

**N**ăm 2007 đã vừa đi qua và đây là thời điểm tốt nhất để các nhà kinh tế và các nhà hoạch định chính sách nhìn lại biến động của nền kinh tế trong năm, đặc biệt là sự kiện lạm phát trong năm này đã vượt qua mức kỳ vọng của mọi người. Chúng ta có thể lạc quan cho tốc độ tăng trưởng kinh tế vẫn tiếp tục duy trì ở mức cao nhất trong mười năm trở lại đây. Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài gián tiếp lẫn trực tiếp đang ào ạt đổ vào cao nhất trong hai thập niên. Số liệu dự báo gần đây nhất cho thấy tăng trưởng kinh tế trong năm vào khoảng trên 9%<sup>1</sup> và vốn đầu tư trực tiếp đăng ký có thể lên đến 20 tỷ đô la Mỹ<sup>2</sup> (so với năm 2006 là 10,2 tỷ). Tuy vậy, thành tựu tăng trưởng và đầu tư này chẳng thể trọn vẹn khi mà lạm phát đang diễn ra và đã vượt ngưỡng hai con số. Lạm phát đến cuối năm ước chừng lên đến 12.6%, đây cũng là tốc độ lạm phát cao nhất trong 10 năm qua. Bài viết này sẽ tập trung giải thích các nguyên nhân khả dĩ có thể đã và đang tác động đến lạm phát tại Việt Nam, sau đó sẽ dự báo một số các thay đổi danh mục đầu tư theo hành vi chống lạm phát và dự báo những rủi ro vĩ mô mà nền kinh tế có thể gánh chịu ở nhiều



## Hệ quả lạm phát

# DỰ BÁO THAY ĐỔI DANH MỤC ĐẦU TƯ VÀ CÁC HỆ LỤY RỦI RO

**PGS.TS NGUYỄN TRỌNG HOÀI  
NGUYỄN HOÀI BẢO  
ĐH Kinh tế TP HCM**

### Lạm phát của Việt Nam là hiện tượng gì?

**Nguyên nhân đầu tiên** chắc chắn từ tốc độ tăng trưởng tiền tệ. Ai có học kinh tế chắc nhớ một câu nói nổi tiếng của nhà kinh tế học tiền tệ Milton Friedman rằng: “lạm phát ở mọi nơi mọi lúc đều là hiện tượng của tiền tệ”. Nghĩa là lạm phát là do tiền tăng nhiều hơn số lượng cần thiết để giao dịch cho khối hàng hóa tương ứng. Điều này đặc biệt đúng khi phân tích nền kinh tế trong nhiều năm liền, tuy nhiên trong ngắn hạn đôi lúc giá cả tăng vọt do những biến động khác chứ không hẳn là do khối lượng tiền tăng trong lưu thông một cách đơn giản như đã nêu.

**Nguyên nhân thứ hai** là do cú sốc giá dầu hỏa. Giá dầu hỏa tiếp tục tăng lên ở mức cao trong những tháng cuối năm và

đôi khi vượt ngưỡng trên 100 đô la/thùng. Quả thật sốc dầu cũng có thể là một nhân tố làm tăng chi phí sản xuất và dẫn đến tăng giá, đặc biệt đối với nền kinh tế Việt Nam khi mà phương tiện giao thông còn quá nhiều vấn đề do sử dụng công nghệ vận chuyển lạc hậu, quy hoạch vận chuyển chưa hợp lý giữa vùng nguyên liệu và nơi sử dụng cuối cùng, bài toán vận tải vẫn mang tính một chiều, các nguồn nhiên liệu thay thế vẫn chưa có lời giải thỏa đáng. Tuy vậy, giá dầu hỏa vẫn không phải là nguyên nhân chính của lạm phát hai chữ số ở Việt Nam khi mà chúng ta quan sát các nền kinh tế khác trong khu vực. Báo cáo cập nhật kinh tế gần đây nhất (công bố hôm 14/11/2008) của Ngân hàng Thế giới cho biết lạm phát của các nước Đông Á vẫn chưa phải là

chuyện đáng lo. Ngoài Việt Nam, lạm phát của Trung Quốc có tăng lên chút ít trong vài tháng gần đây thì hầu như các nước còn lại lạm phát gần như ổn định và ở mức thấp. Chẳng hạn, lạm phát tính đến quý 3 của Hàn Quốc là 2,3%, của Philippine là 2,5% và của Thái Lan là 1,6% cho dù tất cả đều chịu ảnh hưởng của giá dầu đang tăng và dự báo trong năm 2008 vẫn còn những biến động đáng lo ngại.

**Nguyên nhân thứ ba** thì rất tự nhiên là do tăng nhu cầu tiêu dùng cho đầu tư và tiêu dùng trong quý 4 cuối năm. Tất cả doanh nghiệp và các dự án đều gấp rút chạy đua giải ngân nhằm hoàn thành kế hoạch đã đăng ký, vì kế hoạch và chỉ tiêu phần đầu vẫn là những con số định lượng cho tất cả các doanh nghiệp và cơ quan Chính phủ ở Việt Nam cho

<sup>1</sup> AFP, “Vietnam economy grows at 8.4 percent, inflation at 12.6 percent”. 25/12/2006 (xem tại: <http://afp.google.com/article/ALEqM5j6C86K2FXVHtbduiC90-1jXjYR2w>)

<sup>2</sup> Thanh Nien Daily, “FDI tops \$20 billion”, 25/12/2007.

(xem tại <http://www.thanhniennews.com/business/?catid=2&newsid=34456>)

dù là chúng ta đã và đang chuyển sang nền kinh tế thị trường ít nhất là trên 20 năm nay.

**Nguyên nhân thứ tư** có thể là do việc điều chỉnh tăng lương cơ bản của khối làm công ăn lương, cho dầu bộ phận này không lớn so với 80 triệu dân, nhưng quyết định nâng lương khu vực công cũng gây một ảnh hưởng dây chuyền đến mức giá chung của nền kinh tế vì lương và giá có mối quan hệ tương tác cộng hưởng khá chặt chẽ.

**Nguyên nhân thứ năm** cũng có thể là do chúng ta chưa thực sự giải quyết triệt để mối quan hệ tỉ giá hối đoái và tự do hóa tài chính. Chúng ta đã thực sự cho dòng vốn vào với quy mô ngày càng lớn và tăng trưởng với tốc độ cao nhưng chúng ta vẫn kiểm soát tỉ giá hối đoái quá chặt chẽ, lẽ ra với khối lượng ngoại tệ vào quá lớn như hiện nay thì tỉ giá hối đoái phải thực sự biến động theo chiều ngược lại. Điều này có nghĩa là đồng tiền Việt Nam sẽ phải được chính thị trường ngoại hối điều chỉnh trở nên có giá hơn và lãi suất áp dụng cho đồng Việt Nam sẽ tăng lên và như vậy chiều hướng biến động này có khả năng kiểm soát lạm phát. Nguyên nhân thứ năm này xuất phát từ việc điều hành chính sách tiền tệ quá thận trọng và Ngân hàng Nhà nước (NHNN) điều hành tiền tệ chưa mang tính độc lập cao nên chính sách tiền tệ và điều hành tỉ giá hối đoái đã trở nên thiếu linh hoạt theo tốc độ tự do hóa dòng vốn của nền kinh tế.

Trong năm nguyên nhân trên thì đâu là nguyên nhân chủ yếu? Cho đến bây giờ ít ai có thể phủ nhận rằng lượng tiền trong nền kinh tế đang tăng với tốc độ cao và việc giải quyết mối quan hệ giữa ba bộ phận chính sách tiền tệ, chính sách tỉ giá hối đoái và tự do hóa dòng vốn là các nguyên nhân căn bản gây ra lạm phát. Lượng tiền tăng này bắt nguồn từ nguồn vốn bên ngoài đang đổ vào

thông qua kênh đầu tư gián tiếp lần trực tiếp. Trong năm 2007, tính đến tháng 11 lượng vốn FDI đã giải ngân là 4,1 tỷ đô la, giá trị này tăng so với cùng kỳ năm ngoái là 13,9%<sup>3</sup>; lượng kiều hối chính thức chuyển về nước năm 2007 ước đạt 5,5<sup>4</sup> tỷ đô la so với năm ngoái là 5 tỷ la; xuất khẩu dầu thô khoảng 5 tỷ đô la, vốn FII dự báo khoảng 7 tỷ đô la và còn tiếp tục tăng nữa với sự tham gia của nhiều quỹ đầu tư nước ngoài, đó là chưa kể ODA cam kết và giải ngân cũng như lượng khách du lịch tiếp tục tăng... Tất cả những điều này đã cung cấp một lượng lớn ngoại tệ vào Việt Nam nhưng tỉ giá hối đoái và lãi suất vẫn thiếu tính linh hoạt. Do muốn kiểm soát tỉ giá, NHNN buộc phải can thiệp vào thị trường ngoại hối và điều này làm cho dự trữ ngoại tệ của Ngân hàng đã tăng lên gấp đôi so với năm ngoái, ước tính đến cuối năm nay sẽ vào khoảng 20 tỷ đô la Mỹ<sup>5</sup>. Lượng ngoại tệ dự trữ tăng lên được trả giá bằng cách phát hành trái phiếu ngoại tệ với lãi suất mà Chính phủ và NHNN phải kiểm chế nhằm giảm thiểu chi phí can thiệp ngoại hối. Lãi suất phát hành trái phiếu thấp và do vậy lãi suất trên thị trường tiền tệ thấp và điều này đẩy nhu cầu tín dụng tăng cao trong nước.

Can thiệp trên thị trường ngoại hối đã bơm vào nền kinh tế một lượng tiền lớn, cùng lúc đó tín dụng cho nền kinh tế tiếp tục tăng mạnh. Theo ước tính của IMF<sup>6</sup>, tín dụng đến cuối năm tăng vào khoảng 35% so với năm ngoái chỉ tăng 25%. Tất cả những điều này đã làm cho tổng lượng tiền rộng trong nền kinh tế (broad money) trong năm nay ước tính tăng 36%, so với năm ngoái là 33% và năm kia là 29,7%. Và nếu chúng ta sử dụng phương trình tiền tệ căn bản và sử dụng phương trình này dự báo thì tốc độ làm phát chắc có lẽ còn cao hơn mức dự báo chính thức, nếu

thừa nhận tốc độ tăng trưởng tổng tiền rộng là 36%, tốc độ tăng trưởng dự báo là 9% và tốc độ tăng của chu chuyển tiền tệ là âm 5% (-5%) thì tỉ lệ tăng của lạm phát có thể còn cao hơn tỉ lệ lạm phát đã nói ở trên (tỉ lệ lạm phát = tốc độ tăng trưởng cung tiền - tốc độ tăng trưởng chu chuyển tiền tệ - tốc độ tăng trưởng GDP).

Nếu việc phân tích dừng ở đây thì quả thật kết luận lạm phát của chúng ta hiện nay là bắt nguồn từ tiền tệ là chủ yếu và giải pháp cũng phải chính từ nó. Nhưng đó chưa phải là câu trả lời cuối cùng và cũng không nói lên hết hiện trạng của nền kinh tế đang mở cửa và chuyển đổi mạnh mẽ này. Điều mà bài viết quan tâm ở đây là hành vi ứng xử của các nhà đầu tư trong việc chống lạm phát vì mục đích theo đuổi lợi nhuận và bảo toàn vốn của họ. Hành vi này là hoàn toàn hợp lý cho từng cá nhân, nhưng nếu chúng ta không có những dự báo hệ lụy rủi ro có thể xảy ra cho nền kinh tế thì việc thảo luận lạm phát thực sự không có ích gì trong ngắn hạn.

### Dự báo thay đổi danh mục đầu tư chống lạm phát

Có thể nói, thời điểm hiện nay Việt Nam như đang trở lại thời hoàng kim của mình vào giữa thập niên 90, lúc mà nền kinh tế mở cửa với bên ngoài và những chính sách của “Đổi mới” thực sự thấm vào nền kinh tế. Trở thành thành viên của WTO và sự ổn định kinh tế bên trong đã khơi dậy tiềm năng của nền kinh tế Việt Nam một lần nữa. Kết quả của triển vọng này là nền kinh tế có được một lượng vốn quá lớn trong một khoảng thời gian ngắn mà nhiều khi gọi là thành công. Thành công này vô tình hoặc có thể đã tạo ra trục trặc cho nền kinh tế. Thử hỏi, nhà đầu tư đã làm gì với lượng vốn này? Có ba lựa chọn căn bản: (1) đầu tư vào sản xuất để khai thác thị trường trong nước hoặc xuất khẩu; (2) đầu tư vào thị trường chứng khoán; và (3) đầu tư vào thị trường bất động sản. Trả lời cho câu hỏi này có thể khác nhau giữa nhà đầu tư trong nước và nhà đầu tư nước ngoài. Cho dù họ được đối xử cùng một đạo luật nhưng chắc

<sup>3</sup> Báo cáo tháng 11 của Tổng cục Thống kê.

<sup>4</sup> Theo Thanh Niên

<sup>5</sup> WB, East Asia Update, Nov 2007.

<sup>6</sup> IMF, PIN No. 07/136

hắn họ rất khác xa nhau về nhiều thứ khi bước ra thương trường. Rõ ràng rằng những nhà đầu tư ngoại quốc đã quyết định chọn Việt Nam là một nơi để kiếm lợi nhuận thì họ đã tự tin vào quyết định của họ. Tự tin đó có được là bằng những lợi thế về trình độ công nghệ sản xuất, thị trường, marketing và kỹ năng quản lý hiện đại... Hay nói cách khác, lựa chọn (1) vẫn là lựa chọn mà phần lớn của dòng vốn FDI. Trong khi đó, đối với những nhà đầu tư tài chính nước ngoài (qua dòng đầu tư gián tiếp) thì lựa chọn (2) và (3) vẫn là lựa chọn được ưu tiên trong bối cảnh hiện nay, như là một cách để nhằm tránh sự cạnh tranh đang ngày càng tăng từ các công ty nước ngoài thông qua con đường FDI. Nếu những yếu tố kinh doanh là lợi thế của các nhà đầu tư nước ngoài thì việc đầu tư cổ phiếu và bất động sản đôi lúc lại là lợi thế của các nhà đầu tư trong nước và nhiều quỹ đầu tư bởi vì họ có nhiều thông tin hơn trong bối cảnh thủ tục hành chính về đất đai và thông tin từ các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK). Kết quả lựa chọn này được ủng hộ bởi sự bùng nổ một cách lạ lùng của TTCK trong 2 năm vừa rồi và đặc biệt trong năm 2007 và sự lên giá đến chóng mặt của thị trường bất động sản. Chính sự lựa chọn này vừa là hành vi bảo toàn vốn và

đồng thời cũng là nguồn gốc căn bản của lạm phát. Nếu lựa chọn (1) là lựa chọn rộng rãi của các nhà đầu tư thì lượng tiền tăng lên sẽ nhanh chóng chuyển sang khu vực sản xuất, hay nói cách khác là làm tăng hàng hóa và dịch vụ (phía tổng cung) trong nền kinh tế và điều này chắc hẳn sẽ làm dịu bớt sự tăng lên ở phía tổng cầu và kết quả cuối cùng là không tạo ra lạm phát như hiện nay. Rủi thay, lựa chọn (2) và (3) không tạo ra sản lượng hàng hóa dịch vụ thực trong nền kinh tế lại là lựa chọn ưu tiên hiện tại. Nếu sự thiên lệch về hành vi đầu tư hướng vào lựa chọn (2) và (3) thì có khả năng tạo ra tình trạng của một nền kinh tế bong bong chứ tác động vào GDP thực không đáng là bao. Nói cách khác, những nhà đầu tư trên TTCK và bất động sản đang đầu tư lẫn nhau để tìm kiếm lợi nhuận - điều mà đáng lý ra phải đến từ sản xuất kinh doanh hàng hóa và dịch vụ, hay có thể nói họ đang lao vào cuộc chơi mà tổng lợi nhuận trên thị trường bằng không (zero sum game).

Lựa chọn tập trung quá nhiều vào chứng khoán và bất động sản sẽ dự báo càng tăng lên khi mà tỉ lệ lạm phát đã tăng cao. Về cơ cấu danh mục, các nhà đầu tư sẽ từng bước chuyển từ chứng khoán sang đầu tư bất động sản, cho dù tốc độ thu lợi nhuận từ bất động sản có thể không nhanh bằng tốc độ thu

lợi nhuận từ đầu tư chứng khoán nhưng chỉ ít các nhà đầu tư cũng nắm giữ trong tay các loại tài sản thực chứ không phải là những tờ giấy lộn, điều này càng đúng cho tâm lý đầu tư của các nhà đầu tư trong nước. Tuy nhiên, hai thị trường này lại có sự liên thông, thành công từ đầu tư bất động sản lại kéo theo tăng giá chứng khoán các ngân hàng, các tập đoàn, các công ty có kinh doanh bất động sản đã niêm yết. Và hệ quả là giá bất động sản tăng kéo theo giá chứng khoán tăng, kiểu tăng này rất phù hợp với giả thuyết bong bóng giá tài sản.

**Giả thuyết bong bóng giá tài sản:**

Các chủ thể tham gia giả thuyết bong bóng giá tài sản này bao gồm các doanh nghiệp niêm yết TTCK là các công ty đầu tư bất động sản và các ngân hàng thương mại (NHTM). Cơ chế giao dịch của các chủ thể cơ bản này là: các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản vay vốn ngân hàng và thế chấp chính bằng công trình bất động sản, các công ty bất động sản này lại niêm yết trên TTCK trong bối cảnh yếu tố tâm lý chiếm ưu thế là giá bất động sản ngày càng cao, do vậy ngân hàng sẽ ỷ lại cho vay nhiều hơn vì giá trị thế chấp bằng bất động sản luôn kỳ vọng tăng lên trong tương lai, nhà đầu tư chứng khoán cũng kỳ vọng giá chứng khoán tăng do nghĩ rằng lợi nhuận kinh doanh bất động sản tăng lên là tất yếu, các công ty kinh doanh bất động sản cũng tăng cường đầu tư trong bối cảnh giá bất động sản và giá cổ phiếu của họ tăng với sự hỗ trợ đặc lực của các ngân hàng. Giá chứng khoán và giá bất động sản cứ thế mà tăng mãi theo kỳ vọng và tâm lý ỷ lại do quá lạc quan vào tình hình thị trường. Hệ quả là cầu về chứng khoán và bất động sản lại càng tăng lên trong điều kiện khan hiếm về nguồn cung, việc tăng giá này không xuất phát chủ yếu từ các yếu tố cơ bản như hiệu quả kinh tế của công ty kinh doanh bất động sản và hiệu quả các ngân hàng. Ngoài ra các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư cá nhân kinh doanh bất động sản và chứng khoán bằng mọi giá lao vào thị trường cho dù chẳng



## ĐẦU TƯ TÀI CHÍNH

nắm nhiều các thông tin cơ bản và các phân tích kỹ thuật. Dấu hiệu ngoài thị trường là kỳ vọng các nhà đầu tư đã đẩy giá chứng khoán lên trung bình 7 -10 lần (thậm chí là 20 lần) cho các công ty bảo hiểm và ngân hàng ngay từ đợt phát hành đầu tiên và giá bất động sản nhiều nơi đã tăng chóng mặt ngay cả khi công trình bất động sản chưa khởi công nền móng. Sự tăng giá chứng khoán và bất động sản theo kiểu này gần như tuân theo một quy luật bong bóng giá tài sản, mà quy luật này đã xảy ra ở các nước châu Á vào năm 1997.

### Bảng chứng dữ liệu: Tỷ lệ lợi tức trung bình chứng khoán hàng tháng (%/tháng)

	World	Japan	Singapore	Korea	Taiwan	China	India	Vietnam
Mean	0.622	1.331	1.835	0.731	2.049	0.629	2.426	3.463
Std. Dev.	4.095	7.423	8.381	4.981	11.569	5.352	11.723	12.303
<b>01/1998 - 12/2001</b>								
Mean	0.242	0.002	-0.565	0.016	0.471	-0.137	2.461	6.561
Std. Dev.	4.557	9.738	9.116	6.534	16.226	6.493	16.719	17.182
<b>01/2002 - 12/2004</b>								
Mean	0.391	1.81	2.808	1.285	2.264	1.355	1.921	0.347
Std. Dev.	4.965	5.502	7.426	4.489	6.626	5.333	7.417	8.229
<b>01/2005 - 10/2007</b>								
Mean	1.065	2.662	4.123	1.132	4.002	0.917	2.913	5.214
Std. Dev.	2.246	4.983	7.612	2.888	7.026	3.205	5.875	12.681

Nguồn: MSCI standard index (Chỉ số tiêu chuẩn từ Morgan Stanley Capital International) và chỉ số VNindex, Hyun và cộng sự (2007).

Bảng trên mô tả tỷ lệ lợi nhuận trung bình hàng tháng của TTCK toàn cầu và bảy quốc gia lựa chọn trong đó có Việt Nam. Hai tiêu chí thống kê mô tả được thực hiện trong bảng này là trung bình (mean) và độ lệch chuẩn (Standard Deviation) áp dụng cho dữ liệu tỷ lệ lợi nhuận trung bình hàng tháng cho TTCK toàn cầu và bảy quốc gia. Việc tính toán này áp dụng cho ba giai đoạn

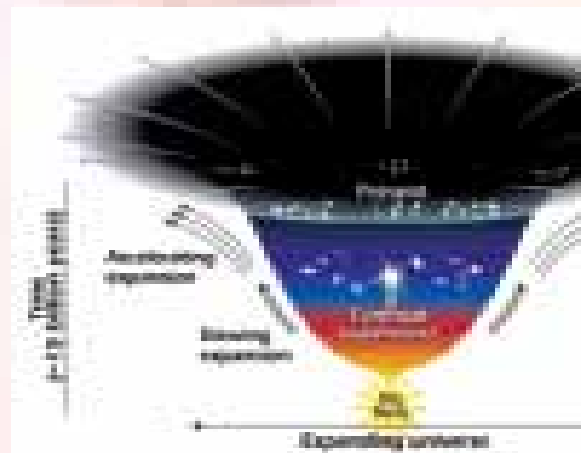
khác nhau sau khủng hoảng tài chính tiền tệ châu Á năm 1997 cho đến nay. Thị trường chứng khoán các quốc gia châu Á như Nhật Bản, Hàn Quốc, Singapore, Đài Loan trừ Việt Nam thì đều có chung một đặc điểm là khởi đầu những năm đầu sau khủng hoảng thì tỷ lệ lợi nhuận trung bình thấp sau đó hồi phục trở lại và mang tính ổn định, tuy nhiên các thị trường châu Á vẫn thể hiện một đặc điểm nổi bật là tỷ lệ lợi nhuận trung bình cao hơn mức tỷ lệ lợi nhuận trung bình thế giới và mức rủi ro được thể hiện bằng độ lệch chuẩn cao hơn mức độ lệch chuẩn trung bình thế giới.

Chúng ta có thể lấy ví dụ Nhật Bản tỷ lệ lợi nhuận trung bình là 1,331%/tháng, nhưng độ rủi ro là 7,423%/tháng trong khi đó thì tỷ lệ lợi nhuận trung bình của thế giới chỉ là 0,622%/tháng và độ rủi ro là 4,095%/tháng. Các thị trường có mức độ rủi ro khá cao so với các nước châu Á khác là Đài Loan, Ấn Độ và Việt Nam; trong đó Việt Nam có tỷ lệ lợi nhuận trung bình hàng

tháng là cao nhất 3,463%/tháng và độ rủi ro là cao nhất 12,303%/tháng. Cũng trong bảng 1, nếu xét theo các giai đoạn khác nhau từ sau khủng hoảng cho đến năm 2007 thì TTCK Việt Nam có dấu hiệu phát triển không ổn định qua ba giai đoạn: giai đoạn mới hình thành trước tháng 10/2001 thì lợi nhuận bình quân tháng là 6,561% nhưng mức độ rủi ro lại là cao nhất (17,182%/tháng) thế giới sau Đài Loan và Ấn Độ; giai đoạn tháng 1/2002 cho đến 12/2004 thì tỷ lệ lợi nhuận trung bình của TTCK Việt Nam chỉ còn 0,347% và độ rủi ro chỉ còn 8,229. Trong giai đoạn này thì tỷ lệ lợi nhuận trung bình tháng thấp hơn mức trung bình thế giới và các nước trong khu vực và mặc dù tỷ lệ rủi ro giảm nhưng cũng vẫn cao hơn các nước trong khu vực một chút ít. Giai đoạn từ 1/2005 cho đến tháng 10/2007 thì tỷ lệ lợi nhuận trung bình của thị TTCK Việt Nam là 5,214%/tháng gấp năm lần tỷ lệ lợi nhuận trung bình thế giới và cao hơn rất nhiều so với các nước trong khu vực và độ rủi ro là 12,681%/tháng cao hơn gấp 5 lần so với thế giới và trung bình gấp 3 lần so với các nước trong khu vực.

### Dự báo những hệ lụy rủi ro do thay đổi danh mục đầu tư

Căn cứ vào bối cảnh lạm phát, căn cứ vào dự báo thay đổi danh mục đầu tư do hành vi chống lạm phát và căn cứ vào bằng chứng về đặc điểm của TTCK Việt Nam so với các nước trên thế giới và dựa vào giả thuyết bong bóng giá tài sản, chúng ta có thể dự báo những rủi ro mang tính tiềm ẩn như sau:



- Nếu giá dầu tiếp tục tăng, nếu lượng vốn vào Việt Nam vẫn tiếp tục diễn biến tốt như năm 2007 và cách điều hành tỉ giá hối đoái và chính sách tiền tệ không thay đổi, thì lạm phát năm 2008 vẫn có thể là một điều đáng lo ngại của các nhà làm chính sách và NHNN vẫn xem nhiệm vụ chống lạm phát là nhiệm vụ hàng đầu.

- Các nhà đầu tư trong và ngoài nước sẽ căn cứ vào diễn biến lạm phát 2007 và các dự báo lạm phát vào 2008 thì họ có khả năng chuyển vốn đầu tư từ TTCK sang thị trường bất động sản và có khả năng gây ra một cơn sốt mới trong thị trường này vào những quý đầu năm 2008.

- Nếu thị trường bất động sản vẫn tiếp tục phát triển theo kiểu thay đổi danh mục đầu tư do chống lạm phát thì có khả năng xấu có thể xảy ra là giá bất động sản tăng vượt quá thu nhập của dân chúng, thậm chí vượt quá sự chịu đựng về chi phí của các nhà đầu tư sản xuất thực thì có khả năng thị trường sẽ bị đóng băng và chỉ có các nhà đầu cơ mua bán với nhau cho đến lúc họ không còn kỳ vọng mạnh mẽ như trước nữa thì có khả năng thị trường bất động sản chỉ còn người bán chứ ít người mua và giá

bất động sản sẽ có khả năng đổi chiều theo xu hướng giảm.

- Giá bất động sản giảm sẽ kéo theo giá chứng khoán của các công ty bất động sản giảm theo và phá vỡ kỳ vọng của các nhà đầu tư và họ cũng bắt đầu phải cắt lỗ bằng cách bán cổ phiếu lại càng góp phần cho giá cổ phiếu giảm nhanh trên thị trường, lúc này VNIndex sẽ đảo chiều sâu và các thị trường liên quan thực sự có vấn đề, đặc biệt là thị trường tiền tệ, hay nói khác đi đó là khu vực NHTM.

- Giá bất động sản và giá chứng khoán đảo chiều bất lợi sẽ tạo hệ lụy cho khu vực hệ thống ngân hàng nơi đang giữ nhiều thế chấp bất động sản và chứng khoán khi cho vay, tài sản của ngân hàng bị bốc hơi và họ sẽ phải ép các nhà đầu tư trả nợ khi đến hạn, càng ép trả nợ đảo hạn thì giá chứng khoán và giá bất động sản càng xuống và tính thanh khoản (liquidity) của hệ thống ngân hàng lúc này bắt đầu trực trực.

- Các thông tin về thị trường đảo chiều có khả năng tạo ra một hành vi mang tính bầy đàn của những nhà đầu tư nước ngoài, các người gửi tiền tiết kiệm cùng đến ngân hàng rút tiền gửi và lúc

này hệ thống ngân hàng có khả năng mất khả năng thanh toán diện rộng.

- Dòng vốn FII lúc này cũng có thể bị đảo chiều bất lợi, thay vì lúc đầu vô ào ạt thì bây giờ ngược lại sẽ ra ào ạt theo kiểu “bay vốn” (capital flight), dự trữ quốc gia có khả năng bị sút giảm nhanh chóng và bài toán lúc này là tính ổn định vĩ mô của nền kinh tế •

**Tài liệu tham khảo**

Hyun, C.C và Kim, Dong Hoe (2007): Test on Asian Stock Market Linkages Based on the Time-Varying Parameters Regression, hội thảo quốc tế 21/12/2007 về Hợp tác Kinh tế giữa Việt Nam và Hàn Quốc tại Đại học Kinh tế TP.HCM.

<http://afp.google.com/article/ALeqM5j6C86K2FXVHtbduiC90-1jXjYR2w>: AFP, “Vietnam economy grows at 8.4 percent, inflation at 12.6 percent”. 25/12/2006

<http://www.thanhniennews.com/business/?catid=2&newsid=34456>: Thanh Nien Daily, “FDI tops \$20 billion”, 25/12/2007.

IMF, PIN No. 07/136.

Tổng cục Thống kê Việt Nam (2007): báo cáo sơ kết tháng 11/2007.

World Bank, East Asia Update, Nov 2007.

**Nạp àn ô chữ Xuân:**

Từ khóa: AN KHANG THINH VUONG

C	Ô	T		U	D	G	N	Y	H	L	
U							E				
T					F		I				
N	V	O	H	K	I	V	L		K	C	T
V					C		G		N		T
H		O	P	I			N		V	I	V
N	V			Q			U		B		W
U		N	V	H	N	V	C		U		
E		N		U				V	B	N	V
I	P	C		E		B	W		V		
H				I		D			H		
L	R	U	F	K	N	V	R	F		Q	T