

THÁNG 1: HIỆU ỨNG NGHĨ TẾT NGUYÊN ĐÁN

NHẬN ĐỊNH THỊ TRƯỜNG THÁNG 1/2012

Trong tháng 12, TTCK Việt Nam đã không thể tăng điểm dù đã xuất hiện những tín hiệu tăng giá tích cực từ đồ thị phân tích kỹ thuật. Khối lượng giao dịch đã không tăng trở lại khi nhà đầu tư tiếp tục bỏ rơi thị trường. Diễn biến của thị trường trong tháng 12 tương tự như hình ảnh của thị trường cuối năm 2008 đầu năm 2009 khi thị trường đi xuống dần đều theo hình bậc thang nên một vài điểm sáng giao dịch như KTS, STB, SJS...không mang lại nụ cười trên gương mặt các nhà đầu tư.

Trong báo cáo chiến lược đầu tư tháng 1, chúng tôi nhận định thị trường dựa trên hai hướng chính: Phân tích cơ bản, phân tích kỹ thuật trong đó phần phân tích cơ bản chúng tôi chỉ tập trung vào các rủi ro vĩ mô và điểm ngăn cản khả năng thực hiện thành công các cam kết vĩ mô của chính phủ.

Phân tích cơ bản:

Kinh tế vĩ mô Việt Nam vẫn đang đối mặt với những thách thức nguy hiểm như: Lạm phát diễn biến phức tạp, lãi suất ở mức cao và rủi ro thanh khoản dẫn tới sự sụp đổ của hệ thống NHTM. Những vấn đề này khiến giới đầu tư nước ngoài có cái nhìn tiêu cực về triển vọng kinh tế cũng như TTCK Việt Nam.

Lạm phát ở Việt Nam còn quá sớm để tuyên bố chiến thắng

Chỉ số giá tiêu dùng tháng 12/2011 tăng 0,53% so với tháng trước và đây là tháng thứ 3 tăng với tốc độ tháng sau cao hơn tháng trước sau một thời gian đi xuống. CPI tháng 12 chưa điều chỉnh bởi tác động của việc tăng giá điện, giá vé máy bay, giá gas trong tháng 12. CPI cả năm so với cuối năm trước tăng 18,13%. Mặc dù tốc độ tăng lạm phát trong vài tháng gần đây duy trì mức tăng dưới 0,5%-0,6%/tháng nhưng vẫn còn quá sớm để khẳng định rằng mọi thứ đã trở lại tốt đẹp. Thông điệp phát đi trong năm tới của chính phủ là kiểm chế lạm phát ở mức dưới 10%. Điều này có lẽ dựa trên việc tiếp tục thực thi chính sách sách tiền tệ thắt chặt như trong năm 2011 và trên cơ sở cân đối chỉ tiêu tăng trưởng GDP, cung tiền và tín dụng hỗ trợ đầu tư toàn xã hội. Mức tăng này cũng được nhiều tổ chức nước ngoài dự báo nhưng với điều kiện xem xét trong bối cảnh nhận định nền kinh tế thế giới sẽ suy thoái và giá cả hàng hóa thế giới sẽ điều chỉnh giảm trong thời gian tới. Chúng tôi cũng cho rằng chính phủ có thể thành công trong việc kiểm chế lạm phát nếu giá cả hàng hóa thế giới điều chỉnh giảm mạnh. Điều này hàm ý việc chống lạm phát của chúng ta sẽ phụ thuộc rất lớn vào yếu tố bên ngoài bên cạnh những nỗ lực từ bên trong. Trong ngắn hạn, triển vọng kiểm chế lạm phát là không rõ ràng. Lý do là:

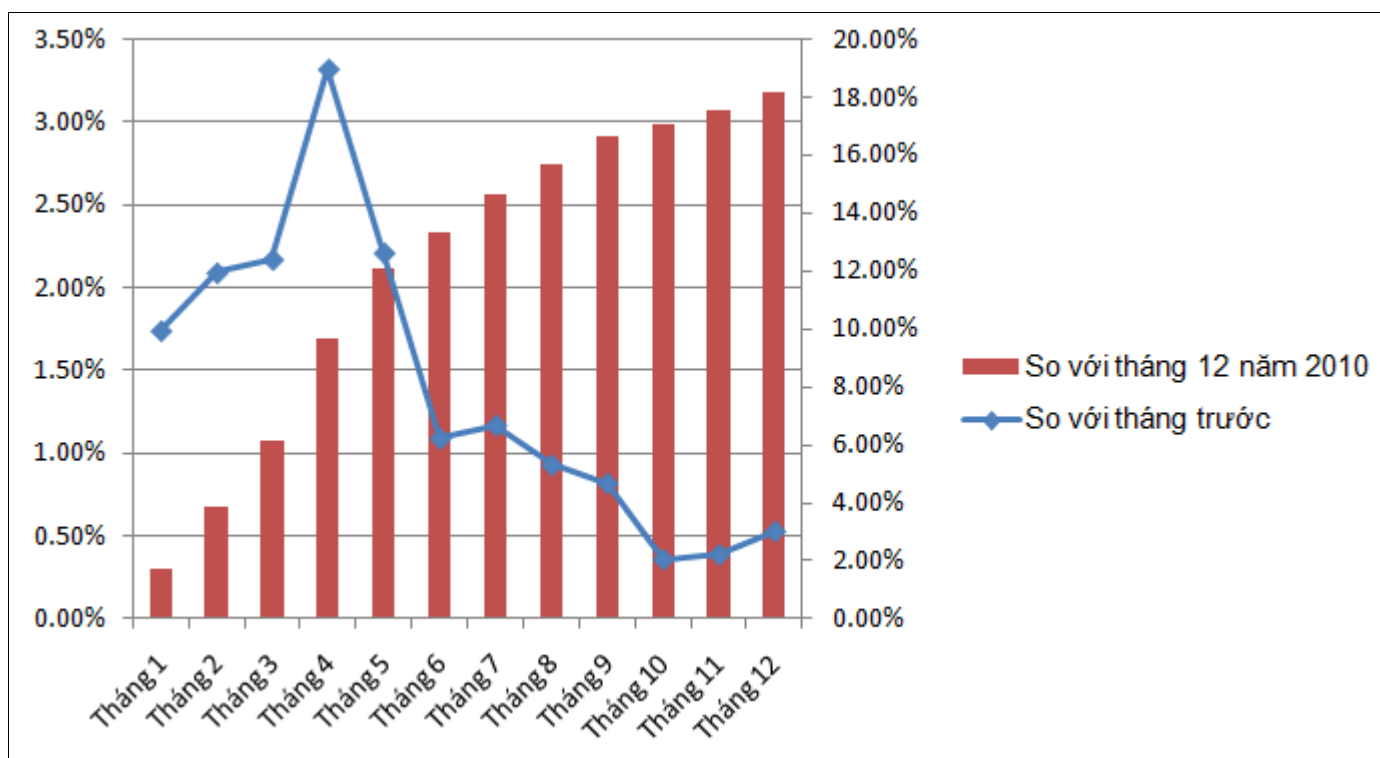
- Giá điện đã tăng 5% trong thời gian qua so với mức đề suất tăng 11,7% do sợ ảnh hưởng tới mức tăng lạm phát nhưng vẫn chưa đủ để bù lỗ (Mức lỗ kinh doanh chưa tính mức lỗ do chênh lệch tỷ giá gây ra. Nếu tính toàn bộ thì có lẽ mức tăng sẽ lớn hơn nữa). Như vậy, định mức tăng còn lại sẽ được phân bổ trong năm 2012. Trong thời gian vừa qua có thể thấy rằng mỗi khi có cơ hội (Tức là khi lạm phát có xu hướng ổn định) thì ngay lập tức chúng

ta sẽ tăng giá điện hoặc tận thu như tăng thuế nhập khẩu với mặt hàng xăng dầu để tăng thu nhằm giảm thâm hụt ngân sách. Điều này vô tình chung sẽ khiến giá cả khó giảm mạnh khi có cơ hội gây nên tâm lý kỳ vọng lạm phát và chuyển giá trong hoạt động kinh doanh của mình nhất là đặt trong bối cảnh tiền lương danh nghĩa tối thiểu sẽ tiếp tục tăng theo đề án cải cách tiền lương mới;

- Việt Nam là nền kinh tế đô la hóa tài chính một phần. Theo mô hình Muldell-Fleming trong một nền kinh tế mở với chính sách tỷ giá hối đoái cố định có điều tiết thì việc hạ lãi suất không làm gia tăng sản lượng mà chỉ thúc đẩy dòng tiền đầu cơ vào các lĩnh vực khác như bất động sản, ngoại tệ mạnh, vàng, chứng khoán... Nền kinh tế đô la hóa tài chính khiến chính phủ đối mặt với 3 vấn đề nan giải. Nếu tài khoản thực sự mở chính phủ không có chính sách tiền tệ độc lập và tỷ giá cố định. Tỷ giá hoặc lãi suất phải thụ động, nếu NHNN muốn ấn định tỷ giá thì lãi suất phải tương ứng. Minh chứng rất rõ trong thời gian qua khi NHNN hạ lãi suất trong tháng 9/2011 thì tỷ giá hối đoái lập tức tăng trở lại và dòng tiền rút khỏi hệ thống NHTM và đổ sang thị trường vàng. Trong khi đó với một năm lãi suất duy trì ở mức cao, GDP vẫn tăng xấp xỉ 5,9% và không có khác biệt nhiều so với những năm tín dụng tăng trưởng 30%. Nếu NHNN cung thêm tiền để giảm lãi suất nhanh theo sức ép của dư luận sẽ khiến tiền đồng tiếp tục mất giá, dòng tiền giá rẻ có thể chạy lệch hướng chính sách đẩy lạm phát tăng nhanh hơn. Lúc đó lòng tin sẽ xói mòn có thể dẫn tới khủng hoảng kinh tế, tài chính;
- Hiện tại giá dầu thô đang quay trở lại mức 100\$. Sau đợt giảm giá mạnh từ tháng 4 khi đạt mốc đỉnh của năm 2006 giá cả hàng hóa thế giới đang chạm mốc hỗ trợ 30 năm (trùng với mốc đáy của năm 2006 - 2007) có thể khiến thị trường quay trở lại đà tăng giá trong những tháng đầu năm 2012. Nếu giá dầu quay trở lại mức trên 120\$ và giá cả hàng hóa thế giới phục hồi trở lại sẽ gây tác động tiêu cực đối với Việt Nam bởi hiệu ứng gộp từ thế giới và việc tăng giá điện, xăng dầu đã khiến Việt Nam mất kiểm soát về lạm phát nhiều lần trong quá khứ;

Chùng nào lạm phát vẫn chưa được thuần hóa thì sẽ rất khó để TTCK Việt Nam tăng trưởng đột biến trở lại.

Chỉ số giá tiêu dùng CPI trong năm 2011



S&P 500 và hàng hóa thế đặc biệt là dầu mỏ tăng giá sẽ tạo áp lực đối với lạm phát ở Việt Nam ?



Nguy cơ từ việc suy thoái bảng cân đối tài sản dẫn tới khủng hoảng kinh tế

Việt Nam đang có nguy cơ gặp phải khủng hoảng từ sự suy thoái bảng cân đối tài sản của các NHTM và các doanh nghiệp đặc biệt là nhóm doanh nghiệp bất động sản. Bình quân trong 5 năm qua, tốc độ tăng trưởng tín dụng của Việt Nam là 30%/năm. Đây là mức tăng cao nhất trên thế giới (Hầu hết các nước đang phát triển có tốc độ tăng trưởng tín dụng trung bình trong 10 năm qua nhỏ hơn 10% như Thái Lan, Philippines, Malaysia...có vài nước có tốc độ xấp xỉ 20% như

Bangladesh, Indonexia). Không thể phủ nhận một phần dòng tín dụng đó đã thúc đẩy kinh tế Việt Nam tăng trưởng ấn tượng, tạo ra nhiều cửa cải hơn và gia nhập nhóm các nước có thu nhập trung bình trên thế giới. Nhưng chính sự dề dãi trong việc cung tiền và tăng trưởng tín dụng đã khiến dòng tiền giá rẻ tràn ngập thị trường, đẩy bong bóng giá trong các lĩnh vực chứng khoán, bất động sản... Sự giàu của nền kinh tế được tạo ra bằng vay nợ. Nợ phình to và tăng nhanh hơn so với của cải (Tổng dư nợ cho vay bằng 120%GDP). Nền kinh tế đi từ hình thức đầu tư bảo hiểm (thu nhập đủ trả lãi và nợ vay), sang hình thức đầu cơ (thu nhập chỉ đủ trả lãi còn chênh lệch vốn trả nợ gốc) và chuyển sang hình thức Ponzi (Vay thêm nợ mới chỉ để trả các khoản nợ tới hạn). Sự sụt giảm của TTCK kể từ khi đạt mốc đỉnh 1170,67 điểm đã khiến nhiều doanh nghiệp lao đao với rủi ro NAV như: REE, BVS, PVF, SAM, SHS, TLS, SBS... Thậm chí, có NHTM phải tính tới phương án dùng gói cứu trợ khẩn cấp để duy trì sự hoạt động cho các doanh nghiệp tham gia đầu tư vào chứng khoán... Trong thời gian qua, tác động của sự giảm giá chứng khoán có lẽ không lớn với nền kinh tế bởi dư nợ cho vay trong lĩnh vực này vẫn còn thấp thì sắp tới sự giảm giá của bất động sản sẽ mang lại nguy cơ lớn với nền kinh tế nhất là đối với ngân hàng. Sự bùng nổ của giá bất động sản với tỷ suất lên tới ba con số đã khiến người người, nhà nhà tham gia đầu tư vào bất động sản. Các NHTM khi cho vay cũng coi bất động sản là tài sản đảm bảo đầu tiên và có những NHTM đã định giá cho vay lên tới 70% giá trị trường. Cho vay bất động sản đều là những khoản vay trung và dài hạn trong khi đó nguồn vốn huy động của các NHTM lại là nguồn vốn ngắn hạn. Điều này khiến rủi ro thanh khoản của các NHTM khi dòng tiền về bị nghẽn khi thị trường bất động sản đóng băng. Chi phí cho thanh khoản tăng mạnh. Đặt trong bối cảnh thắt chặt tiền tệ và sự sụt giảm của dòng tiền tiết kiệm đã khiến hệ thống NHTM đối mặt với nguy cơ phá sản do mất thanh khoản và không còn khả năng chi trả. Điều này làm cho cung cầu vốn luôn căng thẳng và việc giảm lãi suất luôn là bài toán khó với NHNN. NHNN phải đứng trước sự lựa chọn khó khăn là thả lỏng chính sách tiền tệ để cứu các NHTM yếu kém và những người đi vay có nguy cơ vỡ nợ. Các doanh nghiệp, NHTM thay đã chuyển từ mục tiêu “tối ưu hóa lợi nhuận” sang “tối thiểu hóa nợ”. Nếu giá bất động sản tiếp tục suy giảm mạnh sẽ khiến giá trị thực của các khoản nợ tăng lên. Khả năng trả nợ ngày càng xấu đi, nợ xấu của ngân hàng gia tăng. Dòng ngân lưu mới được giải ngân để trả nợ gốc thay vì đầu tư mới. Tình hình này nếu kéo dài và sức tiêu thụ sản phẩm không cải thiện sẽ NHTM sẽ buộc phải cắt giảm tín dụng kéo theo giảm tổng cầu và dẫn tới nguy cơ suy thoái. Điểm này có thể làm tăng khả năng sụp đổ của hệ thống NHTM. Trên thực tế, thì 3 NHTM vừa mới sáp nhập cũng đã nhận được sự cứu trợ của NHNN trong việc duy trì thanh khoản và hoạt động của mình sau khi thị trường bất động sản giảm giá trong thời gian vừa qua, hay việc nợ xấu ngân hàng đã tăng lên mức 3,2% theo ước tính của NHNN theo chuẩn kế toán Việt Nam vào tháng 8 và chưa tính dư nợ của Vinashine (Nếu tiếp tục tăng lên mốc 5% thì sẽ dẫn tới khủng hoảng ngân hàng) là một minh chứng rõ nét cho xu hướng trên. Bài học từ cuộc khủng hoảng dưới chuẩn của nước Mỹ năm 2008 và Nhật năm 1990 đều bắt đầu từ việc bong bóng bất động sản bị vỡ ảnh hưởng tới bảng cân đối tài sản và các NHTM rơi vào bế tắc thanh khoản. Việc nổ bong bóng bất động sản rõ ràng không phải là việc giải quyết trong một vài năm. Đặc biệt trong một số trường hợp thái quá, nó có thể mất tới hai thập kỷ.

Những nỗ lực của NHNN trong thời gian vừa qua là đáng ghi nhận trong mục tiêu giảm thiểu rủi ro đơn lẻ sang rủi ro hệ thống khi tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ thắt chặt, duy trì không để các ngân hàng yếu kém phá sản và khuyến khích tái sử dụng vốn... nhưng đây mới chỉ là hướng đi để tồn tại (Hướng đi để phát triển là giải quyết các NHTM phá sản và gia tăng tính thanh khoản cho các khoản nợ xấu, định giá tỷ giá hối đoái thực, bãi bỏ đầu tư chỉ định và cải cách doanh nghiệp nhà nước và quản trị). Những thay đổi này không thể sớm thành công trong ngắn hạn mà buộc NHNN phải tiếp tục chiến đấu để ngăn chặn cuộc khủng hoảng ngân hàng. Không có sự ổn định của hệ thống NHTM, TTCK không thể tăng giá

được. Do vậy, chúng ta cần có thời gian để đánh giá lại những công việc mà NHNN đã làm hơn là bắt đầu năm mới với những hy vọng lạc quan.

Mục tiêu giảm lãi suất về 10% vào cuối năm có thực hiện được không ?

Một số điểm thuận lợi:

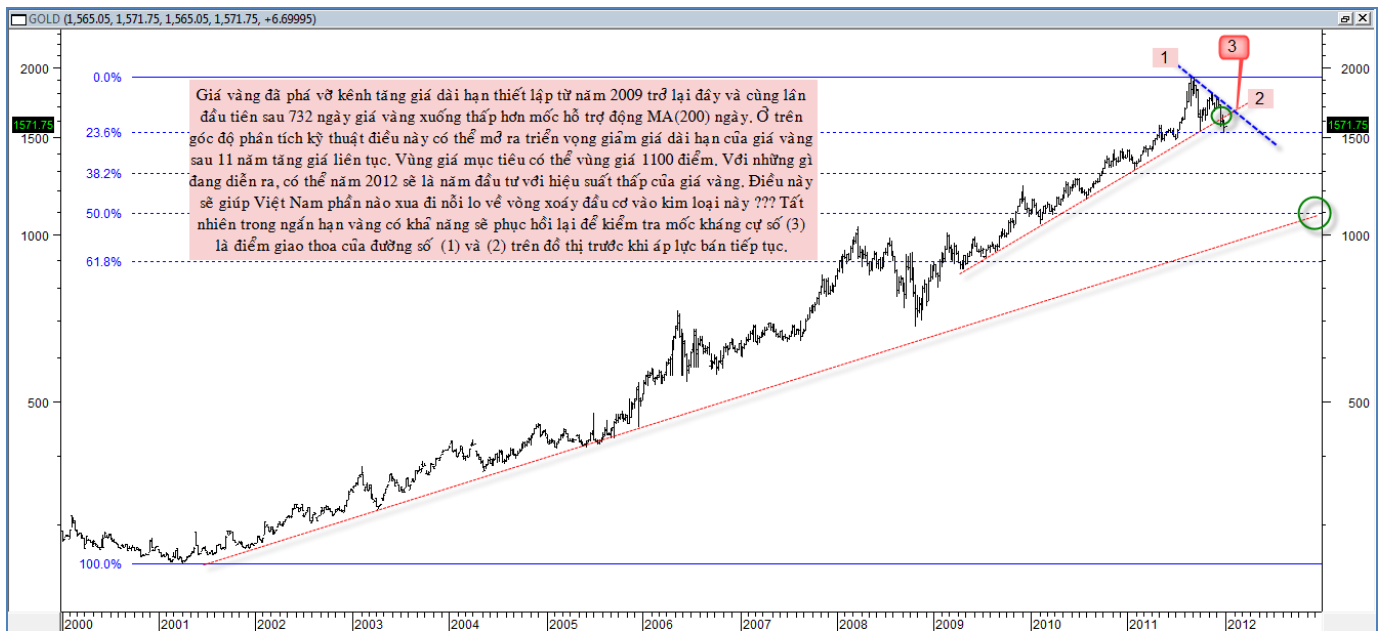
- Chính phủ công bố mục tiêu giảm đầu tư NSNN xuống 33,5% (Năm 2011 là 38,9%) với bội chi NSNN là dưới 4,8% (Năm 2011 là 4,9%). Đồng thời giảm áp lực nguồn vốn trái phiếu chính phủ với kế hoạch huy động vốn qua TPCP vào khoảng 50 – 60 ngàn tỷ đồng (Năm 2012 có khoảng 70 ngàn tỷ TPCP đáo hạn). Kế hoạch tăng cung tiền vào khoảng 15% tới 16% và tín dụng tăng trưởng 15%-16%. Với kế hoạch trên, mục tiêu của chính phủ là giảm hiệu ứng lấn đầu tư từ khu vực tư nhân, cũng như giảm chênh lệch giữa tiết kiệm và đầu tư;
- Nếu giá vàng thế giới giảm về vùng giá 1.100\$ từ mức 1.600\$ hiện tại sẽ làm giảm sẽ làm mất đi một nhân tố gây bất ổn lên tỷ giá hối đoái. Hơn nữa, một lượng tiền giải phóng khỏi kênh đầu tư vàng sẽ khơi thông dòng vốn đầu tư trong nền kinh tế sẽ giảm cầu vốn trong hệ thống NHTM;
- Xuất khẩu trong quý 1/2012 có thể tăng lên nhờ xuất khẩu gạo hay các đơn hàng nhập khẩu hàng hóa sản xuất từ Việt Nam để thay thế khi Thái Lan vừa hứng chịu trận lũ lụt lịch sử. Giảm sức ép phá giá mạnh VND trong thời gian tới;
- Các NHTM sẽ phải tập trung vào các mục tiêu đầu tư an toàn sau khi Thống Đốc phát đi thông điệp các tổ chức tín dụng sẽ phải tự gánh chịu những thiệt hại do mình gây ra;
- NHNN đã có kinh nghiệm hơn trong việc điều hành thị trường tiền tệ, đáp ứng thanh khoản của các tổ chức tín dụng sau những gì đã diễn ra trong suốt vài năm qua;

Mặc dù vậy, vẫn có những sức ép không nhỏ:

- Áp lực chi tiêu để cải thiện xây dựng cơ sở hạ tầng và việc xuất hiện các gói cứu trợ trong trường hợp phải giải cứu NHTM khiến bội chi NSNN khó giảm như kỳ vọng;
- Lạm phát kỳ vọng vẫn còn rất lớn do những nguyên nhân phân tích phía trên;

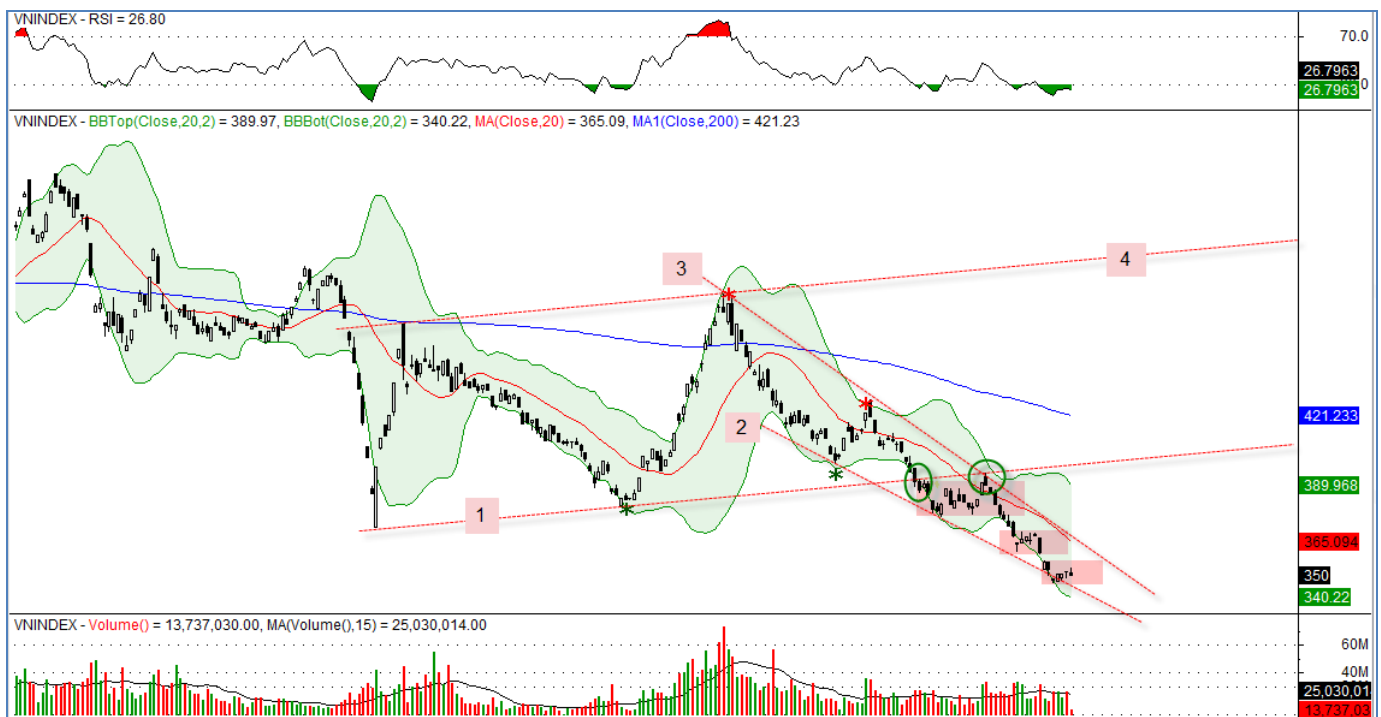
Như vậy, việc hạ lãi suất đã được chính phủ nhìn nhận từ hai góc độ cung cầu và lạm phát kỳ vọng với các mục tiêu của chính sách tài khóa và tiền tệ trong năm 2012. Đây là một tín hiệu tích cực nhưng thách thức để thực hiện thành công là không nhỏ. *Với việc niềm tin đang xói mòn, có lẽ TTCK sẽ chỉ tăng trưởng trở lại khi những tín hiệu về việc giảm lãi suất được thể hiện rõ ràng hơn trên thị trường bằng các biện pháp mang tính thị trường chẳng hạn như việc gỡ bỏ trần lãi suất huy động hoặc các NHTM điều chỉnh lãi suất huy động theo đường cong chữ S thay cho đường cong dạng phẳng hay hình thức vượt trần lãi suất đang mạnh mẽ quay trở lại trong thời gian gần đây (Các NHTM bảo lãnh cho các công ty con phát hành trái phiếu với lãi suất 18%).*

Biểu đồ giá vàng sau khi phá vỡ đường kênh tăng giá 3 năm vừa qua



Phân tích kỹ thuật

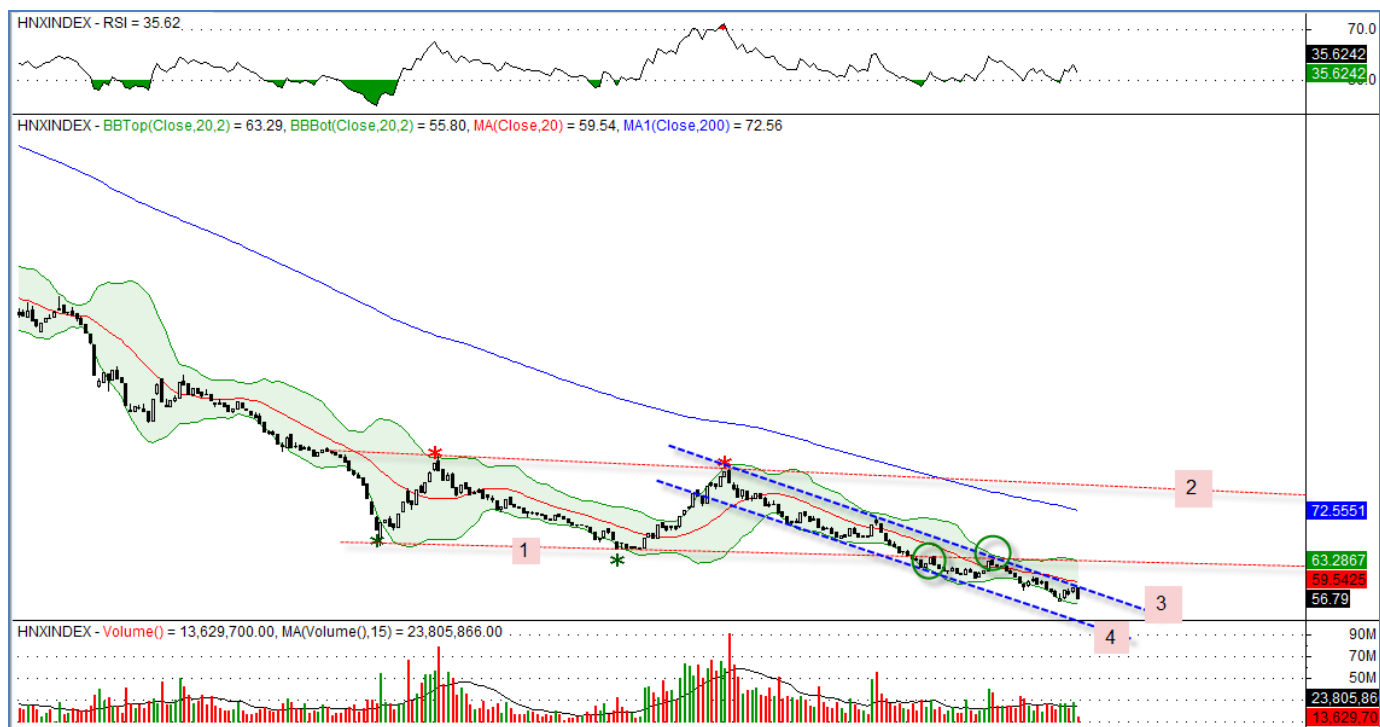
Biểu đồ chỉ số VN-Index



Chỉ số VN-Index đã vận động trong kênh tăng giá màu đỏ như trên đồ thị từ tháng 5/2011 tới tháng 11/2011. Kênh tăng giá này có biên độ là 90 điểm. Chỉ số này đã có một "Break Down" khỏi kênh tăng giá này vào ngày 14/11/2011. Hai nỗ lực "Pullback" sau đó của chỉ số này đều không chinh phục thành công đường hỗ trợ số (1) của kênh tăng giá mà sau đó trở thành đường kháng cự của chỉ số này sau khi có "Break Down". Chỉ số đã vận động đi xuống theo hình bậc thang trong

suốt hai tháng vừa qua. Đây không phải là tín hiệu tích cực. Nhìn từ góc độ phân tích kỹ thuật theo mẫu hình trên, chỉ số VN-Index có thể hướng tới vùng giá mục tiêu 300 điểm trong trung hạn. Trong ngắn hạn, mốc 365 điểm sẽ là mốc kháng cự của chỉ số này cũng tương ứng với đường kháng cự giảm giá số (2) trên đồ thị. *Một điểm mua sẽ được xem xét khi chỉ số vượt qua mốc kháng cự này với sự gia tăng của khối lượng và sự tăng giá đều của nhóm cổ phiếu đầu cơ trên sàn HOSE chứ không phải từ những nỗ lực của nhóm cổ phiếu siêu vốn hóa trên sàn.*

Biểu đồ chỉ số HNX-Index



Chỉ số HNX-Index đã vận động theo mẫu hình Falling Wedge trong suốt giai đoạn từ tháng 5/2011 tới tháng 11/2011. Vào ngày 14/11/2011 chỉ số HNX-Index đã xuất hiện một "Break Down" phá vỡ đường hỗ trợ số (1) trên đồ thị. Sau đó chỉ số này đã "Pullback" kiểm tra ngưỡng kháng cự số (1) và điều chỉnh giảm giá trở lại. Dựa trên sự vận động của mẫu hình này, mục tiêu trung hạn của chỉ số HNX-Index là vùng giá 50 điểm. Hiện tại vận động của chỉ số HNX-Index theo kênh giảm giá màu xanh như trên đồ thị. Một sự thay đổi xu hướng được xem xét khi và chỉ khi chỉ số này chinh phục thành công vùng giá 60 điểm với sự tăng trở lại của khối lượng và sự tăng giá của nhóm cổ phiếu đầu cơ. *Trong quá khứ, thời điểm trước Tết Nguyên Đán khối lượng giao dịch thường sụt giảm mạnh và thị trường có mức tăng không đáng kể trừ 6 phiên giao dịch trước Tết Nguyên Đán năm 2008 nhưng đó là thời điểm thị trường dịch giảm mạnh từ mốc đỉnh cao 1100 điểm và dư âm về đợt tăng giá trước đó vẫn còn rất lớn.* Trong thời điểm hiện tại, kỳ ức giảm giá triển miên trong suốt năm qua vẫn là một dấu ấn khó phai đối với cộng đồng nhà đầu tư và do vậy, sự thận trọng trong việc dò đáy là điều nên làm vào lúc này.

Tóm lại, những yếu tố cơ bản của nền kinh tế sẽ không thay đổi nhiều trong ngắn hạn thậm chí còn có khả năng sẽ xấu đi nếu bóng ma lạm phát quay trở lại ngay từ những ngày đầu năm. Công việc của chúng tôi là cố gắng cung cấp cho nhà đầu tư thật nhiều thông tin, sự kiện để nhà đầu tư có thể đưa ra các quyết định tài chính của mình trong năm mới. Do tính chất không chắc chắn của tương lai nên thật khó khăn để khẳng định rằng chúng ta sẽ thoát hiểm hay bước vào chu kỳ suy thoái kinh tế trầm trọng hơn. Có một điều chắc chắn là dù chính phủ đã đưa ra những quyết tâm chính trị cao khi thực hiện NQ11 thì những gì đạt được cho tới nay vẫn chưa mang lại nền tảng thực sự chắc chắn đặc biệt là trong lĩnh vực cải cách doanh nghiệp nhà nước hay những nghịch lý mà chúng ta phải đối mặt khi sử dụng chính sách tiền tệ hay tài khóa vào lúc này. Nếu bạn là nhà đầu tư, việc nắm giữ tiền mặt vào lúc này cũng không phải là lựa chọn tối. Đối với những nhà đầu cơ, sự vận động của mẫu hình đồ thị vẫn luôn là một tiêu chí quan trọng trong chiến lược phòng vệ rủi ro của mình. Lưu ý, khi sử dụng mẫu hình, các tín hiệu cảnh báo và các tín hiệu báo mua nhất là trong bối cảnh năm 2011 đa số các tín hiệu cảnh báo đều thất bại trong giao dịch.

KHOÍ PHÂN TÍCH - ĐẦU TƯ

TRỤ SỞ CHÍNH:

39 Ngô Quyền, Hoàn Kiếm, Hà Nội

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

Fax: (84-4) 22205680

Email: research@sme.vn

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

CHI NHÁNH TP. HCM:

11 Trần Quốc Thảo, Quận 3, HCM

Tel: (84-8) 39147388

Fax: (84-8) 39308707

Email: research@sme.vn

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

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

SMES có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo. Người đọc cần lưu ý rằng SMES có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này. Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán SME (SMES). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của SMES đều trái luật. Bản quyền thuộc Công ty Cổ phần Chứng khoán SME, 2011