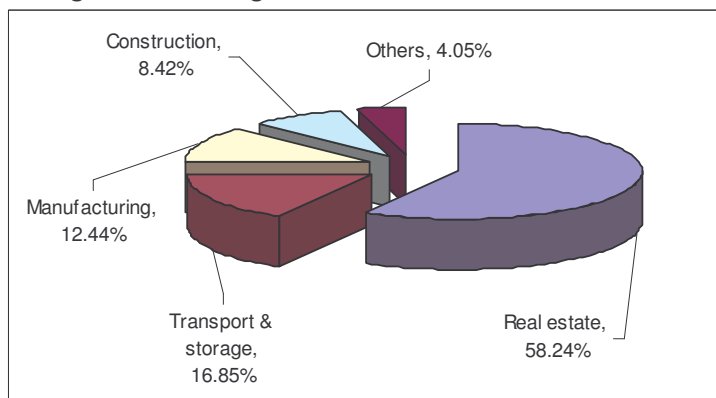
Bất động sản tiếp tục là lĩnh vực hấp dẫn nhất đối với đầu tư trực tiếp nước ngoài trong quý 1 năm 2010, chiếm khoảng 58,2% tổng vốn FDI đăng kí. Vận tải và kho bãi đứng thứ 2 với 16,85% và công nghiệp chế biến chiếm 12,4% tổng vốn đăng kí. Cùng với sự hồi phục dần của kinh tế thế giới, chúng tôi kì vọng con số FDI giải ngân sẽ tiếp tục tăng do Việt Nam đã có được một lượng lớn FDI cam kết trong hai năm trước. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là một nguồn lực đáng kể đối với tăng trưởng trong năm nay cũng như giúp cân bằng thâm hụt thương mại cao hiện nay.

**Hình 14: Đầu tư trực tiếp nước ngoài năm 2009-2010 (Tỉ USD)**



Nguồn: GSO

**Hình 15: FDI đăng kí mới theo ngành năm Q1-2010**



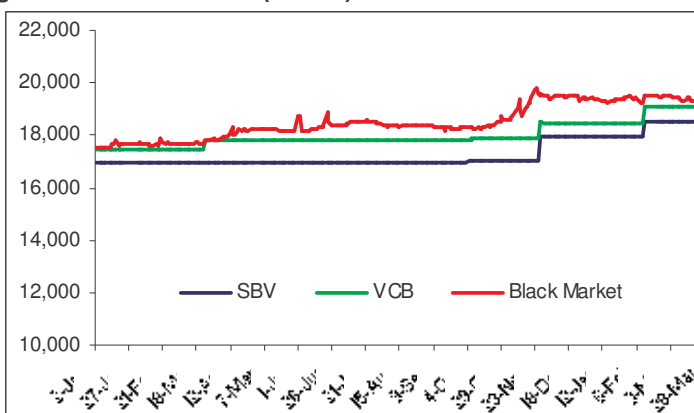
Nguồn: GSO

### Cập nhật chính sách vĩ mô

Mức thâm hụt khá cao trong hai tháng qua đã có tác động nhất định đến thị trường ngoại hối khi một số người cố gắng tích trữ USD trên thị trường chợ đen. Tuy nhiên, chúng tôi chưa nhìn thấy tín hiệu phá giá nghiêm trọng nào đối với VND. Tỷ giá VND/USD trên thị trường phi chính thức giảm từ khoảng 19.500 trong tháng 2 xuống còn chưa đầy 19.300 đồng 1 USD vào cuối tháng 3. Trong khi đó, tỷ giá bán ra của Ngân hàng Ngoại thương (NHNT) và tỷ giá chính thức của NHNN hầu như không đổi, lần lượt ở mức 19.100 và 18.544 đồng trên 1 USD.

Sau khi VND bị phá giá vào đầu tháng 2, chênh lệch giữa tỷ giá giao dịch tại các ngân hàng thương mại và tỷ giá chợ đen đã giảm xuống chỉ còn khoảng 200 đồng. Chúng tôi cho rằng mức chênh này là khá bền vững. Nếu thâm hụt thương mại trong tháng tới tiếp tục tăng mạnh, đặc biệt khi giải ngân FDI không đủ bù đắp, thì khả năng phá giá xảy ra sẽ là khá cao.

**Hình 16: Tỷ giá hối đoái VND/USD (bán ra) năm 2009-2010**

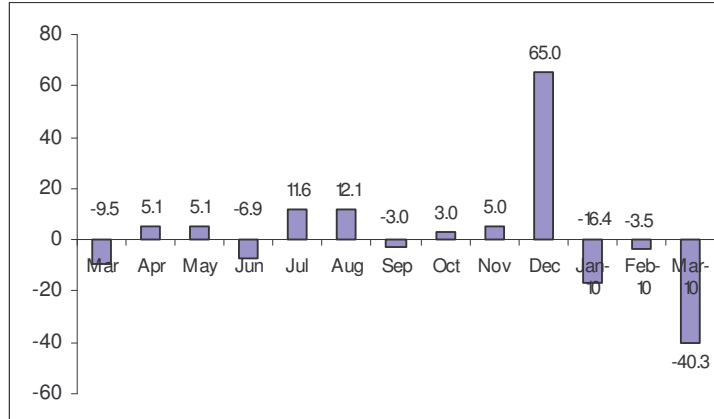


Nguồn: NHNN, NHNT và nguồn khác

NHNN đã thực hiện một chính sách tiền tệ khá cẩn trọng trong quý 1. Tiền đã được hút về trong 3 tháng liên tiếp của quý 1 thông qua hoạt động thị trường mở. Trong tháng 3 hơn 40.270 tỉ đồng đã được hút về, tăng so với mức 3.800 tỉ đồng trong tháng 2, và 16.440 tỉ đồng trong tháng 1. Ngoài ra, thanh khoản của các ngân hàng đã cải thiện rõ rệt khi cầu về VND giảm mạnh sau dịp Tết. Lãi suất qua đêm bình quân liên ngân hàng đã giảm xuống còn khoảng 7% trong tháng 3 so với mức 10% dịp trước Tết.

Tỷ lệ lạm phát vừa phải, và thấp hơn so với kỳ vọng một chút, của tháng 3 được công bố và NHNN đã quyết định giữ nguyên lãi suất cơ bản và lãi suất chiết khấu lần lượt ở mức 8% và 6% trong tháng 4. Tuy nhiên việc lãi suất thỏa thuận hiện nay đã được thực hiện với các khoản vay ở mọi kỳ hạn đã làm giảm tính quan trọng của lãi suất cơ bản. Lãi suất cơ bản hiện nay chỉ còn vai trò xác định lãi suất đi vay. Với việc các ngân hàng có thể thỏa thuận lãi suất cho vay thì các doanh nghiệp có thể dễ dàng tiếp cận nguồn vốn, mặc dù lãi suất có thể cao hơn trước (Hiện nay lãi suất đi vay dao động trong khoảng từ 14-17% một năm). Lợi nhuận hoạt động của các ngân hàng cũng có thể cao hơn.

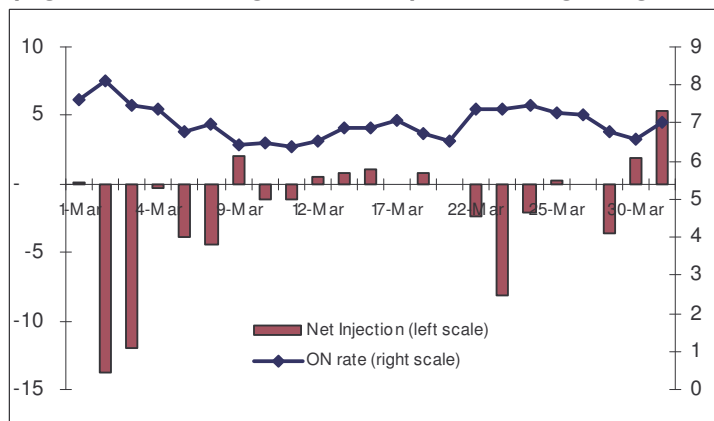
Hình 17: Lượng tiền bơm ra ròng qua thị trường mở (Ngàn tỉ đồng)



Nguồn: Bloomberg & tính toán của tác giả

Giữ nguyên lãi suất cơ bản và dần nói lỏng tiền tệ qua OMO sẽ là một quyết định hợp lý vào lúc này của NHNN khi tăng trưởng CPI đã đạt đỉnh vào tháng 2. Mọi sự gia tăng lãi suất lúc này sẽ làm khó thêm cho sản xuất trong nước và tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng NHNN nên giám sát chặt chẽ hệ thống ngân hàng và hoạt động tín dụng nhằm đảm bảo cho các doanh nghiệp có thể tiếp cận được nguồn vốn và không tạo ra bong bóng tài sản. Trong những ngày cuối cùng của tháng 3, có vẻ như là NHNN đã bắt đầu chuyển hướng chính sách từ thắt chặt sang nới lỏng thông qua OMO. Chúng tôi kì vọng một sự mở rộng tiền tệ nhẹ sẽ được tiếp tục trong tháng 4 và 5 khi nhu cầu về vốn đang tăng trong nền kinh tế. Thanh khoản tốt hơn có thể giúp làm giảm lãi suất, và làm lợi cho các doanh nghiệp trong nước cũng như thị trường tài chính trong thời gian tới.

Hình 18: Lượng tiền bơm ra ròng và lãi suất qua đêm trong tháng 3



Nguồn: Bloomberg & tính toán của tác giả

Dự báo

Trong phần này chúng tôi xây dựng một số mô hình kinh tế lượng để thực hiện dự báo lạm phát và tăng trưởng. Chúng tôi hiểu rằng mỗi mô hình có những nhược điểm riêng biệt và khó phản ánh chính xác thực tế. Do vậy chúng tôi cố gắng sử dụng các mô hình

A Quarterly Publication. Vol. 02 published on Sunday, April 04, 2010

chuỗi thời gian khác nhau khi tiến hành dự báo. Việc dự báo các biến số trong thời kỳ tiếp theo sẽ được thực hiện dựa trên những thông tin cập nhật và các kĩ thuật dự báo. Con số dự báo cuối cùng được đưa ra dựa vào kết quả ước lượng của các mô hình dự báo cũng như đánh giá chủ quan của chúng tôi.

Cụ thể, chúng tôi sử dụng các mô hình sau. Mô hình thứ nhất có tên là ARIMA. Mô hình này dựa vào sự biến động trong quá khứ của một chuỗi số để đưa ra dự báo trong tương lai. Mô hình thứ hai có tên là mô hình Tự hồi quy Véc tơ (VAR). Mô hình này được dựa trên mối quan hệ thống kê giữa các biến số vĩ mô trong nền kinh tế như GDP, CPI, lãi suất, cung tiền, và tỉ giá. Mô hình VAR đơn giản mô tả mối quan hệ động giữa các biến trong hệ phương trình. Mọi biến số có thể là một hàm của chính nó và các biến khác trong quá khứ. Mô hình cuối cùng dựa vào việc phân tách tăng trưởng của các khu vực và những thông tin cập nhật về các chính sách vĩ mô cũng như hiện trạng của nền kinh tế.

Các mô hình dự báo của chúng tôi cho thấy GDP của quý 2, 2010 sẽ ở mức khá cao khoảng 6,5%, trong khi đó CPI sẽ tăng khoảng xấp xỉ 5,2% so với cuối tháng 12 năm 2009. Ngoài ra, mô hình của chúng tôi cũng dự đoán tỉ lệ lạm phát của tháng 4 sẽ vào khoảng 0,3-0,4%.

**Bảng 1: Dự báo theo quý (%)**

	Lạm phát (so với đầu năm)	GDP (so với cùng kì năm ngoái)
Quarter 2, 2010	5,2	6,5

**Bảng 2: Dự báo lạm phát theo tháng (% so với tháng trước)**

Mô hình 1	Jan	Feb	March	April
Giá trị dự báo	1,42	2,33	0,44	0,4
Giá trị thực tế	1,36	1,96	0,75	
<b>Mô hình 2</b>				
Giá trị dự báo	1,34	1,85	0,70	0,3
Giá trị thực tế	1,36	1,96	0,75	

**Sản phẩm**

Báo cáo này được thực hiện nhằm phục vụ khách hàng tổ chức tại Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo được xây dựng bởi TS. Phạm Thế Anh với sự trợ giúp số liệu của Phòng Nghiên cứu. Thăng Long xuất bản báo cáo này tuy nhiên mọi quan điểm và sai sót đều được chịu trách nhiệm bởi tác giả.

**Quyền từ chối**

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu giá nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thăng Long 2009. TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO. Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty Chứng khoán Thăng Long.