



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TRÍ VIỆT

Địa chỉ: 168 Ngọc Khánh – Quận Ba Đình – Hà Nội. Điện thoại: 84-4-62782099. Fax: 84-4-62732058

BÁO CÁO TTCK THÁNG 8 VÀ CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ THÁNG 9

Ngày 6 tháng 9 năm 2010

Tóm Tắt Báo Cáo

PHÒNG PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

CTCP Chứng Khoán Trí Việt (TVSC)

Lầu 2, số 168 Ngọc Khánh, Ba Đình, Hà Nội

Tel : (84) 4 6273 2059

Fax : (84) 4 6273 2058

NỘI DUNG CHÍNH

- Kinh tế vĩ mô thế giới
- Kinh tế vĩ mô trong nước
- Diễn biến TTCK tháng 8
- Các yếu tố tác động tới TTCK tháng 8
- Phân tích kỹ thuật
- Chiến lược đầu tư tháng 9

Kinh tế thế giới tháng 8 đối diện với những dấu hiệu tăng trưởng chững lại đã trở nên rõ nét hơn. Trong khi đó, kinh tế trong nước vẫn có dấu hiệu tăng trưởng khá và đảm bảo được ổn định vĩ mô. Lạm phát tháng 8 tăng 0.23%, tỷ giá được NHNN phá giá thêm 2% khiến thị trường ngoại hối bớt căng thẳng, các nguồn tiền giải ngân FDI và ODA vẫn tiếp tục tăng khá, bù đắp được thặng dư cán cân thanh toán còn đang mỏng hiện nay. Tuy nhiên, thông tư 13 đang tiếp tục là trở ngại cho quá trình tăng tín dụng và giảm lãi suất.

Xu thế thị trường chứng khoán Việt Nam trong tháng 9 thiên về khả năng hồi phục do các yếu tố tâm lý và cung cầu được cải thiện. Giai đoạn đầu của quá trình hồi phục nhiều khả năng sẽ diễn ra nhanh và nóng. Sau khi mặt bằng giá các cổ phiếu đã được cải thiện sẽ diễn ra sự phân hóa giữa các cổ phiếu, các nhóm cổ phiếu theo các yếu tố cơ bản mang tính trung hạn như kỳ vọng vào kết quả lợi nhuận quý III. Chúng tôi cho rằng trong tháng 9, VNIndex có thể giao động xung quanh mức 470 điểm.

Chiến lược đầu tư trong giai đoạn đầu tháng 9 thiên về việc chọn lọc các cổ phiếu có dòng tiền và động lực phục hồi mạnh sau giai đoạn điều chỉnh quá đà. Trong phần sau của tháng 9, nhà đầu tư nên lựa chọn các cổ phiếu đầu tư trung dài hạn theo các tiêu chí cơ bản hoặc các cổ phiếu có yếu tố thời vụ trong quý 3 thuộc các ngành: Xây dựng – VLXD, Thực phẩm – đồ uống, Sách – Thiết bị giáo dục và Bất động sản.



Kinh Tế Vĩ Mô Tháng 8/2010

Kinh tế vĩ mô thế giới

Đà hồi phục kinh tế Mỹ bị đe dọa, mặc dù nguy cơ suy thoái kép chưa cao

Những thông tin bị quan từ thị trường nhà đất trong tháng 8 đã làm tăng lo ngại của giới đầu tư về khả năng suy thoái kép của nền kinh tế Mỹ. Doanh số bán nhà mới tháng 7 sụt giảm khá mạnh xuống còn 276.000 căn nhà (tính theo năm), mức thấp nhất kể từ năm 1963, trong khi doanh số bán nhà qua sử dụng chỉ đạt 3,83 triệu căn (giảm 27,2% so với tháng 6), mức thấp kỉ lục trong vòng 15 năm.

Có lẽ thị trường nhà đất là một trong những yếu tố cốt tử của nền kinh tế Mỹ. Với tỷ trọng chi tiêu của hộ gia đình chiếm đến 70% GDP, bất kỳ điều gì tác động đến chi tiêu của người dân đều có trọng lượng đáng kể đối với tăng trưởng. Với thói quen vay nợ để chi tiêu, tài sản cầm cố quan trọng nhất là nhà đất, thì một khi thị trường bất động sản sụt giảm mạnh, người dân khó có thể tiếp cận được những khoản vay để chi tiêu. Cùng với việc thắt chặt chi tiêu do ảnh hưởng từ khủng hoảng 2008-2009, nền kinh tế Mỹ hiện nay khó có khả năng trông chờ vào cầu tiêu dùng để tăng trưởng. Chi tiêu tiêu dùng cắt giảm còn khiến các hãng không thể tăng mạnh sản xuất, theo đó các hãng không mặn mà chuyển tuyển thêm lao động. Tỷ lệ thất nghiệp không được cải thiện, khiến cho chi tiêu của người tiêu dùng càng thắt chặt, và vòng xoáy nguy hiểm này có thể đẩy nền kinh tế Mỹ vào suy thoái. Bản thân các hãng cũng chưa thấy động lực nào để tăng cường sản xuất và thuê thêm nhân công, mặc dù tiếp cận được lượng vốn giá rẻ, bởi họ còn nghi ngờ triển vọng tăng trưởng kinh tế. Một vòng xoáy nữa diễn ra, kinh tế đang suy giảm, hãng không muốn gia tăng sản lượng, kinh tế càng đi xuống. Điều mà nền kinh tế Mỹ cần có hiện nay là một cú hích để các hãng hoặc người tiêu dùng tăng được niềm tin để tăng chi tiêu. Với những gì diễn ra trong khu vực tiêu dùng và sản xuất, có thể nói, đà phục hồi của kinh tế Mỹ đang bị chặn lại. GDP quý 2 tính toán lại chỉ tăng 1.6% so với 3.7% của quý 1, và so với con số 2.4% công bố cách đây 1 tháng.

Tuy nhiên nếu hiểu suy thoái kép là sự sụt giảm GDP trong vòng 2-3 quý liên tiếp sau đợt phục hồi nhẹ thì khả năng này có lẽ ít xảy ra. FED có thể có thêm lựa chọn chính sách để tác động mạnh vào nền kinh tế khi dấu hiệu suy thoái rõ hơn. Bên cạnh việc tiếp tục duy trì các mức lãi suất cơ bản ở mức thấp kỉ lục từ 0-0,25%, FED dự kiến sẽ tái đầu tư số tiền 1,300 tỷ USD thu được từ chứng khoán bảo đảm cho vay mua nhà và các khoản nợ khác vào trái phiếu chính phủ dài hạn, với mục đích kéo lãi suất dài hạn xuống thấp hơn nữa, và giữ cho vòng xoáy giảm phát không trở nên tồi tệ hơn. Dự địa cho sự mở rộng chính sách tài khóa của Mỹ, thậm chí là một gói cứu trợ lớn nữa là vẫn còn, đặc biệt trong bối cảnh lãi suất trái phiếu Mỹ đang ở mức rất thấp, chính phủ có thể vay nợ mà không cần quá lo lắng về lạm phát.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TRÍ VIỆT

Địa chỉ: 168 Ngọc Khánh – Quận Ba Đình – Hà Nội. Điện thoại: 84-4-62782099. Fax: 84-4-62732058

Tuy nhiên, biện pháp mà FED đưa ra vẫn có rủi ro nhất định. Một khoản tiền mua trái phiếu trị giá tới hơn 1000 tỷ USD chưa chắc đã giảm thêm được lãi suất xuống nữa cho người dân và các hãng chi tiêu, bởi lãi suất đã ở mức rất thấp trong thời gian quá lâu. Theo đó, Mỹ có thể đối diện với rủi ro “bẫy thanh khoản”, khi đó việc duy trì mức lãi suất thấp, cùng với các công cụ tiền tệ khác sẽ trở nên ít có tác dụng. Trong khi đó, chính sách tài khóa rõ ràng là còn dư địa, nhưng không thể mở rộng được mãi do Mỹ cũng đang phải đối diện với thâm hụt ngân sách khổng lồ.

Phần còn lại của thế giới cũng đang đối mặt với đà tăng trưởng chậm lại

Đà tăng trưởng chậm không những ở Mỹ và còn đang diễn ra ở các khu vực kinh tế khác của thế giới như Nhật, châu Âu hay Trung Quốc. Sự tăng giá liên tục của JPY trong thời gian gần đây cũng như sự phục hồi kinh tế chậm trễ của Mỹ và Eurozone đã gây ảnh hưởng không nhỏ tới sự phục hồi kinh tế của Nhật Bản, một nền kinh tế vốn dựa chủ yếu vào xuất khẩu. Báo cáo mới nhất cho thấy mức tăng trưởng trong kim ngạch xuất khẩu tháng 7 của Nhật Bản đã giảm tháng thứ 5 liên tiếp trong khi chỉ số giá tiêu dùng liên tục ở mức âm. Sự phục hồi chậm và không ổn định này có thể khiến cho Nhật Bản phải nới lỏng hơn nữa chính sách tiền tệ, và nhiều khả năng sẽ can thiệp trên thị trường ngoại hối nếu như JPY tiếp tục tăng giá. Trong khi đó, ở châu Âu, ngoại trừ Đức vẫn duy trì được mức tăng trưởng khá tốt trong quý 2, một phần nhờ đồng Euro yếu đi, phần lớn các quốc gia còn lại đang có mức tăng trưởng rất thấp hoặc âm (Tây Ban Nha 0,2%, Hy Lạp -1,5%,...), hệ quả của khủng hoảng nợ và sự thắt chặt chi tiêu mạnh của các chính phủ. Những biện pháp liên quan đến thắt chặt thị trường bất động sản gần đây cũng đã khiến cho kinh tế Trung quốc tăng trưởng chậm lại trong quý 2 cũng như tháng 7, trong khi rủi ro lạm phát đang trở nên rõ ràng khi chỉ số giá tiêu dùng tính theo năm tăng mạnh lên mức 3,3% trong tháng 8. Trước tình hình này, nhiều khả năng Trung Quốc sẽ thay đổi chính sách tiền tệ theo hướng nới lỏng dần và hạ giá đồng nhân dân tệ, bất chấp những phản ứng quyết liệt từ Mỹ.

Kinh tế vĩ mô trong nước tháng 7

Cập Nhật Chính Sách Vĩ Mô

Phá giá VND 2% nhưng rủi ro tỷ giá vẫn còn tồn tại từ nay đến cuối năm

Ngày 18/8/2010, NHNN đã quyết định điều chỉnh tỷ giá bình quân liên ngân hàng lên mức 1 USD=18932VND, tương đương với việc VND giảm giá 2%. Như vậy, trong vòng chưa đầy 1 năm NHNN đã 3 lần điều chỉnh tăng tỷ giá liên ngân hàng: (i) từ 17034 lên 17961 vào ngày 26/11/2009 (phá giá 5,16%); (ii) từ 17941 lên 18544 vào ngày 11/2/2010 (phá giá 3,3%); và từ 18544 lên 18932 vào ngày 18/8/2010. Động thái này của NHNN được hiểu là một bước đi phản ánh đúng hơn giá trị của VND và góp phần giảm căng thẳng trên thị trường ngoại hối. Theo TVSC, tiền đồng bị phá giá lần



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TRÍ VIỆT

Địa chỉ: 168 Ngọc Khánh – Quận Ba Đình – Hà Nội. Điện thoại: 84-4-62782099. Fax: 84-4-62732058

này sẽ có tác động đến nhập siêu, lạm phát, vay nợ nước ngoài nhưng với mức độ không đáng kể, ngoại trừ khiến cho quá trình giảm mặt bằng lãi suất sẽ trở nên gian nan hơn. Từ nay đến cuối năm, dự báo tỷ giá vẫn là một rủi ro bởi tiền đồng vẫn bị định giá quá cao so với giá trị thực trong bối cảnh nhập siêu sẽ còn tiếp tục căng thẳng ở những tháng cuối năm. Bên cạnh đó, đợt thay đổi tỷ giá lần này vẫn không làm thay đổi được bản chất cung cầu các dòng ngoại tệ trong nội tại nền kinh tế đã hiện diện từ quý 3, như là hệ quả của việc tăng trưởng tín dụng ngoại tệ quá nóng ở thời điểm 2 quý đầu năm (*xem thêm báo cáo chuyên đề về tỷ giá, đi kèm với Báo cáo vĩ mô tóm tắt tháng 8*).

Nghị định 71: giảm lướt sóng, tăng tính bền vững cho thị trường bất động sản

Thị trường bất động sản – một khu vực kinh tế khá nhạy cảm và quan trọng của nền kinh tế, đang gặp phải những “cú sốc” ảnh hưởng đến triển vọng ngành trong ngắn hạn. Ngoài thông tư 13 (sẽ được thực thi vào 1/10) tăng hệ số rủi ro của các khoản cho vay BĐS lên 250% khiến các dòng vốn đổ vào BĐS sẽ bị giảm sút với lãi suất cao hơn, ND 71 hướng dẫn chi tiết Luật Nhà ở thực thi từ 8/8 cũng là một động thái chính sách tác động mạnh đến thị trường trong tháng 8.

Nghị định 71 về hướng dẫn thi hành chi tiết Luật Nhà ở, thay thế cho Nghị định 90/2006 được đánh giá là một bước đi đúng đắn nhằm tăng cường tính minh bạch và hạn chế tình trạng lộn xộn hiện nay trên thị trường bất động sản, vốn liên quan nhiều đến các hoạt động đầu cơ lướt sóng. Tuy nhiên, những quy định khá chặt chẽ liên quan đến các chủ đầu tư (đặc biệt là chủ đầu tư cấp 2), cũng như các giao dịch bất động sản thông qua hợp đồng góp vốn... sẽ khiến cho thị trường BĐS sẽ có thể tiếp tục “đóng băng” trong nửa cuối năm 2010, và có thể kéo dài hết quý 1 năm 2011. Thêm vào đó, nguồn tín dụng cho bất động sản bị hạn chế do (i) tác động của Thông tư 13; (ii) sự khó giảm xuống của mặt bằng lãi suất; (iii) và việc hạ tỷ lệ cho vay BĐS xuống 30% theo quy định mới của NHNN cũng sẽ khiến cho thị trường không thể sôi động. Triển vọng không mấy sáng sủa trong ngắn hạn của thị trường BĐS cũng có thể khiến cho tình hình kinh doanh cũng như lợi nhuận của các doanh nghiệp BĐS, đặc biệt là những doanh nghiệp không có tiềm lực mạnh về tài chính, sẽ khó khăn hơn trong quý 3-4 năm 2010 (*xem thêm báo cáo chuyên đề về ND 71, đi kèm với Báo cáo vĩ mô tóm tắt tháng 8*).

Sản Lượng Công Nghiệp

Giá trị SXCN tháng 8 tăng chậm hơn so với tháng 7

Theo báo cáo của Tổng cục Thống kê, giá trị SXCN tháng 8 ước đạt 69,513 nghìn tỷ đồng (giá cố định 1994) tăng 1,6% so với tháng 7, mức thấp nhất kể từ tháng 3/2010, nhưng tăng 15,2% so với cùng kỳ năm 2009, cao hơn mức kế hoạch cả năm (kế hoạch cả năm 2010 tăng 12%). Giá trị SXCN tháng 8 đã tăng trưởng chậm lại so với tháng 7 có thể xuất phát từ việc lượng tồn kho vẫn ở mức khá cao do khó khăn trong

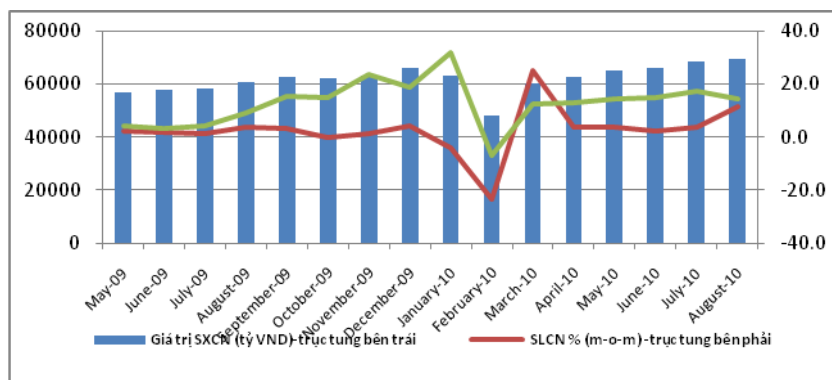


CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TRÍ VIỆT

Địa chỉ: 168 Ngọc Khánh – Quận Ba Đình – Hà Nội. Điện thoại: 84-4-62782099. Fax: 84-4-62732058

khâu tiêu thụ sản phẩm, đặc biệt trong tháng 8 (tháng 7 âm lịch). Hơn nữa, sự tăng trưởng chậm của giá trị SXCN chủ yếu là do các sản phẩm khai khoáng (chiếm tỷ trọng khá lớn trong lĩnh vực sản xuất công nghiệp) giảm như dầu thô giảm 15,5%; than đá giảm 0,2%, chứ không phải các mặt hàng sản xuất chính. Thêm vào đó, nguyên nhân dẫn đến sự giảm sút sản lượng của ngành khai khoáng không phải xuất phát từ sự giảm sút trong nhu cầu tiêu dùng và xuất khẩu, mà bắt nguồn từ giới hạn kĩ thuật (dầu thô), hoặc từ chủ trương của chính phủ (than đá). Chính vì vậy, mức tăng trưởng thấp hơn của giá trị sản xuất công nghiệp trong tháng 8 không đáng lo ngại, sự phục hồi của nền kinh tế vẫn ổn định.

Hình 1: Giá trị sản xuất công nghiệp tháng 3-8/2010



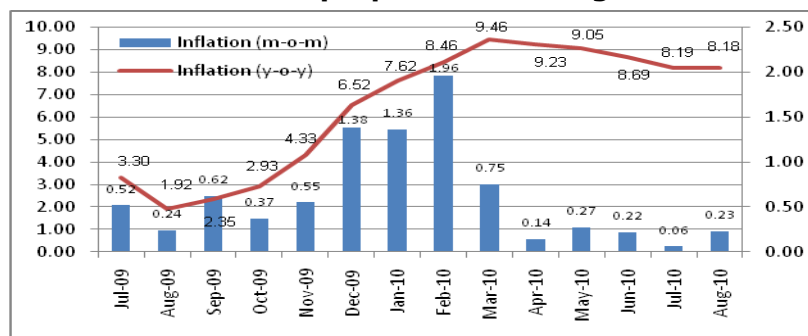
Nguồn: GSO và tính toán của TVSC

Lạm Phát

Lạm phát tháng 8 tăng 0.23% so với tháng 7

Chỉ số CPI trong tháng 8 tăng 0.23% so với tháng 7, tức tăng 8.18% so với cùng kỳ năm 2009. Tính gộp cho 8 tháng thì chỉ số CPI đã tăng 4.99%. Theo đó, dự kiến lạm phát cả năm có thể nằm ở mức kiểm soát tốt (8-8.5%), mặc dù sức ép lạm phát sẽ gia tăng nhiều hơn vào những tháng cuối năm.

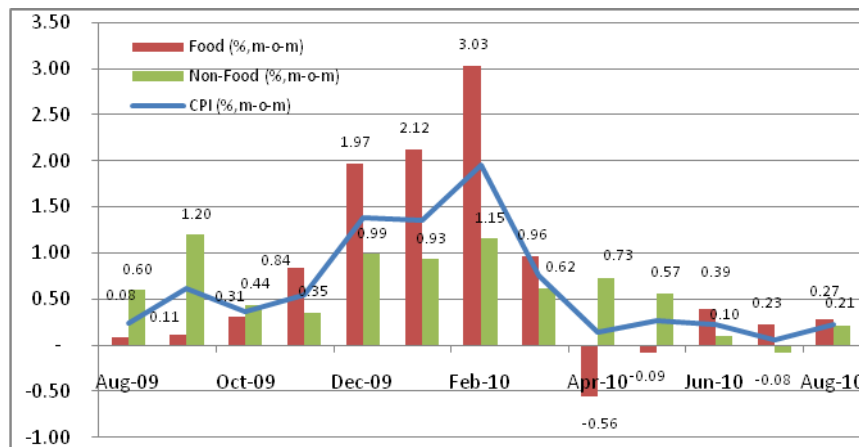
Hình 2: Diễn biến lạm phát theo tháng và theo năm



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Nhìn vào trong thành phần của rổ hàng hóa, đóng góp chính vào trong lạm phát tháng 8 vẫn là mặt hàng đồ ăn uống (trung bình đóng góp là 47.71% lạm phát theo năm), thứ 2 là nhóm nhà ở và VLXD (đóng góp 15.04%) và thứ 3 là phương tiện đi lại (đóng góp 8.6%). Trong khi đó, chỉ số giá phi lương thực tăng trở lại trong tháng 8 với mức 0.21% do các nhóm hàng giáo dục, may mặc và dược phẩm tăng trong tháng, so với mức giảm 0.08% trong tháng 7.

Hình 3: Chỉ số lạm phát lương thực và phi lương thực, (% m-o-m)



Nguồn: Tính toán của TVSC

Nguyên nhân diễn biến lạm phát trong tháng

Lạm phát trong tháng 8 tăng cao trở lại sau hai tháng có xu hướng giảm là do các nguyên nhân chính sau:

- Giá xuất khẩu gạo của Việt Nam đã tăng 2 đợt trong tháng qua, đẩy mặt hàng này tăng giá ở một số địa phương phía Nam. Đây là một trong những nguyên nhân khiến giá lương thực tăng 0,67%, ảnh hưởng lớn đến CPI tháng 8 do quyền số lớn trong giỏ hàng CPI
- Với mức tăng 0,48% của chỉ số giá USD trong kỳ báo cáo, nhóm hàng hóa có nguồn gốc nhập khẩu đã chịu áp lực lớn trong tháng này. Thực tế từ cuối tháng 7, các doanh nghiệp đã phải mua USD với mức giá cao ở thị trường tự do hoặc phải trả thêm phí cho các NHTM, kéo theo chi phí của các doanh nghiệp.
- Tháng 8 là thời gian chuẩn bị khai giảng năm học nên các mặt hàng phục vụ cho giáo dục có nhu cầu gia tăng mạnh. So với tháng trước, CPI nhóm hàng giáo dục tăng tới 1,29%, mức cao nhất so với các nhóm hàng khác.

Lạm phát tháng 9 dự báo có mức tăng 0.27-0.35%

Dự báo giá cả tháng 9 sẽ chịu tác động của các yếu tố sau:

- Giá hàng lương thực thực phẩm vẫn có thể tiếp tục xu hướng tăng, do tháng 9 đang mùa mưa bão nên mức cung thị trường nội địa không dồi dào. Trong khi đó, lượng xuất khẩu gạo vẫn tiếp tục gia tăng do các nước nhập khẩu gạo cũng đang



gặp nhiều thiên tai cần nhu cầu về gạo đột biến. Với trọng số lớn trong giỏ CPI, yếu tố này sẽ có tác động đáng kể đến lạm phát tháng 9. Cùng xu thế tăng với mặt hàng lương thực có thể là nhóm hàng ăn uống và giải trí, khi người dân có nhu cầu tiêu dùng cao hơn vào ngày lễ Độc lập được nghỉ kéo dài và ngày tết Trung thu.

- Tuy nhiên, mặc dù giá các hàng hóa cơ bản tăng như giá phôi thép và phế thép thế giới đang có xu hướng tăng sau khi giảm vào tháng 7, nhưng do cầu trong nước không tăng mạnh trong mùa mưa bão, nên giá mặt hàng nhà ở và vật liệu xây dựng sẽ không tăng đột biến. Giá dầu thế giới sẽ tiếp tục xu hướng tăng nhẹ trong tháng 9 do tăng trưởng kinh tế toàn cầu đang chững lại, cũng sẽ đóng góp vào mức tăng nhẹ của chỉ số hàng hóa phi lương thực.
- VND bị phá giá rõ ràng là sẽ có tác động đến giá hàng hóa tiêu dùng nhập khẩu và chi phí đầu vào của nền kinh tế. Tuy nhiên, động thái phá giá của NHNN cũng chỉ là hình thức khi các doanh nghiệp đã phải mua USD với mức giá cao vượt trần trong suốt tháng 8. Vì thế, tỷ giá tăng có thể đã được phản ánh trong lạm phát tháng 8 hoặc một phần trong tháng 9, theo đó, tác động sẽ không còn đáng kể ở các tháng tiếp theo.

Do đó, dự báo cả chỉ số lương thực và phi lương thực đều sẽ có xu hướng gia tăng, nhưng mức độ gia tăng giá mặt hàng ăn uống lương thực sẽ có thể mạnh hơn, theo đó, lạm phát tháng 9 sẽ tăng cao hơn mức tăng của tháng 8. Các mô hình kinh tế lượng của TVSC (mô hình ARIMA, VAR và VECM) cho thấy, tỷ lệ lạm phát tháng 9 có thể dao động từ 0.27-0.35%.

Thị Trường Tài Chính – Tiền Tệ

Thêm nhiều trở ngại đối với mặt bằng lãi suất

Sau khi đưa được mặt bằng lãi suất xuống 11-11,2%, lãi suất huy động của các NHTM trong suốt tháng 8 hầu như không có dấu hiệu tiếp tục giảm, theo đó các mức lãi suất cho vay vẫn đứng ở mức cao. Những động thái gần đây của thị trường tài chính tiền tệ cho thấy quá trình giảm lãi suất sẽ còn gặp khá nhiều khó khăn:

Thứ nhất, thị trường mở trong tháng 8 liên tiếp chứng kiến sự giảm mạnh của khối lượng giấy tờ có giá trúng thầu. Nếu như khối lượng trúng thầu trong tháng 7 đạt 218,668 tỷ đồng với lượng cung ròng 13,473 tỷ đồng ra ngoài thị trường thì tính đến thời điểm 20/8, tổng khối lượng trúng thầu chỉ là 63,824 tỷ đồng và cung ròng 3,949 tỷ đồng, bằng 30% so với tháng 7. Sự giảm xuống của khối lượng giao dịch trên TT mở trong bối cảnh NHNN vẫn phải tiếp tục tăng cung tiền qua TT mở để giảm mặt bằng lãi suất cho thấy nguyên nhân xuất phát từ phía các NHTM. Điều này gắn bó với những gì diễn ra trên TT trái phiếu chính phủ. Nếu như quý II giao dịch TPCP khá sôi động thì sang quý III và đặc biệt trong tháng 8 hoạt động này khá "trầm lắng". Lý do

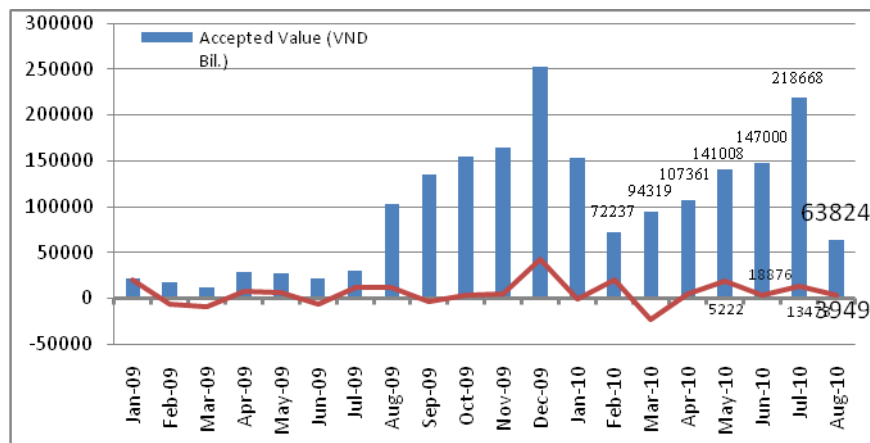


CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TRÍ VIỆT

Địa chỉ: 168 Ngọc Khánh – Quận Ba Đình – Hà Nội. Điện thoại: 84-4-62782099. Fax: 84-4-62732058

vẫn nằm ở mức lãi suất kỳ vọng của các NH cao hơn hẳn trần lãi suất huy động của trái phiếu chính phủ. Mức lãi suất trúng thầu hiện nay là 9.8% ,10.4% và 10.8% tương ứng các kỳ hạn 3 năm,5 năm và 10 năm đã không còn hấp dẫn các NHTM trong bối cảnh lạm phát năm nay có thể ở mức 8-8.5%, và kỳ vọng lạm phát gia tăng thêm sau đợt phá giá. Lượng TPCP trúng thầu quá ít rõ ràng hạn chế việc tham gia TT mở của các NHTM, và vì thế việc cung tiền trên TT mở gặp thêm nhiều khó khăn khi tính lan tỏa của nguồn vốn rẻ từ NHNN đến nền kinh tế gặp thêm “nút thắt”.

Hình 4: Khối lượng cung tiền và cung tiền ròng trên TT



Nguồn: Thomson Reuters

Thứ hai, theo thông tư 13 của NHNN, sẽ được thực thi vào ngày 1/10, tỷ lệ cấp tín dụng trên nguồn vốn huy động được quy định là 80% (đối với ngân hàng), và 85% đối với TCTD phi ngân hàng. Tuy nhiên, nguồn vốn huy động sử dụng để cho vay không bao gồm tiền gửi không kỳ hạn của tổ chức kinh tế, Kho bạc Nhà nước, bảo hiểm xã hội và các tổ chức khác, trong khi những nguồn này thường ổn định và chiếm đến 15% tổng nguồn vốn huy động của các ngân hàng. Quy định này sẽ làm giảm nguồn vốn sẵn có để cho vay, khiến cho lãi suất cho vay khó thể giảm xuống. Bên cạnh đó, việc tăng tỷ lệ an toàn vốn từ 8 lên 9% sẽ hạn chế việc cho vay của các NH đối với các khu vực có độ rủi ro cao (như chứng khoán và bất động sản – theo thông tư 13, có hệ số rủi ro tăng lên đến 250%).

Tỷ Giá và Cán Cân Thanh Toán

Tăng tỷ giá liên ngân hàng chưa thể giải quyết được vấn đề nhập siêu

Sau hơn 6 tháng neo cố định tỷ giá bình quân liên ngân hàng ở mức 1USD=18544VND, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) đã quyết định điều chỉnh tỷ giá này lên mức 1 USD=18932VND, tương đương với việc VND giảm giá 2%. Nguyên nhân chính của đợt phá giá này không phải để kiểm chế nhập siêu bởi lẽ mặc dù mức thâm hụt thương mại trong 7 tháng đầu năm tuy khá cao nhưng cũng không quá lo ngại khi các nguồn tài trợ như giải ngân FDI, FII, ODA và kiều hối vẫn tăng khá tốt.

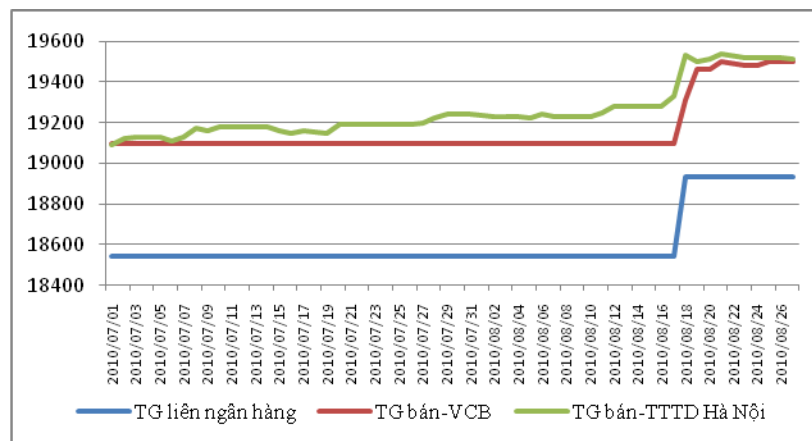


CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TRÍ VIỆT

Địa chỉ: 168 Ngọc Khánh – Quận Ba Đình – Hà Nội. Điện thoại: 84-4-62782099. Fax: 84-4-62732058

Nhập siêu mang tính cơ cấu của nền kinh tế và để giải quyết không phải chỉ từ yếu tố tỷ giá. Không những thế, các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy không có mối quan hệ rõ ràng nào về việc VND giảm giá với việc cải thiện cán cân thương mại. Nguyên nhân là do hệ số co giãn xuất khẩu và nhập khẩu của Việt Nam rất thấp, và tác động của tỷ giá VND lên giá hàng hóa xuất nhập khẩu hàng hóa có một độ trễ nhất định (3-9 tháng). Trước những diễn biến về cung cầu ngoại tệ trên thị trường tự do cũng như tại các NHTM trong thời gian gần đây, động thái điều chỉnh tỷ giá lần này của NHNN có lẽ nhằm mục đích ngắn hạn trước mắt đó là khơi thông nguồn cung ngoại tệ tại hệ thống ngân hàng từ đó góp phần giảm căng thẳng trên thị trường ngoại hối, tránh áp lực cho nguồn dự trữ ngoại hối hiện đang khá mỏng. Ngoài ra, việc điều chỉnh tỷ giá liên ngân hàng thực ra là một bước đi đưa VND về gần hơn với giá trị thực (*xem thêm báo cáo chuyên đề về tỷ giá, đi kèm với Báo cáo vĩ mô tóm tắt tháng 8*).

Hình 5: Diễn biến tỷ giá từ 1/7-27/8/2010



Nguồn: SBV và TVSC

Tỷ giá vẫn còn là rủi ro cho đến cuối năm

Mặc dù NHNN đã phá giá tiền đồng 2% vào ngày 18/8, tỷ giá vẫn còn có rất nhiều áp lực từ nay cho đến cuối năm, bởi các yếu tố gây sức ép lên cầu USD vẫn chưa có dấu hiệu mất đi. Nhập siêu sẽ thường gia tăng mạnh vào những tháng cuối năm khi nhu cầu nhập khẩu các yếu tố đầu vào và máy móc gia tăng mạnh để phục vụ nhu cầu sản xuất trong nước. Trong khi đó, áp lực hoàn trả ngoại tệ vẫn chưa chấm dứt trong 2 quý cuối năm khi dư nợ tín dụng ngoại tệ tăng rất mạnh ở quý 1 và quý 2.

Mặc dù được đánh giá là một bước đi đúng đắn và kịp thời của NHNN, nhưng mục đích khơi thông nguồn cung ngoại tệ tại các NHTM dường như chưa đạt nhiều kết quả khi trong những ngày cuối tháng 8, các NHTM đã phải tăng kịch trần biên độ và thu hẹp chênh lệch tỷ giá. Động thái này cho thấy nhiều khả năng lượng USD tại các NHTM vẫn chưa dồi dào như mong đợi. Nguyên nhân của tình trạng này là do: (i) các doanh nghiệp xuất khẩu có nguồn thu ngoại tệ không muốn bán ngoại tệ cho ngân hàng do e ngại không thể mua lại nếu có nhu cầu vào cuối năm hoặc dự đoán giá USD còn tiếp



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TRÍ VIỆT

Địa chỉ: 168 Ngọc Khánh – Quận Ba Đình – Hà Nội. Điện thoại: 84-4-62782099. Fax: 84-4-62732058

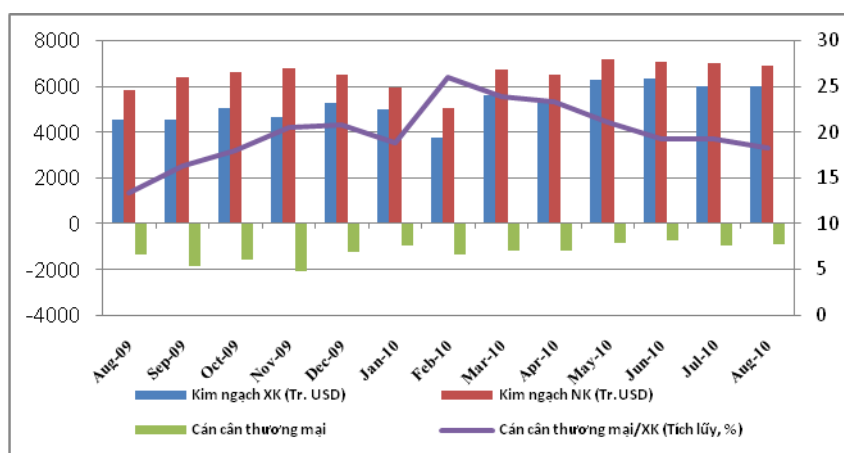
tục tăng, (ii) bên cạnh kênh chuyển tiền chính thức qua hệ thống ngân hàng, kênh chuyển tiền phi chính thức qua thị trường tự do rất phát triển. Chính vì vậy, mặc dù lượng kiều hối trong 6 tháng đầu năm ước tính khoảng 3,6 tỷ USD nhưng không hoàn toàn chuyển qua ngân hàng nên lượng cung ngoại tệ tiền mặt của ngân hàng bị hạn chế.

Như vậy có thể thấy diễn biến của tỷ giá USD sẽ còn nhiều phức tạp vào thời điểm cuối năm. Giá USD có thể sẽ không có biến động lớn nếu phần thặng dư của cán cân vốn (từ vốn FDI, FII, ODA, kiều hối) tiếp tục là nguồn tài trợ quan trọng cho cán cân thương mại. Tuy nhiên, cũng cần lưu ý rằng, kể cả trong trường hợp cán cân tổng thể thặng dư thì vấn đề tâm lý người dân và doanh nghiệp cũng có thể gây những biến động khó lường đến tỷ giá, trong bối cảnh nền kinh tế đang có mức độ đô la hóa quá cao.

Nhập siêu tháng 8 dưới mức 1 tỷ USD

Theo báo cáo mới nhất của Tổng cục Thống kê, kim ngạch xuất khẩu tháng 8 đã giảm tháng thứ hai liên tiếp khi chỉ đạt 6 tỷ USD. Tuy nhiên, nếu so với cùng kỳ năm ngoái thì mức kim ngạch xuất khẩu vẫn tăng tới 32,66%. Cùng với sự sụt giảm của xuất khẩu, kim ngạch nhập khẩu trong tháng 8 cũng giảm khoảng 1,53% so với tháng 7, nhưng vẫn tăng 18% so với cùng kỳ năm ngoái. Đây là tháng thứ 4 liên tiếp, nhập siêu của Việt Nam ở mức dưới 1 tỷ USD. Xét trong 8 tháng đầu năm 2010, tổng nhập siêu của Việt Nam ước khoảng 8,083 tỷ USD, tương đương với 18,23% kim ngạch xuất khẩu, thấp hơn con số mục tiêu của Chính phủ là 20%. Mặc dù mức nhập siêu dường như đang được kiểm soát tốt hơn, nhưng sự giảm sút của kim ngạch xuất khẩu trong những tháng gần đây có thể là một điểm lo ngại. Việc VND giảm giá 2% vào ngày 18/8 có thể đem lại nhiều hi vọng vào khả năng xuất khẩu sẽ được cải thiện hơn trong tháng 9 cũng như quý 4 năm 2010.

Hình 6: Tình hình XNK của Việt Nam 8/2009-8/2010



Nguồn: GSO và tính toán của TVSC



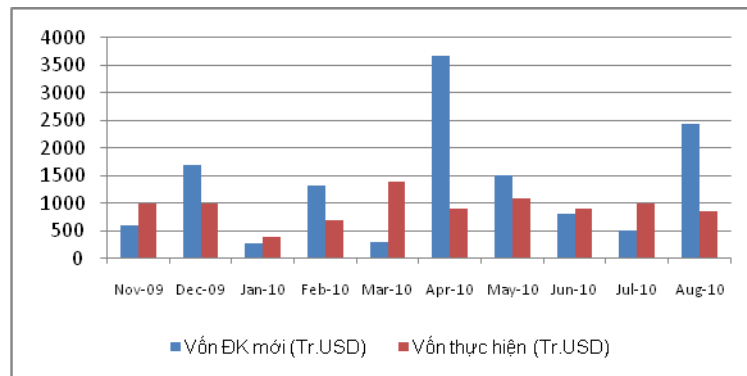
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TRÍ VIỆT

Địa chỉ: 168 Ngọc Khánh – Quận Ba Đình – Hà Nội. Điện thoại: 84-4-62782099. Fax: 84-4-62732058

Cán cân vốn vắn tài trợ ổn thỏa cho thâm hụt thương mại

Theo báo cáo của Tổng cục Thống kê, tính đến ngày 20/8, Việt nam đã thu hút thêm được 125 dự án đăng kí mới với tổng số vốn đăng kí mới đạt 2,447 tỷ USD. Như vậy, tính trong 8 tháng đầu năm số dự án mới giảm 10% nhưng số vốn đăng kí mới tăng tới 41% so với cùng kì năm 2009. Số dự án và vốn tăng thêm vẫn chảy khá chậm khi chỉ có 6 dự án với số vốn 72 triệu trong tháng 8 này. Lượng vốn giải ngân từ nhà đầu tư trong nước và nước ngoài vẫn tiếp tục là điểm sáng khi có khoảng 850 triệu USD được thực hiện trong tháng này, đưa tổng số vốn FDI thực hiện trong 8 tháng đầu năm lên tới 7,25 tỷ. Như vậy, luồng vốn FDI thực hiện vẫn đang là nguồn tài trợ khá tốt cho thâm hụt thương mại của Việt Nam.

Hình 7: Vốn FDI đăng kí mới và thực hiện từ 11/2009-8/2010



Nguồn: GSO

Lượng vốn FDI giải ngân trong tháng 9 và quý 4 có thể tiếp tục ổn định và tăng cao hơn so với các tháng đầu năm do các yếu tố kinh tế vĩ mô căn bản trong đó có tăng trưởng GDP, tăng trưởng xuất nhập khẩu được dự báo khá lạc quan (đây là những nhân tố rất quan trọng trong việc thu hút vốn FDI). Ngoài ra, động thái giảm giá VND 2% của NHNN cũng là một trong những nhân tố khuyến khích các nhà đầu tư giải ngân do được lợi về mặt tỷ giá. Tuy nhiên, nếu những nỗi lo về suy thoái kéo dài của kinh tế thế giới trở thành hiện thực thì lượng vốn FDI giải ngân cũng có thể bị tác động đáng kể do tình hình tài chính của các chủ đầu tư không được thuận lợi.

Cùng với giải ngân vốn đầu tư trực tiếp, luồng vốn ODA được coi là một nguồn tài trợ khá quan trọng nhằm tài trợ cho sự thâm hụt của cán cân thương mại. Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, trong 8 tháng đầu năm 2010, giải ngân ODA ước đạt 1,81 tỷ USD, tăng 13,5% so với cùng kì năm ngoái và bằng 74,5% kế hoạch cả năm. Như vậy, mặc dù trong các tháng cuối năm tình hình nhập siêu có thể gia tăng nhưng các nguồn tài trợ cho mức thâm hụt này bao gồm giải ngân FDI, ODA, kiều hối có khả năng tăng ổn định nên cán cân thanh toán của Việt Nam có thể duy trì mức thặng dư giống như 2 quý đầu năm. Điều này có thể giảm bớt áp lực tới tỷ giá hối đoái và nguồn dự trữ ngoại hối vốn khá mỏng hiện nay.



Tóm Tắt Báo Cáo và Vấn Đề Vĩ Mô Tháng 9

Sau khi đạt mức tăng trưởng khá tốt trong quý 1, đà hồi phục của kinh tế thế giới hiện đang khá mong manh. Tăng trưởng quý 2 của Mỹ chỉ là 1.6%, so với 3.7% trong quý 1, trong khi thị trường nhà đất sụt giảm nghiêm trọng. Nhật Bản đối diện với giảm phát kéo dài, xuất khẩu giảm mạnh do đồng Yên tăng giá. Phần lớn các nước châu Âu đang vật lộn với thắt chặt chi tiêu, trong khi tăng trưởng của Trung Quốc chậm lại do những biện pháp chống “bong bóng” bất động sản.

Kinh tế trong nước vẫn có dấu hiệu tăng trưởng khá, khi giá trị SXCN tháng 8 tăng 15.2% so với cùng kỳ năm ngoái. Mặc dù mức tăng trưởng chậm hơn so với tháng 7 nhưng không đáng lo ngại do các sản phẩm sụt giảm về sản lượng chủ yếu thuộc ngành khai khoáng chứ không phải các mặt hàng sản xuất chủ yếu. Lạm phát tháng 8 tăng 0.23% (tức tăng 8.18% so với cùng kỳ năm ngoái), chấm dứt chuỗi 2 tháng lạm phát giảm liên tục, chủ yếu do giá mặt hàng liên quan đến giáo dục và lương thực gia tăng. Trong khi đó, lãi suất thị trường hầu như chưa có dấu hiệu tiếp tục giảm xuống, tăng trưởng tín dụng vì thế chưa có dấu hiệu sẽ tăng mạnh. Tỷ giá USD trở nên căng thẳng trong tháng và dẫn đến việc NHNN phá giá 2% tiền đồng vào 18/8. Thâm hụt thương mại tháng 8 dưới 1 tỷ USD, khiến nhập siêu tính gộp trong 8 tháng là hơn 8 tỷ, chiếm 18.23% kim ngạch xuất khẩu. Các khoản FDI và ODA giải ngân vẫn tiếp tục tăng trưởng tốt, tài trợ ổn thỏa cho cán cân thương mại, mặc dù thặng dư cán cân thanh toán vẫn còn khá mỏng.

Trong tháng 9, dự kiến lạm phát sẽ tăng chủ yếu do nhóm hàng lương thực và ăn uống. Các mô hình dự báo của TVSC cho thấy lạm phát tháng 9 có thể ở mức 0.27-0.35%. Lãi suất tiếp tục khó giảm xuống do đang gặp thêm một số “nút thắt” trên TT mở, TT trái phiếu chính phủ và thông tư 13 (sẽ được thực thi vào 1/10). Mặc dù phá giá tiền đồng được đánh giá là một bước đi đúng đắn của NHNN, nhưng sức ép tỷ giá sẽ tiếp tục gia tăng từ nay cho đến cuối năm, cùng với áp lực nhập siêu.

Với việc đi trước một bước việc tăng tỷ giá, chính sách tiền tệ sẽ rảnh rang hơn để nới lỏng hơn nữa nhằm mục tiêu hạ mặt bằng lãi suất. Tuy nhiên, thông tư 13 hiện đang cản trở quá trình giảm lãi suất và tăng tín dụng cho nền kinh tế, mặc dù về dài hạn đảm bảo được tính an toàn cho hệ thống. Dưới sức ép đến từ thị trường, NHNN có thể sẽ nới lỏng một số quy định trong Thông tư, nhằm giúp cho thị trường vượt qua khó khăn kéo dài.



TÓM TẮT DIỄN BIẾN TTCK THÁNG 8

TTCK Việt Nam bước vào tháng 8 vốn không nhận được nhiều kỳ vọng do thiếu các thông tin vĩ mô hỗ trợ đủ mạnh, cán cân cung cầu có xu hướng nghiêng về phía nguồn cung, các tác động tâm lý tiêu cực từ vụ việc tái cơ cấu tập đoàn Vinashin và tâm lý nhà đầu tư ở trạng thái không hưng phấn sau giai đoạn đi ngang kết hợp suy giảm kéo dài. Trên thực tế, tháng 8 đã trở thành tháng “tồi tệ” nhất của TTCK Việt Nam kể từ đầu năm 2010: VNIndex giảm 7,8% , HNX Index giảm 16,4%.

VNIndex đã khởi đầu tháng 8 với động lực yếu ở dưới mức 500 điểm, trong khi vùng 480 – 490 được coi là hỗ trợ tương đối vững chắc. Kỳ vọng vào một sự khởi sắc của TTCK nhờ vào chính sách tăng trưởng tín dụng trong 6 tháng cuối năm đã tạo nên một lượng lớn cổ phiếu được tích lũy trong vòng 3 tháng đi ngang 480 – 515 của VNIndex từ tháng 5 tới đầu tháng 8. Đòn bẩy tài chính được các nhà đầu tư sử dụng tương đối mạnh trong giai đoạn thị trường đi ngang được coi là ít rủi ro. Tuy vậy, điểm “đứt gãy” của thị trường thực sự xuất hiện vào ngày 9/8 khi VNIndex giảm 10,08 điểm (%), chính thức phá vỡ xu thế sideways có hỗ trợ 480 điểm. Việc ngưỡng hỗ trợ quan trọng bị phá vỡ đã gây nên một làn sóng bán “giải chấp” cổ phiếu từ các CTCK đẩy VNIndex xuống mức 440 điểm. VNIndex đã có một sự phục hồi ngắn ngủi lên sát mức 465 điểm, trước khi bị đẩy trở lại xu thế suy giảm khi thông tin tăng tỷ giá USD/VND thêm 2,1% được chính thức đưa ra (17/8). Việc bán giải chấp cổ phiếu đã tạo nên một hiệu ứng “hòn tuyết lăn” điển hình trên TTCK kéo theo các nhà đầu tư khác bán tháo cổ phiếu do hoảng loạn. Mức thấp nhất trong suốt 13 tháng (kể từ tháng 7/2009) đã được thiết lập vào ngày 25/8/2010 tại 421.3 điểm. VNIndex khép lại tháng 8 với dấu hiệu hồi phục lên trên mức 455 điểm trước kỳ nghỉ lễ 2/9.

Chúng tôi xin điểm lại một số nhân tố tác động tới diễn biến của thị trường trong tháng 8:

i. Nhóm nguyên nhân chính sách:

- a. **Thông tư 13:** Mặc dù thông tư 13/2010/TT-NHNN ra đời với mục đích xây dựng những nền tảng cho hoạt động an toàn của hệ thống ngân hàng dần thích ứng các chuẩn mực quốc tế nhưng một số các quy định trong thông tư như giới hạn chặt chẽ việc tham gia vào các hoạt động kinh doanh chứng khoán và bất động sản của các ngân hàng thương mại thông qua nâng trọng số rủi ro cho các khoản vay trong hai lĩnh vực này lên đến 250%; nâng tỷ lệ an toàn vốn (CAR) của các ngân hàng từ 8% lên 9%; quy định về tỷ lệ tối đa nguồn vốn huy động được sử dụng để cấp tín



dụng nhằm quản lý tính thanh khoản, khả năng chi trả của các ngân hàng...được cho là sẽ hạn chế dòng tiền tiềm năng vào TTCK, đồng thời làm tăng lượng cung trên thị trường do hoạt động cơ cấu danh mục đầu tư của các ngân hàng. Thời điểm chính thức áp dụng thông tư 13 (1/10/2010) được cho là khá gấp gáp so với khả năng đáp ứng các quy định của nhiều ngân hàng thương mại.

- b. Quyết định điều chỉnh nâng tỷ giá USD/VND thêm 2.1%:** TTCK trong nước khá nhạy cảm với các diễn biến về tỷ giá USD/VND. Thông thường, các đợt tăng giá của USD đối với VND dù là sốt cục bộ trên thị trường tự do hoặc quyết định nổi tỷ giá chính thức của Ngân hàng Nhà nước đều dẫn đến sự phản ứng tiêu cực ở các mức độ khác nhau của thị trường. Quyết định nâng tỷ giá USD/VND thêm 2,1% từ 18,544 lên 18,932, áp dụng từ ngày 18/08/2010, cũng không nằm ngoài quy luật này mặc dù được đánh giá là một động thái khôn ngoan và linh hoạt của ngân hàng Nhà nước trong việc ổn định thị trường ngoại hối tự do, giảm tâm lý đầu cơ tích trữ USD.
- c. Nghị định 71 trong lĩnh vực Bất động sản:** Nghị định 71/2010/NĐ-CP quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành Luật Nhà ở chính thức có hiệu lực từ ngày 8/8 góp phần tăng thêm sự “ảm đạm” của thị trường BĐS trong ngắn hạn. Diễn biến suy giảm giá của một số cổ phiếu BĐS chủ chốt trên thị trường trong thời gian qua được cho là có chịu sự ảnh hưởng tâm lý từ nghị định số 71 và thông tư số 13.

ii. Nhóm nguyên nhân nội tại:

- a. Yếu tố tâm lý:** Yếu tố tâm lý vẫn đóng một vai trò rất quan trọng đối với diễn biến của một TTCK mới nổi như Việt Nam. Chúng tôi nhận thấy biểu đồ tâm lý của nhà đầu tư đã có một quá trình chuyển biến theo hướng tiêu cực trong suốt thời gian vừa qua. Các kỳ vọng không được đáp ứng về sự khởi sắc của thị trường do cởi mở tín dụng, kết quả kinh doanh quý 2, thị trường chứng khoán thế giới hồi phục...đã dẫn tới sự chán nản và tâm lý sức ỳ vào thời điểm cuối tháng 7 và đầu tháng 8. Trạng thái tâm lý này nhanh chóng chuyển thành suy sụp khi xuất hiện điểm “đứt gãy” do VNIndex đánh mất hỗ trợ quan trọng 480 điểm. Thông tin tăng tỷ giá USD/VND, một động thái được nhiều nhà phân tích kinh tế cho là có lợi cho nền kinh tế về mặt trung dài hạn, được tung ra khá bất ngờ vào thời điểm nhà đầu tư đang có tâm lý rất xấu đã có tác dụng ngược là làm trầm trọng hơn tình trạng suy sụp tâm lý. Một tình trạng tâm lý hoảng loạn và tuyệt vọng đã xuất hiện trong đợt bán tháo và giải chấp cổ phiếu lần 2 kể từ mốc 465 xuống mức 421. Đợt hồi phục đang diễn ra vào cuối tháng 8 có thể đã cho thấy các nhà đầu tư trên thị



trường phần nào đã thoát khỏi điểm bi quan nhất trên biểu đồ tâm lý. Tuy vậy điều này chưa đủ để đảm bảo 421 là mức đáy thấp nhất của đợt điều chỉnh nghiêm trọng này.

- b. **Giải chấp khi thị trường suy giảm mạnh – Hiệu ứng “hòn tuyết lăn”:** Đòn bẩy tài chính trong thời gian gần đây được nhiều CTCK sử dụng và được coi là một công cụ cạnh tranh có hiệu quả cao để thu hút các nhà đầu tư ngắn hạn. Tuy vậy mặt trái của đòn bẩy tài chính cũng đã góp phần không nhỏ dẫn đến sự suy sụp nhanh chóng của thị trường. Kết hợp giữa việc “giải chấp” các tài khoản chạm mức margin call, tâm lý bầy đàn của nhà đầu tư và vỡ bong bóng giá các cổ phiếu đầu cơ đã tạo nên một hiệu ứng “hòn tuyết lăn” trên toàn bộ thị trường. Hiệu ứng giảm giá có tác động lây lan rất nhanh chóng từ khu vực cổ phiếu vừa và nhỏ sang khu vực các cổ phiếu blue-chip (đặc biệt nhóm các cổ phiếu blue-chip có beta cao như ngành bất động sản, tài chính chứng khoán, có liên quan tới đầu tư tài chính).
- c. **Vỡ bong bóng cổ phiếu đầu cơ, vừa và nhỏ:** Trào lưu đầu tư các cổ phiếu vừa và nhỏ đã có dấu hiệu đạt đỉnh và thoái trào từ cuối tháng 6/2010. Lý do để dòng tiền thông minh dần thoát khỏi các cổ phiếu vừa và nhỏ bao gồm: mức P/E bình quân của nhóm này đã cao hơn gấp đôi so với nhóm blue-chip (22 so với 10,5); mức độ tăng quá mạnh từ 50 – 300% theo mô hình parabol trong thời gian khoảng 3 tháng; kỳ vọng thị trường chứng khoán khởi sắc nhờ động lực của nhóm cổ phiếu lớn đã tích lũy kéo dài. Việc bong bóng này xì hơi đã được nhận biết với sự phân phối tại vùng đỉnh trong suốt tháng 7 và thực sự “vỡ” trong giai đoạn giải chấp xảy ra kèm theo tâm lý bán tháo bầy đàn chi phối thị trường. Một yếu tố cuối cùng được đề cập tuy không kém phần quan trọng là tính minh bạch kém trong công bố thông tin của nhiều cổ phiếu penny đã gây mất lòng tin nghiêm trọng của nhà đầu tư cá nhân khi giá cổ phiếu liên tục tăng hoặc giảm mà không rõ nguyên nhân.

CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG TỚI TTCK TRONG THÁNG 8

Theo chúng tôi, một số yếu tố chủ đạo sau đây sẽ tác động tới xu hướng của thị trường chứng khoán Việt Nam trong tháng 9:

- i. **Động lực mua vào khi giá cổ phiếu nằm trong vùng hấp dẫn cho đầu tư trung dài hạn:**

Thống kê của chúng tôi cho thấy mặt bằng giá của các cổ phiếu ở thời điểm hiện tại tính theo các chỉ số cơ bản như P/E, P/BV bình quân toàn thị trường đã tiến gần tương đương với mức đáy 235 trong năm 2009. Cụ thể, mức P/E bình quân của thị trường



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TRÍ VIỆT

Địa chỉ: 168 Ngọc Khánh – Quận Ba Đình – Hà Nội. Điện thoại: 84-4-62782099. Fax: 84-4-62732058

(trailing P/E tới hết quý 2/2010) tính tại ngày 27/8/2010 là 9,2 lần – cao hơn khoảng 7% so với con số tại đáy khủng hoảng 235 điểm (tháng 3/2009) là 8,5 lần. P/BV bình quân thị trường hiện tại là 1,7 lần, cao hơn khoảng 30% so với mức 1,2 lần tại thời điểm đáy 235. Ngoài ra chúng tôi đánh giá ngay cả khi trường hợp xấu xảy ra là kinh tế thế giới rơi vào suy thoái kép và kinh tế trong nước chịu ảnh hưởng thì mức độ ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận của doanh nghiệp niêm yết sẽ cũng không nghiêm trọng như thời kỳ cuối năm 2008 và 2009. Các doanh nghiệp sản xuất đã có kinh nghiệm hơn để kiểm soát hàng tồn kho khi giá đầu vào biến động mạnh. Sẽ không có nhiều DN niêm yết có mức lỗ hoạt động đầu tư tài chính lớn như trong năm 2008 dẫn đến hiện tượng giá cổ phiếu tuột dốc không phanh.

ii. Tương quan cung cầu sẽ biến động theo hướng giảm bớt sự chênh lệch:

Mặc dù chưa có dấu hiệu nguồn cung sẽ mất đi ưu thế nhưng chênh lệch cán cân cung cầu trong ngắn hạn được kỳ vọng sẽ cải thiện theo hướng có lợi cho cầu. Về phía cầu, mặt bằng giá cổ phiếu hấp dẫn sẽ thu hút một lượng tiền tương đối lớn từ các nhà đầu tư dài hạn, trong đó khối đầu tư nước ngoài đóng một vai trò quan trọng. Ngoài ra, cầu còn được bổ sung từ các nguồn khác như công ty niêm yết công bố mua cổ phiếu quỹ (DPM, DIG, NTL, VSH, POM, PPC...) hay tiền tái đầu tư từ việc hưởng cổ tức tiền mặt (ước tính lượng cổ tức tiền mặt khoảng trên 3.000 tỷ đồng). Về phía cung, thị trường chứng khoán diễn biến không thuận lợi cũng khiến nhiều doanh nghiệp hoãn kế hoạch niêm yết hoặc phát hành cổ phiếu. Số doanh nghiệp niêm yết mới trong tháng 8 chỉ đạt 13 doanh nghiệp, ít thứ hai trong các tháng kể từ tháng 1 (nhiều hơn tháng 2 có 10 doanh nghiệp niêm yết nhưng trùng với Tết nguyên đán). Một số doanh nghiệp xin ý kiến cổ đông hủy kế hoạch phát hành thêm như LCG, PNJ...

iii. Kỳ vọng vào sóng báo cáo tài chính quý III:

Báo cáo tài chính quý III sẽ cho thấy rõ nét khả năng lợi nhuận cả năm của doanh nghiệp. Do vậy, đây là kỳ báo cáo tài chính được thị trường trông đợi chỉ sau báo cáo quý IV. Trong quý III, một số ngành nghề được thuận lợi từ yếu tố thời vụ kinh doanh và có thể ghi nhận lợi nhuận đột biến như bất động sản, vật liệu xây dựng – xây dựng cơ bản, thực phẩm đồ uống (bánh kẹo, nước giải khát, sữa, mía đường), sách và thiết bị giáo dục...Yếu tố kết quả kinh doanh quý III có khả năng sẽ có ảnh hưởng từ nửa cuối tháng 9, tạo nên sự phân hóa cổ phiếu và các sóng tăng cục bộ theo một số nhóm ngành nghề.

iv. Khả năng sửa đổi hoặc lùi thời hạn áp dụng thông tư 13:



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TRÍ VIỆT

Địa chỉ: 168 Ngọc Khánh – Quận Ba Đình – Hà Nội. Điện thoại: 84-4-62782099. Fax: 84-4-62732058

Chúng tôi đánh giá đây là yếu tố có tác động mạnh nhất tới xu hướng hồi phục hoặc tiếp tục suy giảm của thị trường trong tháng 9. Theo chúng tôi, các nội dung cơ bản nhất của TT13 nhiều khả năng sẽ không có thay đổi để giữ nguyên tinh thần chủ đạo của thông tư là nhằm đảm bảo an toàn cho hoạt động kinh doanh và cho hệ thống ngân hàng; tạo tiền đề để hệ thống NH Việt Nam thực hiện lộ trình cam kết gia nhập WTO về mở cửa thị trường tài chính. Các nội dung sửa đổi, nếu có, sẽ chủ yếu mang tính kỹ thuật, chi tiết hóa để phù hợp với “mặt bằng” của các tổ chức ngân hàng tại Việt Nam. Việc gia hạn thời điểm thực hiện TT13 sẽ không kéo dài do quyết tâm của Ngân hàng Nhà nước trong việc thực hiện đúng các lộ trình đã đề ra. Nhìn chung, chúng tôi nghiêng về khả năng thông tư 13 có thể được sửa đổi và giãn thời gian thực hiện, qua đó tạo nên một sự hồi phục nhất định cho thị trường về mức giá trị hợp lý.

Xu thế thị trường chứng khoán Việt Nam trong tháng 9 thiên về khả năng hồi phục do các yếu tố tâm lý và cung cầu được cải thiện. Sau một giai đoạn điều chỉnh quá đà, mặt bằng giá cổ phiếu đã xuống tới mức rất hấp dẫn cho đầu tư trung và dài hạn. Giai đoạn đầu của quá trình hồi phục nhiều khả năng sẽ diễn ra nhanh và nóng. Sau đó khi mặt bằng giá các cổ phiếu đã được cải thiện sẽ diễn ra sự phân hóa giữa các cổ phiếu, các nhóm cổ phiếu theo các yếu tố cơ bản mang tính trung hạn như kỳ vọng vào kết quả lợi nhuận quý III.



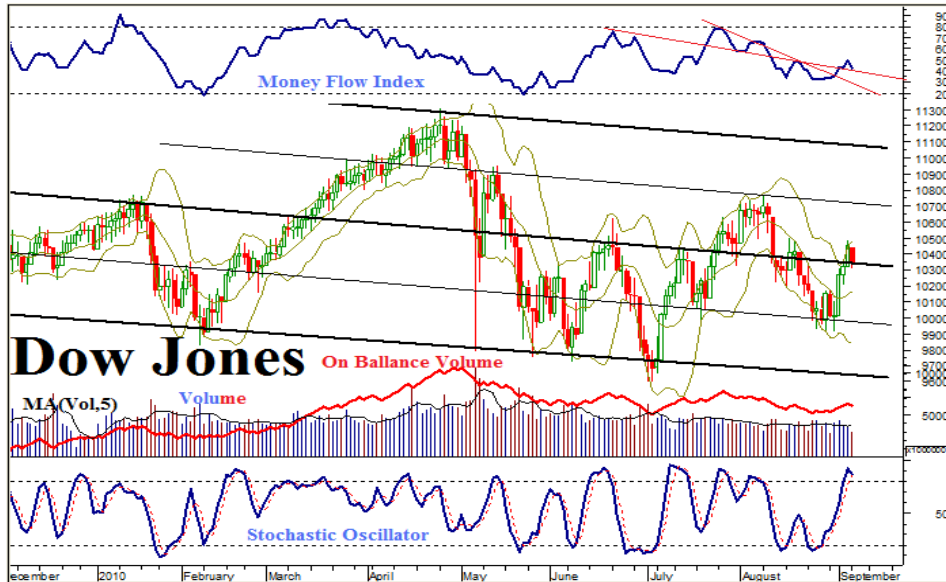
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TRÍ VIỆT

Địa chỉ: 168 Ngọc Khánh – Quận Ba Đình – Hà Nội. Điện thoại: 84-4-62782099. Fax: 84-4-62732058

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

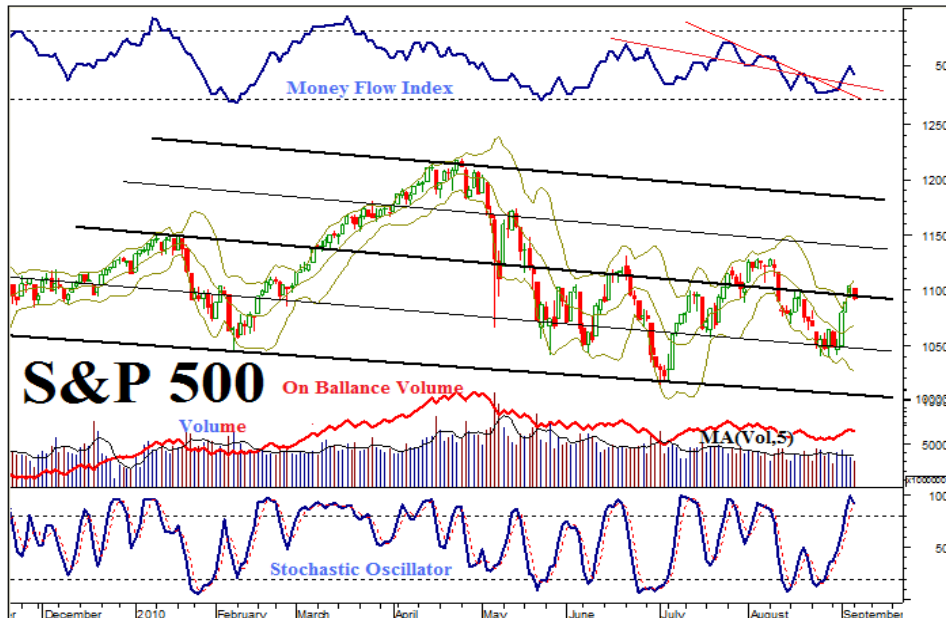
Thị trường chứng khoán Mỹ:

Dow Jones dao động trong vùng 10.000-10.700 trong 2 tháng qua



Trong 3 tháng qua, sau khi kết thúc điều chỉnh cho đợt tăng giá kéo dài trong năm 2009 sang 4 tháng đầu năm 2010, TTCK Mỹ chủ yếu dao động ngang và việc tạo ra đột biến là thực sự khó khăn khi các nhà đầu tư chưa nhìn thấy sự cải thiện đáng kể trong kinh tế Mỹ.

S&P 500 dao động trong vùng 1.050-1.150 trong 2 tháng qua



Dow Jones chủ yếu dao động quanh 10.300-10.400 trong phạm vi 10.000-10.700 trong suốt thời gian dài và ở thời điểm hiện tại đang ở ngay chính trung tâm của vùng dao động này.

Một tình huống tương tự cũng đến với S&P 500 với vùng dao động 1.050-1.150 điểm.

Việc có cơ hội tăng hay giảm của các chỉ số chứng khoán Mỹ ra khỏi vùng dao động mặc định trong thời điểm hiện tại là chưa được nhìn thấy các tín hiệu và có lẽ trong suốt tháng 9/2010 tình trạng này sẽ còn tiếp tục.

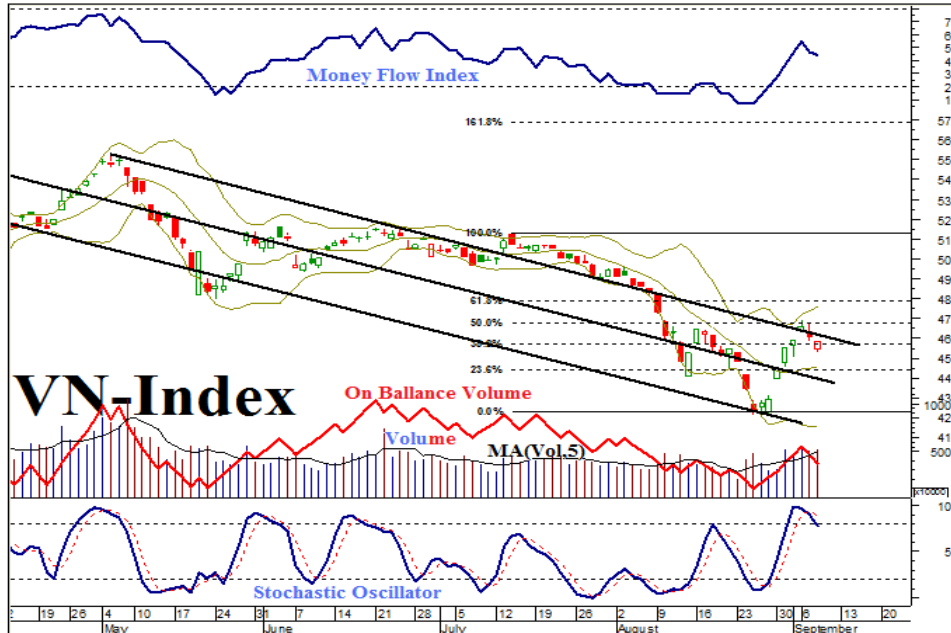


CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TRÍ VIỆT

Địa chỉ: 168 Ngọc Khánh – Quận Ba Đình – Hà Nội. Điện thoại: 84-4-62782099. Fax: 84-4-62732058

Thị trường chứng khoán Việt Nam:

Đồ thị ngày theo dõi những biến trong ngắn hạn của VN-Index



Đồ thị ngày theo dõi những biến trong ngắn hạn của HNX-Index



Một chu kỳ tăng giá sau giải chấp trong những năm qua có xu hướng sống tăng ngắn với một đoạn nghỉ ở giữa và gap tăng 50 điểm của VN-Index là thường thấy trong những tháng gần đây. Áp dụng những đặc tính này, từ việc VN-Index tạo đáy 421,3 tạo ra cuối tháng 8, có thể kỳ vọng mục tiêu cao nhất cho chu kỳ phục hồi

Tín hiệu dừng giảm của các Blue-Chips như STB, DPM, MSN,..., VN-Index chuyển dần sang đi ngang trong 3 phiên 25/8-27/8/2010 và sau đó là sự tăng giá trở lại của những cổ phiếu giảm mạnh nhất trong đợt điều chỉnh trước như VES, TNG đã trở nên rõ ràng, mở ra một đợt tăng giá mới.

Các cổ phiếu giảm mạnh nhất trong suốt tháng 8 chuyển sang tăng mạnh nhất đầu tháng 9 như PVA, PVC, SJS, TNG, VES,... khiến chúng tôi nghĩ rằng nửa đầu tháng 9 là một chu kỳ tăng phục hồi sau giải chấp. Trong trường hợp này chính các cổ phiếu như PVA, SJS, PVC, TNG, VES,... là động lực chính cho sự tăng giá.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TRÍ VIỆT

Địa chỉ: 168 Ngọc Khánh – Quận Ba Đình – Hà Nội. Điện thoại: 84-4-62782099. Fax: 84-4-62732058

sau giải chấp trong tháng 9 là 500 điểm với trạm nghỉ dừng chân để tích lũy ở giữa là vùng 450-470. Tuy vậy, chúng tôi dành xác suất nhiều hơn cho kịch bản 1 mang tính thận trọng:

Các kịch bản cho tháng 9:

- **Kịch bản 1 (xác suất 40%):** Thị trường hồi phục nhưng không có đủ thông tin và dòng tiền mang tính dài hạn hỗ trợ dẫn đến không hoàn thành 2 sóng tăng bảo đảm 2 gap 50 điểm cho VN-Index dẫn đến sự tăng giá chỉ kéo dài đến vùng quanh 470 rồi điều chỉnh (chỉ hoàn thành 1 gap tăng 50 điểm), chuyển sang dao động ngang quanh vùng 450 - 470 điểm.
- **Kịch bản 2 (xác suất 30%):** Thị trường hoàn thiện một chu kỳ phục hồi sau giải chấp với 2 gap tăng 50 điểm cho VN-Index với mục tiêu 500 trong 3 tuần đầu tháng 9 và điều chỉnh ngược lại trong tuần cuối tháng. Vai trò tạo ra động lực tăng giá của những cổ phiếu dẫn đầu như PVA, PVC, TNG, SJS, VES sẽ có ý nghĩa quan trọng trong việc đánh giá khả năng duy trì sóng tăng này (cần quan sát kỹ nhóm này và nên nhìn nhận rằng VN-Index sẽ kết thúc một chu kỳ tăng nếu nhóm này ngừng tăng).
- **Kịch bản 3 (xác suất 20%):** Thị trường hình thành chu kỳ tăng lớn với sự mở đầu của sóng phục hồi sau giải chấp và tiếp nối bằng sự kỳ vọng kết quả kinh doanh quý 3/2010. VN-Index tăng liên tiếp và vượt xa mức 500 điểm vào cuối tháng.
- **Kịch bản 4 (xác suất 10%):** Quá trình hồi phục ngắn hạn đã tạo đỉnh tại 469 điểm (6/9). Đây chỉ là một đợt hồi phục ngắn hạn mang tính kỹ thuật. Trong kịch bản này, VNIndex có khả năng giảm trở lại và kiểm tra vùng hỗ trợ 420 – 430 điểm. Các thông tin cơ bản mang tính tiêu cực vẫn chưa phản ánh hết vào đợt sụt giảm vừa qua.

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ TRONG THÁNG 9

Chiến lược đầu tư trong giai đoạn đầu tháng 9 thiên về việc chọn lọc các cổ phiếu có dòng tiền và động lực phục hồi mạnh sau giai đoạn điều chỉnh quá đà. Trong phần sau của tháng 9, nhà đầu tư nên lựa chọn các cổ phiếu đầu tư trung dài hạn theo các tiêu chí cơ bản hoặc các cổ phiếu có yếu tố thời vụ trong quý 3 thuộc các ngành: Xây dựng – VLXD, Thực phẩm – đồ uống, Sách – Thiết bị giáo dục và Bất động sản. Ở thời điểm hiện tại, nhiều cổ phiếu bị thị trường định giá thấp hơn giá trị thật của doanh nghiệp, xuất hiện các cơ hội đầu tư về mặt giá trị một cách an toàn. Chúng tôi đưa những tiêu chí sau để nhà đầu tư lựa chọn, cơ cấu danh mục đầu tư của mình một cách hợp lý.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TRÍ VIỆT

Địa chỉ: 168 Ngọc Khánh – Quận Ba Đình – Hà Nội. Điện thoại: 84-4-62782099. Fax: 84-4-62732058

1. Có thương hiệu tốt, quá khứ phát triển ổn định, có tiềm năng phát triển trong tương lai. Ban lãnh đạo có tầm nhìn chiến lược, công bố thông tin minh bạch.
2. Tăng trưởng doanh thu lợi nhuận đều trong các quý so với cùng kỳ năm trước - ở mức tăng trưởng 15% trở lên. Khả năng đạt hoặc vượt kế hoạch cả năm đề ra.
3. Có kế hoạch chi trả cổ tức ổn định bằng tiền mặt hấp dẫn (Cổ tức/Thị giá >8%)
4. Giá trị tài sản thật cao hơn nhiều so với giá trị của thị trường.
5. Thanh khoản cao và ổn định, có mức giao dịch trung bình trên 60.000 cp/phiên
6. $P/B < 1.5$, $P/E \text{ forward } 2010 < 7$.

Bên cạnh đó tại thời điểm hiện tại chúng tôi khuyến nghị NĐT nâng tỷ trọng đầu tư vào các doanh nghiệp thuộc các ngành kinh doanh có nhiều yếu tố thuận lợi trong Q3/2010. Các nhóm ngành này là các lĩnh vực có tính chất mùa vụ:

i. Ngành vật liệu xây dựng- và Xây dựng cơ bản:

Lĩnh vực xây dựng là một trong những lĩnh vực đóng góp chủ đạo vào tốc độ tăng trưởng GDP năm nay. Theo tính mùa vụ thì lĩnh vực này thường được đầu tư mạnh vào 2 quý cuối năm. Đặc biệt trong tháng 9 và tháng 10 năm nay sẽ tổ chức đại lễ 1000 năm Thăng Long nên các công trình hạ tầng sẽ được thúc đẩy mạnh mẽ hơn nữa. Các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực nguyên vật liệu xây dựng và xây dựng sẽ có điều kiện để tăng trưởng hoạt động sản xuất kinh doanh của mình. Riêng đối với ngành vật liệu xây dựng, một số doanh nghiệp thuộc ngành thép xây dựng, gạch, nhựa là những doanh nghiệp được dự báo có xu hướng tăng trưởng mạnh doanh thu, lợi nhuận kể từ quý 3.

ii. Ngành thực phẩm - đồ uống, tập trung chủ yếu là bánh kẹo, giải khát, sữa, mía đường:

Tháng 8 âm lịch diễn ra lễ hội Trung thu hàng năm nên các doanh nghiệp sản xuất bánh kẹo thường có kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh.

Trong quý 2 và quý 3 là thời điểm mùa hè, nên các sản phẩm của ngành giải khát như bia, đồ uống, đã được tiêu thụ mạnh. Tạo điều kiện tăng trưởng doanh thu cho các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực này.

Đối với mía đường vừa là sản phẩm tiêu dùng thiết yếu vừa là nguyên vật liệu cung ứng cho ngành thực phẩm đồ uống. Nên trong quý 3 và quý 4, sức tiêu thụ đối với sản phẩm mía đường ở mức cao nhất so với các thời điểm khác trong năm.

iii. Ngành Sách và thiết bị giáo dục:



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TRÍ VIỆT

Địa chỉ: 168 Ngọc Khánh – Quận Ba Đình – Hà Nội. Điện thoại: 84-4-62782099. Fax: 84-4-62732058

Nửa đầu tháng 9 hàng năm là thời điểm khai giảng nên các sản phẩm về sách vở và dụng cụ học sinh được tiêu thụ mạnh nhất so với các thời điểm khác trong năm. Do đó, doanh thu và lợi nhuận quý 3 của các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực này thường có kết quả đột biến.

iv. Ngành Bất động sản:

Năm nay, kinh tế trong nước dù hồi phục nhưng chưa đủ để làm TT BĐS hồi phục một cách rõ nét. TT BĐS vẫn chờ đợi những cú hích tiếp theo từ chính sách và tăng trưởng kinh tế cũng như sự mở rộng cung tiền tệ ra trên thị trường. Tuy nhiên năm 2010 là năm bản lề chuyển tiếp của thị trường, từ phân khúc căn hộ cao cấp sang phân khúc căn hộ có giá rẻ hơn, phù hợp với túi tiền của số đông người mua. Có thể chính phân khúc trung bình sẽ giữ nhiệt cho thị trường chung cư và căn hộ trong thời gian tới. Đây là phân khúc thị trường có sức hấp dẫn rất lớn đối với các chủ đầu tư, các nhà đầu cơ, và tất nhiên là các khách hàng có nhu cầu thực sự.

Những dự án đầu tư và phát triển từ các nhà đầu tư trong nước và nước ngoài đang dịch chuyển từ thành phố HCM tới Hà Nội, và xu hướng này sẽ tiếp tục trong năm 2010. Bên cạnh nguyên nhân nhu cầu ở khu vực này cao trong khi nguồn cung chưa được đầu tư xây dựng tương xứng trong nhiều năm, nguyên nhân nữa là do đợt kỷ niệm 1000 năm Thăng Long – Hà Nội với những dự án cơ sở hạ tầng lớn có thể hoàn thành trong năm như đường cao tốc Láng – Hòa Lạc, cầu Thanh Trì, cầu Vĩnh Tuy, đường vành đai 3, ... có thể tạo một cú hích đến TT BĐS Hà Nội, đặc biệt là ở những khu vực bám theo những cơ sở hạ tầng mới hoàn thành.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TRÍ VIỆT

Địa chỉ: 168 Ngọc Khánh – Quận Ba Đình – Hà Nội. Điện thoại: 84-4-62782099. Fax: 84-4-62732058

Phụ Lục Số Liệu Kinh Tế Vĩ Mô

	Jan-10	Feb-10	Mar-10	Apr-10	May-10	Jun-10	Jul-10	Aug-10
Giá trị sản xuất công nghiệp								
SXCN (Tỷ VND)	63122	48258	60393	62695	64859	66170	68443	69513
SXCN (% m-o-m)	-4.11	-23.55	25.15	3.8	3.5	2.0	3.4	1.6
SXCN (% y-o-y)	31.90	-6.97	12.27	12.9	14.2	14.6	17.2	14.5
Lạm phát								
Lạm Phát (% m-o-m)	1.36	1.96	0.75	0.14	0.27	0.22	0.06	0.23
Lạm Phát (% y-o-y)	7.62	8.46	9.46	9.23	9.05	8.96	8.19	8.18
Tăng Trưởng Tín Dụng (% m-o-m)	0.26	1.14	1.49	1.73	1.86	2.91	2.45	na
Tăng Trưởng Huy Động (% m-o-m)	0.3	-0.47	1.81	2.8	2.53	3.1	na	na
Xuất nhập khẩu								
XK (Tr. USD)	5013	3740	5592	5332	6312	6317	6029	6000
XK (m-o-m %)	-4.51	-25.39	49.52	-4.65	18.38	0.08	-4.56	-0.48
XK (y-o-y %)	34.79	-25.62	5.27	24.61	42.97	33.35	33.35	25.45
NK (Tr. USD)	5958	5070	6747	6494	7183	7059	7007	6900
NK (m-o-m %)	-8.34	-14.90	33.08	-3.75	10.61	-1.73	-0.74	-1.53
NK (y-o-y %)	78.97	21.06	33.79	19.02	26.71	19.60	19.60	10.82
Cán cân thương mại (Tr. USD)	-945	-1330	-1155	-1162	-871	-742	-978	-900
Nhập siêu/XK (%) - không tích lũy	-18.85	-35.56	-20.65	-21.79	-13.80	-11.75	-16.22	-15.00
Tỷ giá cuối kì USD/VND								
Tỷ giá chính thức	17941	18544	18544	18544	18544	18544	18544	18932
Tỷ giá NHTM (TG bán của VCB)	18479	19100	19100	19000	19010	19095	19100	19500
Tỷ giá thị trường tự do HN (TG bán)	19470	19490	19280	18980	19000	19090	19240	19510
FDI (Số dự án, Tr. USD)								
Số dự án mới	40	48	51	124	97	78	95	125
Số vốn đăng kí mới	285.1	1331	308.2	3675.2	1500	800	514.1	2447
Số vốn đăng kí bổ sung	32.9	132.3	49.8	110	78	122	n.a	72
Số vốn FDI thực hiện	400	700	1400	900	1100	900	1000	850



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TRÍ VIỆT

Địa chỉ: 168 Ngọc Khánh – Quận Ba Đình – Hà Nội. Điện thoại: 84-4-62782099. Fax: 84-4-62732058

Điều Khoản Miễn Trừ / Khuyến Cáo

Báo cáo phân tích này do Phòng Phân tích Đầu tư, Công ty Cổ phần Chứng khoán Trí Việt (TVSC) thực hiện. Báo cáo được lập trên cơ sở thu thập, tổng hợp, nghiên cứu từ các nguồn số liệu, thông tin đáng tin cậy và có tính chính xác cao tại thời điểm phát hành. Tuy nhiên chúng tôi không cam kết hay đảm bảo đối với tính chính xác, hoàn chỉnh của các nguồn số liệu và thông tin đó. Trong bản báo cáo có thể thể hiện quan điểm cá nhân của nhóm phân tích, chứ không phải là quan điểm của TVSC. Báo cáo phân tích này chỉ mang tính chất tham khảo, do đó TVSC không chịu trách nhiệm đối với bất cứ rủi ro nào phát sinh từ việc tham khảo hay sử dụng những thông tin trong bản báo cáo này. Chúng tôi khuyến cáo nhà đầu tư, ngoài việc tham khảo báo cáo phân tích của TVSC thì nên kết hợp với việc tìm hiểu thêm các thông tin khác trước khi ra quyết định đầu tư.

Phòng Phân Tích Đầu Tư

Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Trí Việt

Địa chỉ: Lầu 2, số 168 Ngọc Khánh, Ba Đình, Hà Nội

Tel: +084 043 6273 2059

Fax: + 84 043 6273 2058

<http://www.tvsc.vn>