

BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ & THỊ TRƯỜNG

6 THÁNG NĂM 2012

Ngày 10/06/2012

Phòng Phân Tích CTCP Chứng Khoán Bảo Việt

Trụ sở chính Hà Nội

Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, HN

Tel: (84-4)-3928 8080

Fax: (84-4)-3928 9888

Email: research-bvsc@baoviet.com.vn

Website: www.bvsc.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Số 233 Đồng Khởi, Quận I, HCM

Tel: (84-8)-3914 6888

Fax: (84-8)-3914 7999

KINH TẾ VĨ MÔ

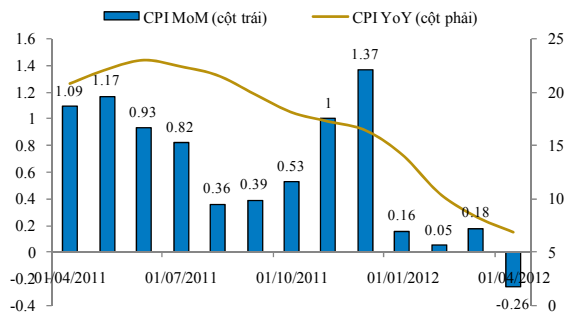
- Thanh khoản hệ thống ngân hàng, lạm phát và tỷ giá được kiểm soát thành công là những điểm sáng của kinh tế vĩ mô trong 6 tháng đầu năm. Chúng tôi điều chỉnh dự báo lạm phát của Việt Nam cuối năm 2012 về mức 5,5-6,5%.
- Tuy nhiên, lãi suất cho vay trên thực tế chưa giảm được như kỳ vọng khiến doanh nghiệp vẫn gặp nhiều khó khăn.
- GDP có mức tăng thấp trong 6 tháng đầu năm. Dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam trong năm 2012 sẽ ở mức 5-5,5%. Để duy trì mức tăng trưởng này, chính sách tiền tệ và tài khóa sẽ có những động thái nới lỏng hơn nữa.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

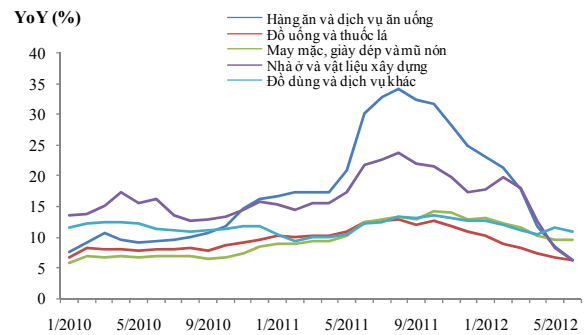
- Trong 6 tháng đầu năm, các chỉ số, thanh khoản, và vốn hóa đều có diễn biến tích cực. Mặt bằng giá thấp, thông tin chính sách và các thương vụ M&A là những căn cứ để thị trường có diễn biến sôi động.
- Hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp đang suy giảm bởi khó khăn đầu ra, tuy nhiên các yếu tố đầu vào đang có dấu hiệu cải thiện. Những chuyển biến tích cực của kết quả kinh doanh đến chậm sẽ khiến thị trường mất đi sự hấp dẫn về giá trị.
- Khó có tăng trưởng đột biến trong 6 tháng cuối năm, chúng tôi duy trì quan điểm dự báo VnIndex ở thời điểm kết thúc năm với diễn biến trong vùng 390-410 như đã nêu trong Báo cáo năm 2011.

KINH TẾ VĨ MÔ

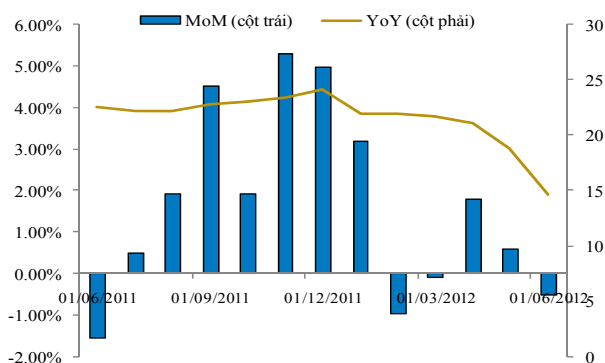
Lạm phát so với tháng trước và cùng kỳ năm trước



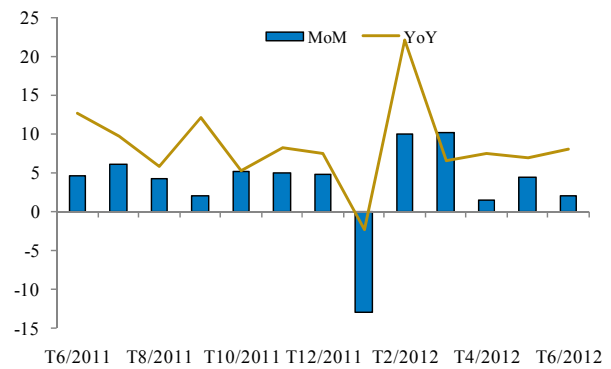
Diễn biến giá một số nhóm hàng



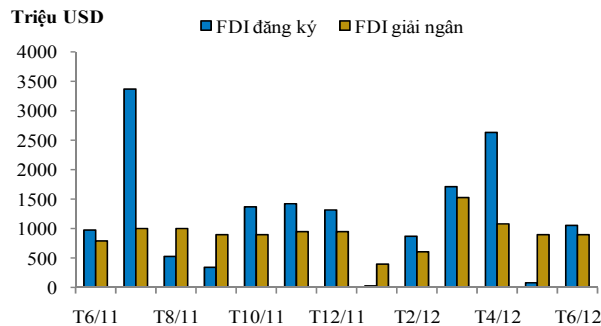
Tổng mức hàng hóa bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng



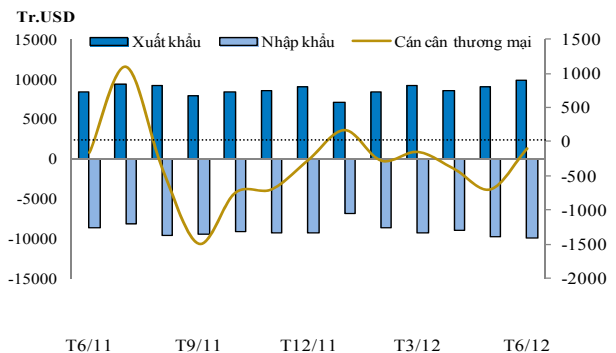
Giá trị sản xuất công nghiệp



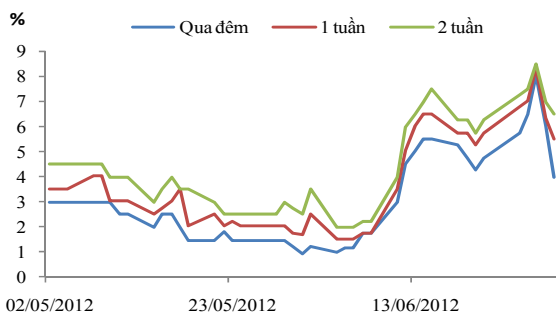
FDI các tháng



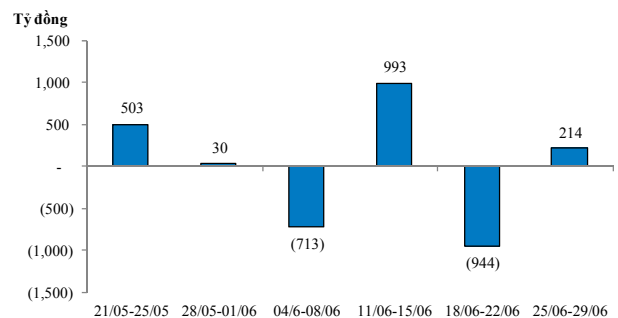
Cán cân thương mại



Lãi suất liên ngân hàng



Lượng bơm OMO các tuần

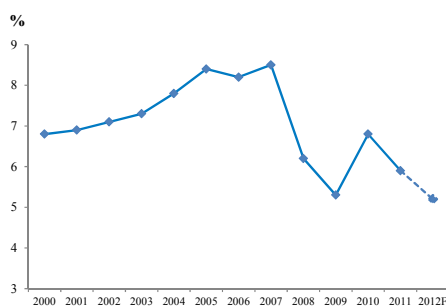


Nguồn: Bloomberg, GSO, BVSC

- Thanh khoản hệ thống ngân hàng, lạm phát và tỷ giá được kiểm soát thành công là những điểm sáng của kinh tế vĩ mô trong 6 tháng đầu năm. Chúng tôi điều chỉnh dự báo lạm phát của Việt Nam cuối năm 2012 về mức 5,5-6,5%.
- Tuy nhiên, lãi suất cho vay chưa giảm được như kỳ vọng khiến doanh nghiệp vẫn gặp nhiều khó khăn.
- GDP có mức tăng thấp trong 6 tháng đầu năm. Dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam trong năm 2012 sẽ ở mức 5-5,5%. Đề duy trì mức tăng trưởng này, chính sách tiền tệ và tài khóa sẽ có những động thái nới lỏng hơn nữa.

Tăng trưởng GDP 2012: mục tiêu 6-6,5% rất khó hoàn thành

Tăng trưởng GDP của Việt Nam

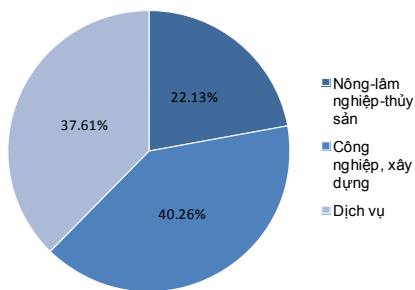


Nguồn: Bloomberg, BVSC

GDP 6 tháng đầu năm chỉ tăng có **4,38%**- thấp nhất trong vòng 10 năm trở lại đây. Theo Tổng cục Thống kê, tăng trưởng GDP riêng trong quý II của Việt Nam đạt mức 4,66%, có sự cải thiện nhẹ so với mức tăng 4% trong quý I. Tuy nhiên, nếu so với tốc độ tăng trưởng bình quân của kinh tế Việt Nam trong vòng 10 năm trở lại đây thì mức tăng trưởng như trên được xem là khá thấp.

Trong mức tăng trưởng chung của nền kinh tế 6 tháng đầu năm, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 2,81%, đóng góp 0,48 điểm phần trăm; khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 3,81%, đóng góp 1,55 điểm phần trăm; khu vực dịch vụ tăng 5,57%, đóng góp 2,35 điểm phần trăm. Mức tăng trưởng của cả ba khu vực trên đều thấp hơn so mức tăng của cùng kỳ năm ngoái (tăng lần lượt là 3,89%, 5,78% và 6,21%).

Cơ cấu GDP của Việt Nam



Nguồn: GSO, BVSC

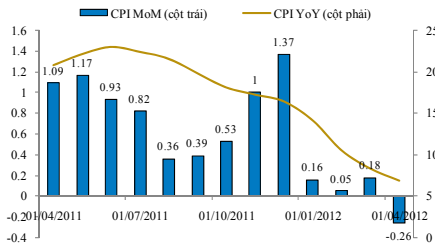
Về cơ cấu GDP, tỷ trọng khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản chiếm 22,13%; khu vực công nghiệp và xây dựng chiếm 40,26%; khu vực dịch vụ chiếm 37,61%. Nhìn vào cơ cấu này có thể thấy mặc dù chiếm tỷ trọng lớn nhất nhưng lĩnh vực công nghiệp và xây dựng lại có tốc độ tăng trưởng so với cùng kỳ năm ngoái sụt giảm ở mức mạnh nhất (1,97%). Sự khó khăn chung về đầu ra của nền kinh tế, đặc biệt trong lĩnh vực bất động sản được coi là nguyên nhân chính cho sự đuối sức của khu vực công nghiệp-xây dựng 6 tháng đầu năm.

GDP cả năm 2012 của Việt Nam nhiều khả năng chỉ tăng trưởng 5- 5,5%.

Do yếu tố mùa vụ, tăng trưởng GDP trong 2 quý cuối năm thường có xu hướng cao hơn 2 quý đầu năm. Tuy nhiên, trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng khá ẻo uột trong 6 tháng đầu năm (chỉ tăng có 0,76%), nợ xấu của hệ thống ngân hàng ngày một tăng cao cùng với bối cảnh kinh tế thế giới tiềm ẩn nhiều bất ổn, BVSC giữ quan điểm khá thận trọng về GDP của Việt Nam trong cả năm 2012, nhiều khả năng sẽ chỉ tăng trưởng 5-5,5%- thấp hơn khá nhiều so với mục tiêu 6-6,5% của Chính phủ đặt ra từ đầu năm. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng, để tạo được cú hích cho tăng trưởng GDP trong 6 tháng cuối năm, Chính phủ sẽ phải tìm mọi biện pháp nhằm thúc đẩy tăng trưởng tín dụng, đồng thời không loại trừ khả năng thực hiện những gói chi tiêu công lớn kích vào lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng.

Lạm phát 6 tháng đầu năm: kiểm soát thành công nhưng là tín hiệu bước đầu báo hiệu kinh tế suy giảm

Diễn biến lạm phát 6 tháng đầu năm

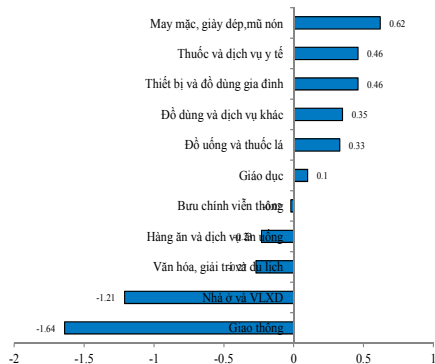


Nguồn: GSO, BVSC

Mục tiêu kiềm chế lạm phát được thực hiện thành công. So với tháng 5, chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng 6/2012 đã giảm 0,26%. Đây là tháng thứ 3 liên tiếp CPI có mức tăng thấp (dưới 0,2%) với tốc độ tăng theo hướng giảm dần qua từng tháng. Đáng chú ý đây là tháng đầu tiên CPI giảm sau 38 tháng tăng liên tục. Đóng góp lớn nhất giúp chỉ số giá cả giảm trong tháng 6 là nhóm hàng giao thông (giảm 1,64%); nhà ở và vật liệu xây dựng (giảm 1,21%); văn hoá giải trí và du lịch (giảm 0,27%); hàng ăn và dịch vụ ăn uống (giảm 0,23%; trong đó lương thực giảm 0,78%; thực phẩm giảm 0,31%; ăn uống ngoài gia đình tăng 0,6%). Có thể thấy trong khi đã giảm tốc của nhóm hàng lương thực thực phẩm đang có xu hướng chững lại thì những khó khăn về đầu ra của nền kinh tế cũng như sự khó khăn trên thị trường bất động sản vẫn khiến giá cả các mặt hàng liên quan đến lĩnh vực nhà ở và vật liệu xây dựng trượt giá nhiều trong 2 quý đầu năm. Ngoài ra, cũng phải kể đến tác động tích cực của việc điều chỉnh giá xăng dầu trong nước lên CPI (tổng cộng 5 lần với tổng mức giảm là 3.200 đồng/lít).

Như vậy, CPI 6 tháng đầu năm chỉ tăng **2,52%** so với cuối tháng 12/2011; và tăng **6,9%** so với cùng kỳ năm ngoái, thấp hơn rất nhiều so với mức đỉnh 23% thiết lập vào tháng 8/2011.

Diễn biến chỉ số giá tháng 06 một số mặt hàng



Nguồn: GSO, BVSC

CPI thấp: nên có cái nhìn đa chiều? Việc CPI trong tháng 6 bất ngờ có mức tăng trưởng âm làm dấy lên lo ngại về việc kinh tế Việt Nam rơi vào giảm phát. Chúng tôi cho rằng, quan điểm trên phần nào có cơ sở nhưng chưa thật sự toàn diện. Trên thực tế, nếu nhìn từ góc độ chỉ số giá, giảm phát chỉ thật sự đáng ngại khi CPI âm liên tục trong nhiều tháng, ít nhất là trong 2 quý. Mặc dù vậy, việc CPI âm trong tháng vừa qua cũng có thể xem là một tín hiệu cảnh báo sớm để Việt Nam chủ động có biện pháp ngăn chặn. Nhìn ở khía cạnh khác, việc lạm phát xuống rất thấp trong 6 tháng đầu năm cho thấy các biện pháp thắt chặt chính sách tài khóa và tiền tệ mà Chính phủ thực hiện trong suốt năm 2011 nhằm ổn định kinh tế vĩ mô đã thành công. Tác dụng phụ có chăng chỉ là sự thắt chặt chính sách trong một thời gian tương đối dài đã ảnh hưởng tiêu cực tới tổng cầu của nền kinh tế trong nửa đầu năm nay.

Dự báo lạm phát trong 6 tháng cuối năm. Với bối cảnh hiện tại, BVSC cho rằng CPI nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì ở mức khá thấp (tăng dưới 0,3% mỗi tháng) trong quý III trước khi có đà tăng dần trở lại trong các tháng quý IV. Việc CPI tháng 6 bất ngờ đổi hướng đã khiến chúng tôi phải điều chỉnh về dự báo lạm phát cho cả năm 2012 như đã đề cập trong các báo cáo trước đây. Dựa theo mô hình phân tích với dữ liệu cập nhật của BVSC, chúng tôi điều chỉnh **dự báo lạm phát YoY cuối năm 2012 về mức từ 5,5-6,5%**. Đây là điều kiện thuận lợi để NHNN duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng nhằm hỗ trợ tăng trưởng với tâm điểm là mục tiêu giảm mặt bằng lãi suất. .

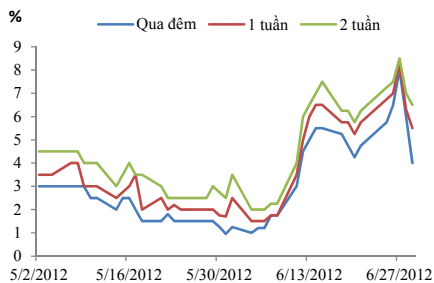
Thị trường tiền tệ: lãi suất huy động giảm mạnh trong khi lãi suất cho vay chỉ giảm chậm và không đồng loạt

Trên lãi suất huy động liên tục được điều chỉnh giảm trong 6 tháng đầu năm. Trong nỗ lực giảm mặt bằng lãi suất đầu ra nhằm giảm bớt chi phí vốn

vay cho doanh nghiệp cùng bối cảnh lạm phát thuận lợi, NHNN trong 6 tháng đầu năm đã liên tục có quyết định điều chỉnh trần lãi suất huy động (tổng cộng 4 lần với tổng mức giảm 5%). Mặc dù nhu cầu giảm mặt bằng lãi suất cho nền kinh tế đã được đặt ra cấp thiết ngay từ cuối năm 2011, tuy nhiên chúng tôi nhận thấy các đợt giảm trần lãi suất huy động của NHNN đều diễn ra từ từ và khá tuần tự, đặc biệt trong đó luôn chú ý tới diễn biến của chỉ số CPI qua từng tháng. Điều này phần nào cho thấy mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô vẫn được Chính phủ quán triệt và ưu tiên hàng đầu.

Lãi suất cho vay đầu ra giảm chậm. Trái ngược với mong muốn của NHNN, việc liên tục giảm trần lãi suất huy động đã không thể giúp mặt bằng lãi suất cho vay trong nền kinh tế có tốc độ giảm tương ứng. Theo tìm hiểu của chúng tôi, đa phần các doanh nghiệp hiện vẫn đang phải chịu mức lãi suất phổ biến 15-17%; chỉ có một bộ phận nhỏ các doanh nghiệp với tình hình tài chính tốt mới có thể tiếp cận được mức lãi suất dưới 15%. Có nhiều lý do cản trở các ngân hàng thương mại giảm lãi suất, trong đó nổi bật lên các nguyên nhân: tỷ lệ nợ xấu ở mức báo động (theo Thống đốc NHNN là khoảng 10% toàn hệ thống); tăng trưởng GDP chậm lại khiến đầu ra của các doanh nghiệp sản xuất, bán lẻ gặp khó khăn; sự đóng băng của thị trường bất động sản... Dẫu vậy, thời gian gần đây cũng đã ghi nhận những tín hiệu tích cực đầu tiên khi một số ngân hàng triển khai các gói tín dụng với lãi suất hấp dẫn. Tuy nhiên, theo quan điểm của BVSC, để mặt bằng lãi suất cho vay giảm xuống mức 11-12% (mức trung bình các doanh nghiệp Việt Nam có thể kinh doanh hiệu quả được) sẽ cần thêm nhiều thời gian hơn nữa (ít nhất là đến cuối quý 3, đầu quý 4 năm nay).

Lãi suất liên ngân hàng tăng trở lại trong tháng 6



Nguồn: Bloomberg, BVSC

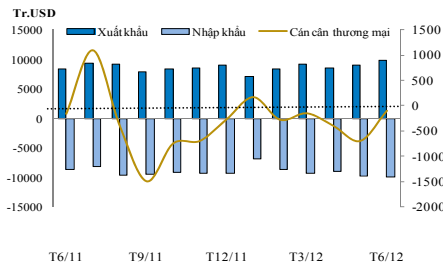
Lãi suất liên ngân hàng đã có lúc xuống mức thấp kỷ lục. Trong 6 tháng đầu năm, lãi suất liên ngân hàng đã có lúc thiết lập kỷ lục trong nhiều năm trở lại đây khi lãi suất kỳ hạn qua đêm về dưới mức 1%; kỳ hạn 1 tuần chỉ còn 1,7%; kỳ hạn 2 tuần chỉ còn 2,5%. Trong tháng 6, lãi suất liên ngân hàng đã có xu hướng tăng trở lại, lên mức 5-6%, đặc biệt sau khi trần lãi suất huy động được kéo về 9%, tuy nhiên so với mức trung bình trong các năm gần đây thì lãi suất liên ngân hàng trong nửa đầu năm nay nhìn chung là thấp hơn khá nhiều.

Việc lãi suất liên ngân hàng liên tục đi xuống cho thấy thanh khoản của hệ thống ngân hàng đã có sự cải thiện rõ rệt so với năm 2011. Việc lãi suất liên ngân hàng ở mức thấp cũng cho thấy một thực tế khác, tín dụng chưa tăng trưởng, tiền dư thừa và đang luân chuyển trong hệ thống. Khi cơ hội tìm kiếm lợi nhuận trên thị trường liên ngân hàng, trái phiếu giảm sút rõ rệt, chúng tôi cho rằng các ngân hàng lớn sẽ ngày càng chịu sức ép phải tìm ra kênh đầu tư khác mới có thể duy trì được lợi nhuận. Khi đó, chú trọng mở rộng tín dụng nhiều khả năng sẽ được các ngân hàng tập trung trong 2 quý cuối năm.

Cán cân thanh toán: thặng dư lớn giúp cải thiện dự trữ ngoại hối và ổn định tỷ giá

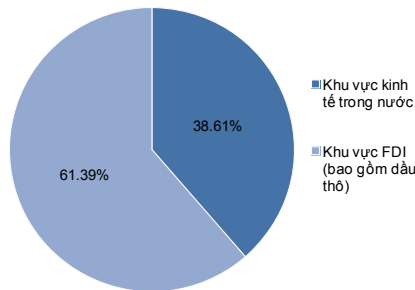
Xuất khẩu vẫn giữ được đà tăng trưởng khá. Trong 6 tháng đầu năm, kim ngạch xuất khẩu đạt **53,1 tỷ USD, tăng 22,2%** so với cùng kỳ năm trước. Nếu loại trừ yếu tố giá, con số này ước tính đạt 52,9 tỷ USD, tăng 21,7%. Điều này cho thấy mức tăng kim ngạch xuất khẩu chủ yếu **do lượng xuất khẩu tăng, yếu tố giá hầu như không đóng góp vào mức tăng chung** và

Cán cân thương mại 6 tháng đầu năm



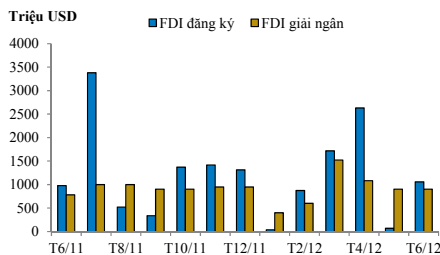
Nguồn: GSO, BVSC

Cơ cấu các khu vực kinh tế đóng góp vào tổng kim ngạch xuất khẩu



Nguồn: GSO, BVSC

Thu hút và giải ngân vốn FDI



Nguồn: GSO, BVSC

đây là điểm khác biệt so với 6 tháng đầu năm 2011. Diễn hình là lượng cao su xuất khẩu tăng 41% so với cùng kỳ năm trước; sắn và sản phẩm của sắn tăng 73,5%; hạt điều tăng 44,8%; cà phê tăng 22,3%.

Kim ngạch xuất khẩu tăng cao chủ yếu ở khu vực có vốn đầu tư nước ngoài với các mặt chủ yếu như: điện tử, máy tính (đạt 3,4 tỷ USD; tăng 85% so với cùng kỳ); điện thoại và linh kiện (đạt 4,7 tỷ USD, tăng 130%); hàng dệt may (đạt 6,8 tỷ USD, tăng 8,7%)... Mức tăng kim ngạch xuất khẩu của khu vực này đóng góp 20,4 điểm phần trăm vào mức tăng chung, trong khi đó khu vực kinh tế trong nước chỉ đóng góp 1,8 điểm phần trăm.

Nhập khẩu có mức tăng trưởng thấp nhất kể từ năm 2009. Tính chung 6 tháng đầu năm, kim ngạch nhập khẩu **đạt 53,8 tỷ USD, tăng 6,9%** so với cùng kỳ năm 2011. Nếu loại trừ yếu tố giá, kim ngạch hàng hóa nhập khẩu sáu tháng năm nay chỉ tăng 3,6% so với cùng kỳ năm trước. Đáng chú ý kim ngạch nhập khẩu nhiều mặt hàng nguyên, nhiên vật liệu tăng thấp hoặc giảm so với cùng kỳ năm trước, trong đó hoá chất đạt 1,4 tỷ USD, tăng 7,6%; nguyên phụ liệu dệt, may, giày dép đạt 1,5 tỷ USD, tăng 3%; vải 3,4 tỷ USD, bằng mức cùng kỳ năm trước; chất dẻo đạt 2,3 tỷ USD, giảm 1,7%; thép đạt 3,1 tỷ USD, giảm 1,6%.

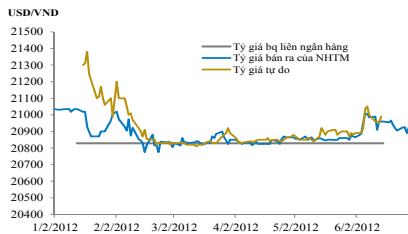
Nhập siêu giảm mạnh so với cùng kỳ năm trước. Nhập siêu 2 quý đầu năm ước tính đạt **685 triệu USD, chỉ bằng 1,3% kim ngạch hàng hóa xuất khẩu** trong khi cùng kỳ năm trước con số này là 6,7 tỷ USD, bằng 15,7% kim ngạch xuất khẩu. Nhập siêu giảm là điều đáng mừng, tuy nhiên nhìn ở một góc độ khác, điều này cho thấy những khó khăn của kinh tế trong nước đã kéo theo nhu cầu nhập khẩu nguyên vật liệu làm đầu vào cho sản xuất giảm sút một cách rõ rệt.

Cán cân vốn tiếp tục thặng dư nhưng việc thu hút các nguồn vốn từ bên ngoài đang ngày một khó khăn. Trong nửa đầu năm nay, mặc dù lượng vốn FDI giải ngân vẫn được duy trì (đạt 5,4 tỷ USD; tăng 1,9% so với cùng kỳ) nhưng lượng vốn FDI thu hút mới bắt đầu có xu hướng giảm sút (đạt 6,4 tỷ USD; bằng 75% cùng kỳ năm 2011). Các dòng vốn khác như ODA, FII, kiều hối... chịu sự khó khăn chung của kinh tế toàn cầu cũng không có nhiều tăng trưởng trong 6 tháng đầu năm.

Dự trữ ngoại hối của Việt Nam tăng thêm 10 tỷ USD, hiện tương đương 10 tuần nhập khẩu. Với việc nhập siêu giảm mạnh, đồng thời cán cân vốn duy trì được mức thặng dư khá, cán cân thanh toán tổng thể của Việt Nam đã có sự cải thiện mạnh mẽ trong 6 tháng đầu năm. Theo thông tin mới nhất, dự trữ ngoại hối của Việt Nam đã tăng thêm 10 tỷ USD, hiện lên mức khoảng 19 tỷ USD; tương đương 10 tuần nhập khẩu và hoàn toàn có thể đạt đến ngưỡng an toàn là 12 tuần nhập khẩu vào cuối năm nay. Đây là một nguồn lực hết sức to lớn giúp nâng cao năng lực tài chính quốc gia, đồng thời tạo điều kiện thuận lợi giúp NHNN có khả năng can thiệp vào thị trường ngoại hối mỗi khi tỷ giá có biến động ngoài tầm kiểm soát.

Tỷ giá liên tục ổn định trong 6 tháng đầu năm. Với việc nhập siêu giảm mạnh, dự trữ ngoại hối của Việt Nam được cải thiện và sự trầm lắng của thị trường vàng trong nước, tỷ giá đã có quãng thời gian bình ổn nhất trong vòng nhiều năm trở lại đây. Tỷ giá mua vào-bán ra phổ biến tại các ngân

Diễn biến tỷ giá kể từ đầu năm 2012



Nguồn: GSO, BVSC

hàng thương mại chủ yếu biến động trong khoảng 20.800 đến 20.900 VND/USD. Có một vài thời điểm đã có lúc tỷ giá vượt lên trên mốc 21.000 VND/USD nhưng chỉ ít ngày sau đó lại ngay lập tức giảm về dưới mốc này.

Có thể nói, trong tổng thể bức tranh kinh tế vĩ mô của Việt Nam trong nửa đầu năm 2012, sự ổn định của tỷ giá là một điểm sáng hiếm hoi. Theo dự báo của BVSC, tỷ giá từ giờ cho tới cuối năm nhiều khả năng sẽ còn tiếp tục diễn biến theo chiều hướng ổn định. Việc giảm giá VND (nếu có) sẽ diễn ra với biên độ rất nhỏ (dưới 3%) và mang tính chủ động từ phía nhà điều hành với chủ đích hỗ trợ xuất khẩu.

Triển vọng chính sách

Như vậy, nhìn chung trong 6 tháng đầu năm, kiểm soát lạm phát thành công và sự bình ổn của thị trường ngoại hối là hai điểm sáng lớn nhất của kinh tế vĩ mô Việt Nam. Bên cạnh đó, việc xuất khẩu tiếp tục có đà tăng trưởng tốt cũng là điểm rất đáng ghi nhận, tuy nhiên, việc các đơn hàng xuất khẩu từ giờ cho tới cuối năm đang cho dấu hiệu giảm sút và sự tăng trưởng của xuất khẩu chủ yếu xuất phát từ sự gia tăng về lượng, chứ không phải về giá cũng là điều Chính phủ cần lưu ý.

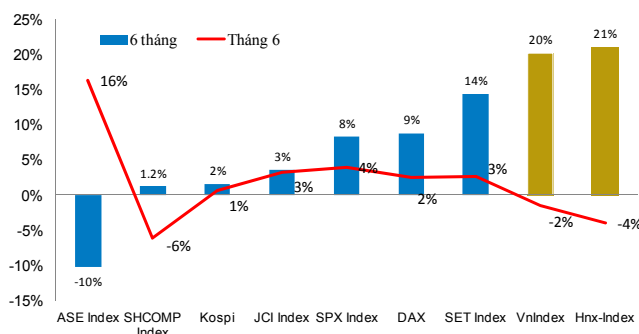
Bên cạnh những thành quả nêu trên, nỗi lo về tăng trưởng chậm lại, sự khó khăn về đầu ra và hàng tồn kho của doanh nghiệp tăng cao đang làm dấy lên những lo ngại của nhà đầu tư về triển vọng kinh tế Việt Nam. Trước thực trạng đó, các chính sách của Chính phủ 6 tháng cuối năm nhiều khả năng sẽ tập trung vào mục tiêu hỗ trợ tăng trưởng nhưng sẽ vẫn cần trọng đối với lạm phát.

Chính sách tiền tệ sẽ tập trung hơn nữa vào định hướng giảm mặt bằng lãi suất nhằm thúc đẩy tăng trưởng tín dụng. Nếu lạm phát trong năm nay ở mức 5,5-6,5% như dự báo của chúng tôi, ***NHNN sẽ vẫn còn dư địa khoảng 1-2% cho việc cắt giảm trần lãi suất huy động*** trong khi vẫn đảm bảo lãi suất thực dương cho người gửi tiền. Ngoài ra, công tác giải quyết nợ xấu của hệ thống ngân hàng cũng sẽ là trọng tâm giúp mặt bằng lãi suất cho vay.

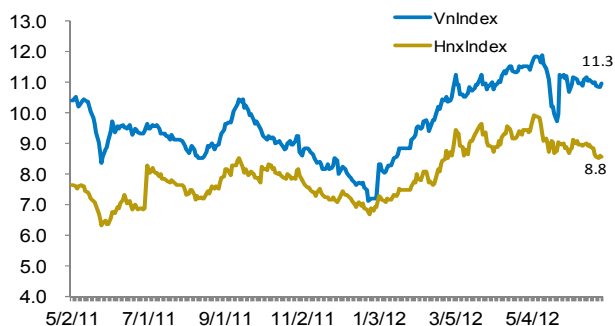
Chính sách tài khóa nhập cuộc mạnh hơn. Bên cạnh chính sách tiền tệ, chúng tôi cho rằng việc thúc đẩy cầu kinh tế vẫn rất cần đến sự nhập cuộc mạnh mẽ hơn nữa của chính sách tài khóa trong thời gian tới. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng Chính phủ sẽ đẩy nhanh chi tiêu công, tập trung vào việc chi tiêu cho lĩnh vực cơ sở hạ tầng hoặc tái khởi động lại các công trình xây dựng dở dang. Trong bối cảnh ngân sách hạn hẹp như hiện nay, sẽ là khó để kỳ vọng về một gói kích cầu có quy mô lớn, tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng vai trò tiên phong và hiệu ứng lan tỏa của việc chi tiêu Chính phủ sẽ giúp cải thiện niềm tin của khu vực tư nhân và người tiêu dùng vào triển vọng kinh tế, từ đó kích thích 2 đối tượng này mạnh dạn chi tiêu hơn.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

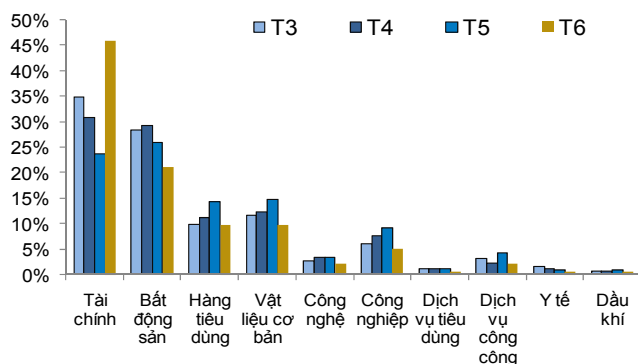
Biến động một số thị trường kể từ đầu năm



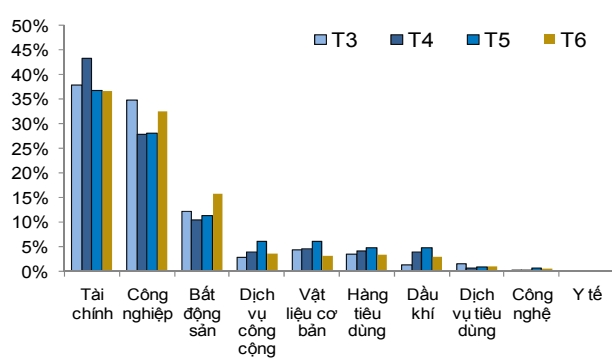
P/E tại HSX và HNX



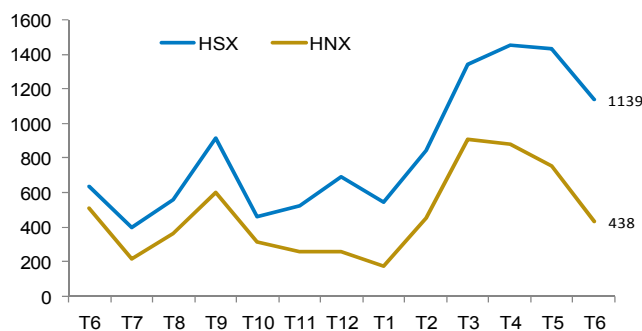
Tỷ trọng giao dịch các ngành tại HSX



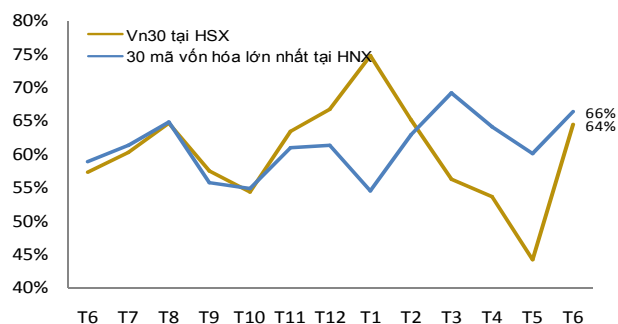
Tỷ trọng giao dịch các ngành tại HNX



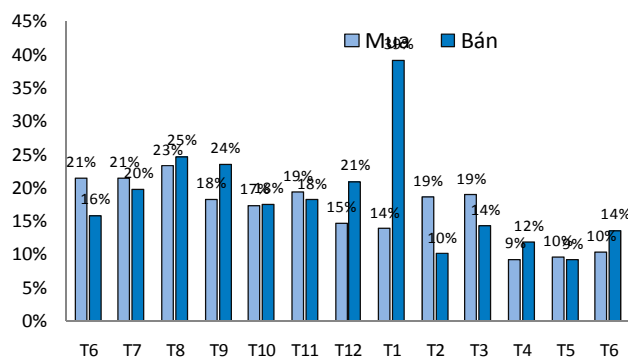
Giá trị giao dịch bình quân ngày các tháng



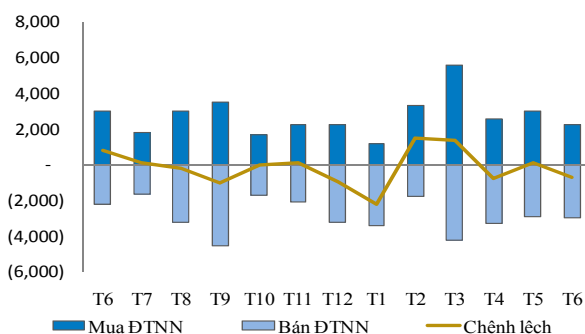
Tỷ lệ giao dịch các mã trong Vn30, và 30 mã vốn hóa lớn nhất tại HNX



Tỷ trọng giá trị GD ĐTNN/giá trị GD toàn thị trường



Giao dịch nhà ĐTNN trong tháng tại HSX



Nguồn: Bloomberg, HNX, HSX, BVSC

- Trong 6 tháng đầu năm, các chỉ số, thanh khoản, và vốn hóa đều có diễn biến tích cực. Mặt bằng giá thấp, thông tin chính sách và các thương vụ M&A là những căn cứ để thị trường có diễn biến sôi động.
- Hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp đang suy giảm bởi khó khăn đầu ra, tuy nhiên các yếu tố đầu vào đang có dấu hiệu cải thiện. Những chuyển biến tích cực của kết quả kinh doanh đến chậm sẽ khiến thị trường mất đi sự hấp dẫn về giá trị.
- Khó có tăng trưởng đột biến trong 6 tháng cuối năm, chúng tôi duy trì quan điểm dự báo VnIndex ở thời điểm kết thúc năm với diễn biến trong vùng 390-410 như đã nêu trong Báo cáo năm 2011.

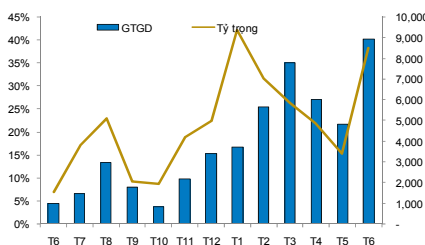
Mặc dù có diễn biến điều chỉnh giảm trong tháng 05 và tháng 06, tuy nhiên nếu tính cả 6 tháng đầu năm, các chỉ số, thanh khoản và vốn hóa của thị trường đều được cải thiện theo hướng tích cực. Cụ thể, VnIndex tăng 20,1%, HnxIndex tăng 21% kể từ đầu năm, còn thanh khoản trung bình phiên tại HSX trong 6 tháng đầu năm tăng 92% so với trung bình 6 tháng cuối năm 2011.

Trong 6 tháng qua, thị trường đón nhận nhiều chính sách mới, tuy nhiên yếu tố căn bản là lợi nhuận của doanh nghiệp, chí phí vốn của nhà đầu tư lại chưa được cải thiện. Dường như sự sôi động của thị trường trong những tháng đầu năm đến từ dòng tiền đầu cơ ngắn hạn, từ sự sôi động của một số cổ phiếu ngân hàng, từ những thương vụ M&A, hơn là sự cải thiện tích cực của dòng tiền trong dài hạn.

6 THÁNG ĐẦU NĂM: THÔNG TIN CHÍNH SÁCH VÀ ĐẦU CƠ GIÁ RẺ

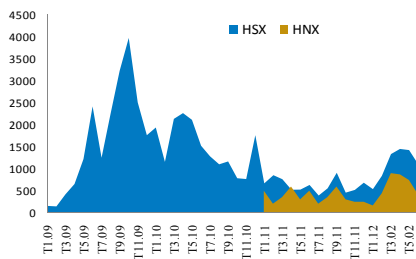
Các chỉ số và thanh khoản đều có diễn biến tích cực

Biến động các cổ phiếu ngân hàng trong 6 tháng qua



Nguồn: Bloomberg, HNX, HSX, BVSC

Giá trị giao dịch trung bình phiên theo tháng tại HSX



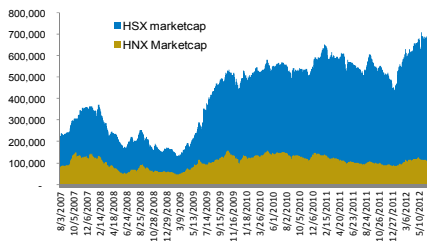
Nguồn: Bloomberg, HNX, HSX, BVSC

Hai chỉ số VnIndex và HnxIndex duy trì là một trong số các thị trường tăng trưởng mạnh trên thế giới kể từ đầu năm. So với các chỉ số khác trong khu vực như Set Index (Thái Lan) tăng 14%, Shanghai Composite (Trung Quốc) tăng 1,2%, hay chỉ số Dax (Đức) tăng 9%, thì mức tăng trên 20% của cả hai chỉ số đã đưa thị trường Việt Nam trở thành thị trường có diễn biến tích cực nhất trên thế giới. Bên cạnh sự tích cực của các chỉ số, thanh khoản thị trường cũng được cải thiện đáng kể.

Đóng góp vào sự tăng trưởng của các chỉ số là diễn biến tích cực của các cổ phiếu ngành ngân hàng. Nhiều cổ phiếu vốn hóa lớn như VCB, CTG, STB, ACB đều có mức tăng trên 30% kể từ đầu năm. Chiếm tỷ trọng vốn hóa cao, nhóm cổ phiếu này đã giữ vai trò quan trọng giúp các chỉ số duy trì được mức tăng trưởng trong thời gian vừa qua. Diễn biến tích cực của cổ phiếu ngân hàng chủ yếu đến từ thông tin về các thương vụ M&A hơn là sự cải thiện về kết quả kinh doanh.

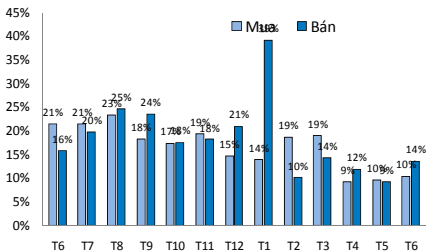
Sáu tháng đầu năm thanh khoản của thị trường có diễn biến tích cực. Tuy chưa đạt mức thanh khoản như giai đoạn nửa cuối năm 2009, nhưng trong 6 tháng qua, giá trị giao dịch đã có cải thiện tích cực so với năm 2011. Giá trị giao dịch trung bình/phiên trong 6 tháng qua tại HSX đạt mức 1.146 tỷ, tăng 92% so với mức 595 tỷ của 6 tháng cuối năm 2011. Dấu hiệu đáng lo ngại là thanh khoản thị trường đang có dấu hiệu chững lại, sau khi đạt đỉnh trong tháng 4. Sự sụt giảm giao dịch trong 02 tháng gần đây cho thấy sau giai đoạn

Diễn biến vốn hóa 02 sàn



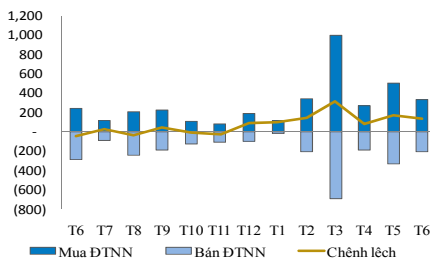
Nguồn: Bloomberg, HNX, HSX, BVSC

Tỷ trọng giá trị GD ĐTNN/giá trị GD toàn thị trường



Nguồn: Bloomberg, HSX, BVSC

Giá trị giao dịch nhà ĐTNN tại HNX



Nguồn: Bloomberg, HNX, HSX, BVSC

hưng phần do tác động của chính sách, mặt bằng giá rẻ, dòng tiền dài hạn vẫn chưa được cải thiện.

Niềm yết mới, niềm yết bổ sung tăng giúp vốn hóa đạt mức cao nhất kể từ thị trường chứng khoán đi vào hoạt động. Vốn hóa thị trường trong 06 tháng tăng mạnh, lên mức cao nhất kể từ khi thành lập thị trường. Tính đến 29/06, giá trị vốn hóa hai sàn đạt 37,18 tỷ USD, đạt khoảng 29% GDP. Kể từ đầu năm 2012, số lượng cổ phiếu niêm yết mới, niềm yết bổ sung đã tăng mạnh. Một số cổ phiếu có lượng niềm yết mới, niềm yết bổ sung lớn như: VCB niềm yết bổ sung 2,1 tỷ cổ phiếu, GAS niềm yết mới 1,85 tỷ cổ phiếu. Việc niêm yết những cổ phiếu mới một mặt tạo thêm sự lựa chọn cho nhà đầu tư, nhưng mặt khác động thái này cũng tạo ra lượng cung lớn, rào cản lớn cho sự tăng trưởng cho thị trường trong ngắn hạn.

Vị thế giao dịch của nhà ĐTNN tiếp tục giảm trên sàn niềm yết

Vị thế giao dịch của nhà ĐTNN có xu hướng giảm so với năm 2011. Trung bình trong 6 tháng qua, tỷ trọng mua của nhà ĐTNN ở mức 13,1% và chỉ còn đạt 10% trong tháng 06, thấp hơn nhiều so với mức 22,7% của 6 tháng cuối năm 2011. Sự sụt giảm dòng tiền ngoại trên sàn niềm yết, một mặt do cách thức tiếp cận của dòng vốn ngoại vào thị trường đã có sự thay đổi, ưu tiên đầu tư thông qua kênh phát hành riêng lẻ để trở thành cổ đông chiến lược. Một khác do chưa có thêm quỹ mới xuất hiện, trong khi nhiều quỹ đang hoạt động lại có tỷ lệ tiền mặt ở mức thấp, một số quỹ đã sát đến hạn đóng quỹ. Đây có thể là những nguyên nhân chính khiến tỷ trọng giao dịch của khối ngoại trên sàn niềm yết liên tục giảm và duy trì ở mức thấp.

Bán ròng trên 400 tỷ trong 6 tháng đầu năm tại HSX, nhà ĐTNN đang tiếp tục xu hướng bán ròng từ 6 tháng cuối năm 2011 (1.859 tỷ bán ròng). Giao dịch bán ròng của nhà ĐTNN trên sàn niềm yết được thực hiện chủ yếu thông qua hình thức giao dịch thỏa thuận nên đã giảm bớt tác động tiêu cực đến diễn biến thị trường.

Trong 6 qua, một số quỹ đầu tư chỉ số đã tiến hành điều chỉnh danh mục, với việc tăng tỷ lệ sở hữu hai cổ phiếu VCG, PVX, tham gia đầu tư vào PVS khiến tỷ trọng của khối ngoại giao dịch trên sàn HNX được cải thiện đáng kể. Chu kỳ 6 tháng tới, khi các cổ phiếu GAS, VCB được điều chỉnh lại tỷ lệ trong danh mục, không loại trừ sẽ có thêm các cổ phiếu blue chips khác cần giảm tỷ trọng

6 THÁNG CUỐI NĂM: KỲ VỌNG CHUYỂN BIẾN DÀI HẠN

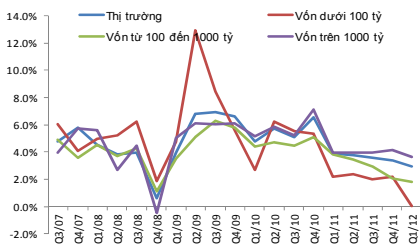
Chính sách: sẽ tiếp tục được ban hành theo hướng hỗ trợ doanh nghiệp, thị trường

Doanh nghiệp và nhà đầu tư sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ việc nói lòng có định lượng chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa. Lạm phát được kiểm soát đã cho chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa thêm dư địa để nói lòng trong sáu tháng cuối năm. Với mục tiêu duy trì, hỗ trợ tăng trưởng các chính sách sẽ phải hướng đến doanh nghiệp nhiều hơn nữa. Hạ lãi suất, đẩy tăng trưởng tín dụng và tăng chi tiêu công sẽ khiến thị trường tiền tệ thanh khoản hơn, là cơ hội cho doanh nghiệp, nhà đầu tư trong việc tiếp cận vốn. Tuy nhiên, sẽ khó có việc bơm vốn ồ ạt, dư thừa vốn trên thị trường.

Các chính sách mới đối với thị trường chứng khoán sẽ tiếp tục được ban hành. Trong 6 tháng đầu năm, thị trường chứng khoán đã đón nhận một số chính sách mới, tuy nhiên những biện pháp này chưa cụ thể và đồng bộ. Chúng tôi kỳ vọng, sau khi Nghị định hướng dẫn Luật chứng khoán và Luật chứng khoán sửa đổi bổ sung được ban hành, các văn bản như Thông tư hướng dẫn đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng; hướng dẫn mua lại cổ phiếu và phát hành thêm; hướng dẫn niêm yết chứng khoán; Quy chế tổ chức và hoạt động CTCK, công ty QLQ; quản trị công ty áp dụng cho công ty đại chúng... sẽ tiếp tục được công bố theo đúng kế hoạch của UBCK.

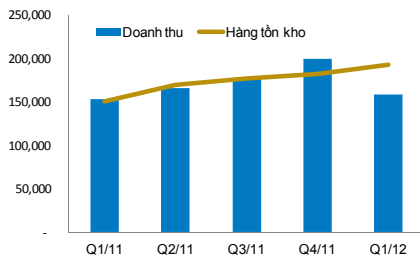
Doanh nghiệp: Bất lợi đầu ra nhưng yếu tố đầu vào đang xuất hiện dấu hiệu tích cực

ROE theo quy mô vốn



Nguồn: HSX, HNX, BVSC

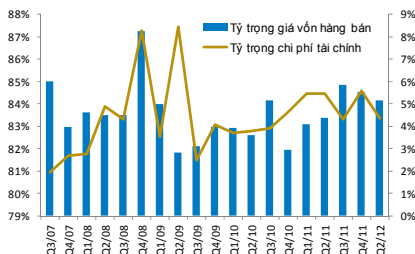
Tổng doanh thu và hàng tồn kho các quý



Đơn vị: tỷ đồng

Nguồn: HSX, HNX, BVSC

Tỷ trọng chi phí tài chính, giá vốn hàng bán so với doanh thu



Nguồn: Bloomberg, HNX, HSX, BVSC

Hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp tiếp tục có diễn biến tiêu cực. Thống kê ROE của 580 doanh nghiệp sản xuất trên sàn niêm yết cho thấy, tính đến hết Q1/2012, ROE của phần lớn các doanh nghiệp đều có diễn biến không thuận lợi. Nếu phân chia các doanh nghiệp theo quy mô vốn chủ sở hữu, có thể nhận thấy các doanh nghiệp có quy mô vốn nhỏ nhạy cảm hơn với bối cảnh kinh doanh. Với lãi suất cao, và tỷ lệ vay nợ lớn, không ít các doanh nghiệp sẽ rơi vào tình trạng ngưng hoạt động, phá sản. Nếu phân chia theo ngành kinh doanh thì vẫn tồn tại một số ít ngành duy trì được mức ROE ổn định và tăng trưởng, đó là các doanh nghiệp ngành cung cấp gas, cảng biển, sầm lốp, dược. Ngược lại, nhiều ngành như xây dựng, vận tải biển, xi măng... ROE vẫn đang có diễn biến tiêu cực, chưa có dấu hiệu được cải thiện.

Khó khăn đầu ra khiến doanh thu giảm trong khi hàng tồn kho tăng. Đây đang là nguyên nhân chính khiến triển vọng và hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp suy giảm. Cầu trong nước giảm cùng biến động không tích cực của kinh tế thế giới khiến doanh thu trong Q1/2012 của nhiều doanh nghiệp sụt giảm mạnh so với quý trước. Đồng thời với biến động tiêu cực của doanh thu, hàng tồn kho cũng chưa có dấu hiệu được cải thiện. Vòng quay hàng tồn kho giảm, đã khiến doanh nghiệp không thể sử dụng hiệu quả được vốn, dẫn đến việc một số doanh nghiệp trong các ngành như thép, nhựa, thủy sản... đang có dấu hiệu phải thu hẹp quy mô sản xuất.

Tuy nhiên, đang có những tín hiệu cho thấy yếu tố đầu vào bớt khó khăn hơn cho doanh nghiệp. Mặc dù vẫn ở mức cao so với giai đoạn trước, tuy nhiên tỷ trọng giá vốn hàng bán và chi phí tài chính đang có dấu hiệu đạt đỉnh và bắt đầu giảm nhiệt. Diễn biến này do giá của nhiều nguyên vật liệu đầu vào trên thế giới đang duy trì xu hướng giảm, lãi suất cho vay đã qua giai đoạn căng thẳng nhất. Xu hướng này còn có thể tiếp tục diễn ra, đặc biệt khi Thống đốc NHNN đã đưa ra quan điểm về việc đưa lãi suất của cả các hợp đồng tín dụng cũ về mức lãi suất 15%.

Trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng sẽ có sự chuyển biến tích cực hơn trong kết quả kinh doanh của doanh nghiệp, tuy nhiên tiến trình này sẽ diễn ra chậm, và không phải diễn ra đồng loạt với tất cả các doanh nghiệp. Khác với giai đoạn 2008, khi hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp sụt giảm nhanh, mạnh do đồng loạt nhiều yếu tố như: lãi suất, tỷ giá, biến động giá đầu vào biến động bất thường. Chính sách trong thời điểm đó được đưa ra với mục tiêu giải quyết ngay khó khăn trong ngắn hạn, giúp nền kinh tế vượt

qua ảnh hưởng của khủng hoảng, điều này đã giúp doanh nghiệp phục hồi nhanh. Tuy nhiên, hiện nay các chính sách của Chính phủ đưa ra đang hướng đến ưu tiên mục tiêu tái cấu trúc lại nền kinh tế, phát triển ổn định trong dài hạn, do vậy kịch bản tăng trưởng đột biến của doanh nghiệp ngay trong 6 tháng tới khó có khả năng xảy ra.

Dòng tiền: Phụ thuộc vào dòng tiền trong nước, khó xuất hiện dòng tiền lớn trong ngắn hạn

Nhà ĐTTN giảm giao dịch trên sàn niêm yết khiến tỷ trọng dòng vốn dài hạn, có tính ổn định cao thiếu hụt trên thị trường. Trong 6 tháng cuối năm, chúng tôi cho rằng biến động của thị trường sẽ phụ thuộc rất lớn vào dòng vốn nội, với kỳ vọng lãi suất giảm sẽ làm dòng vốn này có quy mô tăng dần.

Lãi suất giảm, kích thích nhu cầu đầu tư, kênh chứng khoán trở nên hấp dẫn hơn. Việc hạ trần lãi suất huy động, giảm lãi suất tái chiết khấu một mặt đẩy sự hấp dẫn của kênh gửi tiết kiệm xuống khi so sánh với các kênh đầu tư khác trong đó có thị trường chứng khoán. Mặt khác, về dài hạn động thái này khiến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp tích cực hơn.

Tuy nhiên, nhu cầu thoái vốn ở các quỹ, các tập đoàn và tổng công ty tiếp tục là rủi ro lớn đối với thị trường, đặc biệt trong bối cảnh thị trường chưa xuất hiện thêm dòng vốn mới. Nhu cầu này sẽ tạo ra lượng cung tiềm năng lớn, là rào cản lớn với xu hướng tăng của thị trường.

Bên cạnh đó, việc thiếu các quỹ, các tổ chức đầu tư chuyên nghiệp khiến thị trường thiếu dòng tiền dài hạn ổn định. Các công ty chứng khoán, các quỹ đầu tư trong nước sau thất bại liên tiếp kể từ năm 2007, đã không còn coi trọng sự hấp dẫn của kênh đầu tư chứng khoán. Bên cạnh đó, các quỹ đầu tư chuyên nghiệp khác như quỹ ETF, quỹ hưu trí tự nguyện, các quỹ sản phẩm liên kết bảo hiểm chưa có hành lang pháp lý để hoạt động, tham gia trên thị trường. Một khía cạnh khác, do tính minh bạch và triển vọng kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết thiếu tính ổn định khiến thị trường chưa hấp dẫn các nhà đầu tư dài hạn.

TRIỂN VỌNG VÀ CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ

Triển vọng thị trường

Các chính sách hỗ trợ phát triển kinh tế, tái cấu trúc thị trường chứng khoán hay sự cải thiện về hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp đều cần một khoảng thời gian dài để xuất hiện các kết quả tích cực. Với bối cảnh và chính sách hiện tại, chúng tôi cho rằng thị trường đang đặt nền tảng cho những chuyển biến tích cực cho giai đoạn 2013-2015. Còn trong ngắn hạn, thị trường vẫn có thể được hưởng lợi bởi các chính sách mới, tuy nhiên sự thiếu hụt của dòng tiền và thông tin tích cực của kết quả kinh doanh, điều này khiến các đợt bật tăng của thị trường sẽ thiếu yếu tố bền vững. ***Khó có tăng trưởng đột biến trong 6 tháng cuối năm, chúng tôi duy trì quan điểm dự báo về VnIndex ở thời điểm kết thúc năm với diễn biến trong vùng 390-410 như đã nêu trong Báo cáo năm 2011.***

Chiến lược đầu tư

Với bối cảnh và triển vọng thị trường, chúng tôi cho rằng, nhóm một cổ phiếu với các đặc tính riêng vẫn có thể thu hút được sự quan tâm của dòng

tiền. Cụ thể:

Nhóm các cổ phiếu có giá trị tài sản lớn, thị phần cao trong các lĩnh vực đặc thù sẽ tiếp tục là mục tiêu cho các thương vụ M&A. Những cổ phiếu trong các ngành nông sản, thực phẩm, các doanh nghiệp có giá trị tài sản lớn, như thương hiệu, cảng biển, dự án bất động sản ... có thể tiếp tục là tâm điểm thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư.

Nhóm cổ phiếu ngân hàng dù đang bị đánh giá có nhiều rủi ro do tỷ lệ nợ xấu cao, tuy nhiên nếu việc xử lý các ngân hàng khó khăn được thực hiện một phần thông qua cách thức tìm kiếm các đối tác nước ngoài, khi đó không loại trừ nhóm các cổ phiếu ngân hàng sẽ tiếp tục có đợt diễn biến tích cực trong 6 tháng cuối năm.

Nhóm các cổ phiếu có hoạt động kinh doanh ổn định, cổ tức/thị giá ở mức trên 15% sẽ thu hút được dòng tiền dài hạn. Đó là các cổ phiếu cảng biển, ngành điện, và ngành cao su. Đây sẽ là nhóm những cổ phiếu đủ sức cạnh tranh với kênh gửi tiết kiệm.

Nhóm các cổ phiếu đầu cơ có thanh khoản cao. Sự hấp dẫn của nhóm cổ phiếu này có thể đến khi mặt bằng giá đã về mức thấp, thị trường có biến động tăng trưởng đột biến trong ngắn hạn do các sự xuất hiện của các thông tin tích cực từ chính sách. Những cổ phiếu này sẽ hấp dẫn bởi tính thanh khoản, biến động biên độ lớn và sát với xu hướng thị trường.

Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên 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. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong báo cáo cũng có thể được thay đổi mà không cần báo trước.

BVSC 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 BVSC 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 Bảo Việt (BVSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BVSC đều trái luật. Bản quyền thuộc Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Phòng Phân tích Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Ts. Phạm Thành Thái Lĩnh
Trưởng phòng phân tích
phamthanhthailinh@baoviet.com.vn

Phạm Tiến Dũng
Chiến lược thị trường
phamtien.dung@baoviet.com.vn

Phạm Văn Khoa
Chiến lược thị trường
phamvankhoa@baoviet.com.vn

Ths. Nguyễn Xuân Bình
Phó phòng phân tích
nguyentuanbinh@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến
Kinh tế vĩ mô
tranhaiyen@baoviet.com.vn

Thông tin liên hệ

Trụ sở chính Hà Nội
Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, HN
Tel: (84-4)-3928 8080
Fax: (84-4)-3928 9888
Email: research-bvsc@baoviet.com.vn
Website: www.bvsc.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh
Số 233 Đồng Khởi, Quận I, HCM
Tel: (84-8)-3914 6888
Fax: (84-8)-3914 7999