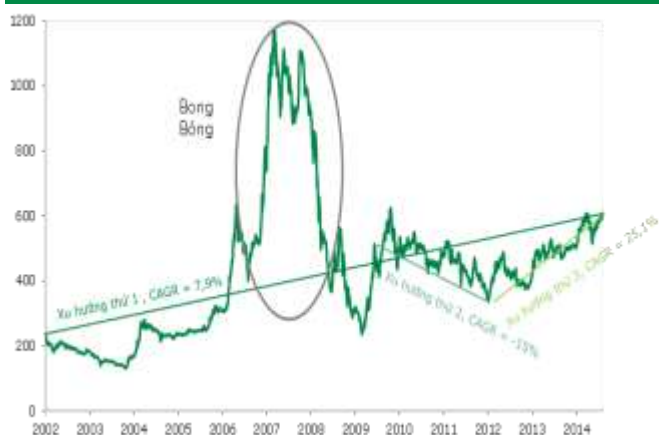


Báo cáo triển vọng thị trường

Tháng 8, 2014



Xu hướng dài hạn của VN-Index



Nguồn: Bloomberg, HSX, VPBS

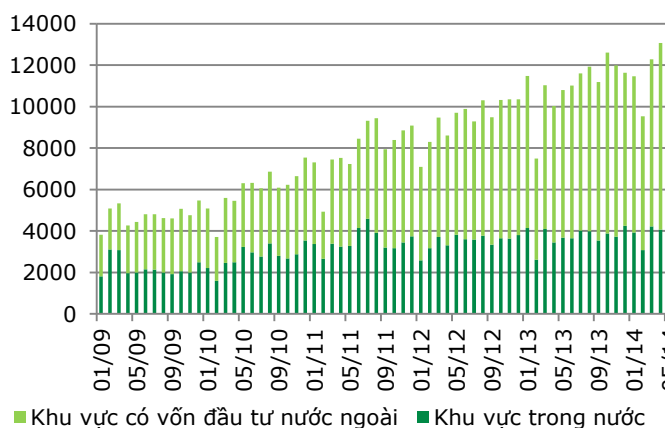
Tổng quan:

- Tăng trưởng GDP cho cả năm 2014 dự báo đạt 5,5% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ vào chi tiêu Chính phủ và xuất khẩu từ khu vực đầu tư trực tiếp nước ngoài.
- Việt Nam đồng có khả năng sẽ mất thêm 1% giá trị, chủ yếu do sự phục hồi của nền kinh tế Mỹ và sự thu hẹp của gói hỗ trợ QE3.
- Chỉ số giá tiêu dùng của năm 2014 được dự đoán trong khoảng từ 5,0% đến 5,5%.
- Lãi suất huy động sẽ giảm thêm một điểm phần trăm điểm xuống 6,5% trong khi lãi suất cho vay có thể giảm nhanh hơn khoảng 1,3 điểm phần trăm.
- Dự kiến thị trường bất động sản sẽ có nhiều dấu hiệu tích cực hơn vào những tháng cuối năm 2014.
- Các quỹ đầu tư nước ngoài được kỳ vọng sẽ đẩy mạnh đầu tư khi các cuộc phát hành lần đầu sẽ được thực hiện trong sáu tháng cuối năm, như với MobiFone và Hãng hàng không Việt Nam Airlines.
- Chỉ số Vn-Index có thể sẽ tăng trong ngắn hạn khi chỉ số P/E tiếp tục tăng. Nhưng trong trung hạn, chúng tôi nghĩ rằng mức tăng đó được kỳ vọng quá nhiều và sẽ điều chỉnh trở lại đến giá trị phù hợp trong khoảng 560 đến 580 điểm. Điều đó tương đương với mức lợi nhuận theo năm khoảng 12 đến 15% và chỉ số P/E từ 13,5 đến 14,0 lần.

Chỉ số vĩ mô	Hiện tại (số liệu cuối tháng 7/2014)	Dự báo
Tăng trưởng GDP (so với cùng kỳ)	5,18%	5,5%
Xuất khẩu ròng (so với cùng kỳ)	3,68%	10%
Chỉ số giá tiêu dùng	4,80%	5,0%-5,5%
Tỷ giá liên ngân hàng (VND/USD)	21.225	21.458
VN-Index (31/7/2014)	596,07	560 - 580

Nguồn: TCTK, SBV, VPBS

Xuất khẩu của Việt Nam (tỷ USD)



Nguồn: TCTK, VPBS

Nội dung

LỜI MỞ ĐẦU.....	3
TĂNG TRƯỞNG GDP.....	3
Tiêu dùng	4
Đầu tư	6
Chi tiêu Chính phủ	6
FDI nửa đầu năm vẫn tăng trước căng thẳng biển Đông.....	8
Xuất khẩu ròng	10
CÁC CHỈ SỐ VĨ MÔ.....	11
Thị trường ngoại hối.....	11
Lạm phát Q1/2014 chạm mức thấp nhất trong 13 năm qua.....	12
Thị trường Bất động sản	15
Vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài.....	17
Thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn được cho là ổn định.....	18
CÁC NHÂN TỐ TRIỂN VỌNG MỚI.....	23
Các Hiệp định tự do thương mại quốc tế:	23
Giới hạn sở hữu nước ngoài	24
Tái cấu trúc ngành ngân hàng đang diễn ra chậm chạp	26

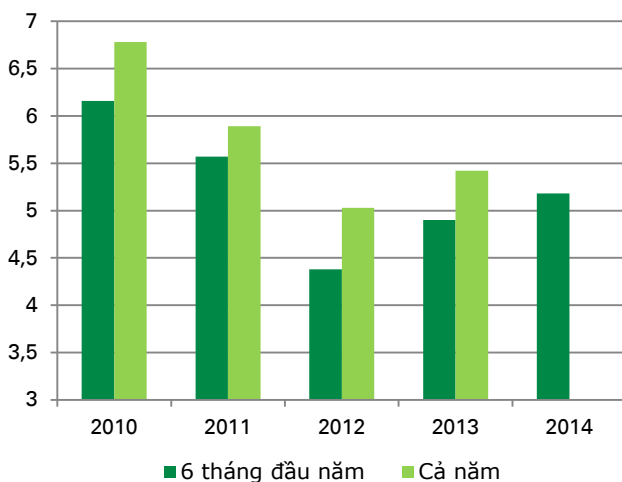
LỜI MỞ ĐẦU

Từ đầu năm đến nay, nền kinh tế Việt Nam tiếp tục xu hướng ổn định, với mức tăng trưởng GDP tăng nhẹ. Nhu cầu đã bắt đầu cho thấy một số dấu hiệu hồi phục, nhất là với tiêu dùng và bất động sản nhưng vẫn đang ở mức thấp sau nhiều năm suy giảm. Xuất khẩu, đặc biệt từ khu vực có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) là lực đẩy chính của tăng trưởng GDP. Tổ chức xếp hạng tín nhiệm Moody's cũng ghi nhận nền kinh tế Việt Nam được duy trì ổn định. Cuối tháng 7, tổ chức này đã nâng bậc xếp hạng tín nhiệm của Việt Nam lên mức B1, do lạm phát và tỷ giá hối đoái tiếp tục ổn định. Điều này đặt nền tảng cho sự tăng trưởng kinh tế mạnh hơn trong tương lai.

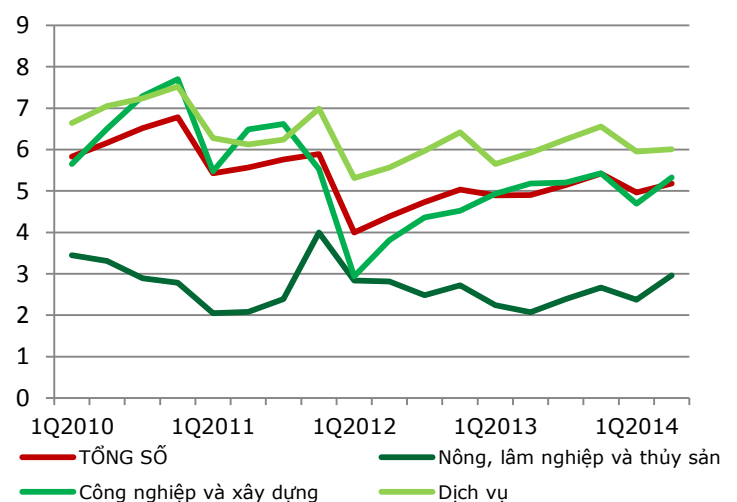
Thị trường chứng khoán cũng tăng trưởng cùng nhịp với các điều kiện kinh tế. Chỉ số VN-Index đã tăng 20,6% từ đầu năm đến nay. Tuy nhiên chúng tôi cũng nghi ngờ liệu thị trường có hơi quá "hưng phấn" không vì tăng trưởng thu nhập vẫn chậm. Thị trường dự báo sẽ điều chỉnh khi Index tiến tới tỷ lệ P/E 15 lần. Tuy nhiên chúng tôi tin rằng cuối năm nay VNIndex sẽ đóng cửa với mức tăng từ 15 đến 20% và mức tăng này sẽ tiếp tục vào năm 2015.

TĂNG TRƯỞNG GDP

Tăng trưởng GDP (%)



Tăng trưởng GDP theo các yếu tố cấu thành (%)



Nguồn: TCTK, VPBS

Số liệu GDP nửa đầu năm cho thấy căng thẳng Biển Đông bắt đầu hồi tháng 5 chưa ảnh hưởng nhiều đến nền kinh tế. Theo Tổng cục thống kê, Tổng sản phẩm trong nước (GDP) tăng trưởng 5,25% trong quý II, từ mức 5,09% trong quý I năm nay. GDP 6 tháng đầu năm tăng 5,18%, cao hơn so với mức 4,9% trong cùng kỳ năm ngoái và 4,38% cùng kỳ năm 2012.

Khu vực dịch vụ đã liên tục ghi nhận tăng trưởng tốt hơn mức tăng trưởng chung của nền kinh tế từ quý III/2005. Khu vực dịch vụ tăng 6,1% so với cùng kỳ, chiếm tỷ trọng 43,61% GDP, tăng nhẹ so với mức 43,12% so với cùng kỳ năm ngoái. Khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 5,33%, đạt 38,7% tổng GDP, không đổi so với cùng kỳ năm ngoái. Khu vực nông, lâm, thủy sản tăng trưởng 2,96% trong 6 tháng đầu năm, chiếm 17,69% GDP, thấp hơn so với mức 18,18% trong cùng kỳ năm ngoái.

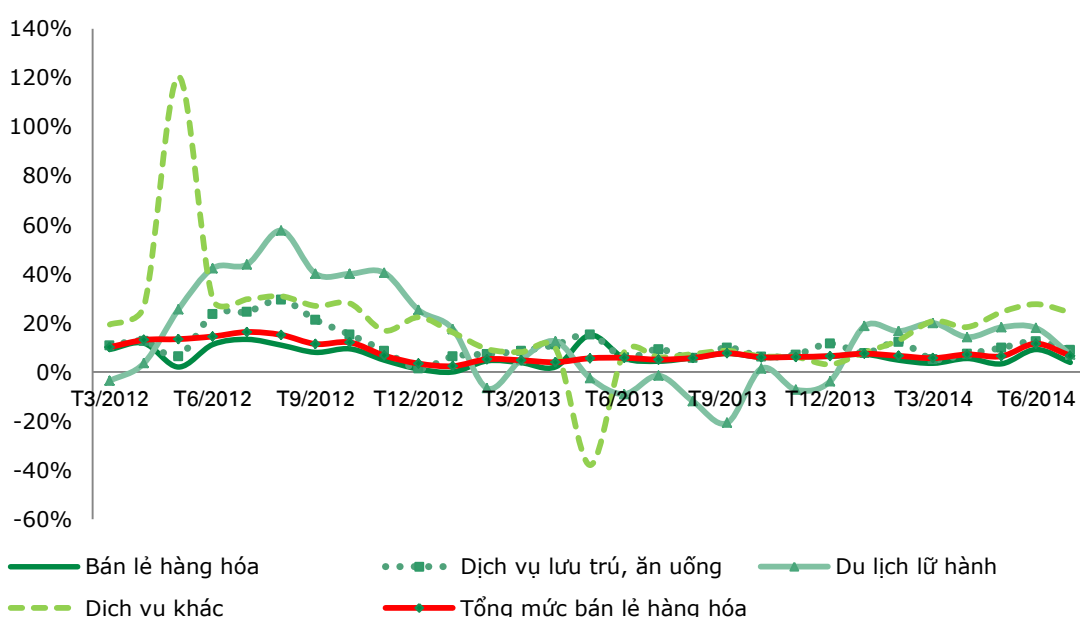
Để hiểu thêm về tác động của tăng trưởng GDP đến thị trường chứng khoán Việt Nam, chúng ta có thể xem xét thêm các yếu tố góp phần tạo nên tăng trưởng GDP:

Tiêu dùng

Tiêu dùng đóng một phần quan trọng trong tổng cầu của nền kinh tế. Sự tăng trưởng của mức tiêu dùng cuối cùng, với chỉ số đại diện là tổng mức bán lẻ hàng hóa, đang trên đà giảm kể từ năm 2012 nhưng bắt đầu có tín hiệu phục hồi trong những tháng đầu năm nay.

Tính theo giá cố định, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 5,7% so với cùng kỳ năm trước. Mức tăng trưởng này cao hơn 4,9% đạt được trong cùng kỳ năm 2013, nhưng thấp hơn mức 6,5% trong nửa đầu năm 2012.

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng theo giá thực tế theo ngành kinh tế



Nguồn: TCTK, VPBS

Ghi chú: tăng trưởng năm theo tháng tại giá cố định trong tháng 1/2011

Trong đó, tính theo giá cố định, 'Dịch vụ khác' có mức tăng trưởng thực cao nhất trong số các hoạt động kinh tế qua sáu tháng đầu năm 2014 với mức tăng 30,1% so với cùng kỳ năm ngoái, theo sau là các hoạt động 'Du lịch' với 23,8% so với cùng kỳ, và 'Dịch vụ lưu trú, thực phẩm và đồ uống' tăng 15,5% so với cùng kỳ năm trước. Mức tăng trưởng của 'Bán lẻ hàng hóa', là số liệu thể hiện tốt nhất sức tiêu thụ hàng hóa cơ bản, ở mức thấp nhất, chỉ đạt 12,7% so với cùng kỳ, mặc dù cao hơn mức 8,5% ghi nhận trong sáu tháng đầu năm 2012 nhưng lại thấp hơn mức tăng 17,2% của sáu tháng đầu năm 2013.

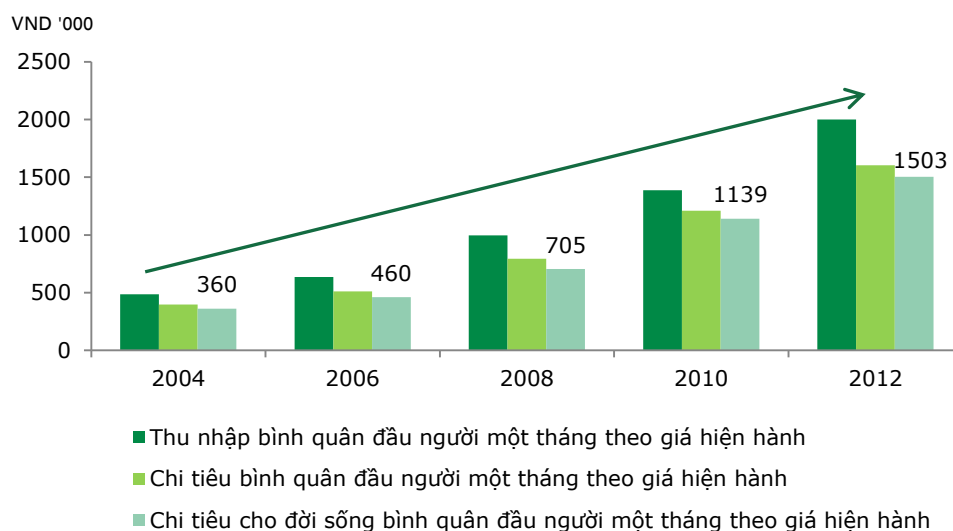
Nhìn chung, sức mua trong nước đang yếu dần đi bởi vì giá cả của hàng hóa và dịch vụ trong những năm gần đây tăng rõ rệt. Bên cạnh đó, mặt bằng lãi suất cao và tiền đồng tăng giá thực làm gia tăng chi phí hoạt động của các doanh nghiệp trong nước. Để duy trì khả năng cạnh tranh, các doanh nghiệp phải cắt giảm chi phí nhân công. Do đó, thu nhập của mỗi cá nhân và doanh nghiệp tăng không cùng tốc độ tăng của giá cả.

Thu nhập bình quân hàng tháng bình quân đầu người theo giá hiện hành ghi nhận mức độ tăng trưởng gộp hàng năm là 19,4% trong giai đoạn từ năm 2004 đến năm 2012. Tuy nhiên, chi phí tiêu dùng bình quân hàng tháng bình quân đầu người vẫn ở mức thấp, khoảng 72,10 đô la Mỹ hay 2,4 đô la Mỹ mỗi ngày.

Theo Tổng Liên Đoàn Lao Động Việt Nam, mức lương tối thiểu được quy định trong Nghị Định 182 ngày 14/11/2013, ngay cả ở mức lương tối thiểu cao nhất là 2,7 triệu Việt Nam đồng, cũng không đủ cho một cá nhân người lao động (người sống độc thân) chi trả cho mức sống tối thiểu. Các chuyên gia cho rằng mức lương hiện tại chỉ đủ trang trải 68% đến 76% nhu cầu cá nhân.

Theo nhận định của chúng tôi, thu nhập thấp có thể dẫn đến sự sụt giảm của tiêu dùng và kìm hãm tốc độ tăng trưởng kinh tế.

Thu nhập và tiêu dùng bình quân hàng tháng theo đầu người

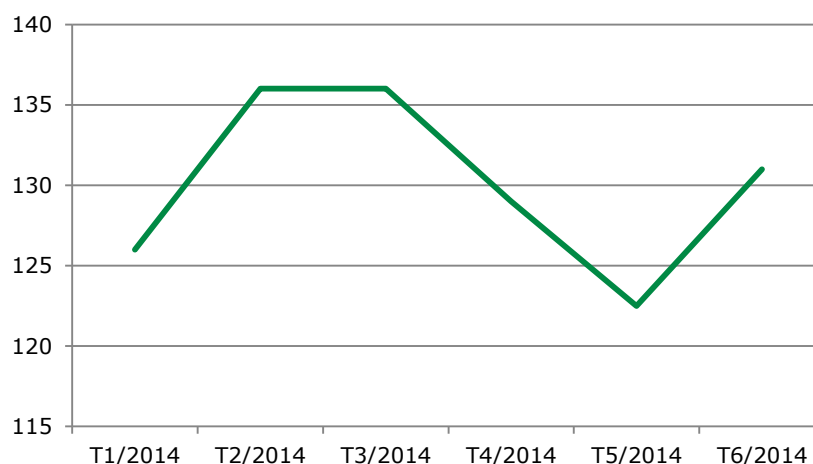


Nguồn: TCTK, VPBS

Tháng 7 vừa qua, Ngân hàng ANZ cùng với công ty phân tích Roy Morgan của Úc đã công bố chỉ số Niềm tin Người tiêu dùng Việt Nam (Vietnam CCI). Chỉ số này được thiết kế để đo mức độ lạc quan hay bi quan của người tiêu dùng trong các hoạt động mua bán và tiết kiệm. Họ đã thực hiện cuộc khảo sát cho nửa năm đầu tiên, trên hơn 1.000 người tuổi từ 14 trở lên tại các thành phố và tỉnh thành lớn. Với chỉ số này, giá trị 100 thể hiện sự trung lập.

Theo báo cáo, chỉ số niềm tin người tiêu dùng giảm mạnh trong tháng từ 3 đến 5/2014, rớt từ mức 135 xuống dưới mức 125. Nguyên nhân của sự sụt giảm đó là do diễn biến xung đột leo thang giữa Việt Nam và Trung Quốc.

Chỉ số niềm tin người tiêu dùng Việt Nam



Nguồn: ANZ-Roy Morgan

Chỉ số niềm tin người tiêu dùng Việt Nam phục hồi mạnh trở lại mức 131 trong tháng 6, nhưng chỉ cao hơn mức độ trung bình của cả năm 2014 là 130,5. Trong tháng 7, chỉ số này tăng 3,1 điểm lên mức 134,2. Trong cuộc khảo sát mới nhất này, 55% (tăng 7%) số người Việt Nam được hỏi nhận định điều kiện tài chính của gia đình sẽ tốt lên trong 1 năm tới (tỷ lệ cao nhất kể từ đầu năm 2014), trong khi chỉ 6% (giảm 2%) số người trả lời điều kiện sẽ xấu đi (tỷ lệ thấp nhất kể từ đầu năm 2014).

Đánh giá về tình hình hiện tại, 34% (tăng 2%) số người được khảo sát cho rằng tình hình tài chính của gia đình họ tốt hơn so với cách đây 1 năm (tỷ lệ cao nhất kể từ đầu năm 2014), trong khi 19% (giảm 1%) số người nói rằng tình hình kém hơn.

Một chỉ số nữa cho thấy sự tiêu dùng của Việt Nam đang tăng lên là trường hợp Công ty cổ phần Đầu Tư Thế Giới Di Động (MWG) lên sàn niêm yết. Đây là công ty bán lẻ đồ điện tử tiêu dùng có doanh số đứng thứ 2 trong ngành. Vào ngày 14/7/2014, toàn bộ số lượng cổ phiếu lưu hành (62.733.171 cổ phiếu) của MWG đã được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX). Trong ngày giao dịch đầu tiên, giá cổ phiếu MWG tăng 20% so với giá tham chiếu, cùng với khối lượng giao dịch là 10.660 cổ phiếu. Sự phát triển của MWG trước và sau khi niêm yết được xem như là những dẫn chứng cụ thể cho việc cải thiện nhanh chóng sức mua của cả nền kinh tế.

Đầu tư

Tổng đầu tư xã hội thực hiện trong sáu tháng đầu năm ước đạt 502,5 nghìn tỷ đồng, tăng 3,2% so với cùng kỳ năm trước nếu loại trừ yếu tố giá cả. Trong đó, đầu tư từ nguồn vốn nhà nước đạt 198,2 nghìn tỷ đồng, tăng mạnh nhất 4,6% so với cùng kỳ. Vốn khu vực ngoài nhà nước đạt 178 nghìn tỷ đồng, tăng 3% và vốn đầu tư khu vực doanh nghiệp có vốn nước ngoài đạt 126,3 nghìn tỷ đồng, tăng 1,6% so với cùng kỳ, tính theo giá cố định. Các nguồn vốn này đều tăng mạnh hơn mức tăng trưởng trong cùng kỳ hai năm gần đây.

Bảng: Tổng vốn đầu tư theo loại hình kinh tế			
	2Q2012	2Q2013	2Q2014
Nhà nước	6,5%	-3,6%	4,6%
Ngoài nhà nước	-7,5%	1,0%	3,0%
Khu vực FDI	-5,7%	-1,4%	1,6%
Tổng số	-1,9%	-1,4%	3,2%

Nguồn: TCTK, VPBS

Chi tiêu Chính phủ

Thâm hụt ngân sách của Việt Nam đã tăng về số tuyệt đối, nhưng lại giảm về tỷ lệ so với GDP trong năm 2013 so với năm 2009. Trong 6 tháng đầu năm, thâm hụt ngân sách tăng về giá trị tuyệt đối so với cùng kỳ năm trước, nhưng tính trên GDP thì lại giảm. Việc Việt Nam phải có khả năng giảm thâm hụt ngân sách trong khi vẫn duy trì đà tăng trưởng GDP là rất quan trọng. Tỷ lệ thâm hụt ngân sách cao có thể tốt cho tăng trưởng trong dài hạn nếu nguồn vốn đó được đầu tư vào các dự án như cơ sở hạ tầng, mà hỗ trợ các ngành kinh tế phát triển. Nhưng trong ngắn hạn, tỷ lệ này có tác động lớn hơn tới sức khỏe tài chính, giá trị đồng tiền bản tệ và lạm phát của đất nước. Về dài hạn, việc giảm thâm hụt ngân sách là rất quan trọng và kết quả thực hiện trong 6 tháng đầu năm là đáng khích lệ.

Vốn đầu tư khu vực nhà nước bao gồm đầu tư từ nguồn ngân sách nhà nước (trung ương và địa phương), đầu tư quản lý qua ngân sách (ví dụ như nguồn trái phiếu

chính phủ cho các dự án được Quốc hội thông qua, và đi vay về cho vay lại), đầu tư của chính quyền địa phương thông qua vay mượn, và đầu tư của các doanh nghiệp nhà nước (DNNN).

Vốn đầu tư từ khu vực nhà nước gia tăng trong nửa đầu năm chủ yếu từ các nguồn quản lý qua ngân sách, chính quyền địa phương và DNNN.

Trong 6 tháng đầu năm nay, ước tính đã có khoảng 90 nghìn tỉ đồng ngân sách đã được giải ngân từ nguồn ngân sách Nhà nước, hoàn thành 48,6% kế hoạch năm, tăng 1,6% so với cùng kỳ năm ngoái theo giá hiện hành và giảm 3,1% so với cùng kỳ về giá trị thực. Khoản 108,2 nghìn tỉ còn lại chắc chắn được giải ngân từ nguồn ngoài ngân sách, tăng 33% so với cùng kỳ về giá trị thực. Việc gia tăng đầu tư nhà nước từ các nguồn ngoài ngân sách, từ đầu tư chính quyền địa phương và DNNN đã làm giảm áp lực lên ngân sách, vốn đã gặp nhiều khó khăn trong vài năm qua do doanh thu từ thuế giảm tốc độ tăng trưởng.

Bảng: Thâm hụt Ngân sách Chính phủ (tỷ đồng)						
	2009	2010	2011	2012	2013	2Q2014
Thu ngân sách	629	777	963	1,038	791	414
Chi tiêu ngân sách	(744)	(886)	(1,075)	(1,212)	(986)	(492)
Thâm hụt ngân sách (1)	(114)	(109)	(112)	(174)	(196)	(79)
Thâm hụt/GDP	-6,90%	-5,50%	-4,90%	-5,36%	-5,30%	-4,70%
Thâm hụt ngân sách bao gồm các khoản đầu tư quản lý qua ngân sách (2)	(36)	(56)	(45)	(45)	(60)	(108)
Tổng cộng thâm hụt (1+2)	(150)	(165)	(157)	(219)	(256)	(187)
Tổng cộng thâm hụt/ GDP	-9,1%	-13,3%	-10,4%	-9,8%	-8,4%	-11,2%

Nguồn: TCTK, BTC, VPBS

Theo Bộ Tài Chính, tổng thu ngân sách đạt 413,56 nghìn tỉ trong nửa đầu năm nay, hoàn thành 52,8% kế hoạch năm, tăng 15,8% so với cùng kỳ năm trước. Chi tiêu Chính phủ, bao gồm trả nợ gốc, là 492,42 nghìn tỉ đồng, đạt 48,9% kế hoạch năm. Do đó, thâm hụt ngân sách Nhà nước đạt 78,8 nghìn tỉ trong nửa đầu năm 2014, tương đương 35% của mức thâm hụt 224 nghìn tỉ do Quốc hội phê duyệt cho cả năm. Mức thâm hụt thực hiện tương đương 4,7% GDP, thấp hơn nhiều so với mức 6,1% so với cùng kỳ năm ngoái.

Chi thường xuyên của Chính phủ đạt 353,7 nghìn tỉ đồng, tăng 50,3% so với cùng kỳ. Chi phí đầu tư cơ sở hạ tầng và thanh toán nợ gốc lần lượt đạt 77,8 nghìn tỉ đồng (tăng 47,7% so với cùng kỳ) và 60,9 nghìn tỉ đồng (tăng 50,7% so với cùng kỳ).

Mặc dù mức trần thâm hụt ngân sách 5,3% GDP đã được Quốc hội thông qua, một số Đại biểu đã đề xuất Chính phủ kiểm chế mức trần này ở ngưỡng 4,8% GDP nếu thu ngân sách đạt cao hơn kế hoạch.

Việc đầu tư từ các nguồn vốn ngoài ngân sách đã giúp tỷ lệ thâm hụt ngân sách đạt mức thấp 4,7% GDP trong 6 tháng đầu năm nay, giảm từ mức 5,3% ước tính cho cả năm 2013.

Trái phiếu chính phủ là một nguồn tài trợ quan trọng cho đầu tư cả trong và ngoài ngân sách. Liên quan đến đầu tư ngoài ngân sách, Bộ Tài Chính có kế hoạch phát hành 100 nghìn tỉ đồng (tương đương 4,74 tỉ đô la Mỹ) trái phiếu chính phủ trong năm 2014 để tài trợ cho các công trình cơ sở hạ tầng. Điều này nằm trong kế

hoạch kích cầu của chính phủ.

Tổng số tiền huy động này thuộc về hai chương trình đầu tư cơ sở hạ tầng. Theo Nghị quyết số 12/2011/QH13 ban hành ngày 9/11/2011 của Quốc hội, ngân sách dành cho năm 2014 và 2015 là 75 nghìn tỉ đồng. Trong đó, 60 nghìn tỉ dự kiến được phát hành trong năm nay. Kế hoạch thứ 2 với tổng trị giá 170 nghìn tỉ cho giai đoạn 2014 đến 2016 đã được Quốc hội thông qua vào ngày 28/11/2013. Trong đó, kế hoạch phát hành trái phiếu trong năm nay là 40 nghìn tỉ.

Số lượng trái phiếu Chính phủ và tín phiếu được phát hành trong nửa đầu năm 2014 đã tăng lên mức cao kỉ lục với 151.748 tỉ đồng, tương đương 7,11 tỉ đô la Mỹ, tăng 5,5% so với nửa đầu năm 2013.

Trong bảng trên, chúng tôi cũng ước tính một số liệu thâm hụt khác, bao gồm cả các khoản đầu tư quản lý qua ngân sách nhà nước, mà đạt mức 11,2% trong 6 tháng đầu năm 2014, sau khi giảm từ 13,6% năm 2009 xuống 9,8% năm 2012 và xuống mức thấp nhất 8,4% năm 2013. Sự gia tăng mạnh mẽ trong đầu tư công cho thấy sự suy giảm nghiêm trọng của tổng cầu, khiến Chính phủ phải can thiệp mạnh mẽ hơn vào nền kinh tế.

Thâm hụt ngân sách gia tăng có thể giúp gia tăng tốc độ tăng trưởng kinh tế nếu vốn đầu tư được sử dụng hiệu quả. Nếu không, thâm hụt ngân sách sẽ có hại cho nền kinh tế. Trong những năm vừa qua, do thâm hụt ngân sách tăng lên, chính phủ đã phải gia tăng vay nợ, do đó áp lực trả nợ trong những năm sắp tới đang tăng lên. Nghĩa vụ trả nợ, theo Tiến sỹ Trần Đình Thiên, Viện trưởng Viện Kinh tế Việt Nam, đang tiến gần ngưỡng an toàn 25% tổng thu ngân sách trong năm nay, và sẽ sớm vượt qua ngưỡng 30%.

Tăng trưởng tín dụng trong nước

Theo số liệu từ Ủy Ban giám sát tài chính quốc gia, trong nửa đầu năm 2014 đầu tư tư nhân chiếm 10,3% GDP, thấp hơn so với mức 11,1% GDP trong cùng kỳ năm ngoái. Một phần nguyên nhân là do tăng trưởng tín dụng thấp. Tính đến cuối tháng 6, tín dụng chỉ tăng 3,52% so với cuối năm 2013, còn khá xa so với kế hoạch tăng 12% - 14% trong năm nay. Trong đó tín dụng ngoại tệ tăng 12,03%, khá cao so với mức tăng 2,17% của tín dụng VND. Tăng trưởng tín dụng thấp một phần do Thông tư 09 đã bắt đầu có hiệu lực từ ngày 1/6 cũng buộc các ngân hàng thận trọng hơn trong việc xét duyệt tín dụng.

Tuy tín dụng chỉ tăng 3,52% tính đến cuối tháng 6, nhưng đây là mức tăng đáng kể so với mức 0.01% vào cuối tháng 3. Hơn nữa, thông thường 6 tháng cuối năm tín dụng thường tăng gấp đôi so với 6 tháng đầu năm. Trong cùng kỳ năm ngoái, tín dụng tăng 4,5%, nhưng đến cuối năm tăng trưởng tín dụng đạt 12,51%.

Với những yếu tố tích cực nêu trên, Thống đốc Nguyễn Văn Bình cho rằng tăng trưởng tín dụng năm nay sẽ khoảng trên 10%. Điều này cũng đồng nghĩa với việc, đầu tư tư nhân sẽ tăng tốc và sẽ có một lượng tiền lớn được bơm ra thị trường trong nửa cuối năm nay.

FDI nửa đầu năm vẫn tăng trước căng thẳng biển Đông

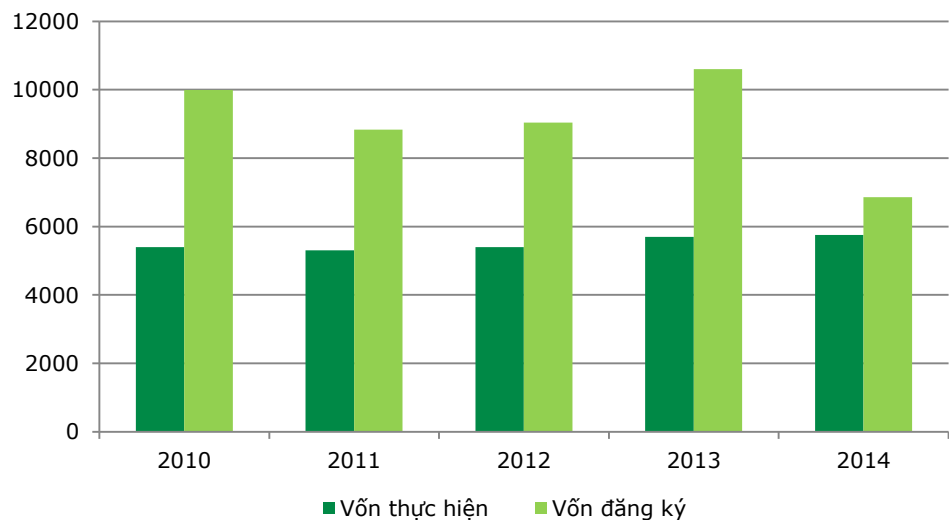
Việt Nam hiện đang khá cạnh tranh trong việc thu hút dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) so với nhiều nước khác do nền kinh tế ổn định, lạm phát được kiểm soát ở mức thấp, lực lượng lao động trẻ năng động và chi phí nhân công thấp. Thêm vào đó, chi phí nhân công cao tại Trung Quốc trong những năm gần đây và mức lương tối thiểu mới của Malaysia bắt đầu có hiệu lực từ đầu năm ngoái làm hai quốc gia này kém hấp dẫn hơn. Hơn nữa, những căng thẳng chính trị tại Thái Lan đã khiến nhiều nhà đầu tư tìm kiếm các thị trường thay thế.

Nhiều Hiệp định thương mại tự do (FTA) mà Việt Nam đang đàm phán ký kết cũng

đóng vai trò quan trọng trong việc thu hút dòng vốn FDI vào Việt Nam. Theo Cục Đầu tư nước ngoài, tính đến 20/6, cả nước có tổng cộng 16.589 dự án FDI với tổng số vốn đăng ký lên đến gần 240 tỷ USD. Nhật Bản, Hàn Quốc, Singapore và Đài Loan là những quốc gia dẫn đầu với tổng số vốn đăng ký tính tới thời điểm này đã lên đến 125,14 tỷ USD, chiếm hơn 50% tổng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài tại Việt Nam.

Trong 6 tháng đầu năm 2014, số vốn FDI đăng ký đầu tư vào Việt Nam giảm mạnh xuống 6,85 tỷ USD, bằng 64,7% so với cùng kỳ 2013. Nguyên nhân chính là do trong cùng kỳ năm 2013, hai dự án Samsung - Thái Nguyên và dự án Nhà máy Lọc hóa dầu Nghi Sơn - Thanh Hóa đã đóng góp lần lượt 2 tỷ USD và 2,8 tỷ USD, là yếu tố chính khiến lượng vốn năm ngoài tăng vọt.

FDI đăng ký và thực hiện 2010 – 2014 (triệu USD)



Nguồn: Cục đầu tư nước ngoài

Tuy nhiên, số vốn FDI giải ngân đạt 5,75 tỷ USD, tăng 0,9% so với cùng kỳ năm 2013. Hàn Quốc là quốc gia dẫn đầu với tổng vốn đầu tư đăng ký cấp mới và tăng thêm đạt 1,55 tỷ USD, tăng gấp đôi cùng kỳ năm trước, chiếm 22,6% tổng vốn đầu tư vào Việt Nam. Hồng Kông cũng vượt qua các quốc gia khác để đứng vị trí thứ hai với tổng vốn đầu tư đạt 1 tỷ USD, tăng gấp 5 lần so với cùng kỳ năm ngoái.

Ngành công nghiệp chế biến, chế tạo vẫn là ngành thu hút vốn đầu tư nhiều nhất trong năm nay, với tổng FDI cấp mới và tăng thêm đạt 4,8 tỷ USD, chiếm 70% tổng số vốn đầu tư đăng ký trong 6 tháng đầu năm.

Căng thẳng Biển Đông gia tăng từ ngày 7/5 đã gây ra nhiều cuộc biểu tình chống Trung Quốc tại Bình Dương và một số tỉnh thành miền Nam, dẫn đến thiệt hại nghiêm trọng đối với nhiều doanh nghiệp FDI. Tuy nhiên, Hồ Chí Minh, Bình Dương và Đồng Nai vẫn là những địa phương hấp dẫn đối với các nhà đầu tư nước ngoài. Tổng vốn FDI cấp mới và tăng thêm tại Hồ Chí Minh và Bình Dương trong tháng 6 cao hơn nhiều so với tháng 4 và tháng 5, và đạt lần lượt 876 triệu USD và 886 triệu USD tính từ đầu năm đến ngày 20/6.

Tình hình Biển Đông cũng gây nhiều lo ngại rằng dòng vốn FDI có thể sẽ bị ảnh hưởng. Tuy nhiên, những giải pháp khắc phục hậu quả đồng bộ và hiệu quả của Chính phủ và địa phương đã giúp các doanh nghiệp lấy lại niềm tin vào môi trường đầu tư và kinh doanh tại Việt Nam.

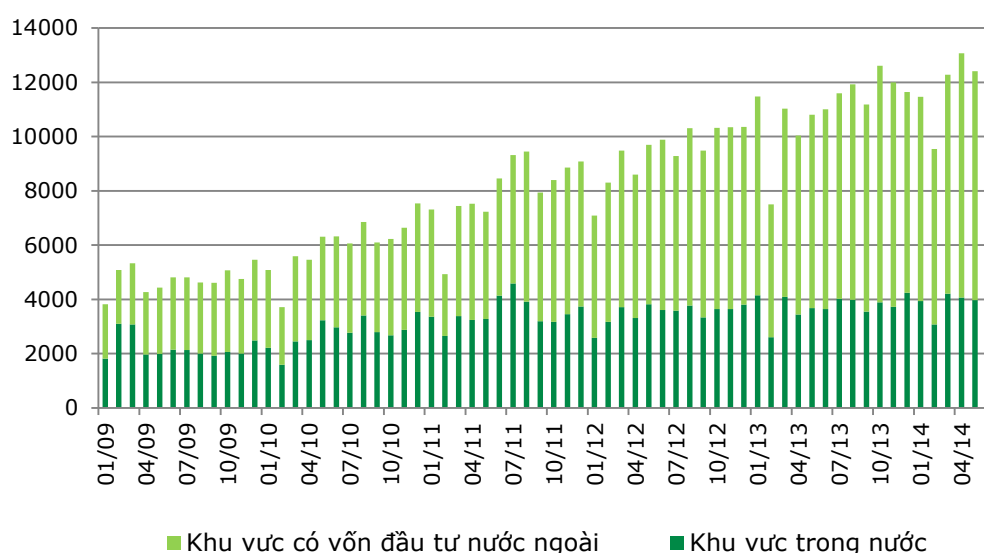
Triển vọng:

Tình hình trong nước và khu vực, cùng với những Hiệp định thương mại tự do (FTA) đang chuẩn bị được ký kết sẽ tiếp tục giúp Việt Nam thu hút thêm vốn FDI. Đáng chú ý, tập đoàn dầu khí hàng đầu thế giới Exxon Mobil hiện đang chuẩn bị triển khai dự án Cụm Khí - Điện tại 2 tỉnh Quảng Ngãi và Quảng Nam với quy mô vốn lên đến 20 tỷ USD. Một tập đoàn toàn cầu khác là Intel gần đây cũng tiết lộ kế hoạch sản xuất 80% lượng CPU của Intel trên toàn thế giới tại Việt Nam bắt đầu từ năm 2015. Thêm vào đó, tập đoàn Good Choice mới đây đã triển khai dự án tổ hợp khách sạn 5 sao – khu vui chơi giải trí tại Bà Rịa – Vũng Tàu với quy mô vốn 1,29 tỷ USD. Mới đây theo Cục Đầu tư nước ngoài, dự án Samsung Display tại Bắc Ninh đã được cấp phép vào đầu tháng 7 với vốn đầu tư đăng ký 1 tỷ USD, nâng tổng vốn đầu tư của tập đoàn Samsung tại Việt Nam lên gần 7 tỷ USD, từ mức 678 triệu USD đầu tư ban đầu năm 2009. Ngoài ra, trong thời gian gần đây có khá nhiều các tập đoàn hàng đầu thế giới đã đến Việt Nam tìm kiếm cơ hội đầu tư, qua đó có thể nhận định vốn FDI vào Việt Nam có khả năng tăng mạnh trong thời gian tới.

Xuất khẩu ròng

Tăng trưởng kinh tế gần đây được hỗ trợ bởi sự cải thiện cán cân thương mại. Cán cân thương mại bắt đầu có thặng dư trong năm 2012 và 2013, sau nhiều năm bị thâm hụt kể từ năm 1993. Lý do cho nhiều năm bị thâm hụt thương mại là do các công ty trong nước nhập khẩu lượng lớn nguyên vật liệu để phục vụ hoạt động sản xuất. Trong khi đó, thặng dư thương mại trong hai năm qua chủ yếu là nhờ các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài (FDI), lần lượt đóng góp 63% và 67% trong tổng giá trị xuất khẩu của hai năm 2012 và 2013.

Cơ cấu xuất khẩu của Việt Nam theo khu vực kinh tế (triệu USD)



Nguồn: GSO, VPBS

Nguồn: TCTK, VPBS

Các doanh nghiệp FDI ghi nhận tốc độ tăng trưởng xuất khẩu gộp hàng năm (CAGR) là 21% từ năm 2009 đến cuối tháng 6/2014, so với tốc độ tăng trưởng 12% của các công ty Việt Nam trong cùng kỳ. Đáng chú ý, Samsung đã góp 23,9 tỷ đô la Mỹ vào tổng giá trị xuất khẩu 132 tỷ đô trong năm 2013, tương đương 18%, tăng từ mức 245 triệu đô trong năm 2009.

Trong nửa đầu năm 2014, cán cân thương mại của Việt Nam đạt giá trị 140,71 tỷ đô la Mỹ. Giá trị xuất khẩu đạt 71,1 tỷ đô, tăng 15,3% so với cùng kỳ năm trước,

trong khi giá trị nhập khẩu đạt 69,6 tỷ đô, tăng 11% so với cùng kỳ, nâng mức thặng dư lên 1,51 tỷ đô. Xuất khẩu của khu vực FDI đạt 43,72 tỷ đô (không bao gồm dầu thô), tăng 17,1% so với cùng kỳ năm trước và chiếm 67,5% tỷ trọng tổng giá trị xuất khẩu. Các sản phẩm xuất khẩu chủ yếu bao gồm di động và phụ kiện, dệt may, giày dép, máy móc và phụ tùng thay thế, phương tiện vận tải, máy tính và phụ kiện.

Xuất khẩu Việt Nam gần đây chuyển hướng sang các mặt hàng có giá trị gia tăng cao. Trong nửa đầu năm 2014, điện thoại di động và phụ kiện vượt qua dệt may để đứng đầu thị phần xuất khẩu, với giá trị khoảng 11,56 tỷ đô. Trong khi giá trị xuất khẩu của dệt may chỉ đạt 9,38 tỷ đô.

Châu Âu là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam với tổng giá trị xuất khẩu 13,1 tỷ USD, tăng 12,8% so với cùng kỳ. Tiếp theo sau là Mỹ, Asean và Trung Quốc với tổng giá trị xuất khẩu lần lượt đạt 13 tỷ USD, 9,6 tỷ USD và 7,4 tỷ USD.

Trong điều kiện kinh tế hiện tại, các Hiệp định thương mại tự do (FTA) đang được đàm phán như Hiệp định đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP), Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Châu Âu, Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Hàn Quốc v.v. dự kiến sẽ tăng cường thương mại và đầu tư, qua đó thúc đẩy tăng trưởng và phát triển kinh tế. Việt Nam được kỳ vọng sẽ là bên được hưởng lợi lớn nhất trong Hiệp định đối tác xuyên Thái Bình Dương do sẽ được hưởng mức thuế thấp. Bộ thương mại Hoa Kỳ dự báo giá trị thương mại song phương Việt Nam – Hoa Kỳ đạt 33,6 tỷ đô trong năm nay, và tăng lên 59,4 tỷ đô trong năm 2020. Theo Phòng thương mại Euro (EuroCham), xuất khẩu của Việt Nam sang khu vực sử dụng đồng tiền chung châu Âu cũng được dự tính sẽ tăng 35% một khi hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Châu Âu có hiệu lực.

Triển vọng GDP:

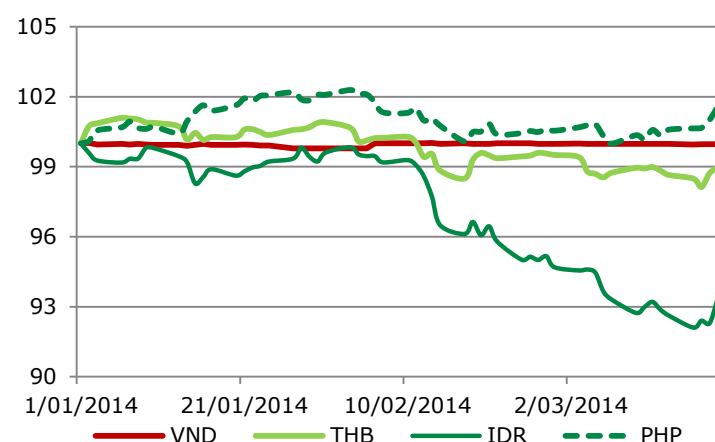
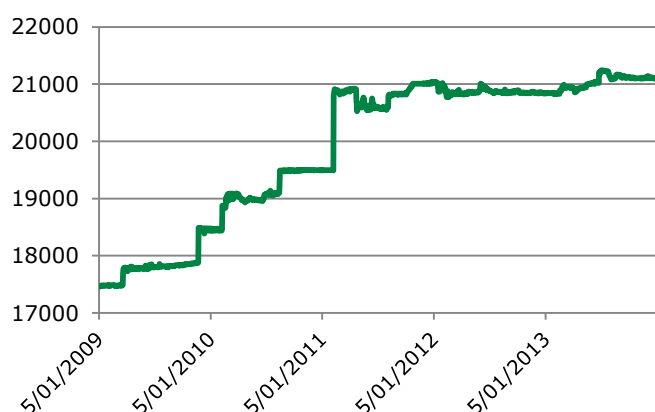
Mặc dù tăng trưởng GDP trong sáu tháng đầu năm 2014 tăng mạnh hơn cùng kỳ của hai năm trước, chúng tôi vẫn cho rằng mục tiêu tăng trưởng cả năm 5,8% là thách thức lớn. Khi chúng tôi xem xét từng thành phần của tổng cầu, tăng trưởng trong nửa đầu năm được hỗ trợ chủ yếu bởi xuất khẩu và đầu tư chính phủ, trong khi tiêu dùng trong nước, đầu tư tư nhân và tín dụng lại kìm hãm đà tăng. Chúng tôi dự báo rằng tăng trưởng GDP cả năm 2014 sẽ chỉ tăng 5,5% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ vào các nhân tố chi tiêu chính phủ và xuất khẩu của khu vực FDI.

CÁC CHỈ SỐ VĨ MÔ

Thị trường ngoại hối

VND/USD

Tỷ giá đối với đồng USD



Nguồn: Bloomberg, VPBS

Trong 3 năm gần đây, cán cân vãng lai dồi dào và lạm phát được kiểm soát giúp tỷ giá VND/USD khá ổn định so với những đồng tiền khác trong khu vực. Ngày 18/6, NHNN thông báo điều chỉnh tăng 1% tỷ giá bình quân liên ngân hàng từ 21.036 VND/USD lên mức 21.246 VND/USD nhằm hỗ trợ khu vực xuất khẩu cũng như giảm chi phí sản xuất xuống mức cạnh tranh hơn. Theo đó, mức giá trần và sàn mới của cặp tỷ giá này lần lượt là 21.458 VND/USD và 21.034 VND/USD.

Tuy nhiên sau khi tỷ giá tăng mạnh, đồng Việt Nam giảm khoảng 120 đồng mỗi chiều khoảng giữa tháng 7, quay lại mức cũ là 21.170 – 21.200 VND/USD. Điều này có thể do kể từ đầu tháng 7, cung ngoại tệ khá dồi dào từ các nguồn đầu tư nước ngoài trực tiếp, gián tiếp và viện trợ phát triển chính thức (ODA), khiến thanh khoản ngoại tệ dồi dào hơn. Ngoài ra, nhu cầu ngoại tệ từ các doanh nghiệp, vốn thường tăng cao vào cuối tháng hoặc quý để thanh toán các khoản phải trả nước ngoài, giảm dần.

Ngày 15/7, NHNN thực hiện vai trò nhà điều hành thị trường, nâng giá mua ngoại tệ lên mức 21.200 VND/USD và giữ nguyên giá bán. NHNN nối lại hoạt động mua ngoại tệ để nâng mức dự trữ ngoại hối, tuy nhiên khối lượng mua vào chưa được tiết lộ. Tính đến cuối tháng 6, mức dự trữ ngoại hối của Việt Nam đã đạt mức kỷ lục 36 tỷ USD.

Dự trữ ngoại hối dồi dào và cán cân thương mại lành mạnh đã giúp ổn định giá trị tiền đồng. Gần đây, thông báo của Fed về việc cắt giảm gói nới lỏng định lượng đã khiến đồng tiền bản tệ tại các thị trường mới nổi giảm đáng kể, tuy nhiên đồng VND vẫn tiếp tục ổn định.

Triển vọng:

Trong tuần từ 27/7 đến 1/8, VND ổn định ở mức 21.225 VND/USD trong khi các đồng tiền châu Á khác suy yếu so với đồng USD. Sự bình ổn của VND là một biểu hiện cho thấy tình hình kinh tế vĩ mô vẫn đang ổn định, nhìn chung vẫn là điều tốt đối với nhà đầu tư. Tuy nhiên, do kinh tế Mỹ dần được hồi phục cũng như môi trường tiền tệ tại Mỹ đang trở lại trạng thái bình thường, xu hướng dòng tiền vẫn chưa được xác định rõ ràng. Trước đó, Thống đốc NHNN đã phát biểu rằng tỷ giá sẽ tăng không quá 2% trong năm nay, vì vậy chúng tôi cho rằng thị trường ngoại tệ vẫn có thể tăng thêm 1% từ giờ đến cuối năm. Điều này nhất quán với quan điểm hỗ trợ xuất khẩu của Chính phủ, qua đó cải thiện cán cân thương mại. Khi VND tiếp tục giảm giá, hàng hóa nội địa sẽ trở nên rẻ hơn đối với người nước ngoài, do đó nhu cầu đối với hàng hóa trong nước tăng và thu hút thêm ngoại tệ từ xuất khẩu. Động thái này có thể sẽ tạo ra áp lực lạm phát do chi phí hàng hóa nhập khẩu tăng theo. Tuy nhiên, tính đến nay lạm phát vẫn ở mức khá thấp, do đó NHNN còn dư địa để tiếp tục giảm giá VND trong năm nay. Chúng tôi kỳ vọng tỷ giá bình quân liên ngân hàng VND/USD sẽ tăng lên mức 21.458 VND/USD trong 6 tháng tới.

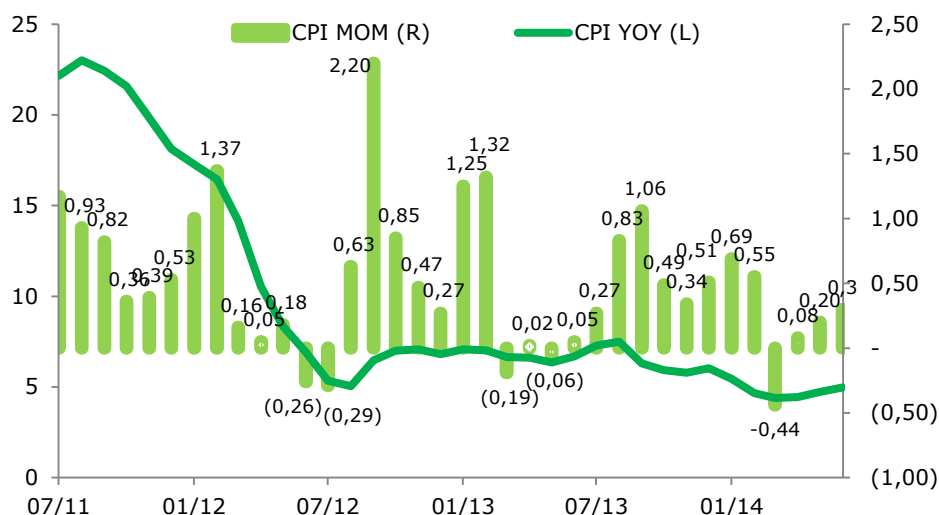
Lạm phát Q1/2014 chạm mức thấp nhất trong 13 năm qua

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) trong nửa đầu năm nay tăng 4,77% so với cùng kỳ năm ngoái và tăng 1,38% so với thời điểm cuối năm ngoái, tương đương với 20% mục tiêu lạm phát của năm nay. Tiếp tục xu hướng trong hai năm qua, Việt Nam đã thành công khi giảm lạm phát từ mức cao nhất ở ngưỡng 23,02% trong tháng 8/2011 xuống 6,9% trong tháng 6/2012 và sau đó kết thúc năm ở mức thấp nhất trong vòng 10 năm qua. CPI hàng tháng được kiểm soát tốt chỉ ở mức 5-7% kể từ tháng 6/2012.

Tương tự như các năm trước, CPI tăng lên trong 2 tháng đầu năm nay và bắt đầu chững lại vào tháng Ba. Sự suy giảm của CPI trong quý đầu tiên đến từ nhóm

hàng lương thực, thực phẩm và nhóm hàng nhà ở và vật liệu xây dựng. Trong tháng Ba, hai nhóm hàng này có mức giảm lần lượt 0,96% và 0,74% so với tháng trước, và tăng tương ứng 0,95% và 0,37% trong quý đầu.

Tăng trưởng CPI (%)



Nguồn: TCTK

Tuy nhiên, mức giá của hai nhóm hàng này đã tăng trở lại trong quý 2. Cụ thể, trong tháng 6 đã tăng tương ứng 0,28% và 0,61% so với tháng trước, và vào cuối quý 2 đã tăng tương ứng 1,56% và 0,11%.

Một trong những nguyên nhân chính dẫn đến lạm phát trong quý 2 là sự điều chỉnh giá của 1.996 dịch vụ y tế tại các trung tâm y tế công cộng ở thành phố Hồ Chí Minh kể từ đầu tháng 6. Trong tháng 6, nhóm hàng này đã ghi nhận mức tăng 0,74% so với tháng trước và 1,13% so với cuối năm ngoái, cao hơn nhiều so với mức 0,29% trong ba tháng đầu năm 2014.

Triển vọng:

Mặc dù mức lạm phát trong nửa đầu năm nay được ghi nhận ở mức thấp nhất trong vòng 13 năm, nhưng nó được kì vọng sẽ tăng trở lại một cách nhanh chóng trong sáu tháng cuối năm, do có sự điều chỉnh giá của Chính phủ cho các dịch vụ chăm sóc sức khỏe (được nâng lên kể từ 1/8), học phí và khả năng tăng giá xăng dầu. Tuy nhiên, do có sự suy giảm đáng kể trong nhu cầu tiêu dùng và sức mua, đặc biệt trong tháng 7 âm lịch (tháng Cô hồn), lạm phát trong quý tiếp theo dự kiến sẽ tăng lên không đáng kể. Chúng tôi kỳ vọng lạm phát sẽ tăng trong khoảng từ 5,5% đến 6% trong năm nay.

Lãi suất

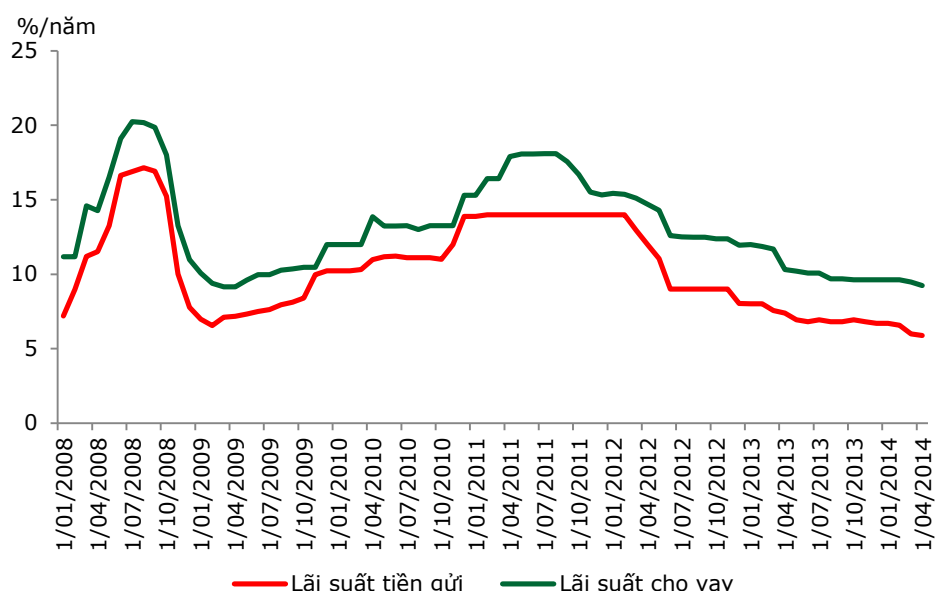
Trong sáu tháng đầu năm 2014, lãi suất ngắn hạn trên thị trường đã giảm mạnh, kiềm chế lạm phát ở mức thấp giúp các ngân hàng có mức thanh khoản dồi dào và tín dụng tăng nhẹ.

Cả lãi suất cho vay VND và lãi suất tiền gửi đều có xu hướng giảm. Theo Ủy Ban Giám Sát Tài Chính Quốc Gia, trong tháng 7/2014, lãi suất huy động trung bình ở mức 5,53%/năm, giảm 0,6 điểm phần trăm. Trong khi đó, lãi suất cho vay trung bình chỉ giảm 0,25 điểm phần trăm so với thời điểm cuối năm ngoái, đạt 10,08%/năm. Sự sụt giảm của lãi suất cho vay ít hơn mức giảm của lãi suất tiền gửi.

Đồng thời, chỉ số CPI giảm 1,12 điểm phần trăm từ mức 6,1% cuối năm 2013, còn 4,98% trong tháng sáu đã giữ lãi suất thực tế luôn dương.

Lợi suất của trái phiếu chính phủ trên thị trường sơ cấp và thứ cấp cũng giảm đáng kể trong nửa đầu năm 2014.

Lãi suất tiền gửi và cho vay VND



Nguồn: Bloomberg, VPBS

Trên thị trường sơ cấp, lợi suất trúng thầu trái phiếu có kỳ hạn 2 năm của trái phiếu chính phủ giảm 1,47 điểm phần trăm, từ 7,15% tháng 12/2013 xuống còn 5,67% trong tháng sáu, trong khi lợi suất trúng thầu của trái phiếu kỳ hạn 10 năm giảm nhẹ từ 8,9% còn 8,7%/năm.

Trên thị trường thứ cấp, theo dữ liệu của Bloomberg, từ đầu năm đến nay lãi suất trái phiếu giảm liên tục, đặc biệt trái phiếu ngắn hạn giảm mạnh hơn trái phiếu dài hạn. Đến cuối tháng sáu 2014, lãi suất trái phiếu có kỳ hạn một năm, hai năm, ba năm đều lần lượt giảm còn 5% (giảm 165 điểm cơ bản), 5,7% (giảm 136 điểm cơ bản) và 6,15% (giảm 136 điểm cơ bản). Lãi suất trái phiếu dài hạn bảy năm, mười năm và mười lăm năm giảm ít hơn, lần lượt ở mức 8,01% (giảm 86 điểm cơ bản), 8,75% (giảm 25 điểm cơ bản), và 9,03% (giảm 3 điểm cơ bản). Do đó, chênh lệch lãi suất giữa trái phiếu hai năm và mười năm dần bị nới rộng và đang ở mức cao nhất trong vòng bốn năm qua, tạo nên đường cong lãi suất trái phiếu có độ dốc lớn nhất trong thời gian qua.

Tuy nhiên, lợi suất trái phiếu dài hạn giảm ít hơn do các nhà đầu tư vẫn giữ mức kỳ vọng cao về rủi ro dài hạn, và do đó yêu cầu mức lợi suất cao.

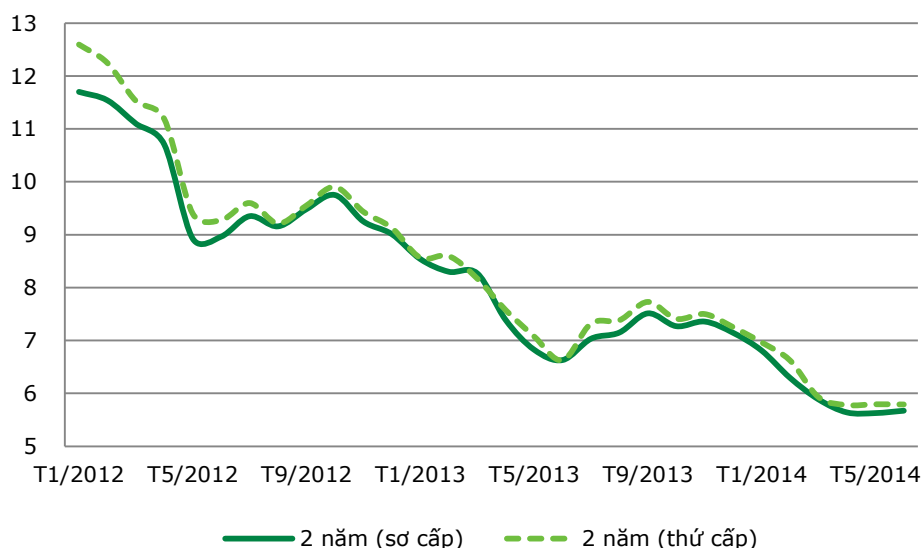
Đối với trái phiếu doanh nghiệp, khoảng 15 nghìn tỷ đồng trái phiếu từ sáu tổ chức lớn và một tập đoàn nhỏ được phát hành trong sáu tháng đầu năm, tăng 10% so với năm trước, cùng với biên độ lợi suất thấp.

Biên độ lợi suất trái phiếu kỳ hạn năm năm của Tập đoàn Than và Khoáng sản Việt Nam phát hành ngày 27/6/2014 chỉ ở mức 2,75%, giảm 55 điểm cơ bản so với trái phiếu cùng loại của Tập đoàn này phát hành trong tháng 9 năm ngoái. Trái phiếu kỳ hạn ba năm của Ngân hàng HDBank phát hành trong tháng sáu ghi nhận mức lợi suất biên 1,5%, giảm 100 điểm cơ bản so với trái phiếu của ngân hàng này phát hành tháng 10 năm ngoái.

Triển vọng:

Đối với thời gian còn lại, chúng tôi dự báo chỉ số CPI tăng nhẹ trong khi tăng trưởng tín dụng tăng chậm sẽ tiếp tục tiếp diễn, đặt nền tảng cho mặt bằng lãi suất đi xuống hơn nữa. Lãi suất huy động sẽ giảm thêm một điểm phần trăm xuống còn 6,5%/năm, trong khi lãi suất cho vay có thể giảm mạnh hơn, khoảng 1,3 điểm phần trăm.

Lãi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 2 năm trên thị trường sơ cấp và thứ cấp (%)



Nguồn: HNX, Bloomberg, VPBS

Thị trường Bất động sản

Thị trường bất động sản Việt Nam đã trải qua năm năm khó khăn liên tiếp nhưng bắt đầu có dấu hiệu phục hồi trong nửa đầu năm 2014.

Thị trường bất động sản (BDS) Việt Nam đã trải qua năm năm khó khăn liên tiếp ở tất cả các phân khúc chính, bao gồm căn hộ để bán, nhà phố/biệt thự, văn phòng và mặt bằng bán lẻ từ năm 2009 đến năm 2013. Trong đó, căn hộ để bán và nhà phố/ biệt thự là hai phân khúc gặp nhiều khó khăn nhất, trong khi phân khúc văn phòng và bán lẻ ít chịu tác động hơn. Các nghiên cứu được tiến hành bởi các tổ chức nghiên cứu thị trường và tư vấn chuyên nghiệp cho thấy một sự dư thừa nguồn cung trầm trọng và sụt giảm giá cả trên toàn thị trường.

Môi trường kinh doanh ảm đạm đã được phản ánh qua kết quả kinh doanh không mấy khả quan của các doanh nghiệp BĐS trong năm 2013. Theo khảo sát 18 doanh nghiệp tiêu biểu trong ngành của chúng tôi, chỉ năm trong số 18 doanh nghiệp, chiếm 28%, là hoàn thành và vượt kế hoạch lợi nhuận năm 2013. Bên cạnh đó, 10 trong số 18 doanh nghiệp này công bố mức sụt giảm lợi nhuận ròng trong năm.

Tuy nhiên, trong sáu tháng đầu năm 2014, trước bối cảnh các chỉ số kinh tế vĩ mô ngày một khả quan và nỗ lực làm "tan băng" BĐS của Chính phủ cùng với các chính sách hỗ trợ, giải quyết khó khăn cho thị trường, thị trường BĐS trong nước đã có những dấu hiệu ấm dần lên thể hiện qua việc lượng giao dịch tăng khá so với cùng kỳ năm trước và giá nhà có dấu hiệu chững lại, không giảm sâu như năm ngoái. Nhờ đó, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành đã có nhiều nét "tươi sáng" hơn. Cụ thể, trong số 18 doanh nghiệp nêu trên, có 13 doanh nghiệp ghi nhận mức lợi nhuận quý 1 năm 2014 cải thiện so với cùng kỳ năm 2013.

Kết quả kinh doanh của một số doanh nghiệp bất động sản tiêu biểu

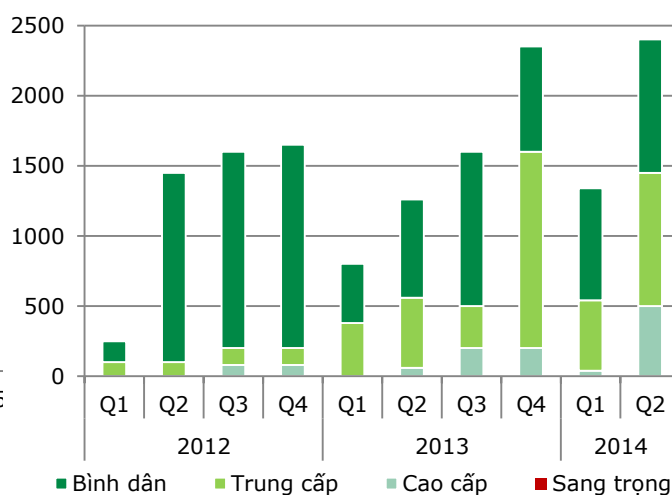
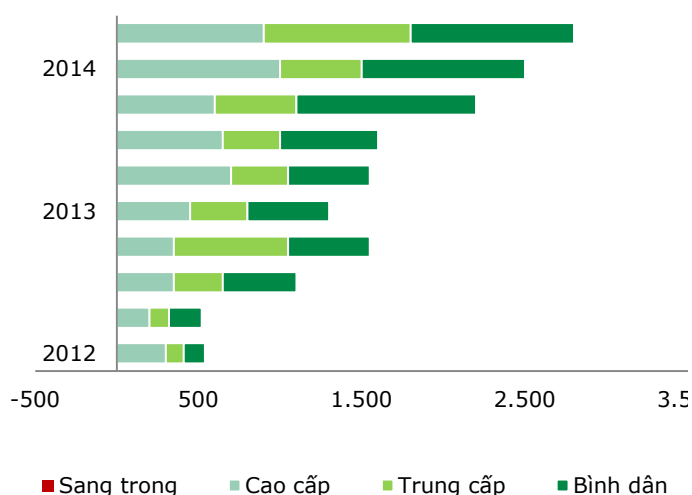
Mã cp	Vốn hóa	Vốn điều lệ	Năm 2013						Năm 2014					
			Doanh thu (tỷ đồng)			LN ròng (tỷ đồng)			Doanh thu (tỷ đồng)			LN ròng (tỷ đồng)		
			Năm 2013	Năm 2012	% thay đổi	Năm 2013	Năm 2012	% thay đổi	Quý 1/2014	Quý 1/2013	% thay đổi	Quý 1/2014	Quý 1/2013	% thay đổi
VIC	61.703	9.296	18.378	7.904	133%	6.780	1.571	332%	6.175	984	528%	1.076	287	275%
OGC	3.420	3.000	2.623	1.389	89%	55	83	-34%	642	306	110%	1	2	-50%
SCR	1.396	1.501	1.093	587	86%	8	89	-91%	332	201	65%	14	1	1300%
KBC	4.443	2.957	1.073	281	282%	72	(436)	NM	154	39	295%	13	(53)	NM
HDG	1.655	557	989	930	6%	123	23	435%	188	145	30%	12	5	140%
QCG	1.093	1.271	973	224	334%	15	8	88%	42	120	-65%	2	1	100%
DIG	2.331	1.430	753	769	-2%	54	24	125%	183	176	4%	16	8	101%
SJS	2.050	1.000	631	51	1137%	70	(303)	NM	7	47	-85%	4	16	-75%
NLG	2.275	955	602	462	30%	21	25	-16%	48	20	140%	(22)	(34)	NM
IJC	3.729	2.742	615	612	0,5%	162	185	-13%	85	83	2%	19	16	18%
NTL	970	636	454	695	-35%	92	71	30%	41	72	-43%	9	6	50%
TDH	615	382	409	200	105%	22	33	-33%	79	84	-6%	9	1	800%
BCI	1.460	723	350	199	76%	96	173	-45%	74	33	124%	21	11	91%
LHG	258	261	241	259	-7%	24	53	-55%	35	55	-36%	(32)	14	NM
ITC	570	691	218	140	56%	(297)	7	NM	22	128	-83%	(1)	7	NM
NBB	1.147	359	203	1.077	-52%	25	285	-85%	32	33	-3%	24	4	500%
KDH	1.268	481	112	4	2700%	(125)	(56)	NM	80	121	-34%	10	9	11%
ITA	5.959	7.190	11	36	-69%	87	33	164%	51	(7)	NM	20	2	900%

Nguồn: BCTC các công ty, Bloomberg. Dữ liệu tại ngày 17/7/2014

Theo nghiên cứu của CBRE, trong quý 2 năm 2014, tình hình hoạt động của phân khúc căn hộ để bán đã có nhiều cải thiện ở cả Thành phố Hồ Chí Minh (Tp.HCM) và Hà Nội. Cụ thể, tại Tp.HCM, số lượng căn hộ bán ra tiếp tục được cải thiện trong năm quý liên tiếp nhờ vào thiết kế tinh tế, mức giá phải chăng và các chương trình khuyến mãi của chủ đầu tư. Số liệu sơ bộ cho thấy số giao dịch trong quý 2 năm 2014 tăng khoảng 10,6% so với quý trước và 99,2% so với cùng kỳ năm trước. Doanh số của phân khúc trung cấp tăng ngoài dự đoán đạt 90,4% so với quý trước và 214% so với cùng kỳ năm trước vì mức giá chào bán thấp hơn ở các dự án mới chào bán và chiến lược bán hàng tích cực ở các dự án hiện hữu. Ở Hà Nội, số lượng giao dịch tăng ổn định với khoảng 2.500 căn hộ được bán trong quý này, tăng khoảng 60% so với quý trước. Mặc dù phần lớn giao dịch diễn ra tại phân khúc trung cấp và bình dân, số căn hộ bán tại phân khúc cao cấp cũng tăng đáng kể so với quý trước do chủ đầu tư tung ra các chương trình khuyến mãi hấp dẫn và người mua nhà cũng lạc quan hơn về tình hình thị trường.

Số lượng căn hộ bán theo phân khúc ở TPHCM

Số lượng căn hộ bán theo phân khúc ở Hà Nội



Nguồn: CBRE Research 2Q2014

Tốc độ phục hồi của thị trường BĐS phụ thuộc nhiều vào sự cải thiện của tình hình kinh tế vĩ mô. Các số liệu gần đây cho thấy kinh tế vĩ mô đang có nhiều diễn biến khả quan trong thời gian gần đây. Ngoài ra, lượng vốn FDI giải ngân trong nửa đầu năm đang tăng cho dù có sự kiện căng thẳng trên Biển Đông. Theo Cục Đầu tư nước ngoài, tính đến 20/6, cả nước có tổng cộng 16.589 dự án FDI với tổng số vốn đăng ký lên đến gần 240 tỷ USD. Vốn FDI giải ngân đạt 5,75 tỷ USD, tăng nhẹ 0,9% so với cùng kỳ năm ngoái. Vốn FDI vào ngành BĐS đứng thứ hai theo ngành trong nửa đầu năm 2014 với 16 dự án FDI được chấp thuận và tổng giá trị là 692 triệu USD, tăng 65% so với cùng kỳ năm ngoái.

Triển vọng:

Nhờ vào sự cải thiện của tình hình kinh tế vĩ mô và các biện pháp hỗ trợ khó khăn của Chính phủ đối với thị trường BĐS, chúng tôi cho rằng triển vọng của thị trường BĐS sẽ trở nên tích cực hơn trong nửa cuối năm nay. Các tổ chức nghiên cứu và tư vấn thị trường chuyên nghiệp cũng có cùng quan điểm về nhận định này. Theo Jones Lang LaSalle, nhu cầu nhà ở tại Tp.HCM và Hà Nội được dự báo sẽ cải thiện do các chủ đầu tư đang không ngừng cung cấp các sản phẩm phù hợp hơn.

Giá cả có thể tiếp tục tăng nhẹ trong các quý tới. Các dự án trung cấp với giá cả hợp lý vẫn sẽ chiếm ưu thế trong nửa cuối năm 2014. Thị trường sẽ chào đón thêm một số lượng dự án vừa phải trong hai quý tiếp theo, trong đó bao gồm dự án được chào bán lại và dự án mới. Bên cạnh đó, CBRE cho rằng thị trường căn hộ sẽ duy trì triển vọng tích cực trong những quý cuối của năm nay. Cụ thể, tại Tp.HCM, mặt bằng giá dự kiến sẽ ổn định, tuy nhiên, giá của một số dự án có tỷ lệ bán cao nằm tại vị trí đặc địa và được phát triển bởi chủ đầu tư uy tín sẽ tăng nhẹ. Quận 2 sẽ tiếp tục là khu dân cư hấp dẫn nhất đối với các nhà đầu tư và tầng lớp khá giả. Tuy nhiên, tốc độ cải thiện của thị trường BĐS còn phụ thuộc nhiều vào điều kiện kinh tế vĩ mô, cụ thể là chính sách tiền tệ của Chính phủ, tốc độ tăng trưởng GDP, và sự ổn định công ăn việc làm.

Vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài

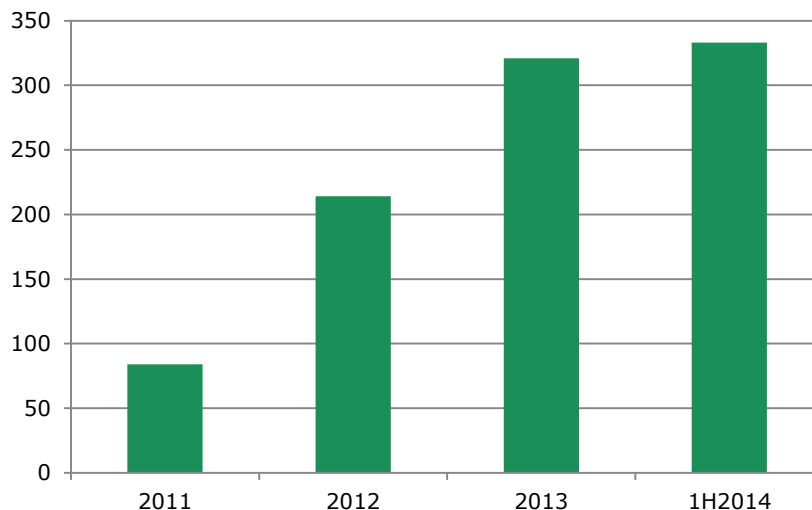
Tính đến cuối tháng 6, đầu tư nước ngoài đã đóng góp 0.62% tổng vốn hóa thị trường của cả hai sàn HSX và HNX. Gần đây, Việt Nam đã thu hút rất nhiều các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài (Đầu tư gián tiếp nước ngoài - FII). Trong năm 2013, các nhà đầu tư gián tiếp nước ngoài này đã rót 321 triệu đô la Mỹ vào thị trường chứng khoán Việt Nam, tăng 50% so với năm trước.

Tuy nhiên, một số vấn đề toàn cầu và khu vực đã làm dấy lên những lo ngại về luồng vốn chảy ra khỏi Việt Nam. Cục dự trữ liên bang Mỹ Fed đã liên tục cắt giảm quy mô gói nới lỏng định lượng từ mức 85 tỷ đô trong tháng 12 năm ngoái, về mức 35 tỷ đô vào cuối tháng 6 năm nay. Các chính sách được hoạch định nhằm tiến tới kết thúc gói nới lỏng định lượng QE3 vào tháng 10 năm nay. Ban đầu có những quan ngại cho rằng sự giảm dần gói QE của Fed có thể dẫn tới sự rút vốn của các nhà đầu tư nước ngoài ra khỏi những thị trường mới nổi như Việt Nam. Tuy nhiên, các báo cáo sau đó cho rằng sự tác động này là không đáng kể nếu mức lãi suất vẫn ở mức thấp. Chúng tôi tin rằng Fed có thể sẽ không tăng lãi suất cho đến giữa năm tới. Vì vậy, nhiều tổ chức quốc tế như Fitch, HSBC, OECD và Ngân hàng thế giới đã đưa ra dự báo về mức tăng trưởng thấp hơn đối với các nước đang phát triển. Sự gia tăng căng thẳng trên Biển Đông và các cuộc biểu tình chống Trung Quốc đã gây ra những thiệt hại nặng nề cho các doanh nghiệp FDI, khiến cho một số tổ chức trong khu vực đã hạ dự báo của họ về tăng trưởng kinh tế và đầu tư gián tiếp nước ngoài của Việt Nam, nhưng chúng tôi không nhận thấy bất kỳ tác động dài hạn nào từ những sự kiện này.

Việt Nam vẫn được cho là ổn định so với các thị trường mới nổi khác. Các tổ chức quốc tế vẫn giữ nguyên quan điểm của họ về triển vọng kinh tế Việt Nam. Trong

nửa đầu năm 2014, lượng vốn đầu tư chảy vào đã đạt con số ấn tượng với 333 triệu đô la Mỹ, cao hơn so với 2013. Đầu tư gián tiếp nước ngoài dự kiến sẽ tiến xa hơn trong nửa cuối 2014, do thị trường sẽ diễn ra những lần phát hành lần đầu (IPO) lớn, như MobiFone và Vietnam Airlines.

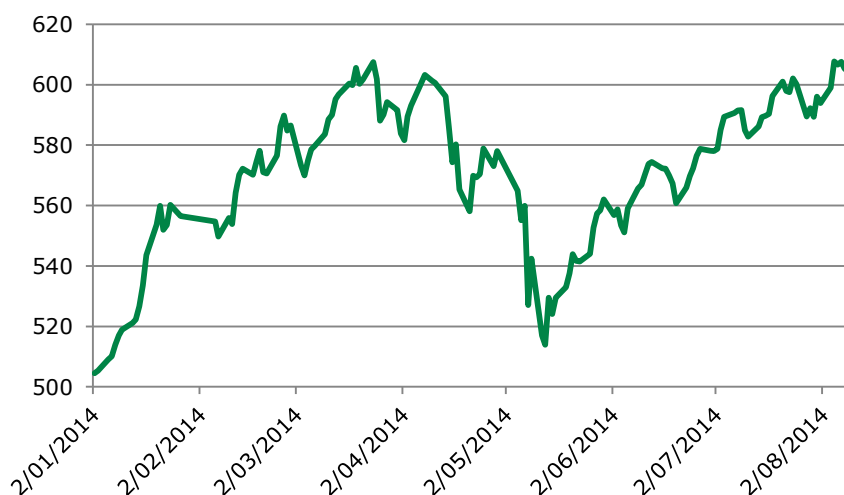
Vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (triệu USD)



Nguồn: HSX, HNX, VPBS

Thị trường chứng khoán Việt Nam

Chỉ số VN-Index từ đầu năm đến nay



Nguồn: Bloomberg

Chỉ số chứng khoán thông dụng nhất tại Việt Nam, chỉ số VN-Index đã có một năm tăng trưởng khá tốt cho tới thời điểm hiện tại. Từ mức 504 điểm đầu năm, chỉ số này đã nhanh chóng đạt đỉnh tại 609 điểm vào ngày 24/3. Những yếu tố tác động hỗ trợ cho sự tăng trưởng này sẽ được đề cập bao gồm:

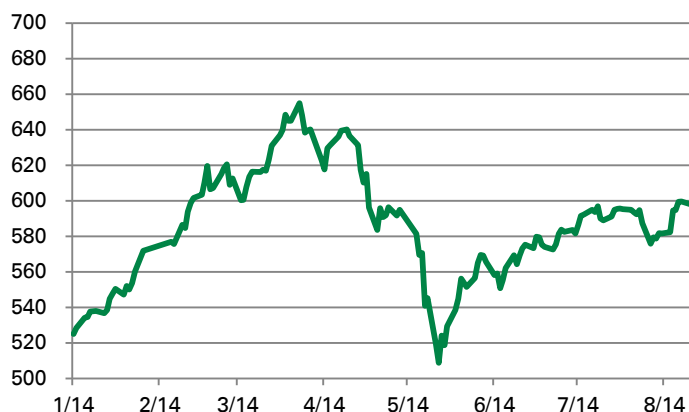
- Cán cân thương mại lành mạnh
- Tỷ lệ lạm phát thấp
- Tỷ giá ổn định

Đã có những thông tin chưa chính thức ngay từ đầu năm rằng chính phủ có thể tăng giới hạn sở hữu nước ngoài, điều này đã tạo ra những tín hiệu lạc quan cho nhà đầu tư nước ngoài. Đồng thời, Việt Nam đã hưởng lợi từ căng thẳng chính trị

tại Thái Lan, khi dòng tiền chuyển hướng chảy vào Việt Nam thay vì Thái Lan.. Sau đó, đã có đợt điều chỉnh khá sâu vào tháng 5 do những căng thẳng tại biển Đông và những cuộc bạo loạn tại Việt Nam do tình hình căng thẳng này gây ra. Tuy nhiên sự giảm điểm này chỉ trong ngắn hạn và chỉ số chứng khoán nhanh chóng hồi phục trở lại ngưỡng 600 điểm, tăng gần 20% so với thời điểm đầu năm. Đó là sự tăng điểm đáng chú ý, đặc biệt khi so với mức tăng trưởng 20,6% của năm trước.

Chỉ số VNMidcap

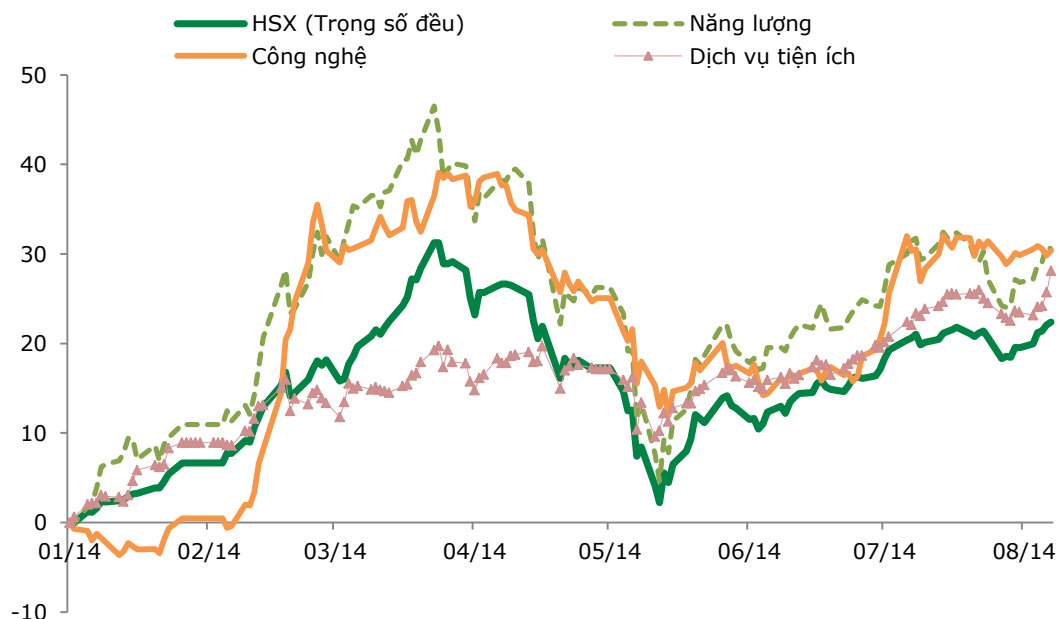
Chỉ số VNSmallcap



Nguồn: Bloomberg, HSX

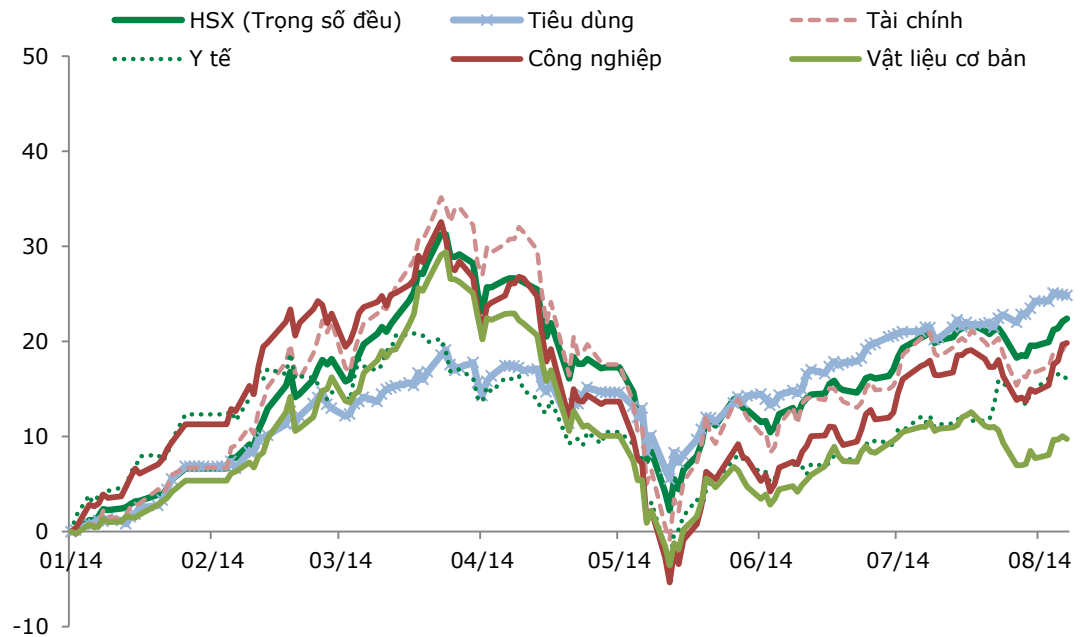
Sự tăng giá cổ phiếu diễn ra trên diện rộng, được dẫn dắt bởi các cổ phiếu blue-chip như Dầu khí Việt Nam (GAS). Cổ phiếu này tăng 80% so với đầu năm. Sự tăng trưởng của các chỉ số vừa và nhỏ (VNMidcap và VNSmall) cũng rất ấn tượng khi tăng lần lượt 14% và 16%.

Các ngành tăng giá vượt trội hơn so với thị trường



Nguồn: Bloomberg, HSX, VPBS

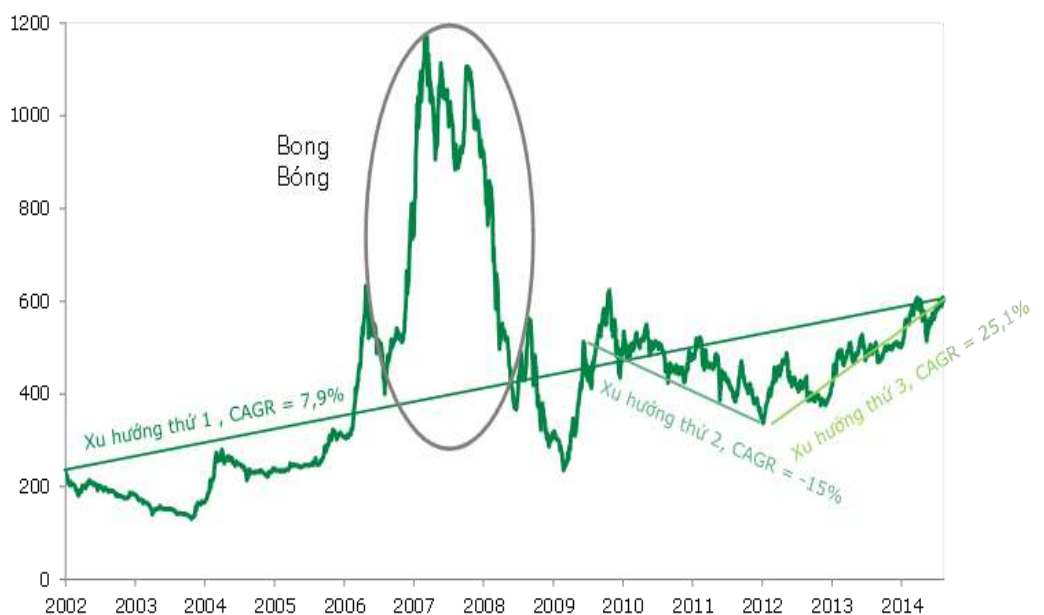
Các ngành tăng giá thấp hơn so với thị trường



Nguồn: Bloomberg, HSX, VPBS

Sự tăng trưởng cũng diễn ra hầu hết trên các ngành nghề. Trên sàn HSX, ngành năng lượng (do GAS dẫn dắt) và ngành công nghệ tăng gần 30% so với đầu năm. Nhưng ngay cả những ngành kém nhất như nguyên vật liệu cũng tăng lên 10%.

Xu hướng chỉ số VN-Index trong dài hạn



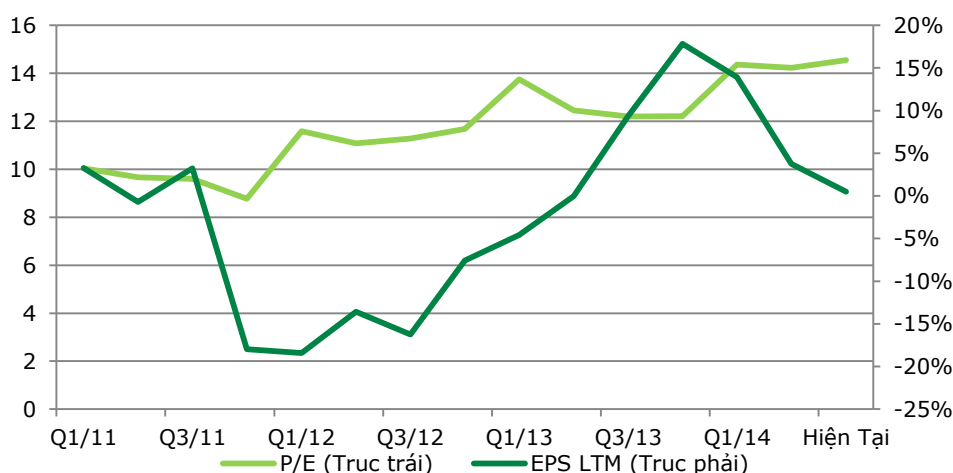
Nguồn: Bloomberg, HSX, VPBS

Sau sự tăng trưởng đáng kinh ngạc từ đầu năm, một câu hỏi nên được đặt ra là liệu mức tăng trưởng trên thị trường có đang ở mức quá mua, và liệu có động lực nào

để thị trường tiếp tục tăng giá. Trong một thời kỳ dài, kể từ năm 2002, chỉ số VN-Index ghi nhận mức tăng trưởng gộp hàng năm gần 8%. Mức tăng cao đột biến trong giai đoạn “bong bóng” vào năm 2006 và 2007, và sau đó sụt giảm mạnh trong năm 2008 và 2009. Điều đáng lưu ý là theo sau sự đổ vỡ bong bóng chứng khoán, thị trường quay lại con đường tăng trưởng dài hạn giống như từ trước năm 2006. Kể năm 2010 đến 2012, chúng ta đã chứng kiến thị trường sụt giảm đáng kể và sự suy yếu thương mại dẫn đến giá trị đồng tiền giảm dần và lạm phát cao. Cuối cùng, chính phủ buộc phải phản ứng lại bằng cách thắt chặt tăng trưởng tín dụng và tăng mặt bằng lãi suất. Sự ổn định kinh tế vĩ mô đã tạo đà cho mức tăng trưởng gộp hàng năm đáng kinh ngạc ở mức 25,1% trong ba năm vừa qua. Điều đó giúp các nhà đầu tư tin tưởng rằng Chính phủ Việt Nam đã tìm ra công thức hữu hiệu để duy trì sự phát triển, đồng thời họ cũng tin rằng có sự chuyển dịch về cơ cấu trong nền kinh tế có thể dẫn đến những sự tăng trưởng mạnh mẽ nhìn thấy được trong tương lai. Tuy nhiên, điều này giống cách các nhà đầu tư Mỹ suy nghĩ về sự quản lý của Ông Greenspan khi chu kỳ kinh tế Mỹ bắt đầu năm 2007. Vì vậy, sự kiện trong lịch sử đã dạy chúng ta nhìn nhận quan điểm với thái độ nghi ngờ (và tránh sự thái quá). Trừ khi chúng ta có thể xác định rõ những nguyên nhân cho sự chuyển dịch cơ cấu nói trên (vấn đề sẽ được thảo luận sau đây), dường như thị trường đang được kỳ vọng hơi cao quá và chúng ta sẽ trở về đà tăng trưởng trong dài hạn ở mức 8%.

Theo định nghĩa, giá cổ phiếu tăng, hoặc là do thu nhập công ty phải tăng hoặc do chỉ số giá so với thu nhập phải tăng. Do vậy, để có thể dự báo cho hiệu suất tăng trưởng trung hạn từ sáu đến 12 tháng, chúng tôi chia các yếu tố liên quan đến hoạt động của thị trường thành hai thành phần: tăng trưởng lợi nhuận và chỉ số giá so với lợi nhuận mỗi cổ phiếu (P/E).

Diễn biến chỉ số giao dịch VN-Index



Nguồn: Bloomberg

Kể từ giữa năm 2011 đến giữa năm 2013, các công ty niêm yết đều ghi nhận lợi nhuận giảm. Diễn biến ấy tương đồng với sự suy giảm của tăng trưởng GDP, đặc biệt từ khu vực nội địa, tương đồng với lạm phát cao và mặt bằng lãi suất cao. Trong năm 2013, tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp đã được cải thiện do tình hình kinh tế vĩ mô ổn định, tăng hơn 15% trong quý III.

Trong năm 2014, các công ty quay trở lại với mức tăng trưởng lợi nhuận rất thấp. Điều đó tương đồng với những phân tích vĩ mô trước đó. Tăng trưởng GDP đã chậm lại. Mặc dù mức tăng 5,5% đến 6% là không tồi, nhưng đóng góp cho tăng trưởng lại chủ yếu đến từ khu vực vốn đầu tư nước ngoài (FDI). Các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài có mức tăng trưởng xuất khẩu ròng lớn hơn rất nhiều so với các

công ty trong nước trong khi nhu cầu tiêu dùng trong nước lại giữ ở mức thấp. Vì vậy, xu hướng của tình hình kinh tế vĩ mô cho thấy cả nền kinh tế nói chung, và các công ty trong nước nói riêng đang không tăng trưởng. Chúng tôi chưa thấy lý do nào cho xu hướng này thay đổi trong từ ngắn hạn đến trung hạn và do đó không cho rằng tăng trưởng lợi nhuận là động lực của tăng giá cổ phiếu trong thời gian tới.

Bảng: Tăng trưởng lợi nhuận trên cổ phiếu (EPS)

	Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu 12T tại Q2/2012	Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu 12T tại Q2/2014	Tăng trưởng 12T
Tiêu dùng	7,11	7,76	-8,4%
Năng lượng	7,00	8,52	-17,9%
Tài Chính	31,12	28,82	8,0%
Y tế	0,57	0,67	-15,9%
Công nghiệp	2,54	2,79	-8,9%
Kỹ thuật	1,04	0,96	8,7%
Nguyên vật liệu	3,34	4,30	-22,2%
Dịch vụ tiện ích	1,34	1,80	-25,2%

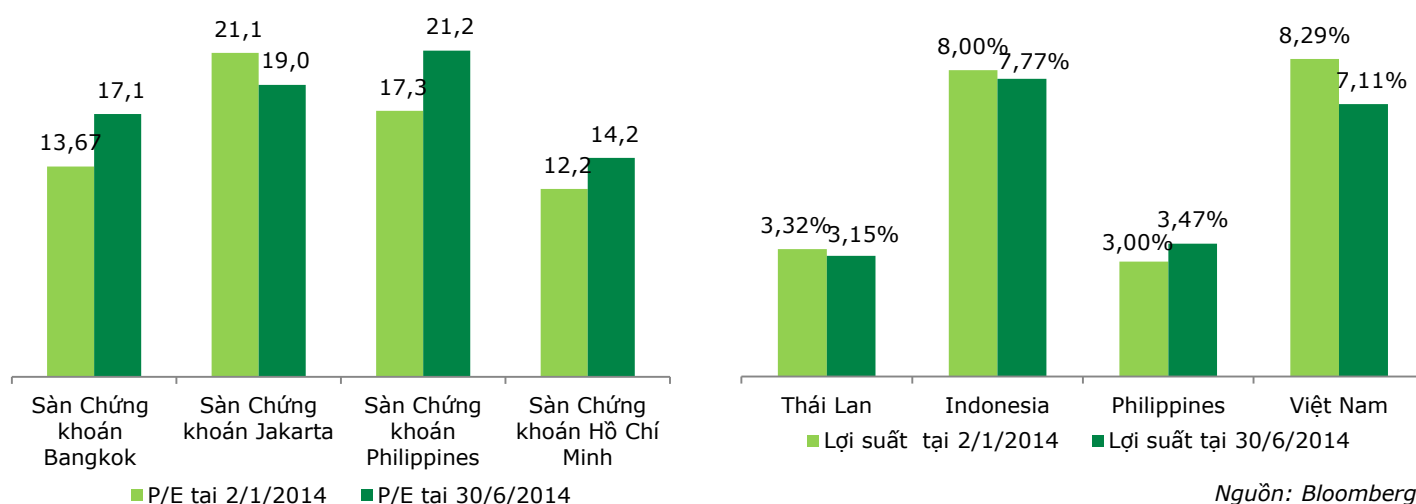
Nguồn: Bloomberg, VPBS

Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận thấp diễn ra rộng khắp ở các lĩnh vực nhưng tài chính lại là một ngoại lệ đáng chú ý. Ngân hàng được hưởng lợi từ lãi suất tiền gửi giảm trong khi các công ty chứng khoán hưởng lợi từ sự tăng giá của thị trường chứng khoán và khối lượng giao dịch tăng cao.

Chỉ số P/E đang tăng cao hơn mức tăng của thu nhập. Chỉ số P/E của sàn HSX đang tăng đều đặn từ mức gần 10 lần trong năm 2011 lên hơn 14 lần ở thời điểm hiện tại. Một lần nữa, các điều kiện kinh tế vĩ mô được đề cập bên trên là những nhân tố hỗ trợ cho xu hướng này. Lãi suất giảm cải thiện việc định giá doanh nghiệp. Lạm phát thấp và tăng dự trữ ngoại hối cải thiện hình ảnh Việt Nam trong mắt các nhà đầu tư nước ngoài (thậm trí dẫn đến tăng mức đánh giá của Moody's) và cải thiện dòng tiền đầu tư. Chúng tôi nhận thấy xu hướng đó vẫn đang tiếp tục. Như đã đề cập phía trên, chúng tôi tin rằng lãi suất có thể giảm thêm 100 điểm cơ bản nữa và hoạt động thương mại tiếp tục được tăng cường khi nền kinh tế Mỹ và các nước Châu Âu đang được phục hồi. Do đó, rất hợp lý để tin rằng tăng chỉ số P/E có thể giúp thị trường chứng khoán Việt Nam tăng trưởng hơn nữa.

Chỉ số P/E các thị trường Đông Nam Á

Lãi suất phi rủi ro tại Đông Nam Á – Lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm



Nguồn: Bloomberg

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng có khả năng chỉ số P/E có thể tăng lên kịch trần từ ngắn hạn đến trung hạn. Bắt đầu năm 2014, sàn HSX đã giao dịch tại chỉ số P/E trên 12 lần, điều đó đã giúp sàn HSX tương đối rẻ so với các chỉ số tương tự trong khu vực Đông Nam Á. Nhưng tại giá hiện tại cao hơn 14 lần, nó không còn rẻ nữa. Điều đó đặc biệt đúng khi chúng ta cân nhắc rằng mặc dù lãi suất của Việt Nam đang giảm nhưng vẫn là cao hơn nhiều so với các nước láng giềng. Do chúng ta đang tiến đến gần mức P/E 15 lần (tương đương với chỉ số VNI khoảng 620), chỉ số VN-Index có thể bắt đầu trở nên đắt và lực mua từ các nhà đầu tư nước ngoài có thể chậm lại.

Cuối cùng, chúng tôi tin rằng chỉ số VN-Index có thể tiếp tục tăng trong ngắn hạn khi chỉ số P/E tăng lên. Nhưng trong trung hạn, chúng tôi tin rằng thị trường đang quá mua một chút và sẽ điều chỉnh trở lại ở mức định giá hợp lý trong khoảng từ 560 đến 580, tương ứng mức lợi nhuận năm từ 12%-15% và chỉ số P/E 13,5-14 lần.

Như chúng tôi đã nói trước đó, điều kiện kinh tế vĩ mô của Việt Nam khá vững mạnh và thị trường đang tăng trưởng tốt, bền vững trong dài hạn, đặc biệt nếu công ty trong nước có thể tham gia vào sự gia tăng doanh thu của khối đầu tư nước ngoài. Họ có thể thực hiện bằng cách trở thành nhà cung cấp đầu vào cho các công ty FDI hoặc hưởng lợi từ việc tăng lương nhân công trong khu vực FDI.

CÁC NHÂN TỐ TRIỂN VỌNG MỚI

Những phân tích và dự báo của chúng tôi với nền kinh tế và thị trường chứng khoán được dựa trên tình hình hiện tại. Nhưng có một số yếu tố triển vọng, mà tùy diễn biến, có thể làm thay đổi đáng kể nhận định của chúng tôi sau này.

Các Hiệp định tự do thương mại quốc tế:

Việt Nam hiện nay đang trong quá trình đàm phán một số Hiệp định tự do thương mại (FTA), trong đó Hiệp định đối tác Xuyên Thái Bình Dương (TPP) là hiệp định đang được chú ý nhất. Hiệp định TPP sẽ tạo ra thêm nhiều việc làm, tăng sản lượng và xuất khẩu trong ngành dệt may tại các nước thành viên, trong đó có Việt Nam. Do đó, Việt Nam sẽ thu hút thêm nhiều vốn đầu tư nước ngoài (FDI) từ những quốc gia không phải là thành viên trong hiệp định TPP như Hàn Quốc, Hồng Kông và Đài Loan. Theo thống kê của Cục đầu tư nước ngoài, Hàn Quốc chiếm hơn 30% tổng vốn FDI đến Việt Nam từ đầu năm đến nay. Hơn nữa, kinh tế Mỹ đang dần phục hồi với tăng trưởng quý 2 đạt 4%, chủ yếu nhờ tiêu dùng tư nhân. Điều này có thể làm tăng lượng hàng hóa Mỹ nhập khẩu từ Việt Nam do Việt Nam là nhà cung cấp lớn thứ 2 của Mỹ trong ngành dệt may. Theo số liệu của Bộ Thương mại Mỹ, trong năm 2013, thương mại song phương giữa Mỹ và Việt Nam tăng khoảng 20% so với cùng kỳ năm trước, đạt 29,7 tỷ USD. Xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ đạt khoảng 24,6 tỷ USD và nhập khẩu khoảng 5 tỷ USD. Trong đó, ngành dệt may chiếm tỷ trọng lớn trong xuất khẩu, khoảng 8,8 tỷ USD trong năm 2013. Trong nửa đầu năm 2014, thương mại song phương giữa Việt Nam và Mỹ tăng 18% so với cùng kỳ năm ngoái, đạt 16,2 tỷ USD.

Tuy nhiên, nhiều người lo ngại rằng 80% nguồn hàng Việt Nam như sợi may mặc và vải đều nhập khẩu từ các công ty quốc doanh của Trung Quốc, mà nước này không phải là thành viên của hiệp định TPP. Do đó, trong thời gian tới Việt Nam cần phát triển năng lực sản xuất để tự mình có thể đứng vững và ngành dệt may sẽ được hưởng lợi từ hiệp định này.

Một hiệp định tự do thương mại quan trọng khác là hiệp định giữa Việt Nam và Liên minh Châu Âu. Từ 23 đến 27/6, vòng đàm phán thứ 8 đã được diễn ra tại Brussels, Bỉ. Theo đó, liên minh Châu Âu hi vọng sẽ đàm phán thành công hiệp định thương mại này vào cuối năm 2014, tuy nhiên hiện nay vẫn còn nhiều vấn đề về chính trị như xã hội dân sự hay quyền con người. Gần đây, trong báo cáo về Chỉ số môi trường kinh doanh của Phòng Thương mại Châu Âu (Eurocham), 50% cho rằng thương mại sẽ là ngành được hưởng lợi nhiều nhất khi hiệp định được ký kết, trong khi 33% cho rằng ngành sản xuất sẽ được lợi hơn. Chỉ có 10% nghĩ rằng ngành dịch vụ sẽ chiếm ưu thế.

Cũng trong báo cáo này, Chỉ số môi trường kinh doanh trong Q2/2014 đạt 66 điểm, cao hơn so với quý trước là 56 điểm, cho thấy niềm tin doanh nghiệp của các doanh nghiệp Châu Âu vào Việt Nam đang tiếp tục tăng. Việc ký kết thêm nhiều hiệp định thương mại sẽ giúp Việt Nam thu hút thêm nhiều nguồn vốn FDI, và cải thiện cán cân thương mại.

Ngoài những hiệp định thương mại, Việt Nam còn được hưởng lợi từ việc thành lập cộng đồng kinh tế ASEAN (AEC), nhằm tạo ra một thị trường kinh tế chung giữa các nước ASEAN sẽ được thành lập trong năm 2015. Theo đó, hàng hóa, dịch vụ và vốn đầu tư sẽ được lưu chuyển tự do hơn, các thủ tục hành chính sẽ được giảm bớt. Cộng đồng kinh tế ASEAN chắc chắn sẽ tạo ra nhiều cơ hội hơn cho Việt Nam để xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ đến các quốc gia thành viên khác trong ASEAN.

Giới hạn sở hữu nước ngoài

Hiện tại nhà đầu tư nước ngoài bị giới hạn sở hữu 49% số cổ phiếu đang lưu hành của các doanh nghiệp niêm yết và cuộc tranh luận về việc tăng giới hạn này lên 60% đã diễn ra trong thời gian dài. Hồi đầu năm vừa rồi, tin đồn rằng giới hạn sở hữu nước ngoài sắp được điều chỉnh tăng đã là một trong những nguyên nhân chủ chốt cho thị trường tăng điểm. Trong dự thảo nghị định thay thế Quyết định 55/2009/QĐ-TTg, các công ty được tự mình quyết định việc tăng giới hạn sở hữu nước ngoài lên 60%. Quá trình phê chuẩn nghị định này kéo dài quá lâu khiến thị trường mất đà tăng điểm và làm giảm kỳ vọng của thị trường. Nhưng một khi quy định mới này được thông qua, nhà đầu tư nước ngoài sẽ tăng mua thêm cổ phiếu đối với một số công ty hiện đang đầy room nước ngoài.

Tại Sở Giao dịch Chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX), giả định rằng tất cả các công ty hiện đang đầy room, đều sẽ tăng giới hạn sở hữu nước ngoài lên 60%, ước tính sẽ có chỗ cho khoảng 1 tỷ USD vốn nước ngoài tham gia vào các công ty này. Phần lớn trong số đó sẽ thuộc về VNM. Có lẽ quan trọng hơn số tiền thực tế được đầu tư, sẽ là hình ảnh về thị trường Việt Nam được cải thiện, với ít những rào cản hơn trước.

	Giá hiện tại	Khối lượng cổ phiếu đang niêm yết	Tỷ lệ nắm giữ NĐT ngoại (%)	Khối lượng cổ phiếu có thể được NĐT ngoại mua thêm	Giá trị được đầu tư thêm từ NĐT ngoại (VND)	Giá trị được đầu tư thêm từ NĐT ngoại (USD)
VNM	140.000	833.433.001	49,00%	91.426.765	12.799.747.044.000	603.761.653
FPT	50.500	343.894.224	49,00%	37.791.724	1.908.482.082.200	90.022.740
REE	27.700	265.648.792	48,36%	43.299.552	1.199.397.595.940	56.575.358
SSI	26.500	350.748.034	48,98%	37.169.057	984.980.021.100	46.461.322
DHG	96.500	87.154.200	49,00%	9.582.003	924.663.289.500	43.616.193
HCM	34.600	127.229.601	49,00%	13.981.959	483.775.767.560	22.819.612
BMP	69.000	45.478.480	49,00%	5.002.633	345.181.677.000	16.282.155
CTD	61.000	42.133.344	49,00%	4.602.012	280.722.756.400	13.241.639
NLG	18.600	121.013.523	48,33%	14.124.534	262.716.328.680	12.392.280
PNJ	30.300	75.596.326	49,00%	8.315.250	251.952.062.880	11.884.531
VSC	58.500	34.374.941	49,00%	3.699.610	216.427.161.600	10.208.828
KDH	20.100	75.000.000	49,00%	8.250.000	165.825.000.000	7.821.934
TCM	27.400	49.099.501	49,00%	5.351.734	146.637.500.640	6.916.863
JVC	14.300	62.500.383	49,00%	9.659.150	138.125.842.140	6.515.370
IMP	67.000	16.705.810	49,00%	1.838.246	123.162.482.000	5.809.551
DMC	41.200	26.713.797	49,00%	2.938.523	121.067.155.840	5.710.715
TCR	5.500	44.535.411	49,00%	21.737.993	119.558.959.300	5.639.574
BBC	54.000	15.420.782	48,56%	1.764.315	95.273.020.800	4.494.010
EVE	27.900	27.507.218	48,94%	2.806.781	78.309.184.320	3.693.829
NVT	6.300	90.500.000	48,51%	10.401.500	65.529.450.000	3.091.012
ST8	19.800	13.740.385	49,00%	1.481.552	29.334.729.600	1.383.714
SAV	14.200	9.567.680	48,94%	864.307	12.273.159.400	578.923
Total					20.753.142.270.900	978.921.805

Nguồn: HSX, VPBS

Với các tổ chức tín dụng

Nghị định số 01/2014/NĐ-CP ra ngày 3/1/2014 thay thế Nghị định 69/2007/NĐ-CP ra ngày 20/4/2007 về giới hạn sở hữu nước ngoài tại các tổ chức tín dụng của Việt Nam như sau:

Số thứ tự	Vốn sở hữu nước ngoài đối với vốn điều lệ của 1 tổ chức tín dụng	Nghị định 69/2007	Vốn sở hữu nước ngoài đối với vốn điều lệ của 1 tổ chức tín dụng	Nghị định 01/2014
1	Do cá nhân và các tổ chức nước ngoài liên quan	5%	Do cá nhân nước ngoài	5%
2	Do 1 tổ chức tín dụng nước ngoài và các bên liên quan	10%	Do 1 tổ chức nước ngoài	15%
3			Do 1 nhà đầu tư nước ngoài và các bên liên quan	20%
4	Do 1 nhà đầu tư chiến lược nước ngoài và các bên liên quan	15%	Do 1 nhà đầu tư chiến lược nước ngoài	20%
5	Tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa	30%	Tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa	30%
6	Do 1 nhà đầu tư chiến lược nước ngoài và các bên liên quan trong trường hợp đặc biệt	20%	Do 1 nhà đầu tư chiến lược nước ngoài và các bên liên quan trong trường hợp đặc biệt	Không hạn chế

Với tỷ lệ mới này, chúng tôi kỳ vọng sẽ tiếp tục có nhiều thương vụ mua bán & sáp nhập trong lĩnh vực ngân hàng được thực hiện trong thời gian tới.

Do những nhà đầu tư nước ngoài bị hạn chế 49% đối với 1 cổ phiếu niêm yết, quỹ ETF nội được thành lập để hỗ trợ chiến lược đầu tư của họ. Chi tiết quy định về việc thành lập và quản lý đối với quỹ ETF nội được ghi trong Thông tư 229/2012/TT-BTC. Loại đầu tư này không hạn chế tỷ lệ nắm giữ đối với nhà đầu tư ngoại và có tính minh bạch cao. Đối với những thị trường phát triển hơn, thị trường cho phép hoạt động bán khống (short-selling), loại hình đầu tư ETF có vai trò quan trọng hơn. Cụ thể, trong những thị trường đó, nhà đầu tư có thể mua cổ phiếu đơn lẻ của một công ty nào đó, và bán khống quỹ ETF. Điều này sẽ giúp nhà đầu tư vẫn có lợi nhuận nếu công ty đó tăng trưởng tốt hơn thị trường, kể cả khi thị trường giảm điểm. Loại hình đầu tư này sẽ làm tăng số lượng nhà đầu tư, doanh số và giá trị giao dịch. Do đó, việc thành lập quỹ ETF nội là một bước tiến quan trọng trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Tái cấu trúc ngành ngân hàng đang diễn ra chậm chạp

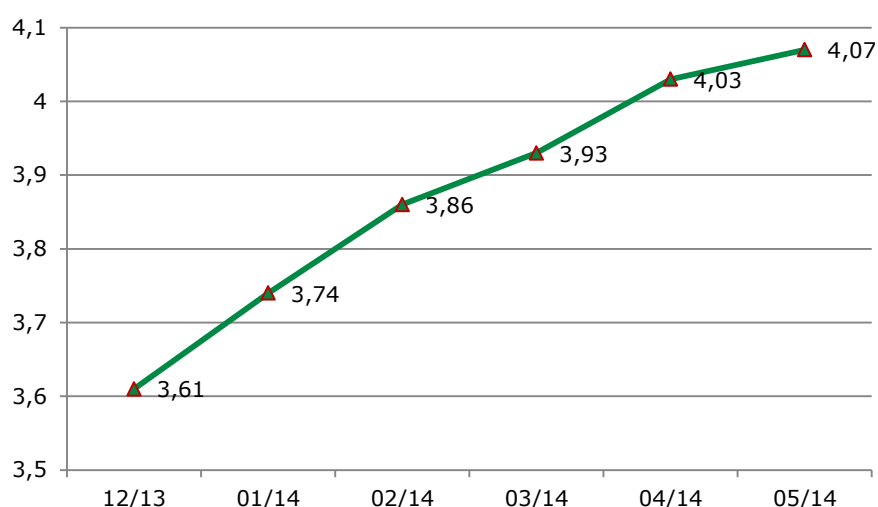
Ngành ngân hàng đã và đang phải đối mặt với những vấn đề nan giải, trong đó có tỷ lệ nợ xấu tăng cao và sở hữu chéo. Chính phủ đã đề ra một số biện pháp để giải quyết vấn đề tái cấu trúc ngành ngân hàng thông qua Thông tư 02 và Thông tư 09 và việc thành lập Công ty quản lý tài sản của các tổ chức tín dụng Việt Nam (VAMC). Tuy nhiên, quá trình tái cơ cấu đang diễn ra quá chậm.

VAMC đã mua vào 50.712 tỷ đồng nợ xấu từ các tổ chức tín dụng, tính từ tháng 10/2013 đến hết tháng 6/2014. Tính riêng trong 6 tháng đầu năm, VAMC đã mua 11.414 tỷ đồng nợ xấu, kết quả này còn khá xa so với kế hoạch mua 70.000 – 100.000 tỷ đồng nợ xấu trong năm nay. Trong khi đó, tỷ lệ nợ xấu trong hệ thống ngân hàng đã tăng từ 3,61% vào cuối tháng 12/2013 lên 4,07% vào cuối tháng 5/2014, với nợ xấu nội bảng lên đến 132.500 tỷ đồng (6 tỷ USD).

Tỷ lệ nợ xấu tăng trong 5 tháng đầu năm cho thấy các doanh nghiệp vẫn còn gặp nhiều khó khăn, do vậy nợ xấu nhóm 1 và nhóm 2 có thể bị đẩy qua nhóm 3. Thêm vào đó, tăng trưởng tín dụng thấp cũng không giúp pha loãng tỷ lệ nợ xấu. Theo chúng tôi, tỷ lệ nợ xấu trong 6 tháng đầu năm có thể sẽ cao hơn do Thông tư 09/2014/TT-NHNN đã bắt đầu có hiệu lực từ 1/6. Một số ngân hàng cố giảm tỷ lệ nợ xấu cuối năm bằng cách cơ cấu lại một số khoản nợ để có kết quả tổng kết cuối năm tốt hơn. Do vậy, tỷ lệ nợ xấu thường tăng trở lại vào quý I.

Với tình hình hiện nay, tỷ lệ nợ xấu có thể sẽ tiếp tục tăng cho đến cuối quý III. Tuy nhiên tín dụng và nợ xấu được mua bởi VAMC tăng cao vào cuối năm sẽ phần nào pha loãng và giảm bớt tỷ lệ nợ xấu.

Tỷ lệ nợ xấu trong hệ thống ngân hàng (%)



Nguồn: SBV, VPBS

Hiện nay VAMC mới bán được 996 tỷ đồng nợ xấu và đang làm việc với nhiều đối tác và tổ chức nước ngoài muốn mua những khoản nợ này và cũng khá lạc quan với kế hoạch bán và thu nợ 2.500 tỷ đồng trong năm nay. Tuy nhiên con số này còn quá nhỏ so với tổng nợ xấu hiện có trong hệ thống. Và tỷ lệ tất toán nợ xấu thấp như vậy tạo ra rủi ro lớn cho các ngân hàng do sẽ phải thực hiện trích lập dự phòng cho lượng trái phiếu mua từ VAMC.

Với nỗ lực giảm bớt tình trạng sở hữu chéo trong hệ thống, Ngân hàng Nhà nước đã chủ động hỗ trợ hình thức sát nhập và hợp nhất của các ngân hàng. Một trong các lý do thúc đẩy các ngân hàng sát nhập đó là do áp lực từ phía các Doanh nghiệp nhà nước thoái vốn từ các ngân hàng trong giai đoạn 2014-2015 (trường hợp tiêu biểu là Petrolimex thoái vốn khỏi Ngân hàng PG) và giảm tỷ lệ sở hữu chéo trong hệ thống (Ngân hàng Phương Nam tự nguyện hợp nhất với Ngân hàng Sacombank, Ngân hàng phát triển Đồng bằng Sông cửu Long hợp nhất với Ngân hàng Hàng Hải). Tuy nhiên, quá trình thực hiện còn đang rất chậm chạp.

Do đó việc tái cấu trúc ngành ngân hàng cần phải đẩy nhanh hơn nữa. Trong buổi tổng kết ngày 9/7, NHNN cho biết trong nửa cuối năm này sẽ tái cơ cấu các ngân hàng lớn đồng thời đẩy mạnh xử lý nợ xấu. Hệ thống ngân hàng vững mạnh sẽ giúp cải thiện được tín dụng, sẽ có lợi cho nền kinh tế nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng.

**Barry David Weisblatt**

Giám đốc Điều hành – Khối Phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh

Giám đốc – Vĩ mô & Tài chính
linhntt@vpbs.com.vn

Phạm Trần Hương Giang

Trợ lý phân tích – Vĩ mô & chiến lược thị trường
giangpth@vpbs.com.vn

Hoàng Thúy Lương

Trợ lý phân tích – Vĩ mô & chiến lược thị trường
luonght@vpbs.com.vn

Nguyễn Bảo Ngọc

Trợ lý phân tích – Vĩ mô & chiến lược thị trường
ngocnb@vpbs.com.vn

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai Quận 1 – TP. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh
Quận Hải Châu – Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5418
F - +84 (0) 511 356 5418

Khuyến cáo

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng ("VPBS"). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gần với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.