



CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT

BÁO CÁO NĂM 2014

TRIỂN VỌNG 2015



TỔNG QUAN

Năm 2014 tiếp tục là một năm thành công đối với Việt Nam trên phương diện cải thiện về mức tăng trưởng GDP, lạm phát xuống mức thấp, xuất khẩu tăng trưởng tốt và thị trường ngoại hối bình ổn. Tuy nhiên, tiến trình tái cơ cấu nền kinh tế diễn ra còn chậm và chưa đạt được nhiều chuyển biến đáng kể. Trong bối cảnh đó, mặc dù vẫn bộc lộ tính dễ tổn thương bởi một số yếu tố khách quan, thị trường chứng khoán Việt Nam đã duy trì xu hướng hồi phục về điểm số và đặc biệt là mức tăng trưởng vượt bậc của thanh khoản.

Kinh tế vĩ mô

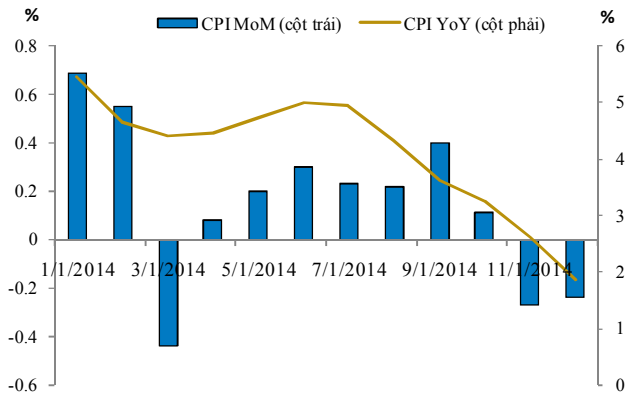
- Tăng trưởng GDP năm 2014 đạt 5,98%, mức cao nhất kể từ năm 2011 trở lại đây. Khu vực công nghiệp và xây dựng thay thế cho khu vực dịch vụ, trở thành trụ cột chính của tăng trưởng trong năm qua. Năm 2015, tăng trưởng GDP được dự báo sẽ đạt mức cao hơn với các động lực chính đến từ tiêu dùng hộ gia đình, đầu tư tư nhân và xuất khẩu. Chúng tôi dự báo tăng trưởng của Việt Nam trong năm nay có thể sẽ đạt mức 6,2-6,5%.
- Lạm phát bình quân năm 2014 có mức tăng thấp (4,09%), tỷ giá ổn định, xuất khẩu tăng trưởng khá (13,6%), giải ngân vốn FDI tăng nhẹ (7%), dự trữ ngoại hối quốc gia duy trì ở mức cao (đạt hơn 30 tỷ USD) là những điểm sáng của kinh tế vĩ mô năm 2014. Dự báo năm 2015, các yếu tố trên nhiều khả năng sẽ tiếp tục có diễn biến tích cực với lạm phát ở quanh mức 4%, tỷ giá biến động không quá 2%, xuất khẩu tăng trưởng khoảng 15% và thu hút vốn FDI tăng khoảng 5-10%.
- Thanh khoản hệ thống ngân hàng năm 2014 tiếp tục được củng cố, mặt bằng lãi suất giảm thêm từ 1-2% so với năm 2013. Tiến trình tái cơ cấu các tổ chức tín dụng dần bước vào chiều sâu với việc NHNN ban hành một loạt các quy định điều chỉnh hoạt động của hệ thống ngân hàng. Bước sang năm 2015, trọng tâm của công tác điều hành chính sách tiền tệ sẽ là tiếp tục tái cơ cấu các tổ chức tín dụng và đặc biệt là xử lý nợ xấu. Bức tranh nợ xấu sẽ trở nên rõ rệt vào thời điểm cuối quý II/2015 hơn khi một loạt các Thông tư của NHNN về phân loại, hạch toán nợ xấu chính thức có hiệu lực trong 6 tháng đầu năm. Xử lý sở hữu chéo cũng sẽ là một trong những mục tiêu mà NHNN hướng đến trong năm 2015 sau khi Thông tư 36 được ban hành.

Thị trường chứng khoán

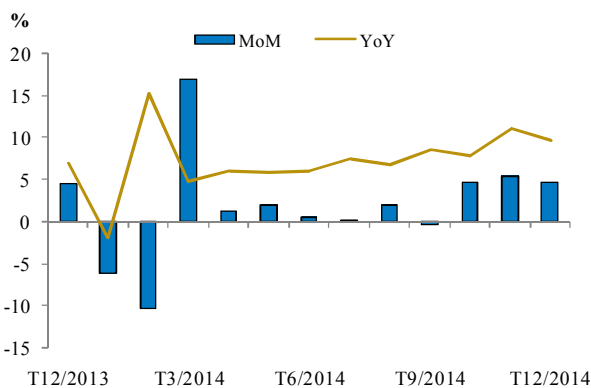
- Năm 2014, hưởng lợi từ những tín hiệu bình ổn và hồi phục của nền kinh tế vĩ mô, đặc biệt là xu hướng giảm của lãi suất, TTCK Việt Nam đã đạt mức tăng trưởng tốt cả về điểm số và thanh khoản. Đây cũng là năm chứng kiến sự biến động mạnh trên TTCK do chịu ảnh hưởng từ cả những yếu tố nội tại trong nước và các yếu tố khách quan trên thế giới như sự kiện biến Đông, diễn biến giá dầu...
- Năm 2015, nền kinh tế được dự báo tiếp tục xu hướng phục hồi ổn định nhờ lộ trình tham gia vào các hiệp định thương mại tự do, hưởng lợi từ giá dầu và nguyên vật liệu đầu vào ở mức thấp, lãi suất nhiều khả năng tiếp tục có diễn biến thuận lợi. Trong bối cảnh đó, TTCK được dự đoán duy trì xu hướng tăng điểm tích cực, cụ thể, **VNINDEX được kỳ vọng đạt mức 660 điểm giai đoạn cuối năm**, với mức độ giao động từ 610 đến 712 phụ thuộc vào các yếu tố như tăng trưởng GDP, biến động lãi suất...
- BVSC cho rằng các nhóm ngành như bất động sản, cảng biển, thủy sản, công nghệ thông tin, thiết bị chiếu sáng, sắt thép, nhựa, dược... sẽ có diễn biến thuận lợi do hưởng lợi từ chính sách và định hướng hỗ trợ của chính phủ, các hiệp định thương mại tự do được ký kết và có hiệu lực, diễn biến hồi phục của nền kinh tế vĩ mô hay diễn biến giảm của giá nguyên vật liệu đầu vào.

PHẦN I: KINH TẾ VĨ MÔ

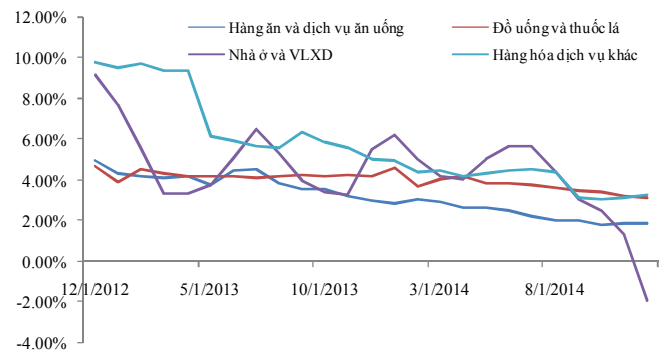
Lạm phát so với tháng trước và cùng kỳ năm trước



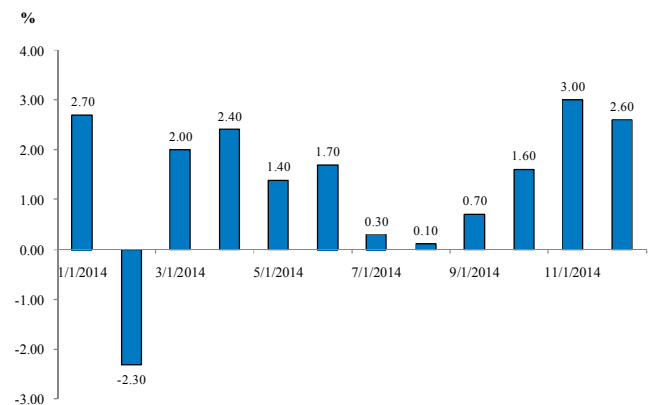
Chỉ số sản xuất công nghiệp



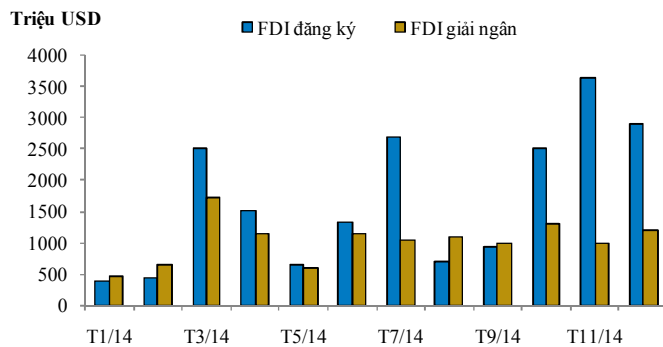
Diễn biến giá một số nhóm hàng



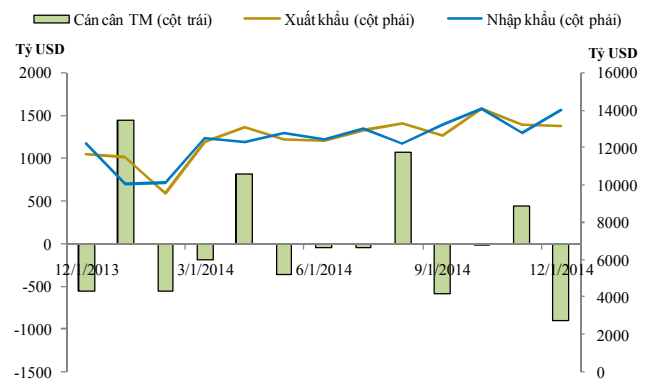
Tổng mức HH bán lẻ và doanh thu DV tiêu dùng (MoM)



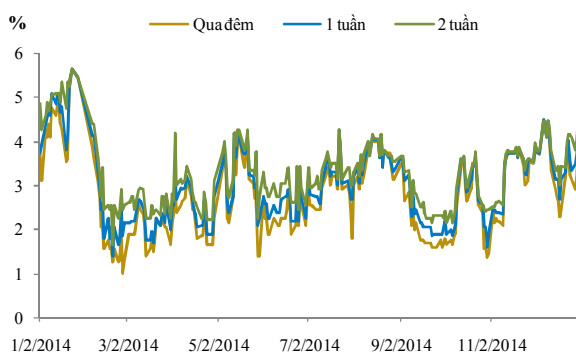
FDI



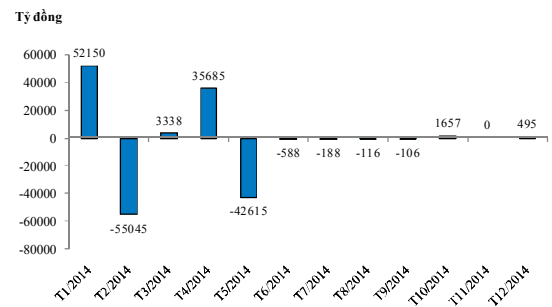
Cán cân thương mại



Lãi suất liên ngân hàng



Thị trường OMO

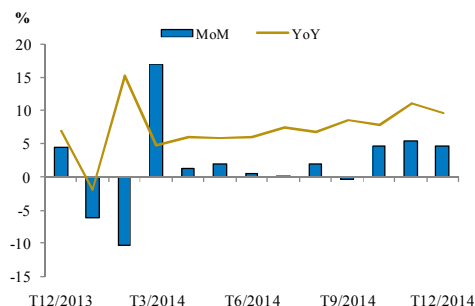


Nguồn: Bloomberg, GSO, BVSC

2014 - KINH TẾ KHỞI SẮC, LẠM PHÁT XUỐNG THẤP, TIẾP TỤC TIẾN TRÌNH TÁI CƠ CẤU NỀN KINH TẾ

Tổng cung năm 2014: xu hướng hồi phục khá rõ nét

Chỉ số sản xuất công nghiệp



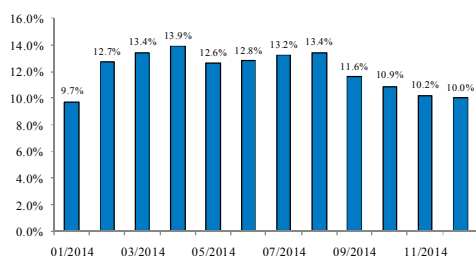
Nguồn: Bloomberg, GSO, BVSC

Chỉ số sản xuất công nghiệp

Sản xuất công nghiệp trong năm 2014 cho dấu hiệu phục hồi rõ nét so với năm 2013. Tính chung cả năm 2014, chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) ước tính tăng **7,6%** so với năm trước (cao hơn mức tăng 5,9% trong năm 2013), trong đó tốc độ tăng có sự cải thiện mạnh qua từng quý (quý I tăng 5,3%; quý II tăng 6,9%; quý III tăng 7,7% và đặc biệt quý IV ước tính tăng tới 10,1%). Nếu loại trừ tháng Một (IIP giảm 1,9%) và tháng Hai (IIP tăng 15,2%) do ảnh hưởng của yếu tố thời vụ là Tết Nguyên Đán thì từ tháng Ba trở đi, chỉ số IIP duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định trên 6% mỗi tháng so với cùng kỳ.

Đáng chú ý, trong các ngành công nghiệp cấp I, ngành công nghiệp chế biến chế tạo với tỷ trọng lớn nhất (chiếm 70% trong cơ cấu) có mức tăng khá cao, đạt **8,7%** (cao hơn mức 7,3% của năm 2013). Ngoài ra, ngành khai khoáng sau quãng nửa đầu năm khá trầm lắng thì trong ba tháng cuối năm cũng bắt đầu tăng trưởng trở lại nhờ sự gia tăng trong hoạt động khai thác dầu thô và khí tự nhiên (mảng khai thác này đặc biệt tăng mạnh trong tháng 11, đạt tốc độ tăng hơn 18% MoM). Chính sự chắc chắn trong tăng trưởng của ngành công nghiệp chế biến chế tạo và sự bật tăng của nhóm ngành khai khoáng đã giúp chỉ số sản xuất công nghiệp có sự hồi phục khá tốt trong năm vừa qua.

Chỉ số tồn kho ngành CN chế biến- chế tạo

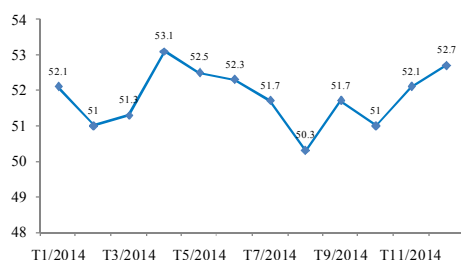


Nguồn: Bloomberg, GSO, BVSC

Chỉ số nhà quản trị mua hàng (PMI)

Hoạt động sản xuất của Việt Nam (thể hiện qua chỉ số PMI) có sự dao động khá lớn giữa các tháng trong năm 2014 (tăng nhẹ trong quý I, đạt đỉnh vào tháng 4 sau đó liên tục giảm đến hết tháng 8 và bắt đầu hồi phục trở lại kể từ tháng 9 đến hết năm). Tuy vậy, đặc điểm nổi bật là PMI trong cả 12 tháng trong năm qua luôn duy trì trên ngưỡng 50 điểm, cho thấy xu hướng mở rộng rõ nét của khu vực sản xuất cho dù mức độ cải thiện trong từng tháng là khác nhau.

Chỉ số PMI do HSBC công bố



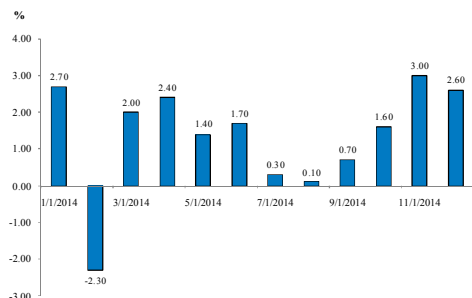
Nguồn: Bloomberg, BVSC

Ba chỉ số phụ quan trọng của PMI là số đơn đặt hàng mới, sản lượng và việc làm đều có sự khởi sắc trong thời điểm cuối năm. Nhu cầu từ thị trường nước ngoài đối với hàng hóa của Việt Nam nhìn chung vẫn ổn định và có mức tăng nhẹ, gắn liền với sự phục hồi kinh tế của các đối tác thương mại lớn, đặc biệt là thị trường Mỹ (xuất khẩu sang thị trường này tăng 20% so với cùng kỳ). Ngoài ra, sự phục hồi của kinh tế trong nước cũng giúp các đơn đặt hàng từ thị trường nội địa gia tăng, kéo theo sự mở rộng về sản lượng và việc làm.

Như vậy về tổng thể, tổng cung trong năm 2014 đã cho thấy sự hồi phục rõ nét so với năm 2013. Ngành công nghiệp chế biến chế tạo vẫn giữ vai trò đầu tàu, đóng góp quan trọng vào tốc độ tăng trưởng chung. Niềm tin vào triển vọng phục hồi kinh tế dần quay trở lại cộng thêm xu hướng giảm liên tục của mặt bằng lãi suất cho vay cũng giúp kích thích các doanh nghiệp mạnh dạn mở rộng sản xuất, tích trữ hàng tồn kho, tuyển dụng nhân công mới. Chúng tôi kỳ vọng tổng cung năm 2015 sẽ tiếp tục khởi sắc, tăng trưởng sản xuất công nghiệp ở mức 7-9%.

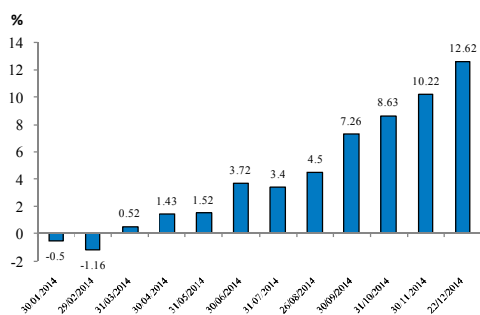
Tổng cầu năm 2014: xuất khẩu vẫn là điểm sáng

Doanh số bán lẻ HH và DV tiêu dùng



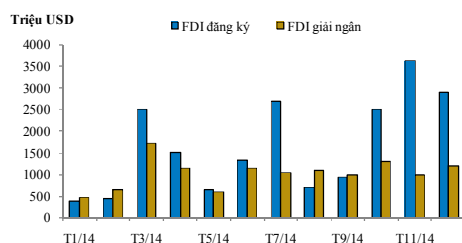
Nguồn: GSO, BVSC

Tăng trưởng tín dụng 2014



Nguồn: BVSC tổng hợp

Vốn FDI



Nguồn: GSO, BVSC

Tiêu dùng trong nước

Tổng mức hàng hóa bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng năm 2014 tăng **10,6%** so với năm 2013, nếu loại trừ yếu tố giá thì tăng **6,3%**, cao hơn so với mức tăng 5,5% của năm 2013 so với năm 2012. Về xu hướng, doanh số bán lẻ có xu hướng tăng tốt trong quý II và quý IV (tốc độ tăng trưởng trên 2% mỗi tháng) nhưng nhìn chung, người tiêu dùng vẫn chưa thay đổi thói quen tiết kiệm sau giai đoạn kinh tế suy giảm, khiến sức mua nội địa hồi phục chậm.

Bước sang năm 2015, chúng tôi kỳ vọng tiêu dùng hộ gia đình sẽ có mức tăng trưởng cao hơn nhờ mặt bằng giá cả ổn định và thu nhập của người lao động ngày càng có sự cải thiện. Chúng tôi dự báo tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ năm 2015 có thể tăng 13-14%, loại trừ yếu tố giá thì tăng 7-8%.

Đầu tư tư nhân

Tính đến ngày 22/12/2014, tăng trưởng tín dụng ước tính đạt mức **12,62%** (cùng kỳ năm 2013 tăng 12,51%). Như vậy là mục tiêu tăng trưởng tín dụng từ 12-14% mà NHNN đặt ra kể từ đầu năm đã hoàn thành.

Về cơ cấu, đa phần tín dụng đã được rót vào các lĩnh vực mang tính sản xuất trực tiếp thay vì chảy vào các lĩnh vực mang tính đầu cơ dễ tạo ra bong bóng như các năm trước đây. Cụ thể, tín dụng cho doanh nghiệp vừa và nhỏ tính đến cuối tháng 11/2014 đã tăng 13,8% so với cuối năm 2013; tín dụng cho lĩnh vực công nghệ cao tăng 14,8%; tín dụng cho lĩnh vực nông nghiệp và phát triển nông thôn tăng 12,8%. Đây đều là những lĩnh vực ưu tiên, được các NHTM áp dụng mức lãi suất rất ưu đãi (hiện trần cho vay ngắn hạn các lĩnh vực này chỉ còn 7%).

Theo dự báo của chúng tôi, trong năm 2015, tín dụng có thể sẽ tiếp tục khởi sắc hơn do niềm tin của các doanh nghiệp đang dần quay trở lại trước đà hồi phục kinh tế hai năm gần đây. Do vậy, mục tiêu tăng trưởng tín dụng 13-15% trong năm nay của NHNN có khả năng cao sẽ đạt được. Về cơ cấu, tín dụng được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh ở các lĩnh vực xuất khẩu, bất động sản, nông nghiệp-nông thôn, doanh nghiệp vừa và nhỏ.

Đầu tư trực tiếp FDI

Thu hút đầu tư trực tiếp nước ngoài trong năm 2014 ước đạt **20,2 tỷ USD**, giảm nhẹ 6,5% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, vốn đăng ký mới đạt 15,6 tỷ USD; vốn đăng ký bổ sung đạt 4,6 tỷ USD. Về cơ cấu, vốn FDI đăng ký tiếp tục cho thấy xu hướng tích cực khi tập trung chủ yếu vào ngành công nghiệp chế biến, chế tạo với 14,5 tỷ USD, chiếm 72% tổng vốn đăng ký; ngành kinh doanh bất động sản đứng vị trí thứ hai với 2,5 tỷ USD, chiếm 12,6% tổng vốn đăng ký; các ngành còn lại đạt 3,2 tỷ USD, chiếm 15,4%. Các tỷ lệ này không có sự thay đổi nhiều so với năm 2013. Về giải ngân, vốn FDI thực hiện trong năm 2013 ước đạt **12,4 tỷ USD**, tăng 7,4% so với cùng kỳ năm trước.

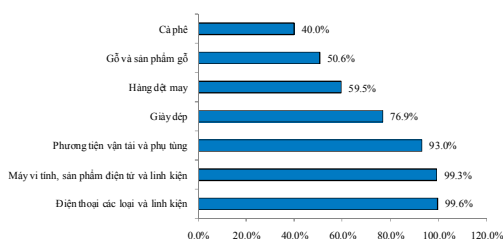
Về triển vọng thu hút FDI, BVSC cho rằng dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài sẽ tiếp tục chảy mạnh vào kinh tế Việt Nam trong năm 2015 dựa trên một số cơ sở sau:

- Thứ nhất, Việt Nam ngày càng hội nhập sâu rộng vào kinh tế quốc tế. Ngoài hiệp định TPP thì Cộng đồng kinh tế ASEAN (AEC) chính thức

được thành lập vào đầu năm 2015 và các bản hiệp định FTA mà Việt Nam đã và sắp ký kết với Hàn Quốc, EU, liên minh thuế quan Nga-Belarus-Kazakhstan được dự báo sẽ giúp Việt Nam mở rộng thị trường và đón nhận thêm nhiều nguồn vốn FDI hơn nữa.

- *Thứ hai*, chính sách tiền tệ nới lỏng tại Nhật Bản và châu Âu dự kiến sẽ tiếp tục được duy trì trong năm nay, thậm chí sẽ còn có thêm các gói nới lỏng định lượng tại hai khu vực này nhằm thúc đẩy nền kinh tế thoát khỏi tình trạng trì trệ. Việt Nam có thể sẽ được hưởng lợi phần nào trong xu hướng dịch chuyển của dòng tiền “rẻ”, tìm kiếm cơ hội đầu tư từ các đối tác này.
- *Thứ ba*, Chính phủ Việt Nam đã và đang có nhiều nỗ lực nhằm cải thiện môi trường đầu tư, đặc biệt ở khía cạnh thể chế và luật pháp nhằm nâng cao nội lực của các doanh nghiệp nội địa, đồng thời tăng sức hấp dẫn đối với dòng vốn FDI. Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh Bất động sản sửa đổi được ban hành cuối năm 2014 với điểm nhấn quan trọng là cho phép người nước ngoài được sở hữu nhà tại Việt Nam được kỳ vọng sẽ giúp gia tăng vốn FDI vào lĩnh vực kinh doanh bất động sản.

Tỷ trọng các DN FDI trong xuất khẩu một số mặt hàng chủ lực



Vì những lý do trên, chúng tôi kỳ vọng thu hút và giải ngân vốn FDI trong năm 2015 sẽ có mức tăng trưởng 5-10% so với năm 2014.

Hoạt động xuất nhập khẩu

Xuất khẩu

Kim ngạch hàng hóa xuất khẩu năm 2014 ước đạt **150 tỷ USD**- mức cao nhất từ trước tới nay và tăng **13,6%** so với năm 2013. Nếu loại trừ yếu tố giá thì mức tăng trên đạt 9,1%.

Các nhóm hàng xuất khẩu chủ lực vẫn thuộc về khu vực FDI như: điện thoại các loại và linh kiện chiếm 99,6% tổng kim ngạch xuất khẩu nhóm hàng này của cả nước; hàng dệt, may chiếm 59,4%; giày dép chiếm 77%; máy móc, thiết bị, dụng cụ, phụ tùng khác chiếm 89,7%; điện tử, máy tính và linh kiện chiếm 98,8% ... Ngoài ra, xuất khẩu của khu vực này trong những năm gần đây có xu hướng tăng mạnh và chiếm tỷ trọng cao trong tổng kim ngạch xuất khẩu (năm 2011 chiếm 56,9% - tăng 41%; năm 2012 chiếm 63,1% - tăng 31,1%; năm 2013 chiếm 61,4% - tăng 22,4%; năm 2014 chiếm 67,7% - tăng 15,2%).

Mặc dù xuất khẩu tiếp tục là một điểm sáng của nền kinh tế trong năm qua nhưng chúng tôi cũng khá quan ngại khi hoạt động xuất khẩu nói riêng và nền kinh tế nói chung của Việt Nam đang ngày phụ thuộc vào khu vực nước ngoài. Điều này sẽ khiến cho Việt Nam luôn ở trạng thái bị động và dễ tổn thương khi các yếu tố ngoại quan thay đổi.

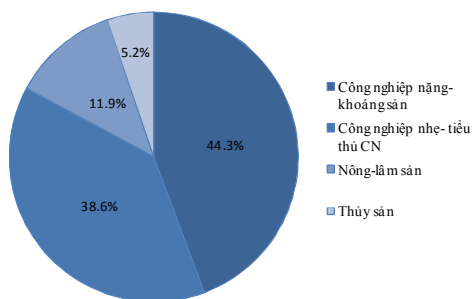
Nhập khẩu

Nguồn: GSO, BVSC

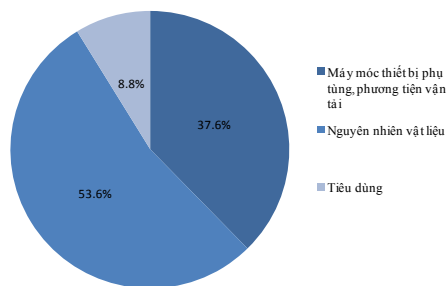
Năm 2014, kim ngạch nhập khẩu ước đạt **148 tỷ USD**, tăng **12,1%** so với năm 2013 (thấp hơn một chút so với mức tăng 15,4% của năm 2013 so với năm 2012).

Cũng giống như hoạt động xuất khẩu, tỷ trọng của khu vực kinh tế FDI trong tổng kim ngạch nhập khẩu chung liên tục gia tăng trong những năm gần đây. Cụ thể, năm 2011 nhập khẩu của khu vực này chiếm 45,7% tổng kim ngạch nhập khẩu của cả nước; năm 2012 chiếm 52,7%; năm 2013 chiếm 56,7%, năm 2014 chiếm 57%. Do việc thu hút FDI của Việt Nam chủ yếu dựa vào lợi thế về thuế và giá nhân công

Cơ cấu xuất khẩu 2014

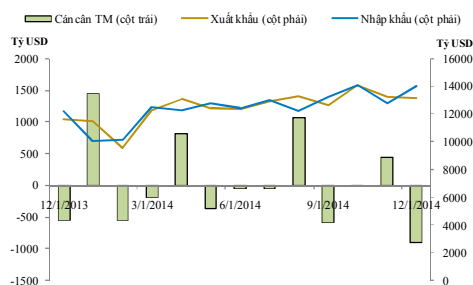


Cơ cấu nhập khẩu 2014



Nguồn: GSO, BVSC

Cán cân thương mại



Nguồn: Bloomberg, BVSC

trong khi vẫn yếu và thiếu về các ngành công nghiệp phụ trợ nên để sản xuất hàng xuất khẩu, các doanh nghiệp FDI đồng thời phải nhập một lượng lớn các nguyên phụ liệu từ nước ngoài. Xuất khẩu của khu vực này tăng trưởng mạnh sẽ kéo theo một lượng hàng nhập khẩu gia tăng tương ứng.

Trung Quốc vẫn là thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch ước tính đạt 43,7 tỷ USD, tăng 18,2 % so với năm 2013, đưa nhập siêu của Việt Nam so với nước này lên mức 28,9 tỷ USD, tăng 21,8% YoY. Hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc chủ yếu vẫn là các mặt hàng tư liệu sản xuất như: máy móc thiết bị, dụng cụ, phụ tùng (tăng 19,7%); điện thoại các loại và linh kiện (tăng 9,5%); vải các loại (tăng 20,7%). Sau sự cố biển Đông, khá nhiều doanh nghiệp đã chủ động tìm các nguồn cung cấp mới ngoài Trung Quốc, tuy nhiên kết quả thực tế vẫn chưa thật sự khả quan. Hàng hóa Trung Quốc ngoài nguyên nhận đa dạng về chủng loại, giá cả lại có đường biên giới giáp với Việt Nam nên luôn có sức hút đối với các doanh nghiệp. Ngoài ra, một nguyên nhân khách quan là một lượng lớn hàng hóa nhập khẩu thuộc về khu vực FDI vốn đã được chỉ định sẵn về nguồn nhập khẩu (do nằm trong chuỗi sản xuất toàn cầu của các công ty đa quốc gia) nên không có nhiều động lực để chuyển hướng nhập khẩu sang các thị trường khác ngoài Trung Quốc.

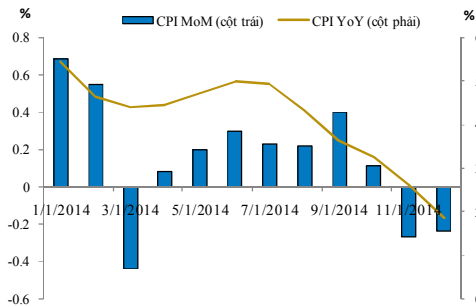
Triển vọng xuất nhập khẩu năm 2015

Về xuất khẩu, năm 2015 được hứa hẹn sẽ mang đến nhiều cơ hội cho các doanh nghiệp xuất khẩu của Việt Nam do thị trường xuất khẩu lớn nhất của nước ta là Mỹ (chiếm 20%) dự kiến vẫn có mức tăng trưởng kinh tế tốt (WB dự báo GDP của Mỹ tăng trưởng 3,2% trong năm 2015). Các mặt hàng xuất khẩu chủ lực của nước ta sang thị trường này như dệt may, giày dép, đồ gỗ, hàng điện tử... được dự báo sẽ có mức tăng trưởng cao hơn so với năm 2014. Các thị trường xuất khẩu khác như EU, Nhật Bản có thể sẽ không có nhiều cải thiện do hồi phục kinh tế tại các khu vực này khá yếu cộng thêm tác động lên giá của VND so với EUR và JPY (khoảng 5-7%) sẽ hạn chế phần nào sức cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu từ Việt Nam. Tuy nhiên, về cơ bản, dưới tác động của quá trình hội nhập ngày càng sâu rộng với việc hình thành cộng đồng kinh tế ASEAN (AEC) và một loạt các FTA được ký kết (FTA với Hàn Quốc, FTA với EU và xa hơn nữa là TPP), xuất khẩu của Việt Nam vẫn được đánh giá sẽ tiếp tục là một điểm sáng cho kinh tế Việt Nam. Trong kịch bản trung bình, chúng tôi dự báo mức tăng trưởng của xuất khẩu trong năm 2015 sẽ ở mức 15%.

Về nhập khẩu, do ngành công nghiệp nhẹ trong nước còn mang nặng tính gia công nên hoạt động xuất khẩu tăng trưởng cũng sẽ kéo theo sự gia tăng trong nhập khẩu tư liệu sản xuất đầu vào. Ngoài các mặt hàng nhập khẩu mang tính truyền thống như máy móc thiết bị, nguyên phụ liệu dệt may, da giày; hóa chất; sắt thép..., chúng tôi còn khá lo ngại về khả năng các mặt hàng tiêu dùng từ các nước trong khối ASEAN sẽ được tăng tốc nhập khẩu vào thị trường Việt Nam khi cộng đồng AEC chính thức được thành lập. Các tín hiệu sớm đã xuất hiện với một loạt các thương vụ M&A của một doanh nghiệp Thái nhắm vào ngành hàng tiêu dùng và kênh bán lẻ tại thị trường Việt Nam. Ngoài ra, hội nhập AEC không những mở cửa cho riêng hàng hóa mà còn cho phép các lĩnh vực dịch vụ được luân chuyển tự do giữa các nước ASEAN. Các dịch vụ hiện Việt Nam còn khá yếu kém như logistic, tài chính, ngân hàng, bán lẻ... thậm chí là cả lĩnh vực nhân lực cũng sẽ bị cạnh tranh gay gắt ngay trên thị trường nội địa. Do vậy, nhập siêu rất có khả năng sẽ quay trở lại sau 3 năm cán cân thương mại ở mức xuất siêu.

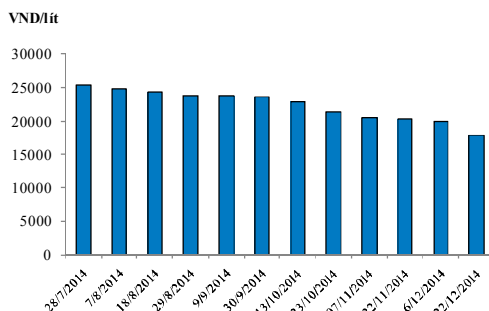
Lạm phát 2014: tăng thấp nhất trong vòng 10 năm trở lại đây

Lạm phát



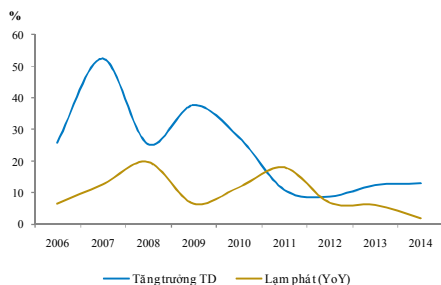
Nguồn: Bloomberg, BVSC

Giá xăng trong nước liên tục giảm



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Tăng trưởng TD và lạm phát của Việt Nam



Nguồn: NHNN, BVSC

Mức tăng rất thấp

Tính đến cuối tháng 12/2014, chỉ số giá tiêu dùng (CPI) mới chỉ tăng 1,84% so với cùng kỳ năm trước. Trong khi đó, CPI bình quân năm 2014 tăng 4,09% so với bình quân năm 2013, mức tăng khá thấp trong 10 năm trở lại đây. Trong năm 2014, chỉ số giá tiêu dùng bình quân mỗi tháng tăng 0,15%. Mục tiêu kiểm soát lạm phát của Chính phủ tiếp tục được thực hiện thành công, góp phần quan trọng giúp các doanh nghiệp giảm chi phí đầu vào, hạ giá thành sản phẩm, kích thích tiêu dùng, thúc đẩy tăng trưởng.

Giá dầu thô thế giới lao dốc: nhân tố bất ngờ

Cuộc cách mạng khai thác dầu và khí từ đá phiến đã khiến sản lượng dầu thô, với giá thành khá thấp so với công nghệ truyền thống, không ngừng tăng lên tại Mỹ. Trong khi đó, cầu tiêu thụ tại Trung Quốc, châu Âu và Nhật Bản vẫn tiếp tục bị ảnh hưởng do tăng trưởng kinh tế trì trệ. Cán cân nghiêng về phía cung đã đẩy giá dầu thô WTI sụt giảm mạnh (hơn 50%) từ mức hơn 100 USD/thùng hiện chỉ còn khoảng 50 USD/thùng.

Do là một nước nhập khẩu xăng dầu thành phẩm nên giá xăng dầu tại Việt Nam cũng không nằm ngoài xu thế giảm của giá thế giới. Chỉ trong vòng 6 tháng cuối năm, giá xăng trong nước đã được điều chỉnh giảm 12 lần liên tiếp với mức giảm tổng cộng là 7.430 đồng/lít. So với thời điểm cuối năm 2013 thì giá mặt hàng này đã giảm khoảng 27% trong năm 2014. Giá xăng giảm không những tác động trực tiếp tới giá cả nhóm hàng giao thông (giảm 5,5% YoY) mà còn giúp ổn định giá các mặt hàng tiêu dùng có tác động liên đới khác như hàng ăn và dịch vụ ăn uống; đồ uống thuốc lá; may mặc mũ nón giày dép... vốn thường có xu hướng tăng cao vào dịp cuối năm.

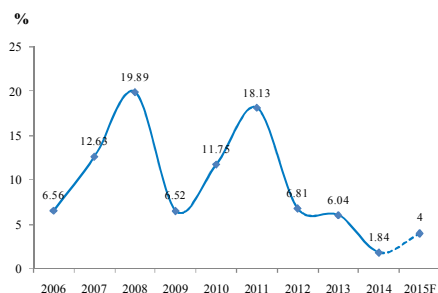
Mặt hàng y tế và giáo dục có mức tăng giá thấp hơn

Ngoài tác động đúng thời điểm của giá xăng dầu, CPI năm nay tăng thấp còn do lộ trình điều chỉnh nhóm hàng y tế và giáo dục đã chậm lại đáng kể. Mức tăng yoy vào cuối tháng 12 của nhóm hàng y tế trong các năm 2012, 2013 (là hai năm lạm phát đã hạ nhiệt về dưới mức 7%) lần lượt là 38,5% và 19,4%; của nhóm hàng giáo dục lần lượt là 16,92% và 11,78% thì trong năm nay giá cả nhóm hàng y tế chỉ tăng 2,2% yoy, nhóm hàng giáo dục chỉ tăng 8,25%. Trong bối cảnh giá cả các nhóm hàng lương thực thực phẩm tương đối ổn định trong ba năm qua thì chính biên độ điều chỉnh tăng theo lộ trình của nhóm hàng giáo dục và y tế thấp hơn tương đối đã có sự đóng góp không nhỏ, làm nên sự khác biệt của CPI năm nay với năm 2012 và 2013.

Dự báo lạm phát 2015

Chúng tôi cho rằng lạm phát năm 2015 về cơ bản sẽ tiếp tục ở mức thấp tuy rằng mức tăng có thể cao hơn một chút so với năm 2014. Về các yếu tố khách quan, giá cả các mặt hàng chiến lược, là đầu vào cho hoạt động sản xuất như nhiên liệu, kim loại, nông sản... nhiều khả năng sẽ ổn định nhờ nguồn cung tăng trong khi nhu cầu từ thị trường châu Âu, Trung Quốc, Nhật Bản ở mức thấp do tăng trưởng kinh tế trì trệ. Đối với mặt hàng dầu thô, xu hướng giảm có thể sẽ còn tiếp diễn trong năm 2015 nhưng biên độ giảm sẽ thấp hơn nhiều so với mức 50% của năm 2014. Chúng tôi dự báo, giá dầu thô trung bình trong năm 2015 có thể sẽ dao động từ 45-50 USD/thùng

Lạm phát của Việt Nam



Nguồn: BVSC dự báo

Về các yếu tố chủ quan thì nhu cầu tiêu dùng nội địa được dự báo sẽ tiếp tục phục hồi nhưng tốc độ tăng trưởng khó có đột biến trong khi chính sách tín dụng và chính sách tài khóa được điều hành theo hướng thận trọng sẽ không gây nhiều áp lực lên lạm phát. Tuy vậy, vẫn có những nhân tố có thể khiến chỉ số CPI có biến động tăng mạnh bất thường tại một số thời điểm như đề xuất tăng giá điện thêm khoảng 9,5% của EVN hay lộ trình tăng giá dịch vụ y tế khi tính thêm 20-50% quỹ tiền lương cơ bản, khấu hao trang thiết bị trực tiếp, chi phí vận hành quản lý bệnh viện.

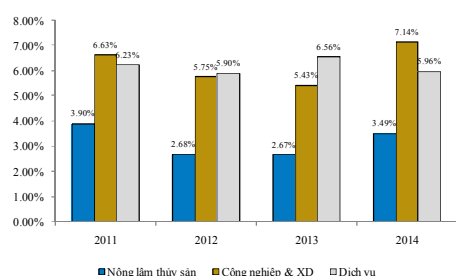
Về tổng thể, trong kịch bản trung bình, BVSC dự báo lạm phát năm 2015 sẽ dao động từ **4-5%**.

Tăng trưởng GDP: vượt mục tiêu đề ra

Tăng trưởng GDP vượt mục tiêu đề ra

Tổng sản phẩm trong nước (GDP) năm 2014 tăng **5,98%** so với năm 2013, trong đó quý I tăng 5,06%; quý II tăng 5,34%; quý III tăng 6,07%; quý IV tăng 6,96%. Có thể thấy tăng trưởng đã có sự bứt phá mạnh trong quý III và đạt mức tăng ngoạn mục trong quý IV, giúp tốc độ tăng trong cả năm không những hoàn thành mà còn vượt mục tiêu 5,8% Chính phủ đặt ra kể từ đầu năm. Mức 5,98% như trên cũng là mức cao nhất kể từ năm 2011 cho đến nay, cho thấy tăng trưởng đang dần lấy lại đà hồi phục và hứa hẹn sẽ còn đạt các mức cao hơn trong một vài năm tới.

Tốc độ tăng trưởng các khu vực



Nguồn: GSO, BVSC

Trụ cột trong tăng trưởng GDP 2014: “sao đổi ngôi”

Nếu như trong hai năm 2012 và 2013, khu vực dịch vụ luôn đóng vai trò đầu tàu kéo tăng trưởng GDP đi lên thì trong năm 2014, vai trò này đã được nhường lại cho khu vực công nghiệp và xây dựng. Tốc độ tăng trưởng của khu vực này trong năm 2014 là **7,14%**, cao hơn nhiều mức tăng 5,43% của năm trước, đồng thời đóng góp 2,75 điểm phần trăm vào mức tăng trưởng GDP chung. Trong khi đó, khu vực dịch vụ chỉ tăng 5,96%, giảm so với mức 6,56% của năm 2013, đóng góp 2,62 điểm phần trăm vào mức tăng chung. Khu vực nông lâm thủy sản mặc dù cũng có mức tăng trưởng cao hơn nhưng tỷ trọng trong GDP ở mức thấp (18%) nên đóng góp vào mức tăng GDP chung còn hạn chế (0,61 điểm phần trăm).

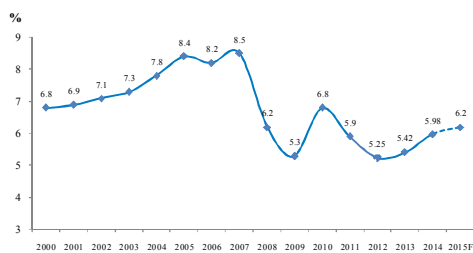
Dự báo tăng trưởng GDP 2015

Với định hướng tiếp tục ổn định kinh tế vĩ mô, tạo nền tảng để tiếp tục tái cơ cấu nền kinh tế theo chiều sâu hơn trong năm 2015, chúng tôi không kỳ vọng Chính phủ sẽ có các giải pháp mạnh mẽ như bơm tiền kích cầu nhằm chạy theo tăng trưởng trong ngắn hạn. Thay vào đó, một sự cải thiện dần dần với mức độ vừa phải trong tăng trưởng đi kèm ổn định vĩ mô, kiểm soát lạm phát, ổn định tỷ giá nhiều khả năng sẽ là lựa chọn tối ưu cho nhà điều hành trong năm 2015.

Chúng tôi nhận thấy hiện có ba động lực chính có thể sẽ giúp GDP của Việt Nam đạt mức tăng trưởng cao hơn trong năm sau:

- Thứ nhất, khu vực kinh tế FDI và xuất khẩu vẫn đang trên đà tăng trưởng mạnh. Bước sang năm 2015, khu vực FDI và xuất khẩu được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt nhờ những cơ hội do hội nhập mang lại. Hiện hiệp định TPP vẫn chưa hoàn tất đàm phán nhưng Việt Nam cũng đã kịp hoàn thành FTA với Hàn Quốc, FTA với liên minh thuế quan Nga, Belarus, Kazakhstan vào những ngày cuối năm 2014 và nhiều khả năng sẽ hoàn tất

Tăng trưởng GDP của Việt Nam



Nguồn: GSO, BVSC

được FTA với EU vào đầu năm 2015. Ngoài ra, cộng đồng kinh tế ASEAN (AEC) chính thức được thành lập từ đầu năm 2015 cũng sẽ giúp xuất khẩu của Việt Nam tiến sâu hơn vào thị trường các nước ASEAN. Chúng tôi kỳ vọng, xuất khẩu của Việt Nam sẽ tăng trưởng khoảng 15% trong năm 2015.

- *Thứ hai*, tiêu dùng hộ gia đình cũng có thể sẽ phục hồi mạnh hơn. Kinh tế suy giảm trong suốt giai đoạn 2011-2013 đã phần nào thay đổi hành vi của người tiêu dùng theo hướng thận trọng và tiết kiệm hơn (doanh số bán lẻ trong giai đoạn này chỉ tăng khoảng 5-6%/năm). Bước sang năm 2015, với mặt bằng giá cả các mặt hàng lương thực- thực phẩm ổn định, giá mặt hàng xăng dầu liên tục được điều chỉnh giảm cùng xu hướng tăng dần của thu nhập, chúng tôi kỳ vọng người tiêu dùng sẽ tăng chi tiêu, đóng góp lớn hơn vào mức tăng trưởng GDP chung.
- *Thứ ba*, khu vực đầu tư tư nhân cũng có thể khởi sắc hơn trong năm 2015. Niềm tin vào triển vọng tăng trưởng kinh tế cao hơn, mặt bằng lãi suất ở mức thấp hơn, tình hình lạm phát, tỷ giá ổn định, thị trường tiêu thụ được mở rộng nhờ hội nhập và những cải cách mới đây về khuôn khổ pháp lý như Luật Doanh nghiệp sửa đổi, Luật Kinh doanh Bất động sản sửa đổi... sẽ là những nhân tố kích thích các doanh nghiệp tư nhân mạnh dạn vay vốn, mở rộng sản xuất kinh doanh trở lại.

Trong kịch bản trung bình, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam trong năm 2015 sẽ đạt mức **6,2-6,5%**.

Thị trường tiền tệ năm 2014: lãi suất tiếp tục xu hướng giảm

Thị trường OMO

Trong năm 2014, NHNN thực hiện hút ròng khoảng 5.000 tỷ đồng vốn qua thị trường OMO. Đây là năm thứ ba liên tiếp việc hút ròng được thực hiện mặc dù số vốn hút ròng năm 2014 đã giảm mạnh so với năm 2013 và 2012 (đạt lần lượt hơn 12.000 tỷ đồng và hơn 35.000 tỷ đồng). Ngay tại thời điểm diễn ra sự kiện Biển Đông (hồi tháng 5 vừa qua) thì NHNN cũng không phải hỗ trợ nhiều cho hệ thống ngân hàng qua kênh OMO. Cũng giống như năm 2013, hoạt động của thị trường OMO trong năm 2014 không thật sự sôi động, phản ánh sự tốt dần lên trong thanh khoản hệ thống ngân hàng nói chung.

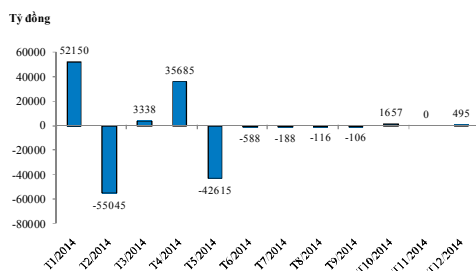
Thị trường liên ngân hàng

Lãi suất liên ngân hàng trong năm 2014 chủ yếu duy trì ở mặt bằng thấp với diễn biến giằng co trong biên độ hẹp. Có một vài đợt biến động trong năm khiến lãi suất có những phiên tăng cao đột biến nhưng nhờ các biện pháp can thiệp kịp thời của NHNN (bơm ròng mạnh qua kênh OMO và tín phiếu), lãi suất liên ngân hàng ngay sau đó đã hạ nhiệt và duy trì ổn định ở mức 3-4% đến hết năm 2014. Sự tốt dần lên trong thanh khoản của các ngân hàng nhờ nguồn vốn huy động ổn định trong khi tăng trưởng tín dụng ở trạng thái “cầm chừng” trong phần lớn thời gian giao dịch trong năm đã khiến các ngân hàng không cần phải vay mượn nhiều qua thị trường liên ngân hàng.

Lãi suất huy động

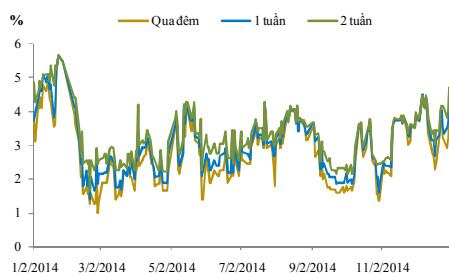
Trong năm 2014, NHNN đã hai lần có quyết định cắt giảm trần lãi suất huy động.

Thị trường OMO



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Lãi suất liên ngân hàng



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Lần thứ nhất diễn ra vào ngày 18/3 cho kỳ hạn dưới 6 tháng được giảm từ 7% xuống mức 6%/năm. Lần thứ hai diễn ra vào ngày 29/10 khi trần lãi suất huy động lại được điều chỉnh một lần nữa, từ mức 6% xuống còn 5,5%/năm. Như vậy, NHNN đã có 9 lần cắt giảm liên tiếp kể từ khi trần lãi suất huy động lần đầu tiên được thiết lập ở mức 14% vào tháng 10/2011.

Theo đó, biểu lãi suất huy động của các ngân hàng cũng đã liên tục được điều chỉnh giảm trong quý II, ổn định trong quý III và lại tiếp tục giảm nhẹ trong quý IV. Tuy nhiên một đặc điểm nổi bật trong năm 2014 là xu hướng giảm lãi suất đã phân hóa rất mạnh trong hệ thống ngân hàng. Lãi suất không còn cao bằng cho tất cả như trước nữa mà các ngân hàng có quy mô vốn lớn, thanh khoản tốt đã luôn chủ động điều chỉnh biểu lãi suất huy động, thậm chí xuống những mức thấp hơn hẳn mức trần mà NHNN đặt ra. Tiêu biểu trong số này vẫn là bốn NHTM cổ phần gốc quốc doanh và các NHTM cổ phần thuộc tập đầu. Tại thời điểm cuối năm 2014, lãi suất huy động của các TCTD phổ biến ở mức dưới 1%/năm đối với tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng; kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng khoảng 4-6%/năm; kỳ hạn từ 6 tháng trở lên khoảng 6-8%/năm.

Lãi suất cho vay

Song hành cùng diễn biến giảm của lãi suất huy động, mặt bằng lãi suất cho vay trong năm 2014 tiếp tục xu hướng giảm so với năm 2013 (khoảng 2-2,5%). Đây là năm thứ ba liên tiếp, lãi suất có xu hướng giảm. Lãi suất cho vay ngắn hạn phổ biến ở mức 7-9%; trung và dài hạn ở mức 10-13%; “trần lãi suất” cho vay 5 lĩnh vực ưu tiên gồm nông nghiệp nông thôn, công nghiệp phụ trợ, xuất khẩu, doanh nghiệp nhỏ và vừa, doanh nghiệp ứng dụng công nghệ cao giảm thêm 2% so với cuối năm 2013, hiện chỉ còn 7%/năm.

Dự báo thị trường tiền tệ năm 2015

Với dự báo lạm phát ở mức quanh 4-5%, chúng tôi cho rằng thị trường tiền tệ năm 2015 sẽ có những diễn biến chính như sau:

- **Chính sách tiền tệ** – chính sách tiền tệ sẽ được NHNN điều hành theo hướng thận trọng nhưng linh hoạt. Hiện mặt bằng lãi suất đã xuống khá thấp và sát với kỳ vọng lạm phát trong năm 2015, do vậy BVSC cho rằng lãi suất huy động sẽ không còn nhiều dư địa để tiếp tục giảm mạnh trong năm 2015. Tuy vậy, mặt bằng lãi suất cho vay vẫn có thể được giảm thêm 0,5-1% một cách chọn lọc tùy từng ngân hàng. Lợi thế sẽ thuộc về các ngân hàng có lãi suất huy động bình quân thấp nhờ lượng tiền gửi không kỳ hạn lớn và các ngân hàng đã hạch toán đáng kể nợ xấu nên chi phí dự phòng rủi ro phải trích thêm không còn quá nhiều. Bức tranh phân hóa trong ngành ngân hàng theo đó sẽ ngày càng phân hóa rõ nét.
- **Tăng trưởng tín dụng** – Theo định hướng của NHNN, tăng trưởng tín dụng trong năm 2015 sẽ ở mức từ 13-15%, tăng nhẹ so với mức 12-14% trong năm 2014. Chúng tôi đánh giá đây là một mục tiêu tương đối “vừa phải” với sức hấp thụ của nền kinh tế hiện nay, thể hiện sự điều hành thận trọng của NHNN muốn tín dụng đi vào các lĩnh vực sản xuất trực tiếp thay vì chảy vào các lĩnh vực tăng trưởng nóng, dễ tạo ra bong bóng. Về cơ cấu, tín dụng cho lĩnh vực xuất khẩu và bất động sản có thể sẽ là các lĩnh vực dẫn đầu mức tăng trưởng trong năm 2015.
- **Một loạt văn bản pháp luật có hiệu lực** – Các văn bản pháp luật liên quan đến hoạt động của hệ thống ngân hàng được ban hành trong vài năm gần

đây luôn có tác động rất lớn đối với TTCK. Năm 2015 cũng là thời điểm một loạt các quy định liên quan đến phân loại nợ xấu và xử lý sở hữu chéo có hiệu lực. Cụ thể, kể từ ngày 1/1/2015, theo một số nội dung của Thông tư 09, các ngân hàng sẽ phải phân loại nợ dựa trên kết quả phân loại nhóm nợ do Trung tâm thông tin tín dụng của Ngân hàng Nhà nước (CIC) cung cấp. Song hành cùng với đó là việc quyết định 780 về việc giữ nguyên nhóm nợ cho các khoản nợ được cơ cấu lại cũng sẽ chính thức hết hiệu lực vào ngày 1/4/2015.

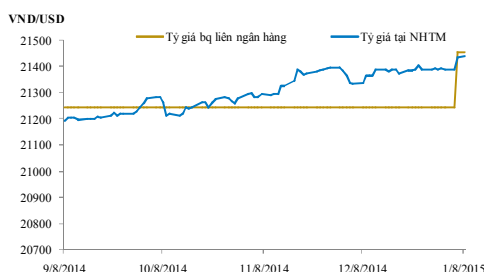
Theo báo cáo của TCTD, đến cuối tháng 11/2014, tỷ lệ nợ xấu của hệ thống ngân hàng khoảng 3,8% còn theo đánh giá của cơ quan thanh tra giám sát đánh giá trên cơ sở của Trung tâm thông tin tín dụng quốc gia (CIC), kết hợp cả định tính định lượng để phục vụ cho công tác điều hành thì tỷ lệ này là 5,3%. Như vậy là sau thời điểm 01/04/2015, bức tranh nợ xấu ngành ngân hàng nhiều khả năng sẽ trở nên rõ ràng hơn, tỷ lệ nợ xấu theo đó có thể sẽ tăng lên mức cao hơn so với những con số công bố ở trên và sẽ tiếp tục gây áp lực lên KQKD của các ngân hàng một cách rất phân hóa. Tuy vậy, điểm tích cực là cơ quan quản lý nhờ các số liệu xác thực và cụ thể về nợ xấu sẽ có thể đề ra các giải pháp giải quyết nợ xấu hiệu quả hơn.

Bên cạnh đó, chúng tôi đánh giá tiến trình tái cơ cấu các TCTD trong năm 2015 sẽ ở mức độ sâu hơn chứ không chỉ dừng ở việc sáp nhập các ngân hàng yếu kém (NHNN dự kiến sẽ có thêm 6 thương vụ mua bán, sáp nhập trong năm 2015). Đích nhắm của NHNN trong năm nay sẽ tập trung ở vấn đề sở hữu chéo. Đây là những quy định rất quan trọng để kiểm soát một ngân hàng cùng với thành viên hội đồng quản trị, hội đồng thành viên có “sân sau” của mình trong hoạt động cấp tín dụng, góp vốn mua cổ phần.

Thị trường ngoại hối: tiếp tục một năm bình ổn

Tỷ giá biến động không quá 1,5% trong năm 2014

Diễn biến tỷ giá



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Diễn biến tỷ giá trong năm vừa qua khá bình ổn, ngoại trừ đợt tăng cao bất thường bắt đầu từ cuối tháng 5 dẫn đến quyết định điều chỉnh tỷ giá bình quân liên ngân hàng thêm 1% của NHNN ngày 18/06/2014. Vào cuối tháng 12/2014, tỷ giá USD/VND chỉ tăng khoảng 1,34% so với thời điểm đầu năm. Thời điểm cao điểm nhất VND cũng chỉ mất giá khoảng 1,46% so với USD. Sau đợt tăng mạnh hồi đầu tháng 6, tỷ giá trong nửa cuối năm 2014 nhìn chung tiếp tục xu hướng ổn định trong quý III và chỉ bắt đầu có dấu hiệu tăng nóng trở lại từ cuối tháng 11 (phần nào dẫn đến quyết định điều chỉnh tăng tỷ giá bình quân liên ngân hàng thêm 1% của NHNN vào ngày 7/1/2015 mới đây). Về tổng thể, diễn biến của tỷ giá trong năm qua gần như là sự lặp lại của năm 2013 khi có hai đợt tăng nóng vào tháng 6 và tháng 12. Tuy nhiên, trong cả hai năm này, NHNN đều có biện pháp can thiệp kịp thời bằng cách bán ra USD và sau đó là tăng tỷ giá bình quân liên ngân hàng thêm 1%. Điểm đáng chú ý là cam kết về biên độ biến động tối đa mà NHNN đặt ra vào thời điểm đầu mỗi năm đều đã được đảm bảo, từ đó niềm tin của thị trường vào chính sách điều hành tỷ giá đã dần được nâng cao.

Theo BVSC, có một số nguyên nhân chính hỗ trợ cho sự ổn định của tỷ giá năm 2014.

- Việt Nam xuất siêu năm thứ ba liên tiếp. Tốc độ tăng trưởng của kim ngạch

nhập khẩu trong năm qua đạt 12,1%; thấp hơn so với mức 13,6% của kim ngạch xuất khẩu đã tiếp tục giúp cải thiện cán cân thương mại của Việt Nam.

- *Nguồn cung USD dồi dào.* Năm 2014, mặc dù vốn FDI đăng ký sụt giảm nhẹ 6,5% nhưng vốn FDI giải ngân vẫn tăng nhẹ hơn 7% so với năm 2013. Bên cạnh đó, vốn ODA (đạt 4-5 tỷ USD) và kiều hối (ước tính đạt hơn 12 tỷ USD) tiếp tục tăng trưởng tốt, bổ sung thêm một lượng ngoại tệ đáng kể cho Việt Nam.
- *Chênh lệch lãi suất huy động giữa VND và USD vẫn được đảm bảo.* Mặc dù đã giảm mạnh so với thời đỉnh cao (hơn 10%) nhưng chênh lệch lãi suất huy động giữa đồng nội tệ và ngoại tệ vẫn được đảm bảo ở mức 4-5% trong năm 2014. Xu hướng này cùng với chính sách điều hành tỷ giá kiên định của NHNN đã tiếp tục góp phần giúp chuyển dịch nguồn tiền tiết kiệm từ USD sang VND.
- *Dự trữ ngoại hối duy trì ở mức cao, NHNN sẵn sàng can thiệp khi cần thiết.* Ước tính dự trữ ngoại hối của Việt Nam đến cuối năm 2014 vẫn ở mức trên 30 tỷ USD, tương đương khoảng 12 tuần nhập khẩu. Điều này cho phép NHNN có thêm nguồn lực để can thiệp mỗi khi tỷ giá tăng cao bất thường (ước tính NHNN đã bán ra thị trường hơn 200 triệu USD vào thời điểm tháng 12/2014).

Dự báo tỷ giá 2015

Cũng giống như năm 2014, ngay từ những ngày đầu năm, NHNN đã đưa ra định hướng tỷ giá VND/USD trong cả năm 2015 sẽ biến động **không quá 2%**. Tỷ giá vẫn có thể có những “sóng” tăng nhưng NHNN có đủ nguồn lực can thiệp để giữ cho biên độ dao động không vượt quá mục tiêu ban đầu. Niềm tin chính sách đã gây dựng được trong hai năm qua cũng sẽ góp phần giúp định hướng điều hành của NHNN thuận lợi hơn.

Việc từng bước giảm giá VND nhằm hỗ trợ cho xuất khẩu cũng có thể được NHNN xem xét và thực hiện có lộ trình, đặc biệt trong bối cảnh VND đã và đang lên giá mạnh so với đồng Euro và Yên Nhật do hiệu ứng tăng giá của đồng USD so với các đồng tiền này (giá trị VND được “neo” theo USD nên cũng lên giá theo). Theo dự báo của BVSC thì trong năm 2015, EUR và JPY sẽ tiếp tục mất giá so với USD từ 5-7%. Diễn biến này cũng sẽ khiến VND lên giá tương ứng với các đồng tiền này (nếu như NHNN không có sự điều chỉnh nào về tỷ giá), phần nào làm giảm sức cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu vào thị trường của hai đối tác thương mại lớn là EU và Nhật Bản.

Tuy nhiên, theo quan sát của chúng tôi, NHNN vẫn rất kiên định và đặt ưu tiên hàng đầu cho mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô và tiếp tục nâng cao giá trị tiền Đồng. Việc điều hành tỷ giá có mối liên quan phức tạp với một loạt các biến số vĩ mô khác như lạm phát, lãi suất, thanh khoản ngân hàng, hỗ trợ xuất khẩu. Với định hướng chỉ điều chỉnh tỷ giá tối đa 2% trong năm 2015, chúng tôi cho rằng thị trường ngoại hối sẽ tiếp tục có thêm một năm bình ổn. BVSC dự báo tỷ giá vào thời điểm cuối năm 2015 sẽ dao động trong khoảng 21.600 đến 21.800 VND/USD.

Kết luận

BVSC dự báo các chỉ tiêu vĩ mô chính năm 2015

Các chỉ tiêu chính	2014	2015F		
		Tiêu cực	Trung bình	Tích cực
Tăng trưởng GDP (%)	5.98	6	6.2	6.5
Tổng vốn đầu tư toàn XH/GDP (%)	29	28	30	32
Lạm phát YoY (%)	1.84	>5	4-5	<4
Tỷ giá (VND/USD)	21390	>21800	21600-21800	21400-21500
Tăng trưởng xuất khẩu (%)	13.6	<10	15	18-20
Tỷ lệ xuất siêu/XK (%)	1.3	<0	1-2	3-5
Tăng trưởng vốn FDI đăng ký (%)	-6.5	-10	5	8-10
Tăng trưởng tín dụng (%)	13	<10	13-15	>15

Nhìn chung, chúng tôi đánh giá năm 2015 sẽ tiếp tục là một năm khởi sắc hơn so với năm 2014 ở khía cạnh tăng trưởng GDP. Tăng trưởng nhiều khả năng sẽ đạt trên 6% với những hỗ trợ chính đến từ hoạt động tiêu dùng của hộ gia đình gia tăng, đầu tư tư nhân mở rộng, xuất khẩu có nhiều cơ hội tăng trưởng. Tuy nhiên, vốn đầu tư công có thể sẽ khó khăn hơn do thu ngân sách bị ảnh hưởng bởi giá dầu thô sụt giảm. Ngoài ra, nhập khẩu có thể sẽ gia tăng mạnh trở lại dưới tác động của quá trình hội nhập ngày càng sâu rộng, đặc biệt là việc hình thành Cộng đồng kinh tế ASEAN.

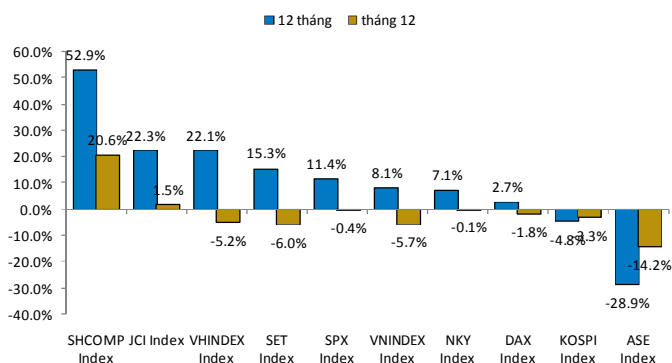
Lạm phát năm 2015 có thể sẽ cao hơn năm 2014 nhưng vẫn duy trì mức thấp tương đối. Giá cả các mặt hàng tiêu dùng thiết yếu nhiều khả năng sẽ ổn định trong khi vẫn có những nhân tố có thể khiến chỉ số CPI có biến động tăng mạnh bất thường tại một số thời điểm như đề xuất tăng giá điện thêm khoảng 9,5% của EVN hay lộ trình tăng giá dịch vụ y tế. Chúng tôi dự báo CPI YoY vào cuối năm 2015 sẽ dao động quanh mức 4%.

Thị trường ngoại hối được nhận định sẽ tiếp tục bình ổn với định hướng giảm giá VND không quá 2%. Mức biến động tối đa này có thể không đáp ứng được kỳ vọng hỗ trợ xuất khẩu trong bối cảnh VND lên giá mạnh so với đồng tiền của một số đối tác thương mại lớn như EU, Nhật Bản nhưng bù lại sẽ giúp giữ vững niềm tin vào giá trị tiền Đồng, hỗ trợ thanh khoản cho ngân hàng, tạo điều kiện để lãi suất tiếp tục giảm.

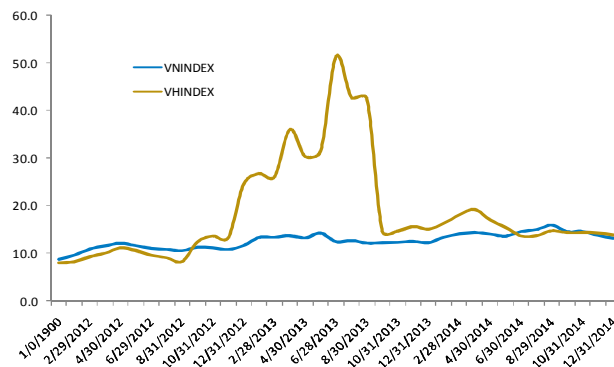
Trọng tâm của công tác điều hành chính sách tiền tệ năm 2015 sẽ là tiếp tục tái cơ cấu các tổ chức tín dụng và đặc biệt là xử lý nợ xấu. Quá trình sáp nhập các ngân hàng theo hướng thu hẹp số lượng, nâng cao chất lượng sẽ chưa dừng lại. Bức tranh nợ xấu sẽ trở nên rõ rệt vào thời điểm cuối quý II/2015 hơn khi một loạt các Thông tư của NHNN về phân loại, hạch toán nợ xấu chính thức có hiệu lực trong 6 tháng đầu năm. Xử lý sở hữu chéo cũng sẽ là một trong những mục tiêu mà NHNN hướng đến trong năm 2015 sau khi Thông tư 36 được ban hành. Về mặt bằng lãi suất, chúng tôi cho rằng lãi suất huy động sẽ không có nhiều thay đổi trong khi lãi suất cho vay có thể sẽ vẫn tiếp tục giảm thêm 0,5-1% nhưng việc giảm sẽ khó diễn ra trên diện rộng mà sẽ chỉ chọn lọc tại một số ngân hàng có thanh khoản tốt và đã trích lập dự phòng cho nợ xấu ở mức tương đối đầy đủ.

PHẦN II: THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

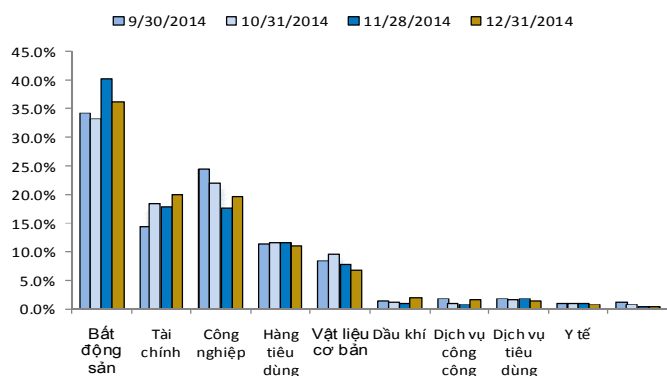
Biến động một số thị trường kể từ đầu năm



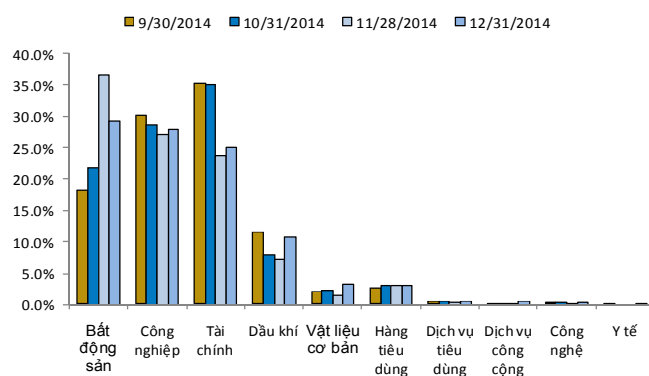
P/E tại HSX và HNX



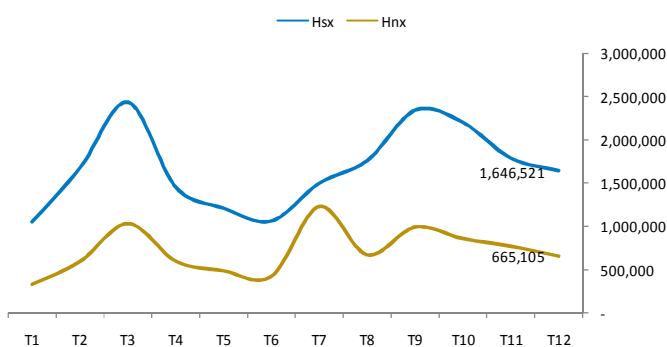
Tỷ trọng giao dịch các ngành tại HSX



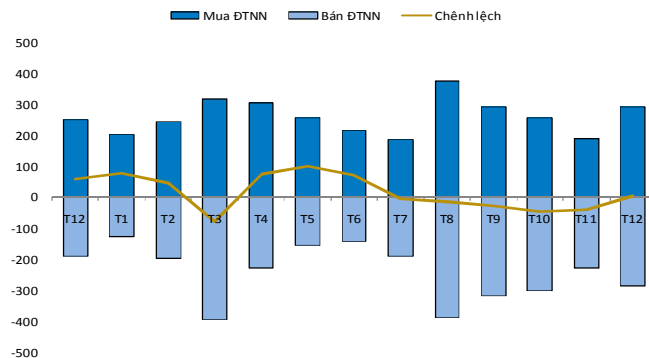
Tỷ trọng giao dịch các ngành tại HNX



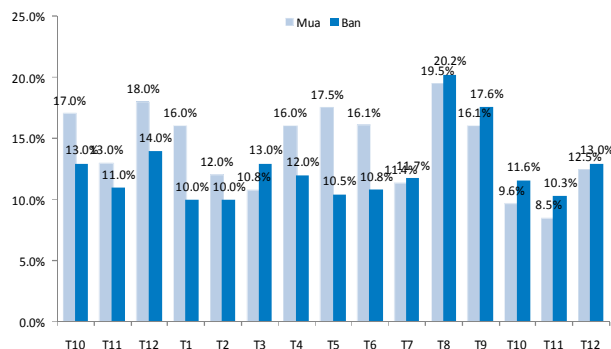
Giá trị giao dịch bình quân ngày các tháng



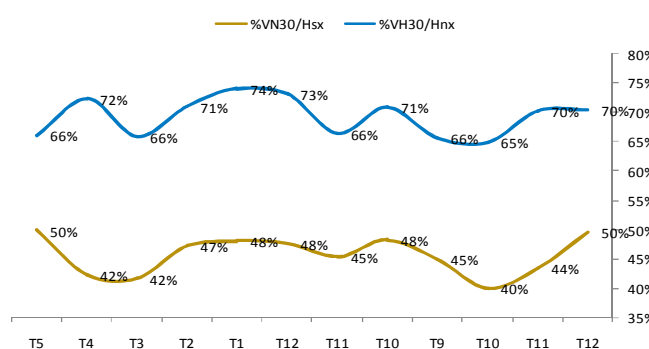
Giao dịch nhà ĐTN trong tháng tại HSX (triệu USD)



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



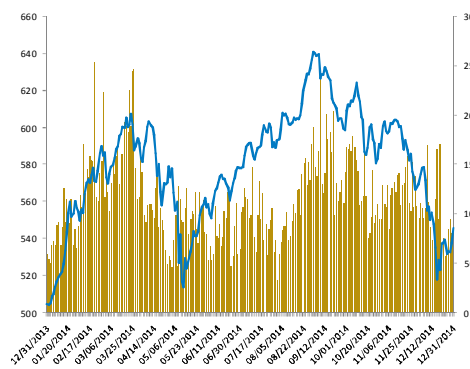
Tỷ lệ giao dịch các mã trong Vn30, và Hnx30



Nguồn: Bloomberg, HNX, HSX, BVSC

Tổng quan TTCK Việt Nam 2014

Diễn biến chỉ số VNINDEX trong năm 2014



(Nguồn: HSX, BVSC)

Năm 2014 đánh dấu một giai đoạn biến động mạnh với khá nhiều thăng trầm của TTCK Việt Nam do chịu ảnh hưởng từ cả những yếu tố nội tại trong nước và các yếu tố khách quan trên thế giới. Diễn biến tăng trưởng của thị trường cả về điểm số và thanh khoản được hỗ trợ bởi đà hồi phục và sự ổn định của nền kinh tế vĩ mô, đặc biệt là xu hướng giảm mạnh của mặt bằng lãi suất. Tuy nhiên thị trường cũng bộc lộ không ít hạn chế và dễ chịu tác động bởi các yếu tố có phần mang tính khách quan, điển hình là sự kiện Biển Đông và diễn biến lao dốc của giá dầu thế giới.

Tính cho cả năm 2014, TTCK Việt Nam đạt mức tăng trưởng khá cao về điểm số và tạo bước nhảy vượt bậc về thanh khoản. So với đóng cửa năm 2013, chỉ số VNINDEX tăng 8,1% về điểm số và 113% về giá trị giao dịch trong khi chỉ số HNXINDEX tăng 22,3% về điểm số và 164% về giá trị giao dịch. Trong đó diễn biến thị trường có thể được chia làm 4 giai đoạn chính:

- Quý I là giai đoạn thị trường tăng điểm nóng, tích cực và đồng đều ở số đông các mã, ngành. Điều này đến từ tâm lý tự tin của các nhà đầu tư vào triển vọng của thị trường cũng như tình hình bình ổn trở lại cùng những tín hiệu phục hồi của kinh tế vĩ mô.
- Sau giai đoạn tăng trưởng khá tích cực, áp lực chốt lời của nhà đầu tư cùng tác động của biến cố Biển Đông đã khiến thị trường lao dốc khá mạnh trong giai đoạn tháng 4 và nửa đầu tháng 5. Giai đoạn này cũng bộc lộ tính dễ tổn thương của TTCK Việt Nam do còn mang nặng tâm lý đám đông và chiến lược đầu tư bị ảnh hưởng lớn từ các yếu tố thông tin có phần mang tính khách quan thay vì sức khỏe nội tại của từng doanh nghiệp.
- Từ trung tuần tháng 5 đến hết tháng 8, TTCK có sự hồi phục mạnh mẽ và chinh phục thành công mức đỉnh của năm 2009. Đà tăng của thị trường trong giai đoạn này được hỗ trợ bởi diễn biến tăng điểm mạnh của nhóm cổ phiếu bluechip, đặc biệt là nhóm các cổ phiếu ngành dầu khí với các mã điển hình như GAS, PVS, PET trước thông tin về triển vọng hoạt động từ việc trúng thầu hoặc triển khai các dự án lớn với dòng tiền ổn định đã tạo khá nhiều kỳ vọng cho nhà đầu tư.
- Giai đoạn 4 tháng cuối năm 2014, dưới tác động từ hoạt động chốt lời của nhà đầu tư trong nước, thông tư 36 ra đời cùng với diễn biến giảm của giá dầu và hoạt động bán ròng liên tiếp của khối ngoại, thị trường quay trở lại xu hướng điều chỉnh sâu và rộng. Đà giảm điểm mạnh xuất phát chủ yếu từ nhóm cổ phiếu ngành dầu khí sau đó lan tỏa rộng sang các nhóm ngành khác.

Bên cạnh 4 giai đoạn chính của diễn biến TTCK Việt Nam, năm 2014 cũng là 1 năm đánh dấu nhiều sự kiện quan trọng diễn ra. Trong đó nổi bật lên 4 sự kiện chính với tác động tích cực, giúp cải thiện sức khỏe nội tại của TTCK Việt Nam. Đầu tiên là việc ban hành Thông tư 36 giúp lành mạnh hóa dòng tiền vào thị trường. Mặc dù tác động tiêu cực đến tâm lý nhà đầu tư trong ngắn và trung hạn nhưng về dài hạn, Thông tư 36 lại tạo sự ổn định, giảm tính đầu cơ và tránh những rủi ro hệ thống cho thị trường. Sự kiện thứ 2 là việc tái cấu trúc các tổ chức kinh doanh chứng khoán bám sát mục tiêu đề ra (số công ty chứng khoán đã giảm từ 105 công ty xuống còn 81 công ty, chấm dứt hoạt động của các công ty không đạt yêu cầu về năng lực và trình độ). Thứ ba là việc đẩy mạnh tiến trình cổ phần hóa và đưa doanh nghiệp lên sàn, điều này được kỳ vọng sẽ giúp diễn biến thị trường giảm bớt

sự phụ thuộc vào một vài mã vốn hóa lớn. Hàng loạt các doanh nghiệp lớn nhà nước đã và sắp được IPO để chuẩn bị niêm yết trên sàn chứng khoán, trong đó có thể kể đến Vietnam Airlines, Vinatex, Mobifone, Đạm Cà Mau.... Thứ tư là việc hai quỹ ETF nội chính thức được đưa lên sàn là quỹ VFM ETF VN30 và ETF SSIAM HNX30, mặc dù được kỳ vọng sẽ mang lại luồng gió mới cho TTCK Việt Nam, tuy nhiên nhìn chung diễn biến giao dịch của 2 loại chứng chỉ quỹ này chưa đạt kỳ vọng của thị trường về mức độ thu hút nhà đầu tư cũng như tính thanh khoản trong giao dịch.

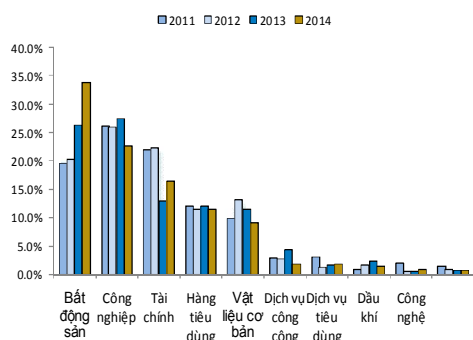
Biến động về giá của các ngành trong năm 2014

5 ngành diễn biến tích cực nhất % Thay đổi	Các mã tỷ trọng lớn trong ngành
Nông, thủy sản	183.91% MPC, VHC, HVG, DBC, NSC, SSC
Vật liệu xây dựng	123.30% HT1, NTP, BMP, BCC, VCS...
Dệt may	64.45% TCM, GMC, KMR, KHA, TNG...
Cơ điện	60.93% REE, ALP, MCG, LGC, HMH...
Du lịch	58.23% VNS, TCT, RIC, DSN, GTT...

5 ngành diễn biến tiêu cực nhất % Thay đổi	Các mã tỷ trọng lớn trong ngành
Bất động sản	2.91% VIC, ITA, OCH, FLC, OGC...
Bảo hiểm	-4.12% BVH, PVI, VNR, BMI, BIC...
Bao bì & đóng gói	-4.13% SVI, AAA, TTP, TPC, MCP...
Thực phẩm	-9.95% VNM, KDC, SBT, IDI, TAC...
Hóa chất	-14.86% DPM, LAS, PHR, DPR, TRC...

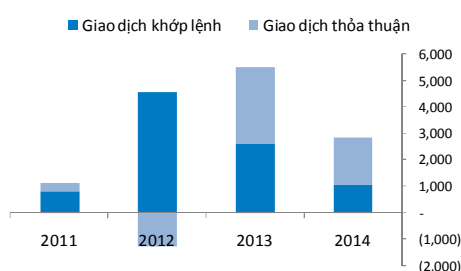
(Nguồn: BVSC)

Tỷ trọng giao dịch các ngành qua các năm trên HoSE



(Nguồn: BVSC)

Giá trị mua ròng của khối nhà đầu tư nước ngoài qua các năm trên HoSE



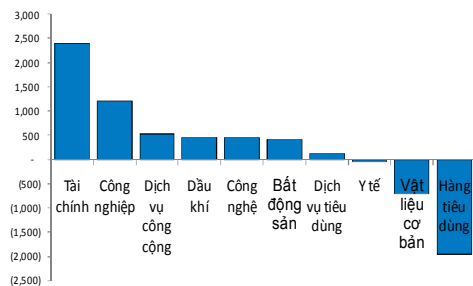
(Nguồn: HSX, BVSC)

Xét về diễn biến các nhóm ngành (theo phân ngành ICB2) trong 12 tháng, các ngành ở top đầu có mức tăng mạnh về giá trong khi những ngành ở top dưới có mức giảm tương đối nhẹ, điều này phù hợp với xu hướng tăng điểm của cả thị trường trong năm 2014. Trong đó tăng trưởng mạnh nhất thuộc về nhóm ngành nông, thủy sản (+183,91%). Bên cạnh nguyên nhân đến từ triển vọng khả quan của các doanh nghiệp trong ngành cùng với kết quả kinh doanh tích cực, sự hồi phục nhóm ngành này còn do hiện tượng bứt phá của mã đầu ngành MPC xoay quanh thông tin chuẩn bị hủy niêm yết tự nguyện và HĐQT công ty chào mua toàn bộ cổ phiếu của các cổ đông nhỏ lẻ với giá cao. Nhóm ngành vật liệu xây dựng có mức tăng mạnh thứ 2 (+123,3%) ngoài nguyên nhân đến từ đà phục hồi của thị trường bất động sản còn do các mã đầu ngành được hưởng lợi từ yếu tố khách quan như diễn biến mất giá của đồng ngoại tệ đang vay trong trường hợp của HT1, BBC hay diễn biến giảm của giá dầu giúp giảm chi phí nguyên vật liệu như NTP, BMP. Ngành dệt may có mức tăng tốt thứ 3 do tăng trưởng tốt về kim ngạch xuất khẩu cùng với yếu tố kỳ vọng được hưởng lợi từ các hiệp định thương mại tự do. Ở chiều ngược lại, ngành hóa chất có mức giảm sâu nhất (-14,86%) do chịu bất lợi từ việc bị điều chỉnh tăng giá đầu vào đối với trường hợp của DPM hay xu hướng tiếp tục sụt giảm của giá dầu ra đời với các doanh nghiệp cao su tự nhiên PHR, DPR, TRC. Ngành thực phẩm cũng có 1 năm gây thất vọng do thiếu yếu tố đột biến và sự hồi phục của sức cầu trong nước còn yếu. Xét về diễn biến thanh khoản của 10 nhóm ngành chính được chúng tôi phân loại, một yếu tố đáng chú ý là tỷ trọng giao dịch ở các ngành bất động sản, tài chính có mức tăng tương đối mạnh trong năm 2014 so với 2013. Trong khi đó ngành công nghiệp, vật liệu cơ bản và dịch vụ công cộng lại mất đi sức hút đối với dòng tiền trên TTCK.

Khối nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục có năm mua ròng với giá trị ở mức thấp

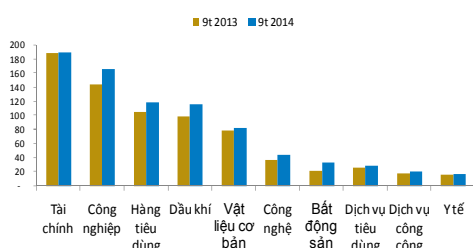
Khối nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục có năm mua ròng nhưng với giá trị giảm mạnh ở cả giao dịch khớp lệnh và giao dịch thỏa thuận so với năm trước. Trong đó khối này đẩy mạnh mua vào trong 2 tháng đầu năm và giai đoạn quý II trong khi đó bán mạnh vào tháng 3 và giai đoạn 6 tháng cuối năm. Đặc biệt trong 6 tháng cuối năm khối này đã bán ròng liên tiếp và chỉ mua ròng trở lại với giá trị ở mức thấp trong tháng 12. Động thái bán ròng trong giai đoạn này bên cạnh nguyên nhân đến từ việc các quỹ rút vốn khỏi các thị trường mới nổi sau khi FED chính thức dừng gói QE3 còn do khối này bán mạnh các mã trong ngành dầu khí trước diễn biến lao dốc của giá dầu thế giới. Một lý do nữa cũng có tác động không nhỏ đến kỳ vọng của nhà đầu tư nước ngoài là việc chính phủ Việt Nam tiếp tục trì hoãn việc nói room ngoại đối với một số nhóm ngành lên trên mức 49% như hiện nay. Kỳ vọng về việc nói room vốn là nguyên nhân chính thúc đẩy nhà đầu tư nước ngoài đẩy

Giá trị mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài ở các nhóm ngành năm 2014

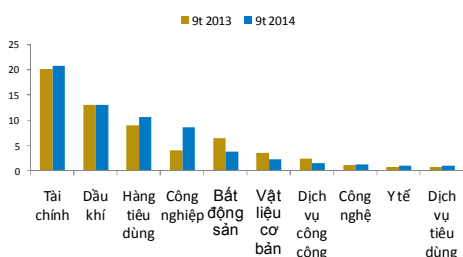


(Nguồn: BVSC)

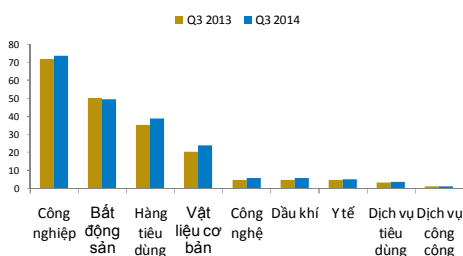
Doanh thu các ngành trong 9 tháng đầu năm 2014 so với cùng kỳ 2013



Lợi nhuận các ngành trong 9 tháng đầu năm 2014 so với cùng kỳ 2013



Hàng tồn kho các ngành cuối quý 3 2014 so với cùng kỳ 2013



(Nguồn: BVSC)

mạnh mua ròng trong giai đoạn cuối năm 2013, đầu năm 2014. Tuy nhiên tính đến thời điểm hiện tại thì lượng vốn ngoại đổ vào TTCK Việt Nam còn khá khiêm tốn nếu so với các nước trong khu vực như Indonesia, Thái Lan cũng một phần do việc trì hoãn này.

Xét về nhóm ngành, tính chung cho cả năm 2014 khối ngoại mua ròng khối lượng lớn các mã trong ngành tài chính và công nghiệp trong khi bán ròng mạnh các mã trong ngành vật liệu cơ bản và hàng tiêu dùng. Cụ thể, các mã được mua ròng mạnh gồm có VCB, HSG, STB và MWG trong khi HAG, KDC, DPM và VIC bị bán ròng với giá trị khá lớn.

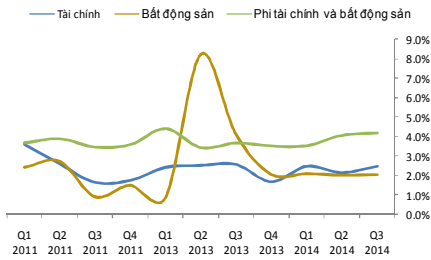
Hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp nhìn chung cho tín hiệu tích cực

Bên cạnh các số liệu vĩ mô tích cực, KQKD 9 tháng đầu năm 2014 cũng cho thấy dấu hiệu phục hồi của nền kinh tế. So với cùng kỳ, tổng doanh thu các doanh nghiệp ở cả 2 sàn tăng 11,4% trong khi lợi nhuận tăng 3%. Theo đó, biên lợi nhuận ròng giảm từ mức 8,4% xuống 7,8% và hàng tồn kho ở cuối quý 3/2014 so với cuối quý 3 2013 tăng 6,14%. Diễn biến tăng mạnh của doanh thu cùng với việc biên lợi nhuận giảm cho thấy phần đông các doanh nghiệp trên cả 2 sàn đã phải chấp nhận giảm giá bán để gia tăng thị phần trong bối cảnh sức cầu trong nước nhìn chung chưa có sự hồi phục mạnh mẽ. Ở một khía cạnh khác, việc doanh thu và hàng tồn kho đều tăng có thể là tín hiệu tích cực đối với tổng cung khi mà các doanh nghiệp đã chủ động tăng sản lượng sản xuất với kỳ vọng đầu ra sẽ tốt hơn trong tương lai gần.

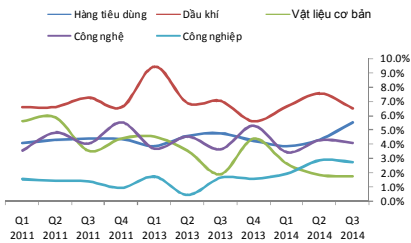
Điểm đáng chú ý trong hoạt động sản xuất kinh doanh 9 tháng đầu là mặc dù có sự phân hóa về diễn biến lợi nhuận nhưng tất cả các ngành đều có mức tăng trưởng về doanh thu so với cùng kỳ. Trong đó ngành có mức tăng trưởng ấn tượng nhất là công nghiệp với mức tăng 109% về lợi nhuận và 15% về doanh thu. Sự tăng trưởng của ngành công nghiệp trong 9 tháng đầu năm có sự đóng góp lớn từ sự đột biến trong lợi nhuận của các mã đầu ngành như HPG, GMD, VCG, HT1... hay diễn biến giảm lỗ của 1 số doanh nghiệp như PVX, VOS..., mặc dù vậy, con số tăng trưởng 109% về lợi nhuận bao gồm 1 tỷ trọng không nhỏ đến từ hoàn nhập dự phòng và các hoạt động tài chính. Theo sau là ngành dịch vụ tiêu dùng và hàng tiêu dùng với mức tăng lần lượt là 19% và 18% về lợi nhuận cùng với mức tăng 11% và 12% về doanh thu. Diễn biến này cho thấy lĩnh vực tiêu dùng đã cho thấy tín hiệu tăng trưởng khả quan trong năm qua. Ở chiều ngược lại, ngành bất động sản với luận nhuận giảm mạnh 42% mặc dù doanh thu tăng 55%. Việc lợi nhuận 9 tháng đầu năm ngành bất động sản giảm mạnh do chịu tác động lớn từ doanh nghiệp đầu ngành VIC vốn có sự đột biến trong lợi nhuận quý 2 năm 2013 nhờ hoạt động chuyển nhượng tòa nhà Vincom A-TP.HCM. Trên thực tế, với việc doanh thu toàn ngành bất động sản tăng cùng với hàng tồn kho giảm, có thể nói ngành bất động sản đã cho tín hiệu tích cực. Ngoài ra, ngành vật liệu cơ bản và dịch vụ công cộng cho thấy còn gặp nhiều khó khăn trong năm 2014 do có sự sụt giảm khá mạnh về lợi nhuận trong khi doanh thu tăng thấp hơn thị trường chung.

Xét về diễn biến tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) của 3 lĩnh vực chính trong 3 năm trở lại đây. Có thể thấy tỷ suất ROE của lĩnh vực tài chính và bất động sản mặc dù đã có sự phục hồi nhẹ nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với giai

Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu ROE của các doanh nghiệp trên 3 lĩnh vực chính



Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của một số ngành chủ chốt trong lĩnh vực phi tài chính



(Nguồn: BVSC)

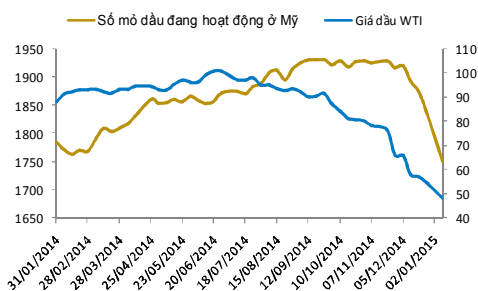
đoạn từ giữa năm 2011 trở về trước (ngoại trừ có sự đột biến trong Q2 2013 do chịu tác động từ lợi nhuận đột biến của VIC). Diễn biến này phản ánh các doanh nghiệp trong 2 lĩnh vực này vẫn chưa thoát khỏi giai đoạn khó khăn và cần thêm thời gian để hồi phục. Đối với các ngành thuộc lĩnh vực phi tài chính và bất động sản, nhìn chung tỷ suất ROE đạt mức tương đối cao. Trong số đó ngành công nghiệp có sự tăng trưởng khá tốt trong 1 năm trở lại đây, tuy nhiên như đã được phân tích ở trên, lợi nhuận ngành này trong giai đoạn vừa qua hưởng lợi khá nhiều từ các yếu tố khách quan. Ngành dầu khí vẫn đang duy trì ROE ở mức cao so với thị trường chung, tuy nhiên tỷ suất ROE đang cho tín hiệu đi xuống, cùng với yếu tố giảm của giá dầu thế giới, chúng tôi đánh giá triển vọng các doanh nghiệp trong ngành không mấy tích cực. Ngành hàng tiêu dùng có tỷ suất ROE chỉ đứng thứ 2 sau ngành dầu khí và đang trong xu hướng tăng, trong bối cảnh lãi suất nhiều khả năng tiếp tục được duy trì ở mức thấp, sức cầu trong nước được hỗ trợ, chúng tôi kỳ vọng ngành hàng tiêu dùng sẽ tiếp tục có sự tăng trưởng nhẹ trong năm 2015. Ngành vật liệu cơ bản có tỷ suất ROE đã giảm mạnh trong giai đoạn 3 năm trở lại đây do các doanh nghiệp trong ngành gặp nhiều yếu tố bất lợi như sức cầu yếu, chi phí đầu vào tăng hoặc giá đầu ra giảm.

Yếu tố chính chi phối thị trường chứng khoán trong năm 2015

1. Căng thẳng về mặt địa chính trị tiếp tục tiềm ẩn rủi ro đến TTCK Việt Nam.

Đây là những rủi ro đối với TTCK khó dự đoán, khó lường nhất cả về mức độ tác động, tầm ảnh hưởng cũng như thời điểm diễn ra. Những căng thẳng trong khu vực Biển Đông hoàn toàn có thể tái diễn trong năm 2015, tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng mức độ tác động (nếu có) sẽ không quá mạnh do nhà đầu tư đã có kinh nghiệm với tình huống tương tự. Ngoài ra, rủi ro về căng thẳng chính trị toàn cầu cũng sẽ có ảnh hưởng ít nhiều đến TTCK Việt Nam. Trong đó căng thẳng ở Nga với các nước phương Tây về vấn đề Ukraina cùng với việc đồng ruble mất giá đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến các ngành mà Việt Nam có quan hệ xuất nhập khẩu với Nga trong bối cảnh Việt Nam vừa hoàn tất ký kết hiệp định mậu dịch tự do với liên minh hải quan Nga, Belarus và Kazakhstan (các mặt hàng xuất khẩu sang Nga như nông thủy sản sẽ chịu áp lực giảm giá trong khi hàng nhập khẩu từ Nga như thép với giá rẻ sẽ tạo áp lực cạnh tranh với các doanh nghiệp trong nước). Bên cạnh đó, rủi ro sụp đổ của nền kinh tế Nga (mặc dù ở mức thấp) sẽ có tác động tiêu cực đến nền kinh tế toàn cầu nói chung và nền kinh tế Việt Nam nói. Ngoài ra không thể không nhắc đến những rủi ro tiềm tàng như căng thẳng ở Triều Tiên, phong trào đòi quyền dân chủ ở Hồng Kông hay yêu cầu đòi tự trị ở Tây Tạng, Trung Quốc...

Số mỏ dầu đang hoạt động ở Mỹ và diễn biến giá dầu WTI

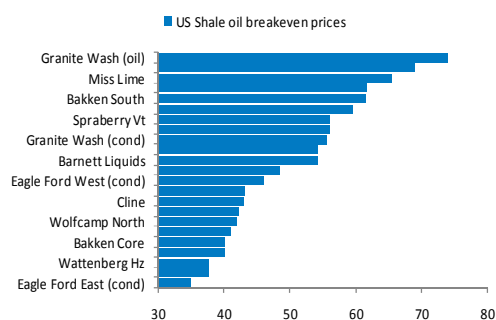


(Nguồn: Bloomberg)

2. Tác động trái chiều từ diễn biến giảm của giá dầu thế giới.

Việc giá dầu thô giảm mạnh trong thời gian qua (giá dầu WTI từ mức 106 USD/bbl giai đoạn tháng 6 2014 xuống quanh 45 USD/bbl tính đến thời điểm hiện tại) ngoài nguyên nhân đến từ việc đồng USD tăng giá còn do nhu cầu năng lượng trên thế giới đang ở mức thấp trong khi nguồn cung dồi dào ở cả nhóm các nước OPEC và bên ngoài OPEC (đặc biệt là Mỹ với sản lượng khai thác tăng mạnh đến từ bước đột phá trong công nghệ khai thác dầu đá phiến). Giá dầu thô xuống mức thấp kỷ lục đang ảnh hưởng mạnh đến kế hoạch mở rộng khai thác dầu đá phiến của các công ty khai thác dầu của Mỹ. Cụ thể, theo số liệu thống

Điểm hòa vốn của các công ty khai thác dầu ở Mỹ



(Nguồn: Bloomberg)

kê của công ty khai thác dầu Baker Hughes, số mỏ dầu đang hoạt động ở Mỹ có dấu hiệu suy giảm mạnh từ mức 1929 mỏ dầu giữa tháng 11/2014 xuống 1750 mỏ dầu vào đầu tháng 1/2015. Diễn biến này ngược lại sẽ tác động thu hẹp nguồn cung, sản lượng khai thác dầu của Mỹ. Kết hợp với một số dự báo về nhu cầu năng lượng thế giới, sản lượng khai thác dầu của OPEC và diễn biến đồng USD, chúng tôi dự báo giá dầu sau khi tiếp tục giảm trong những tháng đầu năm 2015, có thể xuống dưới mức 40 USD/bbl, sẽ có nhịp phục hồi nhẹ trước khi ổn định mở mức thấp (dao động quanh mức 60 USD/bbl giai đoạn cuối 2015). Việc giá dầu được duy trì ở mức thấp có tác động trái chiều đến kinh tế Việt Nam. Thu ngân sách được dự đoán sẽ giảm 1.000 tỷ đồng với mỗi 1 USD giá dầu thô giảm, điều này sẽ gây khó khăn trước mắt cho chi tiêu công trong bối cảnh nợ công của chính phủ đang ở mức cao. Ở chiều ngược lại, giá dầu giảm kéo theo giá xăng cùng các thành phẩm liên quan giảm giúp phần đông các doanh nghiệp hưởng lợi từ việc giảm chi phí, điều này được ví như 1 gói hỗ trợ kích thích kinh tế mà các doanh nghiệp được hưởng lợi trực tiếp, đặc biệt đối với các doanh nghiệp trong lĩnh vực vận tải, sản xuất, nhựa, hóa chất, bao bì...

3. Tác động trái chiều của thông tư 36 khi được đưa vào áp dụng thực tế.

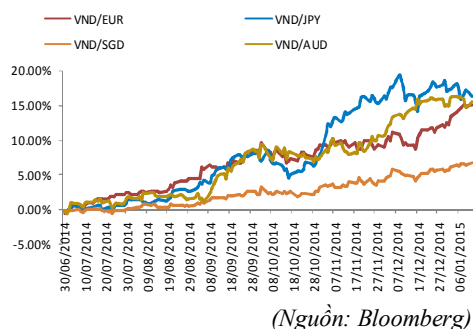
BVSC cho rằng tác động trực tiếp đến dòng tiền khi thông tư 36 được áp dụng sẽ được phản ánh từng bước và không quá lớn đến diễn biến thị trường chung do các khoản vay cũ (trước tháng 02/2015) không bị hồi tố. Những tác động mang tính ngắn hạn sẽ tập trung ở 2 nhóm đối tượng bao gồm các ngân hàng thuộc nhóm trung bình nhỏ, đang là nhóm cho vay đầu tư chứng khoán nhiều nhất, và các CTCK vốn là công ty con, công ty liên kết hiện đang sử dụng vốn vay của ngân hàng mẹ, sẽ cần thêm thời gian đi “đường vòng” tìm kiếm các nguồn vốn thay thế. Về dài hạn, tác động của thông tư 36 đến TTCK Việt Nam lại mang ý nghĩa tích cực. Dòng vốn từ các ngân hàng sẽ ưu tiên chảy vào các lĩnh vực sản xuất, kinh doanh mang lại nhiều giá trị gia tăng hơn. Thanh khoản và sức khỏe hệ thống ngân hàng sẽ lành mạnh và ổn định hơn giúp lãi suất có điều kiện duy trì ở mức thấp, tiếp thêm sinh lực cho đà hồi phục của nền kinh tế từ đó tạo điểm tựa vững chắc cho sự phát triển của TTCK. Bên cạnh đó, dòng tiền tham gia vào TTCK sẽ bền vững và giảm đi tính đầu cơ, tránh được những rủi ro hệ thống.

4. Tác động đến từ các chính sách điều hành kinh tế vĩ mô của chính phủ.

Trong đó lĩnh vực bất động sản được chú trọng với thông tư 32 của NHNN về việc thúc đẩy giải ngân gói hỗ trợ trị giá 30.000 tỷ VNĐ cùng với Luật Nhà ở sửa đổi áp dụng vào 1/7/2015 với những điều khoản nới lỏng điều kiện mua nhà cho người nước ngoài. Chúng tôi kỳ vọng 2 chính sách trên sẽ giúp khơi thông dòng vốn chảy vào lĩnh vực bất động sản ở cả phân khúc cao cấp và bình dân trong năm 2015, qua đó giúp lĩnh vực bất động sản tiếp tục đà phục hồi về thanh khoản giao dịch. Bên cạnh đó, luật Đầu tư công có hiệu lực thi hành vào 1/1/2015 được kỳ vọng sẽ góp phần lành mạnh hóa môi trường đầu tư, tạo cơ sở để thu hút đầu tư từ các nguồn vốn khác nhau, đặc biệt khuyến khích các nhà đầu tư bỏ vốn để nhận quyền kinh doanh, khai thác thu lợi các dự án đầu tư công khi có điều kiện. Đây có thể được xem là 1 yếu tố hỗ trợ cho các nhóm doanh nghiệp xây dựng cơ sở hạ tầng.

Xét về mặt bằng lãi suất, nhiều khả năng lãi suất huy động sẽ tiếp tục được duy trì ở mặt bằng thấp tương đối do phù hợp với yếu tố lạm phát kỳ vọng trong năm 2015. Đối với lãi suất cho vay, với việc tiến trình xử lý nợ xấu đang được đẩy mạnh, tạo điều kiện kéo giảm NIM của hệ thống ngân hàng, và thông tư 36 cho phép các ngân hàng sử dụng 60% vốn vay ngắn hạn để cho vay dài hạn (giúp giảm chi phí cho các ngân hàng do lãi suất huy động kỳ hạn ngắn thấp hơn kỳ hạn dài), chúng tôi cho rằng lãi suất cho vay nhiều khả năng sẽ tiếp tục có xu hướng giảm trong năm 2015. Đây là yếu tố tạo điều kiện thuận lợi về chi phí vốn cho các doanh nghiệp, đặc biệt là những ngành có hệ số đòn bẩy cao như bất động sản, thép...

Biến động tỷ giá ngoại tệ trong 6 tháng trở lại đây



5. *Diễn biến tỷ giá và lộ trình ký kết các hiệp định thương mại tự do sẽ tác động trái chiều đến triển vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp xuất nhập khẩu.*

Với việc sau khi chấm dứt gói QE3 vào tháng 11 2014, FED dự kiến sẽ tăng lãi suất trở lại, sớm nhất vào tháng 4 năm 2015, khiến đồng USD được kỳ vọng sẽ tăng giá đặc biệt trong bối cảnh NHTW Châu Âu và Nhật nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì chính sách nới lỏng tiền tệ để kích thích kinh tế cùng với đó là đồng ruble Nga lao dốc mạnh từ cuối năm 2014. Do tiền Đồng được “neo” theo USD nên khi USD tăng giá thì VND cũng sẽ tăng giá khá mạnh so với đồng Euro, Yên Nhật, ruble Nga và hầu hết các đồng tiền được áp dụng chính sách thả nổi khác. Điều này có thể tác động đến lợi nhuận các doanh nghiệp xuất khẩu, mức độ ảnh hưởng tùy vào tỷ trọng xuất khẩu sang các thị trường có đồng tiền bị mất giá, theo dự báo của chúng tôi có thể từ 5-7%. Mặc dù vậy, các hiệp định FTA được ký kết và phát huy tác dụng, cùng với kỳ vọng về hiệp định thương mại tự do TPP được hoàn tất vào giữa năm 2015, những mặt thuận lợi về xu hướng chuyển dịch thị trường, thuế quan có thể bù đắp những ảnh hưởng của vấn đề tỷ giá. Ở chiều ngược lại, các doanh nghiệp có tỷ trọng nhập khẩu hàng hóa, nguyên vật liệu cao từ các nước có đồng tiền mất giá hoặc các doanh nghiệp vay nợ bằng đồng tiền của các nước đó với giá trị lớn sẽ hưởng lợi từ diễn biến tỷ giá như HT1, BCC, PPC, HSG.

6. *Kỳ vọng từ 4 sự kiện quan trọng là việc ra đời TTCK phái sinh, nới room cho NĐT nước ngoài, chuẩn bị nâng hạng TTCK Việt Nam từ “cận biên” lên “mới nổi” và đẩy mạnh tiến trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước.*

Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt Đề án xây dựng và phát triển thị trường chứng khoán phái sinh Việt nam. Chứng khoán phái sinh ra đời được kỳ vọng sẽ là công cụ hiệu quả để nhà đầu tư quản trị rủi ro cũng như gia tăng thanh khoản giao dịch cho toàn thị trường. Về vấn đề nới room sở hữu cho NĐT nước ngoài, theo thông báo mới nhất từ UBCKNN, kế hoạch nâng tỷ lệ sở hữu của NĐTNN ở 1 số ngành từ 49% lên 60% sẽ được trình lên Chính phủ vào tháng 10/2015. Chúng tôi kỳ vọng nếu đề xuất này được thông qua sẽ gia tăng thu hút nguồn vốn FII, tạo điểm tựa để TTCK Việt Nam tăng trưởng. Ngoài ra, UBCKNN cũng đang tích cực chuẩn bị và xúc tiến các hoạt động nhằm nâng hạng TTCK Việt Nam từ mức “cận biên” lên “mới nổi”. Mặc dù việc nâng hạng này khó có thể được hoàn tất trước năm 2016 nhưng có thể sẽ tạo yếu tố kỳ vọng giúp thị trường có chuyển biến tích cực trong năm 2015. Sau cùng là định hướng của Chính phủ về việc thúc đẩy cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước (Mobifone, Vinalines...), qua đó giúp nhà đầu tư có thêm lựa chọn và

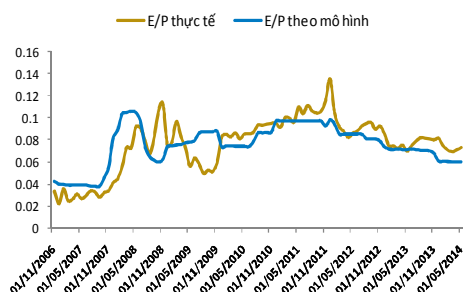
giúp thị trường bớt chịu ảnh hưởng của một vài mã vốn hóa lớn như hiện nay.

7. **Rủi ro tăng cung do kế hoạch thoái vốn đầu tư ngoài ngành của PVN, giảm tỷ lệ sở hữu chéo ở ngân hàng theo thông tư 36 và kế hoạch tăng vốn khá dồi dào của các doanh nghiệp niêm yết.** Theo đề án tái cơ cấu ngành dầu khí Việt Nam, PVN sẽ tập trung vào các lĩnh vực sản xuất, kinh doanh chính; các lĩnh vực khác sẽ được thoái vốn 1 phần hoặc toàn bộ trong năm 2015. Theo đó, PVN sẽ giảm tỷ lệ sở hữu ở 1 loạt các công ty con như PVT, PVX, PVI, DPM, PET. Đối với lĩnh vực ngân hàng, thông tư 36 có quy định NHTM chỉ được mua, nắm giữ cổ phiếu tối đa không quá 2 TCTD (trừ trường hợp TCTD khác là công ty con của NHTM) và chỉ được nắm giữ dưới 5% vốn có quyền biểu quyết của tổ chức tín dụng đó. Ngoài ra, cùng với kế hoạch tăng vốn khá dồi dào của hàng loạt các doanh nghiệp niêm yết trên sàn, đặc biệt là ở 2 lĩnh vực chứng khoán và bất động sản, nguồn cung cổ phiếu sẽ bị pha loãng và có thể tạo áp lực không nhỏ đến diễn biến giá.

Dự báo thị trường và triển vọng ngành

Dự báo thị trường

Theo dõi tính chính xác kết quả của mô hình trong quá khứ



(Nguồn: BVSC)

Áp dụng phương pháp kinh tế lượng trong giai đoạn đầu năm 2006 đến cuối năm 2014, chúng tôi nhận thấy có mối liên hệ chặt chẽ giữa chỉ số E/P của VNINDEX với diễn biến lãi suất và tăng trưởng GDP. Trong kịch bản trung bình, với giả định lãi suất được duy trì ở mức thấp trong năm 2015 cùng với tăng trưởng GDP đạt mục tiêu 6,2% như chính phủ đề ra và chỉ số VNINDEX không bị tác động mạnh bởi các yếu tố khách quan, mô hình cho ra kết quả VNINDEX đạt **665 điểm**, tương đương P/E đạt **15,1**, cũng là mức hợp lý nếu so sánh tương quan với các nước trong khu vực. Theo kết quả này, VNINDEX hiện đang bị định giá thấp so với triển vọng tăng trưởng kinh tế 2015, nguyên nhân do chỉ số này chịu tác động tiêu cực từ thông tư 36, diễn biến giảm của giá dầu và áp lực bán ròng của khối ngoại trong giai đoạn vừa qua.

Hai kịch bản khác cũng được chúng tôi tính toán dựa trên mô hình với biến động của dữ liệu đầu vào là mặt bằng lãi suất huy động và mức tăng trưởng GDP dự kiến như trong bảng dưới đây. Nếu kết hợp với việc đánh giá các khả năng xảy ra từng kịch bản và dựa trên phương pháp tính bình quân gia quyền, chúng tôi kỳ vọng VNINDEX sẽ đạt mức xấp xỉ **660 điểm** vào thời điểm cuối năm 2015.

	Dự báo các kịch bản thị trường 2015		
	Tiêu cực	Trung bình	Tích cực
Biến động lãi suất huy động	+0,5%	0	-0,5%
Tăng trưởng GDP	6%	6,2%	6,4%
P/E thị trường	14,1	15,1	16,2
% tăng trưởng EPS thị trường	4-5%	6-7%	8-9%
VNINDEX	610	665	720
Xác suất kịch bản	30%	50%	20%

Đánh giá triển vọng và cơ hội đầu tư một số ngành tiêu biểu trong năm 2015

Ngành	Mã tiêu biểu	Triển vọng 2015	Điểm đáng chú ý
Ngân hàng	VCB, MBB, ACB...	Trung tính (Cơ hội mang tính chọn lọc)	Bức tranh nợ xấu sẽ được bộc lộ rõ nét hơn, giảm sở hữu chéo và đẩy mạnh M&A. Tuy nhiên lợi nhuận chưa có nhiều cải thiện
Bất động sản	VIC, KDH, DXG...	Tích cực	Hưởng lợi từ xu hướng lãi suất thấp và chính sách hỗ trợ của chính phủ
Dầu khí	GAS, PVS, PGS...	Tiêu cực	Giá dầu duy trì ở mức thấp
Cảng biển	GMD, VSC...	Tích cực	Hưởng lợi từ xu hướng giảm của giá dầu và các hiệp định thương mại tự do
Thủy sản	VHC, HVG...	Tích cực	Các yếu tố đầu vào diễn biến thuận lợi, cơ hội mở rộng thị trường đầu ra cùng với FTA, tuy nhiên cần lưu ý rủi ro tỷ giá
Dệt may	TCM, GMC...	Trung tính (Cơ hội mang tính chọn lọc)	Giá nguyên vật liệu dự kiến giảm, năng lực sản xuất cải thiện, hưởng lợi từ các hiệp định thương mại tự do nhưng gặp bất lợi về tỷ giá
Công nghệ thông tin	FPT	Tích cực	Bùng nổ internet cáp quang, ngành chiến lược trong định hướng phát triển của VN
Thiết bị chiếu sáng	DQC, RAL	Tích cực	Đèn LED mang lại cơ hội tăng trưởng, yếu tố đầu vào thuận lợi cùng với việc hưởng lợi từ xu hướng hồi phục của thị trường bất động sản
Thép	HPG, VIS, POM...	Trung tính (Cơ hội mang tính chọn lọc)	Hưởng lợi từ giá đầu vào giảm, thị trường bất động sản hồi phục, tuy nhiên thận trọng với sức ép từ hàng nhập khẩu
Săm lốp	DRC, CSM...	Tích cực	Giá cao su mặc dù cho dấu hiệu hồi phục nhưng vẫn ở mức thấp trong năm 2015, nhu cầu săm lốp tăng trưởng
Cao su tự nhiên	DPR, PHR, TRC...	Tích cực	Giá cao su có khả năng hồi phục trong nửa sau năm 2015, cơ cấu vườn cây được cải thiện
Phân bón	DPM, LAS...	Trung tính	Giá đầu vào giảm, tuy nhiên gặp bất lợi từ chính sách thuế mới cùng với áp lực cạnh tranh từ hàng nhập khẩu
Dược	DHG, IMP, TRA...	Tích cực	Tốc độ tăng trưởng doanh thu tiếp tục duy trì ở mức cao, đẩy mạnh hệ thống phân phối
Điện	PPC, NT2...	Trung tính	Hưởng lợi từ diễn biến tỷ giá, tuy nhiên sản lượng huy động trên thị trường điện cạnh tranh 2015 khó tăng mạnh
Nhựa	BMP, NTP...	Tích cực	Hưởng lợi từ diễn biến giá dầu giảm

(Nhà đầu tư có thể tham khảo những nhận định và phân tích chi tiết hơn về triển vọng hoạt động của các ngành trong báo cáo gửi kèm theo)



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong báo cáo cũng có thể được thay đổi mà không cần báo trước. BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

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

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Địa chỉ trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3928 8080

Fax: (844) 3928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: (848) 39146888

Fax: (848) 39147999

Phân tích vĩ mô

Trần Hải Yến

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Chịu trách nhiệm nội dung

Nguyễn Xuân Bình

nguyentuanbinh@baoviet.com.vn

Phân tích chiến lược thị trường

Trần Đức Anh

tranducanh@baoviet.com.vn