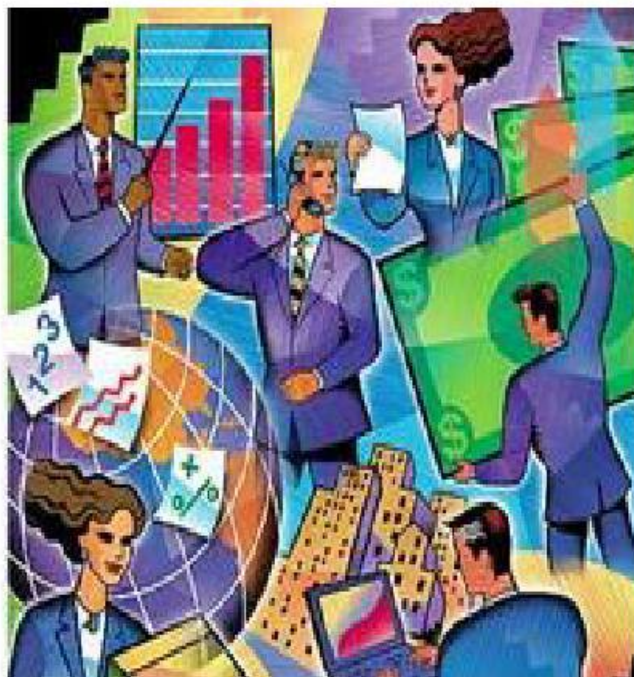




Công ty Cổ phần Chứng khoán
Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam



Báo cáo Quý II.2011

PHÒNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN NHĐT&PT VIỆT NAM (BSC)

BSC Trụ sở chính
Tầng 10 & 11 – Tháp BIDV
35 Hàng vôi – Hoàn Kiếm – Hà nội
Tel: 84 4 22206647
Fax: 84 4 22200669

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh
Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8218885
Fax: 84 8 3 8218510

Website: www.bsc.com.vn

KINH TẾ VĨ MÔ

I. TỔNG QUAN NỀN KINH TẾ

Chỉ số cơ bản	6 tháng đầu năm 2011	Dự báo 2011
GDP (%)	5.67%	5.6% - 5.8%
Lạm phát (% yoy)	20.82%	17%-18%
Tỉ giá (USD/VND)	20.600	21.000
% Tín dụng	7.12%	15-17%
Thâm hụt thương mại (tỷ USD)	6.6	12 -14
FDI giải ngân (tỷ USD)	5.3	11 -11.5

1. Kinh tế Việt Nam

GDP 6 tháng đầu năm 2011 tăng 5,57% so với cùng kỳ năm 2010: Trong đó quý I tăng 5,43%; quý II tăng 5,67%. Nhìn chung, trong bối cảnh chính sách tiền tệ thắt chặt, nền kinh tế vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng hợp lý với mức tăng quý II cao hơn quý I. Tuy nhiên, con số 5.57% thấp hơn 0,59% so với cùng kỳ năm ngoái.

Lạm phát hình thành xu thế giảm tốc trong 2 tháng cuối quý II. Tuy nhiên, xu thế này đã bị “bẻ gãy” trong tháng 7: Theo số liệu của Tổng cục Thống kê (GSO), mức tăng theo tháng của CPI (MoM) trong tháng 5 và tháng 6 lần lượt là 2,21% và 1,09%. Như vậy nếu so với mức tăng mạnh 3,32% của CPI tháng 4, chỉ số giá tiêu dùng đã giảm tốc. Tuy vậy, xu thế này đã không giữ được sang tháng tiếp theo khi CPI tháng 7 tăng 1,17% so với tháng 6. Mức tăng theo năm của CPI (yoy) vẫn tiếp tục lập đỉnh cao mới, CPI yoy tháng 7 đã lên tới 22,16% - mức rất cao so với nhiều nền kinh tế khác trong khu vực.

Cấu phần lớn nhất trong rổ hàng hoá tính CPI là “Thực phẩm” (trọng số 24,35%) không ngừng tăng giá trong suốt thời gian từ đầu năm tới nay. Đặc biệt trong thời gian cuối tháng 6 đến nay đã xuất hiện những đợt biến động khá mạnh của giá thực phẩm tại một số tỉnh Bắc bộ. Do đó, mặt bằng giá chung cả nước đã phải chịu một cú hích khá đáng kể. Việc lạm phát tăng trở lại trong tháng 7 xuất phát chủ yếu từ nguyên nhân này. Phân tích CPI tháng 7 cho thấy nhóm “Thực phẩm” đã tăng tới 3,2% so với tháng 6; nhóm “Ăn uống ngoài gia đình” tăng 1,78% mặc dù nhóm “Lương thực” đã giảm nhẹ 0,88%.

Như vậy, với việc xu hướng giảm tốc bị bẻ gãy, tín hiệu về lạm phát trong những tháng cuối năm trở nên khá bi quan, lạm phát cả năm theo chúng tôi đánh giá sẽ không thể dưới mức 16%.



Nguồn: GSO, SBV, Bloomberg

Thị trường ngoại hối ổn định nhờ các biện pháp mạnh tay của NHNN:

Trong quý II/2011, NHNN đã tăng dữ trữ bắt buộc đối với tiền gửi ngoại tệ không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 12 tháng tại các TCTD lên 7%. Các khoản tiền gửi ngoại tệ bởi khách hàng cá nhân và tổ chức tại NHTM cũng được áp dụng mức lãi suất trần tối đa lần lượt là 2% và 0,5%. Ngoài ra NHNN còn quy định Tập đoàn kinh tế, Tổng Công ty Nhà nước phải bán ngoại tệ cho TCTD từ 1/7 theo Thông tư 13/2011/TT-NHNN (kết hối). Có thể nói, NHNN đã rất thành công trong việc bình ổn thị trường ngoại hối. Các biện pháp ổn định tỷ giá và thị trường ngoại hối được sử dụng đã phát huy những tác dụng tích cực. Các giao dịch trên thị trường ngoại tệ tự do được hạn chế ở mức tối đa. Chênh lệch tỷ giá USD giữa các NHTM và thị trường tự do tiếp tục thu hẹp. Nhờ sự hạ nhiệt của tỷ giá, nguồn cung USD của các NHTM cũng tăng lên, đáp ứng tốt hơn những nhu cầu ngoại tệ của cá nhân và doanh nghiệp.

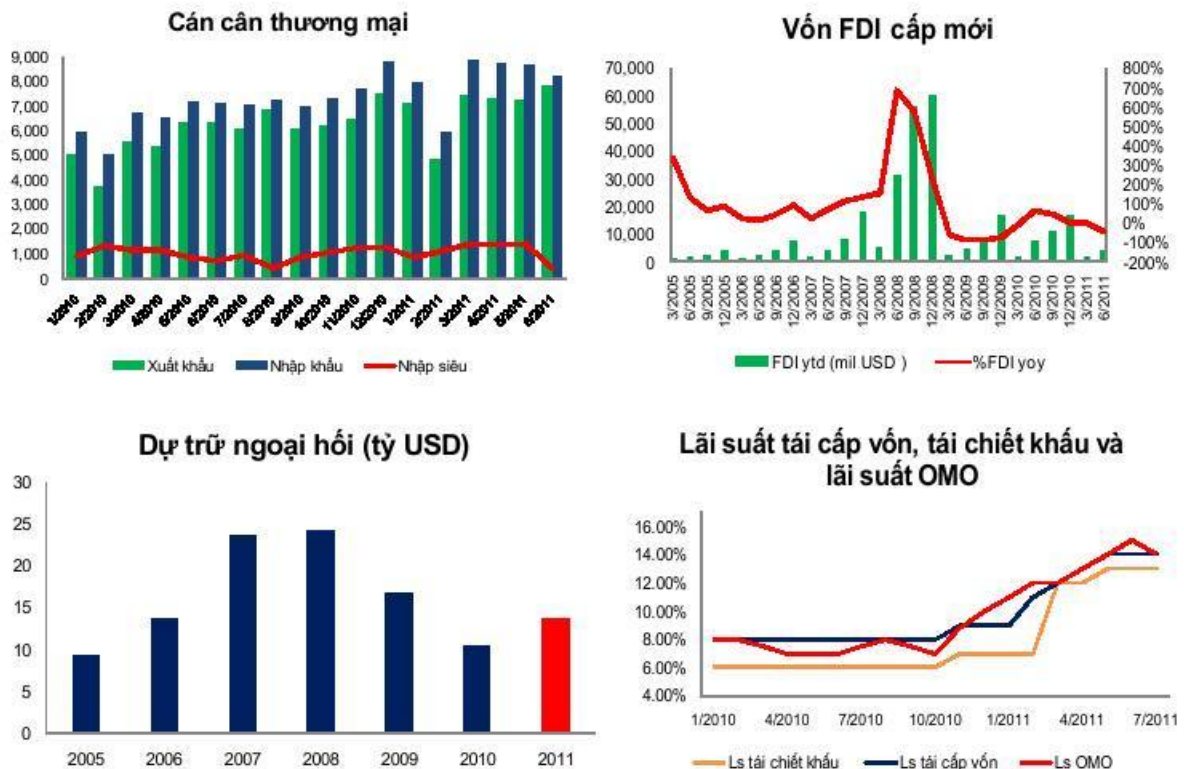
Dự trữ ngoại hối quốc gia đã cải thiện song cán cân thanh toán vẫn còn nhiều thách thức: Thị trường ngoại hối tương đối ổn định là điều kiện tốt để NHNN mua vào USD nhằm cải thiện dự trữ ngoại hối. Theo số liệu của IMF, đến tháng 5/2011 dự trữ ngoại hối của Việt Nam đạt khoảng 13,5 tỷ USD. Còn theo thông tin từ Chính phủ và NHNN, trong 2-3 tháng vừa qua, NHNN đã mua vào khoảng 4 tỷ USD để tăng dự trữ ngoại hối.

Tuy nhiên, xét theo cơ cấu cán cân thanh toán Việt Nam, hiện tại cán cân vãng lai và cán cân vốn đều đang ở tình trạng thâm hụt khi nhập siêu 6.6 tỷ USD còn vốn đầu tư FDI đang có xu hướng giảm mạnh; kiều hối giảm do chênh lệch lãi suất trong nước và thế giới đang bị thu hẹp. Theo quy định của IMF, dự trữ ngoại hối có quy mô tương đương 12 đến 14 tuần nhập khẩu thì quốc gia sẽ

được coi là đủ dự trữ ngoại hối. Nếu tính theo tổng kim ngạch nhập khẩu 6 tháng đầu năm là 42,3 tỷ USD tức là khoảng 1,76 tỷ USD/1 tuần nhập khẩu thì con số 13.5 tỷ USD, tương đương gần 8 tuần vẫn là một con số chưa thực sự an toàn.

Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI giảm mạnh: Tổng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài 6 tháng đầu năm giảm mạnh. Tính chung trong vòng 6 tháng, cả vốn đầu tư cấp mới và tăng thêm đạt 5.667 tỷ USD, bằng 62,7% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, tín hiệu đáng mừng là con số vốn thực hiện 5.3 tỷ sát với số vốn đăng ký, khả năng hoàn thành mục tiêu giải ngân từ 11-11.5 tỷ USD có thể sẽ khả thi.

Xuất nhập khẩu: Xuất khẩu 6 tháng đầu năm ước đạt 42,3 tỷ USD, tăng 30,3% so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên việc xuất khẩu vàng khiến tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu thiếu bền vững và có thể suy giảm nhanh nếu xuất khẩu vàng và kim loại quý giảm trong những tháng cuối năm. Nhập khẩu 6 tháng ước khoảng 48,9 tỉ USD, tăng 26,4% so với cùng kỳ năm trước. Nhập siêu lên tới 6,6 tỉ USD, chiếm 15,6% tổng kim ngạch xuất khẩu.



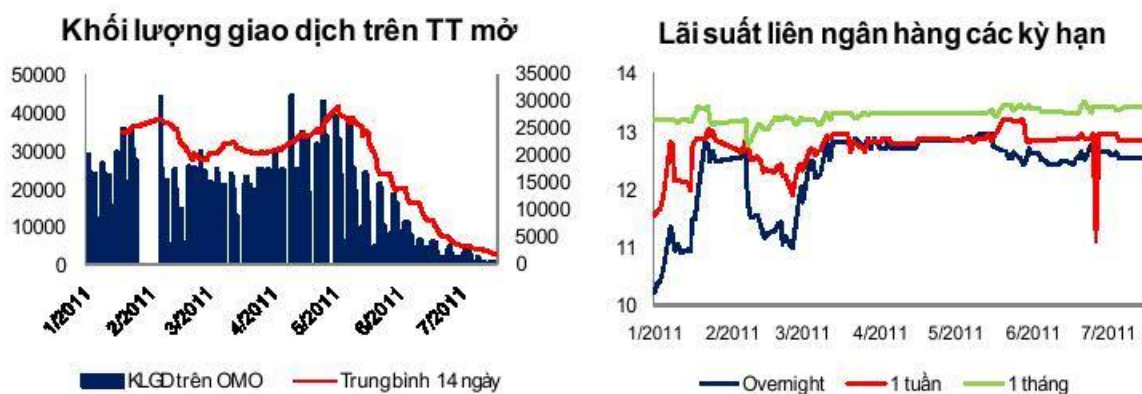
Nguồn: GSO, SBV, IMF

Thanh khoản ngân hàng được cải thiện vào cuối quý II tuy nhiên lãi suất khó giảm mạnh: Thanh khoản ngân hàng đã được cải thiện trong giai đoạn cuối quý II. Có thể nhận thấy sự cải thiện này thông qua 3 biểu hiện sau đây:

+ **Khối lượng giao dịch trên thị trường mở (OMO) liên tục sụt giảm.** Nếu tính từ đầu năm, giao dịch trên thị trường OMO khá sôi động. Khối lượng giao dịch luôn ở mức khá cao, trung bình ở mức 20 - 30 nghìn tỷ đồng, có những phiên khối lượng lên trên 40 nghìn. Tuy nhiên đến cuối quý 2 đầu quý 3, khối lượng đã giảm mạnh, trung bình chỉ ở mức vài nghìn tỷ đồng. Đặc biệt từ đầu tháng 7 tới nay, mỗi phiên chỉ giao dịch 1-2 nghìn tỷ. Ngoài việc hạn chế chênh lệch khi lãi suất OMO ở mức cao so với lãi suất liên ngân hàng 14-15% thì việc thanh khoản hệ thống ngân hàng được cải thiện là 1 trong những nguyên nhân của sự sụt giảm này.

+ **Lãi suất liên ngân hàng qua đêm và kỳ hạn 1 tuần, 2 tuần giảm đáng kể,** trong khi lãi suất huy động và cho vay có dấu hiệu giảm nhẹ từ cuối tháng 5.

+ **Thị trường trái phiếu ảm trở lại sau 1 thời gian ảm đạm đầu quý.** Trước đó vào cuối quý 1 đầu quý 2, các đợt phát hành trái phiếu đa số đều thất bại, trong tháng 3 có tới 3 phiên liên tiếp thất bại hoàn toàn, không bán được trái phiếu nào là các phiên 24/3 và phiên ngày 30/3 và ngày 31/3. Tuy nhiên đến cuối quý 2, thị trường trái phiếu đã bắt đầu ảm trở lại. Ví dụ điển hình là phiên đấu thầu ngày 26/05, lần đầu tiên trong vòng 2 tháng, tỷ lệ chào bán thành công phiên đấu thầu trái phiếu chính phủ lên tới hơn 95%. Trong đó, 1.000 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 5 năm đã được bán hết với lãi suất 13,2%/năm. Cùng với đó, 905 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 3 năm cũng đã được bán thành công với lãi suất chào bán bằng lãi suất trần 13,3%/năm.



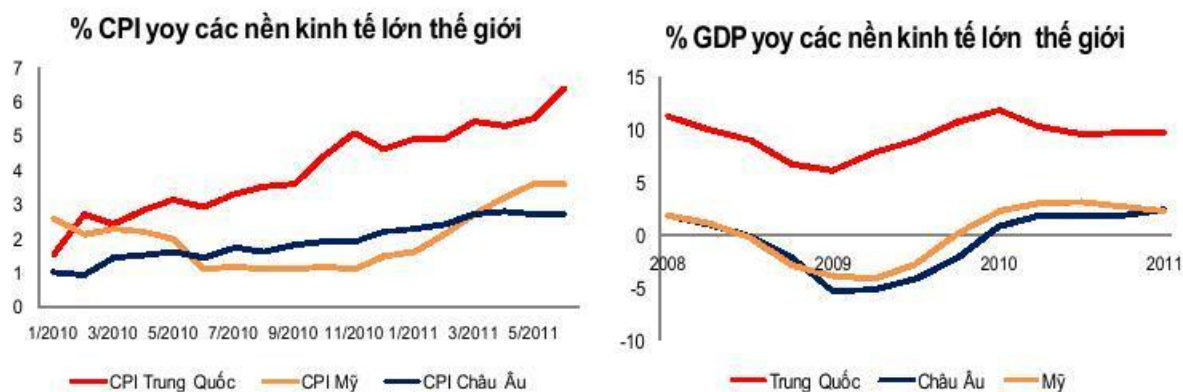
Nguồn: SBV, Bloomberg

2. Kinh tế thế giới vẫn là bức tranh chưa rõ ràng

Lạm phát cao vẫn là thách thức chung của thế giới : Lạm phát tại nhiều nước châu Á tăng cao. Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) của Trung Quốc tháng 6 lập đỉnh mới, tăng 6,4% so với cùng kỳ. CPI tháng 6 của Ấn Độ tăng 9,44%; của Thái Lan tăng 4,06%; của Hàn Quốc tăng 4,4%; Việt Nam tăng 20,82% v.v...

Về phía khu vực đồng tiền chung châu Âu, ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB) tuyên bố rất lo lắng về lạm phát ở châu Âu, hiện đang ở mức 2,7%; cao hơn mức mục tiêu 2%. Nhằm hạn chế rủi ro lạm phát cao, ECB trong tháng 7 đã tiếp tục nâng lãi suất cơ bản thêm 25 điểm cơ bản lên 1,5%. Trước đó vào đầu tháng 4, ECB cũng đã nâng lãi suất cơ bản lên 1,25% từ mức 1%.

Đà tăng trưởng kinh tế thế giới nói chung đang có xu hướng chững lại: GDP Trung Quốc quý 2/2011 tăng trưởng 9,5% so với cùng kỳ năm trước, thấp hơn mức tăng 9,7% của quý 1. GDP quý 1/2011 của Mỹ chỉ tăng 2,3% thấp hơn mức tăng 2,8% và 3,2% của 2 quý trước đó.

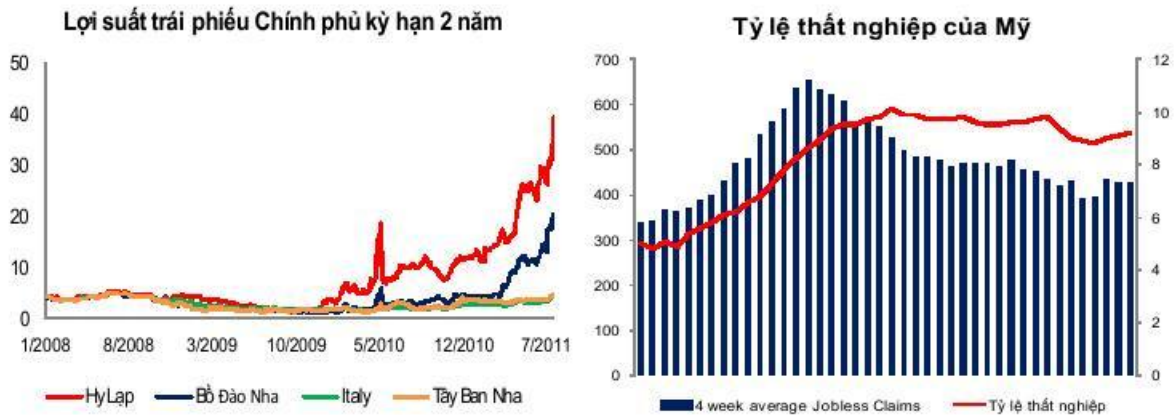


Nguồn: Bloomberg

Căng thẳng nợ công của châu Âu lên cao: Bồ Đào Nha xin giải cứu. Hy Lạp thông qua gói cắt giảm ngân sách mạnh tay để có thể tiếp tục nhận được viện trợ từ EU và IMF. Fitch hạ xếp hạng tín dụng của Hy Lạp xuống mức CCC - mức rủi ro vỡ nợ cao, còn Moody hạ bậc xếp hạng tín dụng của Ireland, từ Ba1 xuống Baa3. Tất cả những sự kiện trên đã đẩy những lo ngại về cuộc khủng hoảng nợ công châu Âu lên đỉnh cao mới. Lợi suất trái phiếu chính phủ các kỳ hạn của Hy Lạp, Bồ Đào Nha tăng vọt.

Mỹ tiếp tục phải đối mặt với tình trạng thất nghiệp cao: Tỷ lệ thất nghiệp của Mỹ trong tháng 6 tăng lên 9,2%. Đây là mức cao nhất từ đầu năm 2011. Chính phủ của tổng thống Mỹ Obama có vẻ đã hoàn toàn thất bại trong việc cải thiện thị trường việc làm của nước này. Cùng với việc Fed kết thúc gói kích

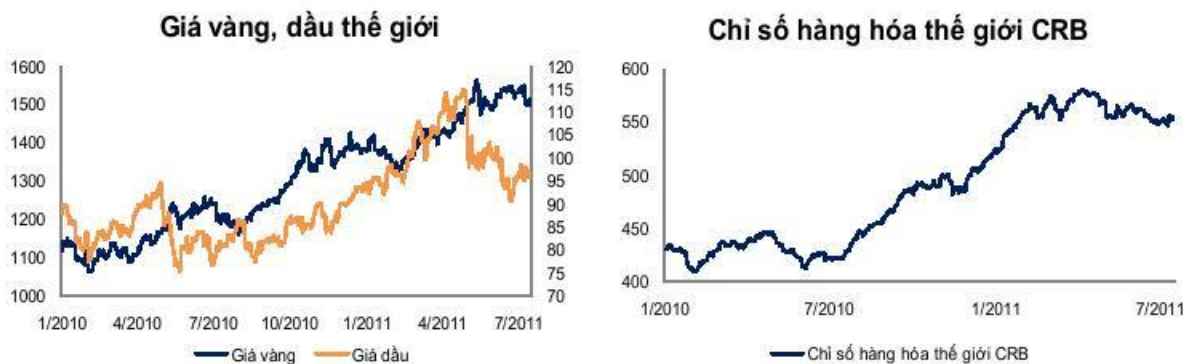
thích kinh tế lần 2 (QE2) vào cuối tháng 6, viễn cảnh thị trường việc làm của Mỹ nhiều khả năng sẽ khó có được những thay đổi tích cực trong thời gian tới.



Nguồn: Bloomberg

Giá hàng hoá thế giới nói chung vẫn ở mức cao:

Giá cả hàng hoá thế giới trong quý 2 vẫn ở mức cao. Chỉ số giá hàng hoá thế giới CRB (chỉ số đo lường biến động chung của 22 hàng hoá cơ bản trên thế giới) đi ngang quanh mức 550 điểm (không giảm nhiều so với mức đỉnh 580 điểm hồi tháng 4/2011). Giá vàng lập đỉnh cao mới khi lên chạm mức 1600 USD/ounce trước những lo ngại về lạm phát trong khi giá dầu chứng kiến 1 sự sụt giảm khá mạnh trong giai đoạn cuối quý 2, từ mức 110 USD/thùng xuống quanh mức 95 USD/thùng do sự giảm tốc tăng trưởng của các nền kinh tế lớn trên thế giới như Trung Quốc và Mỹ...



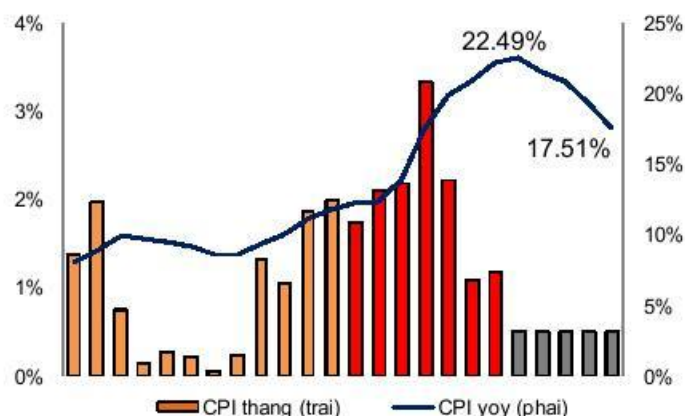
Nguồn: Bloomberg

II. NHẬN ĐỊNH VÀ DỰ BÁO

Nhìn chung, tình hình kinh tế vĩ mô cả trong nước và thế giới vẫn còn tiềm ẩn khá nhiều rủi ro. Trong nước, lạm phát cuối năm 2011 theo chúng tôi đánh giá, dù với kịch bản tích cực cũng không thể dưới mức 16% cả năm. Nếu giả định mức tăng CPI 5 tháng cuối năm trung bình 0,5% thì CPI cả năm vẫn ở mức cao là 17,51%. Với tình trạng lạm phát tiếp tục ở mức cao cho đến cuối năm, chúng tôi cho rằng chính sách thắt chặt tiền tệ của NHNN sẽ tiếp tục được giữ theo hướng thắt chặt và khó có khả năng nới lỏng ngay trong quý 3. Do đó, nếu định hướng này được duy trì, ***tăng trưởng tín dụng trong quý 3 nhiều khả năng vẫn sẽ ở mức thấp khoảng 3% - 4% (so với quý trước).*** Việc nới chính sách tiền tệ chút ít có thể diễn ra vào khoảng quý 4 khi lạm phát theo năm đạt đỉnh và bắt đầu đi xuống, dự báo tăng trưởng tín dụng quý 4 sẽ ở mức 5% - 6% và do đó tăng trưởng tín dụng cả năm 2011 sẽ trong khoảng 15% - 17%. ***Lạm phát theo năm (% yoy) theo chúng tôi sẽ đạt đỉnh vào tháng 8 năm nay và sẽ ở mức khoảng 22%.*** Tuy nhiên sau khi đạt đỉnh, lạm phát sẽ giảm rất nhanh (như trên đồ thị). Với kịch bản thuận lợi, ***lạm phát cuối năm nhiều khả năng sẽ ở mức 17-18%.***

Sau khi lạm phát thực sự được kiềm chế và đi xuống, lãi suất mới có cơ sở vững chắc để hạ nhiệt. Do đó, theo dự báo lạm phát ở trên thì phải đến quý 4 lãi suất mới có điều kiện để giảm đáng kể.

Dự báo lạm phát 2011



Nguồn: BSC

Về tỷ giá và thị trường ngoại hối, có thể nói quý 2 NHNN đã rất thành công trong việc giữ ổn định thị trường này bằng các biện pháp mạnh tay và đồng bộ. Cùng với việc đồng USD trên thế giới suy yếu, và đặc biệt là sự cải thiện đáng kể của dự trữ ngoại hối trong nước (NHNN đã mua vào khoảng 4 tỷ đôla), chúng tôi nhận định thị trường ngoại hối và ***tỷ giá đô la Mỹ sẽ tiếp tục ổn định***

trong quý 3 năm nay. Tuy nhiên, sang quý 4 tỷ giá có thể tăng nhẹ do nhu cầu đô la Mỹ tăng lên nhằm thanh toán các khoản vay đến hạn. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng tỷ giá sang quý 4, nếu có, cũng khó tăng mạnh và nguy cơ xảy ra biến động lớn như trong giai đoạn cuối năm 2010 - đầu năm 2011 là rất nhỏ.

Ngoài ra, *mức độ và tốc độ của sự cải thiện nền kinh tế vĩ mô trong nước theo chúng tôi còn phụ thuộc khá nhiều vào diễn biến của kinh tế thế giới*, đặc biệt là diễn biến giá hàng hoá thế giới. Do lạm phát không chỉ phụ thuộc vào chính sách tiền tệ mà còn phụ thuộc nhiều vào giá cả nguyên nhiên vật liệu đầu vào. Sự đi lên của giá hàng hoá thế giới nói chung suốt từ giữa năm 2010 đến nay đã khiến lạm phát không chỉ là thách thức lớn trong nước mà còn là lo ngại chung của cả thế giới. Chúng tôi đưa ra 3 kịch bản về giá hàng hoá thế giới trong 2 quý cuối năm ảnh hưởng tới lạm phát trong nước:

Kịch bản cơ sở: Hàng hoá thế giới nói chung duy trì ở mức giá như trong giai đoạn hiện nay (cuối quý 2). Giá dầu ở mức 95 - 105 USD/thùng Chỉ số CRB Commodity Index ở quanh mức 550 điểm.

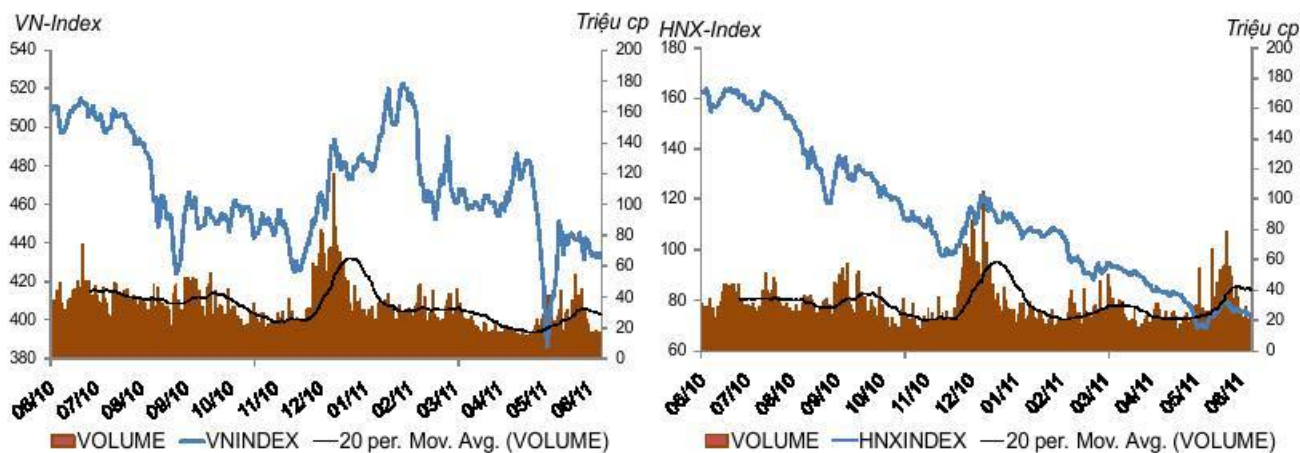
Kịch bản tiêu cực: Giá hàng hoá thế giới nói chung tăng mạnh. Giá dầu lên mức 105-110 USD/thùng Chỉ số CRB Commodity Index ở mức 570 -580 điểm.

Kịch bản tích cực: Giá hàng hoá thế giới nói chung giảm mạnh. Giá dầu xuống mức 85-87 USD/thùng Chỉ số CRB Commodity Index ở mức 500 điểm.

	Kịch bản cơ sở	Kịch bản tiêu cực	Kịch bản tích cực
Giá hàng hoá thế giới (đại diện bằng CRB Comdty Index)	550	570-580	500-510
Giá dầu WTI (USD/thùng)	95-97	105-110	85-87
Lạm phát cuối năm (% yoy)	17%-18%	20%-21%	16%-16.5%

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

I. DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG QUÝ I.2011

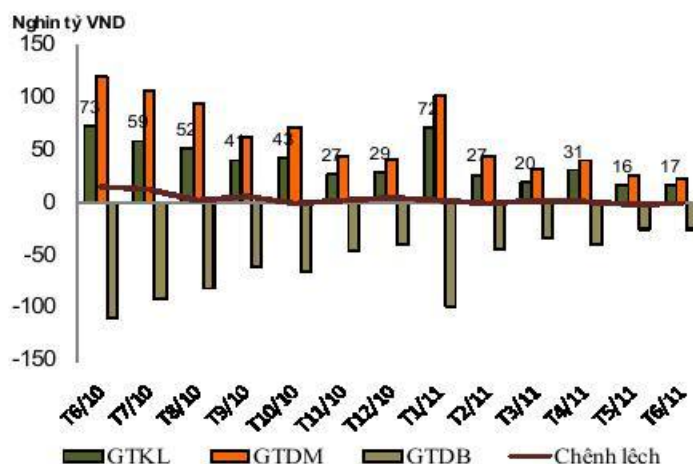


1. Diễn biến chung

Nhìn chung trong quý II/2011, trước bối cảnh không thuận lợi của môi trường kinh tế vĩ mô, TTCK Việt Nam vẫn tiếp tục có diễn biến không khả quan. Kết thúc quý II/2011, VN-Index dừng lại ở mức 432.54 điểm, giảm 11% so với thời điểm cuối năm 2010 trong khi HNX-Index trong cùng kỳ giảm mạnh tới gần 35% về mức 74.35 điểm.

Thậm chí giai đoạn cuối tháng 05/2011, thị trường đã có đợt sụt giảm mạnh xuống mặt bằng giá thấp nhất kể từ đầu năm khi VN-Index xuống mức 371.03 điểm và HNX-Index xác lập mức thấp nhất trong lịch sử là 66.09 điểm.

Diễn biến khối lượng giao dịch khớp lệnh, đặt mua, đặt bán



2. Diễn biến hoạt động của nhà ĐTNN

Plot	Mua ĐTN	Bán ĐTN	Chênh lệch
T1/10	4,554	(3,177)	1,377
T1/11	2,383	(1,794)	589
T1/12	2,944	(2,127)	817
T1/13	3,193	(2,002)	1,191
T1/14	3,608	(1,991)	5,599
T1/15	4,419	(3,076)	1,343
T1/16	8,259	(5,130)	3,129
T1/17	3,270	(1,737)	1,533
T1/18	1,980	(1,849)	131
T1/19	3,144	(2,969)	175
T1/20	2,155	(1,256)	899
T1/21	3,371	(2,332)	1,039
T1/22	3,243	(2,472)	771

Bank	Mua (%)	Bán (%)	Chênh lệch (%)
6/2009	6%	-4%	-1%
7/2009	4%	-3%	1%
8/2009	6%	-4%	2%
9/2009	8%	-5%	3%
10/2009	8%	-5%	3%
11/2009	16%	-11%	5%
12/2009	29%	-18%	11%
1/2010	5%	-2%	3%
2/2010	7%	-7%	0%
3/2010	16%	-15%	1%
4/2010	7%	-4%	3%
5/2010	14%	-14%	0%
6/2011	19%	-14%	5%

Giai đoạn cuối 2010, giao dịch của khối ngoại có sự tham gia tích cực từ một số quỹ mở theo hình thức đầu tư chỉ số. Tuy nhiên sau khi đã xây dựng được một danh mục với giá trị tài sản ổn định, các quỹ này chỉ còn giao dịch ở quy mô nhỏ, chủ yếu với mục đích điều chỉnh danh mục để đảm bảo giá trị tài sản bám sát với biến động của các chỉ số chứng khoán chính. Trong khi đó, thị trường cũng không thu hút được nhiều nhà đầu tư nước ngoài mới, lượng hàng hóa trên thị trường cũng không có sự bổ sung nào đáng kể và hấp dẫn (việc cổ phần hóa và niêm yết một số doanh nghiệp lớn không có nhiều tiến triển). Vì vậy, quy mô giao dịch của khối đầu tư nước ngoài vào cổ phiếu trong 6 tháng đầu năm 2011 nhìn chung ở mức thấp.

The chart displays the difference in VND between the purchase and sale of 100 shares of the top 10 companies on the Ho Chi Minh City Stock Exchange from 2015 to 2019. The Y-axis represents the difference in VND, ranging from -2,000 to 2,500. The X-axis lists the years from 2015 to 2019. The legend indicates that orange bars represent the purchase price (Mua DTNN), green bars represent the sale price (Bán DTNN), and the black line represents the difference (Chênh lệch).

Year	Mua DTNN (VND)	Bán DTNN (VND)	Chênh lệch (VND)
2015	1,400	-1,200	-175
2016	500	-400	-65
2017	100	-100	-43
2018	100	-100	-18
2019	400	-200	19
2020	400	-200	140
2021	700	-200	202
2022	800	-200	240
2023	2,200	-1,000	1,200

[illegible]

10

Xem xét giao dịch của khối ngoại theo các nhóm ngành, điểm đáng chú ý là lĩnh vực Hàng tiêu dùng là lĩnh vực được khối ngoại mua ròng mạnh. Tuy nhiên, lượng giao dịch này cũng chỉ chủ yếu từ việc khối này mua vào cổ phiếu VNM khi doanh nghiệp này niêm yết bổ sung một lượng cổ phiếu trước đó dự kiến niêm yết tại thị trường nước ngoài. Giao dịch của khối này trong các lĩnh vực còn lại nhìn chung không có sự đột biến, một phần cũng do diễn biến ảm đạm chung của thị trường.

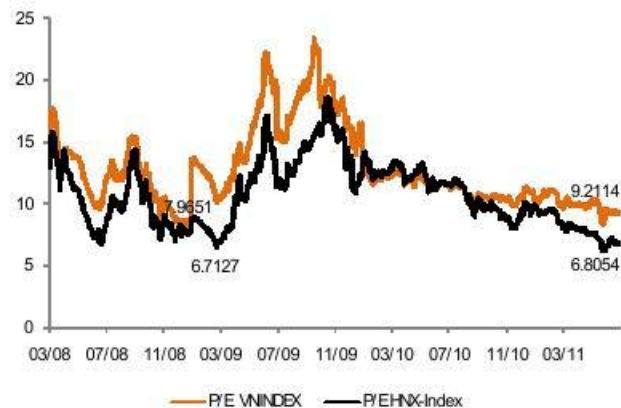
Nếu xét theo tỷ trọng giao dịch so với toàn thị trường, Dầu khí, Công nghệ, Hàng tiêu dùng các lĩnh vực thu hút được khối đầu tư nước ngoài hơn. Thực chất, cũng cần lưu ý đây là các lĩnh vực có các mã cổ phiếu blue chips như PVD, FPT, VNM ... vốn là mục tiêu mua vào của các quỹ đầu tư chỉ số.

Như vậy, bức tranh chung về đầu tư nước ngoài tại thị trường chứng khoán Việt Nam trong quý II/2011 nói chung không mấy khả quan, đặc biệt là sau một năm 2010 với giao dịch đột biến của khối ngoại.

3. Mặt bằng giá trị cổ phiếu

Trước hết, việc môi trường vĩ mô không ổn định: lạm phát khiến mặt bằng lãi suất bị đẩy lên mức cao, thâm hụt thương mại gia tăng trong khi vốn đầu tư nước ngoài giảm, giá vàng và ngoại tệ tăng mạnh khiến người dân phần nào mất lòng tin vào Đồng Việt Nam cũng như giá trị các tài sản rủi ro như chứng khoán.

Để chống lạm phát, Chính phủ đã phải thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt và đã thậm chí đã tạo cú sốc đối với thị trường tài chính, đặc biệt là thị trường cổ phiếu.



Nguồn: Bloomberg

Với đà sụt giảm của thị trường, nhìn chung giá trị của đa số các cổ phiếu đặt trong mối tương quan với lợi nhuận của doanh nghiệp cũng đã chịu ảnh hưởng lớn. Chỉ số P/E (trailing) của giỏ cổ phiếu tính VN-Index đã giảm

xuống mức trên 9 lần trong khi của HNX-Index đang ở mức gần 7 lần, tương đương với mức thấp nhất lịch sử vào thời điểm cuối tháng 2/2009.

Đối với nhiều cổ phiếu cụ thể, chỉ số P/E cũng như P/B đã xuống mức thấp nhất trong lịch sử giao dịch tại thị trường niêm yết. Tới cuối tháng 6/2011, tính trên 2 sàn giao dịch HSX và HNX, có khoảng 512 doanh nghiệp có mức P/B dưới 1 lần và khoảng gần 420 doanh nghiệp có P/E nhỏ hơn 6 lần (cuối quý I là khoảng 400 doanh nghiệp có P/B nhỏ hơn 1 và 340 có P/E nhỏ hơn 6).

II. CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN THỊ TRƯỜNG QUÝ II.2011 VÀ DỰ BÁO

1. Các yếu tố chính tác động đến thị trường

Lạm phát và lãi suất:

Như đã phân tích, lạm phát theo tháng trong quý II đã có biểu hiện giảm tốc. Điều này cho thấy chính sách tiền tệ thắt chặt đã bước đầu phát huy tác dụng. Mặc dù vậy, nguyên nhân chi phí đẩy cũng như tâm lý người dân chưa thực sự ổn định vẫn là những rào cản lớn đối với mục tiêu kiềm chế lạm phát.

Chính vì vậy, chúng tôi cho rằng trong nửa cuối của năm 2011, mục tiêu kiềm chế lạm phát vẫn là một trong những nhiệm vụ được ưu tiên hàng đầu của Chính phủ. Tinh thần của Nghị quyết 11 tiếp tục được các cơ quan quản lý duy trì. Chính sách tiền tệ sẽ vẫn chưa được nói lỏng.

Trong bối cảnh đó, mặt bằng lãi suất sẽ khó có thể giảm mạnh trong ngắn hạn mà chỉ có thể điều chỉnh dần về một mặt bằng ổn định. Trong giai đoạn cuối quý II, một số ngân hàng thương mại cũng đã bước đầu giảm lãi suất huy động ở một số kỳ hạn ngắn. Tuy nhiên, động thái này vẫn chưa thực sự tạo thành một xu hướng rõ ràng và theo chúng tôi, đây chỉ là biểu hiện của việc các ngân hàng đã tạm thời đảm bảo được tính thanh khoản. Việc hạ mặt bằng lãi suất chỉ có thể diễn ra khi các tổ chức tín dụng đã thực sự cân đối được nguồn vốn đầu vào với đầu ra, thúc đẩy lại quá trình đưa vốn ra thị trường để đảm bảo các mục tiêu hoạt động kinh doanh. Thực tế này, nếu có sẽ chỉ diễn ra theo một quá trình và nhiều khả năng sẽ chỉ có biểu hiện rõ nét hơn vào quý IV khi mà nhu cầu vay vốn của doanh nghiệp tăng lên theo tính mùa vụ.

Nguồn tiền trên thị trường

Có thể thấy rõ trong 6 tháng đầu năm, chính sách tiền tệ thắt chặt đã đẩy lãi suất lên cao và khiến dòng tiền trên thị trường chứng khoán bị thu hẹp.

Thứ nhất, lãi suất huy động ở mức cao khiến cho việc gửi tiền vào ngân hàng

trở thành một kênh đầu tư hấp dẫn so với đầu tư chứng khoán. Việc nguồn tiền gửi cá nhân tăng lên trong những tháng vừa qua đã chứng minh cho thực tế này. Bên cạnh đó, môi trường kinh tế thế giới với nhiều bất ổn cũng tạo nên tâm lý sợ rủi ro và kích thích kênh đầu tư vào các tài sản mang tính phòng thủ như kim loại quý, ngoại tệ. Điều này đã khiến cho chi phí cơ hội của đầu tư cổ phiếu tăng lên, tạo áp lực lớn đối với thị trường cổ phiếu.

Thứ hai, việc chi phí vốn tăng cao cũng như môi trường kinh doanh không thuận lợi cũng khiến cho các doanh nghiệp chuyển sang trạng thái thu hẹp sản xuất và làm giảm vòng quay vốn. Điều này đã dẫn đến thực tế là nguồn tiền gửi của doanh nghiệp đã giảm mạnh.

Chính vì vậy, tuy lãi suất huy động cao nhưng chỉ thực sự thu hút được tiền gửi của cá nhân trong khi nguồn huy động từ doanh nghiệp giảm và khiến cho tăng trưởng vốn huy động giảm khá mạnh. Điều này tiếp tục gây khó khăn cho các ngân hàng và tiếp tục gây áp lực lên lãi suất.

Bên cạnh đó, các cơ quan quản lý cũng đang tiếp tục hoàn thiện khung pháp lý trên thị trường với mục tiêu quản lý chặt chẽ hơn, tránh hiện tượng đầu cơ và giảm nguy cơ tạo bong bóng tài sản. Cuối tháng 6/2011, Thông tư 74/2011/TT-BTC về việc hướng dẫn giao dịch chứng khoán đã được Bộ Tài chính ban hành với mục tiêu tạo môi trường thuận lợi hơn cho nhà đầu tư trong giao dịch chứng khoán như mỗi cá nhân được mở nhiều tài khoản, được giao dịch mua và bán một mã chứng khoán trong cùng 1 phiên, cho phép giao dịch kỹ quỹ ...

Thông tin này đã lập tức được thị trường phản ánh tích cực và tạo nên một đợt hồi phục cho trong ngắn hạn. Tuy nhiên, cần nhìn nhận rằng Thông tư 74 thực chất chỉ tạo một hành lang pháp lý cho các dịch vụ vốn đã được các công ty chứng khoán thực hiện một cách không chính thức. Thậm chí, khi Thông tư này được đưa vào hiệu lực với các quy chế cụ thể, các hoạt động nêu trên sẽ được đưa vào quản lý một cách chặt chẽ hơn. Vì vậy, chúng tôi cho rằng Thông tư 74 sẽ giúp các cơ quan quản lý giám sát tốt hơn các hoạt động trên thị trường nhưng cũng sẽ không có nhiều tác động đến nguồn tiền hay tính thanh khoản.

Bên cạnh đó, Ngân hàng nhà nước cũng đã có dự thảo của Thông tư mới quy định về tỷ lệ đảm bảo an toàn vốn của các tổ chức tín dụng để thay thế cho các Thông tư số 15/2009/TT-NHNN, 13/2010/TT-NHNN và Thông tư 19/2010/TT-NHNN. Mục tiêu của thông tư mới này là tiếp tục quy định chặt chẽ hơn nhằm nâng cao mức ổn định và an toàn cho hệ thống các tổ chức tín dụng. Cụ thể với thị trường chứng khoán, đối tượng cho vay đầu tư chứng khoán cũng như tỷ lệ cho vay sẽ tiếp tục bị thu hẹp. Từ góc độ quản lý, văn bản này sẽ giúp lành mạnh hóa hoạt động trên thị trường tài chính nhưng trong ngắn hạn chắc chắn sẽ có tác động hạn chế nguồn tiền vào thị trường chứng khoán.

2. Dự báo diễn biến thị trường

Tổng hợp các yếu tố phân tích ở trên, chúng tôi cho rằng trong quý III/2011, môi trường kinh tế vĩ mô có khả năng sẽ ổn định hơn nhưng những khó khăn trước mắt sẽ vẫn còn tác động lên thị trường chứng khoán.

Với việc nhiều cổ phiếu đã có mặt bằng giá rất thấp, thậm chí thấp hơn so với đáy khủng hoảng năm 2009, mặt bằng giá cổ phiếu nói chung có thể sẽ khó giảm mạnh nhưng cũng chưa có nhiều động lực để tăng trưởng. Thêm vào đó, với định hướng chung của Chính phủ trong việc giải quyết các khó khăn hiện tại, các nguồn lực kinh tế sẽ được định hướng tập trung vào các lĩnh vực sản xuất. Do đó, các lĩnh vực phi sản xuất như đầu tư chứng khoán cũng sẽ không được khuyến khích.

Do hiện tại VN-Index chịu tác động mạnh của một vài cổ phiếu có vốn hóa lớn nên phần nào phản ánh không chính xác biến động chung của thị trường nên chúng tôi dựa vào biến động của HNX-Index để dự báo biến động chung của thị trường.

Diễn biến của chỉ số HNX-Index



Với các nhận định nêu trên và căn cứ theo phân tích kỹ thuật, chúng tôi cho rằng khả năng có những biến động mang tính đột biến (cả tích cực và tiêu cực) là khó xảy ra. HNX Index sẽ khó vượt qua đường cản trên cũng như đường hỗ trợ mà sẽ dao động trong khoảng hẹp với **kịch bản nhiều khả năng nhất** là dao động trong khoảng 65-75 điểm. Mỗi khi điểm số đi ra xa đường trung tâm sẽ có xu hướng dịch chuyển về cân bằng.

Với kịch bản tiêu cực (nếu tình hình vĩ mô có diễn biến xấu hơn), xu hướng giảm của thị trường chưa cho tín hiệu kết thúc. Mức hỗ trợ cho kịch bản này vào cuối quý III khoảng 60 điểm với HNX Index. Một mức giảm mạnh hơn cần những yếu tố đặc biệt xấu, và cần có thêm thời gian. Khi kịch bản này xảy ra,

mức giảm trong riêng quý 3 có thể chưa phản ánh hết sự tiêu cực mà còn kéo dài sang giai đoạn tiếp theo.

Với kịch bản lạc quan, chúng tôi cho rằng HNX Index cũng chưa vượt mức 80 điểm. Đánh giá thận trọng này xuất phát từ quan điểm của chúng tôi cho rằng sự cải thiện cần thời gian để phản ánh vào các chỉ số của thị trường. Nếu HNX Index có được mức điểm này vào thời điểm cuối quý, điều quan trọng là xu hướng giảm dài hạn có thể đã kết thúc.



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

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

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

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN

Tổng Minh Tuấn

Phụ trách phòng

tuantm@bsc.com.vn

Nguyễn Thị Thu Trang

Phân tích vĩ mô

trangntt@bsc.com.vn

Nguyễn Hoàng Việt

Phân tích vĩ mô

viethn@bsc.com.vn

Hoàng Anh Tuấn

Phân tích thị trường

tuanha@bsc.com.vn

Trần Hữu Quang

Phân tích thị trường

quangth@bsc.com.vn

THÔNG TIN LIÊN HỆ

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 22206647

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Bản quyền của Công ty cổ phần chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Công ty cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC)

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chép hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC)