

Thời điểm cho đầu tư dài hạn

Tiêu điểm tháng 7/2010

- ▶ Thị trường chứng khoán vẫn tiếp tục thử thách tính kiên nhẫn của nhà đầu tư với việc xu hướng đi ngang từ cuối tháng 5 đến cuối tháng 7/2010 và vẫn chưa có dấu hiệu dừng. Kết thúc tháng 7, cả hai chỉ số chính là VN-Index và HNX-Index đều đã để mất các ngưỡng hỗ trợ quan trọng là 500 điểm và 160 điểm. Các mã cổ phiếu có vốn hóa nhỏ & vừa tại sàn HNX vẫn được chọn làm nơi giải ngân. Thanh khoản trên cả hai sàn vẫn chưa có nhiều dấu hiệu tích cực. Tuy nhiên điểm đáng chú ý là trong một vài phiên giao dịch, thanh khoản trên sàn HNX đã cân bằng, thậm chí vượt HOSE, điều này cho thấy dòng tiền có vẻ đang dần dịch chuyển sang sàn HNX, nơi tập trung nhiều mã cổ phiếu vừa và nhỏ, cũng là những mã có đà tăng trưởng ấn tượng hơn trong vài tháng trở lại đây.
- ▶ Cuối tháng 7, thông tin Fitch hạ mức tín nhiệm nợ của Việt Nam từ BB- xuống B+ là đề tài được tranh cãi nhiều. Chúng tôi không bình luận về phương pháp và tính hợp lý của việc hạ bậc này mà chỉ đưa ra quan điểm về ảnh hưởng của nó đến thị trường vốn như thế nào. Quan điểm của chúng tôi, dựa trên thực tế nền kinh tế Việt Nam, điều này sẽ không ảnh hưởng quá nhiều đến nền kinh tế trên ba góc độ: (i) chi phí huy động vốn trái phiếu chính phủ nước ngoài; (ii) biến động ở giao dịch thị trường trái phiếu thứ cấp và (iii) kỳ vọng lãi suất bù rủi ro đối với các khoản đầu tư tại Việt Nam (trang 5).
- ▶ Chỉ số CPI chỉ tăng 0,06% so với tháng 6/2010 tạo sự lạc quan rằng NHNN có thể thực hiện mạnh hơn những biện pháp nới lỏng chính sách tiền tệ, kích thích tăng trưởng kinh tế.
- ▶ Thị trường chứng khoán trong tháng 8 sẽ khó có đột biến lớn khi mà hầu hết các tin tích cực từ vĩ mô hay từ doanh nghiệp đều không thể chấm dứt xu thế đi ngang hiện tại. Tâm lý nhà đầu tư có lẽ đang là trở ngại lớn nhất với thị trường lúc này và chỉ khi nào niềm tin của các nhà đầu tư được cải thiện cùng một nền kinh tế vững mạnh mới là động lực cho sự tăng trưởng lâu bền của thị trường chứng khoán.

Mục lục

Trang 1 – Tiêu điểm tháng

Trang 2-5 – Thị trường

Trang 5-7 – Lạm phát

Trang 7-8 – Nhập siêu

Trang 8-9 – FDI

Trang 9-10 – Lãi suất

Trang 11-12 – Tỷ giá

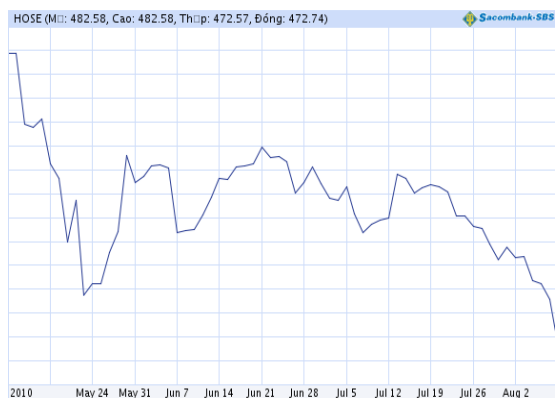
Trưởng ban nghiên cứu kinh tế vĩ mô
Lê Bá Hoàng Quang (Mr), MBA
quang.lbh@sbsc.com.vn
và nhóm nghiên cứu vĩ mô

Khối Phân tích & Tư vấn đầu tư
CTCP Chứng khoán Sacombank-SBS
278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3
TP HCM
Việt Nam
ĐT: +84-8-6268 6868
Fax: +84-8-6268 6868
Email: sbs.research@sbsc.com.vn

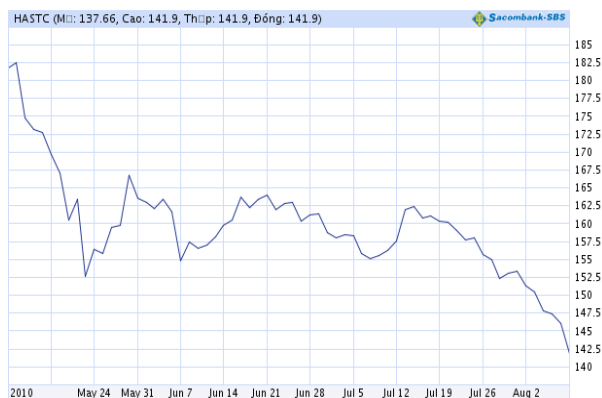
Thị trường chứng khoán tháng qua

Thị trường tiếp tục thử thách tính kiên nhẫn của nhà đầu tư khi xu hướng đi ngang dường như chưa có dấu hiệu dừng lại.

HOSE



HNX



Nguồn: SBS

Vn-Index phá vỡ ngưỡng hỗ trợ 495 và Hnx-Index phá vỡ ngưỡng hỗ trợ mạnh 152 vào cuối tháng 7 đã khẳng định xu hướng giảm của thị trường khi một bộ phận các nhà đầu tư đã mất kiên nhẫn chờ đợi vào dòng tiền để tạo đà tăng cho thị trường. VN-Index đóng cửa phiên giao dịch cuối tháng 7 ở ngưỡng 493,91 điểm, giảm 2,61% so với tháng cuối tháng 6. So từ đầu tháng 6 đến 30/7, các cổ phiếu Bluechips đã giảm -0.51%, Midcaps giảm -5.29% và Pennies giảm -0.34%. Quy mô giao dịch tại HOSE là 967,02 triệu cổ phiếu và 28.339 tỷ VNĐ, tại HNX là 769,74 triệu cổ phiếu và 23.160 tỷ VNĐ.

Nhìn lại đồ thị Vn-Index trong tháng 7, chúng ta có thể nhận thấy thị trường có duy nhất một đợt sóng nhỏ xuất phát từ ngưỡng 495 đến 510. Đà tăng này xuất phát từ nguồn tin Quỹ Veil không rút vốn khỏi Việt Nam và đưa giá trị của các Bluechips đi lên giúp thị trường vực dậy khá mạnh khi lòng tin của các nhà đầu tư tăng lên.

Kết thúc phiên giao dịch cuối cùng của tháng 7, Vn-Index lùi về lại ngưỡng hỗ trợ 490 sau khi phá vỡ ngưỡng hỗ trợ ngắn hạn 495, thể hiện sự mất kiên nhẫn của các nhà đầu tư trước nguồn cung cổ phiếu đang lớn dần. Ngưỡng hỗ trợ mạnh tại 480 vẫn chưa được phá vỡ vẫn đang là kỳ vọng của các nhà đầu tư khi lực cầu bắt đáy vẫn mạnh lên khi Vn-Index lùi về ngưỡng hỗ trợ này. Tuy nhiên ngưỡng kháng cự tại 510 và 515 vẫn chưa được phá từ đợt sụt giảm giữa tháng 6 gia tăng phần lo ngại về việc đi lên của thị trường trong tháng 8 tới khi dòng tiền vẫn thấp như hiện nay.

Thị trường đang đứng trước các yếu tố vĩ mô ổn định từ tháng 7 như CPI thấp là cơ bản cho SBV bơm tiền vào thị trường. Tuy nhiên có khá ít khả năng dòng tiền này sẽ chảy vào kênh chứng khoán khi mục tiêu của SBV nhằm vào 2 đối tượng là Agribank và VietinBank nhằm hỗ trợ xuất khẩu và phát triển nông nghiệp. Điều này đánh giá chính sách tiền tệ của SBV nhằm cân bằng cán cân thương mại cũng như tập trung phát triển GDP bằng điểm mạnh của Việt Nam là nông nghiệp. Mặc dù các doanh nghiệp thuộc 2 ngành trên sẽ được lợi, tuy nhiên sẽ không liên quan nhiều đến thanh khoản tại thị trường chứng khoán khi tình hình chung của thị trường đang có xu hướng đi xuống trong 2 tháng trở

lại đây.

Dòng tiền tiếp tục đổ vào các mã chứng khoán vốn hóa nhỏ và trung bình

Từ những tháng đầu năm 2010, dòng tiền chủ yếu tìm đến những cổ phiếu có vốn hóa trung bình và nhỏ bởi đồng vốn bỏ vào blue chip đã không sinh ra mức lãi như kỳ vọng, do đó, HOSE đang dần mất đi sức hấp dẫn trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong khi HNX, nơi tập trung phần lớn mã vừa và nhỏ cộng với biên độ giao động lớn hơn đang ngày càng thu hút nhiều nhà đầu tư. Tính từ đầu tháng 6 đến nay, giao dịch trên HNX đã dần bắt kịp với trung bình ngày là 1000 tỷ, thậm chí vượt qua HOSE trong một số phiên khi thay vì chỉ bằng một nửa hoặc một phần ba như những tháng đầu năm.

Theo quan sát của chúng tôi, thời điểm này các nhà đầu tư hầu như không dùng đòn bẩy tài chính. Dòng tiền phân hóa chủ yếu vào các cổ phiếu có vốn hóa nhỏ nơi tập trung một số dòng tiền đầu cơ. Những cổ phiếu có vốn hóa trung bình và có hoạt động kinh doanh cơ bản tốt tiếp tục thu hút được dòng tiền khiến giá cổ phiếu có xu hướng tăng, trong khi cổ phiếu có mức vốn hóa lớn vẫn ít hấp dẫn không tạo được đà tăng mạnh của thị trường. Mặc dù vẫn có những cổ phiếu vốn hóa lớn tăng mạnh do đột công bố kết quả kinh doanh vào tháng qua như FPT, OGC. Đà tăng của các cổ phiếu Bluechips nhờ các tin tức về lợi nhuận chỉ làm thị trường tăng một vài phiên nhưng đà tăng không mạnh do gặp phải lượng bán mạnh khi thị trường lên.

Xu hướng thị trường sẽ còn giảm trong tháng tới

Thị trường vẫn không có phản ứng tích cực trước những thông tin vĩ mô ổn định của tình hình kinh tế trong nước trong tháng 7 vừa qua cũng như kết quả kinh doanh quý 2 khá lạc quan của các doanh nghiệp trong nước. Do đó, chúng tôi cho rằng những số liệu vĩ mô trong tháng 8 nếu được công bố cũng sẽ không giúp gì nhiều cho sự hồi phục của thị trường.

Một vấn đề cần nhìn nhận ở đây là trong thời gian vừa qua, các nhà đầu tư đã có dấu hiệu chán nản thể hiện ở sự sụt giảm của tính thanh khoản. Trước diễn biến thị trường gần như đi ngang trong một biên độ rất hẹp đã vô tình biến thị trường chứng khoán trở thành sân chơi cho các nhà đầu tư chuyên nghiệp, và các tổ chức. Phần lớn các nhà đầu tư nhỏ lẻ đều chọn việc đứng ngoài quan sát thị trường và chờ đợi cho xu hướng rõ ràng hơn rồi mới giải ngân do lợi nhuận kỳ vọng của họ đã giảm dần và mức độ rủi ro khi tham gia vào thị trường ngày càng tăng.

Thị trường trong tháng 8, theo quan điểm của chúng tôi vẫn chịu áp lực chủ yếu từ yếu tố dòng tiền khi các tin tức vĩ mô hiện tại chỉ có thể là lực đỡ tâm lý cho các nhà đầu tư. Một khi dòng tiền chưa đủ mạnh để có thể tập trung vào những mã bluechips cũng như hút lượng cung cổ phiếu còn khá lớn ở thời điểm hiện tại thì việc dòng tiền vẫn tập trung vào các mã vốn hóa nhỏ và trung bình nhằm tìm kiếm lợi nhuận sẽ vẫn là lựa chọn của các nhà đầu tư trong ngắn hạn. Nếu thị trường tiếp tục được dẫn dắt bởi dòng tiền này, chúng tôi quan ngại rằng yếu tố bền vững sẽ rất khó xảy ra. Chúng tôi dự báo thị trường sẽ vẫn tích lũy đi ngang trong biên độ hẹp và rất khó để bứt phá trong tháng 8.

Lợi nhuận quý 2 chưa đủ lực để thúc đẩy thị trường chứng khoán

Theo thống kê của SBS, tính đến hôm nay có 264 doanh nghiệp công bố kết quả kinh doanh quý 2 trong đó có 12 doanh nghiệp báo cáo có lỗ trong 6T2010. Tổng doanh thu tăng trưởng 45.3% so với cùng kỳ năm ngoái trong khi lợi nhuận sau thuế chỉ tăng trưởng 36.9% cho thấy mức lợi nhuận biên

đang thu hẹp lại. Kết thúc 6 tháng, mức hoàn thành kế hoạch bình quân của các doanh nghiệp đã công bố KQKD là 52.2% về doanh thu & 55.3% về LNST. Nhìn vào kết quả kinh doanh quý 2 của nhiều doanh nghiệp, có thể thấy rằng đa số các doanh nghiệp đã không đạt được mức lợi nhuận cao như cùng kỳ 2009 do các yếu tố đầu vào của doanh nghiệp như nguồn vốn giá rẻ từ việc hỗ trợ lãi suất, giá nguyên vật liệu đầu vào giá thấp... đã không còn nữa. Ngoài ra, việc các nền kinh tế trên thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng đang dần rút bớt các chính sách hỗ trợ nền kinh tế đã khiến cho nhu cầu tiêu thụ hàng hóa dịch vụ của toàn xã hội giảm sút. Do đó, việc thông tin về hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong quý 2 được công bố dường như chưa có tác động nhất định đến giá cổ phiếu và thị trường chứng khoán.

Ngành ngân hàng gây áp lực lên TTCK?

Gần đây, nhiều quan ngại rằng việc tăng vốn điều lệ lên 3.000 tỷ VNĐ của các NHTMCP sẽ hút một lượng tiền khổng lồ ra khỏi dòng vốn nhà rỗi có thể dành cho đầu tư.

- ▶ Theo Nghị định 141/2006/NĐ-CP do Thủ Tướng ban hành 22/11/2006 trong đó đưa ra lộ trình tăng vốn điều lệ các NHTMCP lên 3 ngàn tỷ VNĐ cuối 2010, lên 5 ngàn tỷ đồng vào cuối 2012. Mặc dù các ngân hàng có 4 năm (2006-2010) để thực hiện tăng vốn theo lộ trình, nhưng đến năm nay, con số tăng vốn mới bắt đầu thực sự khuấy động sự lo ngại trong cộng đồng nhà đầu tư.
- ▶ Theo thống kê của chúng tôi đối với 34 NHTMCP (kể cả VCB, CTG), tổng VDL tăng lên trong 2010 theo kế hoạch là 65 ngàn tỷ đồng (khoảng 3,4 tỷ USD) trong đó có 23 ngân hàng là bắt buộc phải tăng theo lộ trình với tổng VDL tăng thêm là khoảng 39 ngàn tỷ đồng tương ứng với 3,9 tỷ cổ phiếu phát hành thêm. Ngoài ra các NHTMCP đang tăng mạnh quy mô, cũng tăng VDL tương ứng. Tổng dòng tiền cần bổ sung vào kế hoạch tăng vốn này là xấp xỉ 59 ngàn tỷ đồng dựa trên kế hoạch phát hành thêm của các NHTMCP và đối với một số ngân hàng, giá phát hành thêm chưa xác định thì chúng tôi giả định rằng ngân hàng phát hành tại mệnh giá để thuận lợi cho việc tính toán. Giả định tất cả các NHTMCP đều hoàn thành kế hoạch tăng VDL của mình trong 2010 thì đến cuối năm, VDL của nhóm ngân hàng này tăng 59.18% so với cuối 2009.
- ▶ Trong khi đó, chúng tôi vẫn chưa nhận thấy dấu hiệu của dòng tiền mới được đẩy vào thị trường chứng khoán. Khi mà thanh khoản của thị trường vẫn chưa có bất kỳ dấu hiệu tích cực nào, chúng tôi lo ngại việc tăng số lượng cung cổ phiếu này sẽ có tác động tiêu cực tới đà tăng trưởng của thị trường.

Fitch hạ bậc tín nhiệm của Việt Nam có ảnh hưởng như thế nào?

Khi một quốc gia bị hạ bậc tín nhiệm, điều ảnh hưởng đầu tiên đó là (i) chi phí huy động vốn từ thị trường quốc tế (thông thường là phải trả lãi suất cao hơn cho việc phát hành trái phiếu ở thị trường sơ cấp); (ii) trái phiếu thị trường thứ cấp có thể trở nên kém hấp dẫn do nhà đầu tư quan ngại khả năng trả nợ khi đáo hạn, dẫn đến việc bán tháo trái phiếu và khả năng huy động ở thị trường sơ cấp sẽ giảm sút; (iii) giá trị cổ phiếu được định giá thấp lại do mức lãi suất bù rủi ro sẽ yêu cầu cao hơn, dẫn đến tỷ lệ chiết khấu (discount rate) cao hơn.

Về mặt lý thuyết cũng như nếu nhìn ở góc độ kinh tế học, sự thay đổi trong bậc tín nhiệm này sẽ gây xáo trộn nhất định đến khả năng huy động vốn của một quốc gia mà đến lượt nó, có thể ảnh hưởng đến tính thanh khoản. Tuy nhiên đối với Việt Nam, mặc dù không phủ nhận sự ảnh hưởng, chúng tôi

nhìn nhận mức tác động không nghiêm trọng như ý kiến của nhiều chuyên gia phân tích dựa trên những yếu tố sau:

- ▶ **Thứ nhất, về ảnh hưởng đến chi phí vay mượn nước ngoài:** Đến 12/2009, tổng số nợ nước ngoài của Việt Nam là USD27,9 tỷ trong đó có đến US\$20,94 tỷ là vay ODA chiếm 75% và chỉ có US\$1,04 tỷ, chiếm 3,7% là thuộc về những nhà đầu tư nắm giữ trái phiếu¹. Bản thân các khoản ODA, vốn mang tính kinh tế đi kèm với hỗ trợ phát triển ở các nước đang phát triển, được hưởng mức ưu đãi lãi suất và cách xác định mức lãi suất, theo chúng tôi biết, rất ít bị tác động đến phụ thuộc vào những xếp hạng của các tổ chức định giá độc lập này. Ngoài khoản trái phiếu USD1 tỷ mà Chính phủ phát hành thành công trong 1/2010, chúng tôi cũng không tìm thấy kế hoạch phát hành trái phiếu ra nước ngoài tương tự trong những năm tới.
- ▶ **Thứ hai, về ảnh hưởng đến giao dịch ở thị trường thứ cấp.** Chúng tôi tìm hiểu và biết rằng, giao dịch thứ cấp đối với các trái phiếu USD do Việt Nam phát hành (bao gồm phát hành ra nước ngoài & phát hành trong nước) là khá yên ắng mặc dù nhu cầu tìm mua là cao (do coupon cao). Thông thường các nhà đầu tư nắm giữ trái phiếu giữ cho đến khi đáo hạn. Quy mô thị trường trái phiếu USD ở VN hiện tại còn quá nhỏ so với thị trường trái phiếu thế giới nên việc các nhà đầu tư bán tháo trái phiếu USD là chuyện khó xảy ra. Quy mô hiện tại của thị trường trái phiếu VN là US\$12.57 tỷ, chỉ chiếm khoảng 14% GDP.

Mặc dù vậy, chúng tôi không phủ nhận khả năng ảnh hưởng của việc hạ bậc này đối với 2 vấn đề sau:

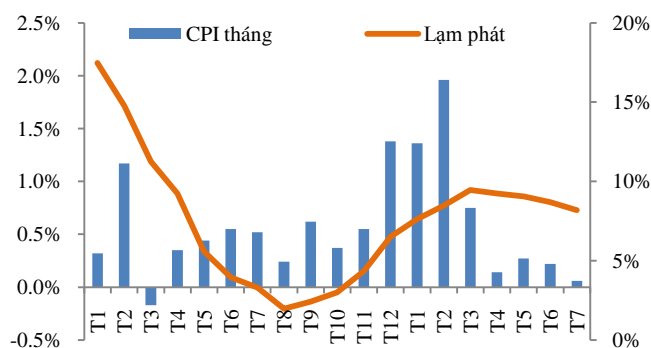
- ▶ **Kế hoạch phát hành trái phiếu bằng USD ra nước ngoài của các tổng công ty nhà nước** như EVN (US\$1 tỷ), Vinacomin (US\$500 triệu), Petro VN (US\$500 triệu – 1 tỷ) có thể sẽ phải trả 1 mức coupon cao hơn. Nếu mức coupon tháng 1/2010 của trái phiếu chính phủ là 6.75%, các Tổng công ty này sẽ phải trả mức cao hơn do vừa là trái phiếu doanh nghiệp; vừa phụ thuộc vào cơ chế định giá theo mức xếp hạng mới. Với mức trượt giá kỳ vọng của VND là $\pm 4-5\%$ cho đến cuối năm thì chưa tính đến chi phí phát hành trái phiếu, khoản huy động này có vẻ đắt xắt xỉ việc huy động trái phiếu dài hạn bằng VND tại thị trường nội địa. Vì vậy, theo chúng tôi, có khả năng kế hoạch phát hành trái phiếu doanh nghiệp bằng ngoại tệ của các công ty này sẽ bị ảnh hưởng.
- ▶ Bậc xếp hạng, vốn là căn cứ xác định rủi ro và mức bù rủi ro, hai trong các yếu tố tính toán chi phí vốn, sẽ làm tăng hệ số chiết khấu của các quỹ đầu tư nước ngoài, các tài sản tại Việt Nam như cổ phiếu và trái phiếu sẽ bị định giá thấp và làm giảm tính hấp dẫn cho các tài sản này. Điều này sẽ làm khó khăn thêm chồng chất cho các quỹ đầu tư muốn huy động vốn thêm ở nước ngoài của các quỹ đầu tư đang hoạt động tại Việt Nam.

Lạm phát ổn định

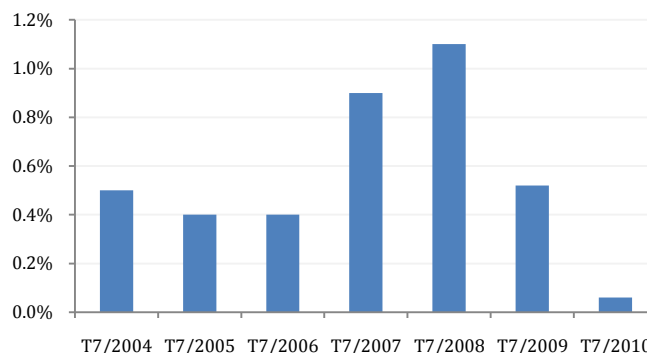
CPI tháng 7/2010 chỉ tăng ở mức thấp, +0.06% so với tháng trước và là mức tăng thấp nhất kể từ đầu năm, và cũng là mức tăng thấp nhất của CPI tháng 7 các năm từ 2004 trở lại đây. Đặc biệt, lần đầu tiên sau nhiều năm, CPI chỉ tăng ở 8/11 nhóm trong rổ hàng hóa với mức tăng từ 0,11-0,41%.

¹ Bản tin Nợ nước ngoài

Lạm phát tháng



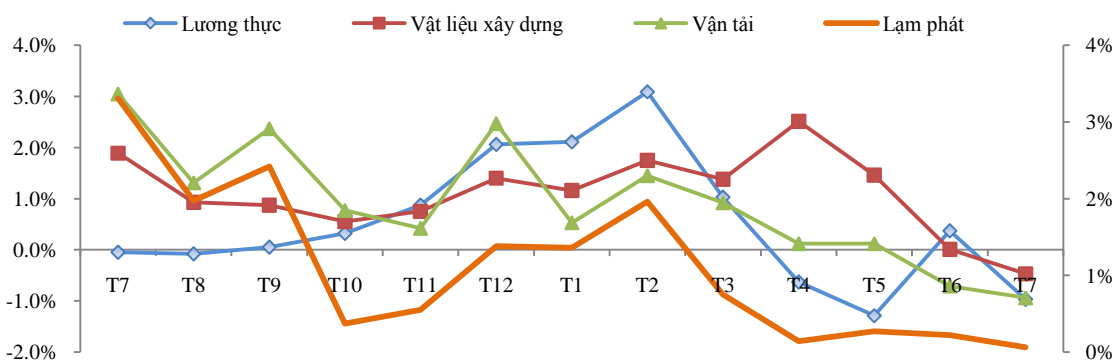
CPI tháng 7 giai đoạn 2004-2010



Việc CPI giảm tốc liên tục trong các tháng 5, 6 và đặc biệt là tháng 7 vừa qua cho thấy chính sách bình ổn giá của chính phủ đang phát huy hiệu quả rõ rệt. Ngoài ra còn phải kể đến sự đóng góp tích cực của các yếu tố hỗ trợ khác.

Vụ Đông Xuân vừa qua cho một vụ mùa bội thu, trong khi xuất khẩu chịu sức ép giảm giá đã khiến cho giá gạo trong nước liên tiếp giảm mạnh. Đây là nguyên nhân chính giúp cho nhóm hàng lương thực giảm đến 0,97%. Nhóm giao thông cũng tiếp tục giảm mạnh trong tháng 7 ở mức 0,94%, chủ yếu do ảnh hưởng của đợt điều chỉnh giá xăng dầu từ tháng 6. Thị trường bất động sản trầm lắng, cộng thêm nguồn cung vật liệu xây dựng dồi dào là yếu tố chính giúp cho giá nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng giảm 0,47%.

CPI ngành



Nguồn: SBS, GSO, CEIC

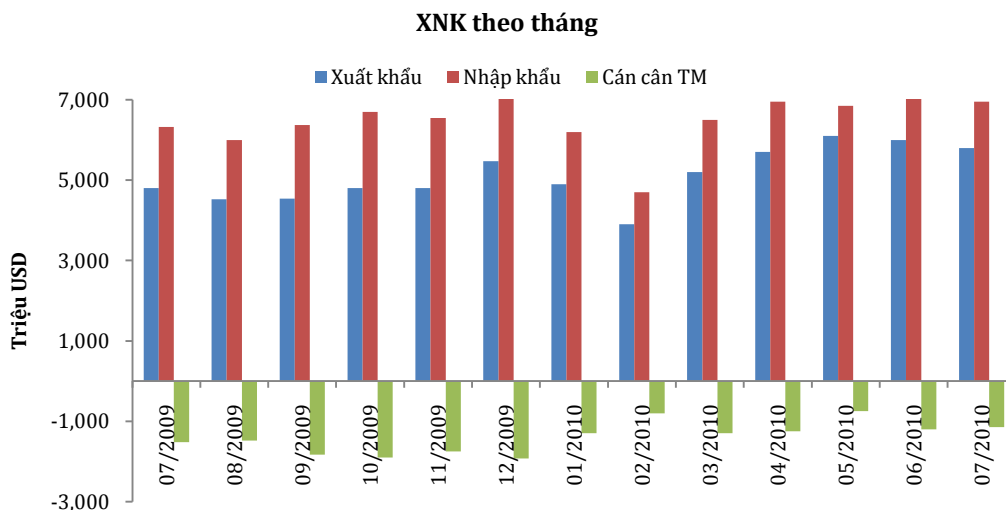
Nhận định diễn biến giá cả trong tháng 8, chúng tôi cho rằng CPI sẽ khó đạt được thành tích ấn tượng như tháng 7 vừa qua. Các đợt mưa bão lớn dự báo xảy ra trong tháng 8 có thể sẽ là nguyên nhân chính gây biến động giá cả, đặc biệt là tới nhóm thực phẩm, ăn uống, và giao thông. Thêm vào đó, theo thông tin mới đây của hiệp hội thép Việt nam, giá thép trong nước bắt đầu có xu hướng tăng trở lại. Nguyên nhân là do các nhà máy sản xuất thép trong nước đã tiêu thụ hết lượng hàng tồn kho và hiện đang phải nhập khẩu với giá cao hơn tháng 6. Trước tình hình giá bắt đầu tăng, các doanh nghiệp kinh doanh thép đẩy mạnh mua thép dự trữ khiến cho giá thép sẽ càng tăng nhanh. Đặc biệt, mới đây nhà nước đã lại cho phép các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu được quyền tự quyết định giá bán lẻ. Với giá xăng hiện tại, các doanh nghiệp hiện đang phải chịu lỗ do giá xăng dầu trên thế giới vẫn ở xu

hướng tăng. Mặc dù cho đến thời điểm này, các doanh nghiệp vẫn chưa có quyết định tăng giá song khả năng tăng giá xăng trong thời gian tới vẫn là điều đáng quan tâm.

Chúng tôi dự báo rằng CPI sẽ vẫn tiếp tục được kiềm chế dưới mức 0,2% trong tháng 8. Dự báo của chúng tôi dựa trên quyết tâm của chính phủ trong việc kiềm chế lạm phát dưới 8%, các nỗ lực của ngân hàng nhà nước trong việc giảm lãi suất, và chính sách bình ổn giá nhu yếu phẩm tại các thành phố lớn đang mang lại kết quả tốt.

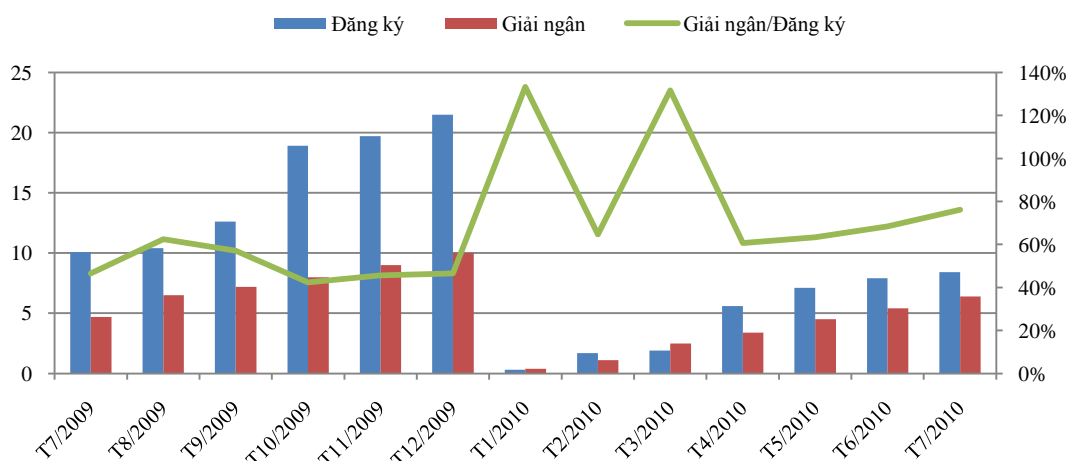
Nhập siêu: không còn là vấn đề mới

- ▶ Nhập siêu tháng 7/2010 vào khoảng US\$1,15 tỷ, khá cao hơn so với mức bình quân được kỳ vọng là US\$1 tỷ/tháng. Tính chung 7 tháng năm 2010, nhập siêu đã lên đến 7,4 tỷ USD trong khi mục tiêu của chính phủ là kiềm chế nhập siêu dưới 20% tổng kim ngạch xuất khẩu trong 2010.
- ▶ Kim ngạch xuất khẩu của tháng 7 ước tính đạt US\$5,8 tỷ, giảm US\$517 triệu hay 8,2% so với tháng trước. Nguyên nhân chính là do sự sụt giảm mạnh của nhóm *dầu thô* (giảm US\$173 triệu) & *mặt hàng đá quý, kim loại quý và sản phẩm* (giảm US\$532 triệu). Trong tháng 7/2010, Việt Nam xuất khẩu 560.000 tấn dầu thô, giảm 34% về lượng so với tháng trước và do mức giá bình quân gần như không thay đổi nên tổng kim ngạch xuất khẩu giảm 34% tương ứng. Trong 6T2010, Việt Nam xuất khẩu khoảng 36 tấn vàng, đóng góp chính cho US\$1,3 tỷ kim ngạch xuất khẩu nhóm này trong đó riêng tháng 6 đóng góp US\$547 triệu. Chúng tôi nhận thấy xu hướng giá vàng trên thế giới đang giảm và thấp hơn so với giá vàng trong nước. Do đó, khả năng Việt Nam nhập khẩu vàng để tránh việc không quản lý được vàng nhập lậu là có khả năng xảy ra.
- ▶ Kim ngạch nhập khẩu của tháng 7 đạt US\$6,95 tỷ, giảm US\$109 triệu hay 1,5% so với tháng trước và +9% so với cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, nếu không tính nhập khẩu dầu (non-oil import, tăng US\$85 triệu) thì kim ngạch nhập khẩu giảm đến US\$194 triệu hay giảm 2,7%. Mạnh nhất là nhóm sắt thép giảm 112 nghìn tấn tương ứng với kim ngạch giảm US\$57 triệu còn lại thì giảm đều cho hầu hết các mặt hàng.



FDI: Giảm về lượng, thay đổi về chất

FDI giai đoạn 7/2009-7/2010



Tổng số vốn FDI cấp mới tính từ đầu năm đến tháng 7/2010 ước đạt 8,4 tỷ USD. Tuy nhiên, nguồn vốn FDI đăng ký mới đang có xu hướng giảm tốc trong những tháng gần đây: từ 3,7 tỷ USD (tháng 4) xuống 1,5 tỷ USD (tháng 5), 773 triệu USD (tháng 6), và 508 triệu USD (tháng 7).

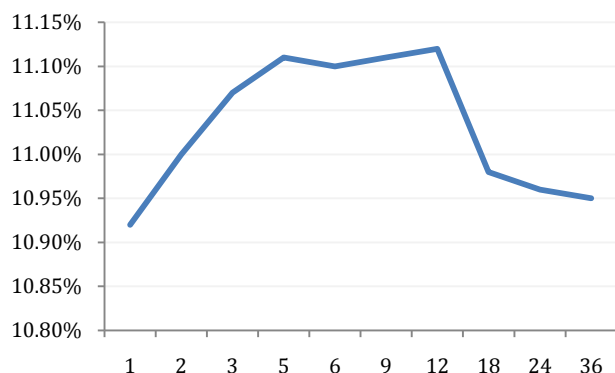
Theo quan điểm của chúng tôi, việc suy giảm về vốn đầu tư đăng ký không quan trọng bằng việc nâng cao chất lượng của các dự án đầu tư.

Với việc chính phủ đang sửa lại nghị định về đầu tư nước ngoài theo hướng nâng cao chất lượng của dòng vốn FDI, quản lý chặt chẽ hơn từ việc cấp phép đầu tư, tỷ lệ vốn góp, công nghệ chuyển giao... chúng tôi cho rằng số lượng FDI và tổng số vốn được cấp mới trong thời gian tới sẽ bị ảnh hưởng. Tuy vậy, chất lượng nguồn vốn FDI sẽ được cải thiện rõ rệt. Với những quy định trong chính sách mới, FDI sẽ có khả năng chuyển hướng từ các ngành nghề thu hút nhiều lao động sang các dự án sản xuất hàng xuất khẩu, công nghệ điện tử, cơ sở y tế xây dựng hạ tầng kỹ thuật, tạo điều kiện cho thúc đẩy tăng trưởng kinh tế Việt Nam nói chung, và xuất khẩu Việt Nam nói riêng.

Lãi suất huy động giảm, cho vay vẫn còn cao

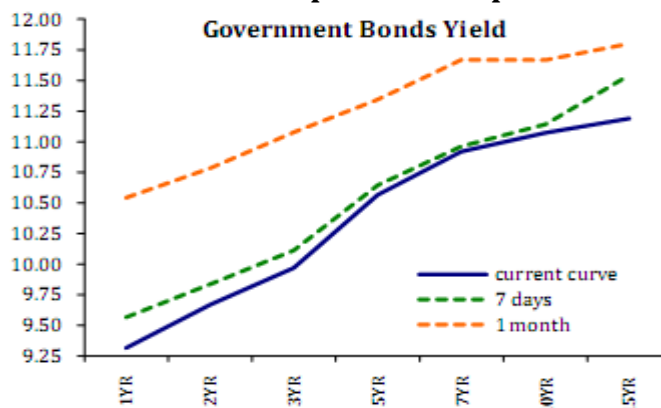
Điểm tích cực trong tháng 7 là việc các ngân hàng đã bước đầu giảm lãi suất huy động, mặt bằng lãi suất chỉ còn 11,2% đối với các kỳ hạn dưới 12 tháng. Tuy nhiên, lãi suất huy động hiện vẫn là mức lãi suất trần theo thống nhất của hiệp hội ngân hàng. Điều này khiến cho đường cong lãi suất huy động nằm ngang thay vì đi lên như thông thường. Về phía lãi suất cho vay bằng VND, các ngân hàng dường như chưa có nhiều thay đổi trong tháng qua khi mức lãi suất phổ biến ở mức 13-15,5%. Chúng tôi cho rằng việc giảm lãi suất đầu ra sẽ mất thời gian lâu hơn do ngân hàng sẽ phải sử dụng hết huy động đầu vào lãi suất cao thời gian trước đó.

Lãi suất huy động bằng VND



Nguồn: Các ngân hàng, SBS

Lãi suất trái phiếu chính phủ



Nguồn: SBS

Giảm lãi suất: Khó hoàn thành sớm

Theo quan điểm của chúng tôi, việc giảm lãi suất huy động và cho vay sẽ khó có thể hoàn thành sớm do một số lý do sau:

Thứ nhất, do yêu cầu về hiệu quả hoạt động của các NHTMCP. Hiện tại, các ngân hàng đang trong quá trình tăng vốn lên trên 3.000 tỷ đồng vào cuối năm nay. Do đó, sẽ rất khó để các cổ đông bỏ thêm tiền cho ngân hàng nếu ngân hàng hoạt động không hiệu quả và không có kết quả kinh doanh ấn tượng trong năm. Trong khi đó, ngành ngân hàng là ngành chịu ảnh hưởng nhiều từ hiệp hội ngân hàng và chỉ đạo của ngân hàng Nhà nước. Để đảm bảo hiệu quả hoạt động kinh doanh, hiệp hội ngân hàng sẽ từng bước giảm lãi suất để tối thiểu hóa các thiệt hại do việc giảm lãi suất đem lại.

Thứ hai, các ngân hàng nhỏ sẽ là trở ngại lớn nhất trên con đường giảm lãi suất. Hiện tại, ngân hàng nhà nước đang hỗ trợ cho việc giảm lãi suất của các ngân hàng bằng cách bơm tiền qua thị trường mở và giảm lãi suất tái chiết khấu và tái cấp vốn. Việc này dường như hỗ trợ cho các ngân hàng lớn hơn là ngân hàng nhỏ do các ngân hàng nhỏ hiện đang thiếu hụt về thanh khoản, không có nguồn vốn để mua các giấy tờ có giá như trái phiếu... Không có giấy tờ có giá sẽ khiến cho các ngân hàng nhỏ không thể tiếp cận được nguồn vốn giá rẻ thông qua các công cụ của ngân hàng nhà nước và họ buộc phải duy trì lãi suất huy động cao. Lãi suất cao của các ngân hàng nhỏ sẽ khiến các ngân hàng lớn không dám hạ ngay mặt bằng lãi suất do sợ mất khách hàng.

Thứ ba, NHNN giữ nguyên mức LSCB 8%, lãi suất tái cấp vốn 8%/năm và lãi suất tái chiết khấu 6%/năm trong tháng 8. Thông tin này đã xóa tan mọi tin đồn xung quanh việc NHNN có thể sẽ giảm LSCB từ 8% về 7%. Động thái này của NHNN có khác biệt so với dự báo của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng trong nỗ lực đưa mặt bằng lãi suất cho vay về mức 12%, NHNN có thể có những động thái nhằm hỗ trợ chi phí vốn đầu vào thấp cho các NHTM (như đã từng làm 7/2009 với việc tăng lãi suất tiền gửi trên dự trữ bắt buộc). Chúng tôi giả định NHNN có thể (i) giảm LS tái cấp vốn; (ii) cho phép NHTM được huy động hơn 20% vốn từ thị trường 1

hay (iii) tạo ra cơ chế linh động tại thị trường liên ngân hàng để các NHTM còn vốn khả dụng nhàn rỗi có thể cho các NHTM khác vay. Những động thái, bằng cách này hay cách khác, có thể giúp NHTM giảm chi phí vốn đầu vào qua đó có động lực để cùng đưa mặt bằng lãi suất về mức chấp nhận được cho khối doanh nghiệp, kích thích vay sản xuất tiêu dùng & hỗ trợ cho mục tiêu tăng trưởng.

Kỳ vọng của chúng tôi được hình thành trên cơ sở:

- (i) Tổng cục thống kê đưa ra con số công bố CPI tháng 7 tăng 0,06% so với tháng 6, mức thấp nhất kể từ đầu năm đến nay, và cũng là mức tăng thấp nhất của cùng tháng các năm từ năm 2004 đến nay. Như vậy những quan ngại về lạm phát trong 2010 có vẻ đã dịu đi rất nhiều và những nỗ lực đưa CPI về mức 1 con số đang tiến dần về hiện thực.
- (ii) Chúng tôi nhận thấy áp lực tăng trưởng tín dụng ở các NHTM là khá nặng nề. Do tốc độ tăng trưởng tín dụng trong 6 tháng đầu năm chỉ đạt 10.52%, thấp hơn nhiều so với mục tiêu 25%, các NHTM sẽ nỗ lực để giải ngân vốn vay. Nhóm các NHTM vừa mới phải tăng VDL lên VND3 ngàn tỷ sẽ càng bị áp lực hơn khi phải tăng tổng tài sản tương ứng với quy mô tăng VDL. Tuy nhiên, do con số 25% là định hướng, không phải là pháp lệnh, chúng tôi cho rằng các NHTM cũng chỉ có động lực cho vay nếu chênh lệch lãi suất, vốn dĩ đang bị thu hẹp lại, đảm bảo được chỉ tiêu sinh lời

Mặc dù các ngân hàng đã bước đầu giảm lãi suất huy động, nhưng lãi suất hiện nay vẫn còn tương đối cao. Dưới đây là bảng lãi suất huy động cao nhất tại các ngân hàng:

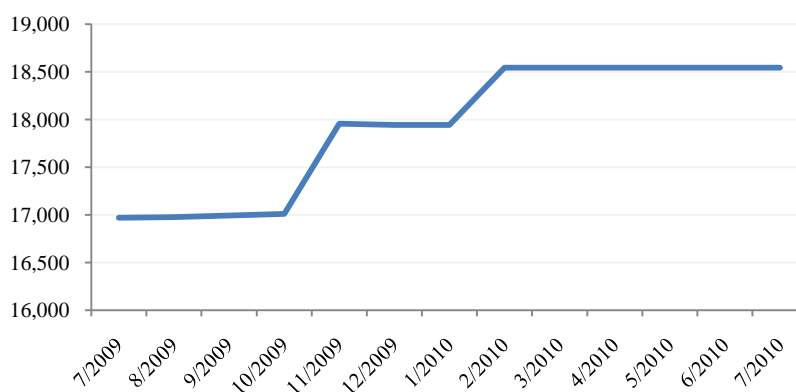
Lãi suất huy động-cao nhất		
Kỳ hạn	Ngân hàng	Lãi suất(%)
1 tháng	Navibank, Oceanbank...	11,2
2 tháng	Habubank	11,25
3 tháng	Habubank	11,3
5 tháng	Nam A Bank	11,22
6 tháng	Nam A Bank	11,22
9 tháng	Nam A Bank	11,22
12 tháng	Nam A Bank	11,22
18 tháng	KienLong Bank	11,3
24 tháng	KienLong Bank	11,3
36 tháng	Nam A Bank	11,22

Nguồn: Các ngân hàng, SBS

Tỷ giá: xu hướng tăng đã được dự báo

Như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo tháng trước, cơn sốt USD cuối tháng 6 đến từ việc các doanh nghiệp phải mua USD để trả nợ các hợp đồng vay bằng USD. Chính sự tăng cầu cũng như kỳ vọng VND sẽ giảm giá thêm đã tạo tâm lý găm giữ USD trong dân cư và các nhà xuất khẩu do kỳ vọng vào việc USD sẽ còn tiếp tục tăng giá trong những tháng kế tiếp. Ngoài ra, do yếu tố mùa vụ, nhu cầu USD sẽ còn tăng lên trong nửa cuối năm nay, tạo ra áp lực không nhỏ cho việc ổn định tỷ giá. Cụ thể, các nhà nhập khẩu sẽ cần thêm USD để thanh toán các hợp đồng, ngoài ra, các tổ chức và công ty nước ngoài cũng sẽ tích cực mua USD kể từ thời điểm này nhằm tránh rủi ro khi phải chuyển hóa lợi nhuận bằng VND sang USD khi hạch toán cuối năm. Do đó, thị trường ngoại hối sẽ cần một lượng cung USD đủ lớn để đáp ứng những nhu cầu trên. Hơn nữa, việc thâm hụt thương mại tiếp tục gia tăng có thể sẽ trở thành gánh nặng lên cán cân thanh toán quốc gia.

Tỷ giá USD/VND



Nguồn: SBS, CEIC

...nhưng sẽ không có biến động lớn

Áp lực trên thị trường ngoại hối là có thật tuy nhiên phải thừa nhận việc tồn tại song song hai thị trường ngoại hối đã trở thành một đặc tính quen thuộc của nền kinh tế Việt Nam trong những thập kỷ qua mà kinh tế học theo lý thuyết ở các nước phát triển sẽ không giải thích được. Vì vậy, chúng tôi không cho rằng biến động trên tỷ giá là những cú shock hay những điều ngạc nhiên đối với những doanh nghiệp hay các NHTM. Vài tháng trước, lãi suất cho vay bằng VND cao hơn rất nhiều so với vay USD. Vì vậy, rất nhiều doanh nghiệp đã lựa chọn vay bằng ngoại tệ. Tuy nhiên từ nay tới cuối năm, chuyện này có thể sẽ khó tiếp diễn. Doanh nghiệp sợ phải đối mặt với kỳ hạn trả nợ USD sẽ hạn chế các khoản vay này. Ngoài ra, việc lãi suất cho vay bằng đồng nội tệ giảm cũng gây tác động nhất định tới tỷ giá USD/VND. Cụ thể, với việc lãi suất cho vay bằng VND đang giảm dần trong khi lãi suất bằng USD đang tăng lên, chênh lệch giữa hai loại lãi suất lúc này chỉ còn 6% thay vì 9% như trước đây. Doanh nghiệp sẽ cân nhắc kỹ lưỡng hơn việc vay bằng USD do khoảng cách lãi suất lúc này dường như là không đủ để bù đắp rủi ro ngoại hối. Chúng tôi không cho rằng VND sẽ giảm quá 4-5% cho đến cuối 2010.

CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG SÀI GÒN THƯƠNG TÍN

Hotline: (+84.8) 62 55 59 50
E-mail: contact_english@sbsc.com.vn
Website: www.sbsc.com.vn

Hội sở

ĐC: 278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, P.8, Q.3,
TP.HCM
ĐT: (08) 62 68 68 68
Fax: (08) 62 55 59 39

Chi nhánh Sài Gòn

ĐC: 63B Calmette, P.Nguyễn Thái Bình, Q.1,
TP.HCM
ĐT: (08) 38 214 888
Fax: (08) 38 213 015

Chi nhánh Hoa Việt

ĐC: 36-38 Phùng Hưng, Q.5, TP.HCM
ĐT: (08) 38 54 78 58
Fax: (08) 38 54 78 56

Chi nhánh Hà Nội

ĐC: Tầng 6 và 7 - số 88 Lý Thường Kiệt,
Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
ĐT: (04) 39 42 80 76
Fax: (04) 39 42 80 75
Email: hanoi@sbsc.com.vn

Chi nhánh Đà Nẵng

ĐC: 62 Nguyễn Thị Minh Khai, Q. Hải Châu,
TP. Đà Nẵng
ĐT: (05113) 81 86 86
Fax: (05113) 81 88 86

Chi nhánh Vũng Tàu

ĐC: Tầng 3 - số 67A Lê Hồng Phong, TP.
Vũng Tàu
ĐT: (064) 35 53 398
Fax: (064) 35 53 390

Chi nhánh Tây Đô

212A Đường Ba tháng Hai, Quận Ninh
Kiều, TP.Cần Thơ
ĐT: (0710) 3783434
Fax: (0710) 3783436

Singapore

SBS Global Investment Pte Ltd.
Address: 3 Shenton Way, #24-03 Shenton
House, Singapore 068805
ĐT: +65-6592-5709 - Fax: +65-6592-5700
Website: www.sbsglobalinvest.com

Khối Phân tích và tư vấn đầu tư: sbs.research@sbsc.com.vn

Những thông tin và nhận định mà SBS cung cấp trên đây là dựa trên đánh giá của người viết tại ngày đưa ra bản tin. Bản tin này chỉ mang tính chất tham khảo nhằm giúp nhà đầu tư có đầy đủ thông tin hơn trong việc ra quyết định và có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần thông báo trước. Thông tin trong bản tin này dựa trên những thông tin có sẵn được thu thập từ nhiều nguồn mà được tin là đáng tin cậy, tuy nhiên độ chính xác và hoàn hảo không được đảm bảo. SBS không chịu trách nhiệm cho những khoản lỗ trong đầu tư khi sử dụng những thông tin trong bản tin này.