

**TP. HỒ CHÍ MINH, VIỆT NAM**  
**04-2011**

## TIÊU ĐIỂM

- CPI 2011 được dự đoán ở mức 9,5%.
- Kinh tế Việt Nam gặp những khó khăn nhất định trong nửa đầu năm 2011 do những chính sách tài khóa và tiền tệ thắt chặt để kiềm chế lạm phát. Tình hình kinh tế được kỳ vọng sẽ cải thiện trong nửa cuối năm 2011.
- Khủng hoảng nợ công Châu Âu gây tác động đến nền kinh tế thế giới mạnh hơn ảnh hưởng từ Nhật do thảm họa động đất, sóng thần và hạt nhân.
- Thế giới đối mặt với nguy cơ lạm phát cao.
- Nhà đầu tư nước ngoài kiên trì mua ròng với giá trị mua ròng 2010 đạt 13.300 tỷ đồng.
- Xét cả hai tình huống bi quan và lạc quan, chúng tôi cho rằng thị trường chứng khoán 2011 sẽ đi ngang và chờ đợi cơ hội tăng trưởng.

**KINH TẾ VIỆT NAM**

Kết thúc năm 2010, kinh tế Việt Nam đã có được những điểm sáng về mức tăng trưởng GDP 6,78% so với mức 5,32% của năm trước cũng như tăng trưởng về kim ngạch xuất nhập khẩu. Tuy nhiên, chất lượng tăng trưởng và mức độ bền vững của nó vẫn còn là một câu hỏi đối với nhà đầu tư.

**Hình 1: Một số chỉ tiêu kinh tế vĩ mô**

Chỉ tiêu	2009	2010
<b>GDP (%)</b>	5,32	6,78
<b>CPI (%)</b>	6,88	11,75
<b>Tỷ giá bình quân (VND/USD)</b>	18.479	19.498
<b>Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)</b>	15,2	10,0
<b>Thâm hụt thương mại (tỷ USD)</b>	12,2	12,4
<b>Tăng trưởng tín dụng (%)</b>	37,7	29,8
<b>FDI đăng ký (tỷ USD)</b>	21,5	18,6
<b>FDI thực hiện (tỷ USD)</b>	10	11

*(Nguồn: GSO)*

Thực trạng nền kinh tế cho thấy vẫn còn một số bất cập trong chất lượng tăng trưởng kinh tế ở nước ta khi phụ thuộc quá nhiều vào nguồn vốn, đặc biệt vốn đầu tư nước ngoài trong khi hiệu quả sử dụng vốn lại không cao. Chỉ số ICOR của Việt Nam 2010 là 6,2 cao hơn khá nhiều so với hệ số ICOR của các quốc gia trong khu vực trong giai đoạn tăng trưởng nhanh. Nguyên nhân là do tăng nhanh nguồn vốn đầu tư nhưng hiệu quả đầu tư lại thấp cùng với tình trạng thất thoát vốn. Ngoài ra, thâm hụt thương mại cũng ảnh hưởng đến dự trữ ngoại hối (10 tỷ USD) và cân đối của nền kinh tế trong giai đoạn vừa qua.

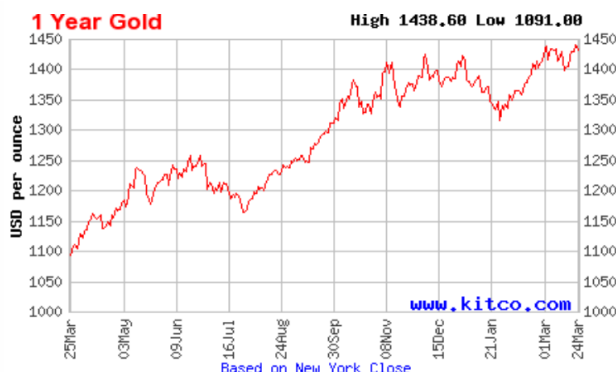
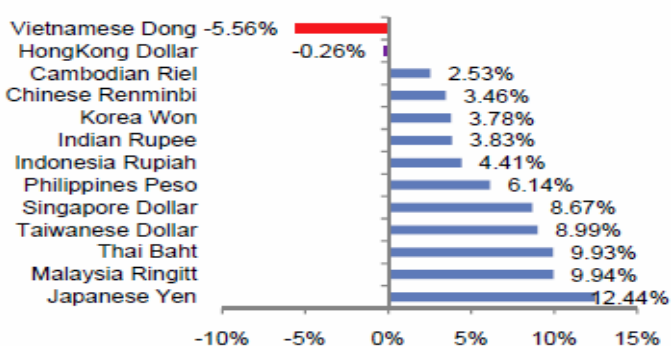
Bên cạnh đó, lạm phát cao là vấn đề đáng quan tâm đối với nền kinh tế khi (1) giá cả hàng hóa trong nước tăng do ảnh hưởng từ việc tăng giá hàng hóa thế giới (lương thực 30%, xăng dầu tăng 25-40%, than, điện 15% ...) và (2) mức tăng trưởng tín dụng mạnh trong nửa cuối năm 2010 cũng tạo sức ép lên lạm phát. Do vậy, chính phủ đã áp dụng chính sách tiền tệ thắt chặt để bình ổn lạm phát, nhưng do nhu cầu vốn cao nên hệ thống các NHTM buộc phải nâng lãi suất huy động và lãi suất cho vay lên mức cao.

Chính sách tỷ giá vẫn chưa hiệu quả; mặc dù USD giảm giá mạnh so với hầu hết các đồng tiền khác trên thế giới, nhưng VND vẫn mất giá mạnh so với USD. Trong 2010, VND giảm 5,7% so với USD trong khi nếu xét trên thị trường tự do thì mức giảm này lên đến khoảng 8,4%. Nguyên nhân chính của việc mất giá mạnh là do: (1) sự tăng trưởng đột biến về nhu cầu ngoại tệ (tăng trưởng tín dụng ngoại tệ lên đến 37,76% trong năm 2010) (2) dự trữ ngoại hối của NHNN quá mỏng, (3) thâm hụt cán cân thanh toán và (4) một lượng tiền đồng lớn cung ra thị trường vào giai đoạn cuối năm.

Nhập siêu vẫn ở mức cao (12,4 tỷ USD) mặc dù kim ngạch xuất khẩu tăng nhanh hơn kim ngạch nhập khẩu. Dòng vốn FII, FDI, ODA giải ngân cũng giúp Việt Nam bù đắp được một phần đáng kể trong thâm hụt thương mại. Nhưng cán cân thanh toán tổng thể vẫn thâm hụt khoảng 4 tỷ USD trong năm 2010 phần lớn do nhập khẩu vàng lậu; điều này đã gây áp lực lớn lên đồng nội tệ và tỷ giá vào thời điểm cuối năm, là thời gian cao điểm của các doanh nghiệp có nhu cầu ngoại tệ phục vụ kinh doanh nhập khẩu, các khoản vay ngoại tệ đáo hạn.

Ngoài ra, biến động của thị trường vàng cũng góp phần làm cho sự tăng trưởng của nền kinh tế không ổn định. Giá vàng thế giới tăng cao cũng tác động đến giá vàng trong nước. Khi lạm phát cao, dự trữ ngoại hối thấp và mất giá của VND làm gia tăng tâm lý đầu cơ của một bộ phận người dân thì giá vàng trong nước liên tục bị đẩy lên cao (cao hơn giá vàng thế giới) và tăng các hoạt động nhập lậu vàng.

**Hình 2: Mất giá VND và diễn biến giá vàng**



(Nguồn: Reuter, Kitco)



Những phân tích trên cho thấy lạm phát tiếp tục là vấn đề đáng quan tâm đối nhất với Việt Nam trong 2011. Với tình hình giá cả tất cả các hàng hóa đều tăng và có thể sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới cùng với việc điều chỉnh tỷ giá bình quân liên ngân hàng lên 9,3% trong tháng 2/2011 (mức mạnh nhất từ trước tới giờ) cũng có tác động đến giá hàng hóa qua kênh nhập khẩu. Do đó, Chính phủ đang thực hiện chính sách tài khóa và tiền tệ thắt chặt một cách mạnh mẽ (nghị định 11) để kiềm chế lạm phát trong năm nay. Những chính sách được Chính phủ ban hành để kiềm chế lạm phát:

- Tăng lãi suất tái cấp vốn và lãi suất chiết khấu lên mức 12%
- Hạn chế mức tăng trưởng tín dụng 2011 dưới 20%, tăng trưởng cung tiền M2 duy trì ở mức 15%-16%
- Giảm đầu tư công 10%
- Biện pháp nhằm xóa bỏ tình trạng 2 tỷ giá cũng như xóa bỏ việc giao dịch vàng miếng trên thị trường tự do trong thời gian tới.

Trong những tháng đầu năm, Chính phủ đã đặt mục tiêu hàng đầu là kiềm chế lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô với những biện pháp mạnh, và như vậy tốc độ phát triển kinh tế ở Việt Nam sẽ khó có được sự phát triển mạnh và được dự đoán khoảng 6%-6,5% như mục tiêu Chính phủ đặt ra. Tuy nhiên, lạm phát sẽ không thể duy trì dưới mức 7% khi CPI quý 1/2011 đã tăng 6,12%, do đó mức tăng CPI cuối 2011 có thể lên đến 9,5% (theo WB) trong tình hình hiện nay. Như vậy, kinh tế sẽ gặp những khó khăn nhất định trong giai đoạn nửa đầu năm 2011, do những chính sách tài khóa và tiền tệ thắt chặt để kiểm soát lạm phát. Chúng tôi cũng cho rằng tình hình kinh tế vĩ mô sẽ đi vào ổn định và cải thiện trong nửa cuối năm 2011 khi những chính sách trên phát huy được hiệu quả tích cực dài hạn của nó, và kết quả là nhiều khả năng những chính sách trên sẽ được nới lỏng hơn.

## RỦI RO NỀN KINH TẾ TOÀN CẦU

Bên cạnh những yếu tố vĩ mô nội tại, nền kinh tế Việt Nam nói chung và thị trường chứng khoán Việt Nam nói riêng còn bị đe dọa bởi sự bất ổn của tình hình thế giới như những ảnh hưởng tiêu cực từ động đất, sóng thần và khủng hoảng

hạt nhân ở Nhật, khủng hoảng Chính trị ở Libya, khủng hoảng nợ Châu Âu, và sự leo thang của giá lương thực thực phẩm gây nên mối lo ngại về một cuộc khủng hoảng lương thực thế giới.

Hiện tại còn quá sớm để dự đoán chính xác những ảnh hưởng của động đất và sóng thần ở Nhật lên kinh tế Việt Nam khi Nhật là đối tác thương mại quan trọng đứng thứ 4 của Việt Nam trong năm 2010 sau Trung Quốc, Mỹ và EU. Kim ngạch xuất khẩu Việt Nam sang Nhật năm 2010 đạt 7,7 tỷ USD chiếm 11% tổng kim ngạch xuất khẩu, tăng 23% so với năm 2009. Riêng ngành du lịch là ngành bị ảnh hưởng mạnh nhất bởi trận động đất này, trong năm 2010 Việt Nam đón gần 450.000 lượt khách Nhật chỉ đứng sau Trung Quốc, Hàn Quốc, và trong 2 tháng đầu năm nay có hơn 92.000 du khách Nhật tới Việt Nam, tuy nhiên sau động đất thì rất nhiều khách đã hủy tour. Khách Nhật được xếp vào khách hạng sang nên doanh số ngành du lịch năm nay dự đoán sẽ sụt giảm mạnh do tác động của trận động đất 11/3. Bên cạnh đó, Nhật cũng là nhà đầu tư lớn của Việt Nam, Nhật chiếm 22% tổng vốn ODA, 12% tổng FDI, mặc dù cho đến hiện nay các nhà đầu tư Nhật vẫn giữ nguyên các khoản cam kết đầu tư vào Việt Nam, nhưng xét về tốc độ tăng trưởng thì con số này sẽ sụt giảm trong năm nay do Nhật phải tập trung nguồn tài chính để tái thiết đất nước.

Ngoài ra, sau động đất thì đồng Yen Nhật liên tục tăng giá bất chấp sự bơm tiền ồ ạt của Chính phủ Nhật. Nguyên nhân đồng Yen tăng giá mạnh là do hoạt động “carry trade” của giới đầu cơ. Đồng Yen tăng giá mạnh sẽ gây khó khăn nhiều cho nền kinh tế Việt Nam, đặc biệt là gánh nặng nợ nước ngoài. Nhật là chủ nợ lớn nhất của Việt Nam, và nợ đồng Yen chiếm 38% tổng nợ nước ngoài của Việt Nam (theo WB). Và trong bối cảnh đồng yen tăng giá so với USD, VND mất giá so với USD, xem như đồng VND mất giá kép thì sẽ ảnh hưởng tâm lý đến nhà đầu tư Nhật khi quyết định bỏ vốn vào thị trường Việt Nam, đặc biệt là thị trường chứng khoán, vì lợi nhuận đầu tư sẽ bị xói mòn bởi sự mất giá mạnh của VND so với đồng Yen.

Không gây nhiều sự chú ý như vấn đề động đất Nhật Bản, nhưng vấn đề nợ công Châu Âu sẽ ảnh hưởng mạnh đến nền kinh tế thế giới hơn nếu các bên liên quan không tìm ra giải pháp vượt qua khó khăn khi Châu Âu chiếm 20% GDP toàn

cầu, trong khi Nhật Bản chỉ chiếm 6%. Hiện nay, Hy Lạp và Ireland đang đối mặt với nguy cơ phá sản, Bồ Đào Nha, Tây Ban Nha bị hạ xếp hạng tín dụng từ Moody's, Châu Âu một lần nữa làm cho các nhà đầu tư phải lo lắng. Và nguy hại hơn nữa là nếu vấn đề nợ công Châu Âu không được ngăn chặn kịp thời thì sẽ lan truyền sang cuộc đổ vỡ nợ mới ở Mỹ, là đầu tàu kinh tế thế giới, có mối quan hệ chặt chẽ với kinh tế Châu Âu và cũng là quốc gia có mức nợ công lớn nhất thế giới (12.500 tỷ USD năm 2010) (theo FED). Và các nước Châu Á cũng sẽ chịu tác động không nhỏ khi nền kinh tế các nước này phụ thuộc vào nhu cầu quá lớn từ Châu Âu và Mỹ. Việt Nam cũng không ngoại lệ khi kim ngạch xuất khẩu sang Châu Âu và Mỹ chiếm gần 37% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam (theo GSO).

Ngoài ra, áp lực tăng giá lương thực thực phẩm thế giới làm tăng rủi ro nền kinh tế và gia tăng khó khăn trong nỗ lực chống lạm phát của các quốc gia. Đặc biệt là các nước mới nổi, khi người dân phải chi tiêu 20% thu nhập cho lương thực thực phẩm trong khi con số này chỉ là 7% ở các quốc gia phát triển. Theo FAO, chỉ số giá lương thực thế giới đã tăng 28,3% so với giữa năm 2010 đặc biệt các mặt hàng như lúa mì (59% yoy), ngũ cốc (+95% yoy), đường (+14% yoy), café (+83% yoy). Và nguyên nhân chính gây nên sự leo thang của giá lương thực thực phẩm thế giới là do hạn hán nghiêm trọng ở Nga và nước này đã hạn chế xuất khẩu lương thực, lũ lụt ở Australia và hạn hán tồi tệ nhất trong vòng 60 năm qua ở Trung Quốc.

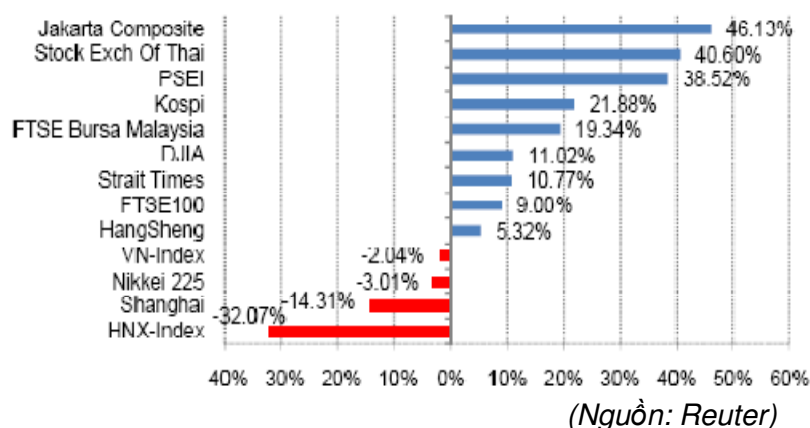
Nhiều yếu tố đe dọa sự phát triển của nền kinh tế toàn cầu đang hội tụ cùng một thời điểm và các yếu tố này tác động không nhỏ đến công cuộc chống lạm phát ở các quốc gia mới nổi khi lạm phát là “căn bệnh” kinh niên ở các quốc gia này. Vì nỗi lo này nên hiện tại đang có khuynh hướng rút bớt vốn từ các quỹ đầu tư khỏi thị trường mới nổi. Từ đầu năm đến nay nhà đầu tư đã rút 24,6 tỷ USD khỏi các thị trường mới nổi (theo EPFR Global) đây là mức rút vốn lớn nhất thứ 2 kể từ cuộc khủng hoảng 2008.

## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Năm 2010 là năm không thành công của TTCK Việt Nam với hoạt động giao dịch

kém tích cực hơn so với các TTCK khác trên thế giới. Kết thúc năm, chỉ số VN-Index giảm 2,04% trong khi chỉ số HNX-Index giảm khá mạnh 32,07%. Điểm nổi bật của thị trường trong thời gian qua là (1) nguồn cung cổ phiếu tăng mạnh, (2) lực cầu của nhà đầu tư trong nước yếu trong khi khối ngoại đóng vai trò hỗ trợ thị trường.

**Hình 3: Biến động của VN-Index so với các chỉ số khác trong khu vực**



Thị trường chứng khoán từ đầu năm đến nay đã diễn biến gây không ít thất vọng cho nhà đầu tư. Bắt đầu năm 2011, nhiều nhà đầu tư kỳ vọng năm 2011 thị trường chứng khoán sẽ diễn biến khả quan hơn sau một thời gian dài ảm đạm do Việt Nam sẽ lấy lại tốc độ tăng trưởng cao nhờ vào tình hình kinh tế thế giới đã được cải thiện. Thật vậy, chính kỳ vọng này mà nhà đầu tư nước ngoài đã liên tục mua ròng trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong suốt năm 2010 và năm 2010 trở thành năm nhà đầu tư mua ròng kỷ lục với mức mua ròng đạt 13.300 tỷ đồng.

Tuy nhiên, không như kỳ vọng ban đầu, hàng loạt các chính sách vĩ mô nhằm chấn chỉnh lại nền kinh tế yếu kém đã được đưa ra một cách dồn dập và gây khá sốc cho nhà đầu tư cũng như thị trường chứng khoán. Chính vì vậy, từ đầu năm đến nay thị trường chỉ đón nhận một đợt sóng ngắn bật dậy vào trung tuần tháng 1, sau đó thị trường đã lao dốc mạnh trước những lo ngại về rủi ro kinh tế vĩ mô như đã trình bày ở trên và sau khi Quyết Định 11 được đưa ra thì thị trường đã bước vào giai đoạn đi ngang cho đến hiện nay.



Xét riêng bản chất nghị định 11 để kiềm chế lạm phát và bình ổn nền kinh tế thì đây là bước đi đúng. Vấn đề làm nhà đầu tư băn khoăn hiện nay là chính sách này có được thực hiện triệt để không? Và khi thực hiện đúng thì có mang lại hiệu quả khả quan không đặc biệt trong thời kỳ kinh tế thế giới đang đối mặt với nhiều khó khăn.

Chúng tôi tin tưởng vào quyết tâm bình ổn lạm phát trong năm nay của Chính phủ do:

- Bài học từ 2010: Như chúng ta đã biết vào đầu năm 2010 khi nền kinh tế Việt Nam cũng bị đe dọa bởi lạm phát cao nên chính phủ cũng thắt chặt tiền tệ vào những tháng đầu năm, nhưng sau đó vì lo ngại làm tổn hại đến tốc độ tăng trưởng GDP nên những tháng cuối năm chính phủ đã gia tăng chi tiêu, đặc biệt là chi tiêu công cho các tập đoàn và hậu quả là không thể kiềm chế lạm phát trong năm 2010.
- Hiện nay, dự trữ ngoại hối của Việt Nam còn khá mỏng (10 tỷ USD cuối năm 2010), do đó buộc chính phủ phải chần chừ lại nền kinh tế để gia tăng nguồn dự trữ khá mỏng này.

Trên cơ sở tin tưởng vào sự ổn định kinh tế vĩ mô nhờ vào yếu tố nội tại Việt Nam chúng tôi đưa ra 2 tình huống cho thị trường chứng khoán trong năm 2011 phụ thuộc vào diễn biến tình hình kinh tế thế giới:

- Tình huống lạc quan: kinh tế thế giới vẫn duy trì được đà phát triển, không rơi vào tình trạng khủng hoảng lương thực hay nợ công ở Châu Âu. Như vậy, nhờ chính sách thắt chặt tiền tệ, lạm phát Việt Nam sẽ được khống chế, kim ngạch xuất nhập khẩu vẫn giữ được tốc độ tăng trưởng và đồng Việt Nam không tiếp tục mất giá. Với tình huống này thì kỳ vọng mặt bằng lãi suất sẽ bắt đầu giảm vào quý 3, và thị trường chứng khoán cũng bắt đầu lấy lại đà tăng trưởng.
- Tình huống bi quan: kinh tế thế giới có thể quay lại thời kỳ suy thoái do vấn đề nợ công Châu Âu, lạm phát leo thang do sự tăng giá dầu và giá lương thực thực phẩm. Với tình huống này, thì thị trường chứng khoán sẽ tiếp tục khuynh hướng đi ngang và giao dịch ảm đạm trong suốt năm 2011. Chúng

tôi chỉ dự đoán thị trường đi ngang trong điều kiện kinh tế thế giới diễn biến không thuận lợi mà không dự đoán thị trường giảm sâu vì hiện nay mức PE 11x của thị trường Việt Nam đang ở mức thấp nhất so với khu vực nên xác suất thị trường xuống sâu là không cao.

Ngoài các yếu tố kinh tế vĩ mô Việt Nam, kinh tế thế giới thì thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm nay kỳ vọng sẽ nhận thêm được chất xúc tác từ những quy định mới của Ủy ban chứng khoán Nhà nước. Trong đó, đáng chú ý là: cho phép một nhà đầu tư mở nhiều tài khoản, giao dịch T+2, cho phép công ty chứng khoán thực hiện việc quản lý danh mục đầu tư, luật về hoạt động của quỹ mở. Tất cả những quy định này nhằm tăng thêm tính thanh khoản cho thị trường, nhằm đưa thị trường chứng khoán về đúng chức năng của nó là kênh huy động vốn hiệu quả của nền kinh tế.

Tóm lại, theo quan điểm của chúng tôi khi xét cả hai tình huống thì thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2011 chỉ trong khuynh hướng đi ngang và chờ đợi cơ hội tăng trưởng, ngoài ra thị trường còn nhận thêm lực đẩy từ những quy định mới của Ủy ban chứng khoán Nhà nước. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên xem xét đầu tư vào cổ phiếu trong năm nay đặc biệt khi các kênh đầu tư khác đang gặp khó khăn: vàng, ngoại tệ bị cấm giao dịch, bất động sản đang đóng băng.

### **KHUYẾN CÁO:**

Báo cáo này không được chỉ dẫn hoặc chỉ định cho việc phân phối hoặc sử dụng bởi bất cứ cá nhân hoặc tổ chức là công dân hoặc người cư trú thuộc bất cứ nơi nào hoặc các nơi thực thi quyền lực khác mà tại các nơi này sự phân phối, công bố và việc sử dụng có thể trái với luật pháp hoặc những quy định hoặc những điều sẽ buộc SBBS phải đăng ký hoặc yêu cầu giấy phép trong việc thực hiện các luật lệ này.

Các thông tin, dữ liệu trong báo cáo này chỉ với mục đích cung cấp thông tin và không nhằm mục đích chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán hay công cụ phái sinh nào. Ngoài ra, SBBS có thể mua bán chứng khoán cho tài khoản tự doanh của mình dựa vào những khuyến nghị đầu tư ngắn hạn của các chuyên gia phân tích và có thể những giao dịch này trái ngược với quan điểm hoặc các khuyến nghị về mua bán chứng khoán trong báo cáo này.

Trước khi quyết định đầu tư theo những khuyến nghị trong báo cáo này, nhà đầu tư nên xem xét rằng những khuyến nghị này có phù hợp với điều kiện cụ thể của bản thân hay không bao gồm thuế phải chịu, môi trường luật pháp và năng lực tài chính.

Các thông tin trong báo cáo này được xem là đáng tin cậy bởi SBBS, tuy nhiên SBBS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. SBBS không chịu trách nhiệm về những khoản lỗ của nhà đầu tư khi đầu tư dựa trên khuyến nghị của báo cáo này. Trong tương lai, SBBS có thể phát hành thêm các báo cáo mới với những thông tin và kết luận không tương thích với báo cáo này.

Thông tin, ý kiến và những dự báo trong báo cáo này phản ánh vào thời điểm thực hiện báo cáo và SBBS có thể thay đổi chúng mà không cần thông báo.

Một số danh mục đầu tư thảo luận trong báo cáo này có thể thay đổi giá trị nhanh chóng và thậm chí có thể giảm giá trị rất mau và gây nên thiệt hại cho nhà đầu tư. Những khoản mục đầu tư với những đồng tiền khác đồng tiền của nhà đầu tư, nhà đầu tư phải chịu thêm rủi ro về sự biến động tỷ giá ảnh hưởng đến lợi nhuận và thu nhập của nhà đầu tư.

Những người đọc báo cáo này nếu không phải là những chuyên gia tài chính hay khách hàng của SBBS thì nên tư vấn thêm các luật sư và chuyên gia độc lập khác để được giải thích rõ hơn nội dung trong báo cáo trước khi quyết định đầu tư.

Tất cả những nội dung trong báo cáo này thuộc bản quyền của SBBS, trừ những phần có ghi rõ nguồn gốc xuất xứ. Không ai có quyền sao chép mà không được sự đồng ý bằng văn bản của SBBS.

Copyright © 2008 **SaigonBank Berjaya Securities Joint Stock Company**. All rights Reserved.

### **PHÒNG NGHIÊN CỨU – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SAIGONBANK BERJAYA**

Tầng 5&6, 2C Phó Đức Chính, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

T: (84 8) 914 3399 F: (84 8) 914 3388 Web: <http://www.sbbsjsc.com.vn>