

Thách thức nào cho thị trường đang tăng trưởng trở lại?

- *Thị trường đã 2 lần chạm đáy và các hi vọng đầy cảm tính đang tăng lên cho rằng sự phục hồi hiện nay sẽ tiếp tục kéo dài trong một thời gian nữa.*
- *Sự kết hợp của các yếu tố ngắn hạn và dài hạn đã nhen nhóm lại mối quan tâm của các nhà đầu tư; đó là sự ổn định của tỷ giá USD/VNĐ không chính thức, sự cải thiện về thâm hụt thương mại và các xu hướng chỉ số giá tiêu dùng gần đây.*
- *Thị trường mất 60% giá trị so với lúc cao nhất và một vài cổ phiếu chính mất 85% giá trị. Từ góc nhìn mua bán thì thị trường đã bán ra quá nhiều và sẽ quay đầu.*
- *Tuy nhiên chúng ta vẫn thấy một vài rủi ro trong tương lai, tăng trưởng vĩ mô sẽ chậm lại một chút trong nửa cuối năm và lợi nhuận doanh nghiệp năm 2008 có vẻ sẽ khó đạt được.*
- *Giá cả đang ở mức hợp lý nhưng hoàn toàn không phải là rẻ. Thị trường đang giao dịch ở mức P/E tương lai đã điều chỉnh (của 25 cổ phiếu cao nhất) là 16,5x dựa trên ước tính của chúng tôi về mức giảm 28% lợi nhuận trên cổ phiếu (EPS) năm nay. Chúng tôi loại trừ VIC khỏi danh sách này.*
- *Chúng ta có thể đang ở đáy, nhưng trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, khả năng rủi ro giảm giá trong nửa cuối năm có thể tới 25% so với hiện tại. Chúng tôi cũng thấy xu hướng tăng giá khoảng 15%.*
- *Do đó chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên mua một cách chọn lọc trong vòng vài tháng tới, đặc biệt là nếu thị trường có dấu hiệu đi xuống.*
- *Chúng tôi thấy sự phục hồi trong lợi nhuận doanh nghiệp và sự hồi phục của đường tăng trưởng kinh tế trong năm 2009. Triển vọng trung hạn của chúng ta là tăng giá.*

Fiachra Aodh MacCana
Giám đốc điều hành -
Giám đốc nghiên cứu
fiachra.maccana@hsc.com.vn
Công ty chứng khoán Hồ Chí Minh
Tầng 1, 2 & 3 tòa nhà Capital Place,
số 6 Thái Văn Lung, Quận 1, HCMC
T: (+84 8) 823 3299
F: (+84 8) 823 3301

Văn phòng Hà nội
Số 6 Lê Thánh Tông
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
T: (+84 4) 933 4693
F: (+84 4) 933 4822
E: info@hsc.com.vn

www.hsc.com.vn

Mục lục

Mục	Trang
Thị trường đổi chiều - nhưng trong bao lâu?	4
Tổng quan về kinh tế vĩ mô - các cơ hội đan xen trong nửa đầu năm	7
Tại sao sự khủng hoảng cán cân thanh toán luôn ít có khả năng xảy ra	9
Sự song hành tồi tệ - Khủng hoảng vĩ mô đã qua nhưng kết quả kinh tế vĩ mô còn chưa bị tác động	11
Các lý do để lạc quan - Điều gì đang dẫn dắt sự thay đổi cảm tính <ul style="list-style-type: none"> (1) Sự ổn định tiền tệ (2) Thị trường vàng nội địa bớt lồi cuốn (3) Thâm hụt thương mại đã qua đỉnh điểm (4) CPI giảm tốc (5) Hội thảo quốc tế làm dịu đi các lo lắng 	12
Phản ứng kinh tế vĩ mô - Chống lạm phát mà không làm ảnh hưởng đến nền kinh tế <ul style="list-style-type: none"> (1) Khóa nguồn tín dụng (2) Chặt vây cánh của các doanh nghiệp nhà nước (3) Cắt giảm chi tiêu chính phủ 	24
Cơn lũ đang rút - Cái nhìn về thị trường tiền tệ và tài sản tương lai. <ul style="list-style-type: none"> Tổng quan Thị trường tiền tệ và mức lãi suất Thị trường ngoại hối Thị trường trái phiếu 	30
Quang cảnh thị trường chứng khoán - Hai điểm làm các nhà đầu tư lo lắng <ul style="list-style-type: none"> (A) Lợi nhuận doanh nghiệp năm 2008 vẫn là một mối lo (B) Khu vực ngân hàng- mất xích yếu 	35
Và hai điểm an ủi các nhà đầu tư	45
Viễn cảnh thị trường nửa cuối năm	48

Tóm tắt tình hình hoạt động

Thị trường đã ở đáy chưa? Đã rồi, chúng tôi tin như thế trong thời điểm hiện nay. Nhưng không có nghĩa là chúng tôi đã nhìn thấy đáy trong dài hạn của thị trường đang giảm giá này. Thị trường chứng khoán đã bật khỏi mốc 370 điểm hai lần kể từ giữa tháng 6 và hồi phục trên 30% kể từ đó. Các nhà đầu tư trong nước đã trở lại thị trường và doanh thu của thị trường đã được cải thiện đáng kể trong 6 tuần qua. Giao dịch bán về mặt kỹ thuật đối với các cổ phiếu sáng giá chính đã dừng lại và các nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường đã trở nên tích cực hơn.

Chúng tôi cũng cho rằng một lượng tiền đã chuyển khỏi vàng và trở lại thị trường chứng khoán. Những dòng chảy này còn nhỏ và dễ dàng bị đảo ngược.

Chìa khóa của sự quay đầu của thị trường là sự ổn định trở lại của tiền tệ và thị trường tiền tệ. Tháng 5, tháng 6 là giai đoạn không ổn định và khoảng cách tỷ giá VNĐ/USD giữa thị trường chính thức và không chính thức mở rộng tới 18% trong tháng 6. Khoảng cách này đã được thu hẹp lại.

Tâm trạng tương đối lạc quan mới xuất hiện này được tiếp thêm bởi sự sụt giảm đáng kể trong cán cân thương mại và chỉ số tiêu dùng hàng tháng đã qua mức đỉnh cao. Tình trạng thắt chặt tín dụng đã cản sức tăng trưởng của nền kinh tế và trong 6 tháng cuối năm sẽ có thêm nhiều bằng chứng cho thấy tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế chậm lại. Thậm chí mức tăng giá nhiên liệu 31% gần đây không ngăn cản xu hướng này trong thời gian dài.

Các vấn đề vĩ mô gây lo lắng trong nửa đầu năm đã bắt đầu giảm bớt và bây giờ mọi chú ý tập trung vào mức độ khó khăn của việc hạ cánh sẽ thế nào. Theo kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo một cuộc hạ cánh khá nhẹ nhàng với mức tăng trưởng GDP năm nay là 6%. Nhập khẩu đã giảm đột ngột và tín dụng thắt chặt. Các chỉ số khác như sản xuất công nghiệp và bán lẻ có khả năng sụt giảm khi các hiệu ứng trên lan tỏa.

Hiện nay bong bóng thị trường bất động sản đã vỡ, hậu quả kinh tế vĩ mô được trông đợi là giá cả bất động sản và chứng khoán giảm mạnh. Với lượng lớn tín dụng của nền kinh tế đang dựa trên việc ký quỹ như tài sản hoặc cổ phiếu trong 1 vài trường hợp, chúng tôi dự đoán nợ xấu sẽ tăng lên.

Ngoài ra, tình trạng kinh tế đi xuống còn kéo theo sự suy giảm sức cầu và tạo sức ép lên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính. Lợi nhuận giảm sút do chi phí đầu vào tăng lên cao hơn mức tăng giá sản phẩm. Doanh thu 6 tháng đầu năm chưa bị tác động nhưng trong

6 tháng cuối năm lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính có vẻ sẽ giảm sút đáng kể.

Hầu hết các ngành bị ảnh hưởng, bao gồm ngân hàng, các công ty bất động sản và xây dựng. Tuy nhiên các công ty liên quan đến dầu khí, dược phẩm, và hàng tiêu dùng sẽ tương đối khả quan hơn do chúng đã thoát khỏi giai đoạn tồi tệ nhất.

Thêm vào đó việc dự phòng giảm giá tài sản sẽ đặt thêm một gánh nặng lên doanh thu cuối năm. Nếu mặt bằng giá hiện nay được duy trì, mức giảm 30% giá trị của một danh mục tài sản điển hình là tình trạng phổ biến. Hầu hết các công ty đã chọn cách hoãn lại việc làm này cho đến khi kết quả kiểm toán được đưa ra vào cuối năm.

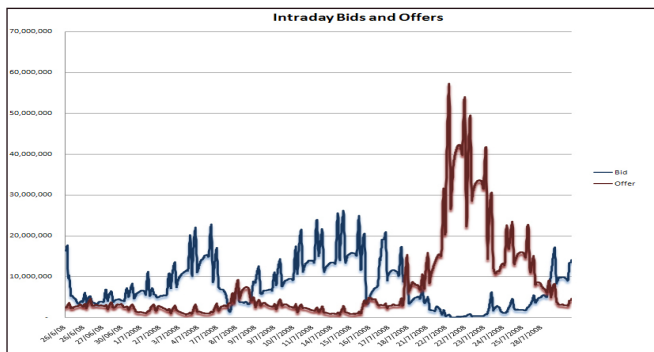
Chúng tôi dự báo lợi nhuận doanh nghiệp năm 2008 sẽ giảm khoảng 2%, kéo theo mức giảm sút 28% lợi nhuận trên cổ phiếu (EPS). Điều này là do sự pha loãng lượng lớn cổ phiếu phát hành từ năm ngoái (sử dụng phương pháp tính toán theo tiêu chuẩn IAS cho cổ phiếu đang lưu hành).

Trong khi thị trường đang có dấu hiệu phục hồi tốt từ tình trạng dư bán, chúng tôi tin rằng trong quý 4 thị trường sẽ dò đáy một lần nữa do các nhà đầu tư định giá trong tình trạng doanh thu suy giảm. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là lần giảm giá cuối cùng của thị trường giá xuống hiện tại và đây sẽ là cơ hội cuối cùng cho các nhà đầu tư trung hạn và dài hạn mua vào ở mức sát đáy. Do vậy chúng tôi sẽ là người mua ngay khi thị trường có dấu hiệu đi xuống.

Do Việt Nam là thị trường tương đối mới, các cổ phiếu chọn lọc để lên sàn chủ yếu là những loại có chiến lược phát triển tốt nhất. Có rất nhiều cổ phiếu có tiềm năng đang bị hãm lại ở hầu hết các ngành và sẽ được giải phóng ngay khi nền kinh tế hồi phục vào năm tới. Các công ty có cơ chế quản lý tốt và bản cân đối vững chắc sẽ là những nơi có lợi nhuận tốt nhất bất kể ngành kinh doanh.

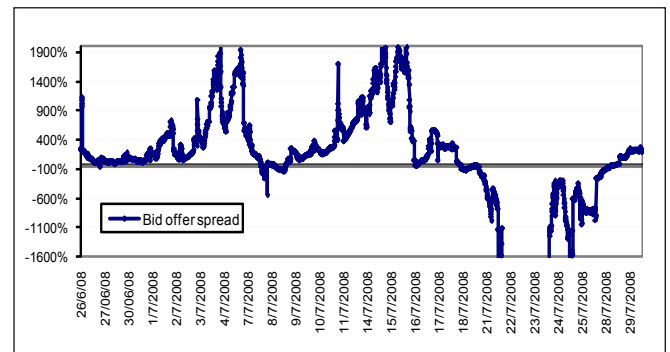
Câu chuyện dài hạn không bị ảnh hưởng và rõ ràng là sự suy yếu hiện tại mang lại cơ hội mua vào với mức giá hết sức hợp lý trong một vài tháng tới. Do đó mặc dù bầu trời trong ngắn hạn có vẻ nhiều mây, thì phía sau những đám mây là mặt trời đang chiếu sáng.

Biểu 1: Mua/Bán



Nguồn - HSC

Biểu 2: Chênh lệch mua/bán



Nguồn - HSC

Thị trường đổi chiều - trong bao lâu?

Rõ ràng là thị trường Việt Nam đã đổi chiều, ít nhất là trong giai đoạn hiện nay. Sự phục hồi bắt đầu từ các cổ phiếu nhỏ và các cổ phiếu ngân hàng trên thị trường OTC vào giữa tháng 6 đã lan tới các mã cổ phiếu lớn cho tới khi VN Index đạt 489 điểm vào ngày 17/7. Sau đó thì các chỉ số đã điều chỉnh một chút và hiện nay ở mức xung quanh 450 điểm.

Các cổ phiếu sáng giá, bao gồm DPM, SSI và STB gánh vác nhiệm vụ này. Toàn bộ dung lượng thị trường và khối lượng giao dịch đã được cải thiện đáng kể từ tháng 4, tháng 5 khi hầu hết khối lượng giao dịch được thực hiện theo phương thức thỏa thuận.

Nhìn nhận lại chúng ta thấy một lý do của sự đảo chiều đột ngột này là do thị trường đã rơi xuống quá sâu. Chỉ số VN index cho đến nay đã mất 50% giá trị trong năm nay và mất 60% điểm so với đỉnh cao vào tháng 3 năm 2007.

Nói một cách đơn giản, thị trường đổi chiều là do các nhà đầu tư nội địa đã trở lại. Chúng ta có thể thấy điều này từ mức doanh thu tăng hàng ngày trong tháng 6. Các lý do khác sẽ được thảo luận trong các mục sau. Tuy nhiên, trong kịch bản cơ sở của chúng ta, thị trường có thể dò đáy một lần nữa cho chắc chắn trước khi chúng ta rời bỏ thị trường giá xuống. Việc dò đáy này có thể diễn ra vào cuối quý 3 hoặc quý 4 khi chúng ta tiếp cận được với kết quả kinh doanh cuối năm.

Thị trường đang phục hồi hiện nay có một số đặc điểm đáng chú ý:

- (1) **Các cổ phiếu ngân hàng trên thị trường OTC đang dẫn dắt VN index** – Một vài cổ phiếu ngân hàng trên thị trường OTC có tính thanh khoản cao và được giao dịch không bị giới hạn bởi các qui tắc giao dịch hàng ngày. Do doanh thu nhạy cảm với cả thị trường tiền tệ và lãi suất cho vay

qua đêm, giá các cổ phiếu này biến động rất gần với 2 yếu tố trên. Nói một cách tổng quát, khi khoảng cách giữa lãi suất chính thức và phi chính thức của VNĐ được thu hẹp và lãi suất cho vay qua đêm giảm xuống thì đó là dấu hiệu tích cực đối với cổ phiếu ngân hàng trên thị trường OTC và toàn thị trường nói chung.

- (2) **Cổ phiếu nhỏ và dung lượng thị trường đang được mở rộng là các yếu tố dẫn dắt quan trọng khác** – Thông thường thì thị trường chạm đáy hay là đạt đỉnh sẽ có dấu hiệu trước vài ngày qua sự thay đổi trong dung lượng thị trường. Do đó cần chú ý sát sao tới số lượng cổ phiếu đang giảm hoặc tăng hàng ngày. Các cổ phiếu nhỏ thường chạm đáy trước toàn bộ thị trường khoảng 2 đến 3 ngày. Và xu hướng tương tự cũng xảy ra khi thị trường đạt đỉnh.
- (3) **Giá trị giao dịch vàng và cổ phiếu có mối quan hệ ngược chiều** – Khi giá trị giao dịch trên thị trường vàng bùng nổ vào đầu năm thì doanh thu trên thị trường cổ phiếu bị hi sinh. Hiện nay khi lợi nhuận giao dịch cổ phiếu gần như không có, lợi nhuận dễ dàng từ giao dịch vàng đối với người buôn bán vàng có vẻ rất quyến rũ. Kết quả là một vài nhà đầu tư nhỏ lẻ giàu có đã chuyển đi chuyển lại giữa vàng và cổ phiếu phụ thuộc vào việc tài sản nào có vẻ mang lại nhiều tiền hơn.
- (4) **Động thái trên thị trường tiền tệ là then chốt đối với hoạt động của cả thị trường vàng và thị trường cổ phiếu** – Khi sự chênh lệch giữa tỉ giá USD/VNĐ chính thức và phi chính thức có khoảng cách khá xa vào tháng 5 thì thị trường chứng khoán phản ứng rất tồi tệ. Sau cuộc hội thảo quốc tế nổi tiếng vào tháng 6 có tác dụng làm dịu đi các lo lắng, khoảng cách này bắt đầu được thu hẹp lại và thị trường chứng khoán quay đầu.

Biểu 3: VN-Index



Nguồn - HSC

(5) **Các nhà đầu tư nước ngoài là chỉ thị ngược, thường mua vào trong những ngày giảm giá** – Trong những ngày này khi nhà đầu tư nước ngoài là người mua chủ yếu, thị trường thường xuống giá và khi họ bán ra, thị trường đi lên. Các nhà đầu tư nước ngoài đã học được rằng trong một thị trường dễ bị dẫn dắt và tương đối kém thanh khoản thì dễ mua vào khi có nhiều lời chào bán hơn là chờ đợi đến khi có mức giá tốt hơn.

(6) **Thị trường đạt đỉnh thường là những ngày có khối lượng giao dịch lớn** – Do bản chất của các động lực dẫn dắt thị trường, những ngày có khối lượng giao dịch lớn với khối lượng lệnh bán và lệnh mua gần như khớp nhau thường là dấu hiệu của thị trường đang ở đỉnh hay ở đáy. Nhìn cận cảnh sự chênh lệch giữa lệnh bán và lệnh mua hàng ngày sẽ có thể thấy được được sự thay đổi quan điểm của nhà đầu tư dựa trên mối quan hệ giữa chúng. Sự tăng lên mạnh mẽ của lệnh bán hay lệnh mua ngược với xu hướng của thị trường thường là dấu hiệu của giao dịch đang ở đỉnh hay ở đáy của thị trường.

Giá cả hợp lý nhưng không rẻ

Nhóm chuyên gia của chúng tôi đã tính toán sơ lược về lợi nhuận dự tính của 20-25 cổ phiếu tốt nhất trên thị trường HCM và cả Hà Nội. Lợi nhuận ròng trong năm 2008 giảm 2% và lợi tức cổ phần (EPS) giảm đến 28%. Mức xuống giá này nhiều hơn so với dự đoán của các công ty là lợi nhuận ròng tăng 27% và lợi tức cổ phần giảm 12%.

Các nhà đầu tư có thể bị bất ngờ bởi hiệu ứng pha loãng cổ phiếu. Chúng tôi sử dụng tiêu chuẩn IAS để tính toán trọng số cổ phiếu lưu hành trung bình nhằm tính toán chỉ số EPS. Do đó toàn bộ ảnh hưởng của

Biểu 4: HASTC-Index



Nguồn - HSC

việc tăng vốn ở năm ngoái sẽ chuyển một phần vào EPS của năm nay. Chúng tôi có số liệu tăng vốn của 50 cổ phiếu hàng đầu và sẽ cung cấp theo yêu cầu.

Trên cơ sở này, thậm chí một sự suy giảm nhỏ nhất trong doanh thu sẽ dẫn đến một mức giảm sút lớn về EPS. Vấn đề thứ 2 là lịch chuẩn. VIC có chỉ số giá trên lợi nhuận 1 cổ phiếu (P/E) lớn và sẽ làm lệch hoàn toàn các tính toán. Nếu bao gồm cả VIC thì chỉ số P/E dự tính của 25 cổ phiếu hàng đầu (theo tính toán của HSC) sẽ có kết quả là 20,5 lần, hoàn toàn không rẻ so với bất cứ một tiêu chuẩn nào.

Tuy nhiên nếu chúng ta loại bỏ VIC thì P/E dự tính điều chỉnh chỉ còn 16,5 lần là mức hợp lý hơn rất nhiều. Thông thường chúng ta sử dụng P/E gộp có sẵn nhưng do sự sai lệch lớn này nên cần phải phân biệt rõ ràng. Do đó chúng tôi sẽ sử dụng số liệu đã điều chỉnh.

Trong tính toán, chúng tôi giả định rằng có sự giảm sút trong doanh thu do cầu giảm và chi phí sản xuất tăng cao ở tất cả các công ty (ngoại trừ nhóm dầu khí PV do nó hoạt động trong một môi trường riêng). Chúng tôi cũng giả định một khoản dự phòng thua lỗ về tài chính mặc dù chúng tôi khá lạc quan với các công ty trên thị trường OTC vì các công ty có thể sẽ đưa khoản này vào mục chi phí ở bản cân đối tài chính. Và chúng tôi cũng giả định rằng ngân hàng sẽ phải tăng thêm khoản dự phòng đang ở ở mức thấp do các khoản vay xấu.

Kết quả là lợi nhuận ròng giảm một chút so với mức cân đối. Đây là kịch bản cơ sở của chúng tôi, và chúng tôi cũng xem xét cả những trường hợp tăng giá hoặc xuống giá. Trường hợp tăng giá giả định rằng các công ty sẽ đạt được mục tiêu kì vọng trong khi trường hợp xuống giá có quan điểm rất khắc nghiệt về khoản trích lập dự phòng và giả định rằng nền kinh tế sẽ hạ cánh rất khó khăn.

Về mặt xác suất, chúng tôi đánh giá kịch bản cơ sở sẽ có 50% khả năng xảy ra, trường hợp tăng giá là 30% và trường hợp xuống giá là 20%. Một cách tổng quát, chúng tôi cho rằng mặc dù thị trường có vẻ sẽ dò lại đáy của tháng 6 một lần nữa và có thể sẽ xuống thấp hơn mức đó nhưng thời điểm tồi tệ nhất của thị trường xuống giá đã qua.

Tuy nhiên suy thoái kinh tế vi mô từ việc thắt chặt tín dụng sẽ được bộc lộ trong doanh thu cuối năm và vấn đề đang gây tranh cãi là liệu nó đã phản ánh vào giá hay chưa. Quy tắc của chúng tôi như sau: nếu suy thoái có khả năng xảy ra là định lượng được và được nhận biết tốt thì sẽ dễ dàng định giá được.

Thật ra mức độ của hậu quả này mới chỉ được biết 1 phần, chúng ta đang mò mẫm xem xét những vấn đề quan trọng như là khoản trích lập dự phòng. Và một quy luật là thị trường không thể đánh giá cái mà nó không biết. Do đó chúng ta có thể sẽ phải dò đáy một lần nữa nhằm đảm bảo nền tảng cho lần phục hồi tiếp theo.

Trong trung hạn, lợi nhuận doanh nghiệp sẽ không bị chạm tới và chúng ta chứng kiến sự phục hồi mạnh mẽ 2 con số trong năm 2009. Và do sự pha loãng cổ phiếu thấp không đáng phải lo lắng trong hầu hết các ngành, phần lớn số này sẽ đi thẳng vào lợi nhuận. Trên tất cả, mức P/E điều chỉnh khoảng 16,5x (không bao gồm VIC), và tăng trưởng lợi nhuận năm 2009 tốt sẽ tạo ra một bước đệm tốt cho sự hồi phục của thị trường trong năm tới.

Biểu 5: Tổng quan về kinh tế và quan điểm của HSC: Dự đoán 6 tháng đầu năm và cả năm 2008 của HSC

	2007	Ước tính năm 2008	Nửa đầu năm 2008	Ước tính nửa cuối năm 2008	Nhận định
GDP	200700.0%	200800.0%	200800.0%	200800.0%	Giảm nhẹ nhưng có thể sẽ tiếp tục giảm xuống 5,5% trong nửa cuối năm
Sản xuất công nghiệp	17%	16.3%	16.5%	16.0%	Chưa có dấu hiệu suy giảm nhưng chúng tôi chờ đợi sự yếu đi vào nửa cuối năm
Bán lẻ	0.22	0.275	30.0%	25.0%	Tăng trưởng khá mạnh, một phần là nhờ lạm phát nhưng tương tự như vậy, chúng tôi chờ đợi sự suy giảm
Nhập khẩu	68,8 tỷ USD	79,7 tỷ USD	44,4 tỷ USD	35,2 tỷ USD	Nhập khẩu đang giảm mạnh mẽ do khó giành được thư tín dụng
Xuất khẩu	48,4 tỷ USD	58,7 tỷ USD	29,7 tỷ USD	29 tỷ USD	Do kinh tế thế giới suy thoái, cầu xuất khẩu có thể sẽ giảm phần nào trong nửa cuối năm
Thâm hụt thương mại	12,4 tỷ USD	21 tỷ USD	14,8 tỷ USD	6,2 tỷ USD	Thâm hụt thương mại nửa cuối năm sẽ giảm mạnh. Tuy nhiên mục tiêu này là quá nóng
Vốn FDI đăng ký	21,3 tỷ USD	50 tỷ USD	31,6 tỷ USD	19,4 tỷ USD	Vốn đăng ký ở mức cao kỷ lục nhưng các dự án bất động sản lớn có thể không được thực hiện
Vốn FDI giải ngân	5 tỷ USD	8 tỷ USD	5 tỷ USD	3 tỷ USD	Giải ngân cũng ở mức cao kỷ lục và sẽ tiếp tục trong nửa cuối năm
CPI	0.083	0.28	18.4%	0.096	Xu hướng CPI trở nên dịu đi do giá thực phẩm giảm và hiệu ứng lã so với cùng kỳ năm trước được khởi động từ tháng 10.

Nguồn - GSO, dự tính của HSC

Dự tính dựa trên kịch bản tiềm năng nhất của chúng tôi.

Tổng quan về kinh tế vĩ mô - Cơ hội đan xen trong 6 tháng đầu năm

GDP trong nửa đầu năm giảm nhẹ do trong thâm hụt thương mại giảm tốc và ngành xây dựng chậm lại. Tuy nhiên hầu hết các chỉ số như CPI, chỉ số bán lẻ, chỉ số sản xuất công nghiệp vẫn cho thấy các dấu hiệu tăng trưởng mạnh. Chỉ số lạm phát nửa đầu năm lên đến 18,44% so với cùng kỳ năm ngoái.

Các cơ quan có thẩm quyền đã nhận ra điều này. Và các biện pháp về tiền tệ và tài chính được thi hành cho đến nay đã bắt đầu phát huy tác dụng và chúng tôi chờ đợi thêm các bằng chứng về suy giảm kinh tế trong quý 3. Chúng tôi đặc biệt chú ý đến các dấu hiệu giảm tốc của CPI, chỉ số bán lẻ và chỉ số sản xuất công nghiệp cho thấy các chính sách của chính phủ là có tác dụng.

Nền kinh tế Việt Nam tăng 6,5%, đạt 625,738 nghìn tỷ đồng (39 tỷ USD) trong sáu tháng đầu năm, so với mức tăng trưởng 7,91% trong nửa đầu năm 2007. Sự suy giảm có thể thấy rõ nhất trong ngành công nghiệp và xây dựng do tín dụng bị thiếu hụt trầm trọng.

Trong nửa đầu năm 2008, ngành công nghiệp và xây dựng vẫn là động lực chính của nền kinh tế, tăng 7% nhưng mức tăng này vẫn thấp hơn nhiều so với tỷ lệ 9,88% cùng kỳ năm ngoái. Ngành dịch vụ đầu năm nay tăng trưởng 7,6%, có mức tăng nhanh nhất trong tất cả các ngành. Ngành nông nghiệp, lâm nghiệp và ngư nghiệp tăng trưởng khiêm tốn nhất ở mức 3,04%.

Tuy nhiên đầu tư thì không hề chậm lại. Việt Nam đã đầu tư tổng cộng khoảng 265,4 nghìn tỷ đồng (16,58 tỷ USD) trong 6 tháng đầu năm 2008, tăng 21,1%. Khu vực nhà nước đầu tư khoảng 106,1 nghìn tỷ, tăng 15,2% khu vực tư nhân đầu tư 80 nghìn tỷ, tăng 15,1%. Đầu tư trực tiếp nước ngoài vào Việt Nam cũng tăng mạnh, đạt 79,3 nghìn tỷ đồng.

6 tháng đầu năm, xuất khẩu đạt 30,63 tỷ đồng, tăng

35,87% so với năm ngoái, trong khi đó nhập khẩu đạt 44,84% tăng 64,9%. Nông sản, lâm nghiệp và thủy sản xuất khẩu đạt doanh thu cao nhất từ trước là 7,6 tỷ USD trong 6 tháng đầu năm, tăng 24,8% so với năm ngoái do tăng giá bán. Trong khi đó dệt may xuất khẩu trị giá 4,08 tỷ đồng, tăng 17,7%.

Tăng trưởng nhập khẩu thậm chí còn cao hơn, do nhu cầu về máy móc, thép, ô tô và các sản phẩm xăng dầu tăng cao. Nhập khẩu máy móc trong 6 tháng đầu năm tăng 56% so với cùng kỳ năm ngoái, xăng dầu tăng 72%, và thép nhập khẩu tăng 121% so với cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên nhập khẩu bắt đầu giảm mạnh từ tháng 5, dẫn đầu là sụt giảm nhập khẩu thép và ô tô.

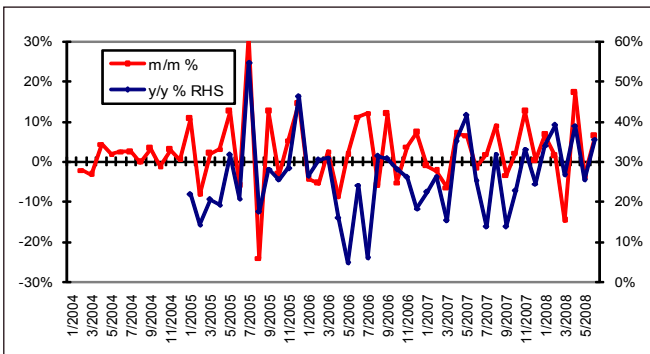
Vẫn trong 6 tháng đầu năm, chúng ta có mức thâm hụt thương mại rất lớn. Thâm hụt thương mại của Việt Nam gần như tăng gấp 3 lần, lên đến 14,8 tỷ USD. Trong khi đó, nửa đầu năm 2007 thâm hụt thương mại chỉ có 4,6 USD, và cả năm 2007 là 12,4 tỷ USD.

Một vài mảng khác của nền kinh tế như ngành bán lẻ và sản xuất công nghiệp cũng phát triển rất nhanh. Thực tế là quá nhanh. Tổng doanh thu bán lẻ đạt 447,3 nghìn tỷ đồng, tăng 30%. Tốc độ tăng ngày càng lớn do giá cả tăng cao. Trong lúc chúng ta đang chờ đợi sự chuyển đổi hệ thống bán lẻ cá nhân thành các cửa hàng phân phối tư nhân lớn và cạnh tranh về giá lành mạnh hơn, ngành này vẫn rất kém hiệu quả.

Sản xuất công nghiệp trong 6 tháng đầu năm là 326,6 nghìn tỷ đồng (19,8 tỷ USD), tăng 16,5%. Tính đến tháng 6 là 56,77 nghìn tỷ đồng, tăng 17,1% so với cùng kỳ năm ngoái, không có sự suy giảm nào kể từ đầu năm

Về sự hiệu quả, khu vực tư nhân vẫn dẫn đầu, có mức tăng 22,3%, khu vực đầu tư nước ngoài tăng trưởng đầu ra khoảng 17,4% và khu vực nhà nước tăng 6,9%.

Biểu 6: Vẫn bùng nổBán lẻ theo năm và tháng



Nguồn - GSO

FDI trong 6 tháng đầu năm đạt kỷ lục cả về vốn đăng ký và số vốn giải ngân so với cả năm ngoái. Các dự án hiện nay có quy mô lớn hơn và được xét duyệt nhanh hơn. Chúng ta cũng thấy ngày càng nhiều các dự án liên quan đến bất động sản. Hàn Quốc là nhà đầu tư lớn nhất và 2/3 lượng vốn chảy vào các dự án bất động sản, trị giá hiện nay là 14,5 tỷ USD.

Dự án lớn nhất được thông qua gần đây là dự án khu liên hợp nghỉ dưỡng ở Bà Rịa-Vũng Tàu với số vốn đầu tư 4,2 tỷ USD của công ty Phát triển bờ biển Canada Châu Á. Có thể thấy rằng chất lượng và khả năng thực hiện các dự án bất động sản lớn này thấp hơn so với nhà máy sản xuất thép hay một công ty sản xuất máy tính xách tay, do chúng bị dẫn dắt bởi các dự tính chủ quan.

Như vậy chúng ta đang ở bước ngoặt với một vài chỉ số có vẻ yếu và các chỉ số khác vẫn còn rất tốt. Nửa cuối năm sẽ có những gì?

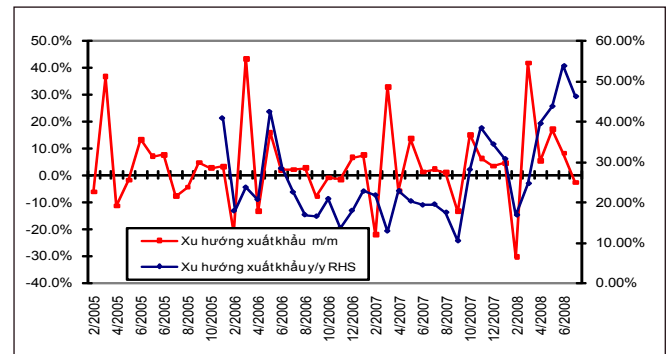
Dự báo nửa cuối năm và các giả định

Biểu ở trang 5 cho chúng ta thấy các giả định cho kịch bản cơ sở của nửa cuối năm và toàn bộ năm 2008. Chúng ta thấy tăng trưởng GDP cả năm là 6% do 6 tháng cuối năm có tốc độ tăng trưởng chậm hơn là 5,5%. Điều này dựa trên sự giảm sút chung trong cầu và tiêu dùng do chính sách thắt chặt tín dụng có hiệu lực với toàn bộ nền kinh tế. Điều này đã được báo hiệu trước từ cuối quý 1 và các tác động bắt đầu thể hiện ra sau 4 tháng.

Các dấu hiệu giảm tốc bắt đầu được tích lũy từ tháng 6. Thâm hụt thương mại đột ngột giảm xuống do sự sụt giảm nhập khẩu. Sau đó giá thực phẩm cũng giảm xuống nhờ vụ mùa bội thu và giá cả trên thị trường quốc tế đã phần nào giảm, ngược lại với xu hướng 6 tháng đầu năm.

Tăng trưởng CPI trong tháng 7 chỉ có 1,13% so với tháng trước, tháng thấp nhất trong chuỗi tăng bắt đầu từ cuối năm ngoái. Chính phủ cho phép tăng giá xăng 31% vào cuối tháng 7 nhưng họ đã chờ đợi các dấu

Biểu 7: Vẫn tiếp tục tăngXuất khẩu - theo tháng và năm



Nguồn - GSO

hiệu giảm giá trước khi làm điều đó. Mục tiêu CPI của cả năm là 30%, nhưng chúng tôi dự đoán mức tăng trưởng CPI trung bình hàng tháng trong nửa cuối năm là 1,8%, giảm nhiều so với 6 tháng đầu năm.

Bộ Kế hoạch và Đầu tư khá tự tin điều chỉnh mục tiêu nhập khẩu từ 83 tỷ USD xuống còn 80,2 tỷ USD và thâm hụt thương mại dự tính từ 30 tỷ USD còn khoảng 20 tỷ USD. Theo chúng tôi thì đây là mức hơi quá lạc quan.

Thâm hụt trong tháng 6 co lại ở mức thấp nhất trong năm là 736 tỷ USD (con số đã được điều chỉnh), là nhờ vào tính mùa vụ và một vài yếu tố đặc biệt khác có thể sẽ không tiếp diễn. Chúng tôi cho rằng con số thâm hụt của cả năm có vẻ sẽ đạt 24 tỷ USD. Vấn đề này sẽ được thảo luận thêm ở phía dưới.

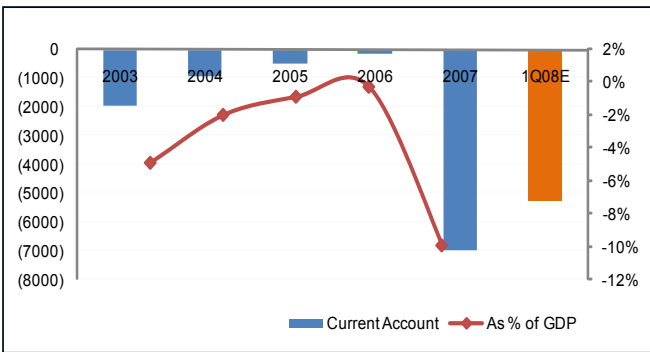
Cả sự tăng trưởng CPI và nhập khẩu sẽ ôn hòa trong 6 tháng cuối năm nhưng nhà đầu tư không nên chờ đợi một sự giảm sút liên tục đều đặn. Chúng ta sẽ có những tháng tốt và những tháng xấu, nhưng xu hướng chung chắc chắn sẽ theo mong muốn của chúng ta.

Chúng tôi hi vọng tăng trưởng bán lẻ sẽ dịu đi hơn do giá cả thực phẩm đang giảm. Tuy nhiên do lượng dân cư đông đúc nên mức giảm sẽ rất ít. Sản xuất công nghiệp cũng sẽ chậm lại phần nào do cả xuất khẩu và cầu nội địa đều yếu đi.

Rõ ràng là bong bóng đã vỡ, và nền kinh tế quá nóng đã nguội đi rất nhanh. Câu hỏi đặt ra là liệu chúng ta sẽ có cuộc hạ cánh nhẹ nhàng hay khó khăn?

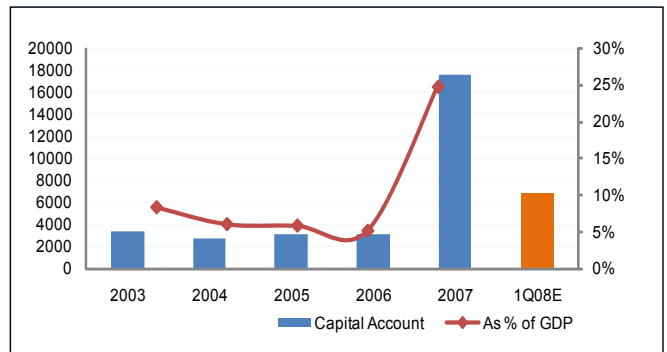
Trường hợp cơ sở của chúng tôi giả định một cuộc hạ cánh nhẹ nhàng cho hầu hết nền kinh tế nhưng sẽ có những nhóm như bất động sản, xây dựng và một vài mảng của hệ thống tài chính sẽ hạ cánh khó khăn hơn một chút. Nhiều công ty đã mở rộng quá mức và một vài ngân hàng cho vay những khoản mà bây giờ phải thảm uốc rằng đã không cho vay.

Biểu 8a: Tài khoản vãng lai (triệu USD)



Nguồn - Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Biểu 8b: Tài khoản vốn (triệu USD)



Nguồn - Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Tại sao khủng hoảng cán cân thanh toán ít có khả năng xảy ra

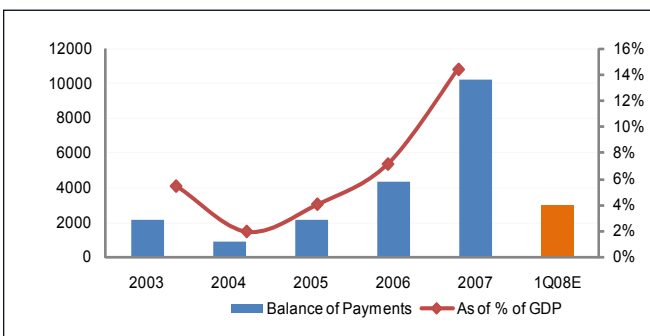
Một vài nhà kinh tế khu vực đã khá lo lắng rằng một cuộc khủng hoảng cán cân thanh toán có thể xảy ra và cần thiết phải phá giá đồng tiền để làm giảm bớt áp lực lên VNĐ. Để hỗ trợ lý thuyết của mình, họ chỉ ra mức tăng trưởng thâm hụt thương mại cao và áp lực lên đồng Việt Nam vào tháng 5/ tháng 6 như là những bằng chứng rõ ràng về một cuộc khủng hoảng sắp đến.

Họ cũng nghi ngờ liệu dự trữ tiền tệ có đủ để đáp ứng tất cả các tình huống xảy ra. Chúng tôi nghĩ rằng mức dự trữ khá đầy đủ và các nhà kinh tế đã nhận định nhầm.

Nền kinh tế Việt Nam đã có những lúc yếu ớt nhưng cán cân thanh toán không phải là vấn đề. Ít nhất không phải lúc này. Thâm hụt thương mại đang chậm lại, Có 2 lý do cho điều này. Một là, nhu cầu từ người sử dụng cuối cùng của nền kinh tế quá nóng đang bắt đầu giảm nhanh. Và do sự thiếu hụt tín dụng, tín dụng thư bảo đảm khó giành được.

Và điều này đã buộc các nhà nhập khẩu cắt bớt khối lượng nhập vào do họ không tìm được ngân hàng đảm bảo thanh toán. Và trong khi tài khoản thâm hụt thương mại bắt đầu trở lại bình thường, tài khoản vốn thặng dư vẫn ở duy trì mức khá lành mạnh.

Biểu 8c: Cán cân thanh toán (triệu USD)



Nguồn - Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Thế còn tài khoản vốn? Trong 6 tháng đầu năm, tổng vốn đầu tư nước ngoài mới đăng ký và bổ sung là 31,6 tỷ USD, so với 21,3 tỷ USD của cả năm 2007. Cùng thời gian, vốn FDI giải ngân trong 6 tháng đầu năm đạt 5 tỷ USD so với 8 tỷ USD năm 2007. Nói cách khác, vốn FDI giải ngân trên thực tế đã được đẩy nhanh và dòng đầu tư FDI được cấp phép hoàn toàn không có dấu hiệu chậm lại.

Chúng tôi có 1 chút lo lắng về chất lượng của vài dự án lớn nhưng thậm chí nếu một nửa trong số đó bị hủy bỏ thì lượng giải ngân thực tế vẫn không bị ảnh hưởng do khoảng cách giữa vốn đăng ký và lượng giải ngân thực tế là rất lớn.

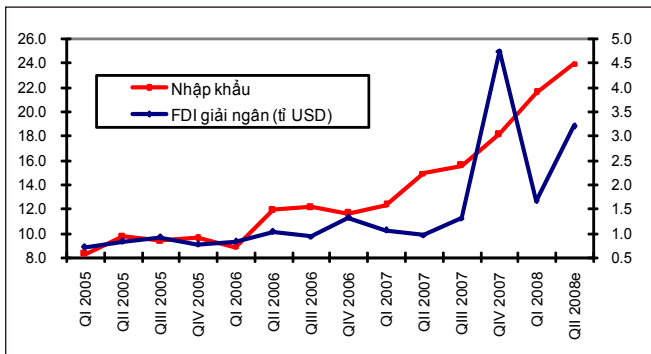
Chúng tôi cho rằng lượng kiều hối trong 6 tháng đầu năm là rất ổn định mặc dù con số cụ thể vẫn chưa được đưa ra. Và giải ngân vốn ODA trong 6 tháng đầu năm 2008 đạt 1,2 tỷ USD, tương đương với 58% mục tiêu của cả năm 2008. Con số này đã bao gồm khoản vay ODA 970 triệu USD và 130 triệu USD viện trợ không hoàn lại.

Như vậy tài khoản vốn có vẻ khá vững chắc. Nhưng hãy xem xét một vài kịch bản dưới đây. Nếu dòng chảy FDI suy giảm một cách đột ngột? Liệu điều này có châm ngòi cho 1 vấn đề? Thực tế chúng tôi không nghĩ thế. Giải ngân vốn FDI gắn chặt với nhập khẩu. Vốn FDI giải ngân chủ yếu được tiêu dùng vào việc nhập khẩu máy móc, xi măng, và thép để xây dựng nhà máy mới. Do đó, nếu FDI giảm thì nhập khẩu cũng sụt giảm nghiêm trọng.

Chuyện gì xảy ra với 3 mục khác của tài khoản vốn: kiều hối, vốn đầu tư gián tiếp và ODA?

Kiều hối là một mục rất nhạy cảm do đây là dòng tiền thuần chảy vào nền kinh tế. Kiều hối có được từ những người Việt Nam sống hoặc làm việc ở nước ngoài đạt được 7 tỷ USD trong năm 2007. Cho đến thời điểm này của năm thì chúng ta nghe được rằng dòng kiều hối còn chảy vào mạnh hơn năm ngoái.

Biểu 9: Cùng tăng vọtNhập khẩu và FDI giải ngân



Nguồn - GSO

Chúng tôi tin rằng rủi ro sụt giảm nguồn kiều hối là khá nhỏ mặc dù suy thoái kinh tế thế giới có thể dẫn tới một sự suy giảm nhỏ. Chúng ta có thể xoay sở được với điều đó. Vốn ODA thường được biết trước từ 6 tháng đến 9 tháng với các thỏa thuận hiện có, chúng ta thấy rằng con số này vẫn rất tốt cho đến cuối năm nay.

Dự trữ đô la Mỹ và các đồng ngoại tệ khác tại Ngân hàng Nhà nước hiện nay được công bố là 20,7 tỷ USD. Khoản này bao gồm lượng dự trữ tại Ngân hàng Nhà nước và có thể chưa bao gồm tổng dự trữ của các cơ quan khác dưới quyền kiểm soát của chính phủ. Và đó là tất cả những gì chúng tôi muốn nói. Con số chính thức này bù đắp được 10 tuần nhập khẩu (tính trung bình lượng nhập khẩu trong 3 tháng qua).

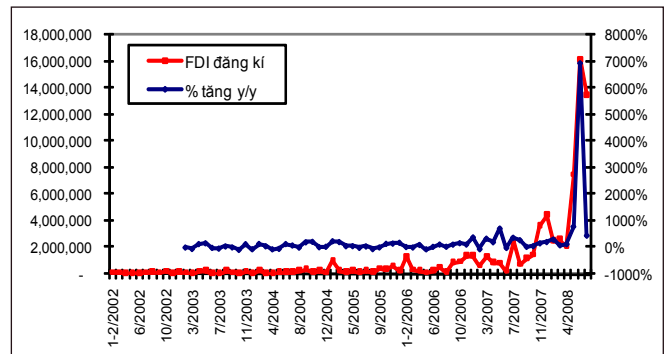
Theo lý thuyết kinh tế cổ điển, dự trữ tiền tệ nên cân bằng với tổng lượng tiền nghĩa vụ hiện có trong nền kinh tế. Có nghĩa là bao gồm các khoản tiền gửi cộng với nợ ngắn hạn. Và con số dự trữ công bố bù đắp được cả hai điều này.

Vậy điều gì sẽ xảy ra với cán cân thanh toán năm 2008?

Chúng tôi đặt kịch bản về cán cân thanh toán năm 2008 ở đầu trang 7. Bắt đầu là cảnh báo về tính lành mạnh. Đảm bảo cân bằng cán cân thanh toán ở 1 nền kinh tế đang phát triển vẫn được biết là cực kỳ khó khăn. Sự rõ ràng từ khu vực chính thức đến khu vực kinh tế không chính thức là rất nhiều và con số có được không chính xác. Do đó chúng tôi xin phép để vấn đề này trong bóng tối.

Chúng tôi thấy rằng một sự thâm hụt thương mại trung bình sẽ làm giảm áp lực lên cán cân thanh toán cùng lúc với vốn FDI được giải ngân, ODA và kiều hối tiếp tục giữ ổn định trong 6 tháng cuối năm. Các thành tố này ổn định hơn là tài khoản thương mại; ODA được xác định trước 1 năm, kiều hối bị dẫn dắt bởi mối quan hệ gia đình hơn là chu kỳ kinh tế (mặc dù không loại trừ chu kỳ kinh tế) trong khi vốn lớn FDI đăng ký sẽ đảm bảo lượng giải ngân nhiều hơn trừ khi cơn lũ hủy bỏ dự án quá lớn. Cho đến nay điều này chưa xảy ra.

Biểu 10: Tăng vọt.....FDI đăng kí % tăng theo năm



Nguồn - GSO

Dòng vốn đầu tư gián tiếp hơi khó dự đoán và chúng ta đã thấy vốn chảy khỏi trái phiếu chính phủ, nhưng cùng lúc đó nhà đầu tư nước ngoài lại vẫn vui vẻ mua cổ phiếu.

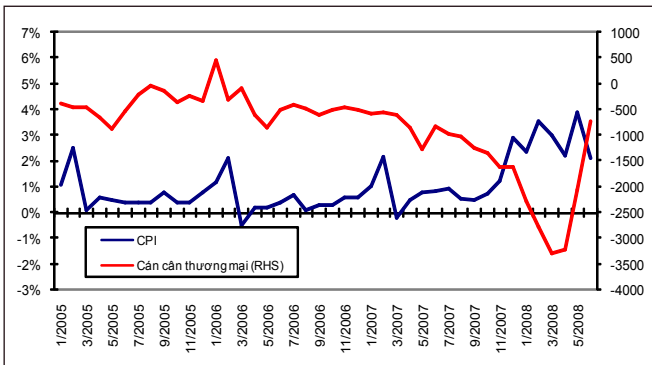
Các thành tố của cuộc khủng hoảng cán cân thanh toán dẫn dắt bởi các yếu tố vĩ mô hiện nay chưa nhìn thấy và điều này đã được phản ánh trong hoạt động của thị trường tiền tệ và thị trường giao dịch tiền tệ không chuyển đổi kém thanh khoản trong khoảng 1 tháng rưỡi trước đây. Xu hướng đang được cải thiện. Do đó, bất kỳ khủng hoảng lòng tin nào trong nền kinh tế sẽ không bị châm ngòi bởi các chỉ số vĩ mô như lạm phát mất kiểm soát, hay là bùng nổ thâm hụt thương mại.

Như chúng tôi đã nói ở trên, Việt Nam có các yếu kém khác như là thị trường xuống giá, mức nợ cao của các doanh nghiệp nhà nước, và sự yếu kém tiềm tàng của hệ thống tài chính đang trải qua cuộc bùng nổ và đổ vỡ thứ 2. Đây là các yếu tố vĩ mô hơn là vĩ mô nhưng hạt giống của bất cứ cuộc khủng hoảng cán cân thanh toán tiềm tàng nào cũng được gieo từ sự sụt giảm lòng tin nói chung bất kể là nguồn gốc từ đâu.

Nhà chức trách đang rất thận trọng với bất cứ sự kiện nào có thể kích thích các nhà đầu tư nội địa chạy khỏi các tài sản VNĐ sang vàng hay tài sản USD. Chúng ta có thể thấy phần nào của vấn đề này trong tháng 5/ tháng 6 và rất rõ ràng trong cơn sốt mua vàng trong 6 tháng đầu năm. Kiểu thảo chạy này có thể làm tiêu tan các bất cứ dòng chảy nào trong tài khoản vốn. Và đó là lý do nhà chức trách phản ứng rất nhanh để hạn chế các giao dịch ngoại hối không chính thức và không cho phép nhập khẩu thêm vàng trong giai đoạn hiện nay.

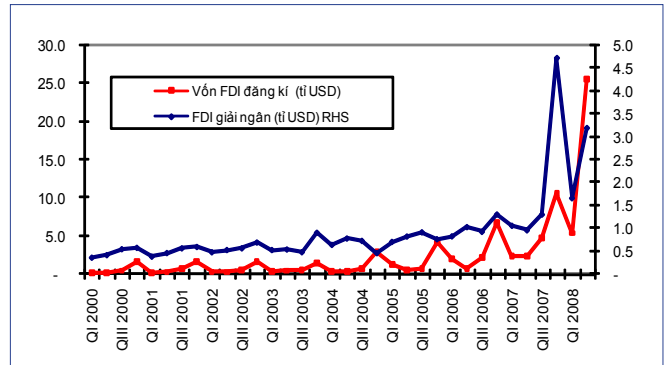
Do vậy phân tích các chi tiết vận vật trên thị trường giao dịch tiền tệ không chuyển đổi, ghi chép tất cả các chuyển tàu thép, các dự án FDI hay các nhà đầu tư nước ngoài bán trái phiếu chính phủ không giúp dự đoán điều gì. Nếu bạn đang tìm kiếm các dấu hiệu sớm của vấn đề, thì kênh không chính thức của dòng chảy vốn nội địa không phải là điều cần phải theo dõi. Các nhà chức trách nhận ra điều này nhanh hơn bất kỳ nhà kinh tế bên ngoài nào, và họ thành công trong việc kìm hãm sự nảy nở của các dấu hiệu này.

Biểu 11: Lành mạnh hơn...Thâm hụt thương mại & CPI



Nguồn - GSO

Biểu 12: Không suy giảm....giải ngân FDI và vốn FDI đăng ký



Nguồn - GSO

Sự song hành tồi tệ - Khủng hoảng vĩ mô đã qua nhưng hậu quả vĩ mô còn chưa bị tác động

Nếu bạn đồng ý với kịch bản cơ sở của chúng tôi thì khá công bằng nếu nói điều tồi tệ nhất của khủng hoảng kinh tế vĩ mô đã qua. Sự thất bại tín dụng đã bắt đầu giảm tốc nền kinh tế quá nóng. Tăng trưởng CPI đã trở lại trung bình, nhập khẩu giảm, tăng trưởng GDP chậm lại và ngân hàng không cho vay nhiều. Tăng trưởng cung tiền đã chậm lại. Sau sự khởi động chậm trễ, chính phủ đã sử dụng một bộ giảm tốc cứng nhắc. Và chúng ta đang thấy một vài kết quả ban đầu. Thị trường chứng khoán bắt đầu thở ra nhẹ nhõm.

Tuy nhiên cuộc hạ cánh nhanh chóng như vậy có các hậu quả vĩ mô. Các doanh nghiệp có quá ít thời gian để thích ứng với hoàn cảnh mới. Tiền mặt như dòng máu của doanh nghiệp và nguồn cung đã hầu như bị ngắt quãng. Hiện nay Ngân hàng Nhà nước đang đề cập đến việc tăng hạn mức tăng trưởng tín dụng lên 40% nhằm cung cấp cho các nhà xuất khẩu đang cực kỳ cần vốn hoạt động. Duy trì trong một khoảng thời gian nhất định thì sự thiếu tiền mặt sẽ gây ra thiệt hại.

Hiện nay nền kinh tế đang nằm giữa giai đoạn tồi tệ nhất của khủng hoảng kinh tế vĩ mô và suy thoái kinh tế vĩ mô đang bắt đầu tấn công.

Chúng tôi cho rằng khu vực ngân hàng, bất động sản và xây dựng đang chịu đựng điều tồi tệ nhất. Tổng nợ của nền kinh tế là 90% GDP và tổng các khoản nợ khó đòi năm 2007 theo tiêu chuẩn kế toán Việt Nam (VAS) vào khoảng 2,2%. Nhưng tiêu chuẩn kế toán Việt Nam là quá rộng rãi đối với ngân hàng và nếu các khoản nợ khó đòi được tính toán lại theo tiêu chuẩn kế toán quốc tế (IAS) chặt chẽ hơn thì sẽ cao hơn hiện nay ít nhất là 2 lần.

Theo quy định hiện hành được biết đến như là Quyết định 493, các ngân hàng Việt Nam có thể tự xếp loại các khoản nợ xấu, theo điều 6, tương đương với tiêu chuẩn kết toán Việt Nam hoặc theo điều 7, gần sát với tiêu chuẩn kế toán quốc tế hơn. Không có gì ngạc nhiên là tất cả các ngân hàng chọn điều 6. Tuy nhiên, từ tháng 4/2008, họ đang bắt đầu chuyển sang điều 7. Và nếu Ngân hàng Nhà nước không cho hoãn lại

thì việc này sẽ được báo cáo vào cuối năm. Với việc bất động sản giảm giá từ 30-50% trong một vài trường hợp khoản cầm cố cơ sở cũng giảm sút đáng kể. Một khi khoản cầm cố sụt giá hơn thực tế khoản vay thì sẽ châm ngòi cho một sự mất giá nhiều hơn. Giá trị khoản cầm cố thường được đánh giá mỗi năm 1 lần.

Nhưng bất động sản phơi bày thực tế gì của khu vực ngân hàng? Ngân hàng nhà nước ước tính các khoản vay liên quan đến bất động sản lên tới 10,8% tổng giá trị. Theo chúng tôi thì đó vẫn là con số thấp. Theo một cuộc điều tra của chúng tôi với một vài ngân hàng chọn lọc thì một mức trong khoảng 12-14% có vẻ hợp lý hơn. Và ở mức đó các khoản nợ khó đòi sẽ cao hơn do chúng liên quan trực tiếp đến các khoản vay bất động sản một khi vật cầm cố phải đem ra sử dụng. Do đó hiện nay chúng tôi ước tính toàn bộ bức tranh vào khoảng 14-16%. Nếu các khoản nợ khó đòi được tính toán lại trên cơ sở tiêu chuẩn kế toán quốc tế (IAS), chúng tôi nghĩ rằng bức tranh hiện tại sẽ tăng lên khoảng 16-18%. Và nếu các khoản vay khó đòi bắt đầu tăng lên thì tình trạng này sẽ tiếp tục tăng.

Quý 4 đang bắt đầu, chúng ta sẽ phải đối mặt với một vài làn gió ngược có thể làm cho các khoản nợ khó đòi tăng lên. Sự tính toán lại theo điều 7 chỉ là 1 vấn đề. Sự suy sụp nghiêm trọng hiện nay trên thị trường bất động sản là vấn đề khác do nó ăn mòn các khoản cầm cố và có thể châm ngòi cho một mức giảm giá mạnh hơn. Và bản thân sự suy thoái rất có thể rơi vào tình trạng xấu nhất do rất nhiều các khoản vay đến hạn và phải điều chỉnh lại trong quý 3 và quý 4 ở mức lãi suất cao hơn nhiều. Các khoản vay này đã được thực hiện trong 6 tháng cuối năm 2007 khi tăng trưởng tín dụng đang ở mức cao nhất, khi chỉ có 1 lần điều chỉnh mức lãi suất. Mặc dù có một vài động thái nhằm hoãn lại, những điều chỉnh này sẽ sớm có tác động.

Tất cả các yếu tố nêu trên tấn công hệ thống gần như cùng lúc sẽ kiểm tra hệ thống ngân hàng. Ngân hàng Nhà nước đã sẵn sàng và sẽ dốc sức nhưng chúng tôi vẫn chờ đợi một vài sự tổn thương trong ngành. Và ít nhất là phục hồi tăng trưởng tín dụng sẽ bị hoãn đến năm sau.

Biểu 12a: Quan điểm nội bộ về thâm hụt/thặng dư cán cân thanh toán

Quan điểm nội bộ - Tài khoản vãng lai và dòng chảy vốn (từ năm 2006-2009, tỷ USD)	2006	Ước tính 2007	Ước tính 2008 Tháng 1- 6	Dự báo 2008 Tháng 1- 12	Dự báo 2009
Cán cân thương mại*	-4.8	-9.4	-13.32	-18.9	-17
Cán cân thương mại loại trừ vàng**			-10.52	-16.1	
Dịch vụ và thu nhập	4.4	-2.5	-1.5	-2.1	6
Kiểm hối		5.5	3.5	8	8
Cân bằng tài khoản vãng lai	-0.4	-6.4	-11.32	-13	-3
Dòng vốn vào	4.7	19.1	5.5	12	14
FDI (giải ngân)		6.5	3.8	8	8
FPI		8.6	0.2	1	2
ODA và các khoản vay thương mại		4	1.5	3	4
Cán cân thanh toán thặng dư/thâm hụt (-)	4.3	12.7	-5.82	-1	11

Nguồn - Mọi ước tính và dự đoán là của HSC, DC. Số liệu quá khứ từ IMF và chính phủ

* Cán cân thương mại được thực hiện trên cơ sở FOB, do đó phải trừ đi bảo hiểm và các phí khác (giảm 10%)

**Theo chỉ dẫn về cán cân thanh toán của IMF, nhập khẩu vàng có thể coi là vốn đầu tư và không tiêu dùng. Chúng tôi coi là có thể tiêu dùng được

Các lý do để lạc quan - Điều gì đang dẫn dắt sự thay đổi cảm tính?

Vậy điều gì thúc đẩy sự cải thiện đáng kể tâm lý của thị trường? Như mọi lần, là do một số yếu tố kết hợp lại;

(1) **Tiền tệ đã được ổn định lại trong giai đoạn hiện nay** – Tỷ giá phi chứng thức đã đột ngột giảm rất nhanh và chạm mốc thấp nhất là 19.450 VNĐ vào đầu tháng 6. Khoảng cách giữa tỷ giá tham khảo chính thức và tỷ giá phi chứng thức giãn ra một cách đáng báo động. Để ổn định lại tình hình và VNĐ gần đây đã mạnh trở lại với tỷ giá giao dịch phi chứng thức hiện nay là 17.000 đồng. Các bước này bao gồm mở rộng biên độ giao dịch từ 1% lên 2%, kiểm soát các cửa hàng vàng, lần đầu tiên đưa các đồng ngoại tệ khác vào biên độ giao dịch và điều hành thị trường ngoại hối liên ngân hàng. Họ cũng tăng tính thanh khoản cao hơn bằng cách bán USD cho ngân hàng nhằm cung cấp cho các nhà nhập khẩu và xuất khẩu. Mới đây chúng ta được biết rằng họ đã bơm 400 triệu USD và hệ thống để tăng tính thanh khoản. Tuy nhiên rõ ràng các nhà chức trách đã có thể làm nhiều hơn thế. Thách thức là phải ổn định tỷ giá hối đoái và cung cấp đủ đô la cho hoạt động kinh doanh mà không làm lợi cho các nhà đầu cơ. Đây là hoạt động cân bằng rất khó thực hiện và chiều hướng tương lai của tỷ giá USD/VNĐ sẽ phản ánh song song điều này.

(2) **Thị trường vàng đánh mất mối quan tâm của các nhà đầu tư** - Thị trường vàng chiếm ưu thế trong 6 tháng đầu năm, thu hút tiền ra khỏi chứng khoán và VNĐ do nhà đầu tư muốn thu hồi vốn. Tuy nhiên thị trường vàng đã có một ngày xấu vào thứ 6, 20/06 khi hệ thống giao dịch của Sàn giao dịch vàng Sài Gòn bị lỗi do vấn đề công nghệ thông tin. Mặc dù đã chuyển sang hệ thống dự phòng, giao dịch đã bị ngắt quãng và nhiều

nhà đầu tư phải chịu thiệt. Do thị trường được giao dịch chủ yếu về chênh lệch và được coi là nơi trú chân an toàn cho các nhà đầu tư nội địa, sự ngắt quãng này không gây lo lắng cho nhiều nhà đầu tư. Chúng tôi đã nhận thấy được một mối quan hệ ngược chiều trong giao dịch giữa thị trường vàng và thị trường chứng khoán; trong đó một số nhà đầu tư chuyển từ thị trường này sang thị trường khác. Do đó gần đây chúng ta lại đang thấy một vài chuyển động trở lại vào cổ phiếu từ thị trường vàng.

(3) **Thâm hụt thương mại đã qua đỉnh điểm** - thâm hụt thương mại đã đạt đỉnh và trong tháng 6 có 1 sự suy giảm mạnh mẽ so với tháng trước do cả yếu tố mùa vụ và yếu tố chu kỳ trùng hợp. Đây là tháng giảm thứ 3 liên tiếp kể từ tháng 3, là cao trào của thâm hụt thương mại. Sự suy giảm là do cả sự sụt giảm mạnh mẽ về nhập khẩu và xuất khẩu tăng trưởng cao trong tháng 6. Cầu giảm, những khó khăn trong việc đạt được tín dụng thư và các vướng mắc ở cảng dẫn tới sự sụt giảm nhập khẩu đều đặn. Trong khi chúng ta có thể thấy một vài sự bất ổn định trong mức thâm hụt trong một vài tháng tới, xu hướng chắc chắn là giảm xuống. Và đó là điều mà thị trường muốn thấy.

(4) **Xu hướng tăng CPI đang chậm dần lại** – Chúng ta thấy một sự ngạc nhiên thú vị trong chỉ số CPI của tháng 6, chỉ tăng 1,13% so với tháng trước, là mức tăng thấp nhất trong vòng xoáy hiện nay. Gạo, thịt lợn và giá thép bắt đầu giảm trở lại vào cuối tháng trước sau khi đạt đỉnh trong tháng 5. Đây là tháng thứ 2 liên tiếp xu hướng là thấp hơn sau mức tăng 3,9% hàng tháng của tháng 5. Tuy nhiên sau mức tăng giá xăng 31% mới đây,

CPI của tháng 8 có vẻ sẽ tăng thêm 0,6-0,7%. Chúng tôi dự tính xu hướng nửa cuối năm sẽ ôn hòa hơn và đạt mức trung bình 1,6% mỗi tháng, giảm từ mức 3,06% hàng tháng trong 6 tháng đầu năm. Điều tồi tệ nhất đã qua nhưng chúng ta vẫn sẽ có những tháng tốt và tháng xấu do một vài yếu tố lạm phát tiềm tàng được giải phóng.

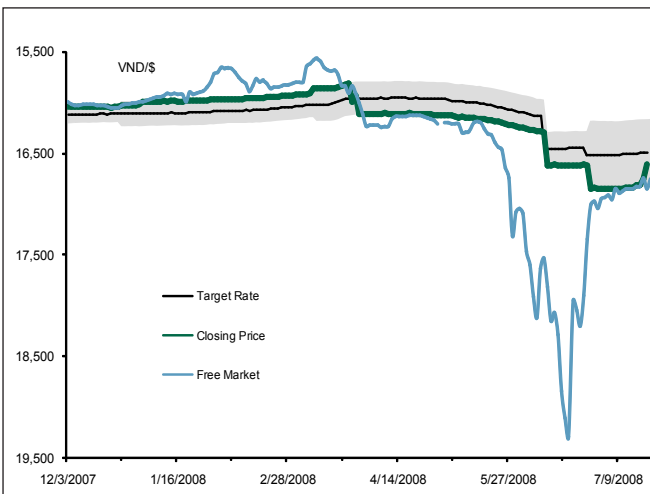
- (5) **Hội thảo quốc tế làm dịu đi các lo lắng** - Cuộc hội thảo quốc tế nổi tiếng vào cuối tháng 6 được tổ chức bởi Bộ Tài chính và Ngân hàng Nhà nước đã giúp làm dịu đi các lo lắng của nhà đầu tư quốc tế. Các nhà chức trách đã thẳng thắn và công bố nhiều số liệu thống kê bao gồm số liệu quan trọng về dự trữ tiền tệ (20,7 tỷ USD) và thị trường rất hoan nghênh sự minh bạch mới mẻ này.

Các yếu tố khác cũng đóng góp vào trạng thái tâm lý tốt hơn này. Có một vài động thái dỡ bỏ giới hạn về sở hữu của người nước ngoài. Bộ Tài chính đã chuẩn bị một bản dự thảo quy chế về vốn góp và mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài trong đó đề nghị bỏ giới hạn sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài trong các ngành không nhạy cảm. Ủy ban chứng khoán nhà nước đã tổ chức một hội nghị vào thứ 2, ngày 16/06 bày tỏ ý kiến ủng hộ.

Sự hồi phục ngay sau đó đột ngột dừng lại khi VN index đạt đến mức xung quanh 500 điểm và thị trường tự hỗ trợ do giá xăng tăng. Bất chấp sự điều chỉnh mới đây, thị trường vẫn đang ở tình trạng tốt hơn rất nhiều so với 2 tháng trước.

Và chúng ta cũng thấy 1 sự chuyển hướng nhỏ của dòng chảy vốn ra khỏi thị trường vàng tháng trước. Một phần của việc này có thể là do các động thái mới đây của chính phủ nhằm cắt giảm nhập khẩu vàng. Cùng thời điểm đó khối lượng trên thị trường chứng khoán tăng nhẹ. Tuy nhiên sự chuyển hướng này vẫn nhỏ và có thể dễ dàng bị đảo ngược.

Biểu 13: VNĐ và USD, biên độ chính thức và tỷ giá phi chính thức



Nguồn - Tổng cục thống kê

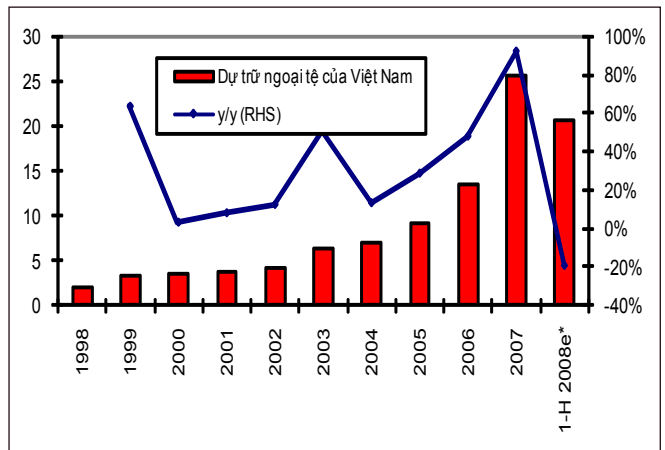
(1) Ổn định tiền tệ

Trong 5 tháng đầu năm nay, tỷ giá phi chính thức VNĐ/USD cho thấy sự xuống giá của VNĐ từ 15,800 VNĐ tới 19,500 trước khi tăng trở lại, hay dao động khoảng 24%. Vào tháng 6, chiều hướng tỷ giá bị đảo ngược theo chỉ đạo và sự can thiệp kéo dài của các nhà chức trách. Mục tiêu là nhằm giảm bớt sự sai lệch giữa tỷ giá chính thức hay tỷ giá neo và tỷ giá phi chính thức đã tăng lên 1 cách đáng báo động trong tháng 4, tháng 5. Việc này đã được thực hiện thành công. Sự chênh lệch hầu như đã được thu hẹp lại và tỷ giá trên thị trường phi chính thức chỉ ở ngay trên giới hạn trên của biên độ giao động mở rộng.

Sự ổn định này đạt được trong vòng 1 tuần và sử dụng phương pháp tiếp cận nhiều chiều; cung cấp USD cho hệ thống ngân hàng nhằm thỏa mãn nhu cầu hợp pháp; tăng biên độ giao dịch lên 2% và thi hành chặt chẽ; sử dụng đồng tiền thứ 3 vào biên độ giao dịch nhằm ngăn chặn tam giác xói mòn tỷ giá VNĐ/USD trong quá khứ; và kiểm soát chặt chẽ hoạt động ngoại hối giữa ngân hàng và các cửa hàng vàng, vốn là kênh đầu cơ chủ yếu trong quá khứ.

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, hay là ngân hàng trung ương, rõ ràng là đến thời điểm này đã bán 5 tỷ đô ngoại tệ cho các ngân hàng thương mại trong năm nay nhằm ổn định thị trường ngoại hối. Và gần đây là việc bơm vào 400 triệu USD. Ngân hàng trung ương có vẻ sẽ can thiệp sâu hơn hết lần này đến lần khác bằng cách bán thêm đô la cho ngân hàng để đáp ứng nhu cầu nội địa về ngoại tệ và giới hạn việc tích trữ đô la để đầu cơ. Ngân hàng nhà nước đã loại bỏ việc niêm yết giá ngoại tệ, giao dịch đô la bất hợp pháp và thanh toán trực tiếp bằng ngoại tệ trên thị trường nội địa. Các ngân hàng thương mại không còn được cho phép mua/bán VNĐ và USD thông qua đồng tiền thứ 3.

Biểu 14: Đủ để đối phó.....Dự trữ ngoại tệ của Việt Nam



Nguồn - Tổng cục thống kê GSO

* Số liệu này có thể thấp hơn

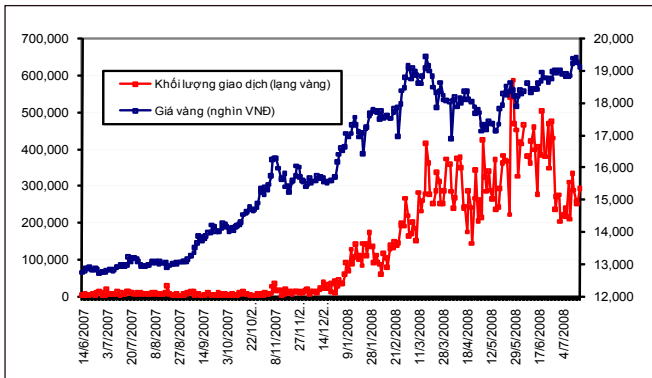
Các cửa hàng vàng chưa bao giờ ở dưới áp lực như thế này. Vào đầu năm, giá trị giao dịch ở các cửa hàng vàng tăng trưởng theo cấp số nhân do các nhà đầu cơ nội địa tìm cách tăng lượng USD. Họ giao dịch tích cực với một vài ngân hàng và kết quả là trong 1 thời gian ngắn khoảng cách giữa tỷ giá chính thức và phi chính thức bị nới rộng một cách nhanh chóng. Các nhà chức trách hành động và đã đóng cửa một cách triệt để kênh này. Hơn thế nữa, theo một vài điều tra, Ngân hàng Nhà nước ở Thành phố Hồ Chí Minh mới đây vừa thu hồi giấy phép của 20 quầy giao dịch ngoại hối do bán ngoại tệ cho thị trường phi chính thức mà chưa được phép. Tổng số các quầy giao dịch ngoại tệ được cấp phép ở thành phố Hồ Chí Minh là 1.014 và các quầy còn lại đang hoạt động đúng luật.

Để đảm bảo các quầy giao dịch tuân thủ luật pháp, ngân hàng nhà nước đã yêu cầu họ phải đăng ký lại giấy phép. Theo Quyết định số 21/2008/QĐ-NHNN đã thay thế Quyết định số 1216/2003/QĐ-NHNN ngày 09/10/2003, Ngân hàng Nhà nước đã yêu cầu 3.600 quầy giao dịch ngoại tệ trên cả nước đăng ký lại giấy phép.

Kết quả là tỷ giá chính thức và phi chính thức đã ngang nhau, và sự chênh lệch giảm đến mức thấp nhất trong cả năm nay. Mặc dù nhiều giao dịch vẫn diễn ra nhưng tính thanh khoản của hệ thống đã bị giảm sút và thị trường có thể được mô tả một cách công bằng là đóng băng 1 phần trong giai đoạn hiện nay.

Ngân hàng có nhu cầu về ngoại tệ để cung cấp cho khách hàng phải đăng ký với Ngân hàng Nhà nước đang hoạt động như bộ phận thanh lọc các giao dịch ngoại tệ.

Biểu 15: Doanh thu giảm....Giá vàng và khối lượng giao dịch



Nguồn- Tổng cục Thống kê

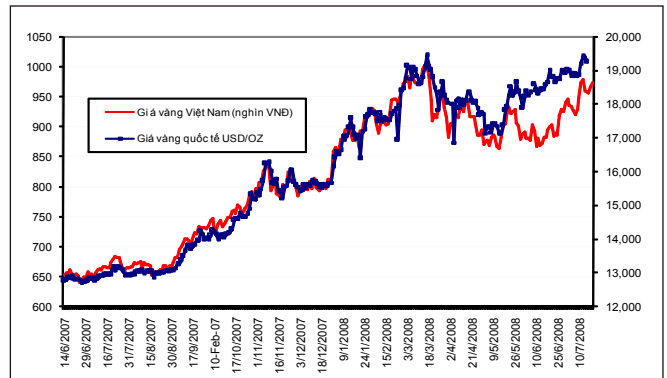
(2) Thị trường vàng nội địa phần nào đánh mất sức hấp dẫn

Vàng đã là một loại tài sản đầu tư trong 6 tháng đầu năm. Thị trường vàng nội địa cho đến nay đột ngột mở rộng về khối lượng giao dịch. Kể từ tháng 11 năm ngoái, lượng giao dịch trung bình hàng ngày mở rộng từ 12.069 cây mỗi ngày lên 395.287 cây mỗi ngày vào tháng 6. Một cách ngẫu nhiên, 1 cây vàng tương đương với 37.5 gram. Giá vàng nội địa đã tăng từ 12.750 VNĐ mỗi lượng vào mùa hè năm ngoái lên đỉnh cao là 19.980 VNĐ vào tháng 3. Giá cả gần đây lại tăng cao trở lại.

Trong nửa đầu năm, nhu cầu rất lớn về vàng dẫn đến việc nhập khẩu 90 tấn, trị giá 2,8 tỷ USD. Thị trường nhanh chóng tiêu thụ hết số này do các nhà đầu tư tìm cách dự trữ chống lại lạm phát theo cách truyền thống. Và khi thị trường chứng khoán sụp đổ đầu năm nay, tiền mặt chảy sang thị trường vàng vẫn luôn giao dịch dễ dàng và có khả năng mang lại lợi nhuận cao. Doanh thu trên thị trường vàng và chứng khoán đã hình thành một mối liên hệ ngược chiều trong đó thị trường vàng hưởng lợi kể từ tháng 1.

Một lý do là giao dịch ký quỹ trên thị trường vàng có thể lên tới 90% vốn gốc (các ngân hàng như ACB rất tích cực trong thị trường này). Dĩ nhiên các hợp đồng kinh doanh có kì hạn (repo) và khoản kí quỹ (hợp đồng kinh doanh có kì hạn bao gồm các cổ phiếu OTC trong khi hợp đồng kí quỹ bao gồm các cổ phiếu niêm yết) trên thị trường chứng khoán đã được bán ra kể từ mùa hè năm ngoái gây khó khăn hoạt động của các nhà đầu cơ. Nhưng doanh thu trên thị trường lại bắt đầu giảm và một phần tiền rõ ràng đã chuyển lại sang thị trường chứng khoán. Trong tháng 7, doanh thu hàng ngày giảm từ đỉnh cao 395.287 lượng vàng mỗi ngày đạt được trong tháng 6 xuống mức trung bình 256.560 lượng mỗi ngày. Đó là mức giảm 35% doanh thu. Tuy nhiên, trong trường hợp này chúng ta quan tâm nhiều hơn đến doanh thu hơn là giá cả; và khối lượng giao dịch cho chúng ta thấy dòng vốn lại đang chảy trở lại vào thị trường chứng khoán.

Biểu 16: Giá vàng Việt Nam và giá vàng quốc tế giao ngay

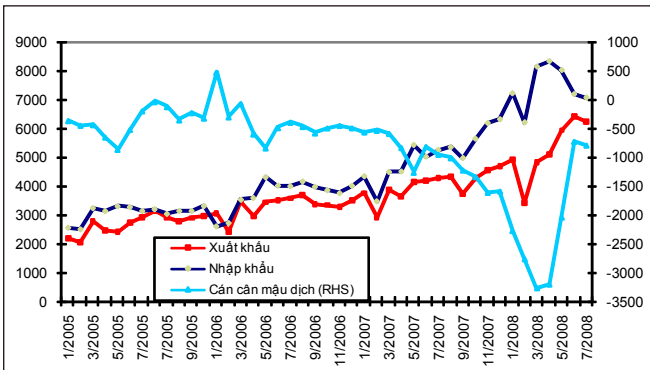


Nguồn - Tổng cục thống kê

Sau khi thị trường vàng khiến cho thị trường chứng khoán bị thu hẹp về mặt khối lượng giao dịch, việc chuyển 35% dòng vốn sang thị trường chứng khoán đã làm thay đổi nhiều điều. Tuy nhiên những dòng vốn này có thể dễ dàng đổi chiều và nó sẽ đổi chiều nếu thị trường tiền tệ trở nên bất ổn định hơn.

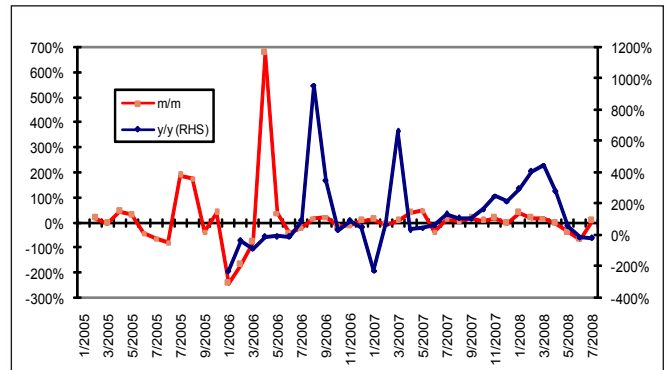
Hiện nay thị trường tiền tệ đã được ổn định và CPI đã qua cao trào, nhu cầu giữ vàng như một phương pháp phòng vệ trước lạm phát đã giảm bớt trong thời điểm hiện tại. Chúng ta vẫn được thông báo rằng giá vàng nội địa vẫn theo sát xu hướng trên thị trường quốc tế mặc dù nhập khẩu đã bị ngừng lại và giá cả gần đây lại mới tăng cao hơn.

Biểu 17: Bước ngoặt...Nhập khẩu, xuất khẩu & thâm hụt thương mại



Nguồn - Tổng cục Thống kê

Biểu 18: Xu hướng giảm....Thâm hụt thương mại theo năm và tháng



Nguồn - Tổng cục Thống kê

(3) Thâm hụt thương mại đã qua đỉnh điểm

Trong tháng 5, thâm hụt thương mại giảm 36,2% so với tháng trước, tiếp tục giảm thêm 64,1% trong tháng 6 và tăng nhẹ 8,7% trong tháng 7.

Sự suy giảm trong xuất khẩu này là do cầu về xi măng và sắt thép giảm, tác động của việc thắt chặt tín dụng, các vướng mắc tại cảng, xuất khẩu tăng mạnh và các yếu tố mùa vụ kết hợp lại. Tháng 7 đánh dấu 4 tháng liên tiếp thâm hụt thương mại được thu hẹp và cho thấy rằng ít nhất 1 trong 2 vấn đề kinh tế vĩ mô kinh niên của Việt Nam đã đi xuống đáy chu kỳ và bắt đầu được cải thiện.

Thâm hụt thương mại đã bị mở rộng từ từ kể từ tháng 5/tháng 6 năm ngoái khi thâm hụt hàng tháng lần đầu tiên vượt qua con số 1 tỷ USD và đạt đỉnh cao vào tháng 3/2008 khi thâm hụt hàng tháng đạt mức 3,28 tỷ USD.

Sự cải thiện này trong thâm hụt được dẫn dắt bởi cả xuất khẩu và nhập khẩu. Yếu tố nhập khẩu thấp theo mùa lý giải 1 phần sự sụt giảm nhanh chóng thâm hụt thương mại. Nhưng yếu tố mùa vụ không giải thích được xu hướng của 3 tháng gần đây trong đó thâm hụt thương mại vẫn tiếp tục giảm. Chúng tôi tin rằng các số liệu cuối cùng cũng bắt đầu đổi chiều.

Đằng sau sự cải thiện là do nhập khẩu giảm đồng thời với tăng trưởng xuất khẩu cao. Số liệu nhập khẩu trong tháng 6 thường là thấp do yếu tố thời điểm nhưng thậm chí sau khi loại trừ hiệu ứng mùa vụ, rõ ràng là có 1 xu hướng giảm bớt thâm hụt thương mại, điều hiển nhiên là rất được hoan nghênh. Và điều này có thể được khẳng định ngay khi nhìn vào số liệu của tháng 5, giảm ngược so với xu hướng mùa vụ thông thường.

Một trong các lý do chính là sự thiếu hụt tín dụng. Trong cuộc chơi thương mại, cần có thư tín dụng bảo đảm bởi một ngân hàng có tiếng để đảm bảo thanh toán. Không có thư tín dụng nghĩa là không có thỏa thuận và sau đó là không có nhập khẩu. Với sự thiếu hụt tín dụng trên

thị trường, thư bảo đảm tín dụng trở thành hàng quý hiếm. Và số NH được công nhận (đủ tiêu chuẩn phát hành L/C) đã giảm do có một số bị đánh giá là không đáng tin cậy

Tháng 5, là tháng vướng mắc ở các cảng phía Nam. Các cảng phía Nam, có khoảng 32.000 công ten nơ bị kẹt lại cảng (và 11.000 công ten nơ đã nằm ở đó hơn 1 tháng). Các nhà nhập khẩu buộc tội ngân hàng vì đã không cấp tín dụng thư. Và như chúng tôi đã nói, tín dụng thư của 1 vài ngân hàng đã không được chấp nhận vì lý do chất lượng không đảm bảo.

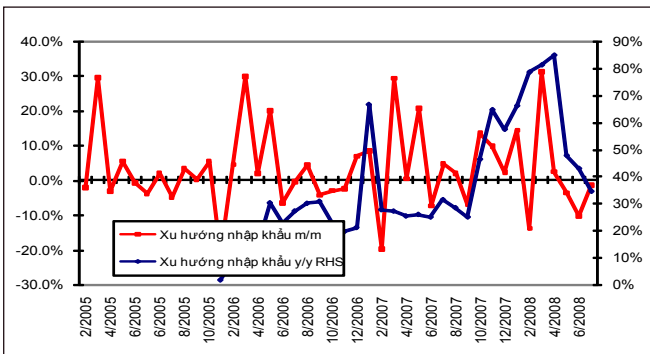
Do đó các nhà nhập khẩu không thể đảm bảo thanh toán và bắt đầu chất đống hàng hóa ở cảng. Hàng hóa xếp đống ở cảng đã bắt đầu được giải phóng và hiện nay một vài nhà nhập khẩu không tiếp tục nhập nữa. Kiểm soát thâm hụt thương mại thật dễ dàng chỉ với 2 bước.

Hãy xem qua 1 lượt. Tăng trưởng nhập khẩu trong tháng 5 giảm 3,7% so với tháng trước, giảm tiếp 10,4% trong tháng 6 và 1,6% trong tháng 7. Xu hướng so với năm trước vẫn tiếp tục tăng cao nhưng tỷ lệ tăng trưởng đã giảm đáng kể. Ví dụ là trong tháng 4, tăng trưởng so với cùng kỳ năm trước là 85%, nhưng trong tháng 5 con số này đã giảm xuống còn 47,8% so với cùng kỳ năm trước và chỉ tăng 43% trong tháng 6 và 43,6% trong tháng 7.

Một phần của lý do có thể quy cho yếu tố mùa vụ. Trong tháng 6/2006, nhập khẩu giảm 6,7% so với tháng trước (trong tháng 6/2005 thì con số cũng giảm, tăng-0,9% so với tháng trước). Theo truyền thống, nhập khẩu sẽ giảm trong tháng 7 so với tháng trước trước khi tăng trở lại trong tháng 8. Điểm thú vị là tháng 5/2008 trở nên đáng chú ý khi đó là tháng cuối cùng có sự sụt giảm đáng kể ngược lại với xu hướng mùa vụ thông thường.

Tháng 5/2008, nhập khẩu tăng 19,9% hàng tháng (tháng 6/2006 có mức tăng 5,4% hàng tháng). Do đó chúng ta nên tham khảo số liệu chung của 3 tháng gần nhất để rút ra kết luận. Và thậm chí tách riêng yếu tố mùa vụ, nhập khẩu rõ ràng đã qua đỉnh điểm và bắt đầu giảm.

Biểu 19: Nhập khẩu - xu hướng theo năm và theo tháng



Nguồn- GSO

Nhập khẩu giảm do sự điều chỉnh của 3 mặt hàng. Nhập khẩu thép giảm 58% so với đỉnh điểm vào tháng 3; nhập khẩu phân bón giảm 57% và nhập khẩu ô tô giảm 61%. Sự sụt giảm chủ yếu tập trung ở những mặt hàng này và nhập khẩu máy móc và vải vóc vẫn còn khá lớn. Không phải tất cả các mặt hàng đều giảm. Nhập khẩu xăng dầu tăng mạnh trong tháng 7 do giá tăng.

Chúng ta biết là thép nhập khẩu từng bị giữ lại cảng 1 thời gian và trên thực tế một phần nào đã bị tái xuất khẩu trước khi khai báo hải quan. Đây là kết quả của việc đầu cơ hay chỉ là vấn đề do thư tín dụng còn đang bỏ ngõ câu trả lời. Có thể là mỗi nguyên nhân 1 chút. Nhập khẩu xe ô tô bắt đầu giảm do thuế nhập khẩu vừa bị tăng lên đột ngột.

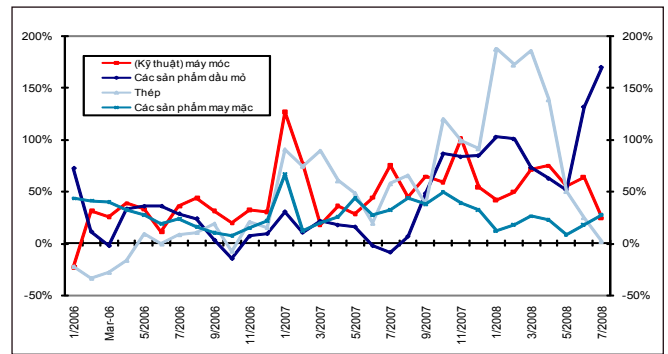
Hơn thế nữa, nhập khẩu vàng đã bị đình chỉ. Các con số này thông thường không được phổ biến nhưng chúng ta được biết giá trị nhập khẩu vàng trong 6 tháng đầu năm là 2,8 tỷ USD. Con số này tương đương với gần 19% của thâm hụt thương mại nửa đầu năm. Chính phủ đã trở nên thận trọng trong việc cấp phép nhập khẩu thêm vàng sau khi Việt Nam bị tuyên bố là nhà nhập khẩu vàng lớn nhất thế giới trong quý 1.

Tuy nhiên chúng ta chưa biết liệu 2 mặt hàng nhập khẩu lớn nhất là xăng dầu và máy móc có giảm bớt trong tương lai gần hay không, nhưng theo các con số về FDI và sản xuất công nghiệp thì sẽ phải mất 1 thời gian nữa.

Tăng trưởng xuất khẩu rất mạnh trong tháng 6, tăng 8,1% so với tháng trước, và tăng 53,7% so với cùng kỳ năm ngoái. Sau đó trong tháng 7 xuất khẩu giảm 2,1% so với tháng trước nhưng vẫn tăng 46,1% so với cùng kỳ năm ngoái. Đây là tháng đầu tiên xuất khẩu giảm kể từ tháng 2 nhưng thực tế còn quá sớm để bàn về kết quả của việc này.

Kết quả là thâm hụt thương mại giảm 36,2% hàng tháng so với tháng 6/2007 và 41,5% so với tháng 6/2006 do đó các yếu tố mùa vụ trong số liệu nhập khẩu đang có tác động ở đây. Dù vậy, đây không phải là toàn bộ câu

Biểu 20: Các sản phẩm nhập khẩu chủ yếu (triệu USD, số liệu theo tháng)



Nguồn- GSO

chuyện do cả tháng 5/2006 và tháng 5/2007 có mức tăng thâm hụt thương mại hàng tháng cao.

Tuy nhiên, tháng 5/2008 thâm hụt thương mại hàng tháng có sự suy giảm do đó trong số liệu nhập khẩu ta thấy có 2 yếu tố đang hoạt động. Một là sự sụt giảm thông thường theo mùa vụ trong tháng 6 bị dẫn dắt bởi nhập khẩu thấp, nhưng yếu tố bên dưới khác là 3 tháng giảm thâm hụt liên tục kể từ tháng 4/2008. Đây rõ ràng là một chu kỳ và không chỉ là 1 xu hướng mùa vụ.

Đây là dấu hiệu đầu tiên cho thấy sự thắt chặt tín dụng và cắt giảm chi tiêu chính phủ có tác động thực tế với nền kinh tế. Và kết quả mang lại có vẻ rất ấn tượng. Hiện nay, giả định là các yếu tố mùa vụ đang hoạt động và thực tế là các vướng mắc ở cảng phía Nam ở tình trạng tồi tệ nhất vào đầu tháng này, chúng tôi cho rằng thâm hụt thương mại có thể bị nới rộng vào khoảng tháng 8.

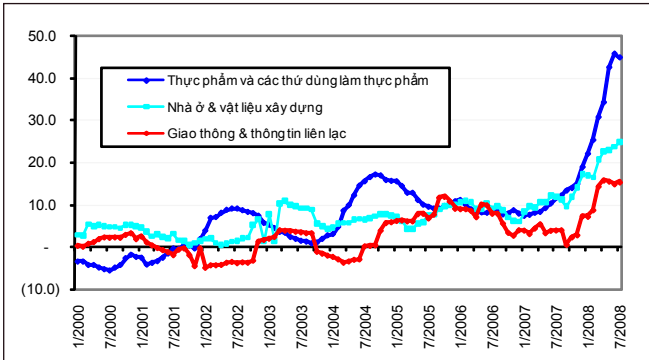
Nhưng chu kỳ bắt đầu thay đổi. Sự bùng nổ nhu cầu nội địa đã bị dập tắt và các chính sách của chính phủ có vẻ cuối cùng cũng có tác dụng.

Thế còn nửa cuối năm? Chúng tôi cho rằng thâm hụt thương mại hàng tháng sẽ nằm trong khoảng 0,8-1,5 tỷ USD trong 6 tháng cuối năm. Hiện nay chúng ta đang ở mùa nhập khẩu thấp, sẽ kết thúc vào tháng 10. Quý 4 sẽ nhập khẩu bình thường và sau đó tăng tốc cho mùa Tết.

Có một vài yếu tố quan trọng cần phải cân nhắc. Một tỷ lệ lớn thép nhập khẩu năm ngoái để đáp ứng cho dự án lọc dầu Dung Quất khổng lồ. Dự án này hiện nay gần hoàn thành và sẽ không cần thêm thép. Và các dự án lớn khác của cả tư nhân và nhà nước đã chậm lại và hoặc thậm chí loại bỏ.

Việc không nhập vàng trong nửa cuối năm cũng có tác dụng. Tuy nhiên, toàn bộ sự cắt giảm thâm hụt thương mại có thể thực hiện được sẽ đòi hỏi sự giảm tốc trong sản xuất công nghiệp, bán lẻ và đầu tư vào nền kinh tế.

Biểu 21: Cao trào?Các yếu tố CPI chủ yếu - thực phẩm, xây dựng và giao thông



Nguồn - GSO

(4) CPI giảm tốc

CPI tháng 7 giảm xuống còn 1,13% so với tháng trước, đóng góp thêm vào sự suy giảm đáng kể trong xu hướng hàng tháng. Các hàng hóa chủ yếu trong giỏ CPI bao gồm gạo, thịt lợn, và các vật liệu xây dựng gần đây đã giảm giá. Một phần là do mùa vụ và một phần là do nguồn cung bổ sung trong giai đoạn cầu giảm. Giá thực phẩm giảm 0,37% so với tháng trước và giá các sản phẩm thực phẩm tăng chỉ 1,33% hàng tháng. Nói chung, mặt hàng thực phẩm và sản phẩm thực phẩm tăng 0,99% hàng tháng.

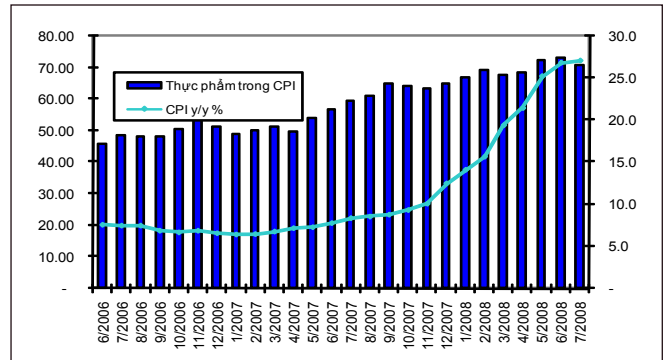
Mức tăng 31% giá xăng mới đây đã nhen một đốm choáng váng và thổi bay các hi vọng giảm lạm phát. Tuy nhiên đây chỉ là yếu tố ngắn hạn. Trên thực tế quyết định này là không thể tránh được bởi tài chính của chính phủ không thể chịu gánh nặng này lâu hơn. Và chúng ta nên để nó sang một bên. Lạm phát tiềm ẩn như con đê đang chuẩn bị vỡ bờ, nó tạo ra cảm giác sai lầm về sự an toàn.

Chúng ta sẽ thảo luận các tác động có thể về lạm phát của quý 3 ở bên dưới.

Mức tăng CPI 3,9% trong tháng 5 so với tháng trước theo chúng tôi là không bình thường. Do đó không có gì ngạc nhiên là mức tăng hàng tháng của tháng 6 và tháng 7 hạ bớt rất nhiều. Trong nửa cuối năm, chúng tôi tin rằng mức tăng CPI trung bình sẽ vào khoảng 1,6%. Do đó mức CPI cả năm sẽ vào khoảng 29-32%. Ngân hàng Nhà nước lạc quan hơn, ước tính khoảng 20%. Tuy nhiên lạm phát vẫn còn chưa bị đẩy lùi và với giá dầu thế giới không ổn định (mặc dù mới giảm gần đây), và lãi suất nội địa đang ở mức âm, chúng ta cần phải theo dõi chặt chẽ xu hướng CPI hàng tháng.

Tốc độ tăng của tháng 7 so với tháng trước là mức thấp nhất trong chu kỳ hiện nay nhưng xu hướng so với năm trước là vẫn tăng và các ngành chủ chốt đang chứng kiến giá cả tăng từng bước so với năm trước.

Biểu 22: Quy luật giá!...CPI và thực phẩm trong CPI



Nguồn - GSO, HSC

Tuy nhiên, phía sau những con số chúng ta bắt đầu thấy sự giảm giá trong một vài hàng hóa có nguồn gốc cạnh tác trong giỏ hàng hóa CPI.

Trong 6 tháng đầu năm CPI tăng 18,44% so với cuối năm 2007 và tăng 26,8% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong tháng 7, mức tăng so với cùng kỳ năm ngoái là 27%, sự gia tăng trên đường biểu diễn hàm ý xu hướng tăng hàng năm có thể cũng đạt đỉnh trong vài tháng tới.

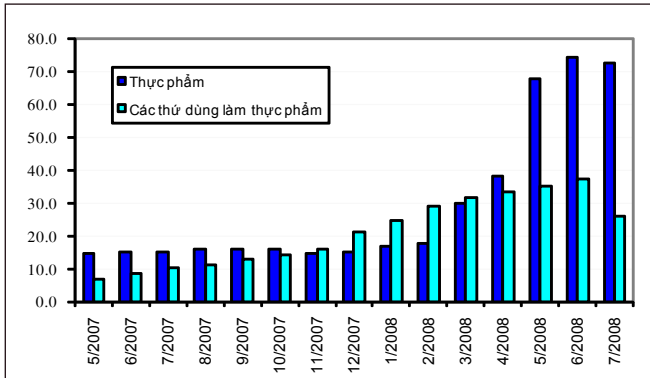
Thực phẩm đang dẫn dắt thị trường, và xu hướng ngược lại trong giá thực phẩm là có ý nghĩa. Sau cùng, trong tháng 6 thực phẩm và các sản phẩm thực phẩm chiếm 90% trong mức tăng 1,6% (25,2% đến 26,8%) của CPI. Chỉ số thực phẩm và sản phẩm thực phẩm chiếm 42,8% mức bùng nổ 18,01% của giỏ hàng hóa CPI trong 6 tháng đầu năm.

Nhưng chúng ta vẫn chưa thoát khỏi khó khăn. Xu hướng giá ở các hàng hóa phi thực phẩm (một định nghĩa của lạm phát cơ bản) vẫn đang tăng tốc. Lạm phát phi thực phẩm trong tháng 7 tăng từ 12% lên 13% so với cùng kỳ năm trước. Con số này sẽ tăng vọt vào tháng 8 khi việc tăng giá xăng được cộng vào.

HSC theo dõi một cách độc lập một vài hàng hóa có nguồn gốc cạnh tác hoặc khai thác trong giỏ hàng hóa CPI như gạo, thịt lợn, xi măng, thép và ga gia dụng. Kết quả trình bày ở trang 19. Các con số có được từ chính quyền thành phố Hồ Chí Minh. Thành phố Hồ Chí Minh là vùng năng động và nhạy cảm về giá nhất trong cả nước và đây là phong vũ biểu tốt nhất đo lường những sự việc đang diễn ra trên cả nước. Nếu nhìn vào biểu giá của 5 hàng hóa chủ chốt, có thể thấy giá thịt lợn, gạo và xi măng rõ ràng là đang giảm xuống; giá thép đã qua đỉnh điểm trong khi giá ga đang biến động đan xen. Nghĩa là 4 trong 5 mặt hàng đang giảm giá.

Giá gas gần đây cực kỳ mất ổn định. Gas gia dụng là một loại hàng hóa đáng chú ý vì giá cả được phép biến

Biểu 23: Liên tục tăng...Chỉ số thực phẩm & sản phẩm thực phẩm



Nguồn - GSO

động tự do. Do đó nó là một đại diện tốt để xem xét giá nhiên liệu có thể được giao dịch ở mức bao nhiêu nếu không được hưởng nhiều trợ giá từ chính phủ.

Từ 1/7, giá gas bán lẻ nội địa tăng thêm 7000VNĐ/ bình 12kg thành 274,000-275,000 VNĐ/bình. Đây là lần tăng giá thứ 5 trong năm nay và tăng 45,7% so với năm ngoái. Sau đó vào ngày 8/7, giá gas một lần nữa giảm khoảng 3000-5000đồng/bình 12kg, tức là khoảng từ 271000-275000đ/bình. Khá là lộn xộn.

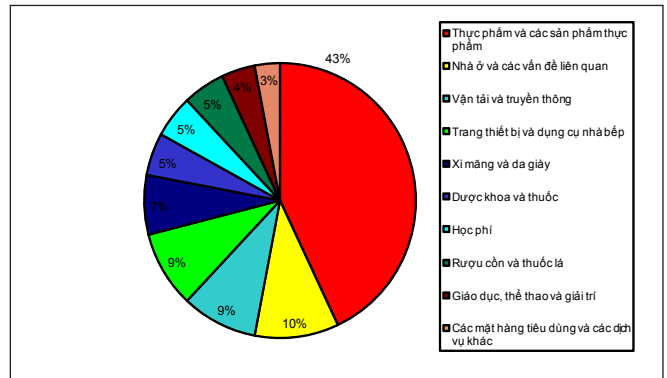
Quyết định tăng đột ngột 31% giá xăng được thông báo vào cuối tháng 7 được đưa ra sau nhiều tranh cãi nội bộ. Giá chuẩn của xăng A92 tăng từ 14.500đ lên 19.000đ, tăng 31%. Thời điểm tăng giá có thể làm ngạc nhiên các nhà đầu tư nước ngoài nếu họ theo dõi giá dầu thô thế giới sụt từ 145,18USD/thùng vào ngày 14/7 xuống dưới 123USD/thùng vào cuối ngày thứ 6 (giảm 15%). Nhưng thật ra giá nhiên liệu của Việt Nam đã duy trì không đổi từ tháng 1 (khi giá dầu chỉ trên 90USD/thùng) tức là nó đã chậm một nhịp.

Chúng ta biết rằng giá xăng và dầu diezen chiếm tỷ trọng khoảng 2,5% trong giỏ CPI. Giá xăng tăng 31% trong khi giá dầu diezen tăng 14%. Và sau cộng thêm tỷ trọng dầu hỏa 0,25% và có mức tăng giá là 44%. Rất khó tính toán chính xác như Tổng cục Thống kê bởi cách tính của họ khi giá xăng tăng còn là bí mật đang được giữ kín.

Giả định rằng giá xăng và khí đốt có tỷ trọng như nhau, tăng trung bình vào khoảng 22,5% hay 0,56% (2,6% * 1.225) trong giỏ CPI. Cộng thêm vào đó mức tăng 0,11% của dầu hỏa (0,25% * 1.44). Chúng ta có tổng tác động trực tiếp tăng vào khoảng 0,675% so với tháng trước trong chỉ số CPI tháng 8.

Các nhà chức trách đã tăng giá 2 lần trong 9 tháng qua, một lần vào ngày 22/11, từ 11.300đ lên 13.000đ (tăng 15%) và sau đó vào ngày 25/1 tăng từ 13.000đ lên 14.500đ (tăng 11,5%) Kết quả là xu hướng CPI tháng 12

Biểu 24: Giỏ hàng hóa CPI của Việt Nam



Nguồn - GSO

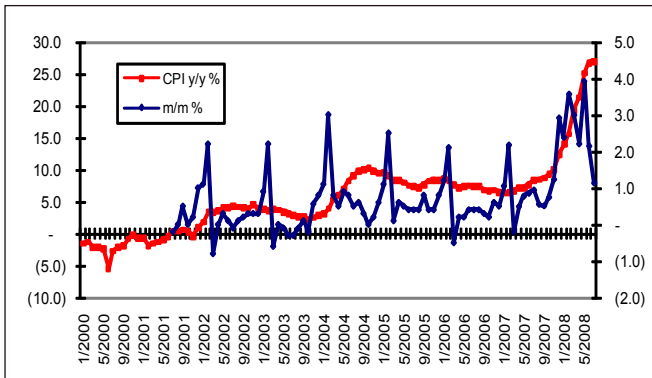
/2007 và tháng 2/2008 tăng lần lượt 2,9% và 3,5% so với tháng trước. Dĩ nhiên có các sự kiện khác xảy ra cùng lúc đó cho nên có thể sẽ sai nếu quy toàn bộ mức tăng giá hàng tháng này chỉ do giá xăng tăng.

Trên thực tế, sự tăng giá xăng ảnh hưởng đến chỉ số CPI cả trực tiếp và gián tiếp và có thể mất 1 vài tháng mới lan tỏa ra cả nền kinh tế và vào giỏ hàng hóa. Dĩ nhiên là tác động trực tiếp sẽ lớn hơn, cho dù nó phải mất một thời gian mới bắt đầu. Tăng giá nhiên liệu trước hết ảnh hưởng đến giao thông, vật liệu xây dựng, thực phẩm và các sản phẩm thực phẩm do đây là các hàng hóa sử dụng nhiều nhiên liệu cả trong sản xuất và vận chuyển. Tất cả các hàng hóa trên được cho là chiếm khoảng 62% giỏ hàng hóa. Như vậy sẽ có tác động thứ cấp mạnh hơn.

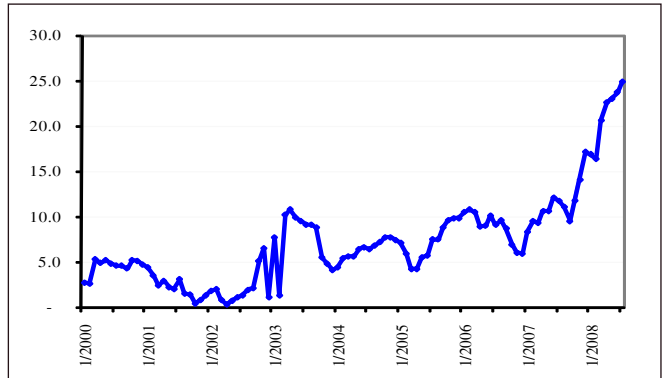
Chúng tôi cho rằng tổng tác động ước tính vào CPI có thể ở xung quanh mức 1%-1,5% nhưng nó sẽ bộc lộ trong vài tháng nữa. Điều này có thể làm thất vọng một số người có lòng tin mạnh mẽ rằng CPI đã qua cao trào. Tuy nhiên thỉnh thoảng nó cũng xảy ra và việc tăng giá đang rời khỏi lộ trình.

Sự căng thẳng của lạm phát tiềm năng (do khoảng cách giá bị kiểm soát nội địa và giá quốc tế đang ngày càng rộng ra- chúng tôi nhìn nhận đó là lạm phát tiềm năng) đang được giảm bớt một cách từ từ. Nói cách khác, tin xấu trong ngắn hạn nhưng tin tốt thì có trong trung hạn hoặc dài hạn.

Một trong các nguyên tắc chủ yếu của chính sách chống lạm phát của chính phủ là kiểm soát giá ở 1 vài mặt hàng chủ yếu trong giỏ hàng hóa CPI. Đây là 1 phương pháp tốt để kìm giá trong ngắn hạn nhưng nó cũng lại tích lũy rất nhiều áp lực lạm phát tiềm năng cần được giải phóng vào 1 thời điểm nhất định trong tương lai. Chính phủ đóng băng giá của 10 mặt hàng nhạy cảm hồi đầu năm. Bao gồm xăng, điện, than, nước, xe buýt, tàu hỏa, và vé máy bay, xi măng, sắt, thép, phí bệnh viện và trường học.

Biểu 25: CPI của Việt Nam theo năm và theo tháng


Nguồn - GSO

Biểu 26: Chỉ số CPI về nhà ở và vật liệu xây dựng


Nguồn - GSO

Ý tưởng ban đầu là đóng băng giá các mặt hàng này đến hết tháng 6 và sau đó cho phép tăng giá có chọn lọc. Chúng ta đang thấy một vài hàng hóa trên đang tăng giá.

Trên thực tế việc đóng băng giá hàng hóa cũng có những thành công đan xen, dù giá thép và xi măng bất ổn định nhưng giá của toàn bộ các mặt hàng có kiểm soát khác vẫn được kiểm chế. Quyết định mới nhất của Bộ Tài chính là giữ giá các mặt hàng tiêu dùng chủ yếu như điện, nước và vé xe buýt công cộng không đổi cho đến cuối năm 2008.

Không chỉ giá xăng dầu được phép tăng. Theo Thứ trưởng Bộ Y tế, giá của 1 vài loại thuốc, đặc biệt là thuốc đặc trị, đã tăng từ 5-10% kể từ 1/7. Các nhà sản xuất thuốc đã đăng ký với Bộ Y tế về việc tăng giá thuốc nhiều tháng trước đó.

Một yếu tố ngăn hạn khác là thuế nhập khẩu tăng cao với các hàng hóa xa xỉ được áp dụng từ 1/7. Kết quả là giá của điện thoại di động, máy tính và các đồ điện tử đã tăng lên. Giá thực phẩm nhập khẩu như sữa bột cũng đang tăng. Giá sữa gần đây tăng thêm từ 5-7%.

Sự thử thách tiếp theo là về giá thép. Nhu cầu rõ ràng là đang giảm xuống. Trong tháng 6, doanh số bán thép chỉ đạt 250.000 tấn, giảm 19% so với tháng trước và là tháng giảm mạnh nhất cho đến nay. Nhưng nhập khẩu còn giảm mạnh hơn. Trên thực tế nhiều hàng mới nhập gần đây đã ngay lập tức được tái xuất, một phần là do các khó khăn để có thư tín dụng và phần khác là do giá nội địa thấp. Chúng tôi nghe nói rằng toàn ngành hiện có dự trữ phôi thép vào khoảng 1 tháng, đủ để sử dụng đến cuối tháng 8.

Hiện nay, giá quặng đã tăng lên, giá phôi thép trên thị trường thế giới đã tăng từ 8.500USD/tấn lên trên 10.000USD/tấn. Làn tăng giá gần nhất này vẫn chưa tác động vào giá nội địa. Khi nguồn cung phôi thép bắt đầu giảm, áp lực giá có thể sẽ hình thành trở lại.

Chính phủ đã xây dựng một hệ thống các đập và bây giờ đang xả nước một cách chọn lọc. Hết lần này đến lần khác trong 6 tháng tới, áp lực lạm phát tiềm tàng trong khu vực được kiểm soát giá của nền kinh tế sẽ tràn ra và dẫn đến một sự tăng giá đột ngột ở từng loại hàng hóa tiêu dùng. Quản lý điều này là một thử thách khó khăn và dĩ nhiên là phụ thuộc vào xu hướng tương lai và sức đẩy của giá cả quốc tế.

6 tháng cuối năm, CPI sẽ càng ôn hòa hơn.....

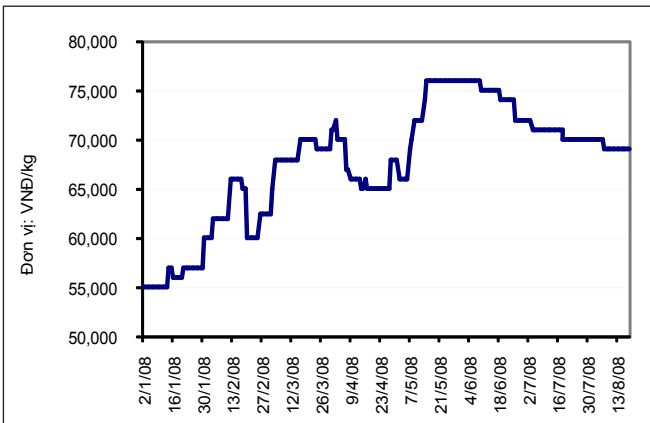
Chúng tôi tin rằng các nhà chức trách sẽ thành công. Do đó kịch bản cơ sở của chúng tôi là tăng trưởng lạm phát trong nửa cuối năm ở mức trung bình 1,6% mỗi tháng, bằng 1 nửa mức trung bình hàng tháng trong nửa đầu năm. Mối lo lắng lớn nhất, tuy vậy, là lạm phát cơ bản đang tăng dần trong vài tháng trở lại đây ngay khi lạm phát tiêu dùng được kiểm soát. Lạm phát cơ bản đang bị nén lại và thường là dấu hiệu đầu tiên thúc đẩy làn sóng lạm phát của nền kinh tế. Trong vài tháng tới nó có thể sẽ trở nên lớn hơn và do đó chúng ta cần phải cẩn trọng trước những vui mừng quá sớm.

Một điểm tích cực là kể từ quý 4 về sau tác động hàng năm sẽ bắt đầu góp phần do chu kỳ hiện tại bắt đầu sớm nhất từ tháng 10/2007. Điều này sẽ có ích trong việc làm dịu đi xu hướng tăng hàng năm vào cuối năm nay.

Chúng ta sẽ có những tháng tốt và tháng xấu, và những tháng xấu sẽ không tồi tệ như chúng ta đang thấy cho đến nay. Lạm phát đang bị kiểm chế trong hệ thống sẽ mất thời gian mới tiêu biến, nhưng chúng ta đã trải qua điều tồi tệ nhất.

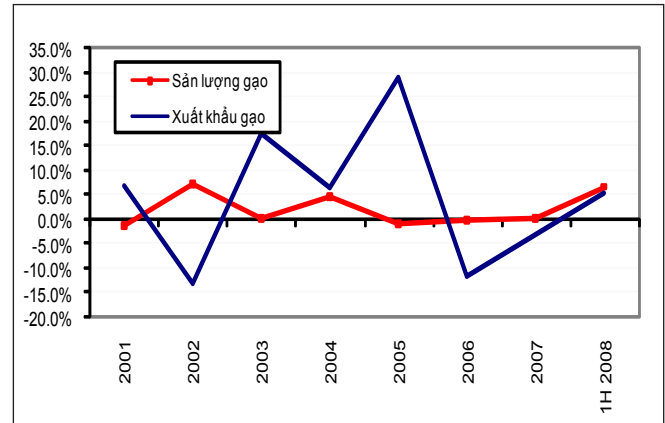
Chúng tôi hi vọng các nhà chức trách có thể tránh được sự cám dỗ tuyên bố thắng lợi quá sớm và giảm lãi suất. Có một sự thiên vị tự nhiên đang tăng lên trong việc thi hành chính sách kinh tế vĩ mô ở Việt Nam. Sự thiên vị này là lành mạnh nhưng khi gần đến bước ngoặt của chu kỳ nó có thể dẫn đến một sự quá hấp tấp trong chính sách tiền tệ trước khi cơn bão bị giết chết. Chúng ta hi vọng họ sẽ giữ được.

Biểu 27: Giá thịt lợn (chân giò lợn)



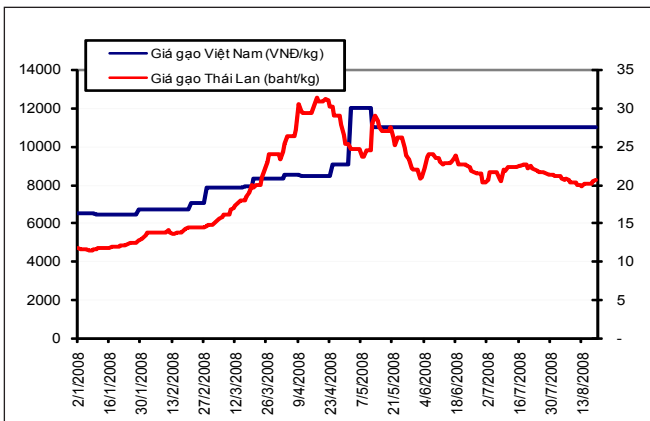
Nguồn - Sở Tài chính, thành phố Hồ Chí Minh

Biểu 28: Sản lượng gạo và tăng trưởng xuất khẩu gạo từ năm 2001



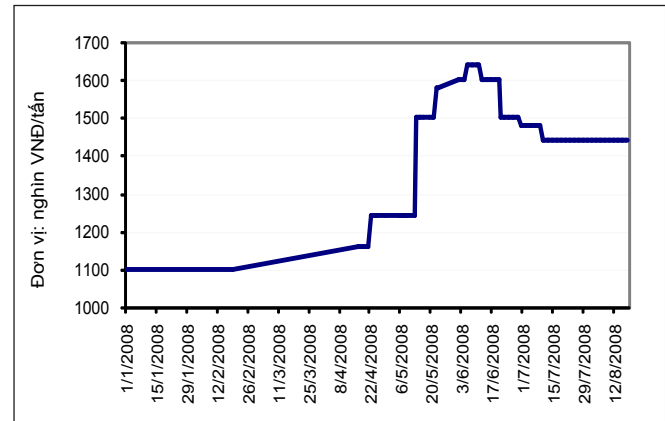
Nguồn - GSO

Biểu 29: Giá gạo thông dụng Việt Nam và Thái Lan



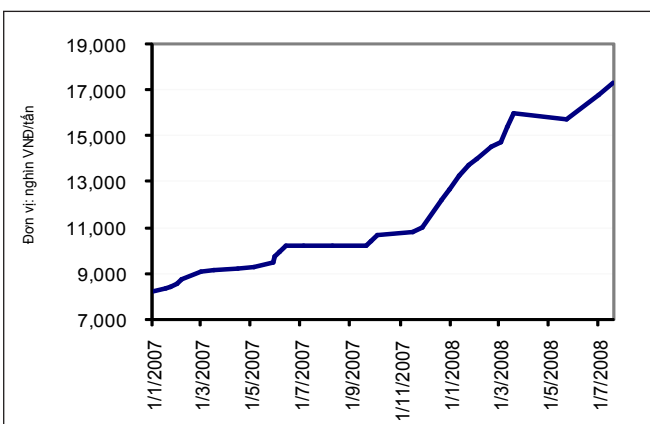
Nguồn - Sở Tài chính, thành phố Hồ Chí Minh

Biểu 30: Giá xi măng Hà Tiên từ đầu năm tới nay (PC. B40)



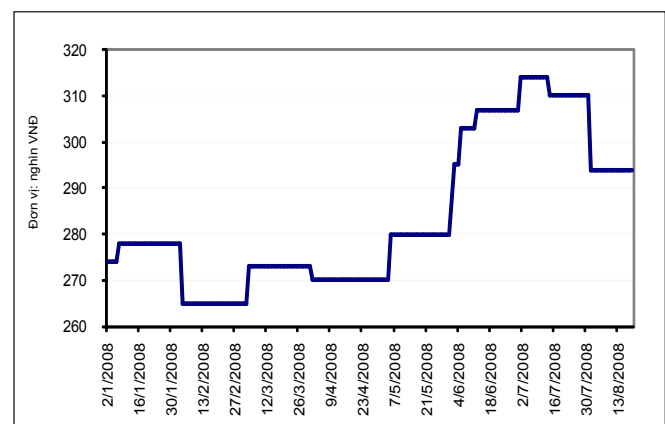
Nguồn - Sở Tài chính, thành phố Hồ Chí Minh

Biểu 31: Giá thép từ tháng 1/2007 đến nay



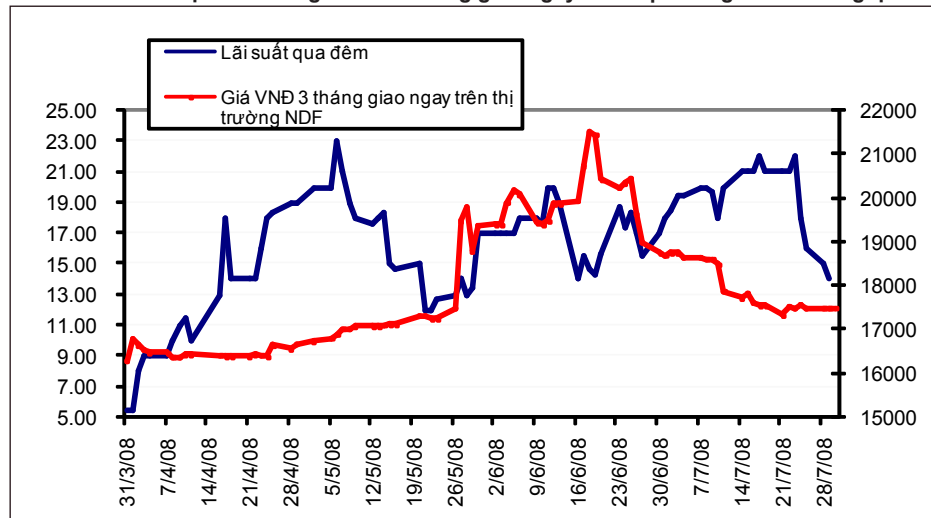
Nguồn - Gang thép Thái Nguyên (thép ống 68)

Biểu 32: Giá gas từ đầu năm đến nay (bình Petrolimex 13kg)



Nguồn - Sở Tài chính, thành phố Hồ Chí Minh

Biểu 33: Lãi suất qua đêm và giá VNĐ 3 tháng giao ngay trên thị trường NDF 4 tháng qua



Nguồn - GSO, ước tính của HSC từ nhiều nguồn

5) Hội thảo quốc tế làm dịu các lo lắng

Nhìn nhận lại thì đây là một bước ngoặt. Bộ trưởng Bộ Tài Chính và một vài quan chức cao cấp khác tổ chức một cuộc hội thảo quốc tế chưa có tiền lệ với các nhà đầu tư nước ngoài vào thứ Năm, ngày 19/6. Cuộc hội thảo là một nỗ lực của chính phủ nhằm cứu vãn sự khan hiếm thông tin đã thúc đẩy các hoạt động đầu cơ đặc biệt là trên thị trường tiền tệ. Các quan chức chia sẻ ý kiến về 1 vài mối lo lắng chủ yếu. Hãy cùng điểm lại các ý chính;

- **Vấn phản đối phá giá tiền tệ ở mức cao** – Đây là quan điểm đã được Thủ tướng bày tỏ trước đó và Bộ trưởng Bộ Tài chính khẳng định lại. Tuy nhiên họ vẫn đề nghị cơ hội nói rộng biên độ giao động và cũng nhận xét thêm rằng tỷ giá hối đoái là vấn đề cung cầu. Hay nói cách khác, thị trường tự xác định tỷ giá. Điều này có nghĩa gần như là sự phá giá từng bước và có quản lý có thể sẽ được áp dụng. Trên thực tế, thị trường ngoại hối quy mô nhỏ có nghĩa là khá dễ dàng cho các nhà chức trách để định hướng cho nó khi họ muốn. Như chúng tôi đã nhiều lần đề cập, mục tiêu chính của nhà chức trách là duy trì tính thanh khoản trong hệ thống hối đoái để đảm bảo các nhà xuất khẩu có thể có đủ đô la Mỹ. Bộ trưởng cũng khẳng định rằng biên độ giao dịch hiện nay sẽ được mở rộng ra +/- 2% như họ đã làm ngay sau đó.
- **Mong muốn duy trì lãi suất dương**– Với mức lãi suất âm trên thực tế trong thời gian qua, đây là một lập trường khá thú vị. Tại thời điểm này, lãi suất cao nhất được cho phép là 21% trong lúc CPI tiêu dùng trong 6 tháng đầu

năm là 26,8% so với cùng kì năm trước. Chúng tôi nghĩ rằng họ phải tăng lãi suất cơ bản thêm 1 lần nữa trong quý 3. Chính phủ mới đây vừa chuyển sang chính sách lãi suất theo cơ chế thị trường, do đó họ sẽ phải nhanh chóng điều chỉnh lãi suất theo điều kiện thị trường.

- **Cam kết rằng cán cân thanh toán sẽ dương trên cơ sở dòng vốn FDI và ODA mạnh** – Trong khi thâm hụt tài khoản vãng lai hiện nay đang tăng dần, cán cân thanh toán của Việt Nam vẫn thặng dư nhờ vào sự tăng trưởng ổn định trong việc giải ngân vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài, dòng vốn ODA và kiều hối. Kết quả là chính phủ tuyên bố Việt Nam có cán cân thanh toán thặng dư khoảng 3 tỷ USD trong quý 1. Vốn ODA thu hút năm nay vào khoảng 3 tỷ USD. Do thiếu tín dụng, các nhà nhập khẩu và xuất khẩu đều đang trải qua một giai đoạn khó khăn. Do đó với một tài khoản vốn không có dấu hiệu suy yếu, chính phủ tin rằng cán cân thanh toán có thể có thặng dư kể từ quý 3 về sau. Điều này theo chúng tôi có vẻ hơi tham vọng.
- **Tăng trưởng GDP năm 2008 đạt 7%** - Đây là mức thấp hơn mục tiêu đầu tiên 8,5%-9% nhưng có thể vẫn còn hơi cao. Với sự thắt chặt tín dụng và khó khăn mà các nhà nhập khẩu và xuất khẩu đang phải đối mặt, chúng tôi nghĩ rằng tốc độ tăng trưởng GDP trong quý 2 sẽ giảm mạnh. Nói một cách thẳng thắn, điều này là tự nhiên và tăng trưởng GDP giảm 1 năm là cái giá thấp để có thể đưa lạm phát trở lại lộ trình cũ.
- **Cắt giảm mạnh hơn chi tiêu chính phủ** – Họ tuyên bố đã cắt 10% chi tiêu chính phủ và sẽ tiếp tục cắt giảm thêm 10% cho đến cuối năm. Và

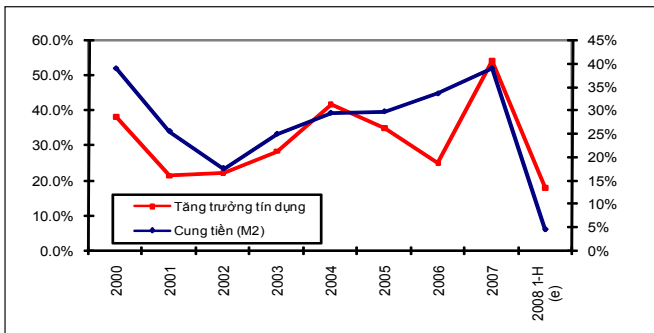
25% các dự án công cộng đã bị đình lại. Chúng tôi mới ghé thăm công ty cổ phần bê tông 620 Châu Thới (BT6) vốn phụ thuộc khá lớn và các dự án cơ sở hạ tầng của chính phủ và họ khẳng định rằng rất nhiều dự án đang bị hoãn lại. Đây không chỉ là 1 ví dụ quan trọng mà còn có ý nghĩa giảm bớt nhu cầu nhập khẩu thép và clinker.

- **Quan điểm về tiền tệ là vẫn cứng rắn** - Các nhà chức trách sẽ tiếp tục siết chặt tăng trưởng tín dụng nhưng các chính sách đúng đắn đã được đưa ra. Tăng trưởng tín dụng đã xẹp xuống từ tháng 4 sau các hoạt động thu hồi tiền mặt của Ngân hàng Nhà nước.
- **Không có chỉ tiêu nào về lạm phát năm 2008 được đưa ra** – Bộ trưởng không đưa ra chỉ tiêu về lạm phát năm 2008 nhưng mục tiêu dài hạn là đưa chỉ số lạm phát trở lại 1 con số càng sớm càng tốt. Chúng tôi luôn tin rằng CPI sẽ đạt đỉnh trong mùa hè.
- **Dự trữ đô la Mỹ đạt 20,7 tỷ** – Mức này có thể bù đắp 2,8 tháng nhập khẩu và chúng tôi tin rằng con số này vẫn ở dưới mức thực tế. Dự trữ thực tế có thể còn cao hơn con số này. Dù sao thì điều quan trọng là họ có quá đủ dự trữ để đối mặt với bất cứ vấn đề gì trong trung hạn. Họ cũng có khả năng tiếp cận với khoản tín dụng 80 tỷ USD từ ngân hàng trung ương ASEAN theo sáng kiến Chiang Mai. Phản ứng của thị trường với các nhận định này là khá tích cực. Tỷ giá phi chính thức USD/VNĐ bắt đầu giảm xuống từ sau cuộc hội thảo. Thị trường đang chờ đợi các động thái nói rộng biên độ trong 1 nỗ lực nhằm đưa tỷ giá chính thức và phi chính thức trở nên thống nhất. Và họ đã đạt được điều đó.

Nói chung, cuộc hội thảo đã tạo ra một bước ngoặt và các nhà chức trách nhận thức được rằng phản hồi đầu tiên của họ có thể còn hơi chậm chạp. Tuy nhiên họ có vẻ hiểu các thách thức hiện tại và phải phát triển một chính sách hỗn hợp đúng đắn để đáp ứng.

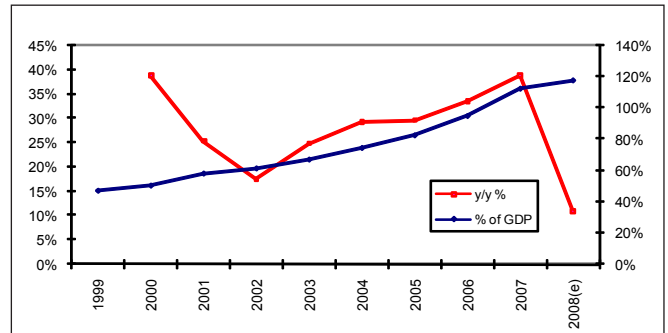
Thách thức tiếp theo của chính phủ là quản lý các khoản tín dụng của khu vực nhà nước và theo dõi các cuộc sát nhập trong hệ thống ngân hàng. Đây là các vấn đề kinh tế vi mô và trên thực tế khó thực hiện hơn do có nhiều bên tham gia.

Biểu 34: Thắt chặt tín dụng tấn công...Cung tiền và tăng trưởng tín dụng (từ 2000-ước tính 6 tháng đầu năm 2008)



Nguồn - CIEM, ước tính của HSC

Biểu 35: Tăng trưởng cung tiền và % tăng GDP



Nguồn - CIEM, ước tính của HSC

Phản ứng kinh tế vĩ mô

Giết con rồng lạm phát mà không cần đốt làng

Lạm phát cần phải được chú ý và đòi hỏi sự phản ứng khéo léo về tiền tệ và tài khóa để đương đầu với nó. Việc này còn phức tạp hơn bởi thực tế là một vài yếu tố chủ đạo như dầu và giá lương thực có tính quốc tế, do vậy nằm ngoài sự kiểm soát trực tiếp của chính phủ; trong khi đó các yếu tố khác như đầu tư quá mức chủ yếu là vấn đề nội địa. Phản ứng ban đầu chưa dứt khoát. Nhưng cả chính sách tài khóa và tiền tệ đều được thắt chặt đáng kể từ quý 1. Hỗn hợp chính sách hiện tại có vẻ thích hợp mặc dù chúng ta còn chưa biết các chính sách tài khóa sẽ đi xa đến mức nào.

Như chúng tôi đã đề cập trước đây, sự thiên vị đang tăng lên trong chính sách là khá mạnh và rất khó để đổi hướng. Cắt giảm các dự án cơ sở hạ tầng lãng phí hay dư thừa là 1 việc, nhưng trên thực tế hầu hết các dự án cơ sở hạ tầng về vận chuyển là cần thiết cho sự phát triển trong tương lai. Do đó một quan điểm chính sách cứng rắn sẽ đi ngược lại khuynh hướng này. Tuy nhiên chúng ta không có sự lựa chọn.

(1) Khóa nguồn tín dụng

Tăng trưởng tín dụng bùng nổ ngoạn mục trong nửa cuối năm 2007 và tiếp diễn cho đến hết quý 1 năm nay. Số dư nợ tăng từ 694 nghìn tỷ đồng (71% GDP) vào cuối năm 2006 lên 1.068 nghìn tỷ đồng (93% GDP) vào cuối năm 2007. Và trong giai đoạn cuối của 6 tháng đầu năm, chúng tôi ước tính dư nợ đã tăng thêm 15% lên tới 1.230 nghìn tỷ đồng.

Và trong số này, khoảng 20-25% là các khoản vay ngoại tệ, chủ yếu là đô la Mỹ. Sự bùng nổ xảy ra trong 2 giai đoạn với các khoản vay VNĐ tăng nhanh chóng từ tháng 10/2007. Sau đó khi lãi suất qua đêm được đẩy lên cao hơn, trọng tâm của các khoản vay chuyển sang USD và bành trướng nhanh chóng cho đến cuối quý 1

năm 2008. Do đó, trong sự mở rộng tín dụng 54% năm ngoái, 2/3 số đó xảy ra vào nửa cuối năm, khiến cho dư nợ trong 6 tháng cuối năm tăng lên 250 nghìn tỷ đồng. Đây là vấn đề khá nghiêm trọng.

Tỷ giá của các khoản vay bằng đô la vẫn được duy trì khá ổn định suốt thời gian này. Các nhà xuất khẩu, nhập khẩu có nhu cầu vốn hoạt động và thích các khoản vay bằng đô la Mỹ. Trong quý 4 năm 2007, khi tín dụng VNĐ bị cắt giảm, rất nhiều nhà kinh doanh cũng vay tiền bằng USD.

Sự bùng nổ tín dụng đô la Mỹ kéo dài thêm 3 tháng, cho đến tháng 3 sau khi các hạn chế được đưa ra. Thậm chí như vậy, trong nửa đầu năm 2008, tăng trưởng tín dụng bằng ngoại tệ đạt khoảng 20%. Tuy nhiên, từ quý 1 việc siết chặt được thực hiện và vào tháng 5/tháng 6, tăng trưởng tín dụng đã giảm sút ở mức 1% mỗi tháng.

May mắn là mặc dù bùng nổ tín dụng, cân đối các khoản gửi/vay bằng cả VNĐ và USD là khá hợp lý. Vietcombank đã ước tính các khoản gửi bằng ngoại tệ hiện nay trị giá 17 tỷ USD, cao hơn 1 chút so với ước tính của chúng tôi về số dư nợ bằng USD trong hệ thống.

Ngân hàng Nhà nước đã cố gắng cắt giảm tăng trưởng tín dụng từ gốc theo nhiều bước:

- (1) Khóa các hợp đồng cho vay có kì hạn để đầu tư chứng khoán vào mùa hè năm ngoái;
- (2) Rút tiền mặt ra khỏi thị trường tiền tệ sử dụng các nghiệp vụ thị trường mở kể từ mùa thu;
- (3) Tăng dự trữ bắt buộc 2 lần kể từ cuối năm ngoái;
- (4) Đặt ra mức trần 30% tăng trưởng tín dụng trong năm 2008
- (5) Nỗ lực viên vông nhằm đặt trần lãi suất huy động trong quý 1;
- (6) Phát hành trái phiếu bắt buộc sau kì nghỉ Tết;
- (7) Rút 50 nghìn tỷ đồng của các ngân hàng quốc doanh trong Kho bạc Nhà nước và chuyển vào Ngân hàng Nhà nước, việc này vẫn đang được thực hiện;

(8) Giới hạn các khoản vay bằng đô la cho các nhà nhập khẩu, xuất khẩu có nhu cầu về ngoại tệ hợp pháp
(9) Tăng lãi suất cơ bản làm 2 lần từ 8,75% đến 14% (Chúng ta sẽ thảo luận vấn đề này sâu hơn ở mục sau).

Quá trình này được thực hiện từng bước một và chỉ thực sự bắt đầu có tác động lên số vay từ giữa tháng 3 năm nay. Trong quý 1, tăng trưởng tín dụng vẫn vào khoảng 11% so với quý trước. Tuy nhiên quý 2 đã giảm xuống đáng kể còn 6% so với quý trước. Hiện nay tăng trưởng tín dụng được cho là dưới 1% hàng tháng.

Ngân hàng Nhà nước rút khoảng 17 nghìn tỷ đồng (1,03 tỷ USD) ra khỏi nền kinh tế trong nửa đầu năm 2008, khiến cho giá trị tiền trong lưu thông vào cuối tháng 6 giảm 7,13% so với cuối năm 2007. Cung tiền M2 tăng chỉ 4,5% so với năm ngoái. Và mục tiêu cả năm là khoảng gấp đôi con số đó.

Toa thuốc về cơ bản là có tác dụng. Trần lãi suất huy động là chính sách duy nhất không kéo dài. Ý tưởng là nhằm cắt giảm tín dụng từ gốc bằng cách giảm tăng trưởng các khoản tiền gửi vào hệ thống ngân hàng. Ý tưởng có vẻ khá hợp lý, nhưng sau đó tiền lại chảy vào nền kinh tế không qua ngân hàng. Tức là đặt nó ra ngoài tầm kiểm soát của chính phủ và phần lớn số này có thể được đầu tư vào vàng hoặc chi vào các hàng hóa tiêu dùng nhập khẩu. Do đó chính sách này có thể thành công trong phạm vi hẹp nhưng sẽ thất bại trong mục tiêu lớn hơn là giảm áp lực lạm phát.

Tuy nhiên nó đã được áp dụng và sau đó bị từ bỏ, minh họa rõ bản chất thực tế của việc xây dựng chính sách. Kiểu tăng trưởng bong bóng này là hiện tượng mới đối với các nhà hoạch định chính sách và sự đối phó được đưa ra có tính thử nghiệm ở mức độ nào đó. Mặc dù không phải lúc nào các chính sách cũng phù hợp, điều đáng mừng là các chính sách không thành công có xu hướng được xếp lại một cách lặng lẽ. Và sự kết hợp hiện tại có vẻ ổn thỏa.

Để thay thế trần lãi suất huy động, Ngân hàng Nhà nước đã đưa ra một chính sách lãi suất tích cực, sử dụng lãi suất kết hợp với nghiệp vụ thị trường mở nhằm kiểm soát thị trường tiền tệ.

Chỉ sử dụng chính sách lãi suất trong trường hợp hiện tại có vẻ khá lạ lùng. Lãi suất cơ bản hầu như không thay đổi hàng năm nay và chỉ sau 2 động thái nhanh chóng trong quý 2, Ngân hàng Nhà nước đẩy mức lãi suất từ 8,75% lên 12% và sau đó là 14%. Một lãi suất quan trọng khác cũng được tăng theo. Lãi suất cho vay được đặt trần ở mức 150% lãi suất cơ bản và quy định này hiện nay được thi hành một cách chặt chẽ. Các

ngân hàng cố gắng nâng lãi suất cho vay bằng cách tăng thêm các loại phí mới đây đã bị phạt bởi sự cảnh giác chưa từng có của Ngân hàng Nhà nước. Giám đốc chi nhánh Hồ Chí Minh của 2 ngân hàng vừa bị mất việc vì đã làm như vậy.

Tuy vậy, mặc dù lãi suất cho vay ở mức xung quanh 21%, lãi suất thực ở Việt Nam vẫn âm. Lãi suất huy động nhích dần lên một cách ổn định kể từ lần cuối tăng lãi suất cơ bản và một ngân hàng mới đưa ra mức lãi suất huy động 20%. Giai đoạn này không kéo dài do Ngân hàng Nhà nước can thiệp và định hướng mức lãi suất huy động trung bình thấp hơn 17%-18%.

Sự chênh lệch lãi suất này gần bằng hoặc thấp hơn mức hòa vốn của nhiều ngân hàng thương mại. Trong tháng 6/tháng 7, chính sách tích cực của Ngân hàng Nhà nước bán đô la lấy tiền đồng đã tăng thêm áp lực lên lãi suất do sự thiếu hụt tương đối của VNĐ trong hệ thống ngân hàng, đẩy mức lãi suất cho vay qua đêm đến mức cao nhất trong vòng 6 tháng là trên 20%.

Để chống lại việc này, họ đề xuất một thỏa thuận trao đổi cho phép các ngân hàng đổi đô la lấy tiền đồng. Và lãi suất qua đêm nhanh chóng giảm xuống 12% trong 2 tuần qua. Sự điều chỉnh ổn định tính thanh khoản của thị trường nhằm định hướng lãi suất thị trường đánh dấu 1 quan điểm mới của Ngân hàng Nhà nước, thực hiện các điều chỉnh chính sách nhỏ phù hợp với thị trường.

Việt Nam từ lâu đã có đường lợi tức nghịch, và kiểu đường lợi tức như vậy không cho biết nhiều về xu hướng lạm phát trong tương lai như quý vị nghĩ. Thông thường, nhu cầu bị lệch nhiều về phía trái phiếu ngắn hạn do đây là nơi mà các ngân hàng và chính phủ lấy vốn cho phần lớn các yêu cầu tài trợ hiện nay. Cho đến bây giờ không có một chương trình phát hành trái phiếu chính phủ dài hạn định kỳ nào.

Trong cuộc chiến chống lại lạm phát, chính phủ đã giữ trái phiếu ngắn hạn trong quỹ công trái nhà nước trong một thời gian, do đó đẩy lãi suất cao lên vào cuối kì. Lợi tức trong dài hạn cũng tăng lên nhưng chậm hơn nhiều. Cho đến gần đây, trái phiếu dài hạn được định giá 200 điểm cơ sở thấp hơn ngắn hạn. Hiện nay khoảng cách đã được thu hẹp lại.

Tất cả những điều này có tác động vào tăng trưởng tín dụng. Đã được giao một mức tăng trưởng trong quý 1, tăng trưởng tín dụng và phải bức tường trong tháng 4 và phải tháo lui kể từ đó. Một phần do kết quả áp lực của Ngân hàng nhà nước nhưng tự các ngân hàng cũng trở nên rất thận trọng trong việc cho vay trong một môi trường khó khăn.

Nhu cầu cho vay cũng giảm xuống. Lãi suất của các khoản vay ngắn hạn hiện hành được đặt lại ở mức cao hơn nhiều khi chúng đáo hạn (mỗi 3 hoặc 6 tháng). Hầu hết các trường hợp tính lại đều tăng lãi suất hàng tháng từ 1,1%-1,2% lên 1,7%-1,8%. Mức tăng lãi suất 50% hàng tháng khiến nhiều người vay bị đau tim.

Trong 6 tháng cuối năm, chúng tôi tin rằng tăng trưởng tín dụng sẽ tiếp tục nhích lên ở mức tăng trưởng trung bình hiện nay là 0,5%-1% mỗi tháng. Một vài ngân hàng đã đến giới hạn 30% của cả năm. Họ đã bị ra lệnh rõ ràng phải dừng việc tăng trưởng tín dụng, một dấu hiệu chắc chắn rằng giới hạn 30% sẽ được thi hành nghiêm ngặt. Do đó trong trường hợp này chúng tôi dự đoán tăng trưởng tín dụng sẽ không vượt quá 30% cho đến cuối năm. Tỷ lệ 10%-11% đã đạt được trong quý 1, và khoảng 19% trong nửa đầu năm, có nghĩa là tăng trưởng tín dụng trong nửa cuối năm sẽ chậm lại một cách nhanh chóng xuống 10%. Tuy nhiên mới đây chúng tôi nghe được rằng Ngân hàng Nhà nước có thể mở rộng mục tiêu lên 40% nhằm hỗ trợ các nhà xuất khẩu. Tức là các khoản vay có chọn lọc sẽ được dành cho các khách hàng được ưu tiên. Chúng ta sẽ chờ đợi xem biện pháp này sẽ có tác dụng thể nào trong thực tế.

Tự các ngân hàng cũng đã có nhiều hành động nhằm giảm bớt sự nhạy cảm với các khu vực rủi ro của nền kinh tế như bất động sản và xây dựng. Với 60% tổng các khoản vay trong hệ thống ngân hàng là ngắn hạn có xu hướng trung bình chung ít hơn 6 tháng, các ngân hàng có khả năng lợi dụng điều này bằng cách từ chối cho gia hạn các khoản vay đối với một số khách hàng họ cho là có rủi ro cao. Phải nói thật rằng điều này dễ nói hơn là làm và tác động của việc này chủ yếu ở bên lề.

Thất chặt tín dụng sẽ cần 1 thời gian để tác động lên nền kinh tế. Cục dự trữ liên bang Mỹ luôn ước tính rằng cần phải mất từ 6-9 tháng hay 2-3 quý để một sự thay đổi lãi suất lan truyền vào toàn bộ nền kinh tế. Đó là với nền kinh tế đã phát triển, và chúng ta tự hỏi liệu các tác động trong nền kinh tế đang phát triển sẽ nhanh hơn hay chậm hơn.

Chúng tôi nghĩ rằng các tác động sẽ tấn công nền kinh tế nhanh hơn do nền kinh tế đơn giản hơn và các lựa chọn thay thế cho tín dụng cũng ít hơn. Tăng trưởng xuất khẩu đã phản hồi bằng sự giảm tốc đột ngột từ tháng 3/2008. Thiếu hụt các thư tín dụng (LC) làm tổn thương khá nặng nề tới các nhà nhập khẩu và xuất khẩu. Tuy nhiên các chỉ số khác như sản xuất công nghiệp, bán lẻ, và cả lợi nhuận doanh nghiệp vẫn khá mạnh mẽ. Chúng ta cần thấy sự suy giảm trong các chỉ số này thì mới có thể tuyên bố thành công được. Chúng tôi tin rằng các chính sách hiện nay sẽ lan truyền trong toàn bộ nền kinh tế từ quý 3, sớm hơn một chút so với kế hoạch. Và tăng trưởng GDP trong nửa cuối năm sẽ phản ánh đầy đủ tình trạng tín dụng chặt chẽ hiện nay.

Chúng tôi vẫn dự đoán rằng lãi suất cơ bản có thể sẽ tăng 1 hoặc 2 lần nữa trong quý 3. Và chúng tôi không chờ đợi bất cứ sự nới lỏng nào trong chính sách tín dụng cho đến đầu quý 4 hoặc khả năng cao hơn là quý 1/2009. Khi lãi suất cơ bản tăng lên, chúng tôi chờ đón sự kết hợp giữa cắt giảm lãi suất, nới lỏng yêu cầu về dự trữ và bãi bỏ các giới hạn về tăng trưởng tín dụng.

(2) Chặt vây cánh của các doanh nghiệp nhà nước

Nằm ngoài sự cho phép của chính phủ, khu vực kinh tế nhà nước năm 2007 là yếu tố lớn nhất đóng góp vào tình trạng nền kinh tế nóng năm ngoái. Tín dụng ngân hàng thấp và dễ dàng, sự thiên vị rõ ràng của các nhà làm chính sách và triển vọng lợi nhuận lớn từ cổ phiếu sau khi cổ phần hóa đã tiếp năng lượng cho cơn say đầu tư vào các tập đoàn nhà nước. Việc này được tài trợ chủ yếu từ vốn vay.

Việc tìm kiếm cơ hội cải thiện lợi nhuận nghèo nàn khiến họ đã đi quá xa khỏi ngành kinh doanh chính và bước vào các lĩnh vực mới như bất động sản, cơ sở hạ tầng và dịch vụ tài chính. Họ đã bị mê muội bởi những hứa hẹn về mức lợi nhuận cao hơn, và các ngân hàng nhà nước cũng có vẻ vui vẻ để trả tiền cho những cuộc mạo hiểm này.

74 doanh nghiệp nhà nước lớn nhất, được coi là chủ chốt của khu vực kinh tế nhà nước, gồm cả 7 tập đoàn nhà nước khổng lồ, công bố doanh thu nửa đầu năm 2008 là 510,8 nghìn tỷ (30,3 tỷ USD), tăng trưởng 51% so với cùng kì năm ngoái. Lợi nhuận gộp trước thuế tăng 72% so với năm trước, lên đến 76,3 tỷ đồng (4,5 tỷ USD). Cái giá của việc này khá cao, 74 doanh nghiệp nhà nước chủ yếu này đã vay gần 514,5 nghìn tỷ đồng (30,5 tỷ USD), cao gấp 1,35 lần tổng số vốn của chúng.

Kết quả mang lại khá giật mình. Con số thống kê được đưa ra bởi Ban chỉ đạo Đổi mới và Phát triển doanh nghiệp, thuộc Bộ Tài chính cho thấy tổng đầu tư ra ngoài ngành kinh doanh cốt lõi từ các tập đoàn và doanh nghiệp nhà nước lên đến 117 tỷ đồng (7,3 tỷ USD) và 28 trong số 74 tập đoàn đã bơm 23 nghìn tỷ đồng vào chứng khoán, ngân hàng và bảo hiểm. Việc này được thực hiện quá nhanh.

Một báo cáo quan ngại khác, Ban chỉ đạo Đổi mới và Phát triển doanh nghiệp nhà nước tuyên bố rằng cho đến cuối năm 2007, 16 tập đoàn nhà nước đầu tư 4,96 nghìn tỷ đồng (312,5 triệu USD) vào ngân hàng, 12 tập đoàn đầu tư 6,5 nghìn tỷ đồng (406,25 triệu USD) vào bảo hiểm và các ngành kinh doanh tài chính khác. Và 13 tập đoàn bỏ 2,3 nghìn tỷ vào các dự án bất động sản.

Một trong những tập đoàn năng nổ nhất là Vinashin, doanh nghiệp đóng tàu này đã đầu tư 3,3 nghìn tỷ (206,25 triệu USD) vào các ngành kinh doanh chứng khoán, ngân hàng, và bất động sản. Vinashin tự công bố một con số khiêm tốn hơn là 2,3 nghìn tỷ đồng (137,5 triệu USD).

Dù thế nào thì 3,3 nghìn tỷ đồng đầu tư cũng cao gấp 1,1 lần tổng vốn của nó. Nhưng đó không phải là cơn say duy nhất cần phải điều trị. Kết quả của sự mê muội này là rất nhiều doanh nghiệp và tập đoàn kinh tế có hệ số nợ/vốn chủ sở hữu quá cao. Trong đó bao gồm cả Cienco 5 với 42 lần, Cienco 1 với 2,5 lần, Vinashin như vừa kể trên là 21,8 lần và nhà thầu xây dựng khổng lồ Lilama với 21,5 lần theo số liệu từ các phương tiện thông tin đại chúng.

Chính phủ đã bắt đầu kiểm soát. Thủ tướng chính phủ Việt Nam đã yêu cầu các doanh nghiệp và tập đoàn kinh tế nhà nước cung cấp danh mục chi tiết các khoản đầu tư của chúng vào lĩnh vực tài chính. Các doanh nghiệp nhà nước bị yêu cầu không được đầu tư quá 30% vốn vào các ngành ngoài lĩnh vực kinh doanh chính.

Và các nhà kiểm toán đang xem xét tình hình. Kiểm toán nhà nước Việt Nam đã kiểm toán các khoản đầu tư của doanh nghiệp nhà nước trong các ngành ngoài lĩnh vực kinh doanh chính. Hiện nay họ đang tập trung vào 3 tập đoàn là Tập đoàn Điện lực, (EVN), Tập đoàn Than và Khoáng sản, và Tổng công ty Hàng hải Việt Nam (Vinalines). Trong nỗ lực nhằm kiềm chế lạm phát 2 con số, các doanh nghiệp nhà nước lớn đã hoãn 609 dự án có tổng trị giá gần 34,2 nghìn tỷ đồng (2 tỷ USD).

Tích cực nhất trong số đó có thể là Vinashin. Họ có vẻ như đã mở rộng hơi quá mức và phải quyết định đình chỉ hoặc hủy bỏ tổng cộng 49 dự án trị giá 6,5 nghìn tỷ đồng. Tập đoàn khẳng định đây đơn thuần chỉ là sự phản hồi trước yêu cầu của chính phủ về việc tập trung vào ngành kinh doanh cốt lõi. Trên thực tế chúng tôi nghi ngờ rằng các ngân hàng như BIDV không sẵn sàng hỗ trợ bất cứ dự án nào nữa.

Họ cũng rút khỏi liên doanh với tập đoàn Posco của Hàn Quốc nhằm phát triển một nhà máy sản xuất thép trị giá 4 tỷ USD ở vịnh Vân Phong, Khánh Hòa. Trước đó, Vinashin có kế hoạch đầu tư 1 tỷ USD vào dự án này. Và họ cũng phải rút khỏi một dự án lớn khác như cảng Hòn La ở Quảng Bình và Ngân hàng cổ phần Công nghiệp Việt Nam.

Các doanh nghiệp nhà nước khác đang hành động nhưng chúng tôi nghĩ họ cần phải tích cực hơn nữa. Petrol Việt Nam thông báo rằng nó đã dừng hoặc hoãn 112 dự án có tổng vốn 6 nghìn tỷ đồng (365,85 triệu USD), chiếm gần 20% tổng kế hoạch đầu tư.

Một doanh nghiệp nhà nước quan trọng khác, EVN cho biết mới đây tập đoàn đã chi chỉ 3,54%, tương đương 1.77 tỷ đồng (107,272 triệu USD) trong tổng số vốn 50 nghìn tỷ (3,13 tỷ USD) vào các lĩnh vực không phải năng lượng. Họ đã góp vốn vào Ngân hàng thương mại cổ phần An Bình (ABBank), Công ty chứng khoán An Bình,

và Công ty chứng khoán Hà Thành; và đang tiến hành thành lập công ty Tài chính Điện lực (EVNFC). Con số này có vẻ khá khiêm tốn.

Cùng lúc đó EVN tuyên bố sẽ hủy bỏ 500 dự án trị giá 1,8 nghìn tỷ (112,5 triệu USD), hay tương đương với 4,18% tổng kế hoạch đầu tư của năm nay. EVN có thể được coi là ngoại lệ do nhu cầu cấp thiết về các nhà máy năng lượng.

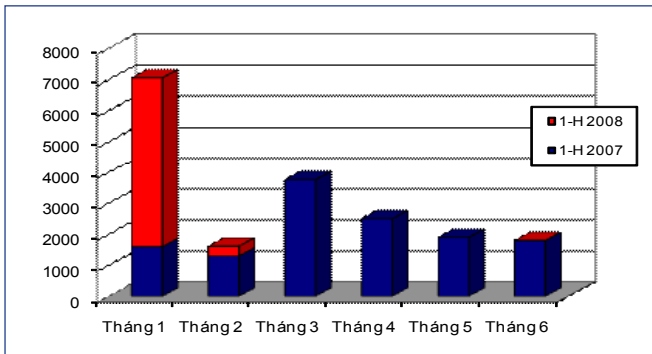
Nói chung, chúng tôi chờ đợi nhiều sự đình hoãn và sau đó là phát mãi tài sản khi các doanh nghiệp nhà nước bị buộc phải tập trung trở lại vào các ngành kinh doanh chính. Quá trình này sẽ rất đau đớn, ít nhất là với các ngân hàng nhà nước đã cho vay tích cực nhất. Và các doanh nghiệp nhà nước có vẻ như là nguồn gốc chính của các món nợ khó đòi sẽ diễn ra trong tương lai.

Khoản nợ 514 nghìn tỷ (30,5 tỷ USD) của các doanh nghiệp nhà nước lớn chiếm khoảng 40% tổng dư nợ hiện nay. Phần lớn số này được vay từ khu vực kinh tế nhà nước.

Câu hỏi tất yếu là khoản nợ này sẽ được nhà nước bảo lãnh đến mức độ nào. Hiện nay cả người vay và người cho vay đều hành động dưới sự bảo lãnh ngầm hiểu của chính phủ.

Do vậy trên thực tế, một cánh tay của chính phủ là các doanh nghiệp nhà nước, đang nợ cánh tay kia, là các ngân hàng nhà nước. Điều này sẽ ngăn chặn vấn đề trượt ra ngoài tầm kiểm soát. Tuy nhiên đây là vấn đề gây đau đầu lớn và sẽ tốn cả tiền bạc và thời gian để giải quyết.

Biểu 37: Phát hành trái phiếu kho bạc nửa đầu năm 2008 & 2007



Nguồn - HSC

(3) Cắt giảm chi tiêu chính phủ

Các doanh nghiệp nhà nước không phải là phần duy nhất của khu vực nhà nước phải cắt giảm chi tiêu. Chính phủ cũng đã thực hiện 1 vài cắt giảm nhỏ như được thấy trong kế hoạch phát hành trái phiếu kho bạc, giải ngân vốn ODA, và mức độ hỗ trợ các dự án cơ sở hạ tầng của quốc gia và ở địa phương.

Phần lớn đây là các chi tiêu cần thiết nhằm cải thiện hệ thống vận tải không đồng bộ và nâng cấp hệ thống cấp thoát nước. Tuy nhiên chính phủ phải thực hiện điều mà nó đã chủ trương, nghĩa là phải tiết chế trong thời điểm hiện tại.

Trong nửa đầu năm, chi tiêu ngân sách nhà nước lên đến 192,5 nghìn tỷ đồng (12 tỷ USD), tăng 11,3% so với năm trước, chiếm khoảng 48,3% dự tính cả năm. Chi tiêu cho đầu tư phát triển là 42,5 nghìn tỷ, tương đương 42,7% mục tiêu hàng năm.

Chính phủ đã yêu cầu các bộ, ngành và địa phương cắt 10% đầu tư công cộng và 25% trái phiếu chính phủ tài trợ cho đầu tư. Khoản đầu tư trị giá 17 nghìn tỷ đồng đã bị hoãn lại. Một nửa trong số đó là các dự án được tài trợ từ trái phiếu chính phủ. Trong số đó, các tỉnh và địa phương đã cắt bỏ 2,7 nghìn tỷ đồng. Ở trung ương, bộ Kế hoạch và Đầu tư thông báo đã đình chỉ 1700 dự án có tổng vốn 5,6 nghìn tỷ đồng.

Có cả hiệu ứng đẩy và kéo ở đây. Chi phí đầu vào bùng nổ, đặc biệt là nguyên vật liệu xây dựng làm hoãn lại nhiều dự án do vượt quá ngân sách. Đây là cách nó đã diễn ra. Khi chi phí tăng vượt ra ngoài khối lượng được phân bổ, các dự án bị ép dừng lại trong lúc tìm kiếm thêm các nguồn tài trợ từ trung ương. Và nếu vốn bổ sung không đến kịp thì các dự án đơn giản là bị loại bỏ.

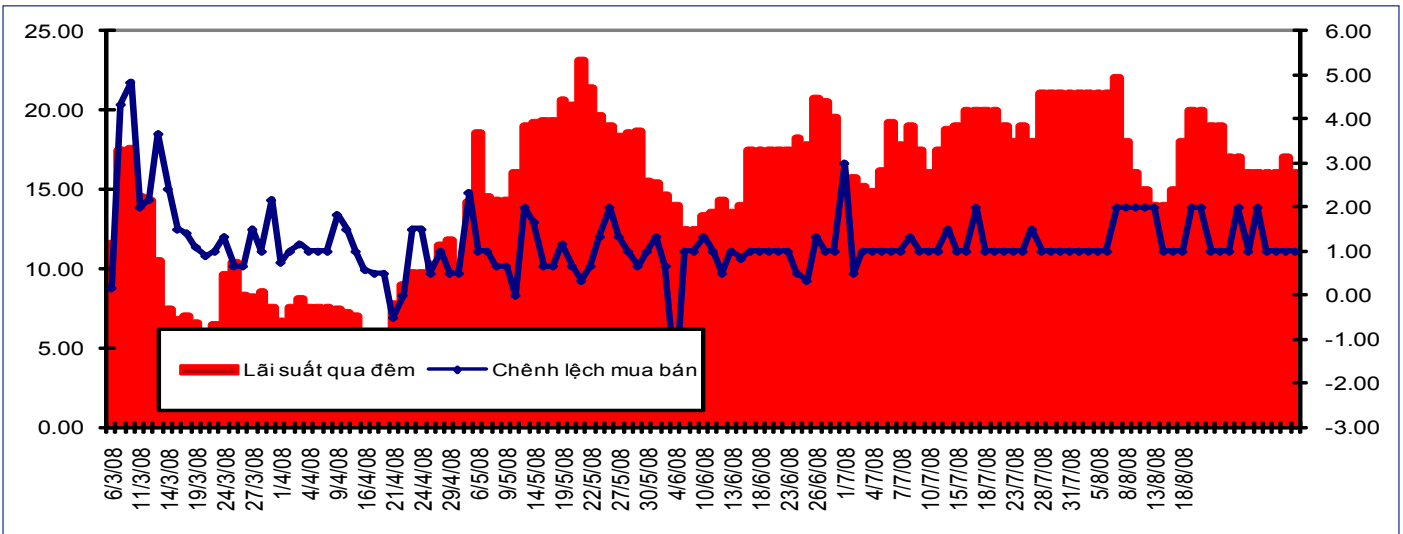
Thêm vào đó, trung ương đã yêu cầu chính quyền địa phương lên danh sách các mục đầu tư không cần thiết hoặc ít được ưu tiên để hoãn lại. Một vài chuyên gia kinh tế đã cho rằng sự cắt giảm cho đến nay vẫn chưa hiệu quả nhưng cũng cần phải nhớ rằng Việt Nam rất cần phải nâng cấp hệ thống cơ sở hạ tầng cho tương lai. Cơ sở hạ tầng nghèo nàn thực ra là lạm phát do nó làm tăng chi phí vận chuyển.

Và dĩ nhiên là các yêu cầu cấp vốn ít đi, và Bộ Tài chính đã giảm thêm 9,3 nghìn tỷ đồng (khoảng 563 triệu USD) trong chương trình phát hành trái phiếu chính phủ năm 2008, tức là 25% mục tiêu huy động vốn của năm nay. Các bạn có thể thấy từ biểu 37 bên trên, sau nhiều hành động trong tháng 1, chính phủ không thể phát hành nhiều trái phiếu. Lãi suất thấp là 1 lý do. Dù thế nào bạn không thể tiêu dùng cái mà bạn không có.

Chính phủ từ lâu đã có quan điểm rằng khu vực tư nhân có thể tham gia lấp đầy các thiếu hụt về tài chính trong nhiều dự án cơ sở hạ tầng và cuối cùng bộ Tài chính đã ban hành một nghị định về đầu tư theo hình thức BOT (Xây dựng-Vận hành-Chuyển giao), BO (Xây dựng-Vận hành) và BT (Xây dựng-Chuyển giao). Theo đó, một vài dự án hiện nay đang dựa vào ngân sách nhà nước sẽ được chuyển sang mô hình BOT.

Do đó chúng ta có thể nhìn thấy sự giảm tốc trong chi tiêu chính phủ và cả sự chuyển đổi các dự án cơ sở hạ tầng được cấp vốn công sang phương thức hỗn hợp trong đó vốn tư nhân đóng vai trò quan trọng hơn.

Biểu 39: Ổn định ở mức cao....Lãi suất qua đêm và chênh lệch mua/bán



Nguồn - HSC, website các ngân hàng

Cơ lõi đang rút - Cái nhìn về thị trường tiền tệ và tài sản tương lai

Chuyên gia tiền tệ- Kelly Wong

Tổng quan

Lời cảnh báo từ nước ngoài về 1 cuộc khủng hoảng và sự lây lan là quá sớm. Tâm lý trong nước đã được xoa dịu và thị trường tiền tệ gần đây đã được ổn định và đang ở đúng hướng với dự đoán cho cả năm của chúng tôi.

Thị trường tiền tệ và lãi suất

Lãi suất cơ bản tăng lên 14% ban đầu đã đặt áp lực tăng lên lãi suất thị trường. Lãi suất qua đêm tăng 300-400 điểm cao hơn mức trung bình, phản ứng lại với chính sách lãi suất cao hơn. Tuy nhiên hiện nay lãi suất cho vay qua đêm trên thị trường liên ngân hàng đã ổn định lại ở mức 12-14%. Điều này phản ánh việc tiến hành các thỏa thuận trao đổi cho phép một số ngân hàng đổi đô la lấy tiền đồng và cải thiện tính thanh khoản tiền đồng trong ngắn hạn. Cầu vẫn còn thấp với mức tăng trưởng tín dụng giảm tốc chỉ còn xung quanh 1% một năm. Có một vài ý kiến cho rằng sự giảm lãi suất này được dẫn dắt bởi chính sách hơn là do thị trường, được ủng hộ bởi thực tế là tính thanh khoản trên thị trường vẫn còn rất khó khăn.

Xu hướng giảm lãi suất gần đây ban đầu được dẫn dắt bởi BIDV, ngân hàng đầu tiên được nhận hỗ trợ tiền đồng từ Ngân hàng Nhà nước. Cho đến thời điểm hiện nay, lãi suất qua đêm tiếp tục xu hướng giảm xuống nhưng đường cong lãi suất 6 tháng vẫn duy trì xung quanh 18% cho thấy sự đánh giá sai về tính thanh khoản qua đêm là thủ phạm chính.

Câu hỏi chính trong những tháng tới là liệu các cải thiện kinh tế vĩ mô có ru ngủ các nhà làm luật trong một nhận định sai về các kết quả đã đạt được và chính sách lãi suất sẽ tiếp tục giữ ngang bằng hoặc giảm xuống suốt cả năm. Chúng tôi hi vọng là không. Chúng tôi tiếp tục tin rằng lãi suất cơ bản cần được tăng lên 1 lần nữa để thực sự kiềm chế lạm phát và quy tắc hóa hệ thống. Chúng tôi sẽ theo dõi xu hướng lạm phát cơ bản trong vài tháng tới do đây có thể là ngòi nổ cho việc này. Các xu hướng này đang tăng từng bước kể từ tháng 7 và đáng lo ngại cho dù lạm phát tiêu dùng đã bắt đầu lắng xuống.

Lo ngại chính của chúng tôi là các yêu cầu tăng hỗ trợ và tín dụng sẽ mạnh hơn mối quan tâm về CPI. Như vậy là quá vội vã.

Thị trường Ngoại hối

Việc mở rộng biên độ giao dịch từ 1-2% hoàn toàn thống nhất với mục tiêu của Ngân hàng Nhà nước nhằm thu hẹp lại khoảng cách giữa thị trường chính thức và phi chính thức. Sự chênh lệch giữa giá mua vào và bán ra cũng đã giảm xuống đáng kể, bây giờ ở mức 50 đồng so với đỉnh cao là 800 đồng hồi tháng 6. Thị trường đang ở trạng thái tốt hơn nhiều so với vài tháng trước đây, nhờ Ngân hàng Nhà nước chủ động bán đô la cho thị trường.

Dấu sao, sự chủ động can thiệp định kỳ này đã nhanh chóng có tác dụng lên cả thị trường chính thức và phi chính thức, làm giảm giá VNĐ xuống 1000-1500 đồng.

Mặc dù vậy, nhu cầu về thanh khoản cao đã quay trở lại thị trường ngoại hối. Trong khi trước mắt có vẻ thiếu nguồn tài trợ cho thị trường, chúng tôi phát hiện ra các

ngân hàng có vẻ thiếu tự tin trong việc khôi phục lại các giao dịch với nhau. Sau 2 tháng bất ổn định cao, chúng ta vừa bước vào 1 giai đoạn được mô tả là tâm lý dự trữ, do các ngân hàng giao dịch đang ở tư thế dự trữ và chỉ cung cấp nhỏ giọt cho các khách hàng doanh nghiệp tốt nhất. Các nhà làm luật hiện nay có vẻ khá hài lòng. Họ đã có điều họ muốn: 1) Họ đã bơm thêm tính thanh khoản đang thiếu hụt vào thị trường chính thức, thu hẹp lại chênh lệch và tạo ra phần nào một hệ thống thanh toán chức năng. 2) Dạy cho các nhà đầu cơ nhỏ rằng Ngân hàng Nhà nước kiểm soát thị trường ngoại hối.

Nhưng điều mà họ chưa đạt được là sự trở lại của bên thứ 3 hay tính thanh khoản liên ngân hàng trở lại thị trường. Hiện nay Ngân hàng Nhà nước đang cung cấp phần lớn tính thanh khoản hàng ngày, chứng tỏ rằng sự tự tin vẫn chưa trở lại hoàn toàn. Có lẽ cần 1 thời gian trước khi điều này xảy ra. Trong lúc này, một vài nhà đầu tư nước ngoài đã trở lại, tìm kiếm cơ hội mua trái phiếu chính phủ nhưng khối lượng vẫn còn khá khiêm tốn.

Thị trường trái phiếu

Đường cong lợi tức đã trượt xuống khi đồng Việt Nam mạnh lên. Chúng ta thấy lợi tức trái phiếu chính phủ 5 năm giảm từ 23% trong tháng 6 còn 16-17% ở hiện tại. Và chúng ta hiện nay đang thấy nhiều hoạt động hơn. Với tỷ giá USD/VNĐ đang ổn định, việc đầu cơ lãi suất có vẻ không phải là 1 ý kiến tồi, đặc biệt là đối với những ai chưa bị ảnh hưởng trong những tháng trước.

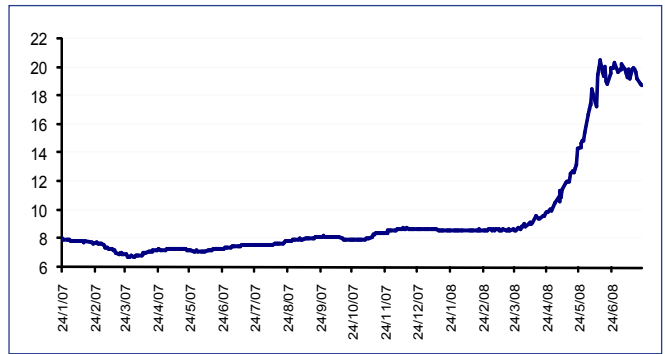
Một vài nhà đầu tư đã có ý đồ này, hi vọng rằng các nhà làm luật cuối cùng sẽ kiểm soát được tình hình. Mặc dù, chúng ta có thể thấy sự giảm sút trong tương lai, các hành động cực đoan như đã thấy trong tháng 5/tháng 6 đã không còn kể từ nửa đầu tháng 7. Các rủi ro chủ yếu vẫn tồn tại do Việt Nam vẫn là 1 nền kinh tế cực đoan, và quá khứ tài chính mới đây của nó đầy sóng gió với các giai đoạn dư cung hoặc dư cầu, mà ít khi cân bằng.

Quan điểm của chúng tôi về 6 tháng tới:

Tiền Việt Nam - Tiền đồng sẽ trở nên ổn định hơn kể từ nay, mặc dù chúng ta không thể loại trừ sự mất giá trong tương lai. Nói chung, việc thiếu vắng các hoạt động đầu cơ nhỏ đảm bảo một thị trường êm ả hơn. Sự can thiệp chính sách đã có tác dụng loại bỏ hoạt động đầu cơ nhỏ là nguyên nhân chủ yếu của các vấn đề gặp phải trong quý 2. Hiện nay khi nhập khẩu thấp, và thị trường có vẻ ít mất ổn định, nguy cơ tháo chạy của đồng USD được nới lỏng một cách đáng kể.

Thị trường tiền tệ- Tín dụng nên duy trì chặt và không nên tăng trưởng trở lại cho đến tận năm 2009. Chúng tôi hi vọng lãi suất tiếp tục duy trì ở mức cao và thậm

Biểu 40: Lợi tức trái phiếu chính phủ Việt Nam kì hạn 5 năm (%)



Biểu 41- Dự kiến kết quả kinh doanh cả năm 2008

Dự kiến kết quả kinh doanh 2008- 20 công ty hàng đầu về quy mô vốn và các chỉ tiêu chọn lọc khác

Công ty	6 tháng đầu n	6 tháng cuối n	Nhận định
1 Eximbank	Đạt mục tiêu	Dưới mục tiêu	Lợi nhuận từ giao dịch vàng và ngoại tệ bù đắp thu nhập từ lãi suất thấp hơn
2 ACB	Dưới mục tiêu	Dưới mục tiêu	Đa dạng hóa thu nhập bao gồm vàng giúp đẩy mạnh kết quả. Kết quả nửa đầu năm đạt 40% mục tiêu cả năm
3 STB	Dưới mục tiêu	Dưới mục tiêu	Lợi nhuận từ giao dịch vàng và trái phiếu nhưng đầu tư cổ phiếu giảm mạnh. Kết quả nửa đầu năm đạt 36% mục tiêu cả năm 2008
4 VNM	Đạt mục tiêu	Đạt mục tiêu	Lợi nhuận từ các ngành kinh doanh chính được cải thiện bù đắp thu nhập từ tài chính thấp
5 VSH	Vượt mục tiêu	Vượt mục tiêu	Thời tiết thuận lợi nâng cao sản lượng điện
6 VIC	Dưới mục tiêu	Dưới mục tiêu	Các nguồn hàng hiện tại sẽ cần thêm thời gian để mang lại lợi nhuận trong lúc thu nhập từ các khoản đầu tư tài chính nhỏ
7 KBC	Đạt mục tiêu	Đạt mục tiêu	Thu nhập từ cơ sở hạ tầng tốt, nhưng chi phí xây dựng ảnh hưởng tới lợi nhuận
8 PVD	Vượt mục tiêu	Vượt mục tiêu	Thu nhập trong nửa đầu năm nay đạt 55,27% kế hoạch năm. Lợi nhuận đạt 71% kế hoạch.
9 DPM	Vượt mục tiêu	Vượt mục tiêu	Giá dầu ra tăng và chi phí đầu vào thấp nâng cao lợi nhuận
10 PPC	Vượt mục tiêu	Vượt mục tiêu	Vận hành với công suất cao mà không cần tạm ngừng để bảo dưỡng. Khoản vay ngoại tệ đồng Yên thua lỗ khá nan giải
11 HPG	Vượt mục tiêu	Vượt mục tiêu	Giá dầu ra tăng và chi phí đầu vào thấp nâng cao lợi nhuận
12 KDC	Đạt mục tiêu	Đạt mục tiêu	Lợi nhuận bị ảnh hưởng bởi giá dầu vào tăng nhưng mục tiêu năm 2008 đã được hạ thấp từ đầu
13 ITA	Đạt mục tiêu	Dưới mục tiêu	Dự án Tân Đức sẽ mang lại lợi nhuận sau khi việc phát triển cơ sở hạ tầng hoàn tất
14 CII	Dưới mục tiêu	Dưới mục tiêu	Đầu tư tài chính và bất động sản. 2 nguồn thu nhập chính sẽ bị ảnh hưởng nghiêm trọng
15 FPT	Đạt mục tiêu	Đạt mục tiêu	Sự thua lỗ dự tính trong phân phối được bù đắp bởi lợi nhuận đáng kể từ phần mềm và viễn thông. Nửa đầu năm gần đạt mục tiêu
16 SSI	Dưới mục tiêu	Dưới mục tiêu	Thị trường giảm trong quý 2 ảnh hưởng tới hoa hồng của các nhà môi giới và lợi nhuận giao dịch
17 ANV	Dưới mục tiêu	Dưới mục tiêu	Lợi nhuận dưới mức mục tiêu do chi phí lãi suất cao hơn và không được bù đắp từ lợi nhuận về tiền tệ.
18 PVS	Đạt mục tiêu	Đạt mục tiêu	Giá nhiên liệu cao hơn được bù đắp bởi nhu cầu về kho chứa và dịch vụ cảng
19 DPR	Vượt mục tiêu	Vượt mục tiêu	Giá dầu ra tăng thúc đẩy lợi nhuận
20 TRC	Vượt mục tiêu	Vượt mục tiêu	Sự kết hợp giữa sản lượng tăng và giá tốt hơn dẫn đến một kết quả tích cực đáng ngạc nhiên
21 VTO	Đạt mục tiêu	Đạt mục tiêu	Giá dầu cao sẽ ảnh hưởng tới lợi nhuận nhưng được bù đắp bởi năng suất tăng thêm
22 PVI	Dưới mục tiêu	Dưới mục tiêu	Thu nhập từ đầu tư dưới mức trung đại. Kết quả nửa đầu năm chỉ đạt 26% mục tiêu của cả năm
23 SJS	Dưới mục tiêu	Dưới mục tiêu	Doanh thu từ dự án An Khánh sẽ thấp hơn mức trung đại
24 TTF	Dưới mục tiêu	Dưới mục tiêu	Số bán hàng ở nước ngoài giảm do nhu cầu về nhà ở chùn xuống
25 HT1	Dưới mục tiêu	Dưới mục tiêu	Giá dầu vào cao, giá đầu ra bị kiểm soát và các dự án bị hoãn lại ảnh hưởng tới thu nhập và lợi nhuận
26 PVT	Đạt mục tiêu	Đạt mục tiêu	Áp lực lợi nhuận được bù đắp bởi nhu cầu cao hơn trên cơ sở giá dầu cao hơn.

Nguồn: từ thăm công ty, phỏng vấn qua điện thoại

*Đạt mục tiêu hàm ý +/-10% mục tiêu lợi nhuận của công ty. Có xem xét giảm vì lý do mùa vụ

Đơn vị: nghìn tỷ đồng

Biểu 42: Dự báo năm 2008 của 20 công ty hàng đầu và 1 vài công ty chọn lọc khác và Quan điểm nội bộ của HSC

Dự báo gốc của các công ty cho năm 2008																		
Năm 2007										Năm 2008				Quan điểm nội bộ của HSC				
Năm 2007					Nửa đầu năm 2008					Năm 2008				Dự báo của HSC				
Doanh thu	Tổng lợi nhuận	Lợi nhuận ròng	EPS	Doanh thu	Tổng lợi nhuận	Lợi nhuận ròng	EPS	Doanh thu	Tăng trưởng so với năm trước	Lợi nhuận ròng	Tăng trưởng	EPS	Tăng trưởng	Lợi nhuận ròng	Tăng trưởng	EPS	Tăng trưởng	
ACB	4.54	3.02	1.76	6.691	2.14	0.59	0.44	1.665	7.43	64%	2.15	22%	4.957	-26%	1.40	-20%	3.228	-52%
STB	4.54	2.44	1.28	3.678	1.86	0.70	0.36	802	6.03	33%	1.44	12%	2.815	-23%	0.75	-41%	1.466	-60%
NAM	6.82	1.81	0.97	5.606	1.81	0.55	0.31	1.764	8.61	26%	1.14	18%	6.398	14%	1.19	23%	6.679	19%
SHS	0.37	0.20	0.26	2.048	0.14	0.10	0.10	747	0.49	31%	0.28	10%	2.055	0%	0.29	13%	2.114	3%
VIC	0.18	0.13	0.27	4.025	0.06	0.05	0.04	479	0.25	36%	0.14	-49%	1.186	-71%	0.06	-79%	490	-88%
KBC	0.54	0.30	0.32	4.479	0.36	0.24	0.13	1.555	1.19	121%	0.61	91%	6.735	50%	0.61	90%	6.724	50%
PVD	2.74	0.71	0.57	6.151	0.77	0.03	0.23	2.118	3.00	10%	0.70	22%	5.296	-14%	1.00	75%	7.566	23%
DPM	3.78	1.48	0.76	5.974	0.97	0.42	0.39	1.034	4.75	26%	1.43	88%	3.750	-37%	2.50	229%	6.579	10%
PPC	3.81	1.11	0.82	2.527	1.07	0.34	0.29	879	3.64	-4%	0.69	-16%	2.126	-16%	-0.10	-112%	(307)	-112%
HFG	5.64	0.97	0.64	5.343	2.29	0.20	0.04	315	7.66	36%	0.74	15%	3.801	-29%	1.00	56%	5.137	-4%
KDC	1.23	0.32	0.22	6.071	0.26	0.07	0.04	914	1.60	30%	0.21	-6%	4.647	-23%	0.19	-15%	4.184	-31%
ATA	0.92	0.53	0.37	5.281	0.26	0.14	0.10	1.012	1.77	91%	0.60	63%	4.440	-16%	0.40	9%	2.980	-44%
JIL	0.18	0.18	0.10	2.954	0.10	0.05	0.04	933	0.36	102%	0.14	47%	3.529	19%	0.11	12%	2.682	-9%
FPT	13.50	1.96	0.74	8.049	8.40	0.69	0.19	2.016	18.46	37%	0.90	22%	9.633	20%	0.70	-5%	7.523	-7%
SSI	1.18	0.95	0.86	8.164	0.35	0.12	0.11	837	0.95	-20%	0.39	-54%	2.347	-71%	-0.20	-123%	(1,204)	-115%
ANV	3.19	0.71	0.37	5.631	0.70	0.15	0.07	1.133	3.84	20%	0.38	2%	5.866	4%	0.20	-46%	3.103	-45%
SVS	5.78	0.54	0.32	5.872	1.24	0.13	0.07	680	6.50	13%	0.30	-6%	2.224	-62%	0.27	-15%	2.001	-66%
PPR	0.70	0.26	0.23	5.801	0.13	0.05	0.04	1.102	0.72	2%	0.21	-8%	5.176	-11%	0.27	16%	6.561	13%
TRC	0.49	0.20	0.18	5.915	0.07	0.03	0.03	875	0.42	-14%	0.15	-16%	4.940	-16%	0.17	-7%	5.500	-7%
ITO	0.73	0.20	0.19	4.654	0.16	0.04	0.02	562	0.80	10%	0.10	-48%	1.766	-62%	0.10	-47%	1.820	-61%
VVI	0.50	0.29	0.25	4.510	0.28	0.19	0.06	639	2.40	377%	0.40	60%	3.615	-20%	0.40	60%	3.615	-20%
SJS	0.71	0.37	0.36	11.399	0.10	0.05	0.06	1.439	1.29	82%	0.51	41%	12.663	11%	0.30	-16%	7.500	-34%
TTF	0.60	0.14	0.05	5.134	0.24	0.04	0.01	829	1.13	88%	0.09	68%	5.862	14%	0.07	34%	4.667	-9%
HTI	2.19	0.24	0.10	1.384	0.54	0.06	0.01	170	2.90	32%	0.11	10%	1.365	-1%	0.05	-55%	568	-60%
PVT	0.31	0.07	0.02	261	0.17	0.03	0.001	12	1.04	230%	0.04	111%	399	53%	0.04	102%	383	47%
TOTAL	65.18	19.14	12.00	127.602	24.47	5.07	3.193		87.20		13.84	15%	107.591	-16%	11.75	-2%	91.529	-28%

Quản: Tất cả số liệu từ các công ty trừ các con số dự báo của HSC. Dự báo của chúng tôi là gần đúng do chúng tôi không có mô hình thu nhập đầy đủ trong hầu hết các trường hợp. Trong hầu hết các trường hợp, điều này nghĩa là ước tính dựa trên ít nhất hai năm cuối năm.

Về vấn đề dự phòng, chúng tôi đã đi hình mức trích lập theo giá trị trường vốn có phiếu niêm yết và dự phòng nhỏ với các cổ phiếu OTC. Có vẻ là hầu hết các công ty đều có gắng giải quyết như nhau với các cổ phiếu OTC và phụ thuộc nhiều vào sự nghiêm ngặt của các công ty kiểm toán vào cuối năm.

Bảng 42a: Dự báo của công ty về định giá dự kiến và quan điểm của HSC

	Dự báo của công ty										Quan điểm của HSC			Tỷ suất PE		
	Năm 2007					Năm 2008					Vốn hóa của HSC		PE năm 2008	Vốn hóa TT+PE		Vốn hóa VIG/PCSSI
	Giá (2/2/08)	Cổ phiếu lưu hành TB	PE năm 2007	PB năm 2007	RCE năm 2007	Cổ phiếu lưu hành TB	PB	RCE	Cổ phiếu lưu hành TB	PE năm 2008	Tăng trưởng so với năm ngoài	PE năm 2008	VND	USD	USD	USD
ACB	65,400	263,005,996	9.8	3.1	28.28%	263,005,996	2.6	6.6%	433,702,048	13.2	35%	20.3	2,836,411	1.72	57,465,926	57,465,926
STB	28,000	346,039,752	7.6	1.7	17.42%	444,881,417	1.8	5.2%	511,613,630	9.9	31%	19.1	1,432,518	0.87	27,361,444	27,361,444
VNM	108,000	172,521,196	19.3	4.3	22.22%	175,275,670	4.1	6.7%	178,180,924	16.9	-12%	16.2	1,924,354	1.17	31,118,809	31,118,809
VSH	31,100	125,408,352	15.2	2.1	12.70%	136,724,258	2.0	4.8%	137,190,477	15.1	0%	14.7	426,662	0.26	6,277,269	6,277,269
VIC	102,000	66,911,370	25.3	6.3	14.86%	80,000,000	5.0	1.7%	116,351,389	86.0	239%	208.2	1,186,784	0.72	247,087,702	-
KBC	129,200	71,524,548	28.8	4.9	14.30%	86,722,000	4.9	5.9%	90,722,000	19.2	-33%	19.2	1,172,128	0.71	22,522,689	22,522,689
PVD	98,000	92,976,055	15.9	5.5	24.20%	110,140,000	6.3	11.4%	132,167,971	18.5	16%	13.0	1,295,246	0.78	16,776,625	16,776,625
DPW	56,000	127,013,699	9.4	4.9	30.37%	380,000,000	4.9	9.1%	380,000,000	14.9	59%	8.5	2,128,000	1.29	18,113,536	18,113,536
PPC	29,800	326,235,000	11.8	2.5	21.55%	326,235,000	2.5	7.3%	326,235,000	14.0	19%	(97.2)	972,180	0.59	(94,513,454)	
HFG	50,500	120,167,507	9.5	3.1	19.92%	132,000,000	2.8	1.2%	194,676,693	13.3	41%	9.8	983,127	0.60	9,665,395	9,665,395
KDC	64,500	36,921,381	10.6	1.2	9.05%	45,999,665	1.3	1.8%	45,407,884	13.9	31%	15.4	292,881	0.18	4,514,694	4,514,694
ITA	92,000	69,551,391	17.4	1.5	11.03%	100,000,000	2.4	2.3%	135,120,548	20.7	19%	31.1	1,243,109	0.75	38,633,002	38,633,002
CII	29,500	32,436,876	10.0	1.5	12.39%	39,860,000	1.5	4.8%	39,893,151	8.4	-16%	11.0	117,685	0.07	1,294,366	1,294,366
FPT	64,500	91,620,254	8.0	2.7	32.60%	92,334,980	2.8	8.7%	93,054,038	6.7	-16%	8.6	800,199	0.36	5,146,261	5,146,261
SSI	47,600	104,827,396	5.8	2.0	21.10%	136,666,758	1.5	2.7%	166,141,725	20.3	248%	(39.5)	790,835	0.48	(31,270,969)	
ANV	46,700	65,763,150	8.3	1.8	21.88%	64,000,000	1.8	4.2%	64,443,836	8.0	-4%	15.0	300,953	0.18	4,528,627	4,528,627
PVS	42,800	54,350,412	7.3	3.3	27.18%	100,000,000	3.5	5.6%	134,917,808	19.2	164%	21.4	577,448	0.35	12,349,868	12,349,868
DPR	67,000	40,000,000	11.5	4.0	34.72%	40,000,000	4.1	6.8%	41,150,695	12.9	12%	10.2	275,710	0.17	2,815,399	2,815,399
TRC	75,500	30,000,000	12.8	4.8	37.72%	30,000,000	5.7	6.6%	30,000,000	15.3	20%	13.7	226,500	0.14	3,109,227	3,109,227
VTO	17,500	40,364,476	3.8	1.7	30.19%	40,000,000	1.3	2.8%	54,958,904	9.9	163%	9.6	96,178	0.06	925,022	925,022
PVI	29,300	55,445,587	6.5	1.6	14.24%	95,000,000	1.6	3.5%	110,654,227	8.1	25%	8.1	324,217	0.20	2,627,915	2,627,915
SJS	60,500	31,517,044	5.3	1.9	28.27%	40,000,000	1.8	4.4%	40,000,000	4.8	-10%	8.1	242,000	0.15	1,952,133	1,952,133
TTF	24,800	10,176,502	4.8	0.5	7.62%	15,000,000	0.6	1.8%	15,000,000	4.2	-12%	5.3	37,200	0.02	197,891	197,891
HTI	15,000	72,505,463	10.8	1.4	10.45%	78,000,000	1.4	1.4%	80,662,192	11.0	1%	26.9	120,993	0.07	3,253,195	3,253,195
PVT	16,900	72,000,000	64.8	1.6	2.47%	72,000,000	1.6	0.1%	99,175,890	42.3	-35%	44.1	167,607	0.10	7,392,682	7,392,682
		2,521,283,405				3,651,423,030							19,770,926	12.0	20.2	16.5

Quang cảnh thị trường chứng khoán - 2 điểm làm các nhà đầu tư lo lắng

(A) Lợi nhuận doanh nghiệp năm 2008 vẫn là mối lo

Thoáng nhìn thì lợi nhuận nửa đầu năm có vẻ khá tốt. Hầu hết tất cả các công ty báo cáo lợi nhuận hợp lý và hầu như không có công ty nào thua lỗ trong 30 công ty hàng đầu niêm yết trên sàn Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh. Điều này dường như là ngược lại với trực giác; do việc thắt chặt tín dụng. Tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp chậm lại thông thường là 1 trong những bằng chứng đầu tiên cần xem xét.

Trên thực tế lợi nhuận nửa đầu năm thấp hơn dự đoán ban đầu mặc dù chúng ta nhìn thấy mức tăng trưởng 2 con số ở hầu hết các công ty.

Chúng tôi nghi ngờ 2 nguyên nhân làm cho kết quả có vẻ được duy trì tốt hơn sự trông đợi. Thứ nhất, tác động của thắt chặt tín dụng vẫn chưa bước ra khỏi lĩnh vực tài chính để tấn công các nhà sản xuất lớn hay khu vực dịch vụ. Ngân hàng, các trung gian môi giới, các công ty bất động sản, nhà xuất khẩu và nhập khẩu rõ ràng đang phải chịu tổn thương. Nhưng hầu như mọi đối tượng khác đã thoát được. Điều này sẽ không kéo dài.

Thứ 2, kết quả 6 tháng đầu năm thường là chưa được kiểm toán và quy tắc trích lập dự phòng cho phép các công ty hoãn việc giảm giá các tài sản tài chính cho đến cuối năm nếu họ muốn thế. Các quy tắc cũng không rõ ràng, đặc biệt là về việc định giá các cổ phiếu OTC đang nắm giữ. Hầu hết các công ty lợi dụng điều này và hoãn mọi tin xấu lại. Nghệ thuật trì hoãn này vẫn đang tồn tại và có kết quả tốt.

Các chuyên gia của chúng tôi đã xem xét vài con số lợi nhuận chọn lọc trong quý 2 và cả triển vọng của nửa cuối năm dựa trên việc kết hợp các cuộc đi thăm công ty, phỏng vấn qua điện thoại và đôi khi là cảm giác bên trong. Chúng tôi nhìn vào 26 công ty, bao gồm 20 công ty hàng đầu về giá trị vốn hóa và các tiêu chí chọn lọc khác. Dự tính kết quả các phân tích của chúng tôi ở trang 31-33.

Hãy nhớ rằng đây là sự xem xét sơ sài về nửa cuối năm. Có rất nhiều số liệu chưa biết. Đây chủ yếu là công việc dự báo và nên được coi như là quan điểm hết sức thô sơ về kết quả cả năm có thể đạt được.

Hãy thảo luận về nửa đầu năm trước. Tổng lợi nhuận đạt được khoảng 20,8% mục tiêu của cả năm. Mặc dù chấp nhận thực tế là ở Việt Nam lợi nhuận thường lệch nhiều sang nửa cuối năm do các yếu tố mùa vụ thì con số này vẫn đặc biệt thấp hơn mục tiêu. Nhiều dự đoán ban đầu của năm 2008, đặc biệt là về 2 ngân hàng

đang niêm yết cho rằng tăng trưởng bong bóng sẽ còn tiếp diễn. Nhưng nó không xảy ra.

Thế còn 6 tháng cuối năm?

Chúng tôi cho rằng tình hình sẽ trở nên tồi tệ hơn. Để bắt đầu, kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định có sự giảm tốc trong sản xuất công nghiệp và tăng trưởng trong bán lẻ. Và với sự nóng lòng làm dịu CPI của chính phủ, các công ty sẽ không dễ dàng được thông qua việc tăng giá. Chúng ta có thể nhìn thấy một đợt tăng giá hàng hóa trong tháng 8 nhưng tất cả sẽ chỉ có thế.

Do đó, những lợi nhuận sẽ chịu áp lực cao hơn trong nửa cuối năm nay. Và đến cuối năm các công ty sẽ không thể lẩn tránh việc trích lập dự phòng cho các khoản thua lỗ tài chính lâu hơn nữa. Và các ngân hàng cũng sẽ phải dự phòng cho các khoản nợ xấu, được cho rằng đang bùng nổ từ bây giờ.

Kịch bản cơ sở của chúng tôi, do đó, cho rằng lợi nhuận ròng năm 2008 sẽ giảm 2% so với năm trước và EPS sẽ giảm 29%. Sự sai khác này là do chúng tôi tính toán hiệu ứng pha loãng cổ phiếu dựa trên quy tắc kế toán quốc tế cho cổ phiếu đang lưu hành (trung bình trọng số). Do đó tác động của việc phát hành cổ phiếu ở ạt năm ngoài đã phần nào ảnh hưởng đến năm nay.

Một lần nữa, đây là các ước đoán nội bộ gần đúng về mọi việc sẽ diễn ra. Rất khó để trở nên chính xác hơn do số liệu hàng năm trong nhiều trường hợp là không có sẵn do nhiều công ty niêm yết vào quý 3 và quý 4 năm 2006 chỉ bắt đầu cung cấp các số liệu theo quý kể từ nửa cuối năm ngoái.

Vậy những chuyện này nói lên điều gì? Nếu chúng ta xem xét những công ty có khả năng đạt mục tiêu hoặc vượt mục tiêu cho năm 2008, nổi bật nhất trong số đó là nhóm các công ty Petro Việt Nam, Vinamilk, FPT, công trình công cộng, đóng tàu và một vài công ty cao su. Các đặc điểm chung lớn nhất của chúng là: (1) Giá đầu vào cố định và/hoặc (2) giá đầu ra tăng.

- 1. Giá đầu vào cố định** - Trong một vài trường hợp là nhờ mối quan hệ gần gũi với Petro Việt Nam là nơi có khả năng cung cấp dầu hoặc ga tự nhiên ở mức giá cố định. Hoặc họ đã xoay sở được các hợp đồng cung cấp dài hạn ở mức giá cố định như Vinamilk. Hay được hưởng lợi từ thời tiết tốt cho phép đẩy mạnh sản lượng đầu ra như VSH, PPC hay TRC. Trong các trường hợp này, đầu vào là tự sản xuất (thủy điện hoặc mùn cao su) do đó không bị ràng buộc bởi các vấn đề tiền tệ.

Biểu 43a: 20 công ty hàng đầu trong nửa đầu năm và số liệu cả năm nếu có

	Doanh thu				Lãi ròng			
	Kế hoạch FY2008	1H-2007	1H-2008	y/y %	Kế hoạch FY2008	1H-2007	1H-2008	Tăng trưởng
DPM	4,754,000,000,000	n/a	3,100,000,000,000	n/a	2,000,000,000,000	n/a	1,000,000,000,000	n/a
VNM	8,611,131,742,113	3,114,124,992,428	3,871,820,000,000	24%	951,307,988,543	571,558,358,111	698,145,000,000	22%
ACB	7,428,040,000,000	2,613,328,000,000	10,718,683,000,000	310%	2,500,000,000,000	880,000,000,000	1,000,750,000,000	14%
KBC	1,189,000,000,000	n/a	760,298,545,359	n/a	611,000,000,000	n/a	284,864,749,962	n/a
VIC	245,000,000,000	n/a	n/a	n/a	138,000,000,000	n/a	n/a	n/a
PVD	3,000,000,000,000	917,732,044,581	1,680,000,000,000	83%	700,000,000,000	214,346,072,638	504,000,000,000	135%
STB	6,030,955,000,000	1,932,528,000,000	10,972,918,000,000	468%	2,000,000,000,000	536,523,999,946	754,000,000,000	41%
ITA	1,768,000,000,000	332,434,526,398	592,978,000,000	78%	600,000,000,000	127,565,744,639	225,097,000,000	76%
PPC	3,638,149,000,000	2,049,559,482,233	2,132,809,868,788	4%	693,518,000,000	562,778,438,961	571,395,925,537	2%
HPG	7,657,000,000,000	2,386,912,530,375	4,927,094,615,691	106%	740,000,000,000	252,937,198,622	848,075,582,842	235%
FPT	18,455,600,000,000	11,734,147,027,042	17,233,987,881,621	47%	896,429,000,000	365,968,327,641	387,689,319,631	6%
SSI	950,000,000,000	832,351,865,985	n/a	n/a	550,000,000,000	669,158,154,832	n/a	n/a
PVS	6,500,000,000,000	2,327,371,646,583	3,159,521,954,637	36%	300,000,000,000	160,354,249,390	168,322,788,276	5%
VSH	486,150,000,000	177,888,524,278	295,507,495,918	66%	281,900,000,000	104,581,266,064	215,502,896,859	106%
KDC	1,600,000,000,000	459,273,820,841	n/a	n/a	211,000,000,000	73,072,726,021	n/a	n/a
ANV	3,840,000,000,000	1,776,089,303,967	1,350,875,800,771	-24%	378,000,000,000	197,261,075,914	154,553,321,850	-22%
DPR	715,000,000,000	215,428,283,907	223,434,708,598	4%	213,000,000,000	105,870,465,071	90,466,785,868	-15%
SJS	1,285,741,000,000	270,714,657,761	n/a	n/a	506,500,000,000	101,375,452,931	n/a	n/a
DHG	1,450,000,000,000	548,230,837,793	751,359,000,000	37%	145,000,000,000	58,122,263,799	68,543,000,000	18%
PVI	2,400,000,000,000	n/a	n/a	n/a	400,000,000,000	n/a	n/a	n/a
TRC	424,500,000,000	140,112,538,080	173,837,275,365	24%	148,200,000,000	59,861,696,782	65,701,821,572	10%
REE	1,100,000,000,000	465,836,964,961	577,345,679,297	24%	370,000,000,000	227,291,891,915	(174,466,128,019)	-177%
GMD	1,289,109,011,523	486,682,925,421	n/a	n/a	206,738,312,716	107,936,083,255	n/a	n/a

Nguồn - HSC, truyền thông

2. Giá đầu ra tăng – Bất chấp sự kiểm soát giá chặt chẽ đang được thực hiện, nhiều công ty như Vinamilk, DPM và TRC đã có thể nâng cao lợi nhuận nhờ tăng giá đầu ra. Trong trường hợp của Vinamilk, giá tăng ổn định nhưng không đột ngột, nhưng trong trường hợp của cả TRC và DPM thì sự tăng giá rất ngoạn mục, dẫn dắt bởi sự bùng nổ giá trên thị trường quốc tế. Yếu tố chung của sự tăng giá này là do sự thiếu hụt và mức thuế quan cao ở Trung Quốc, đã đẩy giá cả quốc tế tăng lên mức cao nhất trong nhiều năm.

Dĩ nhiên nhiều công ty với mức lợi nhuận tài chính giảm, vẫn thoát khỏi tình trạng khó khăn do họ không phải là những người chơi lớn trên thị trường chứng khoán hay do họ không cần trích lập dự phòng các khoản thua lỗ.

Như vậy lợi nhuận cơ bản ban đầu đã được đáp ứng, đưa tổng lợi nhuận lên. Và sau đó do sự thiếu vắng các nghĩa vụ tài chính, sự cải thiện này được đi thẳng vào lợi nhuận ròng.

Bây giờ hãy xem xét các công ty có khả năng không đạt mục tiêu, cả các công ty ở ngành dịch vụ tài chính như ngân hàng, môi giới, hay công ty bảo hiểm; hay các công ty bất động sản, vật liệu xây dựng, hay công ty thủy sản.

Công ty, TTF, là nhà xuất khẩu hoạt động ở mảng nội thất quốc tế đang bị tổn thương do cầu giảm sút nghiêm trọng. Và các yếu tố chung là: (1) cầu yếu, (2) chi phí đầu vào tăng, (3) các vấn đề về tiếp cận vốn hoạt động.

(1) Cầu yếu - Điều này ảnh hưởng tới ngành dịch vụ tài chính và bất động sản/vật liệu xây dựng, ở đó nhu cầu vay tiền, dịch vụ môi giới và bất động

sản đã giảm một cách rõ rệt. Hay nói một cách khác, mức giá mà mọi người dự tính để trả cho chứng khoán hay bất động sản đã giảm nhiều. Sự thất thất tín dụng là lý do đầu tiên. Đây là vấn đề chu kỳ và sẽ cần khoảng 6 tháng hoặc hơn để cầu có thể ra khỏi đáy.

(2) Chi phí đầu vào tăng – Giá dầu cao hơn, vật liệu xây dựng và các giá cả khác đang làm tổn thương nhiều công ty sản xuất và các công ty xây dựng. Và họ không thể chuyển sự tăng giá này sang cho người tiêu dùng cuối cùng vì sự kiểm soát giá và quyền lực định giá yếu.

(3) Các vấn đề về tiếp cận vốn hoạt động – với việc thất thất tín dụng đang ở đỉnh cao, nhiều công ty cần hỗ trợ nguồn hàng bằng các khoản nợ đang gặp vấn đề về tiếp cận vốn hoạt động để thực hiện các kế hoạch của họ. Việc này đặc biệt ảnh hưởng đến các công ty liên quan đến cơ sở hạ tầng, bất động sản và các công ty thủy sản. Chính phủ đang nỗ lực hết sức để hỗ trợ nhưng hiện nay tiền mặt vẫn chưa được cung cấp.

Trích lập dự phòng thua lỗ trong các khoản đầu tư tài chính và vay sẽ không giống như trong nửa đầu năm. Các báo cáo kiểm toán cuối năm có yêu cầu nặng hơn về tính trung thực. Với áp lực đang tăng lên đối với lợi nhuận từ ngành kinh doanh chính, chúng tôi chờ đợi lợi nhuận quý 3 và đặc biệt là quý 4 sẽ giảm trở lại cả ở đơn vị theo quý và theo năm. Do đó có sự giảm giá trong các danh mục tài chính vào cuối năm. Do 60% giá trị của các cổ phiếu niêm yết đã bị mất đi, trích lập dự phòng cho các thua lỗ tài chính là không thể tránh được. Loại dự phòng nào chúng ta đang xem xét? Cho trước quy mô thua lỗ ở cả 3 loại, trái phiếu, cổ phiếu trên sàn

OTC và các cổ phiếu đang niêm yết, chúng tôi nghĩ rằng sự trích lập dự phòng thua lỗ lên đến 20%-30% cho một danh mục trung bình không phải là vô lý. Dĩ nhiên, điều này dựa trên giả định rằng VN index sẽ không hồi phục lên trên 500 điểm vào cuối năm nay. Và giá của trái phiếu và cổ phiếu trên sàn OTC sẽ không hồi phục quá nhiều so với hiện nay.

Ước tính mức giảm giá 20-30% được gán cho một danh mục hỗn hợp gồm cả 3 loại cổ phiếu. Và nó cũng giả định rằng danh mục không phải là đầu cơ và được quản lý khá thận trọng. Con số này không được lấy từ trên trời. Nó dựa trên một danh mục hỗn hợp thực tế chúng ta đã khá quen thuộc.

Điều chỉnh giá theo thị trường không được áp dụng ở Việt Nam, các cổ phiếu niêm yết được ghi giảm giá khi xuống thấp hơn chi phí sổ sách nhưng không được điều chỉnh tăng giá cho đến khi chúng được bán. Như vậy, các quy định trong tiêu chuẩn kế toán Việt Nam trong chừng mực này quá thận trọng. Do đó mức trích lập dự phòng cho các cổ phiếu niêm yết sẽ không hoàn toàn khớp với tỷ lệ sụt giảm 50% của thị trường năm nay trong trường hợp chi phí sổ sách hoặc giá mua cổ phiếu ban đầu thấp.

Tình trạng của trái phiếu và các cổ phiếu trên sàn OTC không rõ ràng lắm. Trái phiếu có thể coi là đầu tư hoặc giữ cho đến khi đáo hạn. Nếu giữ đến khi đáo hạn, chúng không phải là đối tượng cần trích lập dự phòng do sẽ được thanh toán theo mệnh giá. Nếu coi là đầu tư, chúng cũng giống như các cổ phiếu niêm yết. Loại thứ ba là các cổ phiếu trên sàn OTC vận động như tài sản hạng 3. Những cổ phiếu này không có tính thanh khoản và không được giao dịch thường xuyên, và do thiếu vắng mức giá thị trường được thừa nhận, các cổ phiếu này thường được định giá theo nguyên giá mua ban đầu cho tới khi được bán ra. Đây là đối tượng có thể thương lượng với kiểm toán vào cuối năm. Một vài kiểm toán viên sẽ khó thương lượng hơn những người khác.

Sự mơ hồ của việc trích lập dự phòng các cổ phiếu OTC có thể là lối thoát cho nhiều ngân hàng và các công ty nắm giữ danh mục nhiều cổ phiếu OTC. Dĩ nhiên không phải lúc nào cũng đúng chẳng hạn như cổ phiếu OTC đang được nắm giữ rộng rãi của một số ngân hàng có tính thanh khoản hết như các cổ phiếu niêm yết hàng đầu. Ví dụ như VCB và Eximbank thuộc loại này. Có một loại dự phòng thứ 2 riêng biệt cho các ngân hàng ở giai đoạn này của chu kỳ kinh tế. Đó dĩ nhiên là trích lập dự phòng cho các khoản nợ xấu. Chúng ta sẽ bàn đến nó ở mục về ngân hàng.

Nói chung, các khoản trích lập dự phòng sẽ không tồi tệ như trong hệ thống điều chỉnh giá theo thị trường nhờ các lối thoát cho những người nắm giữ trái phiếu và cổ phiếu OTC. Tuy nhiên, như chúng ta đã thảo luận, rủi ro thực sự trong nửa cuối năm là từ lợi nhuận từ ngành kinh doanh chính sụp đổ và sự thiếu nguồn tiếp cận với vốn hoạt động chứ không phải là bản chất của việc thua lỗ tài chính. Và ngân hàng đang trích lập dự phòng cho một mức nợ xấu cao hơn. Điều này sẽ được thảo luận sâu hơn trong mục sau.

Biểu 44: Vẫn còn việc phải làm.....Trích lập dự phòng nợ xấu ở một số ngân hàng

Trích lập dự phòng nợ xấu	Tổng số tiền cho vay	Trích lập dự phòng cho khoản vay trong Q1	Tổng trích lập dự phòng cho khoản vay	Lợi nhuận trước thuế	(2)/(1)	(3)/(1)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Kết quả trong Q1						
Techcombank	25,531,885	106,541	242,496	219,229	0.42%	0.95%
ACB	40,694,274	74,379	244,873	512,843	0.18%	0.60%
STB	42,344,000	30,133	206,886	412,350	0.07%	0.49%
VIB	20,687,796	124,428	256,899	113,229	0.60%	1.24%
Kết quả trong 6 tháng đầu năm						
EAB	24,761,888	78,708	142,487	397,319	0.32%	0.58%
STB	38,059,000	60,124	236,877	732,896	0.16%	0.62%

Nguồn - HSC

(B) Khu vực ngân hàng – mất xích yếu?

Khu vực ngân hàng sẽ chịu gánh nặng chủ yếu từ suy thoái do siết chặt tín dụng trong nửa đầu năm. Bốn yếu tố, chi phí tài chính cao hơn do lãi suất tăng mạnh, các quy định mới nghiêm ngặt hơn về việc tiếp cận nợ xấu, các doanh nghiệp nhà nước vay quá mức, và giá bất động sản đang giảm ăn mòn giá trị của các tài sản cầm cố có vẻ sẽ dồn sang nửa cuối năm 2008.

Khu vực này sẽ không đạt được mục tiêu doanh thu trong năm 2008 và có thể sẽ chứng kiến một vài vụ sát nhập trong vòng 12 tháng tới. Chúng tôi nhận định đây là một dấu hiệu dài hạn tích cực và khu vực này sẽ nổi lên mạnh mẽ hơn. Nhưng sự thể sẽ trở nên tồi tệ hơn trong ngắn hạn. Với việc chênh lệch lãi suất giảm xuống mức hòa vốn, và lợi nhuận từ trái phiếu đang cạn đi, các ngân hàng không có vẻ sẽ không có lợi nhuận tốt trong nửa cuối năm.

Các ngân hàng đã làm khá tốt trong nửa đầu năm mặc dù tăng trưởng tín dụng giảm tốc đột ngột. Sự giảm tốc này không bắt đầu trước quý 2. Sự bất ổn trên thị trường tiền tệ và lợi nhuận lớn từ giá vàng là may mắn ngoài mong đợi của ngân hàng. Kết quả là doanh thu nửa đầu năm gần với mục tiêu một cách đáng ngạc nhiên.

Tuy nhiên kể từ tháng 6, bữa tiệc đã kết thúc. Ngân hàng nhà nước thi hành mức trần cho vay 21% như thể sự sống còn phụ thuộc vào đó. Và hiện nay, NHNN đã quy định mức trần này có hiệu lực hồi tố với tất cả các khoản dư nợ. Với mức lãi suất tiền gửi trung bình từ 17%-18% (mới giảm nhẹ gần đây), chênh lệch lãi suất chỉ vào khoảng 3-4%. Chúng tôi ước tính sự chênh lệch hòa vốn trung bình cho các ngân hàng thương mại vào khoảng 3-5%. Các ngân hàng nhà nước hưởng lợi thể về quy mô và tiếp cận với nguồn tài chính rẻ hơn do đó khoảng chênh lệch hòa vốn sẽ thấp hơn mức này.

Dấu sao, rất ít ngân hàng có thể có lãi từ các khoản cho vay hiện nay và với quy định mới này thì sẽ sớm có nghĩa là toàn bộ các khoản vay sẽ không có lãi. Còn các nguồn lợi nhuận khác? Hiện nay tiền tệ đã được ổn định và khối lượng giao dịch vàng đã giảm nhẹ, lợi nhuận từ trái phiếu sẽ khó kiếm hơn vào nửa cuối năm. Thu nhập từ các loại phí trở thành một từ khó nghe, và cũng sẽ không thu được nhiều.

Tăng trưởng tín dụng thấp, chênh lệch khoản vay hiện nay ở mức âm, lợi nhuận từ trái phiếu nhỏ, và không thu được nhiều từ các loại phí; đó là còn chưa nói về các khoản nợ xấu.

Nợ xấu và các hệ quả

Chúng tôi tin rằng một vài ngân hàng đã sai lầm trong 2 vấn đề cơ bản; cho vay dưới khả năng hoàn trả của người vay, và định giá các khoản cầm cố quá sát với giá thị trường. Tuy nhiên, hầu hết các ngân hàng đều khá thận trọng.

Trước khi cung cấp 1 khoản vay, ngân hàng thường nghiên cứu 3 yếu tố; mục đích của khoản vay, khả năng hoàn trả của người vay và vật thế chấp được sử dụng.

Ngân hàng sẽ cho vay nếu khoản hoàn trả hàng tháng cả gốc và lãi chiếm nhiều nhất là 60% thu nhập hoặc dòng tiền của người vay. Cách này có vẻ tương đối an toàn. Nhưng không kéo dài nữa. Trong nửa cuối năm 2007, chúng ta chứng kiến một sự tăng tín dụng lớn, lãi suất cho vay trung bình ở mức 1-1,2% một tháng. Hiện nay lãi suất cho vay hàng tháng tăng lên 1,6-1,8%. Đó là mức tăng 50% trong thanh toán lãi suất trong vòng 9 tháng. Và trong nửa cuối năm rất nhiều khoản vay và ký quỹ sẽ được xác định lại ở mức lãi suất mới.

Vấn đề là những khoản vay có thể chấp nhận được

Biểu 45: Có vẻ tốt nhưng trích lập dự phòng thấp.... lợi nhuận trước thuế 6 tháng đầu năm

Ngân hàng	1-H 2008	FY 2008e	FY 2007	% mục tiêu FY2008
Vietcombank	2,100,000	3,383,000	2,732,000	62.1%
BIDV	604,000		2,028,246	
Vietinbank		1,600,000	1,473,000	
ACB	1,000,075	2,500,000	2,126,815	40.0%
STB	754,000	2,000,000	1,581,971	37.7%
EAB	397,319	800,000	360,906	49.7%
Eximbank	723,000	1,300,000	628,847	55.6%
Techcombank	552,000	1,260,000	710,000	43.8%
Military Bank	461,000	735,000	609,000	62.7%
VIBank	323,000	700,000	426,000	46.1%
VPBank	150,000	550,000	314,000	27.3%
Seabank	258,000	852,000	409,000	30.3%
Habubank	640,000	235,000	461,000	272.3%
Maritime Bank	207,000	386,000	240,000	53.6%
Tổng cộng	8,169,394	16,301,000	14,100,785	50.1%

Nguồn - Các ngân hàng, truyền thông

trong năm 2007 đối với rất nhiều người đi vay hiện nay đã trở nên không thể chịu đựng được. Nếu chúng ta nhìn vào một khoản vay điển hình, tính đến cả việc trả vốn gốc, tổng chi phí cung cấp 1 khoản vay năm nay đã tăng lên 30-40%. Và nếu như kế hoạch hoàn trả ban đầu đã được nuốt gọn 50-60% thu nhập hàng tháng của người vay thì bây giờ sẽ tăng lên 80-90% thu nhập hàng tháng của họ. Cùng với việc lạm phát đã chiếm một phần lớn trong thu nhập khả dụng, nhiều người vay đang bị chết chìm. Bạn đã nắm được toàn cảnh.

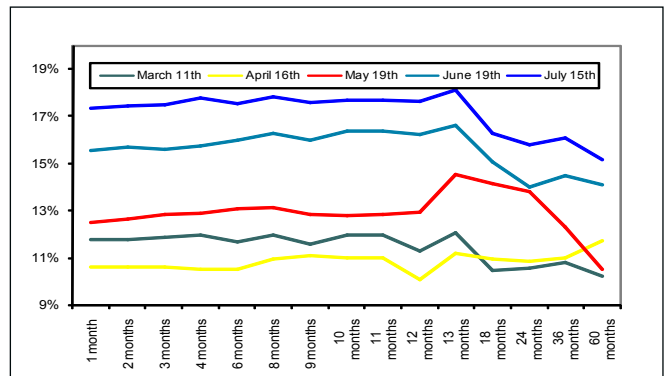
Trong trường hợp người vay không đủ khả năng tiếp tục thanh toán khoản vay thì giá trị hiện tại của các vật thế chấp trở nên vô cùng quan trọng. Thông thường, ngân hàng có 2 bộ phận riêng biệt là cho vay và định giá nhằm có được sự đánh giá khách quan và độc lập các khoản cầm cố được đưa ra, hầu hết là bất động sản. Trên thực tế, vấn đề là quyền lực của bộ phận tín dụng đối với việc thông qua các khoản vay lớn đến đâu và giá trị được áp dụng cho khoản thế chấp khác nhau khá lớn giữa các ngân hàng.

Nó được quy về việc quản lý và văn hóa của ngân hàng Khả năng quản lý rủi ro tốt ở một vài ngân hàng như ACB, ngân hàng Quân đội và Techcombank cho phép họ thiết lập mức an toàn cao hơn cả ở việc xem xét khả năng thanh toán khoản vay và việc định giá khoản cầm cố.

Không phải tất cả các ngân hàng đều thực hiện tốt việc quản lý rủi ro. Chúng tôi nghe nói rằng 1 vài ngân hàng không chỉ sẵn sàng cho vay ở mức 100% giá trị thị trường của vật thế chấp và trên thực tế còn nâng cao các khoản vay này khi giá bất động sản tăng cao vào cuối năm ngoái. May mắn là chỉ 1 vài ngân hàng làm như vậy.

Dù thế nào, mức tăng 50% lãi suất là không dự đoán trước được, ngay cả với những ngân hàng thận trọng nhất và chúng tôi cho rằng các khoản nợ xấu sẽ tăng mạnh trong nửa cuối năm. Lý do chỉ đơn thuần là số học. 2/3 tổng số các khoản vay gia hạn năm ngoái được

Biểu 46: Đường lãi suất huy động (March - July)



Nguồn - website các ngân hàng

thực hiện vào nửa cuối năm. Hiện nay, phần lớn các khoản vay đó là ngắn hạn và sẽ được gia hạn ở mức lãi suất thị trường 3 tháng một lần hoặc tương đương. Tuy nhiên 1/3 các khoản dư nợ thực hiện vào cuối năm ngoài là khoản vay dài hạn cố định. Các khoản vay ở lãi suất cố định là một cái tên không chính xác do trên thực tế đó là một sản phẩm ghép. Lãi suất được cố định trong vòng 12 tháng và sau đó sẽ xác định lại theo mức lãi suất thị trường. Rất nhiều khoản xác định lại sẽ đến hạn trong khoảng từ bây giờ đến cuối năm, giai đoạn cao trào là vào tháng 11 đến tháng 12. Việc này đang mang đến một chút lo lắng.

Ước tính độ lớn của các khoản vay liên quan đến bất động sản là vùng cấm của các phân tích về ngành ngân hàng. Trên thực tế đó là một bài tập không có lời giải, không chỉ vì thiếu số liệu mà việc định nghĩa thế nào là một khoản vay liên quan đến bất động sản cũng là 1 bài toán khó.

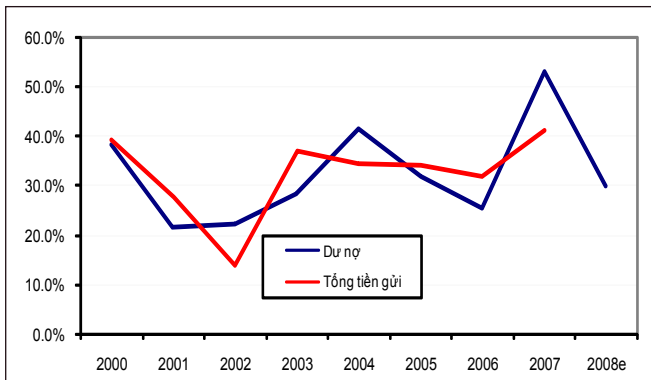
Theo NHNN, các khoản vay dành cho ngành bất động sản, nghĩa là cho các nhà phát triển dự án bất động sản, các công ty xây dựng, các khoản vay trả góp và cải tạo nhà cửa chiếm 10,8% tổng dư nợ cho vay vào cuối năm 2007. Và mới đây đã tăng thêm 9,96%. Mức này có vẻ khá thấp. dĩ nhiên thực tế của một số ngân hàng riêng biệt ví dụ như BIDV sẽ có thể cao hơn mức đó.

Tuy nhiên, nhiều người cho rằng đây là định nghĩa quá hẹp. Với việc hầu hết các khoản vay ở Việt Nam được dự phòng bằng các khoản cầm cố bằng bất động sản, trên lý thuyết thì tới 90% tổng các khoản vay có thể nói là liên quan đến bất động sản. Rõ ràng đây là một định nghĩa quá rộng. Là những người đơn giản, chúng ta sử dụng cách tiếp cận đơn giản và định nghĩa như sau:

Công thức của HSC để tính toán rủi ro từ bất động sản của khu vực ngân hàng

Tổng các khoản vay liên quan đến BĐS = Khoản vay cho các nhà phát triển dự án + các công ty xây dựng + mua nhà trả góp + khoản vay cải tạo nhà + các khoản nợ xấu thế chấp bằng bất động sản

Biểu 47: Tổng tiền gửi và tăng trưởng cho vay trong toàn hệ thống



Nguồn - IMF

Biểu 48: Rủi ro bất động sản chọn lọc và từng phần của các ngân hàng

Ngân hàng	Tỷ lệ % trong tổng nợ	Ngày	Chú thích
Vietcombank			
BIDV	5.86%	30/06/2008	Toàn bộ khoản vay cho khu vực bất động sản
Vietinbank	8.00%	30/06/2008	Khoản vay cho các nhà phát triển bất động sản: 7%
ACB	xấp xỉ 20%	30/06/2008	Cho vay mua nhà trả góp chiếm tới 70% cho vay tiêu dùng
STB	16.00%	30/06/2008	Các khoản vay cho các nhà phát triển bất động sản và các loại khác
Eximbank	2.20%	30/06/2008	Chỉ có các khoản vay cho các nhà phát triển bất động sản. Không có số liệu về cho vay trả góp
Techcombank	16.00%	31/03/2008	Các khoản vay cho các nhà phát triển bất động sản, công ty xây dựng và các khoản vay trả góp
Ngân hàng Quân đội	5.00%	31/03/2008	toàn bộ các khoản vay cho ngành bất động sản
VIB bank	ít hơn 15%	31/03/2008	
Ngân hàng An Bình	20%	31/03/2008	

Nguồn - Các ngân hàng

Thật ra, một khoản vay lành mạnh thông thường được chống đỡ bằng bất động sản không thực sự là 1 khoản vay liên quan đến bất động sản. Nhưng khi nó trở nên xấu đi, vật thế chấp bất động sản được thực hiện. Và đột ngột trở thành một khoản vay liên quan đến bất động sản. Dĩ nhiên cách tính này không có tác dụng lắm trong việc tìm ra một con số. Bởi vì chúng ta phải cộng các khoản nợ xấu thực tế và các khoản nợ xấu tiềm năng trong tương lai mới có được khái niệm về rủi ro thực sự về bất động sản. Nhưng ít nhất chúng ta còn có một khuôn khổ có thể làm việc được.

Chúng ta có quan điểm riêng về thế nào là các khoản vay liên quan đến bất động sản trong hệ thống ngân hàng. Chúng ta sử dụng cách tiếp cận từ dưới lên trên cơ sở thảo luận với từng ngân hàng. Theo tính toán của chúng tôi, rủi ro của các khoản vay bất động sản của khu vực là 12-14% có vẻ hợp lý hơn. Sau đó nếu cộng các khoản nợ xấu hiện nay là 2,2% và chúng ta sẽ có khởi điểm về rủi ro của các khoản vay bất động sản là khoảng 14-16%. Dĩ nhiên ước tính các khoản nợ xấu này được tính toán theo chuẩn kế toán Việt Nam, khá là rộng rãi. Chúng ta sẽ trở lại vấn đề này sau đây.

Yếu tố thứ 2 đáng chú ý liên quan đến sự thay đổi trong việc xếp hạng các khoản nợ xấu. Theo luật hiện hành, Quyết định số 493, các tổ chức tín dụng có thể xếp hạng các khoản nợ và dự phòng theo điều 6 hoặc điều 7 của quyết định này. 2 phương pháp này dẫn đến những kết quả khác xa nhau. Hầu hết các ngân hàng thích áp dụng điều 6 như truyền thống.

Điều 6 cho phép các ngân hàng xếp hạng các khoản vay thành 5 nhóm như các khoản vay hiện hành, các khoản vay cấu trúc hay các khoản vay không đúng hạn, trên cơ sở thời gian các khoản vay quá hạn đã bị vượt quá. Và chỉ có nhóm vay quá hạn tồi tệ nhất bị xếp vào hạng nợ xấu (quá 90 ngày).

Nhưng phương pháp xếp hạng các khoản nợ quy định trong điều 7 đặt ra các tiêu chuẩn chặt chẽ hơn và gần

giống với phương pháp các ngân hàng và tổ chức quốc tế đang sử dụng. Phương pháp này liên quan đến 40 chỉ số tài chính khác nhau và cho phép ngân hàng có sự đánh giá định lượng chính xác hơn về chất lượng tín dụng của khách hàng.

Sự khó khăn nằm ở đây. Các ngân hàng nội địa xếp hạng khoản vay theo điều 6 phải xếp hạng lại các khoản vay theo điều 7 kể từ tháng 4/2008. Ernst & Young đã ước tính rằng các khoản nợ được xếp hạng lại theo điều 7 sẽ có kết quả là nợ xấu tăng từ 2-3 lần so với theo điều 6.

Tính cả sự việc này, các khoản vay liên quan đến bất động sản có thể tăng lên đến 17-19% nếu sử dụng điều 7 về các khoản nợ xấu. Và với việc giá trị bất động sản giảm xuống, con số này có vẻ sẽ tăng thêm trong vòng 2 quý tới do nợ xấu đang có xu hướng tăng lên.

Trong hệ thống ngân hàng mà mức tín nhiệm dựa nhiều trên giá trị của vật thế chấp hơn là năng lực thanh toán khoản vay của khách hàng, phương pháp định giá thực tế đóng vai trò quan trọng. Hầu hết các ngân hàng đánh giá vật thế chấp ở giữa giá trị thị trường được công nhận và giá trị chính thức được công bố do các mục tiêu về thuế. Giá trị chính thức được công bố được chính phủ tính toán hàng năm và có thể thấp hơn giá trị thị trường 30-50%. Nó cũng chậm hơn so với giá trị trường do chỉ được tính toán 1 năm một lần.

Và sau đó giá trị khoản vay thực sự chỉ nằm ở trong khoảng 50-70% giá trị của vật thế chấp đã được định giá bởi ngân hàng. Hiện nay các ngân hàng có xu hướng cho vay ở mức 50% giá trị của vật thế chấp. Như vậy trên lý thuyết các ngân hàng được bảo vệ khá tốt trước sự giảm sút giá trị của các vật thế chấp.

Vấn đề là trong nửa cuối năm 2007, các ngân hàng đã bước qua bản thân để cho vay tiền. Khi rắc rối đến gần, họ đã không thể thoát ra khỏi nó đủ nhanh. Do đó chúng ta có các bằng chứng huyền thoại rằng một số ngân hàng đã cho vay gần 100% giá trị thị trường thực tế.

Biểu 49: Thị trường nhà ở cao cấp và trung bình ở thành phố HCM- giá trên thị trường thứ cấp

Căn hộ cao cấp	Giá/m2 (USD) - tháng 3	Giá/m2 (USD) - tháng 6	Giá/m2 (USD) - tháng 7	Giá/m2 (USD) - tháng 8	% thay đổi	Tiến độ dự án
Mức giá từ 2000 USD/m2 trở lên						
Phú Mỹ Hưng	từ 2.800 trở lên	2.300-2.500	1.900-2.400	2.000-2.600	-17.9%	Đã hoàn thành và hoàn thành một phần
The Manor	3,000	2.400-2.700	2.400-2.600	2.500-2.800	-11.7%	Đã hoàn thành và hoàn thành một phần
Saigon Pearl	2.800-3.200	2.400-2.800	2.400-2.800	2.400-2.800	-13.3%	Đã hoàn thành một phần
Sunrise	2,700	2,700	2.600-2.800	2.500-2.600	-5.6%	Mới
Central gardens	2,400	1.800-2.200	1.500-1.800	1.700-1.800	-25.0%	Đã hoàn thành một phần
Cantavil Hoàn Cầu	3,550	3.500-3.600	2.700-3.000	3.050-3.100	-12.7%	Mới
Giá trên thị trường thứ cấp						
Mức giá từ 1000 - 1800 USD/m2						
Phú Hoàng Anh	1,800	1.500-1.800	1.800-2.000	1,950	-	Mới
Richland hill	1,600	1.500-1.600	1.500-1.600	1,600	-	Mới
Sunview	1,150	950	650-1.000	600-950	-32.6%	Đã hoàn thành một phần

Nguồn - Colliers, HSC

Với khối lượng cho vay lớn thực hiện trong nửa cuối năm ngoái, việc xác định lại các khoản vay ở mức lãi suất cao hơn và giá trị thế chấp giảm có vẻ đang dẫn tới sự việc tăng các khoản nợ đáng ngờ và nợ xấu.

Rất khó để ước tính mức tăng này là bao nhiêu nhưng có 2 nguồn tiềm năng khiến nợ xấu tăng lên. Một là các khoản vay bất động sản trị giá 200-300 nghìn tỷ đồng theo ước tính của chúng tôi, nguồn khác là các khoản nợ khổng lồ của doanh nghiệp nhà nước trị giá 514 nghìn tỷ đồng.

Hầu như là không thể xác định số lượng của các khoản nợ xấu trong giai đoạn hiện nay. Chúng ta đã nghe được khá nhiều các ước tính nhưng thực tế ở thời điểm này đó toàn là các dự đoán. Hãy nhớ rằng bong bóng tín dụng chỉ kéo dài có 6 tháng do đó hậu quả không thể so sánh với cuộc khủng hoảng châu Á là hậu quả của việc cho vay không đúng đắn trong nhiều năm.

Và lịch trình công bố điều này là khá linh động do nhiều ngân hàng có khả năng đóng băng hoặc che giấu các khoản vay xấu trong một thời gian. Đẩy các khoản nợ xấu cho chi nhánh, cho vay các khoản thanh toán lãi suất hoặc vốn hóa các khoản thanh toán lãi suất là các công cụ được yêu thích ở nhiều nước. Tất cả đều là các thủ thuật trì hoãn hiệu quả.

Vậy khi nào ngân hàng sẽ tuân thủ điều 7? BIDV đã bắt đầu thực hiện điều 7 từ 2005 và tỷ lệ nợ xấu tăng gấp 3 lần. Tuy nhiên hầu hết các ngân hàng khác chưa tuân theo quy định và NHNN vẫn chưa nhắc nhở chúng. Chúng ta có thể chứng kiến một vài lời kêu gọi hoãn lại việc thi hành thước đo này. Một vài ngân hàng tốt hơn đang trên đường thực hiện. Ngân hàng Quân đội đã

chạy thử hệ thống từ tháng 3/2008. ACB đã ký một thỏa thuận tư vấn với Ernst & Young về việc hoàn thiện một hệ thống đánh giá tín dụng nội bộ mới. Ngân hàng Việt Á và MHB đang tự xây dựng hệ thống.

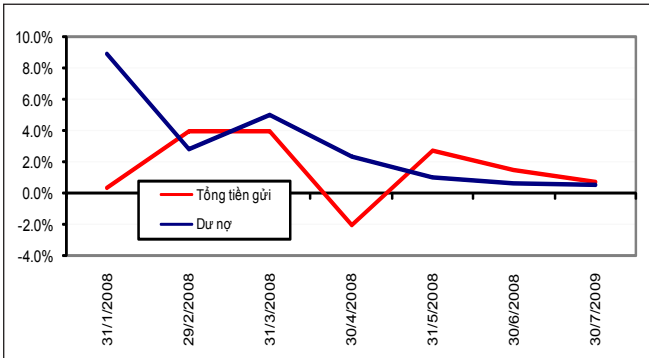
Có khả năng là NHNN sẽ cố tình lờ đi thời hạn cuối cùng để các ngân hàng có thêm thời gian thực hiện. Việc này sẽ giải phóng cho 1 trong các yếu tố chúng tôi nói từ đầu. Nhưng vẫn còn 3 yếu tố khác phải xem xét.

Trong trường hợp tồi tệ nhất, thu lại các khoản cầm cố bất động sản sẽ mất nhiều thời gian phụ thuộc vào các thủ tục có liên quan, và thông thường nó cần khoảng 1 năm rưỡi mới thu lại được. Nếu các khoản nợ xấu được bán, các thủ tục sẽ nhanh hơn nhiều. Trên thực tế chúng tôi giả định rằng các khoản cầm cố nợ xấu thu được 30-50% trên thị trường tài sản tích biên do đó mức thua lỗ thực tế cuối cùng sẽ ít hơn nhiều so với con số danh nghĩa.

Chúng tôi nghĩ rằng nợ xấu tăng trong nửa cuối năm sẽ dẫn tới một sự nhảy vọt ở khoản dự phòng vào cuối năm. Điều này gợi ý gì cho ngành ngân hàng?

Đầu tiên, lợi nhuận năm 2008 sẽ bị ảnh hưởng. 22 ngân hàng lớn nhất chúng tôi theo dõi hiện nay đang dự báo lợi nhuận ròng vào khoảng 22 nghìn tỷ hay 1,3 tỷ USD cho năm 2008. Lợi nhuận chính của nửa cuối năm có vẻ không đạt được kì vọng. Và thậm chí một mức dự phòng thua lỗ nhỏ nhất cũng sẽ ngấm 1 miếng lớn vào lợi nhuận. Sacombank mới đây đã giảm dự báo lợi nhuận cả năm từ 2 nghìn tỷ đồng xuống còn 1,5 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi đang chờ đợi các ngân hàng khác hành động tương tự.

Biểu 50a: Dự nợ và tăng trưởng tiền gửi theo tháng từ 2008 ở TP Hồ Chí Minh



Nguồn - Media

Khu vực sở hữu nhà nước có vẻ sẽ chịu gánh nặng chủ yếu từ việc nợ xấu tăng lên. Ngoại trừ VCB, các tổ chức này hoàn toàn chịu sự kiểm soát của nhà nước và có thể cần bơm thêm 1 đợt vốn mới (có thể lên tới vài tỷ đô la). Trong quá khứ, chính phủ đã tăng vốn bằng cách phát hành các trái phiếu tái cấp vốn ngân hàng. Và họ có thể lại làm việc này.

Gần đây các nhà đầu tư nước ngoài đã trở lại với trái phiếu chính phủ, bởi vậy nhu cầu với trái phiếu là khá lớn. Và bản thân các ngân hàng có rất nhiều tài sản trong danh mục ở mức chi phí thấp. Dĩ nhiên quá trình này có thể sẽ đau đớn nhưng chính phủ có thể chịu đựng tốt với mức nợ nước ngoài thấp hiện nay.

Ở khu vực tư nhân, quy mô của việc tăng khoản dự phòng có vẻ khác biệt giữa các ngân hàng. Một vài ngân hàng quản lý tốt có thể trích lập dự phòng cao làm tổn thương đến kết quả năm 2008 nhưng sẽ bật trở lại nhanh vào năm 2009. Các ngân hàng khác nhỏ hơn có thể mất vài năm để tái tạo vốn và xây dựng lại bản cân đối kế toán. Và một vài, chủ yếu là các ngân hàng nhỏ nhất có thể sẽ phải tìm kiếm các chủ sở hữu mới.

Chúng tôi cho rằng sự sáp nhập trong khu vực ngân hàng là không thể tránh khỏi. Chúng ta có quá nhiều ngân hàng phát triển nhanh trong một thời gian tương đối ngắn. Hệ thống quản lý rủi ro và kiểm soát hoạt động của chúng chậm hơn nhiều so với tốc độ tăng tài sản.

Chúng ta có thể sẽ chứng kiến sự sáp nhập một số ngân hàng nhỏ trong vòng 12 tháng tới. Ngân hàng Nhà nước đã sẵn sàng để giám sát hoạt động quản lý hàng ngày của 1 số ngân hàng cho đến khi tìm được người mua. Họ cũng trong tư thế sẵn sàng bơm các khoản vay khẩn cấp cho bất cứ tổ chức tín dụng nào tại mức lãi suất khoảng 15%. Hãy nhớ rằng NHNN đã từng làm vậy vào cuối những năm 90 khi hơn một tá ngân hàng bị sáp nhập. Do đó họ nắm chắc các thủ tục và đã được

Biểu 50b: Ước tính tình hình nợ xấu hiện tại

	Tỷ đồng	% tổng các khoản vay	Tỷ USD
Giá trị dự nợ hiện tại ước tính	120.000		72,73
Trong đó: ước tính nợ khó đòi hiện tại theo tiêu chuẩn kế toán Việt Nam	2.640	2,2%	1,60
Trong đó: ước tính nợ khó đòi hiện tại theo tiêu chuẩn kế toán quốc tế	6.000	5%	3,64

Nguồn - Các ước tính của HSC trên nhiều nguồn số liệu

chuẩn bị để hành động nhanh chóng.

Quá trình sáp nhập sẽ ảnh hưởng sâu rộng đến khối ngân hàng tư nhân nhỏ được cấp giấy phép trong khoảng 4 năm trở lại đây. Một vài ngân hàng nông thôn vừa chuyển đổi từ thiết chế ngân hàng đô thị cũng có vẻ dễ tổn thương. Quá trình sẽ diễn ra từ từ, kéo dài trong khoảng 1 - 2 quý.

Các ngân hàng lớn hơn có thể sẽ phải tìm thêm vốn từ thị trường trong 12 tháng tới. Dù việc này nhằm thực hiện tốt việc dự phòng các khoản giảm giá hay đơn giản là để đáp ứng các quy định Basle 2 (Đó là qui định về mức vốn tối thiểu mà các TCTD phải đảm bảo trong quá trình hoạt động), thì rõ ràng nhu cầu là có thật. Trong bài toán này, các đối tác chiến lược phải chịu hầu hết gánh nặng.

Cuối cùng, nhiều ngân hàng tư nhân cỡ lớn và cỡ trung đã bán 10-20% cổ phần cho các ngân hàng quốc tế trong năm 2006/2007. Nếu có nhu cầu về vốn bổ sung, các ngân hàng này sẽ phải đóng góp phần của mình. Và các nhà đầu tư nước ngoài có vẻ rất vui mừng để mua vào khu vực ngân hàng của Việt Nam. Mới đây, SeABank bán 15% cổ phần cho Societe General S.A, Ngân hàng Phương Nam được phép tăng tỷ lệ cổ phần của United Overseas Bank (Singapore) từ 10% lên 15% và Eximbank bán 25% cổ phần cho 4 đối tác nước ngoài, Sumitomo Mitsui Banking Corporation (SMBC), quỹ VinaCapital's VOF và 2 quỹ khác của Mirae Asset.

Theo quan điểm của chúng tôi, việc nợ xấu tăng trong khu vực ngân hàng không có khả năng trở thành một cuộc khủng hoảng lớn. Các khoản nợ khó đòi chắc chắn sẽ tăng lên và lợi nhuận ngân hàng năm 2008 sẽ bị tổn thương. Một vài ngân hàng nhỏ có thể sẽ mất độc lập và chúng ta sẽ chứng kiến việc bơm thêm vốn vào một số ngân hàng nhà nước và nhiều ngân hàng tư nhân. Nhưng hệ thống sẽ hồi phục và phát triển mạnh hơn. Và chúng tôi hi vọng tăng trưởng tín dụng sẽ trở lại tốc độ bình thường từ quý 2/2009.

Trên thực tế sáp nhập đã quá chậm, sáp nhập thậm chí còn tốt cho sự lành mạnh trong dài hạn của hệ thống ngân hàng và sẽ cho phép các ngân hàng mạnh hơn vượt lên và tận dụng thời cơ, đặc biệt là cho vay tiêu dùng.

Cuối cùng, sự bùng nổ tín dụng Việt Nam kéo dài khoảng 6 tháng, so sánh chính sách nới lỏng tiền tệ ở Mỹ trong gần 15 năm thì hầu hết các ngân hàng nội địa đơn giản là chưa kịp rơi vào rắc rối quá lớn. Và hệ thống đủ lớn và đủ trưởng thành để đối mặt với những ngân hàng đã gặp khó khăn.

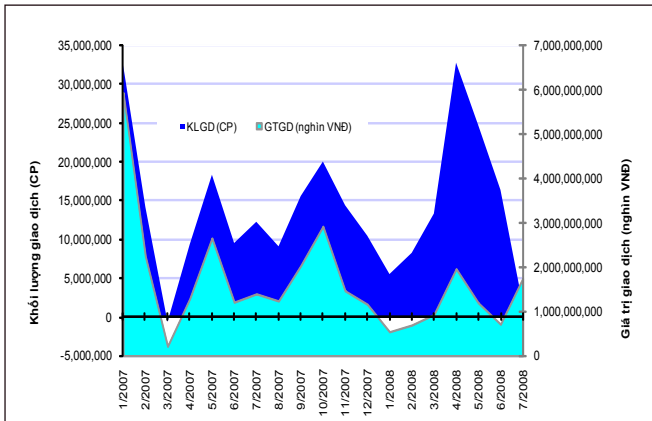
Biểu 48a: Lợi nhuận ròng nửa đầu năm và dự báo cả năm 2008 của các ngân hàng

	Nửa đầu năm 2008	Ước tính năm 2008*	Quan điểm nội bộ của HSC	Năm 2007	% mục tiêu cả năm	So với năm ngoái
Ngân hàng nhà nước						
Vietcombank	2,100,000	3,383,000		2,732,000	62%	23.8%
BIDV	604,000	3,179,000		2,028,246	19%	56.7%
Vietinbank		1,600,000		1,473,000		8.6%
MHB		300,000		200,000		50.0%
Tổng lợi nhuận ròng của các ngân hàng nhà nước (VND)		8,462,000		6,433,246		31.5%
Tổng lợi nhuận ròng của các ngân hàng nhà nước (USD)		512.85		389.89		31.5%
Ngân hàng tư nhân						
ACB	1,000,075	2,500,000	1,500,000	2,126,815	40%	17.5%
STB	754,000	1,500,000	800,000	1,581,971	50%	-5.2%
EAB	397,319	800,000		360,906	50%	121.7%
Eximbank	723,000	1,300,000		628,847	56%	106.7%
Techcombank	552,000	1,260,000		710,000	44%	77.5%
Military Bank	461,000	735,000		609,000	63%	20.7%
VIBank	323,000	700,000		426,000	46%	64.3%
VPBank	150,000	550,000		314,000	27%	75.2%
Seabank	258,000	852,000		409,000	30%	108.3%
Habubank	640,000	235,000		461,000	272%	-49.0%
Maritime Bank	207,000	386,000		240,000	54%	60.8%
Nam A Bank		291,667		104,417		179.3%
OCB		315,000		231,040		36.3%
HDH		280,000		167,555		67.1%
Phuong Nam Bank		340,000		253,165		34.3%
Viet A Bank	141,000	282,000		194,483	50%	45.0%
An Binh Bank		460,000		230,766		99.3%
Saigon Hanoi Bank		760,000		176,000		331.8%
Tổng lợi nhuận ròng của các ngân hàng tư nhân(VND)		13,546,667		9,224,964		46.8%
Tổng lợi nhuận ròng của các ngân hàng tư nhân(USD)		821.01		559.09		46.8%

Nguồn- Các ngân hàng

* Các ngân hàng tự dự báo

Biểu 50: Lượng mua ròng theo tháng của nhà đầu tư nước ngoài



Nguồn - www.vse.org.com

Và hai điểm an ủi các nhà đầu tư

Các nhà đầu tư nước ngoài có tiền mặt và muốn mua vào

Nhà đầu tư nước ngoài đã là người mua chính trên thị trường (HOSE) kể từ tháng 1, đầu tư ròng 6.044.9 tỷ đồng hay 359,8 triệu USD trong giai đoạn từ tháng 1 đến tháng 6. Tuy nhiên, cùng lúc họ cũng là người bán trái phiếu chính phủ chủ yếu, rút ra 1.977,3 tỷ đồng hay 117,6 triệu USD trong cùng thời gian. Trong tương lai, chúng tôi tin rằng các nhà đầu tư nước ngoài sẽ vẫn là người mua cổ phiếu chính.

Chúng ta phải xem xét môi trường của những người mua là người nước ngoài, và xếp họ vào 3 hạng, các quỹ riêng về cho Việt Nam, các tổ chức quỹ khu vực và người mua nhỏ.

Đầu tiên, các quỹ chuyên về Việt Nam. Có khoảng 46 quỹ chuyên về Việt Nam, được điều hành bởi 32 giám đốc quản lý quỹ với 7 tỷ USD dưới sự quản lý cho đến cuối năm ngoái. Chúng chủ yếu là các quỹ đầu tư cổ phiếu và một vài quỹ hỗn hợp đầu tư góp vốn tư nhân và bất động sản. Chúng ta cũng có 2 quỹ cơ sở hạ tầng có thể đầu tư vào các công ty rao bán cổ phần.

Trong các quỹ chúng ta sẽ xem xét kĩ, một vài quỹ có lượng tiền mặt đáng kể (xem Biểu 51). Hai quỹ trong số đó đã tăng thêm vốn trong năm nay. Điều đáng ngạc nhiên là mặc dù môi trường đầu tư khó khăn, giám đốc các quỹ đang tồn tại có thành tích tốt vẫn có thể huy động thêm vốn. Hiện nay đây là nguồn chính của các danh mục đầu tư nước ngoài vào cổ phiếu.

Sự hấp dẫn trong câu chuyện tăng trưởng của Việt Nam vẫn chưa biến mất bất kể một vài vấn đề trong năm nay. Trên thực tế nhiều nhà đầu tư đã nhận ra việc

Biểu 51: Lượng tiền mặt có sẵn của một số quỹ nước ngoài chọn lọc

		Ngày	Tổng giá trị tài sản ròng (triệu USD)	Lượng tiền mặt
VinaCapital	VOF	30/06/2008	662	4.1%
Dragon Capital	VEIL	30/06/2008	462.69	11.0%
	VGf	30/06/2008	282.75	13.0%
	VDF	30/06/2008	189.93	2.0%
Indochina Capital		30/06/2008	249.1	9.9%
Vietfund Management	VF1	26/06/2008	106	23.2%
	VF4	26/06/2008	43.8	85.7%
Alpha capital	VEH	30/06/2008	79.4	68.0%
Blackhorse		30/05/2008	63	5.0%
Prudential Vietnam		30/01/2008	39.9	3.0%
Lazard Vietnam		31/03/2008	n/a	3.0%
Manulife	VFMC	30/06/2008	6.7	33.0%
AMCFM Vietnam Equity Fund		30/06/2008	6.6	17.0%

Nguồn - Các báo cáo công bố hàng tháng.

Chúng tôi tính cả quỹ VFM dù đây được coi là quỹ nội địa

mất giá này và cho rằng thị trường có vẻ hấp dẫn hơn trong khoảng 24 tháng trước.

Và chúng ta cũng biết rằng có ít nhất 3 quỹ riêng về Việt Nam sẽ đi vào hoạt động trong khoảng 3-6 tháng nữa. Các quỹ mới này có kế hoạch huy động khoảng 150 nghìn USD, để đầu tư vào cả cổ phiếu niêm yết và cổ phiếu OTC.

Thật thú vị là chúng ta đã chứng kiến một chiến lược chuyển từ cổ phiếu OTC và các khoản đầu tư góp vốn tư nhân sang các cổ phiếu niêm yết. Có hai lý do cho việc này, giá thấp hơn khiến các cổ phiếu niêm yết trở nên hấp dẫn hơn trước và các nhà quản lý quỹ mới đây vừa nhớ ra giá trị của việc đầu tư vào cổ phiếu có tính thanh khoản.

Ngoài ra còn các tổ chức quỹ khu vực. Các tổ chức này chủ yếu cũng là các quỹ dành cho thị trường mới nổi mà họ có thể chọn thị trường Việt Nam. Với việc các công ty Việt Nam được tính đến trong chỉ số Russell toàn cầu và chỉ số Merrill Lynch Frontier, các loại quỹ này ít nhất cũng có thể bỏ thêm một vài cổ phiếu của Việt Nam vào danh mục của họ. Dĩ nhiên đây là xu hướng dài hạn hơn và họ có thể chỉ cần đợi 6-12 tháng hoặc lâu hơn nếu họ muốn. Tuy nhiên nguồn tiền có thể sử dụng của các quỹ này cũng lớn hơn các quỹ dành riêng. Nhưng nó cũng dễ biến động do họ không buộc phải đầu tư ở Việt Nam trong suốt thời gian hoạt động.

Mối quan tâm của các nhà đầu tư nhỏ cũng bắt đầu nhích lên. Chỉ một vài người vẫn đang tích cực nhưng chúng ta có bằng chứng rõ nét rằng các đơn đặt hàng mới đây vừa tăng lên một cách đáng kể. Một nhà môi giới Nhật Bản vừa tổ chức một chuỗi hội thảo đồng người tham gia ở nhiều thành phố của Nhật Bản đã

chứng thực về sự quan tâm mạnh mẽ này. Và do các khách hàng Nhật Bản chiếm phần lớn các giao dịch lẻ, chúng ta sẽ thấy mối quan tâm này chuyển thành các khoản đầu tư trong tương lai gần.

Các tổ chức nước ngoài sẽ tiếp tục là những người mua ổn định trên thị trường nhưng họ không có vẻ là sẽ chạy theo biến động giá, và là những người mua tích cực nhất khi nhà đầu tư nội địa bán ra. Và họ mua tập trung vào 20 cổ phiếu tốt nhất, một nửa trong số các mã cổ phiếu đó đã gần đến giới hạn dành cho cho sở hữu nước ngoài.

Biểu 51a: Các quỹ nước ngoài ở Việt Nam

STT	Các Cty quản lý quỹ	Tên quỹ	Quy mô (\$mn USD)		Giá trị tài sản ròng				
			31/12/2007		Kể từ	NAV USDm			
1	Dragon Capital Ltd	Vietnam Enterprise Investment Fund (VEIL)	1,044.3	1,914.4	30/6/08	462.69			
		Vietnam Growth Fund	536.0		30/6/08	282.75			
		Vietnam Dragon Fund	334.1		30/6/08	189.93			
2	Mekong Capital	Mekong Enterprise Fund II	50.0	177.1	31/12/07	37			
		Mekong Enterprise Fund	27.1						
		Vietnam Azalea Fund	100.0						
3	VinaCapital	DFJ VinaCapital L.P	50.0	1,439.5	30/6/08	662			
		Vietnam Opportunity Fund	789.5						
		Vina Land	600.0				30/6/08	790	
4	Indochina Capital	Indochina Land 1	42.0	570.0					
		Indochina Land 2	100.0						
		Indochina Capital	428.0				30/5/08	285	
5	PXP Vietnam Asset Management	PXP Vietnam Fund	134.0	272.0	30/6/08	45			
		Vietnam Lotus Fund	41.0		30/6/08	26			
		Vietnam Emerging Equity Fund	97.0		30/6/08	33			
6	Korea Investment Trust Management	Worldwide Vietnam Fund	78.0	104.0					
		Vietnam Growth Fund	26.0				19/6/08	256	
7	Vietnam Holding Asset Management	Vietnam Holding Limited (VNH)	450.0						
8	Lazard	Lazard Vietnam Fund Limited	58.8						
9	Finansa Fund Management	Vietnam Frontier Fund	27.5						
10	Christian Philip Kamn	Kamn Investment Holdings Inc	25.0						
11	Williams De Broe	Beta Vietnam Fund Limited	68.3						
12	Finansa Fund Management	Vietnam Equity Fund	18.1						
13	Keppel Group	Vietnam Keppel Fund	12.5						
14	France	Jaccar	100.0						
15	Bank Invest (Denmark)	Private Equity New Market (PENM)	80.0						
16	Jardine Fleming	JF Vietnam Opportunities Fund	97.0				5/6/08	200	
17	Deutsche Bank	DWS Vietnam Fund	354.0				454.0	30/5/08	286
		VN Top Select - Zertificat	100.0						
18	Blackhorse Asset Management	Blackhorse Enhanced Vietnam Inc.	50.0					30/5/08	63
19	Golden Bridge Financial Group	Vina Blue Ocean Fund	19.0						
20	Templeton	Templeton Vietnam SE Asia Fund	50.0						
21	International Data Group	IDJ Venture Vietnam	100.0						
22	Horizon Capital Advisor	Horizon Capital	100.0						
23	Golden Bridge	Blue Ocean Fund	20.0						
24	Pioneer	Vietnam Pioneer Fund	N.A						
25	HSBC	P-Notes	100.0						
26	Keppel Land	Keppel Fund	100.0						
27	Landesbank Berlin	VN Opportunities - Zertificat	50.0						
28	KV Mgt Pte Limited (Singapore)	Vietnam Investment Fund Singapore	5.5						
29	PPF Asset Mgt As	PPF A.S	50.0						
30	Prudential Vietnam	Prudential VN Segregated	288.0	351.7	19/6/08	22			
		Prudential Fund	63.7						
31	Lion Capital	Lion Vietnam Fund	33.0						
32	Anpha Capital	Vietnam Equity Holding (VEH)	79.0	125.0	30/6/08	79.4			
		Vietnam Property Holding (VPH)	46.0						
		Tổng cộng	7,022.4						

Nguồn - truyền thông, báo cáo hàng tháng

Biểu 52: Chúng ta đã thực hiện IPO đến đâu.....Các mốc IPO

	Giai đoạn chuẩn bị	Tư vấn chỉ định	Đối tác chiến lược	Các mốc IPO dự tính hiện tại
BIDV	60%	Morgan Stanley Dean Witter Asia (Singapore) Pte	Kế hoạch: Credit Suisse	Quý 1/2009
Vietin Bank	50%	JP Morgan Securities Asia Pacific Limited	Kế hoạch: 49% bán ra công chúng, 10% cho đối tác chiến lược; giá khởi điểm 100.000	Quý 1/2009
Mobiphone	Thủ tục pháp lý bắt đầu		Kế hoạch: Comvik, Vodafone, France Telecom, NTT, Docomo, Singtel, T-mobile. Giai đoạn 1: 15% cho đối tác chiến lược, 15% bán ra công chúng. Giai đoạn 2: bán thêm 19%, sở hữu nhà nước 51%.	Quý 1/2009
Vinaphone	20%			2010
Viettel	50%		Kế hoạch: 49% bán ra công chúng	2010
Vietnam Airline	0%		Kế hoạch: nhà đầu tư nước ngoài 10%-20%, sở hữu nhà nước 70%-80%	2010

Nguồn - truyền thông, HSC

Chúng ta vẫn còn 1 kế hoạch IPO lớn đang chuẩn bị tiến hành

Có lẽ năm 2007 sẽ được nhớ đến nhiều như là năm của các cơ hội bị bỏ lỡ, xét trên phương diện IPO. Các mốc thời gian cổ phần hóa các ngân hàng nhà nước lớn và các công ty viễn thông đã bị bỏ lỡ quá xa. Và đứng trước việc phải mở cửa hầu hết các thị trường cho cạnh tranh quốc tế vào năm 2010 thì thời gian không còn là bận nữa.

Các công ty đang khát vốn này phải ra thị trường càng sớm càng tốt để giành lấy cơ hội huy động đủ vốn nhằm cạnh tranh với các công ty quốc tế khổng lồ đang tìm kiếm cơ hội vào Việt Nam.

Dĩ nhiên, vấn đề chính vẫn là định giá. Định giá đã gây ra toàn bộ các nuối tiếc trong năm 2007 và hồi đầu năm nay. Các công ty mới phát hành giá cao như Bảo Việt, PVFC, Vietcombank, Sabeco và Habeco đồng loạt thử thách tính kiên nhẫn của các nhà đầu tư, và khi nó được thông qua, ảnh hưởng tới tâm lý thị trường mới kết thúc. Và điều này đã được phản ánh vào trong mức giá cổ phiếu hiện tại.

Nhìn vào tương lai, theo chúng tôi cần phải được hiểu ngầm rằng chính phủ nên đưa các cuộc phát hành mới ra thị trường ở mức cho phép nhà chức trách kiểm được một mức giá tốt mà vẫn còn phần cho các nhà đầu tư. Điều này sẽ đảm bảo nhu cầu ở mức cao trên thị trường thứ cấp. Nếu không thì giá trên thị trường thứ cấp sẽ có khả năng bị giảm sau khi IPO thành công, và các nhà đầu tư do đó sẽ trở nên thận trọng với lần IPO tiếp theo.

Và nếu như các nhà chức trách có kéo dài thời hạn IPO như Việt Nam đã làm thì đó cũng không phải là ý hay. Đặt giá phù hợp là chìa khóa. Dĩ nhiên đó là 1 mục tiêu

di động, mức giá hợp lý vào năm ngoài rõ ràng không còn đúng vào năm nay. Nếu thị trường được cải thiện thì các giá trị cũng thế, nhưng chính phủ có thể không có khả năng để đợi VNindex tăng trở lại như trong năm 2007. Do đó hi vọng là họ sẽ thỏa hiệp về giá và đưa các cuộc phát hành này ra thị trường dựa trên tâm lý thị trường hiện hữu chứ không phải dựa trên điều mà họ có thể có 1 năm trước đây.

Danh sách của các cuộc IPO tiếp theo có vẻ tốt, bao gồm 3 công ty viễn thông lớn, Mobiphone, Viettel và Vinaphone. Thêm vào đó, cứ cho là chúng không cần phải tái cấp vốn trước, vẫn còn 4 ngân hàng nhà nước là BIDV, Vietinbank, Agribank và MHB. Và sau đó một thời gian là Việt Nam Airlines, hãng hàng không quốc gia.

Đó là những cái tên chính, nhưng ngoài ra còn hàng loạt các tập đoàn công nghiệp cũng đang chờ cổ phần hóa. Một vài cái tên ở loại 2 này có thể sẽ bị hoãn lại nếu nó gặp phải vấn đề trong cân đối tài chính.

Trở lại năm 2007, Việt Nam đã cổ phần hóa 150 doanh nghiệp nhà nước, huy động hơn 32 nghìn tỷ đồng vốn thặng dư từ các cuộc IPO, 4,66x lần cao hơn mệnh giá của các cổ phần đưa ra bởi nhà nước. Rõ ràng đó là 1 công việc rất trơn tru và Bộ Tài Chính đang nóng lòng có thể lặp lại điều đó.

Trước cái bóng to lớn của việc mở cửa thị trường vào năm 2010, chính phủ đang đối mặt với áp lực khởi động lại chương trình cổ phần hóa trước cuối năm nay, dĩ nhiên là các điều kiện thị trường cho phép. Và nếu họ thực hiện ở mức giá hấp dẫn hơn, các nhà đầu tư cả trong nước và nước ngoài sẽ lại tràn ngập thị trường.

Biểu 53: Kịch bản cơ sở của HSC cho 6 tháng cuối năm 2008

Giả định kinh tế vĩ mô			Nhận định
	Ước tính nửa cuối năm 2008	Ước tính năm 2008	
GDP	5.5%	6.0%	Giảm nhẹ nhưng có khả năng tiếp tục giảm tới 5,5% trong nửa cuối năm
Sản xuất công nghiệp	16.0%	16.25%	Chưa có dấu hiệu suy giảm nhưng chúng tôi chờ đợi sự yếu đi vào nửa cuối năm
Bán lẻ	25.0%	27.5%	Cũng rất mạnh một phần do lạm phát nhưng tương tự như vậy, chúng tôi chờ đợi sự suy giảm đến gần
Nhập khẩu	35,2 tỷ USD	79,7 tỷ USD	Nhập khẩu đang giảm mạnh mẽ do khó giành được sự tín dụng
Xuất khẩu	29 tỷ USD	58,7 tỷ USD	Do kinh tế thế giới suy thoái, cầu xuất khẩu có thể sẽ giảm phần nào trong nửa cuối năm
Thâm hụt thương mại	6,2 tỷ USD	21 tỷ USD	Thâm hụt thương mại nửa cuối năm sẽ giảm mạnh. Tuy nhiên mục tiêu này là quá non nớt
FDI đăng ký	19,4 tỷ USD	50 tỷ USD	Vốn đăng ký ở mức cao kỷ lục nhưng các dự án bất động sản lớn có thể không được thực hiện
FDI giải ngân	3 tỷ USD	8 tỷ USD	Giải ngân cũng ở mức cao kỷ lục và sẽ tiếp tục trong nửa cuối năm
CPI	10%	28%	Xu hướng CPI dịu đi do giá thực phẩm giảm và hiệu ứng tăng so với năm trước được khởi động từ tháng 10
Lãi suất cơ bản	16%	16%	Chúng tôi cho rằng lãi suất cơ bản cần được tăng thêm 1 lần nữa để loại trừ hoàn toàn lạm phát
Giả định kinh tế vĩ mô			
Tăng trưởng EPS của các công ty niêm yết		-28%	Lợi nhuận nửa đầu năm là không đáng tin cậy do chưa bao gồm các khoản giảm giá vốn là yếu tố thay đổi lớn
mức P/E dự kiến hiện nay		16.5	
VN Index (+/-)	-15/-30%		thị trường có rủi ro xuống giá tới 30% so với hiện nay, mặc dù sau đó có thể phục hồi.

Nguồn - GSO, HSC

Viễn cảnh thị trường nửa cuối năm

Dưới đây là 3 kịch bản về thị trường và nền kinh tế từ nay đến cuối năm 2008. Hãy nhớ rằng các số liệu sử dụng chỉ là các ước tính sơ bộ nội bộ và không nên sử dụng như là các chỉ dẫn đáng tin cậy về tương lai.

Trường hợp cơ sở (xác suất 50%)

Kinh tế sẽ chậm hơn vào nửa cuối năm do sự thất thất lan tỏa. Tăng trưởng GDP cả năm 2008 là 6%; sản xuất công nghiệp là 15%; tăng trưởng bán lẻ khoảng 25% và thâm hụt thương mại trong khu vực ở mức 25 tỷ USD. Tăng trưởng CPI cả năm lên tới 30% trong đó tăng trưởng trong 6 tháng cuối năm là 12%. Phản ứng là lãi suất cơ bản tăng thêm lên 16% và giữ ở mức đó cho đến cuối năm.

Tiền tệ được nới lỏng trở lại ở mức tỷ giá liên ngân hàng là 17.000VNĐ vào cuối năm. Đó là mức mất giá rất ít trong cả năm. Mặc dù một vài sự bất ổn định trong nửa cuối năm. NHNN cung cấp đủ thanh khoản USD để đảm bảo xuất khẩu và nhập khẩu hoạt động tích cực, cùng lúc đó kiểm soát việc đầu cơ trong nước.

Kết quả là lợi nhuận nửa cuối năm giảm mạnh. Tăng trưởng EPS chung của năm 2008 ở mức -28% theo dự đoán của chúng tôi. Điều này là do sự kết hợp giữa lợi nhuận trước thuế thấp hơn (-2%) và hiệu ứng pha loãng. Hãy nhớ rằng chúng tôi sử dụng tiêu chuẩn kế toán quốc tế để tính toán cổ phiếu đang lưu hành, do đó chúng ta có hiệu ứng pha loãng cổ phiếu dồn lại từ cuối năm 2007. Do đó thị trường được đánh giá ở mức P/E tương lai điều chỉnh khoảng 16,5%.

Khu vực ngân hàng phải đối mặt với một vài thách thức trong nửa cuối năm như việc xác định lại các khoản vay lãi suất cố định từ cuối năm 2007 bắt đầu ảnh hưởng, dẫn tỷ lệ vỡ nợ tăng. Và ngân hàng cũng có thể phải áp dụng điều 7 để tính toán lại các khoản nợ xấu, khiến cho các khoản nợ xấu sẽ tăng lên. Điều này dẫn đến các tài sản tích biên được đưa ra thị trường tăng lên, đặc biệt là đất đai và bất động sản. Giá bất động sản giảm nhiều hơn do nguồn cung bổ sung từ những người sở hữu mới là các ngân hàng đang tìm cách đẩy chúng đi nhanh chóng để thu tiền mặt.

Thị trường sẽ dò lại đáy tháng 6 và thậm chí còn xuống thấp hơn mức đó trong quý 4. Các nhà đầu tư nội địa vẫn là người bán, nhưng ít hơn còn nhà đầu tư nước ngoài là những người mua ổn định ở thị trường đi xuống. Ở mức P/E tương lai đang xuống thấp dưới 13x, khá rẻ ngay do đây là vùng trũng được dự đoán có lợi nhuận thấp.

Thị trường bắt đầu bật trở lại từ nay cho đến cuối năm hoặc đến quý 1/2009 do CPI bắt đầu giảm và các hi vọng mới được nhen nhóm lại rằng lợi nhuận doanh nghiệp sẽ phục hồi trong năm 2009.

Biểu 54: Kịch bản thị trường lên giá của HSC trong nửa cuối năm 2008- xác suất 30%

Giá định kinh tế vĩ mô	Ước tính nửa cuối năm 2008	Ước tính năm 2008	Nhận định
GDP	6.0%	6.3%	Giảm nhẹ và nửa cuối năm vượt qua mức 6%
Sản xuất công nghiệp	16.5%	16.5%	Chưa có dấu hiệu suy giảm và chỉ giảm rất nhẹ vào nửa cuối năm
Bán lẻ	28.0%	29.0%	Cũng rất mạnh một phần do lạm phát nhưng giảm một chút trong nửa cuối năm
Nhập khẩu	35,2 tỷ USD	79,7 tỷ USD	Nhập khẩu đang giảm mạnh mẽ do khó giành được thư tín dụng, yếu tố cầu thấp
Xuất khẩu	29 tỷ USD	58,7 tỷ USD	Do kinh tế thế giới suy thoái, cầu xuất khẩu có thể sẽ giảm phần nào trong nửa cuối năm
Thâm hụt thương mại	6,2 tỷ USD	21 tỷ USD	Thâm hụt thương mại nửa cuối năm sẽ giảm mạnh. Tuy nhiên mục tiêu này là quá náo nóng
FDI đăng ký	22 tỷ USD	53,6 tỷ USD	Vốn đăng ký ở mức cao kỷ lục nhưng các dự án bất động sản lớn có thể không được thực hiện
FDI giải ngân	5 tỷ USD	10 tỷ USD	Giải ngân cũng ở mức cao kỷ lục và tốc độ được duy trì trong nửa cuối năm
CPI	6%	24%	Xu hướng CPI dịu đi nhanh do giá thực phẩm giảm và hiệu ứng tăng so với năm trước được khởi động từ tháng 10
Lãi suất cơ bản	14%	14%	Trong kịch bản này lãi suất cơ bản được duy trì như cũ trong nửa cuối năm. Giảm xuống 12% vào đầu năm 2009
Giá định kinh tế vĩ mô			
Tăng trưởng EPS của các công ty niêm yết		-28%	Lợi nhuận nửa đầu năm là không đáng tin cậy do chưa bao gồm các khoản giảm giá là yếu tố thay đổi lớn
mức P/E dự kiến hiện nay		16.5	
VN Index (+/-)	-15/-30%		thị trường có rủi ro xuống giá chỉ 15% so với hiện nay, và sau đó có thể tăng 25% vào cuối năm

Nguồn - GSO, HSC

Trường hợp lên giá (xác suất 30%)

Kinh tế tiếp tục tăng trưởng khá mạnh với mức tăng trưởng GDP cho đến cuối năm là 6,5%, hầu như không thay đổi trong nửa cuối năm. Sản xuất công nghiệp giảm nhẹ còn 15,5% trong khi bán lẻ duy trì mạnh mẽ ở mức 28% và thâm hụt thương mại là 25 tỷ USD giống như trong trường hợp cơ sở. Tăng trưởng CPI cả năm lên đến 25%, tăng trưởng trong nửa cuối năm chỉ có 7%. Lãi suất cơ bản dừng ở mức 14% và sẽ bị giảm xuống 12% trong quý 4.

Tiền tệ dừng ở mức 17.000 VNĐ vào cuối năm hoặc ở mức xấp xỉ hiện tại. Với áp lực lạm phát giảm bớt từ quý 3 và thâm hụt thương mại trong tầm kiểm soát, NHNN khá dễ dàng cung cấp đủ thanh khoản và không có các hoạt động đầu cơ.

Lợi nhuận trong nửa cuối năm giảm xuống nhưng chủ yếu là do khu vực tài chính và các cổ phiếu liên quan đến bất động sản. Các cổ phiếu sản xuất và dịch vụ khác tạo ra các con số khá dễ chịu trong năm 2008 do thắt chặt tín dụng không tràn ra toàn bộ nền kinh tế. Tăng trưởng EPS chung cả năm 2008 là -12%, lợi nhuận trước thuế thực tế dương ở mức 27%.

Khu vực ngân hàng chứng kiến 1 sự tăng nhẹ các khoản nợ xấu nhưng nó chỉ ảnh hưởng tới một vài ngân hàng yếu hơn và sự sáp nhập sau đó được tiến hành nhanh chóng mà không làm ngắt quãng các dòng tín dụng. Tình trạng suy giảm của thị trường bất động sản đã được ghi nhận nhưng không kéo dài lâu nhờ mức cầu phục hồi nhanh do tình trạng thiếu sản phẩm hoàn thiện và mức lãi suất giảm trong quý 4.

Đối với thị trường chứng khoán, kịch bản lên giá là chỉ số VNI thoát khỏi đáy 380 điểm trong tháng 6/2008 và sau đó sẽ tăng từ từ cho đến cuối năm, đạt khoảng 550 điểm.

Biểu 55: Kịch bản xuống giá nửa cuối năm 2008 của HSC - xác suất 20%

Giả định kinh tế vĩ mô	Ước tính nửa cuối năm 2008	Ước tính năm 2008	Nhận định
GDP	5.0%	5.75%	Giảm mạnh do kịch bản hạ cánh khó khăn trong nửa cuối năm
Sản xuất công nghiệp	15.0%	15.75%	Chưa có dấu hiệu suy giảm nhưng chúng tôi chờ đợi sự yếu đi vào nửa cuối năm
Bán lẻ	20.0%	25.0%	Dù có hiệu ứng lạm phát, tăng trưởng bán lẻ vẫn giảm do nhu cầu giảm mạnh
Nhập khẩu	35,2tỷ USD	79,7tỷ USD	Nhập khẩu đang giảm mạnh mẽ do khó giành được thư tín dụng
Xuất khẩu	29tỷ USD	58,7tỷ USD	Do kinh tế thế giới suy thoái, cầu xuất khẩu có thể sẽ giảm phần nào trong nửa cuối năm
Thâm hụt thương mại	6,2tỷ USD	21 tỷ USD	Thâm hụt thương mại nửa cuối năm sẽ giảm mạnh. Tuy nhiên mục tiêu này là quá non nớt
FDI đăng ký	19,4tỷ USD	50tỷ USD	Vốn đăng ký ở mức cao kỷ lục nhưng các dự án bất động sản lớn có thể không được thực hiện
FDI giải ngân	3 tỷ USD	8tỷ USD	Giải ngân cũng ở mức cao kỷ lục nhưng giảm rõ rệt trong nửa cuối năm
CPI	10%	28%	Xu hướng CPI là ổn định do giá thực phẩm giảm và hiệu ứng tăng hàng năm được khởi động từ tháng 10.
Lãi suất cơ bản	16%	16%	Lãi suất cơ bản tăng lên 18% để triệt tiêu hoàn toàn lạm phát
Giả định kinh tế vi mô			
Tăng trưởng EPS của các công ty niêm yết		-28%	Lợi nhuận nửa đầu năm là không đáng tin cậy do chưa bao gồm các khoản giảm giá vốn là yếu tố thay đổi lớn
mức P/E dự kiến hiện nay		16.5	
VN Index (+/-)	-15/-30%		Thị trường có rủi ro xuống giá tới 50% so với hiện nay.

Nguồn - GSO, HSC

Trường hợp xuống giá (xác suất 20%)

Kinh tế phải chịu một cuộc hạ cánh khó khăn trong 6 tháng cuối năm và tăng trưởng GDP cả năm chỉ 5%. Sản xuất công nghiệp cả năm giảm xuống còn 15,7%, bán lẻ đạt 20%. Thâm hụt thương mại cả năm là 20 tỷ USD do nhập khẩu giảm mạnh trong nửa cuối năm.

Về lợi nhuận doanh nghiệp, chúng tôi giả định sẽ bị ảnh hưởng mạnh hơn và kết quả là tỷ suất lợi nhuận thấp hơn làm tổn thương các ngành kinh doanh chính và cần thực hiện trích lập dự phòng toàn bộ cho cả cổ phiếu niêm yết và cổ phiếu OTC đối với các công ty có danh mục đầu tư tài sản. EPS giảm tới 40% nếu tính cả hiệu ứng pha loãng cổ phiếu. Vả chúng ta cũng phải giả định rằng ngân hàng sẽ phải thực hiện việc trích lập dự phòng cao hơn đối với các khoản nợ đáng nghi trong kịch bản này.

Chúng tôi đánh giá kịch bản này có 20% xảy ra, và đây là kịch bản ít có khả năng nhất trong 3 kịch bản của chúng tôi. Các công ty Việt Nam có truyền thống vượt qua tình trạng rối ren và nổi lên mạnh mẽ hơn sau những giai đoạn khó khăn. Chúng tôi cược rằng họ sẽ làm lại được điều đó.

Nhà đầu tư nên làm gì?

Nếu theo kịch bản cơ sở, chúng tôi nghĩ rằng thị trường sẽ dò đáy 1 lần nữa trong quý 4. Do kinh tế giảm tốc, và tình hình kinh tế vĩ mô xấu, dòng thác tin tức về các công ty đang tồi tệ đi sẽ làm cho giá cổ phiếu thấp hơn nữa. Đặc biệt là ngân hàng sẽ chứng kiến sự giảm tốc do họ phải vật lộn với các khoản dự phòng nợ xấu. Khu vực bất động sản và xây dựng cũng sẽ nằm trong mắt bão và các nhà xuất khẩu có thể bị ảnh hưởng do cầu quốc tế giảm.

Giá cả thị trường sẽ tăng khi thu nhập doanh nghiệp được điều chỉnh theo chiều hướng giảm xuống khiến thị trường có vẻ tương đối đắt hơn trong một thời gian ngắn. Tuy nhiên chúng ta sẽ lần đầu tiên chứng kiến giá xuống đến đáy, và đây thường là một dấu hiệu mạnh mẽ để mua vào. Và thị trường sẽ giảm trở lại mức đáy hồi tháng 6, điều này sẽ đem lại cơ hội mua vào cực kỳ tốt cho các nhà đầu tư.

Đối với việc lựa chọn cổ phiếu, chúng tôi sẽ tập trung vào danh mục các loại tốt nhất hơn là tỷ trọng các ngành. Thị trường Việt Nam là tương đối phát triển, giá cổ phiếu cao thuộc về các công ty có triển vọng tăng trưởng và quản lý tốt. Do đó chúng tôi tin tưởng mạnh mẽ rằng đầu tư vào các công ty quản lý tốt thay vì là chọn lựa các công ty hoặc ngành là chiến lược dài hạn tốt nhất. Chúng tôi lên danh sách các cổ phiếu phù hợp với tiêu chí lựa chọn của chúng tôi ở trang sau.

Biểu 56: Các kịch bản nhạy cảm với lợi nhuận và giả định

	Tăng trưởng lợi nhuận ròng	Tăng trưởng EPS	P/E	Nhận định
Kịch bản cơ sở	-3%	-28%		Giả định có áp lực lên lợi nhuận và việc trích lập dự phòng giảm giá do thua lỗ chứng khoán giảm giá các chứng khoán niêm yết theo giá thị trường nhưng không lớn đối với các cổ phiếu OTC
Kịch bản lên giá	27%	-12%		Giả định không có áp lực lên lợi nhuận và không trích lập dự phòng giảm giá Sử dụng các dự báo gốc cho năm 2008 của các công
Kịch bản xuống giá	-15%	-40%		Giả định áp lực lên lợi nhuận rất cao và trích lập dự phòng giảm giá toàn bộ Trích lập dự phòng thua lỗ chứng khoán niêm yết, OTC và các trái phiếu đang nắm giữ- tất cả theo giá thị trường

Nguồn- HoSE, HaSTC, các dự báo của HSC

Sự lựa chọn cổ phiếu của chúng tôi

PVI

Công ty bảo hiểm phi nhân thọ phát triển nhanh. Hoạt động trong lĩnh vực sản xuất công nghiệp và được hưởng lợi từ các hoạt động mở rộng của nhóm dầu khí vào các nhà máy hóa dầu và năng lượng. Có thể được lợi nếu chính phủ mở rộng danh mục bảo hiểm bắt buộc trong tương lai. Quản lý tốt. Có một vài vấn đề với các khoản đầu tư có điều kiện nhưng sự liên kết với PV là một lợi thế lớn. Giá cổ phiếu giảm mạnh so với lúc đỉnh cao.

Thương mại Massan

Một trong vài thương hiệu mạnh của các công ty hàng tiêu dùng ở Việt Nam. Tăng trưởng ở các ngành kinh doanh chủ yếu nhờ khả năng tiếp thị thành thạo và danh tiếng về chất lượng. 2007 là một năm đột phá do thị trường trở nên sôi động trước những lo ngại sâu sắc về việc bị cạnh tranh. Quản lý tốt và tập trung vào xây dựng ưu thế tiếp thị.

Sabeco

Tốt nhất trong 2 công ty bia. Công suất là giới hạn tăng trưởng chủ yếu và Sabeco đã tăng thêm công suất 200 triệu lít bia đầu năm nay và 2 nhà máy khác có tổng công suất 200 triệu lít sẽ đi vào hoạt động vào cuối năm. Thị phần có khả năng sẽ nhích lên 40% trong năm 2008. Giá nguyên liệu tăng là một khó khăn. Lo ngại chính được thống nhất là nằm ở việc mở rộng đầu tư vào bất động sản nhưng do việc này không bao gồm trong giá nên không cần coi là bất lợi chủ yếu.

DPM

Hưởng lợi từ việc tăng giá phân bón trên thị trường thế giới và chu kỳ tăng giá trung dài hạn đối với các mặt hàng sản xuất cơ bản. DPM được đặt đúng chỗ để hưởng lợi cả từ sản xuất phân urê hay nhập khẩu các loại phân bón khác do sự kiểm soát giá đã bị phá bỏ trong ngành này. Lợi nhuận dồi dào trong năm nay nhưng trong dài hạn lại phụ thuộc và khả năng mở rộng sản lượng trong nước hoặc ở nước ngoài.

Vinamilk

Năng lực tiếp thị được cải thiện rất lớn, thổi một làn sóng mới vào công ty hàng tiêu dùng lâu đời. Tăng thị phần ở các sản phẩm chính trong năm 2007 và có thể tăng thêm trong năm 2008 cho phép công ty tăng lợi nhuận cơ bản. Vượt qua được sự phụ thuộc vào thu nhập từ tài chính mà không bị ảnh hưởng tới tăng trưởng. Lợi nhuận năm 2008 đạt được trước kế hoạch.

Ngân hàng Quân đội

Ngân hàng TMCP tốt nhất phía bắc do quản lý rủi ro tốt và nền tảng tiền gửi vững chắc. Tỷ lệ dư nợ/vốn huy

động (LDR) thấp có nghĩa là họ có thể thoát ra khỏi tình trạng tồi tệ nhất của thảm họa nợ xấu đang đến và ngân hàng có vẻ sẽ thành công, cùng với ACB, ngân hàng Đông Á và Techcombank. Các đối tác như HFM và Thắng Lợi góp phần tạo nền tảng. Do đó nó sẽ nổi lên như là một tập đoàn tài chính mạnh và mở rộng vào phía nam.

TTF

Nhà xuất khẩu gỗ chế biến theo mẫu riêng. Bị tổn thương trong năm 2008 do cuộc khủng hoảng nhà ở Mỹ mặc dù thị trường chính (65% doanh số) là Châu Âu. Tin tức xấu đã được chuyển vào giá. Nhưng với một nhà máy mới làm tăng gấp đôi công suất vào năm sau, công ty đang được đặt đúng vị trí có thể hưởng lợi từ sự phục hồi chu kỳ. Kế hoạch dài hạn là tự trồng rừng lấy gỗ sẽ đòi hỏi khoản đầu tư lớn và có thể là quá tham vọng. Nhưng nếu giảm quy mô xuống thì có thể sẽ làm giảm sự phụ thuộc vào nhập khẩu.

PVD

Nhà cung cấp dịch vụ khai thác dầu khí. Một nửa thu nhập và 70-85% lợi nhuận có được từ dịch vụ thuê toàn bộ dàn khoan. Hưởng lợi từ việc tăng giá dầu nhờ tăng cường các hoạt động khai thác. 2 giàn khoan mới đang được xây dựng và được trông đợi chuyển giao vào tháng 9 và tháng 12/2009. Điều này sẽ dẫn dắt lợi nhuận và tỷ suất lợi nhuận trong trung hạn. Các yếu tố dẫn dắt tăng trưởng là ngành kinh doanh chính, khoan và các dịch vụ liên quan đến khoan với tham vọng mở rộng ra nước ngoài.

TRC

Khai thác và chế biến cao su tự nhiên. Công ty có lợi nhuận cao và ổn định, và có sản lượng cao nhất trong ngành. Áp dụng tốt công nghệ khai thác mủ cao su và thời tiết tốt hứa hẹn một mùa thu hoạch tốt vào cuối năm nay. Lợi nhuận sau thuế năm 2008 có thể tăng lên ít nhất 20% so với mục tiêu do giá dầu tăng.

VinaCafe

Vinacafe là một trong những công ty dẫn đầu trong ngành thực phẩm và đồ uống với 50% thị phần cà phê uống liền. Thương hiệu của công ty được người tiêu dùng nhận biết tốt đối với tất cả các nhãn hiệu liên quan đến cà phê, cả trong nước và nước ngoài. Tiêu thụ nội địa của cà phê chế biến sẵn tăng 15% mỗi năm và sản lượng sản xuất khá vất vả để đáp ứng nhu cầu, Triển vọng tăng trưởng rất tốt được hỗ trợ bởi một thị trường cà phê tăng trưởng nhanh thứ 2 thế giới.

Biểu 57 - Danh sách khuyến nghị của HSC

Tên công ty	Mã	Ngành	Giá CP (30/7)	Ước tính EPS 2008	P/E dự kiến	Doanh thu và lợi nhuận: triệu VND			
						Doanh thu 2007	Doanh thu dự kiến 2008	Lợi nhuận ròng 2007	Lợi nhuận ròng 2008
PVI	PVI	Bảo hiểm phi nhân thọ	28,100	3,615	7.77	1,685,178	2,400,000	249,664	400,000
Massan Trading			60,000	11,517	5.21	531,525	2,000,000	102,092	250,600
Sabeco		Thực phẩm và đồ uống	41,500	1,624	25.55	6,702,971	8,901,377	809,185	809,185
Vinamilk	VNM	Thực phẩm và đồ uống	107,000	6,836	15.65	6,648,193	8,200,000	963,448	1,140,000
DPM	DPM	Phân bón	56,000	6,760	8.28	3,779,038	8,000,000	1,329,481	2,500,000
Military Bank	MB	Tái chính và ngân hàng	18,500	2,280	8.11	2,022,000	2,722,000	492,600	529,000
TTF	TTF		21,000	5,862	3.58	603,130	1,131,000	52,245	87,930
TRC	TRC	Cao su	71,000	4,940	14.37	491,894	424,500	177,445	148,200
PVD	PVD	Dịch vụ khai thác thăm dò dầu khí	91,000	8,228	11.06	2,738,605	3,500,000	579,875	1,000,000
Vinacafe		Thực phẩm và đồ uống	45,000	8,492	5.30	619,370	N/a	108,343	108,343

Nguồn - Báo cáo tài chính công ty, HSC

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Bản quyền thuộc Công ty chứng khoán Hồ Chí Minh (HSC) 2008. Mọi quyền đã được bảo hộ. Báo cáo này được chuẩn bị và phát hành bởi Công ty Chứng khoán Hồ Chí Minh hoặc một trong các chi nhánh phân phối của nó ở Việt Nam hay nước ngoài. Các thông tin trong này được HSC cho là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn tài liệu công khai được cho là đáng tin cậy. Ngoại trừ các thông tin về HSC, HSC không đảm bảo tính xác thực của các thông tin này. Các quan điểm, đánh giá và kế hoạch trình bày trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm hiện thời của tác giả tại thời điểm phát hành. Báo cáo này không nhất thiết thể hiện quan điểm của HSC và có thể được thay đổi mà không báo trước. HSC không có trách nhiệm cập nhật, sửa chữa hoặc thay đổi báo cáo này theo bất kỳ cách nào; cũng không phải thông báo cho độc giả về các sự kiện khiến cho nội dung, quan điểm, kế hoạch trong báo cáo bị thay đổi hoặc trở nên thiếu chính xác. Các thông tin ở đây được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không bảo đảm tính chính xác hoặc đầy đủ của các thông tin này. Giá cả và hiệu lực của các số liệu về tài chính cũng có thể thay đổi không báo trước. Báo cáo công khai này có thể được HSC cân nhắc khi mua hoặc bán quyền sở hữu hoặc các vị trí được nắm giữ bởi các quỹ dưới sự quản lý của HSC. HSC có thể giao dịch vì quyền lợi riêng từ kết quả tư vấn giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích và có thể tiến hành các giao dịch chứng khoán không đồng nhất với báo cáo này và các quan điểm được thể hiện ở đây. Không có bất kỳ thông tin hay quan điểm nào thể hiện trong báo cáo này đưa ra lời đề nghị hay lời mời mua bán bất kỳ chứng khoán hay các quyền chọn, hợp đồng giao sau hay các công cụ phái sinh khác trong bất kỳ phạm vi nào. Báo cáo này cũng không nên được hiểu như là quảng cáo cho bất kỳ công cụ tài chính nào. Các nhân viên của HSC có thể có mối quan tâm về tài chính với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các tài liệu liên quan. Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị để lưu hành phổ biến các thông tin thông thường. Nó không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu đặc biệt nào của bất kỳ ai có thể nhận được hay đọc được báo cáo này. Các nhà đầu tư cần chú ý là giá cả của chứng khoán dao động và có thể tăng hoặc giảm. Thành tựu quá khứ, nếu có, không định hướng cho tương lai. Các công cụ tài chính thảo luận trong báo cáo này có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư. Các nhà đầu tư phải tự đưa ra các quyết định tài chính dựa trên các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu thấy cần thiết và dựa trên hoàn cảnh tài chính cụ thể và mục tiêu đầu tư của mình. Báo cáo này không được sao chép, in lại, xuất bản hoặc tái phân phối bởi bất cứ cá nhân nào dưới bất kỳ mục đích gì mà không có sự cho phép bằng văn bản của HSC. Đề nghị dẫn nguồn khi trích dẫn.

Fiachra Mac Cana

fiachra.maccana@hsc.com.vn

Cell: 84 (0) 909 505 764

Công ty chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh

Lầu 1,2,3 tòa nhà Capital Palace

số 6 Thái Văn Lung, Quận 1, thành phố Hồ Chí Minh

Tel: (84 8) 823 3299

Fax: (84 8) 823 3301

www.hsc.com.vn