

Ngày 08 tháng 07 năm 2013



**CTCP Chứng khoán**

**Rồng Việt – Rong Viet  
Securities**

Lầu 1 – 2 – 3 – 4

Toà nhà Viet Dragon

141 Nguyễn Du, Quận 1

TP.Hồ Chí Minh, Việt Nam

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

[www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

[info@vdsc.com.vn](mailto:info@vdsc.com.vn)

**Phòng Phân tích & Tư vấn đầu tư**

Báo cáo chuyên đề nghiên cứu

[phanhich@vdsc.com.vn](mailto:phanhich@vdsc.com.vn)

# BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ

## 07/2013

**KINH TẾ THẾ GIỚI**

- ✓ Mỹ - tiến trình phục hồi khả quan song vẫn còn xen lẫn một số dấu hiệu tiêu cực;
- ✓ Châu Âu – Suy thoái kinh tế đã chạm đáy nhưng chưa thể phục hồi khả quan;
- ✓ Trung Quốc – Hậu quả của bong bóng tín dụng;
- ✓ Nhật Bản – Chính sách kích thích kinh tế của NHTW Nhật đã mang lại những tín hiệu tích cực.

**KINH TẾ VIỆT NAM**

- ✓ Chờ đợi gì ở triển vọng vĩ mô 6 tháng cuối năm?;
- ✓ Triển vọng giá vàng trong nước sau 30/06: ổn định;
- ✓ Tỷ giá: bảo lưu quan điểm NHNN sẽ điều chỉnh biên độ từ 2-3% trong năm 2013;
- ✓ Lạm phát thấp: cơ hội cho hàng hóa & dịch vụ công tăng giá

**TRIỂN VỌNG TTCK VÀ ĐỀ XUẤT CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ THÁNG 06/2013**

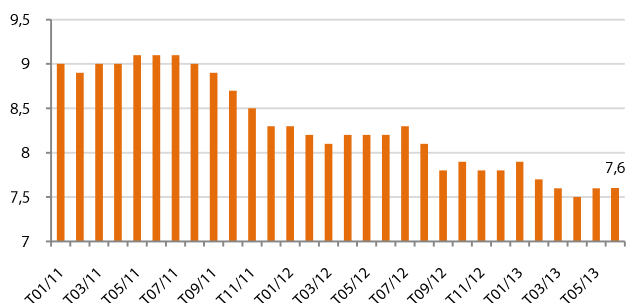
- ✓ Sang tháng 7/2013, không có nhiều kỳ vọng về chính sách sẽ giúp thị trường tăng trưởng mạnh như giai đoạn đầu năm. Theo kế hoạch, VAMC dự kiến sẽ được thành lập và đi vào hoạt động trong thời gian này. Đây có thể là yếu tố hâm nóng phần nào sự hưng phấn trên thị trường. Ngoài ra, hiệu quả của những giải pháp mà nhà điều hành đã thực thi cũng như những nỗ lực nhằm bước qua khó khăn của doanh nghiệp niêm yết, phản ánh qua KQKD quý II/2013, được kỳ vọng sẽ là yếu tố tạo nên động lực tăng điểm cho thị trường. Đây cũng là yếu tố giúp những NĐT am tường hoạt động của doanh nghiệp có cơ hội gặt hái lợi nhuận cao hơn trong tháng 7/2013. Ở chiều ngược lại, trong bối cảnh kinh tế thế giới còn ngổn ngang những số liệu, thông tin và đánh giá trái chiều, áp lực rút vốn của dòng vốn ngoại đầu cơ trên sàn chứng khoán Việt Nam vẫn là ẩn số lớn và dự cảm không mấy khả quan. Từ những lý do này, chúng tôi cho rằng (1) khả năng tăng điểm của VNIndex sẽ phụ thuộc vào biến động ở nhóm VN30+Gas, trong khi (2) sự sôi động chỉ xuất hiện ở một số nhóm cổ phiếu/nhóm ngành nhất định, phụ thuộc vào hiệu quả hoạt động trong 1H2013 cũng như triển vọng trong 2H2013 của nhóm này.
- ✓ Sau khi cân nhắc kỹ các yếu tố ảnh hưởng tích cực và tiêu cực, kịch bản giảm co trong sự thận trọng được chúng tôi xây dựng cho thị trường chứng khoán tháng 7/2013. Theo kịch bản này, VNIndex sẽ tiếp tục trải qua những phiên biến động mạnh, do sự chi phối của nhóm VN30+Gas, trong biên độ (460 – 510) điểm. Trong khi đó, với đặc điểm ít chịu tác động mạnh từ NĐT nước ngoài và không có nhiều cổ phiếu có sức ảnh hưởng mạnh đến điểm số, kênh biến động của HNIIndex sẽ hẹp hơn, trong vùng (62 – 67) điểm. Dựa trên kịch bản được xây dựng, chúng tôi cho rằng NĐT cần kiên nhẫn chờ đợi và chỉ giải ngân ở những cổ phiếu có cơ bản tốt, hoặc những cổ phiếu mà NĐT am tường hoạt động của doanh nghiệp. Vùng điểm phù hợp giải ngân là 480 – 460. Tỷ trọng Tiền mặt: Cổ phiếu nên được duy trì trong giai đoạn này là 40:60.

## KINH TẾ THẾ GIỚI

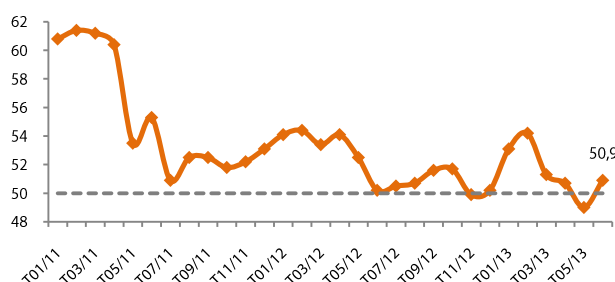
Theo số liệu khảo sát của JPMorgan, chỉ số quản lý thu mua (PMI) sản xuất toàn cầu trong tháng Sáu giữ nguyên không đổi so với tháng trước tại 50,6 điểm. Trong số 26 nước được khảo sát, 17 nước có chỉ số PMI tăng so với tháng trước, đồng thời, tháng này xuất hiện kết quả trái chiều tại mỗi châu lục. Cụ thể, điều kiện sản xuất kinh doanh tiếp tục cải thiện ở Nhật Bản, Anh, Pháp, Ý, Tây Ban Nha, Nga ngược lại, điều kiện sản xuất kinh doanh lại xấu đi ở Trung Quốc, Việt Nam, Indonesia, Đức và Hàn Quốc.

**Mỹ - tiến trình phục hồi khả quan song vẫn còn xen lẫn một số dấu hiệu tiêu cực**

**Tiến trình phục hồi khả quan...** Những tín hiệu tích cực của nền kinh tế lớn nhất trong thời gian qua được thể hiện qua ba lĩnh vực sau: (1) Sản xuất: trong tháng 6, chỉ số quản lý thu mua của ISM tăng lên 50,9 so với mức 49 điểm của tháng 5, vượt kỳ vọng của các nhà kinh tế và kết quả này cho thấy hoạt động sản xuất đang tiếp tục mở rộng; (2) Bất động sản: Số liệu thống kê của Bộ Thương mại Mỹ cho thấy doanh số bán nhà mới trong tháng 5 đã tăng 2,1% so với tháng trước sau khi đã tăng 3,3% trong tháng 4. Sự phục hồi của thị trường nhà đất có dấu hiệu bền vững hơn và nhiều nhà phân tích đánh giá đây sẽ là yếu tố quan trọng giúp thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong năm nay; (3) Thị trường lao động: Lĩnh vực việc làm tiếp tục tăng trưởng ổn định, trong tháng 6 có thêm 188.000 việc làm mới được tạo ra so với 134.000 việc làm trong tháng 5, tỷ lệ thất nghiệp chung giữ nguyên ở mức 7,6%.

**Mỹ: Tỷ lệ thất nghiệp giảm**

Nguồn: Tradingeconomics

**Chỉ số PMI phục hồi**

Nguồn: ISM

**...song vẫn còn xen lẫn một số dấu hiệu tiêu cực:** (1) Dịch vụ: chỉ số phi sản xuất ISM trong tháng 6 giảm từ mức 53,7 xuống còn 52,2 điểm và là mức thấp nhất của lĩnh vực này kể từ tháng 2/2010; (2) Cán cân xuất nhập khẩu trong tháng 5 thâm hụt 45 tỷ USD, mức cao nhất kể từ tháng 11/2012 và tăng 12,1% so với mức thâm hụt 40,2 tỷ USD trong tháng 4, chủ yếu là do hoạt động xuất khẩu các mặt hàng nông sản suy giảm; (3) tăng trưởng kinh tế trong QI/2013 thấp hơn số liệu ước tính trước đó, điều chỉnh giảm xuống còn tăng 1,8% thay vì là mức 2,4%.

**Nguy cơ dùng gói kích thích kinh tế QE3.** Ngày 19/6 vừa qua, sau cuộc họp định kỳ của Ủy ban thị trường mở liên bang (FOMC), chủ tịch FED đã phát đi thông điệp sẽ bắt đầu thu hẹp quy mô và đến giữa năm 2014 có thể dùng hãn gói nới lỏng định lượng QE3 nếu như kinh tế diễn biến đúng như kỳ vọng. Theo dự báo của FED, tốc độ tăng trưởng GDP năm 2013 có thể đạt 2,3-2,6% và đạt mức tăng từ 2,9-3,4% trong năm 2014. Đồng thời, với đà tiếp tục phục hồi của thị trường lao động trong vài tháng qua, FED dự báo tỷ lệ

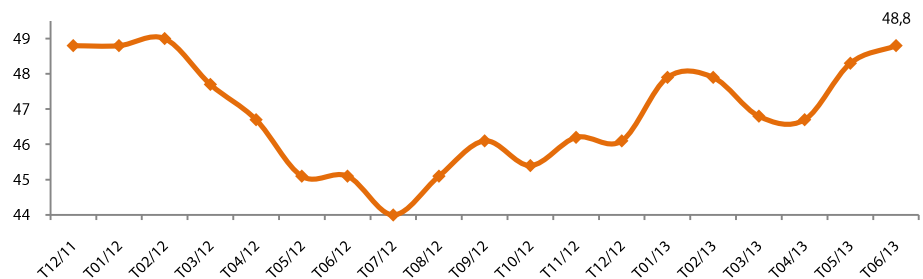
thất nghiệp ở Mỹ đến cuối năm 2013 sẽ giảm xuống mức 7,2%, sang năm 2014 có thể giảm xuống mức 6,5%-6,8%. Ngoài ra còn một điều kiện khác để FED cân nhắc ngừng gói kích thích kinh tế là lạm phát cơ bản tiệm cận mức 2%. Trong ba điều kiện trên, yếu tố khả thi nhất đang ủng hộ thông điệp của Fed chính là lĩnh vực việc làm, trong khi đó, lạm phát và tăng trưởng vẫn còn cách kỳ vọng khá xa. Nhiều nhà phân tích dự báo khả năng dừng gói kích thích kinh tế QE3 sẽ được bắt đầu xem xét trong năm 2014 thay vì ngay trong năm nay.

#### **Châu Âu – Suy thoái kinh tế đã chạm đáy nhưng chưa thể phục hồi khả quan.**

Theo dữ liệu của Eurostat, tỷ lệ thất nghiệp trong tháng 5/2013 của khu vực liên minh EU tiếp tục lập kỷ lục mới, tăng lên mức 12,1%, mức cao nhất kể từ khi bắt đầu lấy số liệu thống kê. Mặc dù thị trường việc làm tiếp tục diễn biến tiêu cực nhưng hoạt động sản xuất của khu vực đồng euro đã có dấu hiệu cải thiện trong tháng Sáu. Chỉ số sơ bộ quản lý thu mua hàng sản xuất trong khu vực đồng euro đã tăng lên 48,7 từ con số 48,3 trong tháng 5, số liệu tổng hợp PMI tăng lên mức cao nhất trong 15 tháng qua và ở mức 48,9, tăng so với mức 47,7 trong tháng 5 và chỉ số PMI đối với lĩnh vực dịch vụ cho khu EU đã tăng lên 48,6. Ngoài ra, hai chỉ số theo dõi niềm tin nền kinh tế và chỉ số môi trường kinh doanh đã cải thiện trong tháng 6, tăng lên lần lượt 91,3 điểm (từ mức 89,5 điểm trong tháng 5) và -0,68 điểm (từ mức -0,75 điểm).

Tại cuộc họp chính sách vừa qua, ECB tiếp tục duy trì chính sách nới lỏng tiền tệ với mức lãi suất được giữ nguyên ở mức 0,5%/năm. Các nhà kinh tế cho rằng các dấu hiệu trên là tín hiệu tốt đối với nền kinh tế cho thấy suy thoái kinh tế khu vực EU đã chạm đáy, tuy nhiên, trong giai đoạn còn lại của năm 2013 khu vực này vẫn khó có cơ hội đạt được mức tăng trưởng khả quan.

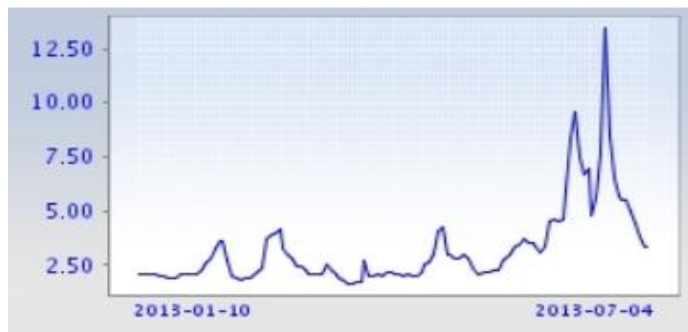
#### **Chỉ số PMI khu vực Eurozone**



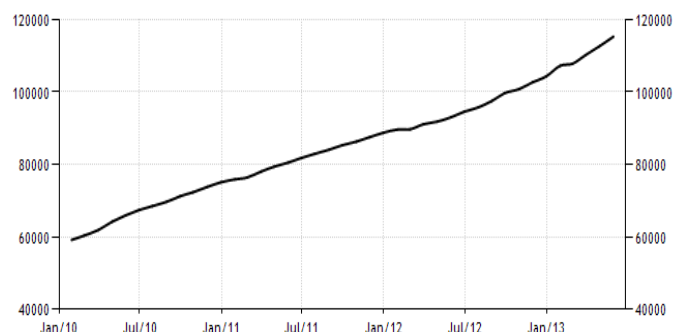
Nguồn: JP Morgan

#### **Trung Quốc – Hậu quả của bong bóng tín dụng**

**Câu chuyện tăng trưởng tín dụng.** Năm 2009, Trung Quốc thực hiện gói nới lỏng tiền tệ trị giá 586 tỷ USD (~16%GDP) để hỗ trợ nền kinh tế vượt qua khủng hoảng, tuy nhiên, để đối phó với tác động tiêu cực từ các nền kinh tế lớn là Mỹ và châu Âu, tăng trưởng tín dụng ở Trung Quốc vẫn tiếp tục duy trì tốc độ cao trong giai đoạn 2009-2012. Theo thống kê của Nomura, tỷ lệ nợ/GDP của Trung Quốc vào cuối năm 2012 ước tính khoảng hơn 200%, đồng thời tình trạng cho vay quá mức cũng khiến cho tốc độ gia tăng nợ xấu nhanh hơn tốc độ tăng trưởng GDP. Chính phủ Trung Quốc đã nhìn nhận rủi ro này từ cuối năm 2012 và tiến hành các biện pháp kiểm soát tình trạng trên, tuy nhiên, tác động tiêu cực của bong bóng tín dụng cuối cùng đã lộ ra và gây ra cú sốc lãi suất Shibor (lãi suất liên ngân hàng Thượng Hải) trên thị trường tài chính của nước này vào cuối tháng 6.

**Diễn biến lãi suất Shibor**

Nguồn: Shibor.org

**Tăng trưởng tín dụng cho khu vực tư nhân**

Nguồn: Tradingeconomics

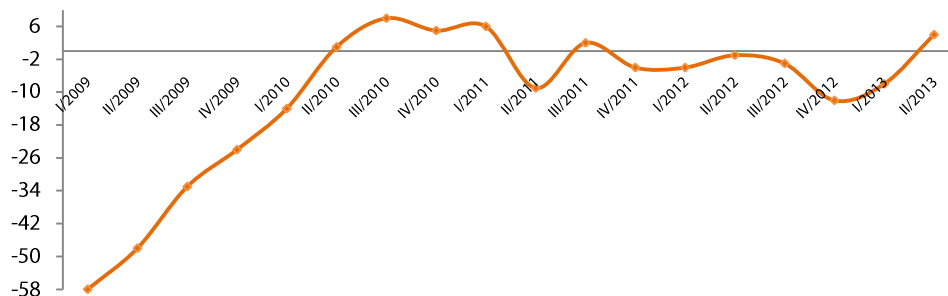
Ngày 20/06, lãi suất repo qua đêm tăng 527 điểm lên mức cao kỷ lục 12,85%, lãi suất kỳ hạn 7 ngày tăng 270 điểm cơ bản lên 10,77%. Tuy nhiên, phản ứng trước cú sốc này, NHTW Trung Quốc đã không sử dụng nghiệp vụ thị trường mở để bơm thêm tiền mặt vào hệ thống ngân hàng. Động thái trên có thể coi là một sự trừng phạt hay thái độ kiên quyết của cơ quan điều hành trong việc kiểm soát tăng trưởng tín dụng, đặc biệt là đối tượng tín dụng đen trong hệ thống tài chính của Trung Quốc.

Hiện tại đang có nhiều ý kiến lo ngại về một cuộc khủng hoảng mang tính hệ thống sẽ xảy ra ở Trung Quốc, tuy nhiên vẫn còn hai cơ sở quan trọng để tin rằng các ngân hàng ở nước này đủ khả năng để đối phó khủng hoảng tiền mặt: (1) tỷ lệ dự trữ bắt buộc hiện ở mức 20%, tổng dự trữ tiền mặt của các ngân hàng khoảng 1,5 nghìn tỷ NDT (~244,4 tỷ USD); (2) dự trữ ngoại hối của Trung Quốc rất lớn, khoảng 3.000 tỷ USD. Các chuyên gia cũng đánh giá đỉnh điểm của cuộc khủng hoảng tiền mặt đã qua song động thái điều tiết thanh khoản và tín dụng ở Trung Quốc vẫn cần theo dõi thêm trong bối cảnh đã có nhiều dự báo hạ tăng trưởng kinh tế của nước này trong năm 2013 xuống mức thấp, chỉ còn từ 6-7%.

**Nhật Bản – Chính sách kích thích kinh tế của NHTW Nhật đã mang lại những tín hiệu tích cực.**

Kể từ sau tuyên bố nới lỏng tiền tệ mạnh mẽ đến nay, NHTW Nhật Bản liên tục tăng cường bơm tiền cho nền kinh tế, trong tháng 6, cơ sở tiền tệ đạt 173,1 nghìn tỷ yen (2,19 nghìn tỷ USD), tăng so với 159,2 nghìn tỷ yen tháng 5. Cán cân cơ sở tiền tệ trung bình tháng 6 tăng 36% so với cùng kỳ năm ngoái lên kỷ lục 163,5 nghìn tỷ yen. Chính sách trên đã giúp các chỉ số về niềm tin của các nhà sản xuất Nhật chuyển biến tích cực lần đầu tiên trong vòng 2 năm qua. Theo số liệu điều tra Tankan, chỉ số niềm tin kinh doanh của các cơ sở sản xuất lớn đã tăng lên 4 trong quý II/2013, từ con số -8 của quý trước đó. Các nhà phân tích đánh giá các nhà máy lớn đã lên kế hoạch thúc đẩy chi tiêu vốn, các công trình công cộng cũng được kỳ vọng sẽ tăng mạnh mẽ hơn trong năm nay, từ đó giúp sản lượng công nghiệp xuất khẩu tiếp tục hồi phục.

**Chỉ số niềm tin kinh doanh (Tankan)**



Nguồn: Tradingeconomics

**THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THẾ GIỚI**

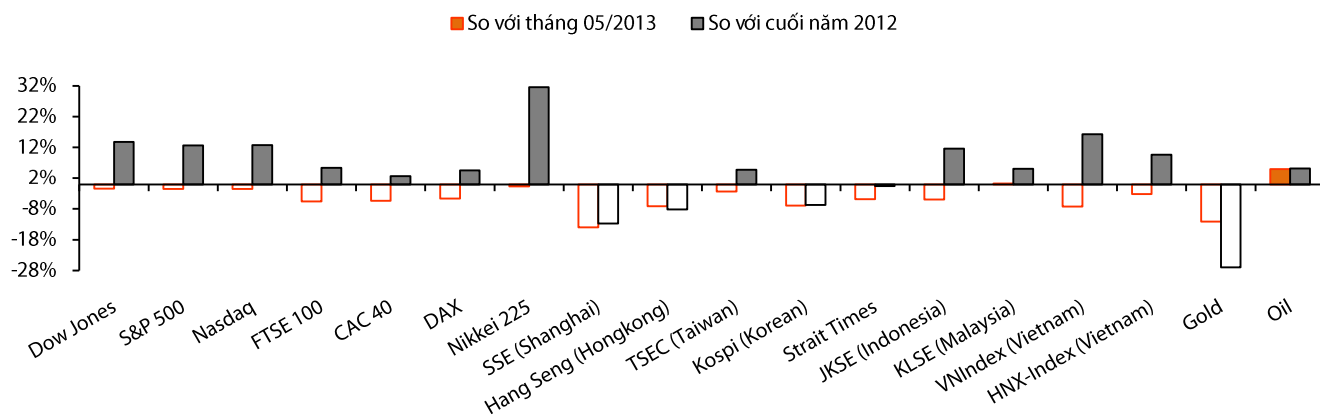
Trong tháng 6/2013, ngoại trừ mặt hàng dầu, tất cả các thị trường khác đều giảm điểm do biến động đến từ các rủi ro chính sách, làn sóng rút vốn ồ ạt ra khỏi thị trường mới nổi và đặc biệt là cú sốc Shibor đã khiến cho TTCK Trung Quốc trở thành thị trường có màn trình diễn tệ nhất trong tháng qua.

Tổng kết tháng, chỉ số Shanghai giảm điểm mạnh nhất với mức giảm lên đến gần 14%. Vị trí tiếp theo thuộc về thị trường ở HongKong (chỉ số Hang Seng mất 7,1%), Hàn Quốc (chỉ số KOSPI giảm 6,88%). Các thị trường mới nổi khác cũng không tránh khỏi xu hướng giảm điểm, cụ thể, chỉ số chứng khoán Singapore, Indonesia, Việt Nam lần lượt giảm 4,86%, 4,93% và 7,2% so với cuối tháng trước.

Thị trường chứng khoán Mỹ ghi nhận mức giảm điểm ít nhất nhờ tín hiệu phục hồi kinh tế, trong đó, S&P 500 giảm 1,5%, DowJones giảm 1,36% và Nasdaq giảm 1,52%. Trong khi đó, khu vực Eurozone cũng có diễn biến tương tự nhưng mức giảm mạnh hơn, điển hình có FTSE 100 mất 5,58% trong tháng 6.

Cùng với xu hướng giảm điểm trên các thị trường tài sản, giá vàng đã rớt mạnh cuối tháng 6 vừa qua sau tuyên bố của Cục dự trữ liên bang Mỹ về khả năng dừng gói kích thích kinh tế QE3. Giá vàng giao ngay có thời điểm lùi sâu về dưới ngưỡng 1.200\$/oz, mức thấp nhất trong vòng 3 năm trở lại đây. Tính riêng tháng 6, mặt hàng kim loại quý này đã giảm 12,15% và đánh mất 27% giá trị kể từ đầu năm đến nay.

**Diễn biến của chỉ số trên TTCK thế giới trong tháng 06/2013**



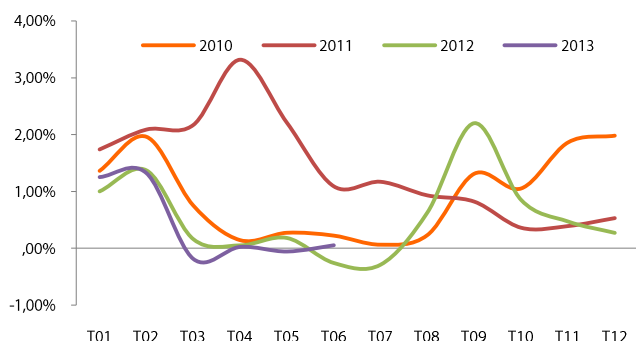
Nguồn: MarketWatch, RONGVIET Securities tổng hợp

## KINH TẾ VIỆT NAM

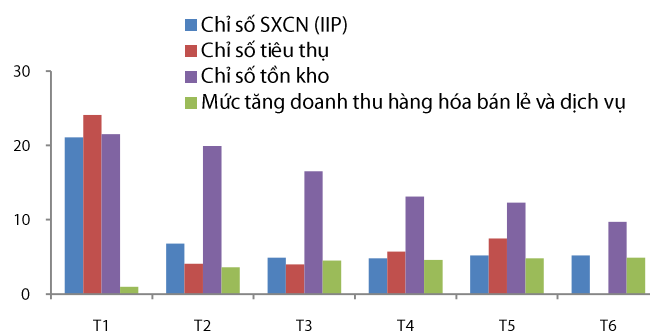
## Kinh tế vĩ mô tháng Sáu và nửa đầu năm 2013

Vĩ mô có sáng hơn song chưa ra khỏi vùng đáy. Các số liệu thống kê về tình hình vĩ mô được công bố cuối tháng qua tiếp tục cho thấy bức tranh phục hồi chậm của nền kinh tế. Trong đó, tăng trưởng GDP quý II/2013 đạt 5% và hai quý đầu năm 2013 ước đạt 4,9%, lĩnh vực dịch vụ tăng trưởng nhiều nhất với mức tăng 5,92%, khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 5,18% và khu vực nông lâm nghiệp thủy sản chỉ tăng 2,07%. So với cùng kỳ năm trước, mức tăng trưởng trên có thấp hơn một chút (tăng trưởng 2 quý đầu năm 2012 đạt 4,93%), do đóng góp đến từ hai lĩnh vực nông lâm nghiệp và công nghiệp – xây dựng đều kém hơn cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, vẫn có một số tín hiệu đáng khích lệ gồm: (1) hoạt động sản xuất công nghiệp có mức tăng trưởng cao hơn cùng kỳ năm trước, đạt 5,2% trong 1H2013; (2) chỉ số tiêu thụ SXCN khả quan hơn với mức tăng 7,5% so với cùng kỳ, nhờ đó, tồn kho SXCN cũng giảm rõ rệt, tại thời điểm 01/06/2013 chỉ còn tăng 9,7%; (3) số doanh nghiệp đăng ký và thành lập mới đã cải thiện và quay lại xu hướng tăng kể từ tháng 05/2013, trong khi số doanh nghiệp dừng hoạt động đang giảm dần.

## Diễn biến CPI (YoY) qua các năm



## Chỉ số kinh tế sáu tháng đầu năm 2013



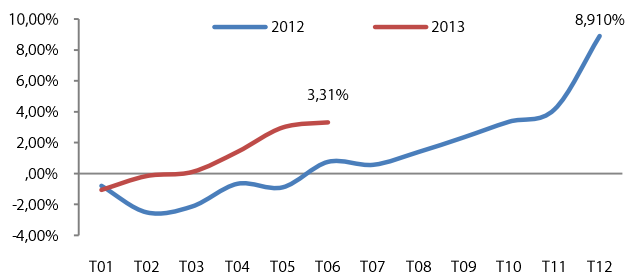
Nguồn: GSO, RONGVIET SECURITIES database

Song song với diễn biến trên, yếu tố vĩ mô của kinh tế Việt Nam vẫn còn một số điểm đáng lo ngại: (1) tăng trưởng tín dụng 2 quý đầu năm chỉ đạt 3,31%, thấp hơn rất nhiều so với mục tiêu cả năm là 12% và chưa tương xứng với nhu cầu phục vụ tăng trưởng; (2) tổng cầu của nền kinh tế còn yếu thể hiện rõ nhất qua mức tăng doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng, 6 tháng đầu năm chỉ đạt 4,9%, thấp hơn rất nhiều so với mức 6,7% của cùng kỳ 2012; ngoài ra, (3) chỉ số giá tiêu dùng ít biến động, chỉ tăng 2,4% so với cuối năm 2012, là mức thấp nhất trong vòng 1 thập kỷ qua và chủ yếu là do tác động của các mặt hàng công (điện, nước, dịch vụ y tế).

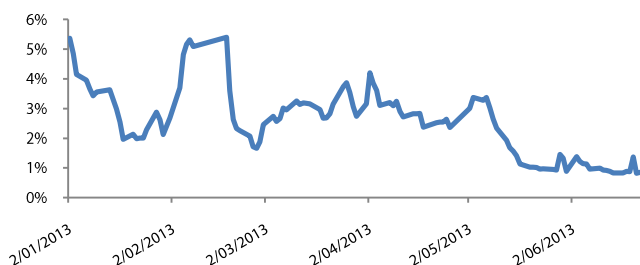
Trước tình hình trên, NHNN đã có động thái mới nhất điều chỉnh một loạt lãi suất điều hành vào cuối tháng 6 vừa qua. Theo đó, gỡ trần lãi suất huy động đối với kỳ hạn từ 6 tháng trở lên, đối với kỳ hạn từ 1-6 tháng, trần lãi suất huy động giảm từ 7,5%/năm xuống 7%/năm. Với USD, NHNN điều chỉnh giảm lãi suất tối đa áp dụng đối với tiền gửi của tổ chức từ 0,5% xuống 0,25%/năm; của cá nhân từ 2%/năm xuống 1,25%/năm. NHNN cũng điều chỉnh giảm lãi suất cho vay ngắn hạn bằng VND đối với một số lĩnh vực ưu tiên (nông nghiệp nông thôn, xuất khẩu, công nghiệp hỗ trợ, doanh nghiệp nhỏ và vừa, doanh nghiệp công nghệ cao) từ 10%/năm xuống còn 9%/năm.

## CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 07/2013

### Diễn biến tăng trưởng tín dụng



### Diễn biến lãi suất trên thị trường liên ngân hàng



Nguồn: GSO, RONGVIET SECURITIES database

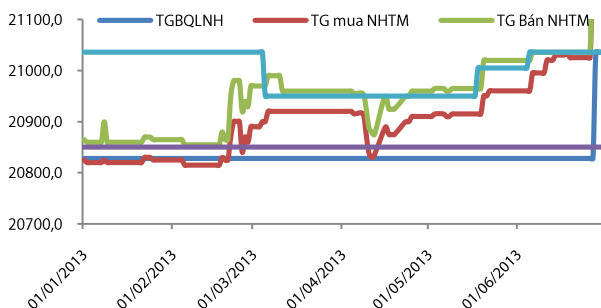
### Thị trường tiền tệ

Thị trường liên ngân hàng và OMO giao dịch trầm lắng – Thị trường TPCP tăng trưởng ấn tượng. Lãi suất cho vay trên thị trường liên ngân hàng liên tục giảm từ đầu năm đến nay và hiện lãi suất qua đêm chỉ dao động quanh mức 1%. Trong khi đó, hoạt động trên thị trường mở khá trầm lắng, cường độ giao dịch đã giảm dần qua các tháng và hoạt động bơm-hút vốn của NHNN cũng không đáng kể. Trong khi đó, tổng kết 6 tháng đầu năm 2013, thị trường TPCP ghi nhận sự tăng trưởng ấn tượng với quy mô phát hành và giao dịch gần bằng cả năm 2012, tổng khối lượng trúng thầu đạt hơn 116,47 tỷ đồng, tỷ lệ trúng thầu tăng cao lên 68,9% so với mức 52% của năm 2012. Mặt bằng lãi suất trái phiếu trên thị trường sơ cấp giảm mạnh từ 1,6% đến 2,3% so với đầu năm, lợi suất trên thị trường thứ cấp cũng giảm song đang có dấu hiệu tăng trở lại từ giữa tháng 6.

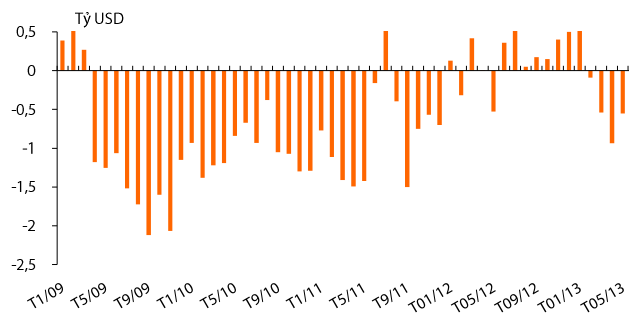
### Cán cân thương mại – Nhập siêu đã trở lại

Tháng 6/2013, kim ngạch xuất khẩu ước đạt 11,4 tỷ USD, giảm nhẹ 2,4% so với tháng trước, kim ngạch nhập khẩu ước đạt 11,6 tỷ USD, giảm 5,2% so với tháng trước. Tính chung 2 quý đầu năm, xuất khẩu cả nước đạt 62,76 tỷ USD, tăng 17,6% so cùng kỳ 2012 và kim ngạch nhập khẩu đạt 64,31 tỷ USD, tăng 20,7% so cùng kỳ 2012. Theo đó, nhập siêu 6 tháng đầu năm đạt hơn 1,5 tỷ USD, đảo ngược xu thế so với mức xuất siêu hơn 720 triệu USD của cùng kỳ 2012. Tình trạng nhập siêu kéo dài đã 5 tháng qua, tăng trưởng xuất khẩu có dấu hiệu suy yếu do giá cả một số mặt hàng xuất khẩu chủ chốt như gạo, cà phê, cao su... giảm, trong khi đó, tốc độ tăng trưởng nhập khẩu đã tăng cao trong thời gian gần đây ở nhóm máy móc & thiết bị. Khu vực doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài vẫn là động lực chính của xuất khẩu với giá trị xuất siêu riêng trong tháng 6 là 2,55 tỷ USD và giá trị xuất siêu nửa đầu năm 2013 đạt khoảng 5,4 tỷ USD.

### Biến động tỷ giá



### Cán cân thương mại



Nguồn: SBV, RONGVIET SECURITIES database



**Tỷ giá – điều chỉnh tỷ giá bình quân liên ngân hàng lần đầu tiên kể từ năm 2011.**

Nửa cuối tháng 6, thị trường ngoại tệ bắt đầu chịu những áp lực cầu đến từ phía (1) NHNN: nhập khẩu vàng hỗ trợ cho việc tắt toán của các TCTD; (2) giới đầu cơ: nhập lậu vàng tìm kiếm lợi nhuận giữa chênh lệch giá vàng trong nước và quốc tế; (3) doanh nghiệp: nhu cầu USD tăng và xu hướng nhập siêu quay trở lại; (4) thế giới: Fed phát tín hiệu ngừng gói nới lỏng định lượng QE3 khiến cho đồng USD tăng giá. Trong khi tỷ giá bình quân liên ngân hàng được NHNN giữ nguyên ở mức 20.828 VND/USD thì tỷ giá tại các NHTM đều tăng lên kịch trần ở mức 21.036 VND/USD. Trên thị trường tự do, giá USD được giao dịch ở mức 21.350-21.390 VND/USD, cao hơn khoảng 1,5% so với mức trần cho phép. Với quá nhiều yếu tố tác động, ngày 28/06/2013, NHNN đã chính thức ra quyết định tăng tỷ giá bình quân liên ngân hàng lên 21.036 VND/USD khiến cho đồng Việt Nam giảm giá trị 1%, biên độ tỷ giá vẫn giữ nguyên ở mức +/-1% và tỷ giá trần áp dụng cho các NHTM là 21.246 VND/USD. Chúng tôi đánh giá đây là quyết định phù hợp nhằm phản ánh cung-cầu ngoại tệ và đúng định hướng của nhà điều hành với mục tiêu đặt ra đồng Việt Nam sẽ không mất giá quá 2-3% trong năm 2013.

**Vàng – giải quyết được cơ bản tình trạng huy động và cho vay vàng tại các NHTM**

Thời kỳ lao dốc mạnh của vàng bắt đầu từ cuối năm 2012 và trở nên mạnh mẽ hơn trong tháng vừa qua, giá vàng trên sàn NewYork mất 12,15% trong tháng 6/2013 và mất 25% giá trị so với hồi đầu năm. Tương tự, giá vàng trong nước cũng giảm theo đà giảm của giá thế giới, tuy nhiên, mức giảm không nhiều bằng giá thế giới, cụ thể, vàng trong nước giảm 8,5% trong tháng 6/2013 và giảm 19,3% so với hồi đầu năm. Diễn biến trên diễn ra song hành với việc NHNN tiến hành kiểm soát thị trường vàng một cách chặt chẽ hơn và yêu cầu các tổ chức tín dụng (TCTD) hoàn thành việc tắt toán tài khoản vàng trước hạn 30/06.

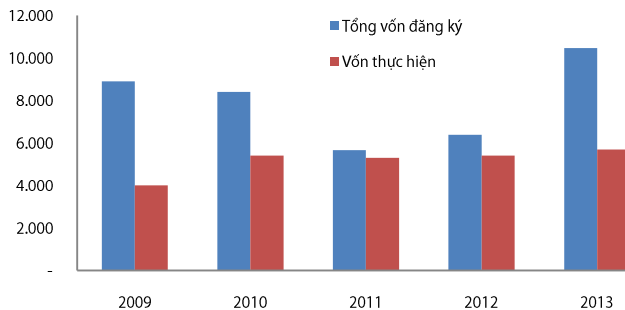
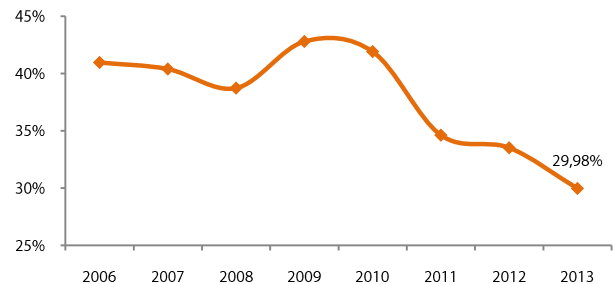
Tính đến thời điểm này, NHNN đã chào bán 1.058.000 lượng (~40,7 tấn vàng) trong vòng 3 tháng, tổng lượng vàng đã bán thành công cũng đạt 957.000 lượng (~36,8 tấn vàng). Trước khi NHNN tiến hành việc đấu thầu vàng, lượng vàng được cho là còn thiếu để tắt toán xong tài khoản vàng ở các TCTD vào khoảng 20 tấn. Tuy nhiên, lượng cầu có vẻ đã cao hơn nhiều so với dự đoán và riêng trong tháng 6, NHNN đã tổ chức nhiều phiên đấu thầu liên tiếp để có thể hoàn thành mục tiêu trên, lượng vàng cung ra thị trường trong tháng qua chiếm đến 64,4% tổng lượng vàng NHNN đã bán. Qua hình thức đấu thầu vàng, NHNN cũng đã hút về hơn 40.000 tỷ đồng, trong đó khoản lợi nhuận khoảng 4.000 tỷ nhờ chênh lệch giữa giá vàng trong nước và quốc tế được đóng góp vào ngân sách chính phủ. Hiện tại, chúng tôi đánh giá các TCTD về cơ bản đã giải quyết xong vấn đề về vàng và hoạt động đầu cơ vàng đã được hạn chế so với trước. Kết quả này đạt được là nhờ có sự nỗ lực của NHNN trong giai đoạn vừa qua, tuy nhiên vẫn còn một nút thắt chưa được tháo gỡ đó là chênh lệch quá lớn giữa giá vàng trong nước và giá thế giới. Hiện tại, khoảng cách này đang dao động từ 5-6 triệu đồng/lượng, thu hẹp khoảng cách này sẽ là nhiệm vụ tiếp theo đòi hỏi sự điều hành khéo léo của NHNN trong thời gian tới.

**Tình hình vốn đầu tư – FDI ổn định, vốn đầu tư trong nước tăng thấp.**

Một trong những điểm sáng về vĩ mô là dòng vốn FDI giải ngân được duy trì đều đặn trong thời gian qua, đạt 5,7 tỷ USD trong 6 tháng đầu năm 2013. Bên cạnh đó là sự tăng trưởng mạnh của lượng vốn đăng ký cũng cho thấy sự quan tâm của dòng vốn đầu tư nước ngoài đối với Việt Nam, tính chung 6 tháng đầu năm, tổng vốn đăng ký đạt xấp xỉ

10,5 tỷ USD, tăng 64% so với cùng kỳ năm 2012. Lĩnh vực được quan tâm nhất là sản xuất và chế biến với giá trị đầu tư đăng ký chiếm 88,9% tổng vốn đăng ký. Nhật Bản là nhà đầu tư số 1 với lượng vốn đăng ký chiếm 38% và hai dự án lớn đóng góp nhiều vào tổng giá trị vốn đăng ký FDI là Nhà Máy Lọc dầu Nghi Sơn ở Thanh Hóa (2,8 tỷ USD) và nhà máy Samsung ở Bắc Ninh (1 tỷ USD).

Trái lại, một xu hướng không mấy lạc quan đang diễn ra đối với tình hình đầu tư của khu vực trong nước, số liệu của GSO cho thấy, tổng vốn đầu tư phát triển toàn xã hội 6 tháng đầu năm 2013 ước đạt 448.600 tỷ đồng, tăng 5,9% so với cùng kỳ 2012, đây là mức thấp hơn rất nhiều so với mức tăng trưởng bình quân 9,2% trong giai đoạn 2008-2012. Đồng thời, tỷ trọng vốn đầu tư/GDP cũng giảm mạnh xuống chỉ còn khoảng 30% trong hai quý đầu năm 2013. Trong giai đoạn tái cơ cấu nền kinh tế và ngân sách nhà nước bị hạn hẹp bởi các chính sách hỗ trợ về thuế cho doanh nghiệp, đầu tư suy giảm là tất yếu và là điều cần phải đánh đổi để quá trình chuyển dịch cơ cấu kinh tế ổn định hơn trong tương lai.

**Tình hình vốn đầu tư nước ngoài****Tỷ trọng vốn đầu tư/GDP giai đoạn 2006-2013**

Nguồn: GSO, RONGVIET SECURITIES database

## TRIỂN VỌNG VĨ MÔ

### Chờ đợi gì ở triển vọng vĩ mô 6 tháng cuối năm?

Kinh tế Việt Nam đã đi được nửa chặng đường, triển vọng về vĩ mô năm 2013 về cơ bản đã được nhận diện, trong đó những khó khăn đang phải đối mặt là tình trạng tổng cầu yếu, đầu tư thấp và tín dụng tăng trưởng chậm. Hai yếu tố tác động đến tổng cầu của nền kinh tế là cầu tiêu dùng và đầu tư, trong đó, cầu tiêu dùng phụ thuộc vào thu nhập thực tế và đầu tư phụ thuộc vào tăng trưởng tín dụng và đầu tư công. Sức mua của người dân trong 6 tháng đầu năm 2013 nếu tính theo giá so sánh chỉ tăng 4,9% so với cùng kỳ, thấp hơn nhiều so với các năm trước. Việc thu hẹp chi tiêu là điều dễ hiểu trong bối cảnh kinh tế khó khăn, tuy nhiên, cần lưu ý là tồn kho của các doanh nghiệp cũng đang giảm dần, chúng tôi kỳ vọng khi lượng hàng cũ đã được các doanh nghiệp rũ bỏ thì hoạt động sản xuất sẽ tích cực trở lại, năng suất tăng giúp cải thiện đồng thời thu nhập và chi tiêu của người dân.

Đối với hoạt động đầu tư, tín dụng 6 tháng đầu năm tăng chậm nhưng kỳ vọng sẽ tăng tốc trong nửa cuối năm nhờ vào các yếu tố: (1) gói hỗ trợ 30.000 tỷ bắt đầu được giải ngân; (2) VAMC bắt đầu hoạt động hỗ trợ hệ thống ngân hàng giải quyết vấn đề nợ xấu; (3) khoảng 90% dư nợ cho vay hiện tại đã giảm về mức lãi suất dưới 15%/năm, các ngân hàng (ngoại trừ những TCTD yếu kém) cơ cấu xong nguồn vốn và lãi suất huy động giảm sẽ là tiền đề đẩy nhanh vốn vào sản xuất trong nửa cuối năm 2013. Lực cản của tăng

trường tín dụng chính là tốc độ xử lý nợ xấu sẽ còn chậm và ngân hàng vẫn đang cần trọng đối với các quyết định cho vay. Ngoài ra, một điểm trừ đối với hoạt động đầu tư là liên quan đến hoạt động đầu tư công, chúng tôi duy trì quan điểm đầu tư công khó cải thiện trong nửa cuối năm bởi nền kinh tế đang trong thời kỳ tái cơ cấu, dư địa cho chính sách tài khóa để kích cầu không nhiều bởi ngân sách hạn hẹp và tốc độ thu chậm hơn so với chi.

**Triển vọng giá vàng trong nước sau 30/06: Ổn định.**

Dựa trên những đặc thù riêng của thị trường vàng trong nước và triển vọng giá vàng thế giới, chúng tôi đã xây dựng ba kịch bản đối với diễn biến chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới trong thời gian tới với điều kiện NHNN tiếp tục duy trì hoạt động đấu thầu vàng.

*Kịch bản thứ nhất* chúng tôi đưa ra là nếu giá vàng thế giới giảm về mức 1.100\$/oz, khoảng cách giữa giá trong nước và thế giới sẽ không có nhiều thay đổi (duy trì 5 triệu đồng/lượng) do lực cản đến từ nhu cầu tích trữ vàng khi giá giảm của người dân.

*Kịch bản thứ hai* dựa trên diễn biến đang hồi phục của giá vàng thế giới, với vùng biến động kỳ vọng từ 1.200\$/oz đến 1.340\$/oz, chúng tôi kỳ vọng khoảng cách chênh lệch giá sẽ được thu hẹp về mức 3-4 triệu đồng/lượng khi giá vàng thế giới tiến về cận trên của vùng kỳ vọng.

*Kịch bản thứ ba* giả định giá thế giới phục hồi mạnh lên trên 1.400\$/oz, việc giá vàng tăng mạnh trở lại sẽ khiến cho nhu cầu tích trữ giảm bớt, cùng với tình trạng vàng hóa nền kinh tế đã được xử lý một phần sau ngày 30/06, chúng tôi cho rằng với kịch bản này có thể kỳ vọng khoảng cách chênh lệch giá giảm về khoảng 2-3 triệu đồng/lượng.

Cho dù là với kịch bản nào, hiện tại, kênh đầu tư vàng đã trở nên kém hấp dẫn so với trước và càng rủi ro hơn trước tín hiệu ngừng chương trình nới lỏng định lượng đã được Cục dự trữ liên bang Mỹ phát đi trong cuộc họp cuối tháng 6 vừa qua. Do đó, chúng tôi cho rằng vàng khó có thể lấy lại được “phong độ” như giai đoạn lập đỉnh vào giữa năm 2012, thị trường vàng trong nước kỳ vọng sẽ ổn định hơn trong thời gian tới và nhu cầu mua vàng chỉ nên xuất phát từ thực chất thay vì liên tục tích trữ khi giá giảm.

**Tỷ giá: bảo lưu quan điểm NHNN sẽ điều chỉnh biên độ từ 2-3% trong năm 2013.**

Như đã đề cập trong phần kinh tế vĩ mô 6 tháng đầu năm, trước áp lực đến từ nhiều phía, NHNN đã điều chỉnh tỷ giá bình quân liên ngân hàng lên 1% vào cuối tháng 6/2013. Về mặt tính toán thuần túy, nếu so sánh tỷ giá song phương thực giữa VND và USD thì VND vẫn đang bị định giá cao hơn giá trị thực khoảng 20%. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng biên độ điều chỉnh của tỷ giá trong cả năm 2013 sẽ không vượt quá 2-3%. Nhận định trên được xem xét dựa trên các căn cứ sau: (1) mục tiêu ổn định vĩ mô đang được đặt lên hàng đầu, trong đó có mục tiêu ổn định tỷ giá và xây dựng niềm tin đối với đồng nội tệ. Tương tự như vàng, tình trạng đô la hóa nền kinh tế đã có dấu hiệu giảm rõ rệt khi trong cơ cấu tăng trưởng tín dụng 6 tháng đầu năm, tín dụng bằng USD giảm mạnh đến gần 9,4% so với cuối năm 2012; (2) cơ quan điều hành phải kiểm soát được kỳ vọng về sự mất giá của VND nhằm hỗ trợ cho doanh nghiệp trong bối cảnh khó khăn hiện nay; (3) các công cụ để NHNN có thể hoàn thành mục tiêu trên vẫn còn có hiệu lực gồm cân cân thanh toán năm 2013 dự báo sẽ tiếp tục thặng dư khoảng 4-5 tỷ USD và dự trữ ngoại hối vẫn duy trì ở mức cao khoảng 30-35 tỷ USD.

**Lạm phát thấp: cơ hội cho hàng hóa & dịch vụ công tăng giá**

Chỉ số giá tiêu dùng tháng 6/2013 chỉ tăng 0,05% so với tháng trước, đưa mức lạm phát năm về mức 6,69%, mức thấp nhất kể từ năm 2006 đến nay. Trong khi đó, lạm phát cơ bản đã chạm đáy vào tháng 6/2012 và đang đi lên với tốc độ từ từ, lạm phát cơ bản tháng 6 tương tự tháng 5 song vẫn ở mức cao 11,7% so với cùng kỳ năm trước. Nhìn sang triển vọng lạm phát trong nửa cuối năm 2013, chúng tôi cho rằng lạm phát tăng chậm đang mở ra cơ hội đẩy nhanh lộ trình quản lý giá theo cơ chế thị trường đối với các mặt hàng như điện, than, xăng dầu và dịch vụ công.

+ *Xăng dầu*: là mặt hàng đã đi đầu trong tháng 6 vừa qua với hai lần tăng diễn ra ngày 14/06 và 28/06, tổng mức tăng là 796 đồng/l đối với mặt hàng xăng A92, tăng 3,4%. Toàn bộ mức tăng này sẽ phản ánh vào lạm phát của tháng 7, chúng tôi ước tính việc điều chỉnh này sẽ làm CPI tăng thêm 0,25%, trong đó tác động trực tiếp là 0,07%, còn lại tác động gián tiếp là 0,18%.

+ *Tăng giá điện là tất yếu*: Ba điểm đáng lưu ý trong dự thảo mới về điều hành mặt hàng điện gồm (1) bỏ quỹ bình ổn giá điện; (2) EVN có quyền được tăng giá bán điện ở mức tương ứng nếu các thông số đầu vào thay đổi khiến giá tăng từ 2-5%; và (3) mở ra khả năng cho EVN tăng giá trên 5% hoặc khi mức giá bán lẻ điện bình quân vượt ngoài khung giá. Dự thảo cũng quy định khung giá bán lẻ cho từng đối tượng, cụ thể, điện sinh hoạt tăng 7-157 đồng/kwh (~8%), điện cho sản xuất tăng từ 2-7%, đối tượng kinh doanh nhà hàng, khách sạn sẽ giảm 3-8%, riêng ngành sản xuất VLXD như sắt, thép, xi măng có mức tăng khá mạnh từ 2-16% đối với từng cấp điện áp và thời gian sử dụng. Việc điều chỉnh giá bán điện vừa được EVN xác nhận sẽ chưa thực hiện vào ngày 01/07, tuy nhiên, trong điều kiện giá đầu vào cho ngành điện đã được điều chỉnh tăng trong thời gian qua (than tăng 27%, tỷ giá tăng 1%) và nhu cầu tiêu dùng điện dự báo sẽ tăng cao trong 6 tháng cuối năm, chúng tôi cho rằng việc điều chỉnh tăng giá điện là tất yếu. Giá điện có thể được điều chỉnh tăng trong phạm vi từ 10-15%, việc điều chỉnh này sẽ làm CPI tăng thêm 0,7%, trong đó 0,4% do ảnh hưởng trực tiếp và 0,3% do ảnh hưởng gián tiếp.

+ *Dịch vụ y tế sẽ tăng lần lượt trong hai quý cuối năm*: Hiện tại, chỉ còn hai địa bàn TP.HCM và Hà Nội chưa thực hiện điều chỉnh tăng giá dịch vụ y tế. Rút kinh nghiệm từ các lần trước, việc tăng giá dịch vụ y tế sẽ được tiến hành lần lượt (Hà Nội: trong quý III/2013 và TP.HCM: quý IV/2013) để tránh ảnh hưởng quá tiêu cực đến CPI. Tuy nhiên, cùng với xăng dầu và điện, giá cả của nhóm dịch vụ y tế cũng sẽ nằm trong nhóm gây áp lực lên lạm phát trong nửa thời gian còn lại của năm 2013.

Trong điều kiện nhu cầu chi tiêu và đầu tư của nền kinh tế còn thấp, nếu tốc độ và thời điểm tăng giá của các mặt hàng trên được điều hành hợp lý cộng với việc điều chỉnh tỷ giá vẫn nằm trong tầm kiểm soát của NHNN, chúng tôi kỳ vọng mục tiêu lạm phát năm 2013 vẫn có thể đạt được với mức dự báo chúng tôi đưa ra là từ 7-8%.

## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

### Thị trường Chứng khoán Tháng 6/2013

Sau tháng Năm giao dịch khá sôi động với thành quả tăng điểm của các chỉ số thì tháng Sáu đánh dấu sự biến động mạnh của thị trường và đánh rơi thành quả tăng điểm trước đó. Có thể nói, tháng Sáu đối với nhà đầu tư chứng khoán đã để lại nhiều cảm xúc nhất từ đầu năm tới nay.

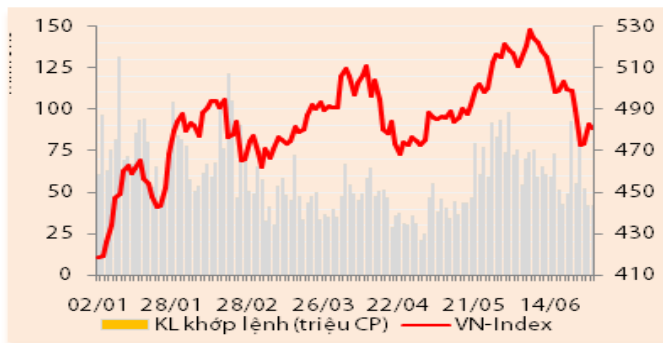
Tiếp nối đà tăng của những phiên cuối tháng 5, thị trường tiếp tục có những phiên xanh vào đầu tháng và VN-Index đạt đỉnh trong 6 tháng đầu năm vào ngày 07/06 với điểm số 527,97 và đã có lúc thiết lập đỉnh mới ở mức 533 điểm trong phiên giao dịch ngày 10/06. Tuy nhiên ngay sau đó là chuỗi ngày giảm điểm với 6 phiên liên tục trên sàn HCM.

Yếu tố khiến thị trường lao dốc được lý giải là do sự ảnh hưởng từ việc rút vốn mạnh mẽ của nhà đầu tư nước ngoài dù cho các yếu tố vĩ mô của kinh tế trong nước hầu như không có nhiều biến động ngoại trừ những điều chỉnh đáng kể trong chính sách tiền tệ của NHNN và diễn biến về giá vàng trong thời điểm cuối tháng. Trong suốt 19 phiên giao dịch của tháng Sáu, chỉ có 2 phiên khối này mua ròng còn lại là bán ròng với tổng giá trị là hơn 1.759 tỷ đồng. Xu thế rút vốn ra khỏi những thị trường mới nổi đã diễn ra từ hồi cuối tháng 5 sau khi thông tin FED có thể sẽ sớm ngừng gói kích thích nới lỏng định lượng QE3 trước thời hạn khi cho rằng nền kinh tế Mỹ đã có dấu hiệu phục hồi tốt và Việt Nam không phải là ngoại lệ. Giao dịch của hai quỹ ETF VNM và FTSE đã thu hút sự chú ý của nhà đầu tư trên thị trường từ việc cơ cấu lại danh mục và rút khỏi thị trường tổng số lượng 3,35 triệu chứng chỉ quỹ tương đương với hơn 1.560 tỷ đồng.

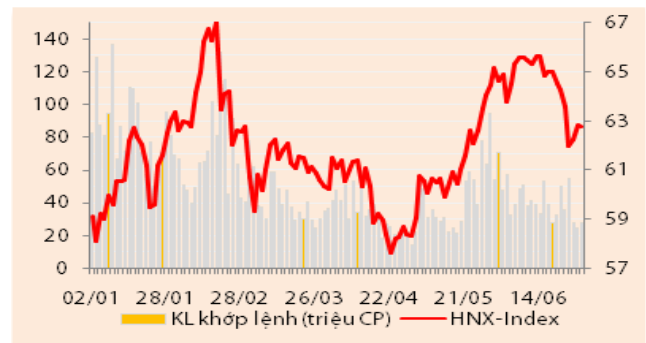
Tâm lý bi quan ảnh hưởng từ giao dịch bán ròng mạnh của nhà đầu tư nước ngoài khiến thị trường lao dốc, kết thúc tháng Sáu VNIndex giảm 7,18% còn 481,13 điểm và HNIndex giảm 2,88% còn 62,76 điểm. Tuy nhiên thanh khoản tiếp tục được cải thiện trên sàn HCM trong khi lại giảm trên sàn HN. Tại sàn HCM bình quân có 62,27 triệu cổ phiếu được giao dịch trong phiên với giá trị là 1.044,6 tỷ đồng, tăng 11% về số lượng và 19% về giá trị. Trên sàn HN là 40 triệu cp/ phiên, giá trị giao dịch 331,9 tỷ đồng (HNX), mức giảm tương ứng là 8% về lượng và 3% về giá trị.

Như vậy trong 6 tháng đầu năm, tuy thị trường có nhiều biến động thăng trầm nhưng so với thời điểm cuối năm 2012 VNIndex vẫn tăng trưởng hơn 16,3% và HNX Index tăng 9,93%, thanh khoản có chiều hướng cải thiện theo thời gian.

**Biến động của chỉ số VN-Index**



**Biến động của chỉ số HN-Index**



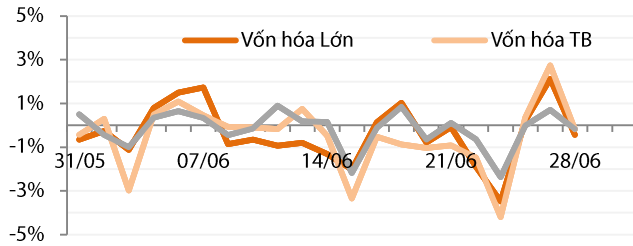
Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

## CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 07/2013

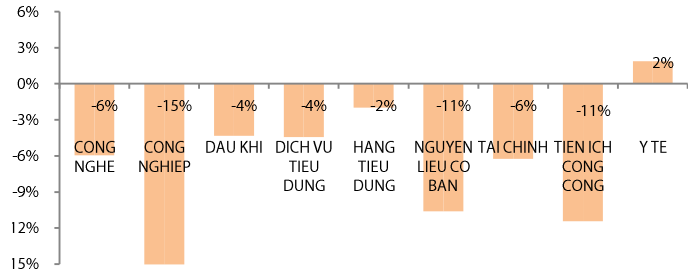
Xét về nhóm ngành thì trên sàn HSX chỉ có nhóm ngành Y tế tăng được 2% còn lại đều giảm điểm. Trong đó, nhóm ngành giảm nhiều nhất thuộc về Công nghiệp với mức giảm lên đến 15%, ngành Tiện ích công cộng và Nguyên liệu cơ bản có mức giảm mạnh tiếp theo lần lượt ở mức 11,4% và 10,6%. Trên sàn HNX, Viễn thông là ngành có mức tăng mạnh (+45,6%), Dầu khí tăng 6,9%, Công nghệ tăng 1% còn các ngành khác cũng đều giảm điểm, mạnh nhất là Tiện ích công cộng (-39,5%)

Tuy thời gian gần đây hoạt động của khối NĐT nước ngoài thiên về hướng bán ròng nhưng trong 6 tháng đầu năm khối này vẫn mua ròng hơn 3.500 tỷ đồng trên sàn HCM và 850 tỷ đồng trên sàn HN.

### Biến động giá hàng ngày của các nhóm cổ phiếu (HSX)

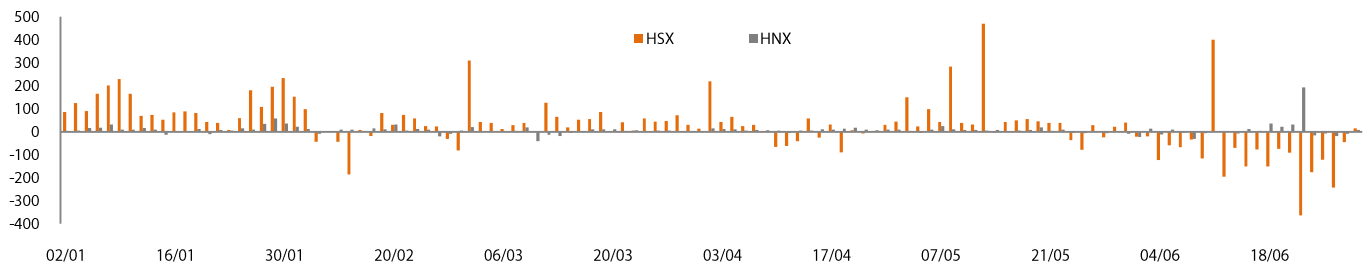


### Biến động cổ phiếu các nhóm ngành (HSX)



Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

### Giá trị giao dịch ròng của khối ngoại trong sáu tháng đầu năm 2013 (tỷ đồng)



Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

## TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

Sang tháng 7/2013, không có nhiều kỳ vọng về chính sách sẽ giúp thị trường tăng trưởng mạnh như giai đoạn đầu năm. Theo kế hoạch, VAMC dự kiến sẽ được thành lập và đi vào hoạt động trong thời gian này. Đây có thể là yếu tố hâm nóng phần nào sự hưng phấn trên thị trường. Ngoài ra, hiệu quả của những giải pháp mà nhà điều hành đã thực thi cũng như những nỗ lực nhằm bước qua khó khăn của doanh nghiệp niêm yết, phản ánh qua KQKD quý II/2013, được kỳ vọng sẽ là yếu tố tạo nên động lực tăng điểm cho thị trường. Đây cũng là yếu tố giúp những NĐT am tường hoạt động của doanh nghiệp có cơ hội gặt hái lợi nhuận cao hơn trong tháng 7/2013. Ở chiều ngược lại, trong bối cảnh kinh tế thế giới còn ngổn ngang những số liệu, thông tin và đánh giá trái chiều, áp lực rút vốn của dòng vốn ngoại đầu cơ trên sàn chứng khoán Việt Nam vẫn là ẩn số lớn và dự cảm không mấy khả quan. Từ những lý do này, chúng tôi cho rằng (1) khả năng tăng điểm của VNIndex sẽ phụ thuộc vào biến động ở nhóm VN30+Gas, trong khi (2) sự sôi động chỉ xuất hiện ở một số nhóm cổ phiếu/nhóm ngành nhất định, phụ thuộc vào hiệu quả hoạt động trong 1H2013 cũng như triển vọng trong 2H2013 của nhóm này.



**NGĐT nước ngoài: Phụ thuộc vào chuyển động thị trường tài chính Thế giới**

Trong nhiều năm qua, mức độ tương quan của TTCK Việt Nam và thế giới khá thấp. Các sự kiện biến động bất ngờ từ thị trường tài chính thế giới chỉ có sức ảnh hưởng ngắn hạn đối với tâm lý NGĐT trên sàn chứng khoán Việt Nam. Tuy nhiên, trong năm 2013, chúng tôi cho rằng sức ảnh hưởng không chỉ gián tiếp về mặt tâm lý, mà còn tác động trực tiếp đến thị trường thông qua việc bơm/rút vốn FII trên sàn chứng khoán. Nguyên nhân do nhịp tăng mạnh trong 1H2013 của TTCK Việt Nam có đóng góp không nhỏ từ dòng vốn đầu cơ bên ngoài, cụ thể thông qua các quỹ đầu tư chỉ số (ETFs). Khi dòng vốn này hiện thực hóa lợi nhuận nhưng không có lực cầu đối ứng sẽ dẫn đến hiệu ứng tiêu cực nhiều hơn.

Thị trường tài chính thế giới trong giai đoạn gần đây biến động không mấy khả quan, trong đó nổi bật là nỗi ám ảnh về khả năng khủng hoảng lần 3 mà mầm mống khởi nguồn từ Trung Quốc – nền kinh tế lớn thứ hai và có đóng góp lớn nhất vào hoạt động kinh tế thế giới. Như chúng tôi đã phân tích ở phần Thế giới, hiện mới xuất hiện các “triệu chứng lâm sàng” về khả năng này như là tỷ lệ nợ/GDP quá cao, bong bóng tín dụng do hệ quả của việc mạnh tay nới lỏng chính sách tiền tệ năm 2009 và đỉnh điểm là việc lãi suất cho vay qua đêm trên thị trường liên ngân hàng đột ngột tăng lên mức kỷ lục 12,85%. Ở chiều ngược lại, có nhiều cơ sở để tin rằng hệ thống ngân hàng nước này có đủ năng lực để đối phó với khủng hoảng tiền mặt hiện tại. Đánh giá chủ quan của chúng tôi cho rằng xác suất xảy ra khủng hoảng lần 3 rất thấp. Tuy nhiên, tâm lý lo ngại đối với khả năng này có thể sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến dòng vốn đầu cơ vào thị trường mới nổi. Bên cạnh đó, khả năng chấm dứt dòng vốn rẽ từ Mỹ vẫn treo lơ lửng thêm ít nhất 14 tuần nữa, thời điểm diễn ra cuộc họp tháng 9/2013 của Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED), và phụ thuộc và tiến độ phục hồi của nền kinh tế nước này cũng sẽ là yếu tố ảnh hưởng đến dòng tiền đầu cơ. Xác suất xảy ra kịch bản bi quan này chưa thể định lượng được, song các ETFs đã bắt đầu bị rút vốn ồ ạt trong hơn một tháng qua đang là minh chứng thiết thực nhất về việc dòng vốn đầu cơ đang hiện thực hóa lợi nhuận tại thị trường Việt Nam.

Trong một kịch bản bi quan xây dựng cho yếu tố này, chúng tôi lo ngại hai ETF lớn nhất về quy mô cũng như sức ảnh hưởng trên sàn chứng khoán Việt Nam sẽ tiếp tục bị giảm chứng chỉ quỹ về mức tương đương hồi đầu năm (giả định toàn bộ dòng tiền đầu cơ sẽ rút khỏi thị trường Việt Nam). Theo đó, chúng tôi ước tính sẽ còn khoảng 1,8 triệu chứng chỉ quỹ bị rút, tương ứng giá trị cần phải tiếp tục bán ra trên sàn chứng khoán VN là xấp xỉ 32 triệu USD. Với quy mô giao dịch hiện tại của hai sàn và quan sát sức ảnh hưởng trong các phiên mua và bán ròng kéo dài từ đầu năm đến nay, chúng tôi lo ngại tác động tiêu cực vẫn còn lớn.

**Kết quả kinh doanh 1H2013: Sẽ có những điểm sáng trong bức tranh tối màu**

KQKD ước tính và chính thức quý II và 2 quý đầu năm 2013 của các doanh nghiệp niêm yết sẽ bắt đầu được công bố từ tháng Bảy. Với hiện trạng kinh tế hai quý đầu năm, chúng tôi không kỳ vọng vào một kết quả tích cực và đột biến của toàn bộ cổ phiếu niêm yết trên sàn. Tuy nhiên, cần lưu ý, so với thời điểm cuối năm 2012, chỉ số hàng tồn kho đã giảm mạnh từ mức 21,5% xuống còn 9,7%, cho thấy, mặc dù không thể mở rộng sản xuất kinh doanh, một bộ phận không nhỏ doanh nghiệp sản xuất đã có thể tiêu thụ được hàng tồn kho, (tất nhiên, cần có sự giảm giá bán sản phẩm). Bên cạnh đó, nhận thức được vòng xoáy khó khăn của kinh tế, hầu hết doanh nghiệp đã thực hành tái cấu trúc hoạt động và tiết giảm tối đa chi phí. Với những động thái này của doanh nghiệp, kỳ vọng vào một

KQKD khả quan hơn so với quý I/2013 là hoàn toàn khả thi. Chúng tôi cũng kỳ vọng KQKD của một số ngành sản xuất sẽ bị ảnh hưởng không đáng kể bởi tình hình khó khăn chung của nền kinh tế. Ngoài ra, trước khó khăn của kinh tế thế giới, giá nhiều hàng hóa nguyên vật liệu đã giảm mạnh. Chắc chắn, một số ngành sản xuất sử dụng hàng hóa nguyên liệu này sẽ được hưởng lợi và có được thành quả đột biến.

Từ những lý do này, chúng tôi cho rằng thị trường sẽ có sự phân hóa mạnh giữa các nhóm ngành và nội bộ ngành do “sóng” KQKD quý II/2013. Trong đó, những nhóm ngành như Thực phẩm – Đồ uống, Phân phối, Logistic, Thép, Chế biến cao su, Pin... sẽ có triển vọng khả quan hơn cả. Trong đó, những doanh nghiệp đầu ngành, những doanh nghiệp có khả năng quản trị hoạt động tốt và những doanh nghiệp nghiêm khắc tự tái cấu trúc trong thời kỳ khó khăn sẽ là những doanh nghiệp có sức hấp dẫn mạnh đối với dòng tiền, cả đầu tư lẫn đầu cơ.

**Lãi suất tiền gửi tiết kiệm đi vào xu hướng giảm: Sức hấp dẫn của các kênh đầu tư khác có cải thiện?**

Lãi suất tiền gửi tiết kiệm tiếp tục được NHNN điều chỉnh giảm thêm 0,5 điểm phần trăm, về mức 7% vào cuối tháng Sáu vừa qua. Có nhiều kỳ vọng trần lãi suất huy động bị điều chỉnh giảm sẽ làm giảm sức hấp dẫn của kênh tiết kiệm, dòng tiền sẽ có xu hướng rút ra và tìm đến các kênh đầu tư có khả năng sinh lời cao hơn. Trong các kênh đầu tư này, Vàng – Bất động sản - Chứng khoán là những kênh đầu tư được ưa thích nhất vì kỳ vọng khả năng sinh lời cao.

(1) Vàng: Với đặc thù ưa thích tích trữ vàng như một loại tài sản giá trị của người dân Việt Nam, việc giá vàng giảm xuống mức thấp nhất trong hơn hai năm qua đang tạo nên sức hấp dẫn riêng cho loại hàng hóa này. Tuy nhiên, với xu hướng diễn biến không mấy khả quan của giá vàng thế giới trong thời gian gần đây, cùng những biện pháp hành chính mà NHNN đang sử dụng, việc đầu tư vào vàng cũng phải chịu những rủi ro, thậm chí cao hơn khả năng sinh lợi trong năm 2013 mà loại hàng hóa này có thể mang lại. Do vậy, chúng tôi không cho rằng dòng tiền đầu tư sẽ chảy mạnh vào kênh này;

(2) Bất động sản: Giá BĐS vẫn trên đà lao dốc. Tuy nhiên, cho đến khi kinh tế chưa tăng trưởng trở về mức bình thường, khả năng mang lại lợi nhuận cao khi đầu tư vào loại hàng hóa này cũng khá thấp;

(3) Chứng khoán: So với hai kênh đầu tư trên, chứng khoán đang có sức hấp dẫn riêng bởi thành tích tăng ấn tượng trong 5 tháng đầu năm và bởi tính thanh khoản cao, chi phí vốn thấp hơn so với đầu tư vào vàng và BĐS. Tuy nhiên, với những biến động khó lường từ thế giới, và triển vọng vĩ mô 2H2013 trong nước, xác suất tiếp tục tăng trưởng mạnh trong ngắn hạn của TTCK là rất thấp.

Qua phân tích ở trên, có thể thấy trong bối cảnh hiện tại, mỗi kênh đầu tư đều có ưu và nhược điểm riêng song chưa thực sự hấp dẫn trong ngắn hạn. Ngoài ra, với kỳ vọng lạm phát năm 2013 đã chạm đáy và đối diện khả năng tăng tốc nhanh hơn trong 2H2013, chúng tôi cũng tin rằng lãi suất tiền gửi tiết kiệm hiện đã chạm đáy. Từ những lý do này, trong ngắn hạn, chúng tôi không cho rằng sức hấp dẫn của các kênh đầu tư tăng lên theo đà giảm của lãi suất tiền gửi tiết kiệm. Từ đó, chúng tôi đánh giá khả năng dòng tiền sẽ dịch chuyển mạnh từ kênh tiết kiệm vào kênh chứng khoán trong tháng 7/2013 là chưa thực sự khả thi



**Chiến lược đầu tư**

Sau kết quả ấn tượng đạt được trong hai tuần cuối tháng Năm, TTCK Việt Nam chịu áp lực điều chỉnh mạnh trong tháng Sáu, do những biến động ngoài dự đoán của thị trường tài chính Thế giới. Xu hướng bán ròng mạnh của NĐT nước ngoài, tập trung vào nhóm VN30+Gas, khiến VNIndex lao dốc mạnh xuống vùng 470 điểm trong tuần cuối tháng Sáu. Yếu tố ảnh hưởng ngoài tầm kiểm soát này khiến biến động thị trường rơi vào kịch bản rủi ro mà chúng tôi đã đề cập: sự hiện thực hóa lợi nhuận của nhóm bluechips khiến VNIndex rơi về vùng 480 điểm. Mặc dù vậy, chúng tôi kỳ vọng NĐT nắm giữ cổ phiếu đã có thể hiện thực hóa lợi nhuận một phần danh mục khi VNIndex tiến về vùng (530-540) điểm theo khuyến nghị của chúng tôi.

Sang tháng 7/2013, không có nhiều kỳ vọng về chính sách sẽ giúp thị trường tăng trưởng mạnh như giai đoạn đầu năm. Theo kế hoạch, VAMC dự kiến sẽ được thành lập và đi vào hoạt động trong thời gian này. Đây có thể là yếu tố hâm nóng phần nào sự hưng phấn trên thị trường. Ngoài ra, hiệu quả của những giải pháp mà nhà điều hành đã thực thi cũng như những nỗ lực nhằm bước qua khó khăn của doanh nghiệp niêm yết, phản ánh qua KQKD quý II/2013, được kỳ vọng sẽ là yếu tố tạo nên động lực tăng điểm cho thị trường. Đây cũng là yếu tố giúp những NĐT am tường hoạt động của doanh nghiệp có cơ hội gặt hái lợi nhuận cao hơn trong tháng 7/2013. Ở chiều ngược lại, trong bối cảnh kinh tế thế giới còn ngổn ngang những số liệu, thông tin và đánh giá trái chiều, áp lực rút vốn của dòng vốn ngoại đầu cơ trên sàn chứng khoán Việt Nam vẫn là ẩn số lớn và dự cảm không mấy khả quan. Từ những lý do này, chúng tôi rằng (1) khả năng tăng điểm của VNIndex sẽ phụ thuộc vào biến động ở nhóm VN30+Gas, trong khi (2) sự sôi động chỉ xuất hiện ở một số nhóm cổ phiếu/nhóm ngành nhất định, phụ thuộc vào hiệu quả hoạt động trong 1H2013 cũng như triển vọng trong 2H2013 của nhóm này.

Sau khi cân nhắc kỹ các yếu tố ảnh hưởng tích cực và tiêu cực, kịch bản giảm co trong sự thận trọng được chúng tôi xây dựng cho thị trường chứng khoán tháng 7/2013. Theo kịch bản này, VNIndex sẽ tiếp tục trải qua những phiên biến động mạnh, do sự chi phối của nhóm VN30+Gas, trong biên độ (460 – 510) điểm. Trong khi đó, với đặc điểm ít chịu tác động mạnh từ NĐT nước ngoài và không có nhiều cổ phiếu có sức ảnh hưởng mạnh đến điểm số, kênh biến động của HNIIndex sẽ hẹp hơn, trong vùng (62 – 67) điểm. Dựa trên kịch bản được xây dựng, chúng tôi cho rằng NĐT cần kiên nhẫn chờ đợi và chỉ giải ngân ở những cổ phiếu có cơ bản tốt, hoặc những cổ phiếu mà NĐT am tường hoạt động của doanh nghiệp. Vùng điểm phù hợp giải ngân là 480 – 460. Tỷ trọng Tiền mặt: Cổ phiếu nên được duy trì trong giai đoạn này là 40:60.

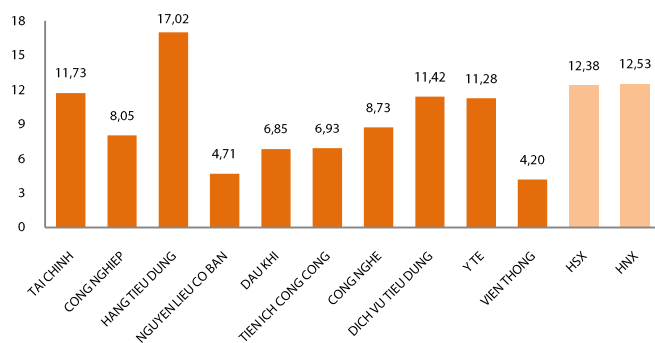
**Rủi ro**

Kịch bản thị trường đã được chúng tôi cân nhắc khá kỹ dựa trên những yếu tố hiện có. Tuy nhiên, một sự biến động bất ngờ trong nền kinh tế hoặc thị trường có thể gây sai lệch những kỳ vọng. Biến động bất ngờ mà chúng tôi muốn nhắc đến là khả năng VNIndex sẽ biến động mạnh ra khỏi biên độ mà chúng tôi xây dựng cho chiến lược đầu tư tháng 7/2013. Tuy nhiên, với nền tảng vĩ mô hiện tại, chúng tôi kỳ vọng vùng (460 – 450) điểm sẽ là vùng hỗ trợ mạnh cho chỉ số này. Do vậy, chúng tôi cho rằng NĐT nắm giữ tiền mặt có thể cân nhắc giải ngân một phần ở vùng điểm này. Ngoài ra, khả năng tăng vượt cận trên của biên độ dao động cũng có thể xảy ra nếu nhóm cổ phiếu trụ cột trên sàn HSX phục hồi trở lại, tạo hiệu ứng tâm lý tích lên toàn thị trường. Trong trường hợp này, NĐT có thể

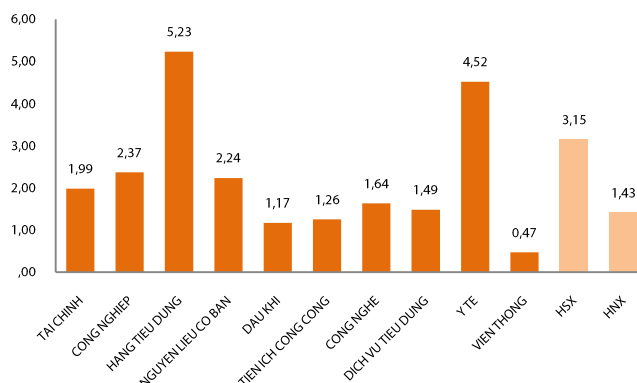
## CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 07/2013

xem xét tăng tỷ trọng cổ phiếu (vào những mã có sẵn trong danh mục) ở vùng (505 – 510) điểm và hiện thực hóa lợi nhuận ở vùng (525 – 540) điểm.

**Chỉ số P/E tại thời điểm cuối tháng 6/2013**



**Chỉ số P/B tại thời điểm cuối tháng 6/2013**



Nguồn: RONGVIET SECURITIES database

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RONGVIET SECURITIES tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RONGVIET SECURITIES thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RONGVIET SECURITIES. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RONGVIET SECURITIES đều trái luật. Bản quyền thuộc RONGVIET SECURITIES, 2013.



## **CTCP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT**

Tầng 1-2-3-4, Tòa nhà Viet Dragon,

141 Nguyễn Du - Quận 1 – TP.HCM

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

Email: [info@vdsc.com.vn](mailto:info@vdsc.com.vn)

Website: [www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

### **Chi nhánh Hà Nội**

Số 2C Thái Phiên – Quận Hai Bà  
Trung – Hà Nội

Tel: (84 4) 6288 2006

Fax: (84 4) 6288 2008

### **Chi nhánh Cần Thơ**

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần  
Thơ

Tel: (84 71) 381 7578

Fax: (84 71) 381 7579

### **Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Tel: (84 58) 382 0006

Fax: (84 58) 382 0008