Công ty TNHH Chứng khoán
Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam

BÁO CÁO 7 THÁNG - 2010

Cơ hội đầu tư giá trị?

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NHĐT&PT VIỆT NAM (BSC)

BSC Trụ sở chính
Tầng 10 – Tháp A Vincom
191 Bà Triệu – Hai Bà Trưng – Hà nội
Tel: 84 4 22200668
Fax: 84 4 22200669

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh
Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8128885
Fax: 84 8 3 8128510

Website: www.bsc.com.vn

I. BÁO CÁO KINH TẾ

I. CÁC VẤN ĐỀ CƠ BẢN

Chỉ số cơ bản	2009	Đến 07/2010	Ước 2010
GDP (%)	5.32%	6.16%	6.5%-6.7%
GDP (tỷ USD, giá hiện hành)	92 tỷ	N.A	103 tỷ
Lạm phát (%yoy)	6.52%	8,19%	7.5% - 8%
Tỉ giá (USD/VNĐ)	18.480	19.080	19.500
% Tín dụng	37%	13%	20%
Thâm hụt thương mại (tỷ USD)	12 tỷ	7,2 tỷ	13-14 tỷ

Tổng quan

Bức tranh kinh tế vĩ mô của Việt Nam tính đến cuối tháng 07/2010 cho thấy nền kinh tế tiếp tục trong giai đoạn hồi phục và hướng tới mục tiêu ổn định. Các chính sách gần đây của Ngân hàng nhà nước (NHNN), đặc biệt là chính sách tiền tệ đang cho thấy NHNN dường như tập trung hơn vào việc cơ cấu nâng cao chất lượng hoạt động lại các thể chế tài chính hơn là việc sử dụng các chính sách tài chính lỏng kích thích tăng trưởng. Một phần nguyên nhân là do áp lực duy trì tốc độ tăng trưởng GDP từ nay đến cuối năm được chúng tôi đánh giá là không quá bức thiết so với mục tiêu tăng trưởng 6,5% của Chính phủ từ đầu năm.

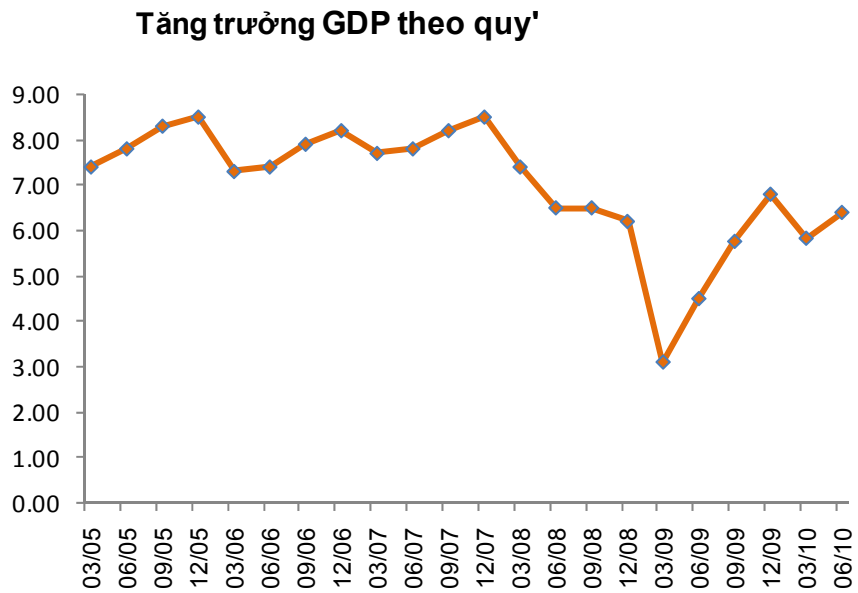
Các chỉ số cơ bản vĩ mô được chúng tôi cập nhật đến hết tháng 07/2010 và dự báo cho năm 2010. Lạm phát được kiềm chế ở mức 1 con số và nhiều khả năng đạt trong khoảng 7,5%-8% vào cuối năm. Cán cân thương mại mặc dù tiếp tục thâm hụt theo xu hướng như mọi năm do nhập siêu tăng, nhưng theo tính toán cán cân thanh toán tổng thể lại dương (ước 3-4 tỷ USD tính đến hết tháng 07) do các nguồn từ cán cân vốn bù đắp tốt. Do đó, nếu căn cứ vào nguồn ngoại tệ, tỷ giá tiếp tục được dự báo ổn định. Tuy nhiên, vấn đề tâm lý và sự rõ ràng từ các thông điệp chính sách sẽ có tác động lớn đến trạng thái của tỷ giá, đặc biệt là trong thời điểm cuối năm khi các khoản vay ngoại tệ của doanh nghiệp từ đầu năm đến hạn. Tỷ giá USD/VND có thể có một đợt tăng nữa trong quãng thời gian đến cuối năm và dự báo đạt mức 19.500. Nhiều chuyên gia kinh tế dự báo vấn đề tỷ giá vẫn là bài toán chính của Việt Nam trong trung hạn.

Với viễn cảnh lạm phát có thể không phải là vấn đề trong năm 2010, tăng trưởng tín dụng có cơ hội để tăng trưởng. Tuy nhiên có thể đánh giá mục tiêu tăng trưởng tín dụng 25% từ đầu năm của Chính phủ khó đạt được. Tăng trưởng ngoại tệ sẽ giảm nhưng VND cũng khó có thể tăng mạnh. Các quy định mới đây về yêu cầu Ngân hàng tăng vốn tối thiểu 3.000 tỷ và Thông tư số 13

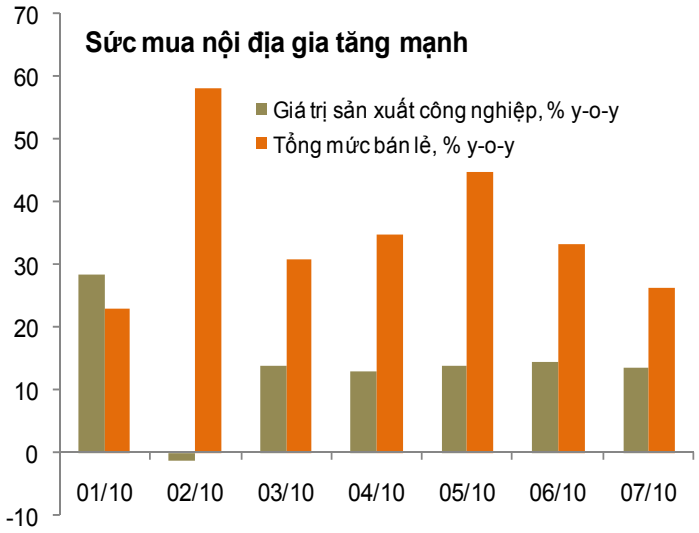
dẫn đến trong ngắn hạn lãi suất sẽ rất khó giảm, dẫn đến khó tăng trưởng tín dụng hơn nữa. Dự báo tăng trưởng tín dụng có thể đạt xung quanh mức 20% vào cuối năm.

Kinh tế duy trì tốt nhịp tăng trưởng

Nối tiếp đà tăng trưởng trong năm 2009, GDP năm 2010 quý II đạt 6.4%, và 6 tháng đầu năm GDP tăng 6.16% so với cùng kỳ năm trước. Sự cải thiện mạnh mẽ đó được đóng góp bởi ngành công nghiệp và xây dựng (với mức tăng 6.5% 7.05%).



Nguồn: GSO



Nguồn: Bloomberg và tổng hợp BSC

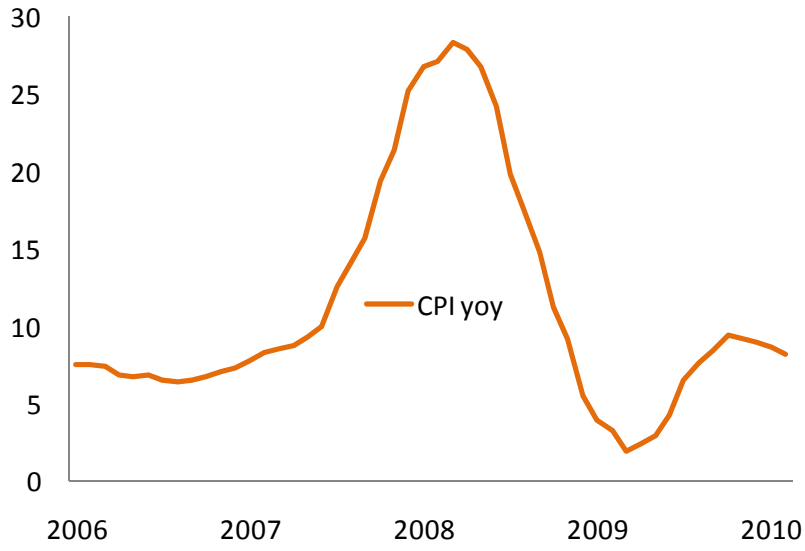
Yếu tố quan trọng của tổng cầu nền kinh tế, đó là nhu cầu tiêu dùng có khả năng thanh toán nội địa, cũng có xu hướng tăng khá mạnh trong 7 tháng đầu năm. Tổng mức bán lẻ và doanh thu dịch vụ hàng hóa tăng 26.4% tính đến 30/07/2010, góp phần thúc đẩy các ngành sản xuất trong nước. Vì vậy, nhịp độ tăng trưởng sẽ được đẩy mạnh hơn trong quý III và IV, khả năng hoàn thành và vượt mục tiêu 6.5-7% cũng dần trở nên chắc chắn hơn.

Trong điều kiện ảnh hưởng bởi khủng hoảng Châu Âu và đà phục hồi chưa thực sự mạnh mẽ của thế giới, những thành quả đáng khích lệ của tăng trưởng kinh tế Việt Nam đã mang đến kỳ vọng lớn hơn cho cả năm 2010..

Lạm phát được kiểm soát

Vừa đúng khoảng thời gian kết thúc độ trễ chính sách cung tiền từ tháng 06/2009 cộng thêm những tác động tăng giá đồng loạt các nguyên vật liệu và sản phẩm đầu vào cơ bản như giá xăng, than, điện, nước sạch… song CPI của tháng 3 đã ghi nhận một nhịp giảm tích cực. Mức CPI tháng 7 đạt thấp, chỉ tăng 0.06%, tăng 8.19% so với cùng kỳ năm trước và tăng 4.84% so với tháng 12/2009. Lạm phát hạ nhiệt, nút thắt của chính sách tiền tệ có cơ hội để nới lỏng thêm. LSCB tiếp tục giữ nguyên 8% từ tháng 8 song lãi suất tiền tệ có chiều hướng hạ nhiệt, nhằm khơi thông nguồn vốn cho tăng trưởng khi chỉ số giá được nhận thấy không phải là một áp lực quá lớn với cân đối vĩ mô.

Lạm phát Việt Nam qua các năm



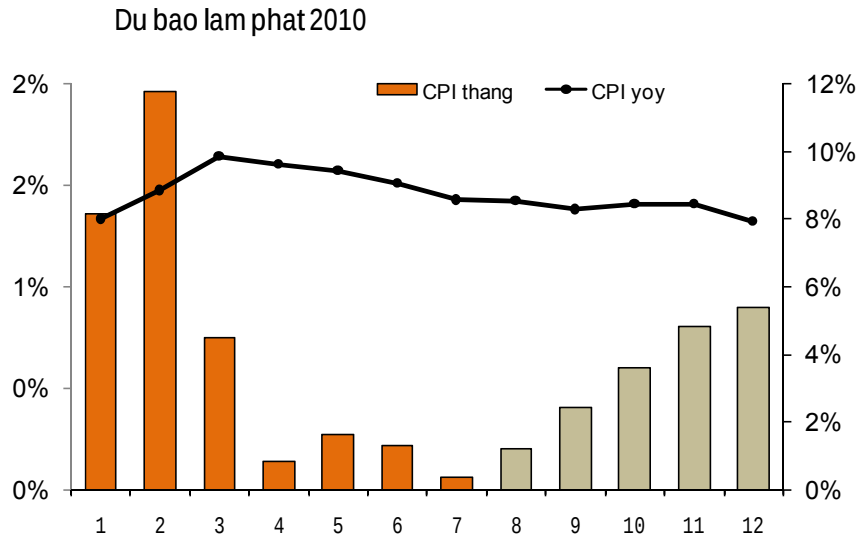
- Tăng lương sẽ không dẫn đến tăng giá. Mức lương cơ bản mới sẽ được áp dụng từ tháng 5 được khẳng định đã có kế hoạch và lộ trình từ trước. Do đó, khả năng tác động làm tăng giá tiêu dùng sẽ hầu như không đáng kể.
- Sự tăng giá của lương thực thực phẩm (chiếm 40% tỷ trọng CPI) vẫn được coi là nhân tố tác động mạnh đến khả năng tăng chỉ số giá chung. Tuy nhiên, nhóm hàng này liên tục giảm kể từ tháng 3. Sự co giãn của giá với cầu lương thực thực phẩm cũng như các mặt hàng thiết yếu khác có thể

đang giảm dần khi thu nhập bình quân/người của Việt Nam tăng lên, do đó, sự giảm tương đối của nhóm hàng này trong rổ hàng hóa tính CPI sẽ có tác động tích cực với biến động CPI lõi.

- Việc tăng giá các mặt hàng thiết yếu (điện, than, nước) có thể tác động đến việc tăng giá bán sản phẩm, tuy nhiên, áp lực cũng sẽ giảm dần trong các tháng tiếp theo của quý III do đã được phản ánh vào dần vào chỉ số giá các tháng trước đó.

Những tín hiệu lạc quan đã được khẳng định khi mức tăng bình quân của 7 tháng đầu năm 2010 chỉ ở mức 0.68%/tháng, tương đương so với bình quân trong điều kiện bình thường (Bình quân 7 tháng đầu năm 2007 là 0.86%/tháng, năm 2006 là 0.51%/tháng). Xung lượng của "sóng" CPI đang được "làm mềm" một cách tương đối nên khả năng hạ nhiệt trong các tháng tiếp theo của quý III sẽ trở nên thuyết phục hơn. Theo dự báo hiện tại của chúng tôi, lạm phát được dự báo sẽ hạ thấp hơn trong các tháng tiếp theo so với các tháng vừa qua của quý II, ***dự báo cả năm sẽ khoảng 7.5%-8%***. Theo một kịch bản lạc quan hơn, nếu tốc độ tăng trưởng CPI các tháng cuối năm tiếp tục đạt thấp, *lạm phát có thể đạt dưới 7%.*

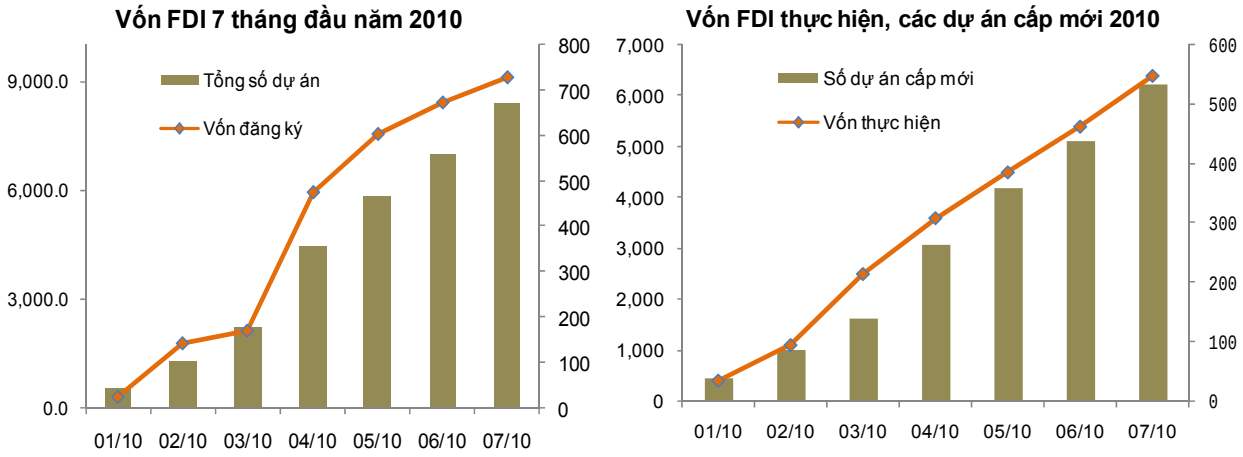
Lạm phát không còn là một rủi ro quá lớn trong năm 2010. Đây được coi là một thông điệp quan trọng cho chính sách tiền tệ mở rộng



Nguồn: BSC

Vốn đầu tư nước ngoài và khả năng cải thiện dự trữ ngoại hối

Kỷ lục giải ngân 7 tháng đầu năm và sự chuyển hướng đầu tư trực tiếp. 9.13 tỷ USD là số vốn FDI đăng ký và tăng thêm tính đến 30/07/2010, FDI tiếp tục ghi nhận một kỷ lục mới về giải ngân trong tháng 7 (1 tỷ USD) và 7 tháng năm 2010 với 6.4 tỷ USD, bằng 68.2% so với cùng kỳ với 533 dự án đăng ký cấp mới, tăng 83.9% so với cùng kỳ năm 2009.



Nguồn: Bộ Kế hoạch đầu tư

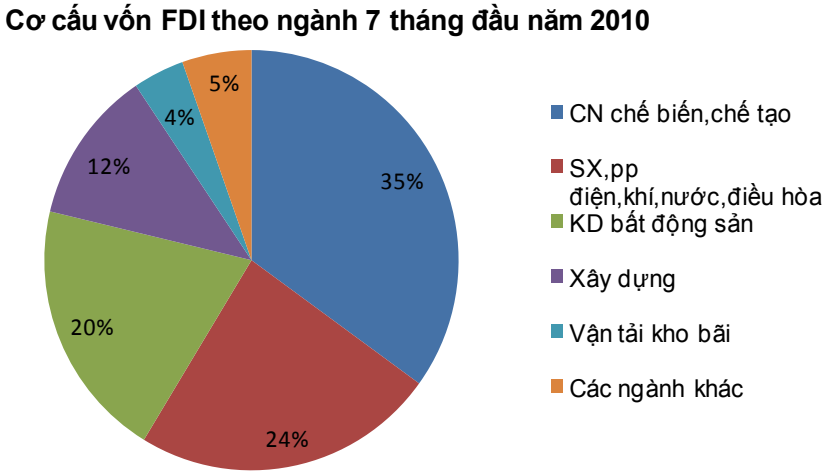
Tính chung trong 7 tháng, bình quân mức giải ngân đạt 900 triệu USD/tháng, riêng tháng 5 đạt 1.1 tỷ USD giải ngân.Đây là mức thực hiện theo tháng cao nhất trong vòng 10 năm kể từ năm 1999 đến nay, thậm chí tương đương mức giải ngân trung bình/năm của giai đoạn 1999-2004. Đây được coi là một bước tiến tốt trong chặng đường 10 năm thu hút vốn đầu tư nước ngoài của Việt nam. tăng trưởng

Xét về cơ cấu đầu tư, sự chuyển biến cơ cấu đầu tư: giảm dần tỷ trọng trong lĩnh vực xây dựng, tăng tỷ trọng đầu tư trong các lĩnh vực công nghiệp, chế biến, chế tạo. Nếu 1 thập kỷ trước đây, FDI chủ yếu tập trung vào lĩnh vực xây dựng, chiếm tới 35-40% tổng số vốn đầu tư thì đến nay khu vực này chỉ còn chiếm 12% tổng vốn đầu tư. Các dự án thuộc ngành lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo – những ngành kinh tế mũi nhọn hiện nay của Việt nam đang thu hút tới 50% tổng số vốn đầu tư FDI. Bất động sản chỉ chiếm 20% tổng vốn FDI đăng ký 7 tháng đầu năm. Tỷ lệ giải ngân cao cũng được lý giải bởi sự tăng lên của các dự án cơ sở hạ tầng đã được cấp phép trong các năm trước đã hoàn tất giai đoạn giải phóng mặt bằng và có thể bước vào giai đoạn triển khai thực hiện.

Nếu xu hướng tích cực này tiếp tục được duy trì, kế hoạch nâng cao tỷ lệ giải ngân/vốn đăng ký tới 12 tỷ USD trong năm 2010 có nhiều triển vọng, đặc biệt khi hiệu quả sử dụng vốn, hệ số ICOR được cải thiện. Bên cạnh đó, sự ổn định của tỷ giá và thị trường ngoại hối sẽ góp phần củng cố niềm tin của các nhà đầu tư nước ngoài vào môi trường đầu tư tại Việt Nam.

Vốn đầu tư gián tiếp tăng khá vững, nhờ phát hành thành công 1 tỷ USD trái phiếu ra thị trường quốc tế và thu hút đầu tư trên thị trường vốn, tổng vốn FII tính đến 30/06/2010 đã đạt 6 tỷ USD. Con số này liên tục gia tăng theo giá trị mua ròng của NĐTNN trên thị trường chứng khoán Việt Nam ngay cả trong giai đoạn trầm lắng, 8.013 tỷ VND, tương đương 15.4 tỷ USD tính đến 30/07/2010. Đây là nguồn tài chính quan trọng góp phần thúc đẩy thị trường tài chính chứng khoán Việt Nam, tạo nên sức hấp dẫn của môi trường đầu tư Việt

Nam. Vietnam đã vượt lên 18 bậc để đứng thứ 71 trong số 125 nền kinh tế về sự lành mạnh của môi trường đầu tư theo xếp hạng của Diễn đàn kinh tế thế giới World Economic Forum (WEF) ngày 19/05/2010 vừa qua.



Nguồn: Bộ kế hoạch đầu tư và tổng hợp BSC

Vốn ODA và kiều hối có khả năng vượt kế hoạch. Luồng chuyển tiền một chiều ròng quý I/2010 đạt hơn 2 tỷ USD, tăng 32,5% và quý II/2010 đạt 1,8 tỷ USD, tăng 15,8% so cùng kỳ năm 2009. Tính chung 6 tháng đầu năm 2010, chuyển tiền một chiều ròng đạt gần 3,9 tỷ USD, tăng 24% so cùng kỳ năm 2009. Trong đó, nguồn vốn ODA giải ngân trong 6 tháng đầu năm 2010 ước đạt 1,41 tỷ USD, tăng 11% so cùng kỳ năm 2009; kiều hối tính hết 30/06 đạt 3.6 tỷ USD tăng hơn 20% so cùng kỳ năm 2009. Đặc biệt, quý II/2010 mặc dù không phải là "mùa kiều hối" nhưng lượng kiều hối về vẫn duy trì được ở mức khá cao (bình quân 500-600 triệu USD/tháng). Hai nguồn này được dự báo sẽ tăng mạnh và có thể vượt 8 tỷ USD cuối năm.

Sự gia tăng các nguồn vốn này sẽ góp phần giảm tốc độ sụt giảm của dự trữ ngoại hối. Đến cuối tháng 3, dự trữ ngoại hối tăng khoảng 2 tỷ USD so với mức 15.8 tỷ USD cuối năm 2009 và dự tính sẽ tăng lên khoảng 17.4 tỷ USD, tương đương 12 tuần nhập khẩu của Việt Nam. Trong 6 tháng đầu năm 2010, trong khi cán cân vãng lai thâm hụt 3,6 tỷ USD, cán cân vốn thặng dư khoảng 7 tỷ USD đã góp phần cải thiện cán cân thanh toán quốc tế tổng thể với thặng dư đạt 3.4 tỷ USD

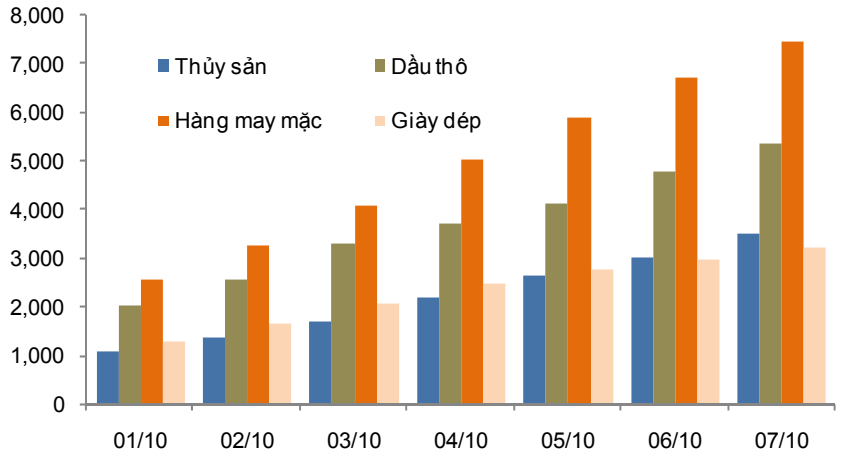
Nhập siêu sẽ gia tăng cùng với tăng trưởng kinh tế

Tổng kim ngạch nhập khẩu7 tháng của Việt Nam khoảng 45.7 tỷ USD tăng 25.5% và xuất khẩu hơn 38.2 tỷ USD, tăng 17.5% so với cùng kỳ năm 2009.

Như vậy, tính chung cả 7 tháng 2010, kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu đều gia tăng do sự tăng lên của đơn giá hàng hóa. Các mặt hàng xuất khẩu chủ lực như dệt may, dầu thô, cà phê, gạo, hàng may mặc giày dép, thiết bị phụ tùng đều đạt mức tăng cao hơn so với cùng kỳ: Thủy sản tăng 11.2% cao su tăng

85.1%, dệt may tăng 17.4%, giày dép tăng 13.8%, may móc, thiết bị phụ tùng tăng 62.8%...

tỷ $ **Tăng trưởng xuất khẩu 4 mặt hàng chủ lực**



Nguồn: Bộ công thương

Đáng chú ý là xuất khẩu của khu vực doanh nghiệp FDI kể cả dầu thô 7 tháng đầu năm ước đạt 20.67 tỷ USD, tăng 26.7% so với cùng kỳ. Nếu không kể dầu thô, kim ngạch xuất khẩu của khu vực FDI ước đạt 17.67 tỷ USD, tăng 40.1% so với cùng kỳ và chiếm 54.1% tổng kim ngạch xuất khẩu trong 7 tháng đầu năm. Điều này cho thấy những đóng góp tích cực của khối này với đà hồi phục kinh tế trong nước, đặc biệt khi nguồn vốn FDI đang tập trung mạnh vào các ngành công nghiệp đầu tàu của kinh tế Việt nam – ngành chế biến chế tạo.

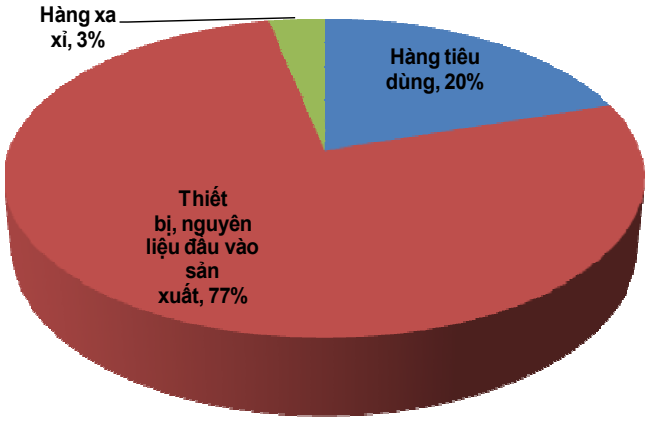
Về phía nhập khẩu nhập khẩu đang thể hiện khá rõ những đóng góp tích cực cho tăng trưởng kinh tế

- Việc tỷ giá USD/VND ổn định trong thời gian gần đây khiến hàng hóa nhập khẩu rẻ đi tương đối, tạo lợi thế cạnh tranh tốt hơn tại thị trường trong nước. Mức tăng 26.5% của tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ 7 tháng đầu năm so với cùng kỳ năm ngoái đã phần nào phản ánh sự đóng góp của nhập khẩu trong gia tăng nhu cầu tiêu dùng nội địa. Tăng trưởng xuất khẩu 6 mặt hàng chủ lực

- Với tỷ lệ 70% nhập khẩu trong hàng hóa xuất khẩu, cơ cấu mặt hàng nhập khẩu tập trung mạnh ở các mặt hàng như nguyên vật liệu thuộc danh mục "cần nhập khẩu" làm nguyên liệu đầu vào cho sản xuất trong nước: như bông vải sợi, phôi thép, kim loại thường, linh kiện phụ tùng ô tô, xe máy….Cụ thể bông các loại tăng 98%; kim loại thường tăng 92.1%; linh kiện xe máy tăng 35.8%; sản phẩm từ dầu mỏ tăng 60.2%; hóa chất và sản phẩm hóa chất tăng 24.9% và 33.3%; linh kiện phụ tùng ô tô tăng 19.5%;

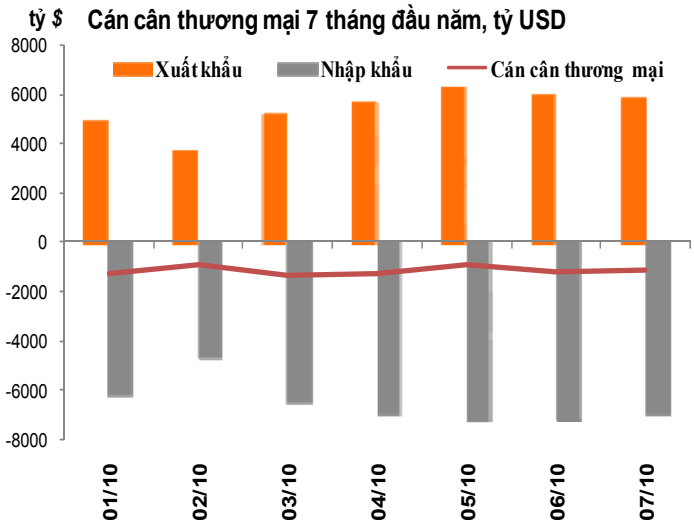
- Vốn FDI giải ngân tăng mạnh trong 7 tháng qua kéo theo sự tăng lên của nhập khẩu của khu vực này. Song, đây lại là khu vực đạt tỷ lệ xuất siêu cao nhất với 1.2 tỷ USD trong khi khu vực kinh tế trong nước nhập siêu tới 8.6 tỷ USD

Nguyên liệu, thiết bị đầu vào chiếm tỷ trọng cao trong kim ngạch nhập khẩu, %



Nguồn: Bộ công thương

Sau khi thu hẹp ở mức 871 triệu USD tháng 5 và 781 triệu USD trong tháng 6, nhập siêu tăng mạnh trên 1.1 tỷ USD trong tháng 7 và đưa tổng giá trị nhập siêu từ đầu năm đến nay đạt 7.5 tỷ USD, chiếm 19.6% kim ngạch xuất khẩu. Nếu loại trừ xuất khẩu vàng tăng đột biến trong hai tháng 5 và 6, tới 1.34 tỷ USD và loại trừ giảm sút khối lượng xuất khẩu dầu thô (1 triệu tấn, tương đương 600 tỷ USD), kim ngạch xuất khẩu ước đạt 36.7 tỷ USD trong 7 tháng đầu năm vẫn tăng 10.7% so với cùng kỳ năm ngoái. Nếu so sánh với 7 tháng đầu năm 2008, khi điều kiện kinh tế diễn ra khá thuận lợi, nhập siêu 15.6 tỷ USD, chiếm 47% kim ngạch xuất khẩu thì trong giai đoạn kinh tế đang phục hồi sau khủng hoảng, đà tăng trưởng xuất khẩu vẫn đang giữ nhịp khá tốt.

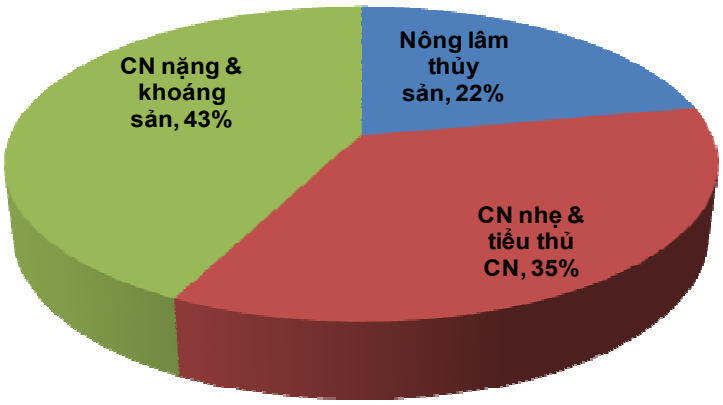


Nguồn: Bộ công thương

Nhu cầu của thế giới đang gia tăng trở lại, cùng với đó là khả năng ổn định giá trị đồng nội tệ, những hỗ trợ cho mục tiêu tăng trưởng xuất khẩu mức ***10-20%*** trong năm nay vẫn chúng tôi đánh giá khá khả quan:

- Xuất khẩu là một trong những lĩnh vực ưu tiên đẩy mạnh tín dụng. Khi các điều kiện tiền tệ được nới lỏng, nguồn tín dụng cho xuất khẩu sẽ tiếp tục được khơi thông trong quý III và lãi suất cho vay giảm dần: Tín dụng đã tăng 12.97% trong 7 tháng đầu năm và lãi suất cho vay đã bắt đầu hạ nhiệt 0.5-1.5%, nguồn vốn cho xuất khẩu được ưu tiên cung ứng thông qua nghiệp vụ tái cấp vốn của NHNN.
- Yếu tố mùa vụ, mùa vụ xuất khẩu chính của các mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam như nông sản, thủy sản, dệt may, dầu thô, than đá và khoáng sản…thường bắt đầu từ quý III, thực tế may mặc và thủy sản cũng có những đơn hàng ổn định đến tận quý III và quý IV. Kinh tế thế giới đang phục hồi, lực cầu ngoại đang lấy lại đà tăng trưởng, và xuất khẩu sẽ dần tích lũy cùng với sự cải thiện của sản xuất trong nước.
- Chiếm tới 15-20% tỷ trọng xuất khẩu, việc giảm bớt sản lượng xuất khẩu dầu thô hiện tại cũng có những tác động không thuận chiều với tăng trưởng xuất khẩu song lại đang tạo nền tảng cho phát triển ngành công nghiệp lọc dầu trong nước (Nhà máy lọc dầu Dung Quất). Bên cạnh đó, sự chuyển hướng từ các sản phẩm truyền thống và sản phẩm thô sang các các sản phẩm đã qua chế biến cũng có những tác động gia tăng giá trị xuất khẩu.

Cơ cấu xuất khẩu 7 tháng đầu năm,%

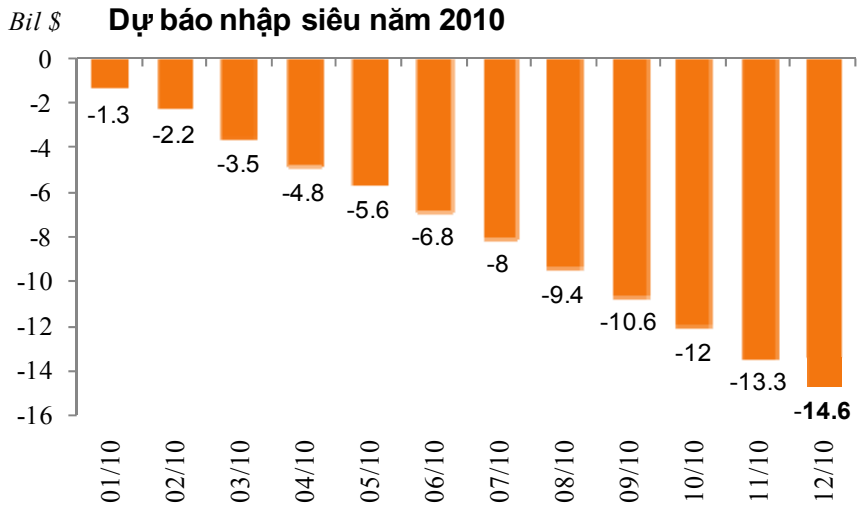


Nguồn: Bộ công thương và tổng hợp BSC

- Khủng hoảng Châu Âu và việc giảm giá đồng EURO cũng đã gây khó khăn cho các doanh nghiệp xuất khẩu hàng hóa sang thị trường này. Tuy nhiên, xuất khẩu sang các Châu lục khác đều tăng khá (Châu Á là 15.8 tỷ USD, tăng hơn 30% so với cùng kỳ năm 2009, Châu Mỹ tăng 23%, sang Châu Đại Dương tăng 30%). Đây có thể là một hướng mới trong mở rộng khai thác thị trường xuất khẩu trong những tháng còn lại của năm.

  Trong điều kiện khả năng tự túc nguyên liệu đầu vào cho xuất khẩu còn ở mức thấp, để thúc đẩy xuất khẩu nhiều hơn cũng đòi hỏi nhập khẩu tăng thêm các nguyên liệu đầu vào và thiết bị. Do đó, chúng tôi cho rằng nhập khẩu có thể sẽ tiếp tục gia tăng trong các tháng tiếp theo song sẽ trở thành yêu tố đóng góp tích cực cho sự phát triển của các ngành công nghiệp trọng yếu, các yếu tố chính của tổng cầu. ***Với mức chênh lệch trung bình hàng tháng khoảng 1.16***

tỷ USD, chúng tôi dự báo nhập siêu sẽ ở mức 13-14 tỷ USD đến cuối năm. Song đây sẽ là cơ hội tích tụ các nguồn lực mạnh để kiến tạo giá trị gia tăng mới. Trong khi đó, cán cân vãng lai hứa hẹn được cải thiện với hơn 8 tỷ USD kiều hối và vốn ODA đến cuối năm 11-12 tỷ USD đầu tư trực tiếp nước ngoài



Nguồn: Bộ Công thương

Tỷ giá – Xu hướng tăng cuối năm

Giá USD tự do trên thị trường giữ ổn định ở mức 19.010-19.040 đồng/USD trong hầu hết thời gian của quý II và tỷ giá liên ngân hàng ở mức 18.544 đồng/USD. Lần đầu tiên trong kể từ tháng 3/2008, tỷ giá VND/USD thị trường tự do lần lượt bằng tỷ giá của các ngân hàng rồi sau đó là thấp hơn cả giá của NHTM (18.980-19.050 đồng/USD). Nguồn ngoại tệ trong toàn hệ thống NHTM khá dồi dào, đạt khoảng 600 triệu USD tính đến cuối tháng 6/2010, trong khi đó lượng USD bán cho NHNN cũng đáng kể, góp phần gia tăng dự trữ ngoại hối. Với sự gia tăng nguồn ngoại tệ của nền kinh tế qua các hạng mục chính của cán cân thanh toán quốc tế kể trên, có thể thấy rằng tổng cung, tổng cầu ngoại tệ của nền kinh tế trong quý II/2010 và 6 tháng đầu năm 2010 vẫn trong trạng thái ổn định, tích cực. Biểu hiện rõ nét nhất là hiện tượng hai loại tỷ tỷ giá chính thức và tỷ giá thị trường tự do đã được đưa về gần nhau hơn. Tuy nhiên, xét về bản chất, VNĐ vẫn được coi là bị định giá cao 13.7% hay VND đang neo với đồng USD ở mức cao. Cùng với sự phục hồi kinh tế Mỹ, đồng USD đang trên đà khôi phục vị thế của mình so với các đồng tiền khác trên thế giới và việc USD tăng giá hay đồng nội tệ giảm giá sẽ phản ánh đúng xu hướng chung đó. Sự tăng lên của tỷ giá USD/VND thời gian gần đây sẽ thuận theo xu hướng chung đó

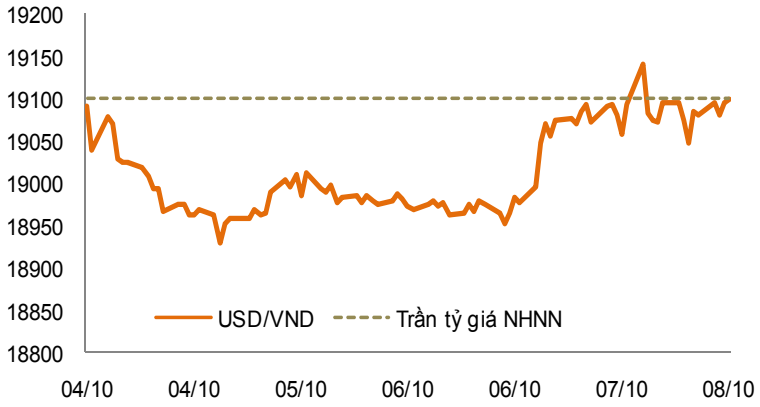
- Với sự tăng mạnh của tín dụng USD trong nền kinh tế (7 tháng đầu năm tăng 34.4% so với tháng 12.2009). Bên cạnh đó là hoạt động phát hành trái phiếu bằng ngoại tệ của các DN tăng lên khiến cầu ngoại tệ để đáp ứng vốn cho các hoạt động này bị đẩy lên tương ứng. Khoản trả gốc và lãi khi đến hạn của các khoản vay USD (tương đương khoảng 10-10.5 tỷ VND) có thể khiến nhu cầu về USD tiếp tục tăng lên trong quý III.

- Nhu cầu hiện thực hóa lợi nhuận và chuyển dòng vốn ra nước ngoài cuối các kỳ hạch toán và cuối năm khi dòng vốn nước ngoài, vốn đầu tư gián tiếp đang đổ mạnh vào TTCK Việt Nam. Đây cũng là một trong những khiến nhu cầu chuyển đổi VND ra USD và ngoại tệ tăng lên và tạo ra khả năng tăng tỷ giá
- Nhu cầu gia tăng nhập khẩu vào những tháng cuối năm cũng tăng lên, một mặt phục vụ cho việc đẩy mạnh tăng trưởng xuất khẩu khi vào mùa vụ chính, mặt khác thúc đẩy tăng trưởng công nghiệp trong nước. Vì vậy, nhu cầu ngoại tệ vì thế cũng sẽ gia tăng tương ứng.

Như vậy, theo chúng tôi, sẽ có thể có một đợt tăng trở lại của tỷ giá bởi một số nguyên nhân

- ***Thứ nhất***, tăng trưởng tín dụng ngoại tệ đầu năm đạt cao, 7 tháng tăng hơn 30%. Việc này một phần dẫn đến tỷ giá tạm thời ổn định với lượng "cung ảo" tăng. Lượng cung ảo này tăng do một phần Doanh nghiệp sau khi vay được ngoại tệ đem bán trên thị trường tự do, khiến tỷ giá tạm thời ổn định. Tuy nhiên, khi các khoản vay này đến hạn, tình trạng đảo ngược chiều có thể xảy ra.

Xu hướng lên giá của đồng đôla so với VND



Nguồn: Bloomberg

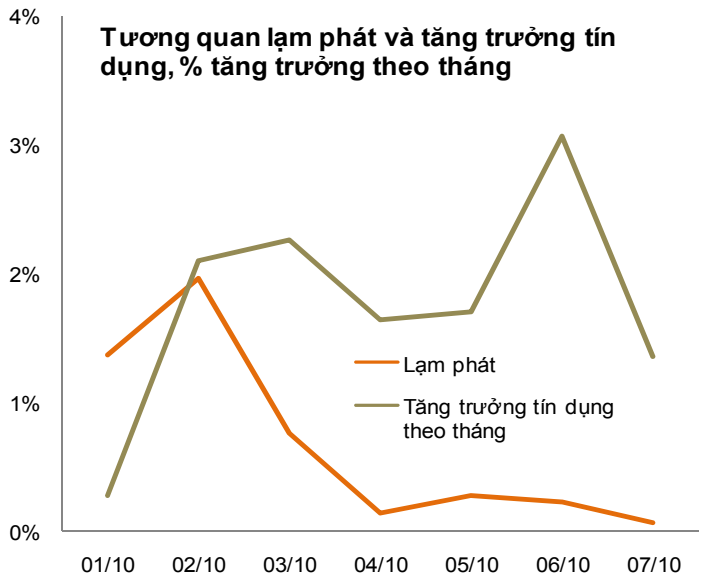
- ***Thứ hai***, lãi suất mặc dù chưa hạ nhiều song đang trong xu hướng hạ dần đến cuối năm, cung tiền VND có khả năng được bơm thêm vào nền kinh tế. Điều này dẫn đến tỷ giá có thể thay đổi theo hướng tăng.

Nhờ sự tăng lên tương ứng của các nguồn ngoại tệ và điều tiết của NHNN, chúng tôi cho rằng, sau đợt giảm khá mạnh quý I khiến đồng Việt Nam bị định giá cao so với đồng đôla. Như vậy tỷ giá sẽ có thể tăng dần trong quý III. Theo tính toán của chúng tôi, nhiều khả năng tỷ giá sẽ tăng đến mức xung quanh ***19.500VND/USD đến cuối năm.*** Đây được coi là mức hợp lý, vừa có tác dụng phản ánh đúng giá trị của VND, vừa đảm bảo sức cạnh tranh tương đối của hàng hóa xuất khẩu.

II. CHÍNH SÁCH VĨ MÔ 6 THÁNG CUỐI NĂM VÀ DỰ BÁO

Chính sách tín dụng hướng tới sự ổn định vĩ mô

7 tháng đầu năm, các thị trường tiền tệ diễn ra trong trạng thái khá ổn định nhờ khả năng điều hành thận trọng của NHNN cũng như khả năng cân đối vốn của các NHTM, không có hiện tượng thiếu thanh khoản, không có hiện tượng tăng trưởng tín dụng đột biến ở một số ngân hàng riêng lẻ. Theo thống kê sơ bộ của NHNN tính đến 31/7, tổng phương tiện thanh toán trong nền kinh tế tăng 12,96% và dư nợ tăng 12,97%. Nếu so với mục tiêu 25% tăng trưởng tín dụng cả năm, đây là mức tăng vừa phải và việc bơm vốn đang được NHNN chủ trương thực hiện theo hướng ổn định. Kết thúc 6 tháng đầu năm, tăng trưởng kinh tế và doanh nghiệp đạt và vượt kỳ vọng trong khi lạm phát được kiềm chế ở mức thấp đang tạo ra tiền đề tốt cho khả năng đẩy mạnh cung tiền. Tuy nhiên, việc tăng trưởng cung tiền từ tháng 7 đến cuối năm đang được triển khai theo những hướng đẩy mạnh tiền cơ sở hơn là tập trung đẩy mạnh tốc độ tăng trưởng tín dụng. Một phần do khó khăn trong việc giảm mặt bằng lãi suất



Nguồn: NHNN

Tín dụng ngân hàng sẽ mang tính ổn định hơn là tăng mạnh: :

- ***Thứ nhất: Đà tăng trưởng đang được thúc đẩy, áp lực tăng cung vốn cho nên kinh tế không quá lớn dù lạm phát thấp***. Kinh tế đã lấy lại nhịp độ tăng trưởng tốt trong 7 tháng đầu năm. Theo các số liệu thống kê từ các ngành trong nền kinh tế, dưới sự dẫn dắt của công nghiệp chế biến, nhịp độ tăng trưởng công nghiệp và các ngành kinh tế then chốt được chúng tôi dự báo sẽ tiếp tục được đẩy mạnh trong 2 quý còn lại. Nhờ vậy, nhu cầu tăng cung vốn nói chung sẽ không quá lớn và không phải là một áp lực với điều hành chính sách tiền tệ.
- ***Thứ hai: Tốc độ giảm của lãi suất huy động và cho vay vẫn chưa đáp ứng kỳ vọng***. Qua một thời gian điều chỉnh giảm 0.2-0.4%, hiện tại lãi suất

huy động hiện phổ biến ở mức 11-11.2%, lãi suất cho vay giảm 0.5-1.5%/năm, phổ biến ở mức 13-15%/năm. Tuy nhiên, rất nhiều doanh nghiệp trong nền kinh tế vẫn chỉ có thể tiếp cận được mức lãi suất cho vay cao hơn mức đã được hạ nhiệt, trừ các lĩnh vực được ưu đãi lãi suất

- ***Thứ ba: Tăng trưởng tín dụng ngoại tệ thu hẹp lại.*** Trong 7 tháng đầu năm, trong tổng mức tăng 12.97% của tín dụng, tín dụng ngoại tệ tăng tới 34.4% so với tháng 12.2009 trong khi tín dụng VND chỉ tăng 8.4% so với tháng 12.2009. Mặc dù chiếm tỷ trọng nhỏ so với tổng dư nợ trong nền kinh tế song sự tăng lên mạnh của tín dụng ngoại tệ cũng đã góp phần không nhỏ trong việc thúc đẩy mức tăng trưởng tín dụng chung. Tuy nhiên, sự tăng lên của tỷ giá USD/VND vào những tháng cuối năm lại khiến sự ưa thích với những khoản vay USD cũng như vay bằng ngoại tệ giảm mạnh.

- ***Thứ tư**: **Sự phụ thuộc vào vốn tín dụng ngân hàng đã giảm***. Bằng cách tăng vốn qua thị trường chứng khoán, phát hành trái phiếu hoặc chiếm dụng vốn lẫn nhau trong cùng ngành, các doanh nghiệp trong nước đã trở nên năng động hơn trong việc tìm kiếm các nguồn tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh thay cho sự phụ thuộc vào vốn vay từ các NHTM.

Việc tăng cung tiền trong nền kinh tế có thể sẽ được chọn theo cách chủ động và có tính hướng đích

- ***Thứ nhất: Chủ động cung ứng vốn bằng công cụ tái cấp vốn và thị trường mở***: Để đảm bảo mục tiêu tăng trưởng kinh tế, tạo sự ưu tiên tăng trưởng cho các lĩnh vực: Nông nghiệp và phát triển nông thôn, xuất khẩu, doanh nghiệp vừa và nhỏ, NHNN sẽ chủ động cung ứng thông qua tái cấp vốn đối với các NHTM có tỷ trọng cho vay nông nghiệp nông thôn, xuất khẩu cao. Đầu tháng 7, NHNN đã tái cấp vốn cho Vietinbank 10.000 tỷ đồng để cho vay ưu đãi xuất khẩu, cung ứng cho Agribank 10.000 tỷ đồng. Dự kiến, 30.000 tỷ đồng sẽ được cung ứng thêm trong thời gian tới, trong đó 10.000 tỷ đồng cho vay trung dài hạn, riêng với Agribank sẽ tiếp tục hỗ trợ vốn trung dài hạn, khoảng 4.000 tỷ VND. Vốn bơm ròng từ tháng 5 trên thị trường mở (OMO) là 30.000 tỷ đồng.

- ***Thứ hai**: **Giảm dự trữ bắt buộc đối với các NHTM cho vay nhiều trong lĩnh vực ưu tiên.*** Hiện tại, tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với VND và ngoại tệ ở mức 3% /tổng số dư tiền gửi phải dự trữ bắt buộc, với các NHTM Nhà nước và 1% với Ngân hàng nông nghiệp, NHTMCP Nông thôn, quỹ tín dụng NDTW, Ngân hàng hợp tác. Đây là mức đã giảm lần lượt so với mức 5% và 4% trước đó**.** Tuy nhiên, trong điều kiện áp lực tăng cung tiền không quá lớn và hệ thống ngân hàng thương mại không ở trong tình trạng căng thẳng thanh khoản, ***DTBB được coi là đang ở mức thấp và không có áp lực lớn để điều chỉnh giảm đồng loạt.*** Tuy nhiên, việc điều chỉnh giảm DTBB có thể áp dụng một cách chọn lọc với các NHTM có tỷ trọng cho vay cao trong các lĩnh vực ưa tiên tăng trưởng như nông nghiệp nông thôn, xuất khẩu, doanh nghiệp vừa và nhỏ.

Việc định hướng cung tiền cơ sở dựa trên việc phát triển các công cụ của chính sách tiền tệ, phát huy sự linh hoạt của hoạt động thị trường mở, tái cấp vốn và điều hành lãi suất chiết khấu, tái cấp vốn sẽ mở ra hướng mới cho điều hành CSTT. Bởi cách thức và các công cụ điều hành trở nên linh hoạt và chủ động hơn, tính hướng đích trực tiếp nhiều hơn. Dù có độ trễ nhất định song vẫn dẫn đến đích tăng trưởng tín dụng.

Với các NHTM, nền tảng quan trọng cho tăng trưởng tín dụng vẫn là nguồn vốn huy động Trong 7 tháng đầu năm, huy động vốn tăng 16.3%. Nếu tăng trưởng tổng huy động vốn VND theo tháng trong các tháng tiếp theo duy trì được mức 2,89%-3% và mức tăng trưởng tín dụng có thể đạt 2.5%/tháng, việc hoàn thành "room" 25% là có thể sẽ trở nền khả thi hơn. Lạm phát đang giảm nhiệt từ tháng 3 cho đến nay, chúng tôi dự báo khả năng ổn định và đi ngang cho đến cuối năm. Mức lạm phát 1 con số (<10%) là cơ sở để lạc quan về mức lãi suất thực dương cho người gửi tiền khi lãi ***suất huy động kỳ vọng giảm ở mức 10%. Mức lãi suất cho vay 12% được coi là*** hợp lý cho việc đẩy mạnh tín dụng bằng VND. Với sự linh hoạt hơn trong điều hành các công cụ chính sách tiền tệ, chuyển động mới tiếp tục được ***ghi nhận trong lộ trình giảm lãi suất khoảng 1.5-2% trong khoảng 2-3 tháng tới.***

Hạ lãi suất theo lộ trình tháo gỡ các nút thắt

Với tư cách là giá của tiền, những biến động lãi suất sẽ chính là những dấu hiệu phản ánh rõ nét trạng thái cung cầu vồn trong nền kinh tế. Sau giai đoạn hỗ trợ lãi suất và tăng trưởng tín dụng nóng cuối năm 2009, nhu cầu thu hút tiền và cân đối tiền trong lưu thông của NHNN được đẩy mạnh nhằm giảm hệ lụy lên lạm phát đã khiến cung tiền giảm trong khi cầu chưa kịp điều chỉnh Bên cạnh đó việc thu hẹp các điều kiện tiền tệ trong khi ngân hàng và doanh nghiệp chưa thực sự sẵn sàng khiến lãi suất cho vay tăng tới 17-18% và tăng trưởng tín dụng chưa đạt kỳ vọng. Qua một thời gian điều chỉnh giảm thông qua sự can thiệp trực tiếp và gián tiếp của công cụ chính sách, hiện tại lãi suất huy động hiện phổ biến ở mức 11-11.2%, lãi suất cho vay giảm 0.5-1.5%/năm, phổ biến ở mức 13-15%/năm. Xét trên phương diện mối quan hệ cung tiền-lãi suất, tổng cung ứng tiền không tương ứng với mong muốn giảm lãi suất. Tính đến tháng 7, tổng phương tiện thanh toán (M2) tăng lên khoảng 12,7%, nhưng tiền cơ sở so với cuối năm 2009 không tăng. Điều đó cho thấy M2 tăng lên chủ yếu là do tiền gửi.

Vì vậy, để lãi suất mang tính thị trường, phản ánh đúng quy luật giá trị, những nút thắt liên quan đến cung – cầu vốn cần được tháo gỡ.

- *Thứ nhất*: *Hài hòa mối quan hệ cung tiền, tỷ giá và lãi suất*. Nếu việc neo tỷ gía cố định với đồng USD trong khi VND bị định giá cao sẽ khiến việc cung tiền và giảm lãi suất trở nên không khả thi thì ngược lại, việc chấp nhận một mức tỷ giá cao hơn sẽ giúp phản ánh đúng giá trị đồng VND và thúc đẩy khả năng cung ứng tiền của NHNN. Hơn nữa, khi khoảng cách giữa giá mua vào và bán ra đối với USD thu hẹp dần đến mức trần và gần

như không còn chênh lệch giá cho thấy cung cầu ngoại tệ đã bắt đầu có vấn đề, việc chấp nhận tăng tỷ giá là cần thiết

- *Thứ hai: Nâng cao vai trò của lãi suất định hướng*. Theo định hướng tăng trưởng tín dụng trong 5 tháng cuối năm, NHNN sẽ phải dựa nhiều vào các kênh thị trường mở, tái cấp vốn và điều hành lãi suất chiết khấu, tái cấp vốn và các lãi suất này sẽ mang tính định hướng cho lộ trình giảm lãi suất. Thực chất NHNN đã liên tục bơm vốn ròng trên OMO: tháng 5 là 19 nghìn tỷ, tháng 6 là 9 nghìn tỷ và tháng 7 là xấp xỉ 10 nghìn tỷ. Tuy nhiên, khả năng tiếp cận với nguồn vốn rẻ còn bị hạn chế. Quy định huy động vốn trên thị trường 2 (thị trường liên ngân hàng) đang bị hạn chế không vượt quá 20% tỷ lệ huy động vốn trên thị trường 1 (thị trường doanh nghiệp, dân cư). Vì vậy, sự cạnh tranh tăng lãi suất tiết kiệm vẫn lấn át định hướng giảm của lãi suất trên thị trường liên ngân hàng và OMO và chưa truyền tài tới lãi suất tín dụng doanh nghiệp. Vì vậy, mặt bằng lãi suất chưa thể hạ ngay và khả năng cung cấp tín dụng của ngân hàng thương mại đối với các doanh nghiệp cũng bị hạn chế.
- *Thứ ba*: *Tháo gỡ quy định gây khó khăn cho việc tăng cung vốn của NHTM.* Việc quy định tỷ lệ cho vay không vượt quá 80% vốn huy động và giới hạn nguồn vốn để cung ứng tín dụng không bao gồm *tiền gửi không kỳ hạn của tổ chức*, vốn tự có, đầu tư của tổ chức theo Thông tư 13/TT-NHNN có hiệu lực vào ngày 01/10/2010 sẽ càng làm giảm khả năng mở rộng tín dụng và gây khó khăn cho lộ trình giảm lãi suất. Bởi các khoản huy động trên chiếm khoảng 15% vốn huy động, quy định này thực chất đã giảm tỷ lệ cho vay so với tổng vốn huy động xuống còn khoảng 60-65. Vì vậy, để tăng cho vay, huy động phải tăng trước rất lớn, trong điều kiện hiện tại, việc cạnh tranh trong huy động vốn sẽ dẫn đến lãi suất huy động sẽ tăng lên thay vì hạ nhiệt, ít nhất trong ngắn hạn và đà giảm nhiệt của lãi suất sẽ trở nên khó khăn hơn.

  Nếu những nút thắt và những yếu tô phi thị trường có thể dần được tháo gỡ, lộ trình giảm lãi suất sẽ được thúc đẩy với hiệu quả cao hơn. Chúng tôi tin rằng, khả năng tăng tín dụng trở nên sẵn sàng hơn trong 5 tháng cuối năm đặc biệt khi tỷ lệ vốn huy động đang gia tăng trong hệ thống NHTM, tăng 16.3% trong 7 tháng đầu năm và đang có dấu hiệu tăng cao hơn tỷ lệ cho vay kể từ tháng 7. Lạm phát thấp (dự báo <7%) đang tạo điều kiện cho việc hạ lãi suất: huy động ở mức 10%, cho vay 12% đồng thời giảm bớt sự mất cân đối tín dụng ngoại tệ và tín dụng VND cũng như huy động và cho vay ngoại tệ (7 tháng đầu năm, trong khi huy động bằng ngoại tệ giảm 0,25% thì cho vay ngoại tệ tăng 1.6%).

Dự báo vĩ mô tác động tới thị trường

Quốc tế

- Vấn đề nợ công tại Hy Lạp và Châu Âu có thể vẫn còn âm ỉ và chưa thể kết thúc một cách nhanh chóng trong ngắn hạn. Gói cứu trợ của IMF, EU và ECB là điều kiện cần để ổn định tâm lý trong ngắn hạn chứ chưa thể giải

quyết một cách triệt để các vấn đề mang tính cơ bản dài hạn của các quốc gia thâm hụt ngân sách lớn này. Việc sử dụng gói hỗ trợ để giảm thâm hụt ngân sách và nợ công cần một khoảng thời gian, ít nhất 3 tháng

- Rủi ro suy thoái toàn cầu đang nổi lên thay cho nỗi lo bất ổn do sự bùng lên của lạm phát và tăng trưởng nóng (Hệ lụy của siêu nới lỏng tiền tệ), lạm phát không còn là rủi ro quá lớn để thắt chặt tiền tệ.

Tóm lại, kể từ đầu năm đến nay, mặc dù có những lúc niềm tin đầu tư được khích lệ tích cực nhờ sự đi lên của trạng thái kinh tế. Song xuyên suốt vẫn là sự đan xen khá phức tạp, đà hồi phục cũng chưa thực sự được khẳng định một cách chắc chắn trong khi các nỗi lo về nợ công và rủi ro suy thoái vẫn còn khá nặng nề. Những tranh luận xung quanh việc thắt chặt hay không thắt chặt tiền tệ vẫn đang chưa đi đến kết luận cuối cùng. Trong trường hợp những diễn biến của kinh tế thế giới trở nên xấu đi hoặc không tích cực như kỳ vọng thì rất có thể những tác động đến thị trường trong nước cũng sẽ tiêu cực hơn bình thường. Sự biến động theo chiều hướng đi xuống của nhiều nguyên nhiên liệu trên thị trường thế giới cũng đã khiến nhiều ngành sản xuất trong nước chịu ảnh hưởng, đặc biệt là các doanh nghiệp có hoạt động liên quan đến các loại nguyên nhiên liệu nhập khẩu cơ bản như thép, cao su, hóa chất ...Những khó khăn của các doanh nghiệp thuộc các lĩnh vực này cũng được phản ánh rõ nét thông qua kết quả kinh doanh quý II được công bố vừa qua

Trong nước

Kinh tế vĩ mô Việt Nam trong 7 tháng đầu năm có những cải thiện đáng ghi nhận về cả phía điều hành vĩ mô và tăng trưởng doanh nghiệp. Tốc độ tăng trưởng kinh tế tốt, giá trị sản xuất công nghiệp ước đạt tăng 13.5%; tổng doanh thu và dịch vụ tiêu dùng tăng 26.4%, cán cân thanh toán cải thiện đáng kể với mức thặng dư 3.4 tỷ USD so với mức thâm hụt 6 tháng đầu năm 2009; Dòng vốn FDI nhanh chóng hồi phục từ quý 2 và quý 3 năm 2009 (trên 10% GDP), chúng tôi dự đoán các nguồn vốn ngoại ODA, FDI, kiều hối sẽ ổn định ở mức 8%-10% GDP trong trung hạn và hứa hẹn sẽ là nguồn hỗ trợ cân bằng cán cân vãng lai quan trọng. Sự ổn định vĩ mô đó đang tạo nền tảng quan trọng cho đà tăng trưởng của thị trường chứng khoán.

Tốc độ tăng trưởng GDP trong những tháng cuối năm dự kiến sẽ được đẩy mạnh hơn với mức ***6.8%-7.3% khi vốn đầu tư toàn xã hội tiếp tục tăng, 13.4% so với cùng kỳ 2009, vốn đầu tư/GDP đạt 45.6%.*** Thâm hụt ngân sách 6 tháng đầu năm 3.6%, thấp hơn 4.4% của năm 2009. Nợ công ở mức an toàn. Thâm hụt thương mại có thể tiếp tục tăng lên song sẽ gắn liền với sự cải thiện sức sản xuất trong nước. Các nguồn ngoại tệ khác như kiều hối, ODA, FDI tăng dần, góp phần cải thiện cán cân thanh toán. Dự trữ ngoại hối nhờ đó cũng tăng lên, có thể đạt đến 12 tuần nhập khẩu cuối năm 2010.

Về tổng thể, bức tranh kinh tế và thị trường chứng khoán cuối năm hiện đang được chúng tôi đánh giá khá tích cực với khả năng mở rộng "room" tăng trưởng tín dụng và thanh khoản nền kinh tế. Với mức "room" tăng trưởng tín dụng 12% còn lại của 5 tháng cuối năm, trong khoảng thời gian còn lại của quý

III, tăng trưởng tín dụng kỳ vọng được nới dần khi mặt bằng lãi suất giảm. Tuy nhiên, giảm mặt bằng lãi suất trong ngắn hạn sẽ tương đối khó khăn với ***quyết định nâng vốn 3.000 tỷ đối với ngân hàng, và Thông tư số 13 mới đây.***

Sự cải thiện của các thông tin tích cực của kinh tế vĩ mô và doanh nghiệp đã từng được kỳ vọng phản ánh vào giá cổ phiếu và tạo nên đà tăng của thị trường. Thêm vào đó, lạm phát ổn định cũng là cơ sở để các ngân hàng giảm dần lãi suất và giới đầu tư rất kỳ vọng lãi suất giảm sẽ là tín hiệu tốt để thị trường tăng mạnh. Tuy nhiên, sự trầm lắng gần đây của thị trường lại cho thấy sự suy giảm mạnh của niềm tin đầu tư và tâm lý chán nản đã xuất hiện sau một giai đoạn thị trường đi ngang, kéo dài từ đầu năm. Sự kiên nhẫn đã mất dần bởi thực tế, nguồn tiền vào thị trường không được cải thiện. Cùng với sự cải thiện của môi trường vĩ mô, khả năng điều hành linh hoạt và nhất quán các chính sách có thể tạo nên cú huých giá trị với niềm tin thị trường.

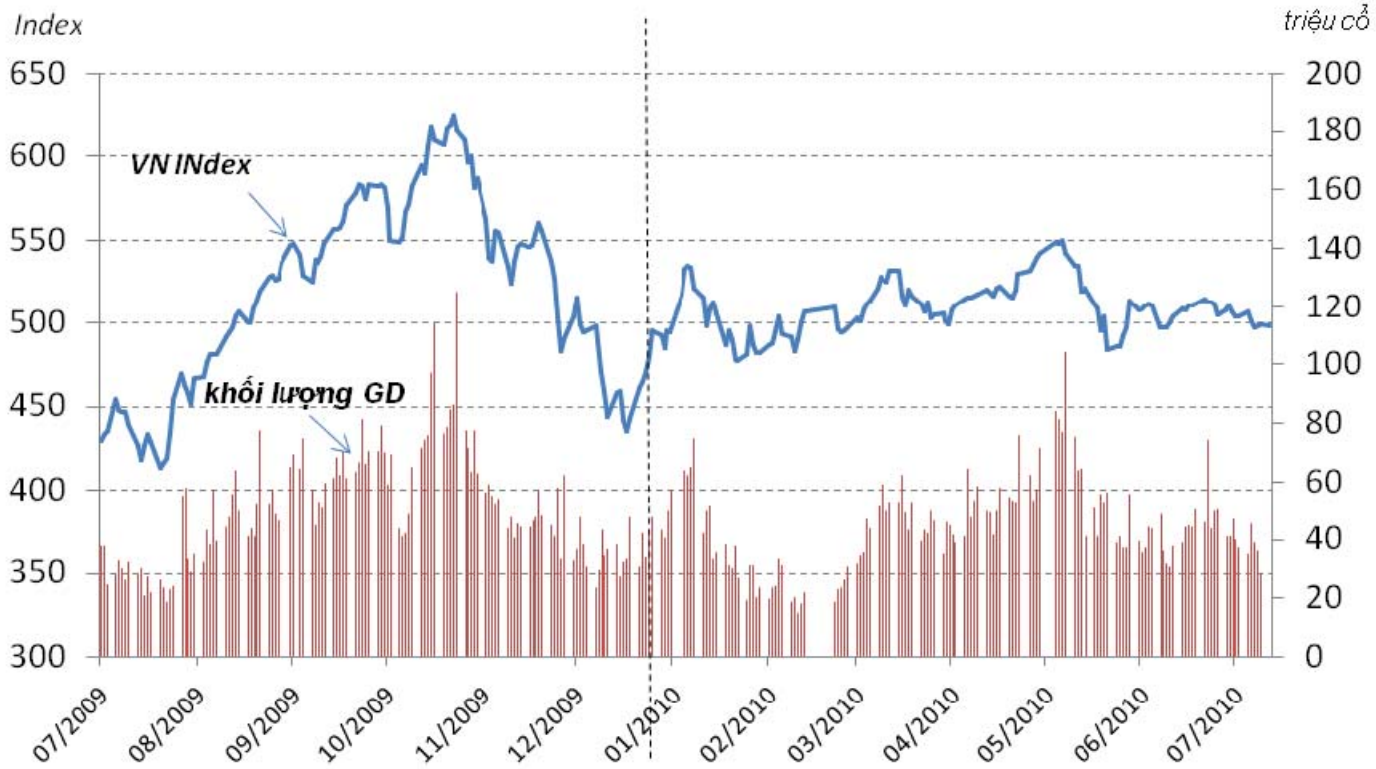
Dự báo: Khả năng ổn định TTCK phụ thuộc vào điều tiết vĩ mô

Trong ngắn hạn, mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô có thể khiến tăng trưởng chậm, nhưng về lâu dài, ổn định kinh tế vĩ mô và tăng trưởng kinh tế sẽ không có mâu thuẫn. Kinh tế vĩ mô ổn định là yếu tố quan trọng cho tăng trưởng thị trường. Ngay cả trong trường hợp dự đoán khoảng 8% tăng trưởng GDP song nếu mức 6-6,5%, sẽ tốt hơn để vừa có tốc độ tăng trưởng hợp lý vừa ổn định được kinh tế vĩ mô trong lâu dài. Theo đánh giá của tôi, tuy có cải thiện nhưng kinh tế Việt Nam vẫn còn tồn đọng nhiều rủi ro. Lạm phát năm 2011 có thể tăng cao hơn và thậm chí cao hơn năm 2009. Nhập siêu cao vốn là vấn đề mối lo ngại lớn nhất của cân đối vĩ mô Việt Nam, vẫn chưa có dấu hiệu suy giảm, nhập siêu liên tục gia tăng những tháng cuối năm là dấu hiệu đáng lo ngại. Các rủi ro còn liên quan đến nhiều mặt như bất ổn của thị trường tài chính, thâm hụt ngân sách và một số rủi ro khác của hệ thống tài chính ngân hàng.

Rủi ro vĩ mô vẫn đang tiềm ẩn, tuy nhiên, khi nền kinh tế và doanh nghiệp đang cải thiện tốt thì những diễn biến kinh tế và sự vận động của thị trường chứng khoán trong thời gian còn lại của năm 2010 sẽ phụ thuộc nhiều khả năng điều hành chính sách của Chính phủ. Ưu tiên ổn định kinh tế vĩ mô và TTCK song với những bất ổn kinh tế có thể gặp phải từ giờ đến cuối năm, nếu các điều tiết kinh tế vĩ mô được điều chỉnh phù hợp và linh hoạt thì khả năng thị trường sẽ không có biến động nhiều và kịch bản khả quan được đánh giá cao. Sự tích cực của đầu tư chứng khoán nước ngoài sẽ được lan tỏa khi niềm tin đầu tư được cải thiện. Tuy nhiên, trong trường hợp các chính sách thiếu sự quyết liệt và kịp thời, khả năng biến động lình xình của thị trường vẫn sẽ là một trong những kịch bản khó tránh khỏi.

II. BÁO CÁO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

I. DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG 7 THÁNG ĐẦU NĂM 2010



Tóm tắt diễn biến của thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 7 tháng đầu năm 2010

Thị trường chứng khoán 7 tháng đầu năm có diễn biến cơ bản là đi ngang với các con sóng chưa thực sự lớn. Tính trong giai đoạn từ thời điểm 31/12/2009 đến 30/06/2010, VnIndex chủ yếu dao động quanh mức **500** điểm. Mặc dù trong khoảng thời gian này đã có những giai đoạn VnIndex tăng điểm mạnh mẽ, (có lúc chạm mức 550 trong đầu tháng 5), song nhìn chung sau mỗi giai đoạn tăng thị trường lại điều chỉnh và trở lại xu hướng đi ngang với mức dao động quanh 500 điểm.

Có thể chia diễn biến thị trường 7 tháng đầu năm bằng 3 đợt tăng điểm nhỏ (con sóng nhỏ). Đợt 1 diễn ra khi VnIndex hồi phục từ mức đáy 434 điểm từ giữa tháng 12/2009 tăng lên mức đỉnh 534 điểm của đợt tăng này. Sau đó thị trường điều chỉnh mạnh về dưới mức 500 điểm và lình xình cho đến đầu tháng 03/2010 trước khi chuẩn bị đợt tăng điểm thứ 2. Đợt tăng điểm thứ 2 diễn ra chủ yếu trong quãng thời gian đầu tháng 3 và khá ngắn ngủi, khi VnIndex dao động trong khoảng **494-531**. Đợt tăng điểm cuối cùng, cũng là đợt tăng điểm mạnh nhất, diễn ra vào cuối tháng 4 đầu tháng 5/2010 khi VnIndex gần chạm mốc

550 điểm. Thanh khoản tăng mạnh trong con sóng này với trung bình trên **60** triệu cổ phiếu giao dịch trong các phiên cao điểm.

Tiếp nối đà khởi sắc trong năm 2009, TTCK Việt Nam vẫn tiếp tục giữ được sự hấp dẫn đối với nhà đầu tư trong giai đoạn 7 tháng đầu năm 2010. Bằng chứng là mức thanh khoản trung bình tiếp tục được duy trì ở mức cao. Tuy nhiên, so với các giai đoạn tăng trưởng trong năm 2009, giai đoạn 7 tháng đầu năm 2010 chưa tạo ra các đợt sóng lớn. Có nhiều nguyên nhân, trong đó có một nguyên nhân quan trọng là Việt Nam đã kết thúc giai đoạn hỗ trợ kích cầu bằng lãi suất đối với Doanh nghiệp. Đây cũng là thời điểm Việt Nam bắt đầu có dấu hiệu lạm phát tăng trở lại càng khiến Chính phủ có những bước đi thắt chặt hơn đối với mức cung tiền cho nền kinh tế. Do vậy, nguồn tiền cho thị trường bị ảnh hưởng và thanh khoản giảm sút. Triển vọng về lợi nhuận đột biến do được ưu ái về lãi suất đối với Doanh nghiệp cũng không còn, TTCK đã bước vào quý I/2010 với nhiều yếu tố bất lợi và khó có thể duy trì được đà tăng trưởng. Ngoài ra, đợt nghỉ Tết nguyên đán khá dài cũng là một yếu tố bất lợi đối với các thông tin hỗ trợ về kỳ vọng phục hồi kinh tế.

Bước sang quý II/2010, TTCK gặp nhiều yếu tố thuận lợi hơn khi lạm phát đã giảm bớt sự đe dọa của nó đối với TTCK. Sự chủ động thắt chặt kiểm soát cung tiền từ sớm của Chính phủ đã phát huy tác dụng (đôi khi được cho là quá mức cần thiết). Thị trường đã duy trì được đà tăng mạnh trở lại trong gia đoạn cuối tháng 4 đầu tháng 5. Trong giai đoạn này Vn Index đã có lúc đạt mức gần 550 điểm. Sau đó thị trường điều chỉnh mạnh trở lại mức hỗ trợ 500 điểm. Sự tăng điểm và sôi động của nhóm Penny (PNs) là đặc điểm chính của TTCK Việt Nam trong giai đoạn 6 tháng đầu năm khi nhóm Bluechips (BCs) gần như không có lực tăng điểm mạnh khi thanh khoản mỗi phiên của thị trường rất hiếm phiên vượt quá 3000 tỷ/phiên đối với Vn Index.

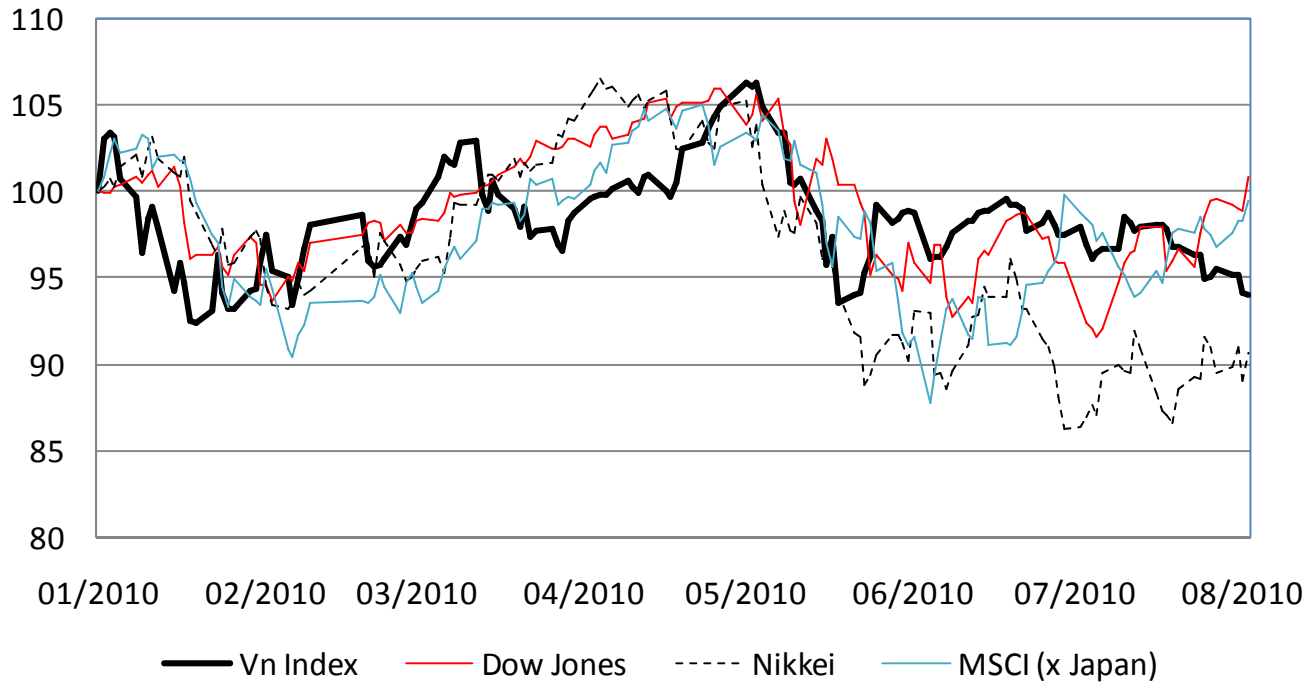
Trong giai đoạn điều chỉnh sau sóng 3, có một tác động lớn từ ảnh hưởng của TTCK thế giới. Những lo ngại về tình hình Mỹ và đặc biệt là nợ công của EU đã khiến Vn Index nhanh chóng chấm dứt đà tăng điểm và điều chỉnh về mức xung quanh 500 điểm. Ngoài ra, áp lực do thiếu thanh khoản tăng dần khi tăng trưởng tín dụng trong các tháng 6, 7 vẫn rất khiêm tốn, đặc biệt đối với VND. Nguồn tiền hạn chế trong khi nguồn cung cổ phiếu với lượng tăng vốn liên tục từ các doanh nghiệp trên cả 2 sàn đã gây áp lực mạnh lên sự tăng trưởng của thị trường. Mặc dù kết quả kinh doanh quý II các doanh nghiệp đã công bố tương đối khả quan, cùng với tin tức hỗ trợ từ TTCK thế giới tương đối tích cực, VN Index trong giai đoạn tháng 6-7 vẫn không thể bứt phá, và lình xình quanh mức 500 điểm, với giá trị giao dịch thấp.

VNIndex và Chứng khoán thế giới

So với sự phát triển của TTCK thế giới từ đầu năm với một số thị trường chính như Mỹ, EU, Nhật, có thể thấy VN Index đã dần có mức ảnh hưởng nhất định và tăng giảm khá đồng điệu với xu hướng chung của chứng khoán toàn cầu. Điều này cho thấy chứng khoán toàn cầu ngày càng tăng tính ảnh hưởng tới TTCK Việt Nam. So với thời điểm 31/12 năm ngoái, VnIndex giảm khoảng

7%. Nhìn chung chứng khoán toàn cầu đều giảm điểm so với thời điểm cuối năm 2009. Trong đó, tích cực nhất là thị trường Mỹ (tăng nhẹ) và giảm mạnh nhất là Nhật (-10%). Chỉ số MSCI Châu Á Thái Bình Dương (trừ Nhật) cũng có diễn biến tương đối tích cực khi gần như không thay đổi trong 7 tháng qua.

Diễn biến VN Index và một số chỉ số chính trên thế giới



Với những diễn biến có độ biến động lớn và sự hình thành các con sóng một cách rõ ràng hơn, VnIndex cho thấy đặc điểm của một thị trường mới nổi với sự nhạy cảm và bất định lớn. Xu hướng diễn biến gần đây cho thấy VnIndex đang khá đi ngược so với diễn biến tương đối tích cực từ thị trường thế giới. Như vậy, sẽ có dư địa để VnIndex tăng trở lại khi sự đồng điệu với chứng khoán thế giới được duy trì.

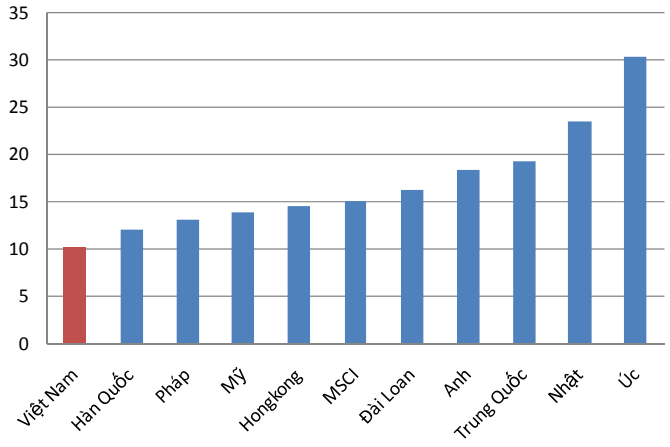
Nguyên nhân của sự tách khỏi xu hướng ảnh hưởng của chứng khoán thế giới trong các phiên gần đây được lý giải bởi đặc tính riêng của TTCK Việt Nam, trong đó dòng tiền yếu dưới áp lực tăng cung lớn trên thị trường đã khiến thị trường bước vào các phiên điều chỉnh mạnh sau giai đoạn đi ngang khá dài.

P/E ở mức hấp dẫn

Chỉ số P/E của VNIndex đạt mức xấp xỉ 10. Nếu xét trên chỉ số P/E thì hiện nay Việt Nam được coi là thị trường hấp dẫn nhất với P/E thấp nhất so với các chỉ số chính khác trên thế giới. Các TTCK khác đều cao hơn Việt Nam, cao nhất là Nhật và Úc. Tuy nhiên, nếu điều chỉnh chỉ số P/E theo mức hợp lý và để so sánh có ý nghĩa hơn, chúng ta dùng chỉ số Estimated P/E với lợi nhuận ước được cho 2 quý còn lại của năm 2010. Với chỉ số này, VnIndex vẫn tỏ ra là thị

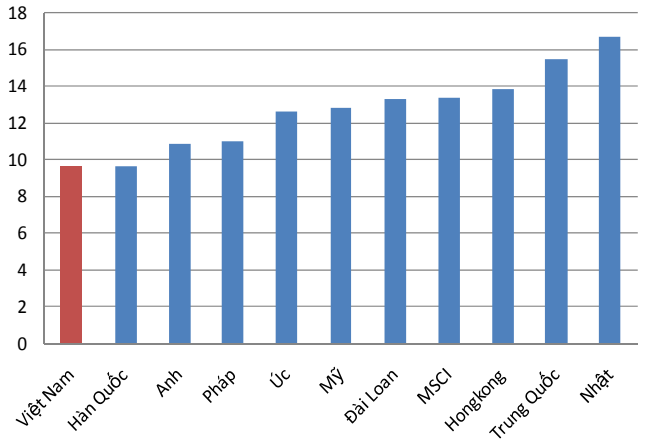
trường hấp dẫn nhất với Estimated P/E thậm chí dưới 10. Thứ tự các thị trường có P/E cao nhất thay đổi, từ Úc chuyển sang Nhật, với mức P/E cao nhất giảm từ 30 trước khi (Úc) xuống còn 16 (Nhật).

Tương quan Trailing P/E



Nguồn: Bloomberg, HoSE,BSC

Tương quan Estimated P/E



Nguồn: HoSE, Bloomberg, BSC

Mức hấp dẫn của chỉ số P/E tại Việt Nam được thể hiện và củng cố với ngay cả khi sử dụng chỉ số P/E forward với lợi nhuận tương lai ước. Chúng ta thấy Estimated PE thậm chí còn giảm so với Trailing PE. Điều này có được bởi kết quả kinh doanh của các Doanh nghiệp vẫn được dự báo rất tốt.

Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp tốt, đặc biệt trong quý II

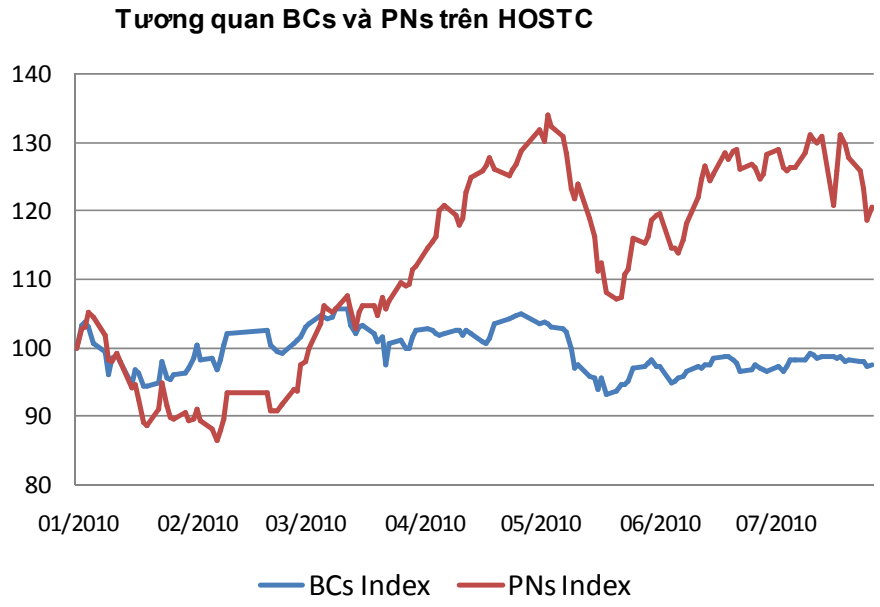
Nếu như trong quý I, kết quả các doanh nghiệp còn là một dấu hỏi (một phần ảnh hưởng do kỳ nghỉ Tết dài), thì sang quý II, bức tranh chung về kết quả kinh doanh các doanh nghiệp niêm yết đã rất sáng sủa. Nhìn chung kết quả kinh doanh đã đạt kỳ vọng của nhà đầu tư, và tác động tích cực lên thị trường. Một số đặc điểm chính về kỳ báo cáo kết quả kinh doanh quý II được chúng tôi tổng kết như sau:

- Lợi nhuận các doanh nghiệp đến chủ yếu là các hoạt động lõi (core). Khác với quý I, khi một phần lợi nhuận doanh nghiệp đến từ nhiều khoản khác bên ngoài hoạt động chính, chẳng hạn như do định giá lại tài sản, đầu tư tài chính v.v…
- Ngân hàng là một lĩnh vực được đánh giá là gặp nhiều khó khăn trong năm nay khi tăng trưởng tín dụng và huy động đều gặp khó khăn. Tuy nhiên, nhiều ngân hàng vẫn đạt lợi nhuận khá tốt sau 6 tháng năm 2010. Ngân hàng Ngoại thương Việt Nam (Vietcombank) đạt 2.800 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, đạt 62% so với kế hoạch cả năm là 4.500 tỷ đồng. Ngân hàng Sài gòn thương tín (Sacombank) có mức lợi nhuận trước thuế của ngân hàng mẹ đạt trên 1.300 tỷ đồng, tăng 47% so với cùng kỳ 2009 và đạt trên 50% kế hoạch năm.

- Tuy nhiên, ngành tài chính chứng khoán, bảo hiểm nhìn chung gặp khó khăn. Rất nhiều doanh nghiệp báo cáo lỗ, một phần do thị trường chưa hỗ trợ cho ngành này trong thời gian 7 tháng đầu năm.
- Với bất động sản, các doanh nghiệp có kết quả tốt thường là doanh nghiệp có sở hữu tài nguyên đất đai, kinh doanh phân lô, bán nền. Giá tài nguyên đất vẫn tăng với tốc độ cao trong 1 năm qua, đặc biệt tài Hà nội và một số tỉnh. Ngoài ra, năm 2010 cũng là năm kinh doanh tốt của các doan nghiệp bất động sản ngành du lịch khách sạn. Một số kết quả có thể kể đến như CTCP Hoàng Anh Gia Lai sau 6 tháng có mức lợi nhuận trước thuế đạt trên 1.400 tỷ, tăng tới 82% so với cùng kỳ năm trước.
- Các ngành kinh doanh tốt còn gồm có Cao su (do giá cao su tăng 50-70% từ đầu năm), Rượu bia giải khát (nhiều doanh nghiệp hưởng kỳ nóng kéo dài). Khai khoáng mỏ v.v…
- Một số ngành khó khăn như: vận tải tàu biển, sắt thép, xi măng, vật liệu xây dựng v.v… do giá và giá cước đi xuống, hàng tồn kho tăng cao.
- Với điều kiện kinh tế vĩ mô của Việt Nam đang ở mức ổn định và mặt bằng lãi suất vẫn tương đối cao, qua khảo sát, nhìn chung doanh nghiệp đang rất hạn chế sử dụng vốn vay.

Như vậy, bất chấp có những khó khăn về nguồn vốn vay và chi phí lãi suất cao, nhìn chung kết quả doanh nghiệp được đánh giá có kết quả tốt, hỗ trợ thị trường. Dự báo kết quả tích cực sẽ tiếp tục được duy trì cho các quý tiếp theo của năm.

Các cổ phiếu Penny dẫn dắt thị trường



Đặc điểm của diễn biến 7 tháng đầu năm cho thấy chính các cổ phiếu PNs chứ không phải các Bluechips (BCs) là động lực dẫn dắt thị trường. Với khối lượng

giao dịch lớn và mức giá biến động lớn, tỷ trọng dòng tiền khối PNs đã đã tăng mạnh so với năm 2009. So sánh chỉ số Index của 20 cổ phiếu có vốn hóa cao nhất thị trường và thấp nhất thị trường (có loại bỏ những cổ phiếu có giá trị giao dịch thấp) trên Hostc chúng ta có thể thấy: trong khi nhóm BCs hầu như đi ngang và hiện có mặt bằng thấp hơn thời điểm 31/12/2009, thì nhóm PNs biến động mạnh, có lúc tăng gần 40%, và hiện vẫn còn cao hơn mặt bằng cuối năm ngoái.

Nguyên nhân chính khiến cho BCs trở nên thất thế so với PNs nằm ở chỗ dòng tiền trong 7 tháng đầu năm không còn được dồi dào như trước, một phần do chính sách vĩ mô bắt đầu thắt chặt lại tiền tệ hơn so với năm 2009. Nguồn tiền thực có ít và lại được các công cụ đòn bẩy hỗ trợ mạnh từ các công ty chứng khoán khiến phát sinh nhiều dòng tiền mang tính chất đầu cơ hơn so với dòng tiền đầu tư máng tính dài hạn (các công cụ đòn bẩy thường được sử dụng với kỳ vọng đầu cơ ngắn hạn). Chính vì vậy các cổ phiếu PNs với số lượng cổ phiếu ít, mức biến động giá lớn nếu được dòng tiền hướng vào, là hướng đầu tư ưa thích trong suốt quãng thời gian 7 tháng đầu năm 2010.

Tình trạng làm giá và những khuyết tật thị trường

Bên cạnh việc đầu tư theo xu hướng thị trường, lựa chọn các cổ phiếu tốt, tình trạng mua đầu cơ theo các "đội lái" đã trở nên một hiện tượng khá phổ biến, đặc biệt trong quãng thời gian của quý II/2010. Việc mua một cổ phiếu bất chấp thông tin tốt xấu, kết quả kinh doanh, xu thế thị trường v.v… mà chỉ căn cứ theo thông tin "được làm giá" khiến cho thị trường đã xuất hiện những "góc tối" và tạo ra các khuyết tật tiêu cực. Đầu tiên, nó tạo ra rất nhiều rủi ro cho người tham gia khi thông tin đầu tư phụ thuộc "đội lái" mà không theo bản chất tốt xấu của cổ phiếu. Khi thoái trào, thị trường cần mất nhiều thời gian để "chữa lành vết thương" sau mỗi cuộc làm giá. Các nhà đầu tư không may ở vòng cuối của chu trình làm giá sẽ bị kẹt lại một lượng tiền lớn ở mức giá cao. Đó chính là các "vết sẹo" khó lành sau mỗi lần thị trường bước vào chu kỳ giảm điểm.

Thực tế cho thấy, hình thức đầu cơ theo "đội lái" đã phát triển ở một trình độ cao hơn khi không chỉ có tình trạng cổ phiếu tăng điểm ngắn, mà có thể tăng liên tục một chặng dài với gấp nhiều vòng T+4. Hình thức này được các "đội lái" tận dụng như một hình thức "bán hàng đa cấp": dòng tiền được thu hút bằng hình thức các nhà đầu tư kiếm được lợi nhuận trong các vòng đầu sẽ nỗ lực quảng bá về mã cổ phiếu đó cho các nhà đầu tư khác, đồng thời với lợi nhuận vừa kiếm được, họ rất có thể lại dốc vào tiếp tục đầu tư cho các vòng sau, và rủi ro vẫn có thể đến bất cứ lúc nào với khả năng thua lỗ cao gấp nhiều lần.

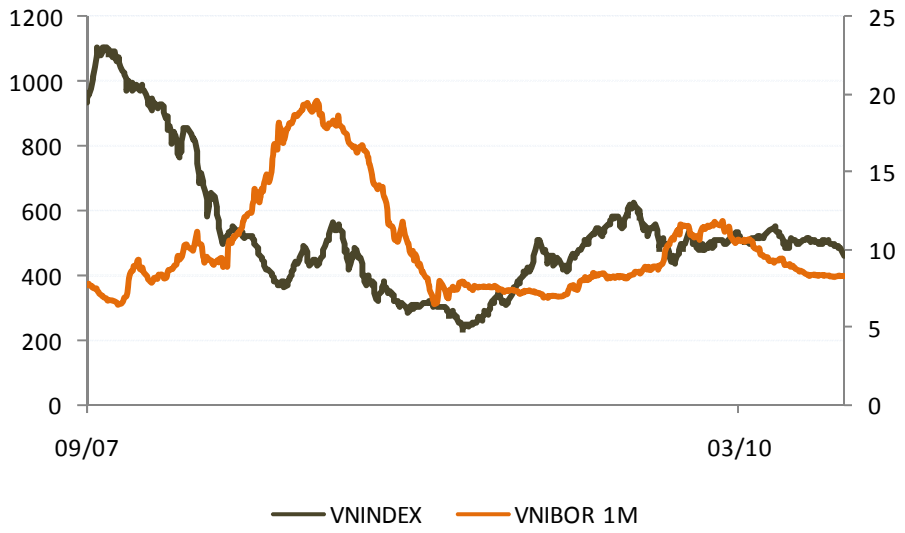
Áp lực giải chấp khi thị trường đảo chiều chủ yếu xảy ra đối với các mã cổ phiếu này. Tính không lành mạnh còn được thể hiện ở chỗ cũng không loại trừ khả năng cấu kết của doanh nghiệp trong việc công bố thông tin trong việc phối hợp với các hành động của "đội lái". Điều này dẫn tới người thua thiệt vẫn là các nhà đầu tư bị hấp dẫn bởi việc kiếm lợi nhuận nhanh chóng nhưng thiếu hoàn toàn thông tin.

II. CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN THỊ TRƯỜNG VÀ DỰ BÁO

Chính sách tiền tệ: Nới lỏng nhưng có định hướng

Trong những năm gần đây, chúng ta có thể thấy các chính sách vĩ mô của Chính phủ thường được giới đầu tư đặc biệt quan tâm. Đặc biệt, chính sách tiền tệ luôn có những ảnh hưởng rõ nét đến những biến động của các chỉ số chứng khoán. Điều này là hoàn toàn dễ hiểu bởi với tính chất của một thị trường chứng khoán mới nổi, nguồn tín dụng ở trạng thái nới lỏng hay thắt chặt sẽ trực tiếp tác động đến nguồn tiền tham gia vào thị trường chứng khoán.

Mặc dù theo kế hoạch của Chính phủ cho năm 2010, tăng trưởng tín dụng cần đạt mức 25% nhưng sau 6 tháng đầu năm con số này mới đạt mức 10,52% trong đó tăng trưởng tín dụng nội tệ chỉ ở mức rất thấp là 4,6%. Điều này xuất phát từ định hướng của Chính phủ trong giai đoạn đầu năm 2010 là ưu tiên kiềm chế lạm phát và ổn định vĩ mô. Bên cạnh chính sách tiền tệ thắt chặt, Chính phủ cũng đã có nhiều giải pháp bình ổn giá cả, qua đó từng bước giải quyết vấn đề lạm phát. Từ tháng 5/2010, đà tăng của chỉ số giá tiêu dùng đã chậm lại. Cụ thể, lạm phát so với cùng kỳ năm trước (YoY) sau khi đạt đỉnh vào tháng 3 ở mức 9,46% đã giảm dần và tới tháng 7 chỉ còn ở mức 8,19% và điều này đã giúp cho mức lạm phát kỳ vọng giảm xuống. Đây cũng là tiền đề để Chính phủ chuyển hướng chính sách, tập trung hơn cho mục tiêu tăng trưởng. Để đảm bảo cho chỉ tiêu tăng trưởng GDP 6,5%, chắc chắn dòng vốn tín dụng cần phải được khơi thông. Chính phủ cũng đã chỉ đạo Ngân hàng nhà nước có các biện pháp để từng bước hạ mặt bằng lãi suất, thúc đẩy tăng trưởng tín dụng.



Về lý thuyết, việc lãi suất có chiều hướng giảm và tăng trưởng tín dụng tăng lên là những yếu tố tích cực đối với diễn biến của thị trường chứng khoán. Hiện tại, nhiều nhà đầu tư cũng đang kỳ vọng vào những chính sách thúc đẩy

tín dụng của Chính phủ sẽ là động lực giúp cho thị trường thoát khỏi trạng thái lình xình để đi lên. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, cần lưu ý về tác động của chính sách này tới thị trường như sau:

- Thứ nhất: Xem xét diễn biến lãi suất và chỉ số chứng khoán trong quá khứ, chúng tôi nhận thấy mức tương quan là có ý nghĩa nhưng thông thường biến động lãi suất đi trước diễn biến của chỉ số chứng khoán từ 3 đến 6 tháng. Điều này là hoàn toàn hợp lý bởi chính sách tiền tệ luôn có độ trễ nhất định trước khi nó phản ánh vào các chỉ tiêu kinh tế.

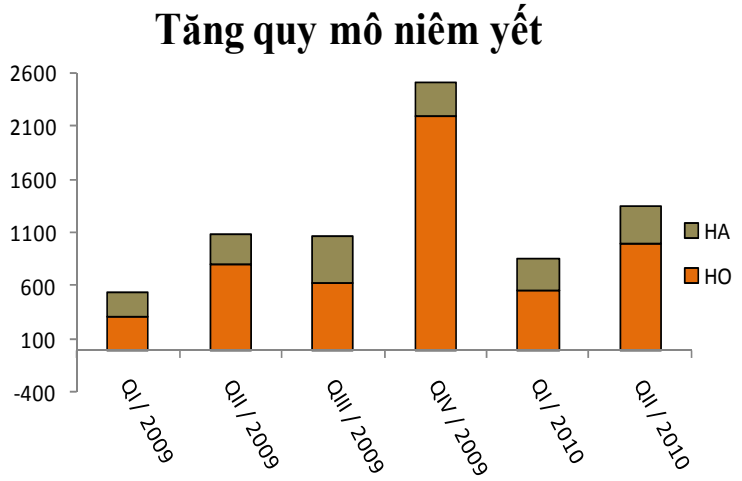
- Thứ hai: Từ góc độ tác động đến nguồn tiền vào thị trường, chúng tôi đánh giá động thái nới lỏng tín dụng không trực tiếp tác động ngay đến TTCK. Tuy hiện nay, Chính phủ đang chủ trương mở rộng tín dụng để hỗ trợ cho tăng trưởng nhưng đây là luồng tiền có định hướng để tránh tạo ra bong bóng đối với các tài sản có tính rủi ro như bất động sản, chứng khoán.

- Thứ ba: Từ góc độ tác động của chính sách tới hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, có thể thấy đối tượng của chính sách trước mắt chỉ giới hạn trong một số lĩnh vực hoạt động như sản xuất nông nghiệp, doanh nghiệp vừa và nhỏ, xuất khẩu ... Đối với các lĩnh vực sản xuất khác như công nghiệp, dịch vụ, tốc độ tăng trưởng trong 6 tháng đầu năm là khá tích cực. Nhiều doanh nghiệp của đã chủ động được nguồn vốn sản xuất kinh doanh. Nếu như không có nhu cầu quá bức thiết để mở rộng hoạt động thì nhu cầu vốn của các doanh nghiệp sẽ không có đột biến. Bên cạnh đó, trong thời gian vừa qua, kênh huy động vốn thông qua thị trường chứng khoán cũng đã phát huy hiệu quả và do vậy, nhiều doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp đã niêm yết, cũng đã chủ động được nguồn vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh trong năm nay.

Như vậy, chúng tôi cho rằng từ nay đến cuối năm 2010, chính sách tiền tệ có thể được nói lỏng hơn so với giai đoạn đầu năm nhưng tác động trực tiếp đến thị trường chứng khoán là không nhiều.

Lượng cung cổ phiếu niêm yết mới

Sau giai đoạn quy mô thị trường tương đối ổn định, có thể thấy trong 7 tháng đầu năm 2010, quy mô niêm yết của thị trường đã mở rộng rất nhiều do quá trình tăng vốn của nhiều doanh nghiệp đã niêm yết cũng như việc có thêm nhiều cổ phiếu niêm yết mới. Tính trong 7 tháng đầu năm, số cổ phiếu, chứng chỉ quỹ tăng thêm trên sàn HSX là trên 1,9 tỷ đơn vị, còn trên sàn HNX là trên 658 triệu đơn vị, tăng lần lượt là 18% và 16% so với quy mô niêm yết cuối năm 2009.



Lượng cổ phiếu trên xuất phát từ 2 nguồn cung:

- *Nguồn cổ phiếu niêm yết mới:* Trong nửa đầu năm 2010, có thể thấy lượng cổ phiếu mới lên niêm yết là nguồn tăng cung chủ yếu. Lượng cổ phiếu này khi chưa niêm yết thường có mức thanh khoản thấp trên thị trường phi tập trung. Khi được lên niêm yết, tính thanh khoản cao hơn và do đó lượng cung này đã hấp thụ một phần nguồn tiền trên thị trường niêm yết. Trong khi đó, các nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu trước đây lại thường có xu hướng bán ra thu tiền về để hiện thực hóa lợi nhuận, vì vậy, nguồn cung này thực tế đã tạo một dòng tiền thoát ra khỏi thị trường.
- *Nguồn cổ phiếu phát hành thêm:* Sau mùa đại hội cổ đông năm 2010, có thể thấy còn rất nhiều doanh nghiệp tiếp tục có kế hoạch tăng vốn từ nay đến cuối năm. Theo thống kê chưa đầy đủ thì quy mô vốn phát hành thêm của các doanh nghiệp niêm yết, số vốn cần huy động thêm lên tới trên 32.000 tỷ đồng. Ngoài ra, áp lực tăng vốn của các ngân hàng lên 3.000 tỷ đồng trước 31-12-2010 theo Nghị định 141/2006 của Chính phủ cũng là một áp lực lớn. Dự kiến đợt tăng vốn này cũng sẽ cần tới trên 44.000 tỷ động. Bên cạnh đó, nhiều ngân hàng có quy mô trung bình cũng gấp rút xây dựng lộ trình tăng vốn mạnh như Eximbank, Sacombank, ACB, Techcom ... nhằm nâng cao khả năng cạnh tranh.

Rõ ràng, việc có nguồn cung mới ồ ạt tham gia thị trường cũng đã và sẽ còn ảnh hưởng không nhỏ đến thị trường. Đặc biệt là trong giai đoạn hiện nay, nguồn tiền bổ sung cho thị trường là không lớn.

Mặt bằng giá trị cổ phiếu

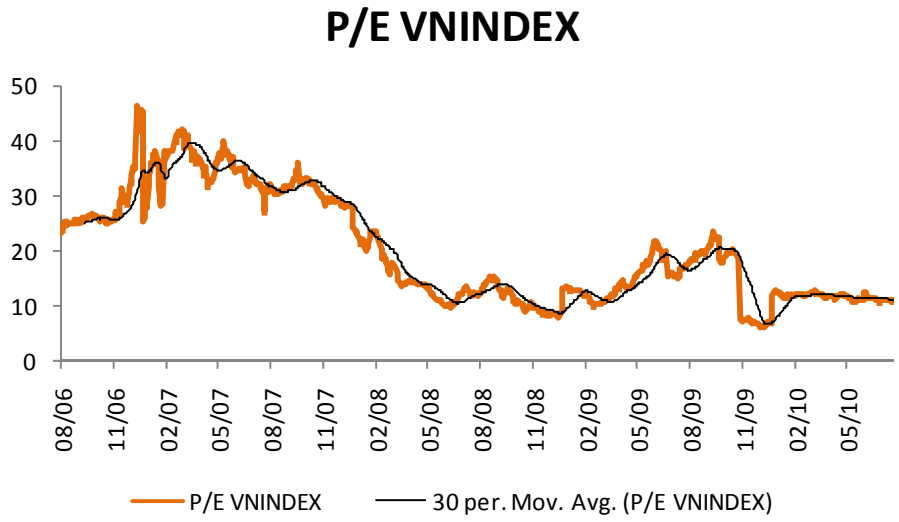
- Như trong phần trên đã đề cập, so sánh chỉ số P/E của thị trường Việt Nam (VN-Index) với các thị trường Châu Á và các thị trường mới nổi, có thể thấy thị trường Việt Nam đang có mặt bằng giá rẻ tương đối và khá hấp dẫn. (P/E của VN ở mức 10 trong khi các nước khác từ 13 - 30). Khi mà

các chỉ số kinh tế vĩ mô của Việt Nam đã thể hiện là một trong những nền kinh tế ổn định nhất trong giai đoạn khủng hoảng vừa qua thì việc mặt bằng giá cổ phiếu thấp tương đối sẽ là yếu tố hấp dẫn đối với các nhà đầu tư, đặc biệt là các tổ chức nước ngoài.

- Xét dao động của chỉ số P/E trong 2 năm trở lại đây, có thể thấy P/E cũng đang ở mức khá hấp dẫn khi chỉ số này đang nằm ở sát cận dưới của dải dao động chính. Như vậy, theo quy luật vận động của thị trường, nhiều khả năng mặt bằng giá cổ phiếu sẽ dần chuyển về mức cân bằng khi các điều kiện vĩ mô ở trạng thái ổn định. Tuy nhiên, cũng cần lưu ý rằng trong ngắn hạn, quan hệ cung cầu đang mất cân đối (dư cung) nên quá trình này có thể sẽ cần thời gian và có sự phân hóa khác nhau, tùy thuộc vào tiềm năng của từng cổ phiếu hay nhóm ngành.

- Kết quả doanh nghiệp đang có diễn biến rất tốt sau khi hàng loạt doanh nghiệp công bố kết quả kinh doanh quý II. Diễn biến này được cho là sẽ tiếp tục trong các quý III và IV, khi mùa kinh doanh thuận lợi rơi mạnh trong 2 quý cuối.

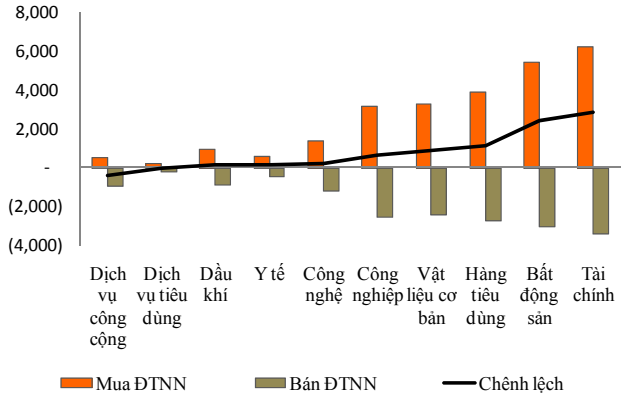
Như vậy, đứng từ góc độ đánh giá giá trị cơ bản của cổ phiếu, mặt bằng giá cổ phiếu đang ở mức hợp lý để đầu tư. Diễn biến "đi ngang" của thị trường từ đầu năm 2010 với những biến động thất thường, có biên độ không lớn đang thể hiên thị trường hiện tại đang ở trạng thái cân bằng tương đối giữa cung và cầu. Tuy nhiên, thị trường cũng thiếu sự bổ sung cần thiết của các nguồn tiền mới để tạo lập xu thế cũng như thiếu sự dẫn dắt của những dòng tiền đầu tư mang tính chất cơ bản, dựa trên giá trị dài hạn của cổ phiếu.

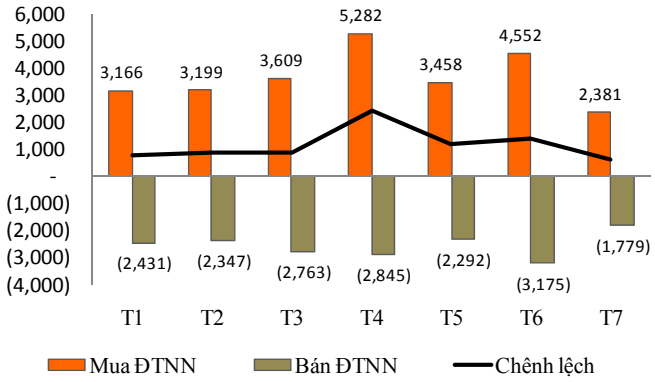


Vai trò của NĐTNN và các tổ chức

- Trong 7 tháng đầu năm 2010, khối ngoại đã mua ròng hơn **8.013** tỷ đồng trên cả hai sàn, gấp gần 2,5 lần mức mua ròng 3.325 tỷ đồng của năm

2009. Phân loại hoạt động đầu tư của khối ngoại theo lĩnh vực, các nhóm ngành Tài chính (Ngân hàng, Chứng khoán), Bất động sản (tiêu biểu như cổ phiếu HAG, KBC, SJS…) và nhóm ngành Hàng tiêu dùng (tiêu biểu như VNM, KDC…) đã dành được sự quan tâm lớn của khối nhà đầu tư nước ngoài. Đây là hai nhóm cổ phiếu đã được mua ròng nhiều nhất. Trong khi đó nhóm ngành Dịch vụ công cộng vốn thu hút được sự chú ý của nhà đầu tư nước ngoài trong những năm trước (đặc biệt các cổ phiếu thuộc ngành điện) lại được nhà đầu tư nước ngoài bán ra khá mạnh trong thời gian qua.





- Tuy liên tục mua ròng nhưng tỷ trọng nắm giữ của khối ngoại lại giảm đi. Nếu như thời điểm đầu năm, giá trị thị trường lượng cổ phiếu do các nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ là 106.000 tỷ đồng, chiếm 16,4% vốn hóa toàn thị trường (HSX và HNX) thì đến cuối tháng 7, giá trị chỉ còn là 97.000 tỷ, chiếm 14,4%. Điều này một phần là do quy mô thị trường đã có nhiều thay đổi. Bên cạnh đó, nhiều lĩnh vực hấp dẫn trong dài hạn, đặc biệt là ngân hàng, room cho nhà đầu tư nước ngoài gần như đã hết. Trong khi đó, lượng cổ phiếu niêm yết mới gần đây không có nhiều các hàng hóa thực sự hấp dẫn hoặc có quy mô và thanh khoản đủ lớn để đảm bảo tiêu chuẩn đối với các quỹ đầu tư lớn. Trong khi đó, lộ trình cổ phần hóa nhiều doanh nghiệp đầu ngành như Mobifone, BIDV ... còn chậm và chưa rõ ràng. Điều này khiến cho thị trường khó hấp dẫn các quỹ đầu tư mới. Vấn đề này đã khiến cho nhiều quỹ đầu tư có định hướng mới của các quỹ: chuyển từ đầu tư niêm yết sang đầu tư trực tiếp.

Như vậy, có thể thấy mặc dù khối ngoại liên tục mua ròng trong năm 2010 với quy mô cao hơn nhiều so với năm 2009 nhưng do quy mô thị trường phát triển mạnh trong năm nay nên giao dịch của các nhà đầu tư nước ngoài không còn tác động mạnh đến diễn biến thị trường như các năm trước đây.

Tuy nhiên, có thể thấy lượng mua ròng (tính theo giá trị tuyệt đối) vẫn là khá lớn và mang tính tập trung cao vào một số lĩnh vực được đánh giá là hấp dẫn như Bất động sản, Hàng tiêu dùng. Khi nền kinh tế phục hồi và thị trường chứng khoán của Việt Nam có được những bước tiến mới cả về quy mô và chất

lượng thì nhiều khả năng chúng ta cũng sẽ thu hút thêm được nguồn vốn mới từ nước ngoài. Khi đó, rất có thể vai trò quan trọng của khối đầu tư nước ngoài sẽ dần được lấy lại nhưng quá trình này có lẽ sẽ cần một thời gian đủ dài và trước mắt, nguồn vốn của các nhà đầu tư nước ngoài với quy mô hiện tại sẽ không có tác động quá lớn đến diễn biến chung của thị trường.

Ảnh hưởng của diễn biến các thị trường chứng khoán thế giới

Sau giai đoạn đi lên từ đáy khủng hoảng vào khoảng tháng 3 năm 2009, các chỉ số chứng khoán thế giới đã có sự hồi phục mạnh mẽ khi liên tục lập các mức đỉnh mới. Tuy nhiên, đến quý II/2010, sự điều chỉnh giảm đã diễn ra ở nhiều thị trường khi những nghi ngại về khả năng đà phục hồi của kinh tế thế giới sẽ kéo dài và gặp nhiều trở ngại hơn dự kiến.

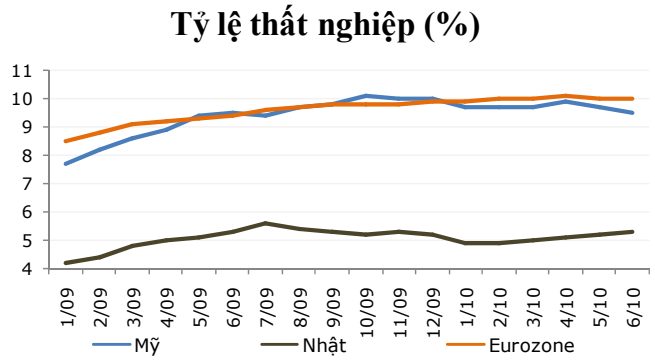
Trong năm 2009, hàng loạt các biện pháp kích thích kinh tế đã được các quốc gia thực hiện nhằm vực dậy nền kinh tế sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu. Chính sách này đã tạo nên nhưng diễn biến tương đối lạc quan khi nhiều khu vực kinh tế quý đạt mức tăng trưởng tốt trong năm 2009 và đầu năm 2010.

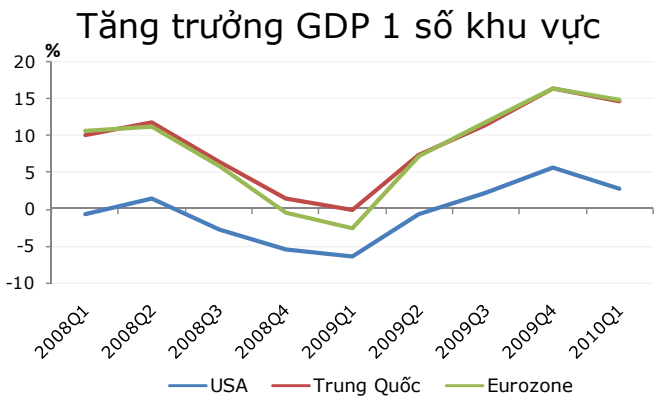
Tuy nhiên, cùng với mỗi lo ngại về cuộc khủng hoảng nợ công tại một số quốc gia Châu Âu, việc các gói hỗ trợ cũng dần được rút bớt, tốc độ tăng trưởng đang có chiều hướng chậm lại. Cụ thể, số liệu GDP của Mỹ, nền kinh tế hàng đầu thế giới trong quý I/2010 đã được điều chỉnh xuống mức 2,7% từ mức công bố 3% trước đó, thấp hơn rất nhiều so với mức 5,6% của quý IV/2009.

Tại khu vực Châu Âu, khi nguy cơ của khủng hoảng nợ công tạm lắng xuống thì bài toán duy trì tăng trưởng vẫn là một khó khăn. Để giải quyết bài toán thâm hụt ngân sách, chính sách thắt lưng buộc bụng đang được nhiều quốc gia Châu Âu lựa chọn và rõ ràng, mục tiêu ổn định đang được đặt lên hàng đầu.

Với mức tăng trưởng ấn tượng năm 2009, Trung Quốc cũng như các nền kinh tế mới nổi khác đang được kỳ vọng sẽ là đầu tầu để đưa nền kinh tế thế giới vượt qua suy thoái. Tuy nhiên, các chính sách gần đây của chính phủ Trung Quốc cũng đang cho thấy sự thận trọng trước nguy cơ tăng trưởng nóng. Các biện pháp thắt chặt tiền tệ cũng đã phần nào hạ nhiệt nền kinh tế khi tăng trưởng trong quý II/2010 cũng đã giảm xuống mức 10,3% so với con số 11,9% trong quý trước đó.

Cùng với những diễn biến trên của nền kinh tế thế giới, các thị trường chứng khoán thế giới, sau một chu kỳ tăng trưởng mạnh từ đáy khủng hoảng cũng đã có sự điều chỉnh giảm nhất định. Chỉ số công nghiệp Dow Jones sau khi thiết lập mức đỉnh trên 11.000 điểm vào tháng 5/2010 đã giảm điểm và dao động ở mặt bằng thấp hơn trong tháng 6 và tháng 7. Chỉ số chứng khoán tổng hợp Shanghai của thị trường Trung Quốc cũng đã có đợt sụt giảm tới 25% giá trị trong giai đoạn từ tháng 4 đến tháng 7/2010. Cuộc khủng hoảng nợ công ở Châu Âu cũng đã lấy đi của chỉ số Stoxx50 khoảng 16% giá trị trong đợt sụt giảm cuối quý II/2010.





Trong thời gian gần đây, thị trường chứng khoán Việt Nam đã có những phiên giao dịch được đánh giá là thoát ra khỏi sự phụ thuộc vào chứng khoán thế giới, theo chúng tôi có 2 nguyên nhân chính:

- Trong giai đoạn khủng hoảng (năm 2008 và đầu 2009), tuy không chịu ảnh hưởng trực tiếp nhưng diễn biến xấu của nền kinh tế thế giới cũng phần nào ảnh hưởng tới các hoạt động kinh tế của Việt Nam và vì vậy, trong giai đoạn này, sự quan tâm của giới đầu tư đến diễn biến các thị trường chứng khoán thế giới là tất yếu. Tuy nhiên, khi cuộc khủng hoảng đã dần được khắc phục, các nhà đầu tư lại hướng sự quan tâm của mình tới các vấn đề nội tại của nền kinh tế trong nước và do đó ảnh hưởng của những biến động trên các thị trường chứng khoán thế giới tới tâm lý của nhà đầu tư Việt Nam đã giảm đi.
- Sau những đợt điều chỉnh giảm cuối quý II/2010, các thị trường chứng khoán thế giới cũng đã có sự hồi phục nhất định và do đó, xu thế trung hạn cũng chưa hoàn toàn rõ ràng. Điều này phản ánh những diễn biến tâm lý trái chiều của giới đầu tư toàn cầu và trạng thái này cũng giảm mức độ ảnh hưởng của các thị trường thế giới tới diễn biến thị trường trong nước.

Tuy nhiên, xét trong trung và dài hạn, chúng tôi vẫn cho rằng nếu thị trường chứng khoán thế giới có những biến động lớn hoặc tạo xu thế rõ ràng hơn thì tầm ảnh hưởng của nó tới thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ rõ ràng hơn.

III. DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG

Để dự báo chỉ số VnIndex trong năm 2010, chúng tôi kết hợp tất cả các yếu tố giải thích cho dự báo của mình, bao gồm cả phân tích kỹ thuật và đánh giá độ nhạy các yếu tố vĩ mô ảnh hưởng lên chỉ số P/E chung của VnIndex, từ đó tìm ra được mức độ P/E chấp nhận của thị trường trong các kịch bản về kinh tế tới thời điểm cuối năm, và dựa trên dự báo về tốc độ tăng EPS của các doanh nghiệp niêm yết.

Các nhân tố tác động đến thị trường

Yếu tố vĩ mô

Trong nửa cuối năm 2010, các chính sách vĩ mô vẫn là yếu tố lớn nhất ảnh hưởng đến TTCK, đặc biệt là các chính sách liên quan tới điều hành tiền tệ và lãi suất. Mặc dù đã có sự phục hồi nhất định của đợi vào sự hồi phục và sức cầu của kinh tế thế giới, thị trường vẫn đang chịu tác động chính bởi yếu tố nguồn tiền và tâm lý tin tưởng vào các thông điệp chính sách.

- Đối với tăng trưởng GDP, mức tăng trưởng của Việt Nam tiếp tục đà khả quan trong sự hồi phục. Mục tiêu tăng trưởng 6,5% có thể hoàn toàn đạt được, và trong kịch bản tích cực, tăng trưởng có thể đạt mức 6,7%-6,8% tính cho cả năm 2010. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng GDP có lẻ chỉ đạt trong khoảng 6,5%-6,7% do mục tiêu ổn định được Chính phủ Việt Nam lấy làm trọng tâm trong chiến lược định hướng 6 tháng cuối năm.

- Đối với yếu tố thanh khoản, các khó khăn đã xuất hiện với các chính sách về điều hành ngân hàng như quy định tăng vốn điều lệ tối thiểu 3.000 tỷ đồng và thông tư số 13 yêu cầu nâng hệ số an toàn vốn CAR từ 8% lên 9%. Tác động của 2 chính sách này có thể làm lãi suất trên thị trường ngân hàng khó hạ nhanh như dự kiến. Tăng trưởng tín dụng cũng khó đạt 25% như mục tiêu đầu năm. Đặc biệt, tín dụng với VND lại càng khó khăn hơn nữa. Với lãi suất như hiện nay, doanh nghiệp rất hạn chế sử dụng vốn vay

- Lạm phát được đặt ra kiểm soát ở mức 7-8% theo mục tiêu của Chính phủ. Với tốc độ tăng của chỉ số giá tiêu dùng tính đến hiện nay, mục tiêu này có thể đạt được. Như ước lượng về lạm phát cuối năm của chúng tôi, lạm phát nhiều khả năng sẽ đạt khoảng 7,5%-8%. Với mức lạm phát <8% được coi là kịch bản tích cực. Trường hợp ngược lại sẽ là tiêu cực do nếu lạm phát cả năm >8%, lạm phát các tháng còn lại của năm sẽ khá cao, chứng tỏ một đợt tăng tốc mới trở lại của lạm phát.

- Rủi ro tỷ giá, sức khỏe của đồng VND có thể gây nên những bất ổn đối với TTCK, nhất là tác động lên động thái của NĐTNN. Từ nay đến cuối năm vẫn là thời điểm nhạy cảm về tỷ giá. Mặc dù năm 2010 có thể Việt Nam sẽ thặng dư cán cân tổng thể (mặc dù cán cân vãng lai âm nhưng được bù đắp tốt bởi cán cân vốn), nhưng với cơ cấu xuất nhập khẩu vẫn gây nên những e ngại về sự ổn định của tỷ giá, nhất là thời điểm đầu năm các ngân hàng đã tăng tín dụng ngoại tệ mạnh dẫn đến tỷ giá tạm thời ổn định theo hướng cung ảo tăng (Doanh nghiệp vay ngoại tệ song bán trên thị trường đổi sang VND). Quan trọng hơn, các thông điệp chính sách nếu không rõ ràng và nhất quán, có thể khiến nhà đầu tư giảm niềm tin vào VND, và càng làm cho vấn đề tỷ giá thêm phức tạp.

  Với mức dự báo tăng của tỷ giá USD/VND, chúng tôi lấy mức 19.500 làm

mốc. Tỷ giá tiêu cực cho kịch bản này sẽ là mức > 19.500.

Các yếu tố khác

- Như chúng ta đã đề cập, lượng cung hàng hóa trong thời điểm từ nay đến cuối năm được dự báo là khá lớn, và là sự cản trở đối với các đợt bứt phá mạnh mẽ. Trong đó, việc yêu cầu tăng vốn điều lệ 3.000 tỷ của các ngân hàng tạo áp lực rất lớn trong ngắn hạn.
- Yếu tố nước ngoài có thể là một ẩn số. Hiện nay, yếu tố này khá thuận lợi khi thị trường Việt Nam là thị trường của các nước đang phát triển, có mức P/ E thấp và đang là đích ngắm của nhiều tổ chức nước ngoài. Hơn nữa, lượng Trung Quốc có thể sẽ chủ trương đầu tư và đẩy mạnh vốn sang các nước xung quanh do mức dự trữ của nước này đã lên quá cao. Quá trình hội nhập tốt sẽ tạo điều kiện cho Việt Nam ngày càng tiếp cận được nguồn vốn ngoại một cách dễ dàng hơn, và đây vẫn là một ẩn số tiềm ẩn sự bùng nổ

Dự báo mức điểm của VnIndex trong năm 2010

Dựa trên việc dự báo mức tăng EPS, cũng như dự báo mức P/E chấp nhận được của thị trường trong các kịch bản về bối cảnh kinh tế, chúng tôi cập nhật lại các số liệu đối với dự báo trong báo cáo từ đầu năm của chúng tôi. Theo đó các chỉ tiêu của các kịch bản được cập nhật lại trong mô hình. Theo đó, VnIndex được dự báo với 2 kịch bản cập nhật như sau:

Nội dung	**Kịch bản 1**	**Kịch bản 2**
Tăng trưởng GDP	<6,5%	>6,5%
Lạm phát	>8%	<8%
Tăng trưởng tín dụng	<20%	20%-25%
Tỷ giá USD/VND	>19.500	<19.500
Chứng khoán thế giới	Hồi phục chậm	Tiếp tục hồi phục
VnIndex	**450-500**	**540-560**

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong tháng. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH – CÔNG TY TNHH CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN

Trưởng nhóm
Vũ Thắng Bình

Tống Minh Tuấn
Phụ trách phân tích vĩ mô
tuantm@bsc.com.vn

Hoàng Anh Tuấn
Phân tích thị trường
tuanha@bsc.com.vn

Nguyễn Thị Thu Trang
Phân tích vĩ mô
trangntt@bsc.com.vn

Trần Hữu Quang
Phân tích thị trường
quangth@bsc.com.vn

Nguyễn Hoàng Việt
Phân tích vĩ mô
vietnh@bsc.com.vn

THÔNG TIN LIÊN HỆ

BSC Trụ sở chính
Tầng 10 – Tháp A Vincom
191 Bà Triệu – Hai Bà Trưng – Hà nội
Tel: 84 4 22200668
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh
Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8128885
Fax: 84 8 3 8128510

Bản quyền của Công ty chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.
Công ty TNHH Chứng khoán BIDV (BSC)
Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Chứng khoán BIDV