

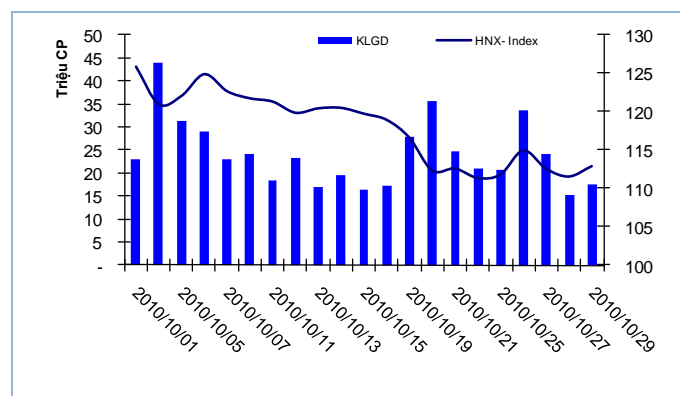
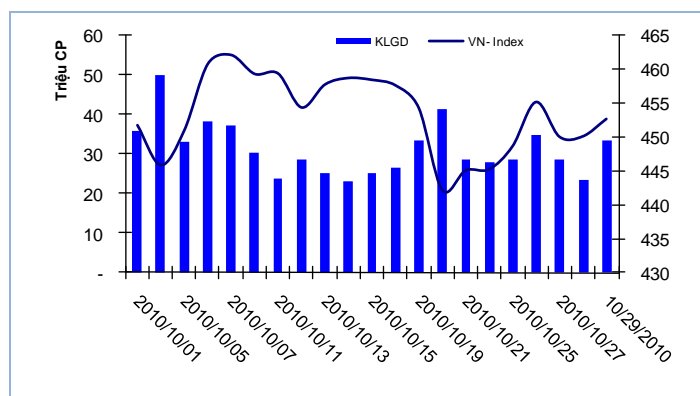
CƠ HỘI NÀO CHO THỊ TRƯỜNG THÁNG 11?

TÓM TẮT THỊ TRƯỜNG THÁNG 10

Diễn biến linh xình trong hầu hết thời gian giao dịch của tháng 10, thị trường chứng khoán trong nước tiếp tục xu hướng đi ngang đã hình thành từ đầu tháng 9. Trong bối cảnh kinh tế thế giới dần hồi phục với sự đi lên của các chỉ số tài chính quan trọng, kinh tế vĩ mô trong nước lại tiềm ẩn nhiều rủi ro khiến cho tâm lý NĐT chưa được cải thiện. Tâm lý bi quan của NĐT thể hiện ở thanh khoản giao dịch trên thị trường đứng ở mức thấp với trung bình 1,300 tỷ đồng/phiên được giao dịch. Trong tháng 10, áp lực lạm phát và mặt bằng lãi suất chung vẫn ở mức cao đã khiến những thông tin kết quả kinh doanh quý III, vốn không có đột biến, gần như không hỗ trợ thị trường.

Trong tháng 10, không có sự khác biệt nào đáng kể trong xu hướng giá của BCs và PNs, kết quả kinh doanh quý III tích cực của một số mã BCs luôn là ngòi nổ cho một vài phiên tăng điểm đáng chú ý, tuy nhiên PNs, nhờ vào ưu thế giá thấp, lại là các mã tăng điểm mạnh nhất trong những phiên giao dịch đó.

Tiếp tục xu hướng mua ròng với mục tiêu nâng đỡ NAV trong các tháng trước đó, khối NĐTNN trong tháng 10 thực hiện mua ròng trên cả hai sàn với giá trị mua ròng trung bình là 78 tỷ đồng/phiên (tăng so với mức trung bình 55 tỷ đồng/phiên trong tháng 9). Nhiều NĐT đã kỳ vọng vào xu hướng nâng đỡ NAV của khối NĐTNN sẽ gián tiếp là lực đỡ cho thị trường, tuy nhiên, trên thực tế xu hướng mua ròng của khối này không còn có tác động đáng kể đến xu hướng giao dịch của NĐT trong nước.



Diễn Biến Thị Trường Tháng 10 - Nguồn: SMES

NHẬN ĐỊNH THỊ TRƯỜNG THÁNG 11

Nhìn vào thị trường cuối tháng 10 và diễn biến kinh tế vĩ mô, nhìn chung luồng thông tin tiêu cực và bi quan vẫn chiếm ưu thế trong ngắn hạn. Nếu NĐT tiếp tục chờ đợi tin tức lạc quan từ phía Ngân hàng nhà nước (NHNN) và chính phủ trong việc kiểm soát tỷ giá, lạm phát, tăng trưởng tín dụng, ... thì kỳ vọng này nhiều khả năng chỉ có thể được hiện thực hóa trong trung và dài hạn. Tuy nhiên, nếu NĐT chờ đợi cơ hội thị trường xuống sâu hơn trước khi giải ngân, bắt đáy thì khả năng này hoàn toàn bỏ ngỏ trong tháng 11; chỉ số Index có thể phải 'hy sinh' để cứu thanh khoản của thị trường. Trong chiến lược đầu tư tháng 11, chúng tôi tập trung đi sâu vào phân tích 'nút thắt' của chính sách vĩ mô hiện nay và ảnh hưởng tới thị trường chứng khoán trong ngắn hạn – đặc biệt là vấn đề tỷ giá. Do thị trường chưa xác lập xu hướng và thanh khoản thấp, NĐT nên hạn chế sử dụng đòn bẩy tài chính và đầu tư lướt sóng.

Trong báo cáo chiến lược đầu tư Tháng 11, chúng tôi tiếp tục nhận định thị trường dựa trên ba hướng tiếp cận chính: Phân tích cơ bản, phân tích dựa trên tâm lý NĐT và phân tích kỹ thuật.

Phân tích cơ bản:

Thị trường Tháng 11 nhìn chung chịu tác động của các yếu tố cơ bản sau đây:

Hướng đi nào cho tỷ giá?

Tính đến cuối tháng 10, tỷ giá USD/VND chạm ngưỡng 20,350, tức là cao hơn tỷ giá niêm yết 4.35% và chưa có dấu hiệu hạ nhiệt. Có thể nói khi những e ngại về lạm phát, tăng trưởng tín dụng và mặt bằng lãi suất gần như đã có câu trả lời cho năm 2010 thì ẩn số còn lại là NHNN sẽ xử lý như thế nào để ổn định thị trường ngoại tệ. Tại sao vấn đề tỷ giá lại ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán lớn như hiện nay:

- (i) Tỷ giá bất ổn đang là rào cản lớn đối với dòng vốn ngoại đổ vào Việt Nam, một phần trong đó có dòng tiền 'nóng' như đã được nhắc đến nhiều trong thời gian gần đây. Nếu NĐT giải ngân trước khi đồng VND được điều chỉnh giảm thì lợi nhuận sẽ bị giảm đi so với NĐT trong nước và mặt bằng Index đứng bằng mức chênh lệch tỷ giá.
- (ii) Tỷ giá USD/VND tăng mạnh sẽ tác động lớn tới chỉ số CPI do sẽ làm tăng giá các mặt hàng nhập khẩu, phần nhiều trong đó là nguyên liệu phục vụ sản xuất (~90%) và hàng hóa tiêu dùng thiết yếu (~10%). Điểm đáng chú ý là CPI 2 tháng cuối năm hiện nay được dự kiến chưa tính tới tác động của tỷ giá.
- (iii) Nếu vấn đề tỷ giá chưa được giải quyết và ổn định sớm thì cung tiền có khả năng bị giới hạn do NĐT có xu hướng giữ ngoại tệ hơn là VND, kể cả kiều hối đổ về Việt Nam cuối năm. Điều này sẽ tiếp tục tạo sức ép lên dự trữ ngoại tệ của Việt Nam.

Tuy nhiên, nếu hướng xử lý chỉ đơn thuần là điều chỉnh tỷ giá niêm yết sát với thị trường tự do mà không có những tác động tiêu cực cần cân nhắc thì chắc chắn NHNN đã thực hiện từ lâu. Mặt trái lớn nhất của việc tiếp tục phá giá VND là chi phí đối với các khoản nợ nước ngoài của Việt Nam, ước tính xấp xỉ 30 tỷ USD (cuối năm 2009 là 28 tỷ USD). Nếu phá giá 5% chẳng hạn thì khoản nợ 'bổng nhiên' tăng thêm 1.5 tỷ USD – không phải là con số nhỏ trong khi có khi chỉ cần chưa tới nửa số đó đã có thể bình ổn thị trường ngoại tệ hiện nay. Điểm mấu chốt của vấn đề này là NHNN sẽ sử dụng nguồn ngoại tệ ở đâu để can thiệp và với quy mô như thế nào? Có ba kịch bản chính:

- (i) NHNN cân đối được nguồn dự trữ ngoại tệ từ các biện pháp hạn chế nhập siêu, kích thích xuất khẩu và bơm ngoại tệ vào thị trường tự do, ổn định lại tỷ giá như thời gian trước khi vàng liên tiếp lập các kỷ lục mới.

- (ii) NHNN điều chỉnh tỷ giá một lần nửa sát tỷ giá của thị trường tự do, đưa VND về giá trị hợp lý hơn, chấm dứt căng thẳng trên thị trường ngoại tệ.
- (iii) NHNN sẽ kết hợp 2 biện pháp trên: vừa điều chỉnh nhẹ tỷ giá, vừa can thiệp bằng cách đưa thêm USD vào lưu thông, ổn định lại thị trường tiền tệ với mức tỷ giá nằm giữa mức niêm yết và mức giao dịch trên thị trường tự do hiện nay.

Trong 3 kịch bản trên, kịch bản (i) ít khả năng xảy ra nhất do nếu tính khả thi cao, NHNN đã sớm thực hiện trước khi tỷ giá liên tục ‘leo thang’ và chênh lệch gần 5% so với tỷ giá niêm yết hiện nay. Kể cả NHNN quyết tâm theo phương án này cũng sẽ mất nhiều thời gian thực hiện; thị trường do đó sẽ còn linh xình một thời gian dài nữa trước khi ổn định.

Nếu kịch bản (ii) xảy ra, lạm phát sẽ tăng đột biến trong 1-2 tháng để thể hiện mặt bằng giá mới do giá nguyên liệu và hàng tiêu dùng nhập khẩu tăng, đồng thời cung tiền có khả năng bị rút bớt. Với kịch bản này trong ngắn hạn thị trường sẽ giảm sâu về ngưỡng hỗ trợ mới trước khi phục hồi cùng chính sách tiền tệ và nền kinh tế vĩ mô ổn định hơn trong trung và dài hạn.

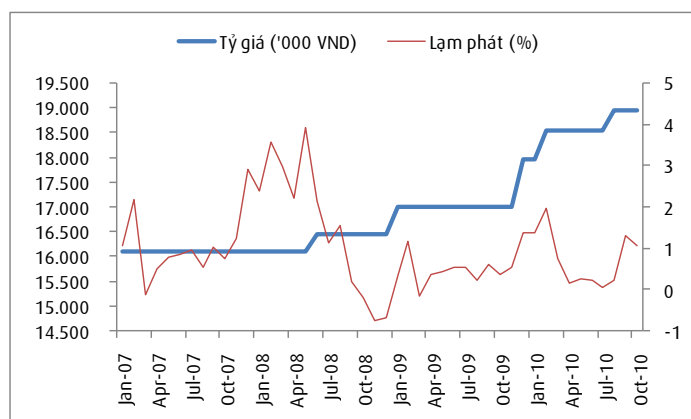
Kịch bản (iii) có khả năng là kịch bản tích cực nhất cả trong ngắn hạn và trung hạn, có thể giúp thị trường dần hồi phục mà không cần giảm sâu hơn. Ngoài việc cần sự quyết liệt của NHNN trong quá trình điều tiết nguồn ngoại tệ, kịch bản này cần được hỗ trợ thêm bởi các yếu tố tích cực bên ngoài như giá vàng ổn định quanh ngưỡng 1,300 USD/ounce, thị trường thế giới tiếp tục lạc quan, thêm nguồn vốn ngoại đổ vào thị trường thông qua các định chế tài chính, và xuất khẩu ròng tạo thặng dư lớn trong 2 tháng cuối năm.

Một phần lớn nguyên nhân dẫn đến thị trường linh xình trong thời gian dài vừa qua là chính sách tiền tệ vẫn chưa tìm được hướng đi phù hợp. Tùy theo kịch bản nào xảy ra, các yếu tố khác như CPI, tăng trưởng tín dụng, mặt bằng lãi suất và tăng trưởng GDP cũng bị ảnh hưởng trực tiếp hay gián tiếp, qua đó sẽ tác động tới thị trường chứng khoán.

CPI tháng 11, tăng trưởng tín dụng, mặt bằng lãi suất và tăng trưởng GDP

Chúng tôi nhận định các yếu tố trên trong tháng 11 nhìn chung sẽ không có bất ngờ, kể cả khi NHNN điều chỉnh chính sách tỷ giá do thị trường cần thời gian ít nhất 3-4 tuần để ‘thích nghi’. CPI tháng 11 nhiều khả năng trở về mức dưới 1.0%, tăng trưởng tín dụng ổn định và mặt bằng lãi suất giảm nhẹ sau khi lãi suất huy động giảm trung bình 0.2%. Tuy nhiên, thị trường chứng khoán vẫn chịu nhiều áp lực trong ngắn hạn:

- CPI của Việt Nam nhìn chung sẽ cao từ nay ít nhất tới tháng 3/2011 do thời gian này không chỉ rơi vào thời điểm tiêu thụ cao cuối năm mà còn chịu áp lực của tỷ giá. Kể cả khi NHNN chưa nói lỏng tỷ giá thì các doanh nghiệp phải mua ngoại tệ tăng thêm vài phần trăm trong 1 tháng trở lại. Khi hàng tồn kho cũ đã tiêu thụ hết, doanh nghiệp sẽ phải xem xét tăng giá bán để duy trì lợi nhuận.



Mối quan hệ giữa điều chỉnh tỷ giá và lạm phát – Nguồn SBV, GSO

- Tăng trưởng tín dụng của Việt Nam hiện nay đang chịu nhiều sức ép do khả năng tăng cung tiền rất rủi ro trong điều kiện lạm phát cao và VND bị mất giá nên không kỳ vọng vào đột biến ít nhất cho tới quý II/2011.
- Lãi suất huy động và cho vay của ngân hàng hiện nay đang có thêm lý do để không xuống thấp hơn khi khả năng giữ lạm phát cả năm ở mức 8.5% cũng không dễ dàng. Các ngân hàng đều muốn giữ một khoảng cách an toàn trong trường hợp lạm phát bị điều chỉnh thêm do yếu tố tỷ giá.
- Thị trường tháng 11 ít có khả năng bị ảnh hưởng bởi thông tin về tăng trưởng GDP do đang là tháng giữa quý. Theo dự kiến của chính phủ, GDP năm nay sẽ nằm trong khoảng 6.5% - 6.7%, tương đương với mục tiêu đề ra.

Với các yếu tố vĩ mô đang tác động vào thị trường chứng khoán phân tích ở trên, có thể hiểu tại sao ngay cả nhóm NĐT nước ngoài mặc dù khuyến nghị giải ngân và lạc quan về Việt Nam trong trung và dài hạn cũng hạn chế nhận định về khả năng đột biến của chính sách tiền tệ và thị trường ngắn hạn. Lý do chính không phải là thị trường đang diễn biến tiêu cực mà thị trường đang chịu áp lực lớn từ chính sách tiền tệ với nhiều rủi ro và có thể không thể giải quyết ngay được trong ngắn hạn. Ngay cả trong trường hợp xấu nhất thị trường bị 'shock' thì điểm sáng của tháng 11 có thể nâng đỡ thị trường chính là việc VN-Index đã lùi khá sâu, nhiều mã CP đã trở về vùng giá trị hấp dẫn nên khi giảm sâu hơn sẽ có lực cầu bắt đáy. NĐT có thể tham khảo bài viết "Thị trường chứng khoán Việt Nam 'rẻ' nhất khu vực?" trong phần phụ lục.

Phân tích dựa trên tâm lý NĐT:

Nhìn lại phần phân tích tâm lý NĐT trong *Chiến lược đầu tư tháng 10*, ba yếu tố chúng tôi nhận định cần thiết để hỗ trợ tâm lý NĐT đã không xảy ra, bao gồm::

- CPI tháng 10 quay trở về mức hợp lý (dưới 0.5%), giảm bớt lo ngại về lạm phát và mở ra hy vọng về khả năng giảm lãi suất, nới lỏng chính sách tiền tệ của NHNN.
- Giá vàng và tỷ giá ổn định trở lại, giảm bớt dòng tiền của NĐT sang các kênh đầu tư này; đồng thời mở ra viễn cảnh tươi sáng hơn cho nền kinh tế toàn cầu.
- Kết quả kinh doanh quý III khả quan hơn kỳ vọng của NĐT. Các doanh nghiệp lớn cho thấy khả năng hoàn thành hoặc vượt kế hoạch năm bất chấp khó khăn từ nền kinh tế vĩ mô.

Với diễn biến của kinh tế vĩ mô hiện nay, tâm lý NĐT tháng 11 chỉ có cơ hội cải thiện nếu:

- Xuất hiện tín hiệu một số quỹ đầu tư nước ngoài hoặc tập đoàn tài chính lớn đầu tư vào Việt Nam, hiện thực hóa nhận định của các quỹ đầu tư trong thời gian gần đây về độ hấp dẫn của thị trường chứng khoán trung và dài hạn.
- Kịch bản thứ (iii) của chính sách tỷ giá được phân tích ở trên xảy ra ngay trong tháng 11, cán cân thương mại có diễn biến tích cực và dự trữ ngoại tệ của Việt Nam được cải thiện.

Trong giai đoạn hiện nay, chỉ số VN-Index và HNX-Index tăng hay giảm không quan trọng bằng thanh khoản. Thanh khoản thể hiện rõ nhất tâm lý NĐT. Tâm lý NĐT chưa được cải thiện nếu thanh khoản không giữ vững ở mức tối thiểu trên 1500 tỷ.

Phân tích kỹ thuật:

Trong tháng 10, hai chỉ số VN-Index và HNX-Index dao động trong biên độ hẹp, lần lượt là 440 – 465 điểm đối với VN-Index và 110 – 125 điểm đối với HNX-Index. Khối lượng giao dịch của thị trường hiện vẫn nằm dưới kênh giảm dài hạn (được hình thành từ tháng 10/2009 cho tới nay), với diễn biến thanh khoản như hiện nay, khó có thể trông đợi vào sự bứt phá mạnh mẽ trong tháng 11.



Nguồn: S-Pro, SMES

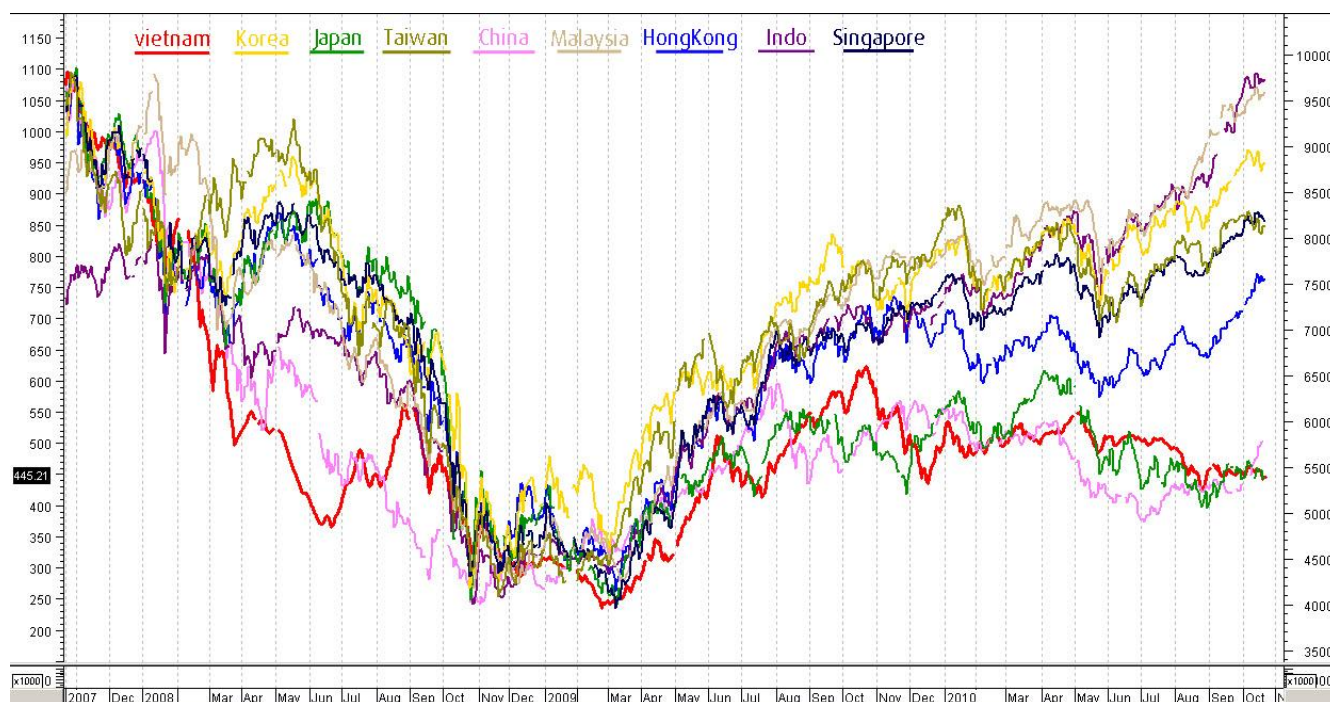
Tháng 11 sẽ là thời điểm chỉ số VN-Index tiếp cận đường kháng cự dài hạn, đây sẽ là thời điểm nhạy cảm quyết định xu hướng của thị trường trong trung và dài hạn. Hiện tại hai chỉ số VN-Index và HNX-Index đều đã nằm dưới các đường trung bình quan trọng như SMA(60), SMA(120) và SMA (200), với xu hướng thị trường trong 2 tháng qua, khả năng giảm sâu của thị trường là không cao.

Các chỉ số kỹ thuật đang giữ xu hướng đi ngang quanh các ngưỡng cân bằng, tín hiệu tích cực duy nhất đến từ xu hướng dịch chuyển của chỉ số RSI khi chỉ số này đang thu hẹp dần biên độ dao động và xu hướng hạ đỉnh của chỉ số này đã hình thành trong 2 tháng trở lại đây, đây là tín hiệu cho thấy có khả năng thị trường sẽ hình thành xu hướng rõ ràng hơn trong 2 tháng cuối năm. Chúng tôi cho rằng hai chỉ số VN-Index và HNX-Index sẽ tiếp tục dao động trong 2 kênh chính là 440 - 465 điểm đối với VN-Index và 110 - 125 điểm đối với HNX-Index, nếu xuất hiện đột biến, nhiều khả năng sẽ xảy ra tại thời điểm cuối tháng 11.

PHỤ LỤC: THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM TƯƠNG QUAN VỚI CÁC THỊ TRƯỜNG KHÁC TRONG KHU VỰC

Khu vực hồi phục mạnh, chứng khoán trong nước đi xuống

Tính đến thời điểm hiện tại, các chỉ số khu vực đều phục hồi mạnh, nhiều chỉ số đã quay trở lại hoặc gần đạt mức đỉnh của năm 2007 – 2008 trước khi khủng hoảng kinh tế xảy ra:



So sánh Vn-Index với các chỉ số khu vực khác – Nguồn Yahoo Finance, Bloomberg, SME

Năm 2010, đúng như dự đoán của các tổ chức tài chính thế giới có uy tín, khu vực Châu Á Thái Bình Dương và các thị trường mới nổi tiếp tục có bước tăng trưởng ấn tượng. Ngoài Nhật Bản đang gặp nhiều khó khăn do nền kinh tế giảm phát trong một thời gian dài, chỉ còn Trung Quốc và Việt Nam là vẫn thụt lùi khá xa so với đỉnh 2007 - 2008. Nếu so với Hàn Quốc, Singapore, Indonesia, Đài Loan, Hong Kong, ... thì VN-Index đang đi sau khoảng 30% - 40%.

Tùy theo nguồn trích dẫn và phương pháp tính, chỉ số P/E của Việt Nam tại ngưỡng VN-Index 450 điểm dao động khoảng từ 10x – 15x, tức là không thấp hơn các nước khác. Tuy nhiên, Việt Nam có một số đặc điểm khác biệt làm 'méo mó' ước tính chỉ số P/E của toàn bộ thị trường: (i) 5% các công ty có giá trị vốn hóa thị trường lớn nhất thường có chỉ số P/E rất cao so với mặt bằng chung như VCB, BVH, CTG, HAG, VIC, ... nhưng lại đóng góp lớn vào tỷ trọng VN-Index (~50%); (ii) Nhiều cổ phiếu có số lượng cổ phiếu lưu hành nhỏ giọt mặc dù quy mô vốn điều lệ lớn, do đó giữ giá rất tốt mặc dù chỉ số định giá cao. Các cổ phiếu này đều có đặc điểm là nguồn cung hạn chế nên rất dễ bị 'thao túng' giá.

Do việc pha loãng và phát hành thêm nên mặc dù Vn-Index đang cách xa so với đáy năm 2009, nhiều cổ phiếu đã trở về mức giá của giai đoạn này. Nếu bỏ qua hai yếu tố nêu trên, P/E của 80% số mã chứng khoán trên thị trường hiện nay đã lùi về ngưỡng 5x – 7x, tức là 'rẻ' hơn nhiều so với bất kỳ thị trường nào khác trong khu vực.

Đặc biệt, một số mã CP ít được chú ý thậm chí đang có tiềm năng trả cổ tức/thị giá lớn hơn lãi suất tiền gửi ngân hàng hiện nay (11%). Nếu thị trường tiếp tục đi xuống hoặc mặt bằng lãi suất giảm, số lượng mã CP thuộc nhóm này sẽ ngày càng tăng.

Kinh tế vĩ mô Việt Nam có thực sự đáng lo ngại?

Sau khi cuộc khủng hoảng nợ Châu Âu lắng dịu, thị trường thế giới nhìn chung tăng trưởng ấn tượng. Dow Jones có tháng tăng mạnh nhất từ trước đến nay và đứng vững ở ngưỡng 11,000 điểm. Các chỉ số trong khu vực Châu Á thậm chí còn tăng trưởng mạnh hơn. Việt Nam là một thị trường hiếm hoi lùi bước cả về điểm số và thanh khoản. Nguyên nhân được nhắc đến nhiều nhất là môi trường vĩ mô chưa đạt được kỳ vọng của nhà đầu tư, thông tin hỗ trợ chưa đủ mạnh để thu hút dòng tiền trở lại thị trường. Câu hỏi đặt ra là so với các nước khác trong khu vực, kinh tế vĩ mô Việt Nam có thực sự đáng lo ngại?

	Việt Nam	Hàn Quốc	Nhật Bản	Đài Loan	Trung Quốc	Malaysia	Hong Kong	Indonesia	Singapore
Tăng trưởng GDP 2010(f)	6.50%	5.20%	1.00%	5.10%	9.50%	6.80%	3.80%	5.80%	6.50%
CPI 2010(f)	8.50%	3.30%	1.20%	1.20%	2.60%	3.30%	2.70%	6.80%	2.90%
Tăng trưởng GDP thực 2010(f)	-2.00%	1.90%	-0.20%	3.90%	6.90%	3.50%	1.10%	-1.00%	3.60%
Tỷ giá so với USD (1/1/2010- 22/10/2010)	8.69%	-2.03%	-18.85%	-0.45%	-2.06%	-10.96%	-0.44%	-2.98%	-6.93%
Lãi suất cho vay	14.00%	6.80%	1.50%	3.30%	2.20%	6.30%	3.50%	6.50%	1.20%
LS Trái phiếu CP (5 năm)	11.33%	4.50%	0.29%	0.75%	6.03%	4.00%	1.50%	7.25%	1.00%
Tăng trưởng tín dụng 2010(f)	25.00%	4.70%	N/A	-0.70%	17.00%	6.00%	11.10%	8.00%	8.00%
Chính sách tiền tệ	Nới lỏng	Ổn định	Nới lỏng	Thắt chặt	Thắt chặt	Thắt chặt	Ổn định	Ổn định	Thắt chặt

So sánh thị trường Việt Nam với một số nước khác trong khu vực – Nguồn BMI, Bloomberg, HSBC

- **Chính sách tiền tệ:** Nhìn chung năm 2010 là năm các nước thực hiện định hướng thắt chặt hoặc lác quan nhất là ổn định chính sách tiền tệ do lạm phát có dấu hiệu tăng sau khi nền kinh tế hồi phục. Gần đây, Trung Quốc cũng tiến hành tăng lãi suất cơ bản sau thời gian dài không thay đổi. Do đó, với định hướng nới lỏng chính sách tiền tệ, thị trường chứng khoán trong nước đứng ra phải được hưởng lợi nhiều nhất. Ngay cả các thị trường khác đối mặt với chính sách tiền tệ thắt chặt các chỉ số chính vẫn tăng điểm. Do đó, có thể nhận thấy nới lỏng hay thắt chặt chính sách tiền tệ nếu được thực hiện tốt, ổn định tăng trưởng kinh tế vĩ mô đều có khả năng hỗ trợ thị trường tài chính một cách tích cực.
- **Tăng trưởng tín dụng:** Tính đến giữa tháng 9/2010, tăng trưởng tín dụng của Việt Nam chạm ngưỡng 18%. Với mục tiêu 25% tăng trưởng tín dụng năm 2010, Việt Nam gấp nhiều lần các nước khác trong khu vực, kể cả trừ đi yếu tố lạm phát. Ví dụ so với Indonesia, tăng trưởng tín dụng của Việt Nam cao gấp hơn 3 lần, tăng trưởng thực đều âm nhưng tính từ đầu năm đến nay thị trường chứng khoán Indonesia đi trước Việt Nam gần 20%, xấp xỉ quay trở về đỉnh năm 2007 - 2008. Như vậy, 'kỳ vọng' hay 'lo lắng' của NĐT về mức tăng trưởng tín dụng của Việt Nam ảnh hưởng đến nguồn cung tiền vào nền kinh tế và thị trường chứng khoán hiện nay dường như hơi quá nếu so với các thị trường khác.
- **Lạm phát:** Lạm phát của Việt Nam hiện nay đang thuộc loại cao nhất trong khu vực. Tuy nhiên, nếu so với lịch sử lạm phát của nước ta trong 10 năm trở lại đây, CPI 2010 chỉ ở mức trung bình. Nếu đầu tư vào các doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng trên 20%/năm thì tăng trưởng thực vẫn ở mức ấn tượng. Trong các chu kỳ tăng điểm mạnh của VN-Index trước đây, lạm phát của Việt Nam không hề thấp hơn, như vậy thị trường có phản ứng quá mạnh đối với mặt bằng chỉ số CPI hiện nay?
- **Mặt bằng lãi suất cho vay:** Mặt bằng lãi suất cho vay của Việt Nam hiện nay quá cao so với các nước khác, một phần là do lạm phát, nhưng một phần quan trọng hơn là do mức chênh lệch (spread) tạo khoảng cách quá lớn. Trong khi ngân hàng khẳng định không thể hạ lãi suất vì sẽ ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh thì vẫn có được các khoản lợi nhuận kếch xù. Nếu NHNN mạnh tay thì không có lý do gì mặt bằng lãi suất không thể giảm thêm.

Lãi suất cho vay cao ảnh hưởng như thế nào tới thị trường chứng khoán? Bỏ qua tác động tới chính sách vĩ mô, lãi suất cao sẽ ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của nhiều doanh nghiệp. Tuy nhiên, không phải doanh nghiệp nào cũng sử dụng nhiều vốn vay từ ngân hàng. Trong thời gian qua khi thị trường giảm điểm, hầu như tất cả các cổ phiếu đều đi xuống như nhau, kể các công ty ít vay vốn ngân hàng và có kết quả kinh doanh khả quan như các công ty cao su tự nhiên, công nghệ thông tin, Tâm lý phản ứng tiêu cực của NĐT do đó sẽ tạo ra nhiều cơ hội đầu tư giá trị.

- **Tỷ giá:** Trong tháng 10, thị trường ngoại tệ lại biến động mạnh, tỷ giá USD/VND một lần nữa vượt qua ngưỡng tâm lý 20,000. Ba nguyên nhân chính được sử dụng để lý giải biến động tỷ giá lần này bao gồm: (i) giá vàng thế giới tăng, giá vàng trong nước cao hơn thế giới, do đó có hiện tượng thu gom USD trên thị trường tự do để đi mua vàng lậu; (ii) các khoản vay bằng ngoại tệ đầu năm đã đến hạn trả; (iii) Việt Nam chưa thu hút được dòng tiền nóng từ nước ngoài để cân đối nguồn ngoại tệ.

Nếu đồng nội tệ mất giá ảnh hưởng tiêu cực tới thị trường chứng khoán thì tại sao thời gian qua đồng USD mất giá tương đối so với các đồng tiền chủ chốt khác, thị trường chứng khoán Mỹ vẫn tăng trong khi thâm hụt thương mại của Mỹ âm tương tự như Việt Nam? Nên coi tỷ giá là công cụ điều tiết nền kinh tế; và với tỷ giá trên thị trường tự do như hiện nay rất gần với tỷ giá được các tổ chức quốc tế đánh giá là 'cân bằng' đối với Việt Nam – mức 20,500 năm 2011¹ - thì đây có thể xem là tin tức tốt lành đối với cán cân thương mại của nước ta trung và dài hạn.

- **Dòng tiền nóng từ nước ngoài:** Một trong các lý do được nhận định là tác động tiêu cực tới thị trường chứng khoán thời gian qua là thị trường thiếu dòng tiền 'nóng' từ khối ngoại. Nếu dòng tiền nóng thực sự chỉ có ưu điểm thì tại sao gần đây hàng loạt các thị trường mới nổi như Brazil, Thái Lan, ... lại tìm cách hạn chế bằng nhiều chính sách khác nhau? Mặt khác, nếu dòng tiền nóng chưa tìm đến Việt Nam vì lý do tỷ giá thì khi tỷ giá trở lại ngưỡng cân đối hơn như đã phân tích ở trên thì dòng tiền nóng này sẽ tìm đến Việt Nam. Đây là cơ hội lớn cho thị trường chứng khoán trong thời gian tới – tất nhiên là còn phụ thuộc vào điều hành chính sách về tỷ giá của NHNN.

Lựa chọn kênh đầu tư nào?

Với tốc độ tăng trưởng tín dụng cao, dòng tiền vẫn liên tục đổ vào nền kinh tế dù là trực tiếp hay gián tiếp. Hiện nay NĐT có những sự lựa chọn nào? Vàng, ngoại tệ, Bất động sản, hay chứng khoán sẽ là kênh đầu tư hấp dẫn nhất trong năm tới?

Giả định NĐT kỳ vọng 20% lợi nhuận trong vòng 1 năm tới thì để đạt được 20% lợi nhuận NĐT có 1 số lựa chọn sau:

1. Giá vàng phải tăng từ mức 3.3 triệu/chỉ hiện nay lên 3.96 triệu/chỉ.
2. Giá USD/VND phải tăng từ mức 20,100 VND hiện nay lên 24,120. Nếu tính cả 5% lãi suất gửi tiết kiệm bằng USD thì tỷ giá cũng phải dừng ở mức 23,115.
3. Giá bất động sản phải tăng 20% trong điều kiện cơ hội lướt sóng dự án chung cư và đất nền ngày càng bị thắt chặt, thị trường địa ốc cũng đang bị đóng băng cục bộ như thị trường chứng khoán, và tốc độ hồi phục thường song song hoặc chậm hơn thị trường chứng khoán. Sử dụng 'đòn bẩy tài chính' trong lĩnh vực BĐS hiện nay cũng hạn chế tương đối sau thông tư 13.
4. VN-Index tăng lên 528 điểm

¹ Theo nhận định của Ngân hàng Credit Agricole ngày 11/10/2010

Trong 4 khả năng trên, khả năng nào cũng có cơ hội xảy ra, tuy nhiên việc giá vàng tăng lên xấp xỉ 4 triệu VND/lượng trong vòng 1 năm tới khó trở thành hiện thực khi giá thế giới đang quay trở lại ngưỡng 1300 USD/ounce. Nếu dự đoán về tỷ giá cân bằng ở ngưỡng 20,500 như nhận định của các tổ chức quốc tế thì ngưỡng 23,115 là kỳ vọng quá cao. Để đầu tư vào thị trường BĐS, NĐT cũng cần số vốn tương đối lớn trong điều kiện 'lướt sóng' bị hạn chế.

Như vậy, mặc dù hiện nay thị trường chứng khoán đang đối mặt với một số tin tức không tích cực và rủi ro trong ngắn hạn, khả năng giảm điểm vẫn tồn tại, đây vẫn là lựa chọn khả thi nhất. So sánh với các thị trường khác trong khu vực, thị trường chứng khoán Việt Nam dường như đang phản ứng quá mạnh với lo ngại về nền kinh tế vĩ mô. Chúng tôi nhận định muộn nhất là đầu năm 2011, thị trường tài chính được hứa hẹn tiềm ẩn nhiều cơ hội lớn đối với NĐT trung và dài hạn, thậm chí cả dòng tiền 'nóng'.

KHỐI PHÂN TÍCH - ĐẦU TƯ

Nguyễn Việt Hùng – Giám Đốc Khối

Lê Văn Bình – Chuyên viên phân tích

Nguyễn Tiến Đạt – Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thùy Anh – Chuyên viên phân tích

Nguyễn Quốc Duy – Chuyên viên phân tích

TRỤ SỞ CHÍNH:

310 Ngô Quyền, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84-4) 22205678 (ext: 408)

Fax: (84-4) 22205668

Email: research@sme.vn

Website: <http://www.smes.vn>

CHI NHÁNH TP. HCM:

11 Trần Quốc Thảo, Quận 3, HCM

Tel: (84-8) 310147388

Fax: (84-8) 310308707

Email: research@sme.vn

Website: <http://www.smes.vn>

** Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán SME (SMES) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong bản tin cũng có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo*

SMES có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo. Người đọc cần lưu ý rằng SMES có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán SME (SMES). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của SMES đều trái luật. Bản quyền thuộc Công ty Cổ phần Chứng khoán SME, 2011