

## Báo cáo tháng 10

*Ban biên tập:*

**Trưởng ban biên tập:**  
Nguyễn Quang Vinh - Tổng Giám đốc

**Phó ban biên tập:**  
Phạm Quang Huy – Phó Tổng Giám đốc

**Phòng Phân tích**  
**Công ty CP Chứng khoán Bảo Việt**  
<http://www.bvsc.com.vn>

**Hà nội – Trụ sở chính**  
8 Lê Thái Tổ - Hoàn Kiếm  
Tel: (84-4) 928 8080  
Fax: (84-4) 928 9888

**TP. Hồ Chí Minh**  
11A Nguyễn Công Trứ - Q1  
Tel: (84-8) 821 8564  
Fax: (84-8) 914 7477

### Nới lỏng tiền tệ - Cơ hội nào cho thị trường?

#### Kinh tế vĩ mô

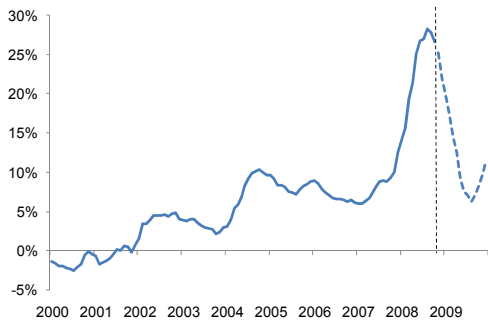
- Lạm phát đã giảm dưới tác động của chính sách thắt chặt tiền tệ với dấu hiệu lạm phát ngoài ăn uống giảm. Đây là cơ sở để Chính phủ Việt Nam có thể mạnh tay nới lỏng tiền tệ chống giảm phát.
- Lãi suất có thể giảm mạnh trong thời gian ngắn. Dự báo lãi suất cơ bản có thể sẽ giảm còn 10% vào cuối năm 2008. Có nhiều lý do ủng hộ đây là thời điểm thích hợp để nới lỏng tiền tệ. Thanh khoản thị trường có thể trở nên thuận lợi hơn vào khoảng Quý I/2009.
- Tuy nhiên, bài toán tăng trưởng tín dụng có thể sẽ khó khăn. Chính phủ có thể cân nhắc việc sử dụng ngân sách linh hoạt và chủ động hơn để kích cầu nền kinh tế trong năm tới. Các dự án đầu tư công thiết yếu, các doanh nghiệp vừa và nhỏ có thể sẽ là đối tượng được tạo điều kiện ưu đãi nhiều hơn trong khi khó có thể hy vọng tăng trưởng tín dụng với các tượng khác.

#### Phân tích Thị trường

- Chịu tác động từ diễn biến của thị trường tài chính thế giới khiến lượng cung tăng mạnh, thị trường giảm sâu. Lần đầu tiên chỉ số Hasc chạm mốc 100 điểm sau 3 năm thành lập;
- Kết quả kinh doanh quý III của các doanh nghiệp không xấu như lo ngại, mặc dù vậy hiệu quả sử dụng vốn sau 3 tháng vẫn giảm so với cùng kỳ;
- Thị trường chờ đợi những dòng tiền đầu tư giá trị mới để duy trì sự ổn định cung cầu.

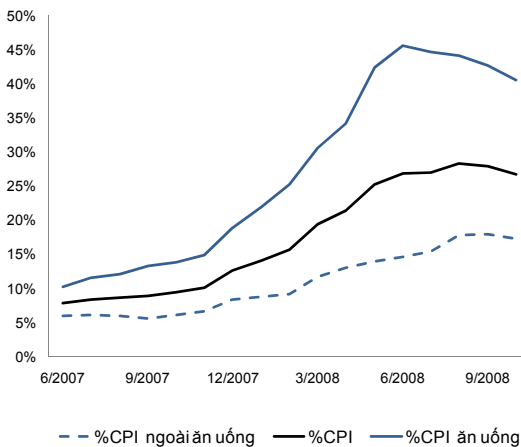
## KINH TẾ: Nói lỏng tiền tệ?

### Lạm phát năm 2009 sẽ giảm mạnh



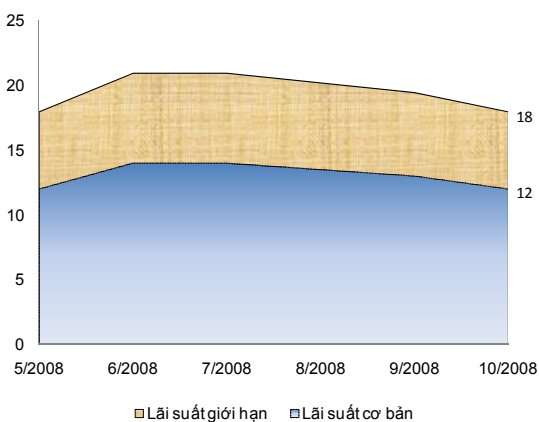
Nguồn: GSO, BVSC

### Thắt chặt tiền tệ thực sự đã kiềm chế được lạm phát với chỉ số lạm phát gốc đã giảm



Nguồn: GSO, BVSC

### Lãi suất cơ bản giảm còn 12%, dự báo có thể tiếp tục giảm xuống mức 10% vào cuối năm



Nguồn: SBV, BVSC

### Lạm phát giảm - động lực cho chính sách tiền tệ

Kinh tế Việt Nam đang bước sang một xu thế mới với những biến đổi mạnh mẽ của nền kinh tế và tài chính toàn cầu. Xu thế mới này đòi hỏi Chính phủ Việt Nam phải có những bước đi linh hoạt hơn trong các kế hoạch cũng như chính sách của mình, nhằm thích ứng với những biến động trong thời gian tới. Trong tháng qua bức tranh nền kinh tế và tài chính toàn cầu đã thay đổi mạnh mẽ, và căn bản đã cho thấy một giai đoạn khó khăn trước mắt. Trước tình hình như vậy các chính sách ứng phó của Việt Nam, đặc biệt là chính sách tiền tệ sẽ cho chúng ta nhiều suy ngẫm và dự báo.

Lạm phát đã được kiềm chế, đây có thể coi như thành công bước đầu của chính sách tiền tệ thắt chặt đã được Chính phủ Việt Nam thực thi từ đầu năm. Trong 4 tháng gần đây lạm phát chỉ tăng trung bình 0,67%/ tháng. Đặc biệt trong tháng 10 lạm phát đã không những không tăng mà còn giảm 0,19%, báo hiệu khả năng giảm phát. Sau 4 tháng lạm phát thấp, có thể nói các chính sách thắt chặt tiền tệ đã phát huy tác dụng.

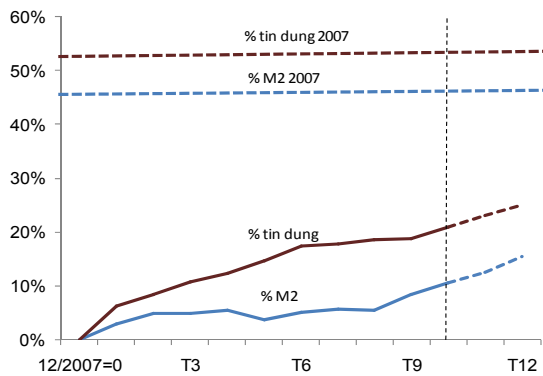
Dấu hiệu chứng tỏ chính sách tiền tệ tác dụng lên lạm phát là yếu tố lạm phát gốc (loại bỏ yếu tố lương thực thực phẩm) của Việt Nam đã giảm. Lạm phát gốc là yếu tố khá quan trọng để khẳng định lạm phát đã giảm dưới tác động của chính sách thắt chặt tiền tệ.

Như vậy, xu thế giảm của lạm phát là khá rõ ràng. Lạm phát giảm có thể sẽ là động lực chính để Chính phủ Việt Nam thực hiện các chính sách nói lỏng tiền tệ - chủ động dùng chính sách tiền tệ như một công cụ định hướng, thậm chí đi trước thị trường nhằm đón đầu kích thích tổng cầu, chống nguy cơ đình trệ kinh tế. Trước tình hình như vậy, chúng tôi cho rằng các hệ quả sau có thể diễn ra đối với diễn biến tiền tệ:

- Lãi suất giảm mạnh trong thời gian tới. Mặt bằng lãi suất huy động dự báo hạ xuống còn khoảng 10% vào thời điểm cuối năm 2008.
- Các hoạt động tín dụng được sẽ được chủ động nói lỏng trở lại. Dự báo đến quý I/2009 các kênh cho vay vốn sẽ được “khởi thông” mạnh mẽ hơn với mặt bằng lãi suất thấp, tăng trưởng tín dụng đạt trung bình 3%-4% tháng.

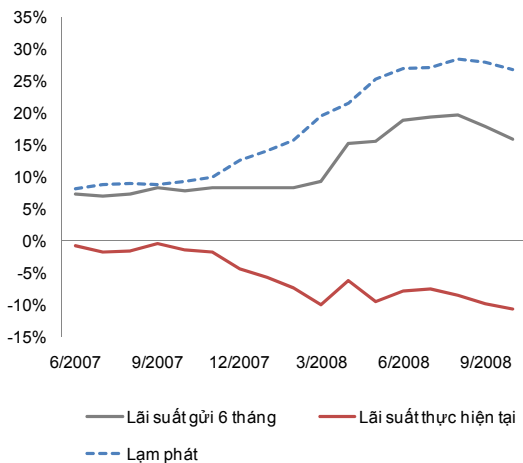
Chính sách tiền tệ dự báo có thể được nói lỏng trở lại có ý nghĩa quan trọng. Trước dấu hiệu nền kinh tế có khả năng bước vào suy thoái, việc sử dụng chính sách tiền tệ một cách chủ động sẽ giúp giải quyết nhiều vấn đề căn bản của nền kinh tế. Bên cạnh yếu tố lạm phát, việc bảo đảm sức sản xuất của nền kinh tế và hệ thống doanh nghiệp có ý nghĩa sống còn trong tình hình hiện nay. Bảo đảm tổng cung sẽ là cách kiểm soát lạm phát tốt nhất về lâu dài. Trong tình hình mới, chính sách tiền tệ sẽ có vai trò chủ động và là yếu tố đi trước diễn biến của nền kinh tế.

## So với năm 2007, tăng trưởng tín dụng và cung tiền được kiềm chế rất thấp trong năm 2008

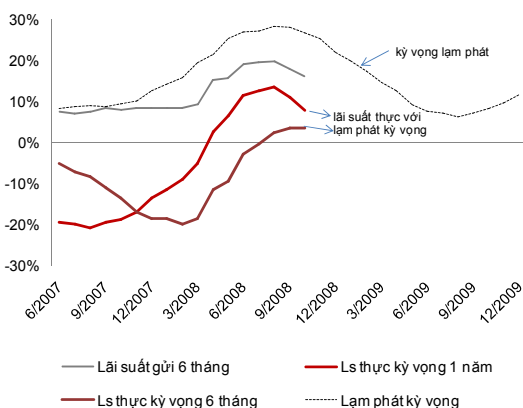


Nguồn: SBV, BVSC

## Lãi suất thực vẫn chưa thực dương nếu tính theo lạm phát hiện tại...



## ...nhưng đã thực dương nếu tính theo lạm phát kỳ vọng, người gửi tiền đã có lợi



(\*)  $Ls \text{ thực kỳ vọng } T(t) = Ls \text{ tiền gửi}(t) - \text{lạm phát}(t+T)$   
 $T = 6 \text{ tháng}, 1 \text{ năm}...$

Nguồn: SBV, BVSC

## Các luận cứ khác

Theo kế hoạch năm nay, “room” cho tăng trưởng tín dụng còn khá nhiều. So sánh mức tăng trưởng tín dụng và cung tiền M2 của năm 2007, mức tăng trưởng năm nay rất khiêm tốn. Sau 9 tháng, tăng trưởng tín dụng chỉ đạt khoảng 18,5% so với cuối năm 2007, trong khi chỉ tiêu giới hạn cả năm là 30%. Tổng phương tiện thanh toán, hay cung tiền M2, chỉ tăng 6,3%. Sự co thắt lại của hệ thống ngân hàng đã làm cung tiền giảm tăng trưởng mạnh. Cần nhớ rằng mức tăng tín dụng và cung tiền M2 của năm 2007 lần lượt là 54% và 46%. Mặc dù các con số chỉ để so sánh, song có thể nhận thấy cung tiền đã được kiểm soát rất chặt chẽ trong năm 2008.

Đối với vấn đề bảo đảm lãi suất thực dương, với bức tranh lạm phát trước mắt, chúng tôi cho rằng vấn đề này đã được bảo đảm. Nếu tính lãi suất thực dương dựa theo kỳ vọng lạm phát (sự mất giá của tiền từ nay về sau) thay vì dựa theo lạm phát hiện tại (mức giá hiện nay so với thời gian trước), thì người gửi tiền vẫn có lợi, và lãi suất thực vẫn dương. Với mức dự báo lạm phát của chúng tôi năm 2009 có thể dưới 10%, thì với lãi suất tiền gửi hiện nay các kỳ hạn 6 tháng đến 1 năm từ 12% đến 14%, những người gửi tiền đã có mức lãi thực dương. Theo tính toán dựa trên lạm phát kỳ vọng, lãi suất thực đã dương từ lâu.

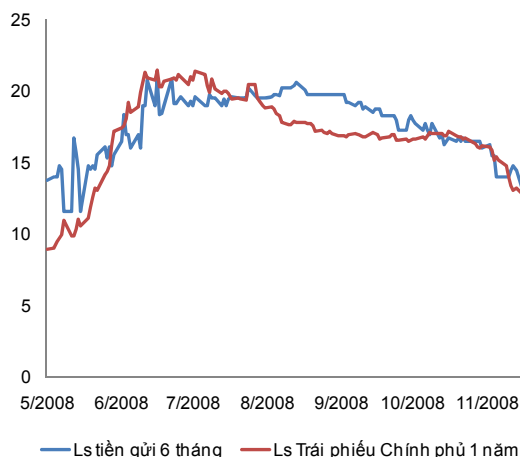
Do vậy, việc duy trì mức lãi suất huy động cao như hiện nay chỉ khiến người gửi tiết kiệm có lợi. Xu thế hạ lãi suất sẽ được giảm nhanh dưới áp lực của thị trường.

## Bài toán tăng trưởng tín dụng

Với hạn mức trần tăng trưởng tín dụng dự kiến là 30%, “room” tăng trưởng còn lại khá nhiều cho những tháng còn lại. Nguồn vốn hiện nay cũng đã khá chủ động. Tuy nhiên, các ngân hàng vẫn chưa muốn đẩy mạnh cho vay. Một số nguyên nhân cơ bản bao gồm *độ tín nhiệm của doanh nghiệp thấp* và xu thế *giảm sức cầu tín dụng* của nền kinh tế đang là một bài toán khó đối với việc triển khai tăng tín dụng của ngân hàng.

Một nguồn tiêu thụ tín dụng lớn trước đây là các dự án đầu tư công sẽ được mở trở lại. Với xu thế giảm phát, Chính phủ có lẽ sẽ phải là đầu tàu trong việc thúc đẩy trở lại nhu cầu tiêu dùng. Các dự án bị cắt giảm trong giai đoạn thắt chặt tiền tệ có thể sẽ là được đánh giá lại tính hiệu quả và tiếp tục thực hiện các dự án cần thiết để thúc đẩy tổng cầu. Như vậy chúng ta có thể mong chờ một “cú hích” đến từ Chính phủ trong việc sử dụng hiệu quả và linh hoạt hơn chính sách tài khóa. Vai trò của đầu tư công trong giai đoạn tới rất quan trọng, không chỉ là phục vụ tạo ra các sản phẩm của việc đầu tư đó, mà còn thực hiện nhiệm vụ tạo thị trường và sức cầu cho các ngành khác (chẳng hạn khu vực đầu tư công là nguồn tiêu thụ sắt thép khổng lồ cho các doanh nghiệp thép). Bằng việc nói lỏng tín dụng, các dự án đầu tư công cũng sẽ được cung cấp vốn với chi phí thấp hơn. Chính phủ cũng cần tạo điều kiện khuyến khích thêm các doanh nghiệp tư nhân tham gia vào các dự án đầu tư công này với mục đích thúc đẩy tổng cầu.

### Thanh khoản ngân hàng có xu hướng giảm căng thẳng cùng mặt bằng lãi suất giảm



Nguồn: SBV, BVSC

Đối với khối xuất nhập khẩu, trước viễn cảnh xuất khẩu sẽ gặp khó khăn, và dự kiến tăng trưởng kim ngạch dự kiến khó vượt qua 10% trong năm 2009, nhu cầu vốn đối với doanh nghiệp xuất khẩu sẽ giảm. Thị trường sụt giảm và sức cầu thể giới giảm sẽ là yếu tố khó khăn đối với tăng trưởng sản xuất và nhu cầu tín dụng đối với đối tượng này. Các doanh nghiệp nhập khẩu cũng sẽ đối diện với tình trạng tương tự khi hơn 80% giá trị hàng hóa nhập khẩu là dành cho sản xuất và xuất khẩu. Xuất khẩu giảm sẽ kéo nhập khẩu giảm theo. Nhập khẩu tiêu dùng có thể tăng song hiện chỉ chiếm hơn 10% giá trị nhập khẩu.

Đối với lĩnh vực xây dựng bất động sản, tăng trưởng tín dụng sẽ khó khăn do 2 nguyên nhân: *giải quyết vấn đề nợ xấu* trong quý IV đối với các khoản vay BĐS trước đây và *thị trường BĐS tiếp tục suy thoái*. Hiện nay gần như ngân hàng vẫn nói “không” với cho vay bất động sản. Bất động sản đã từng là đối tượng tạo tăng trưởng tín dụng chủ lực của ngân hàng trong năm 2007. Rõ ràng ngân hàng đã mất đi một nguồn tiêu thụ tín dụng lớn. Chúng tôi cho rằng bản thân ngành xây dựng bất động sản và cho vay bất động sản sẽ khó có thể triển khai ít nhất đến hết quý I/2009.

Như báo cáo kỳ trước, chúng tôi có đề cập đến hướng Việt Nam sẽ có thể dựa nhiều hơn vào sức cầu trong nước để làm nguồn lực tăng trưởng, trong đó có nhấn mạnh vai trò của các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs). Năm 2008 là năm vô cùng khó khăn đối với SMEs dưới chính sách thắt chặt tiền tệ. Tình thế sẽ thay đổi trong thời gian tới khi chính sách tiền tệ chuyển dần sang nới lỏng. Các doanh nghiệp SMEs được tạo điều kiện tăng trưởng đón đầu cung cấp sức sản xuất trong nước là điều có thể được dự đoán trước. Số lượng các doanh nghiệp SMEs chiếm tới 90% tổng số doanh nghiệp cả nước, dự báo sẽ nâng cao vai trò và sẽ đóng góp khoảng 50% giá trị GDP trong năm 2009. Chúng tôi tiếp tục tin tưởng vào sự tăng trưởng của các ngành sản xuất các mặt hàng bán lẻ, gia dụng, thiết yếu v.v.. Dự báo kênh tín dụng có lẽ sẽ được tạo chảy nhiều hơn vào ngành này.

Tiêu dùng cá nhân có thể được các ngân hàng đẩy mạnh hơn trong thời gian tới để kích thích tiêu dùng. Đây là nhóm khá dễ trong việc thúc đẩy dư nợ tín dụng nhất vì vấn đề lãi suất không ảnh hưởng quá nhiều đến nhu cầu vốn. Chúng tôi cho rằng trong thời gian tới các ngân hàng sẽ chú trọng nhiều hơn đến sản phẩm bán lẻ.

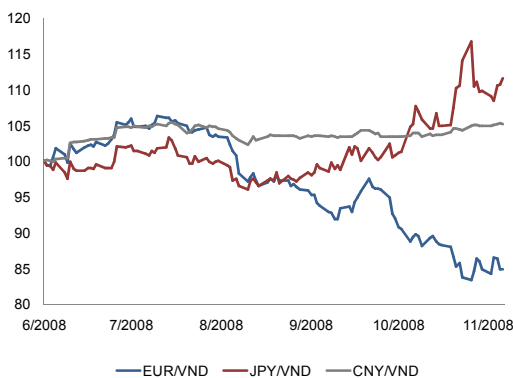
Trong khi chưa tìm được đầu ra khi lãi suất vẫn còn cao, rất nhiều ngân hàng trong thời gian qua đã dùng nguồn vốn đầu tư vào trái phiếu. Chỉ tính riêng trong tháng 10, khối nước ngoài đã bán ròng gần 1 tỷ US\$ trái phiếu, và đối tượng mua chủ yếu là các ngân hàng thương mại do dự đoán lãi suất sẽ giảm. Nếu thực sự lãi suất giảm nhanh trong thời gian tới, các ngân hàng sẽ thu được một khoản lợi nhuận không nhỏ. Tuy nhiên, một rủi ro có thể xuất hiện là một số ngân hàng sẽ có thể dùng nguồn vốn ngắn hạn để đầu tư trái phiếu khiến việc đầu tư trái phiếu mang tính đầu cơ cao. Lãi suất huy động ngắn hạn tại một số ngân hàng vẫn ở mức cao 15%-16% và đây là điều nghịch lý đáng lưu ý. Về dài hạn, ngành kinh doanh chính của ngân hàng sẽ vẫn là tìm cách tăng trưởng tín dụng. Áp lực giải ngân vốn và bài toán

### USD lên giá so với các đồng tiền khác - USD index tăng 20% trong thời gian qua



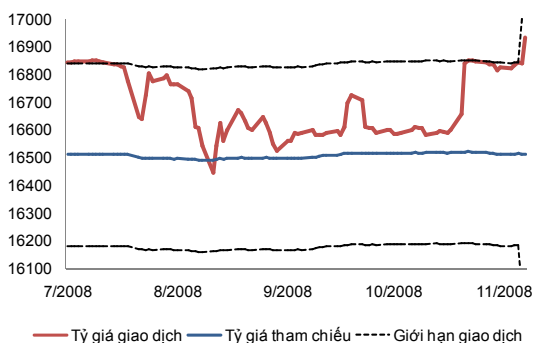
Nguồn: Bloomberg

### Tăng/giảm giá của VND so với một số đồng tiền chủ chốt



Nguồn: Bloomberg

### Sau một thời gian ổn định, tỷ giá trở lại xu thế tăng với giao dịch chạm biên giới hạn



Nguồn: SBV, Bloomberg

tìm lợi nhuận sẽ buộc các ngân hàng phải tìm thị trường giải ngân cho mình. Nếu còn tiếp tục khó khăn, các ngân hàng sẽ buộc phải giảm nhu cầu huy động vốn. Chúng tôi cho rằng trước khi bài toán tăng trưởng tín dụng được giải, trước mắt mặt bằng lãi suất sẽ còn tiếp tục giảm sâu hơn nữa.

### Nói lòng tiền tệ và Tỷ giá

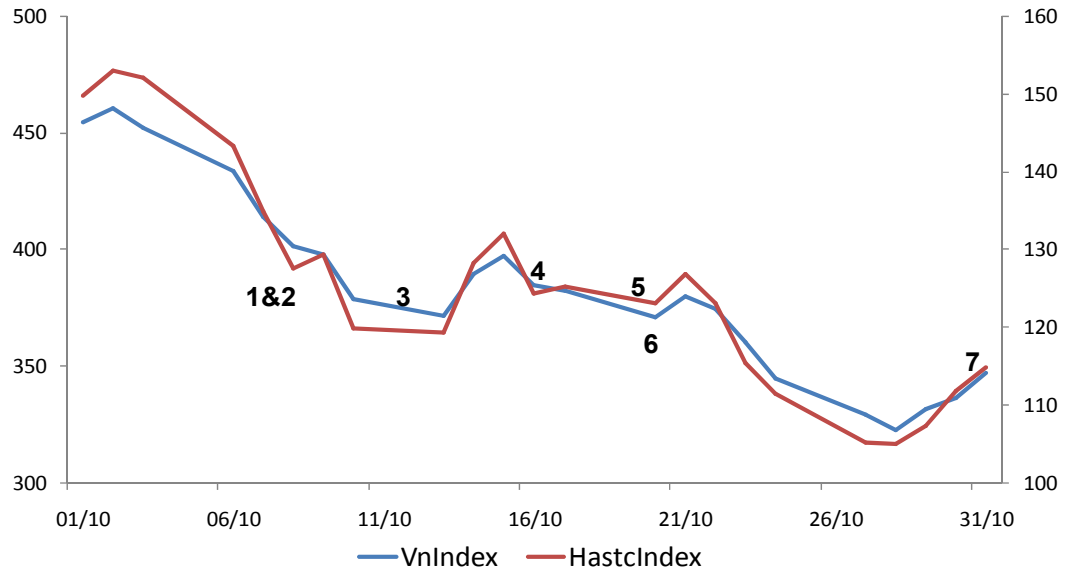
Diễn biến tỷ giá sau một thời gian ổn định đang có xu hướng tăng lên mặt bằng mới trước những động thái nói lòng tiền tệ của NHNN. Quyết định mới đây của NHNN trong việc nâng biên độ từ giá từ +/-2% lên +/-3% đã phần nào cho thấy xu thế tăng tỷ giá được khẳng định. Hiện nay tỷ giá được giao dịch dao động ở mức 17.000-17.400VND/USD. Xu thế tăng này đến từ một số nguyên nhân chủ yếu sau:

- **Kích thích xuất khẩu chống giảm phát:** Lạm phát giảm và tỷ giá danh nghĩa tăng sẽ góp phần kích thích xuất khẩu, tăng sức cạnh tranh của các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam. Dự báo về việc xuất khẩu sẽ gặp khó khăn và nguy cơ giảm phát kinh tế thế giới trong thời gian tới là nguyên nhân chính để chính sách tỷ giá có những bước đi thích hợp.
- **VND đã lên giá nhiều so với các đồng tiền khác:** VND đã neo vào USD với một tỷ giá khá ổn định trong thời gian qua, trong khi đồng USD tăng giá mạnh so với các đồng tiền chủ chốt khác. Điều này dẫn tới việc VND lên giá so với các đồng tiền này, làm tăng khó khăn cho xuất khẩu Việt Nam đối với thị trường các nước này. USD index tăng gần 20% trong 2 tháng qua. VND đã lên giá mạnh so với các đồng tiền khác ngoại trừ đồng Yên của Nhật Bản.
- **Xu thế cung cầu ngoại tệ:** Nguồn thu ngoại tệ từ xuất khẩu gặp khó khăn và dòng vốn đầu tư nước ngoài có khả năng sụt giảm dẫn tới cung cầu ngoại tệ đang dần nghiêng về phía cầu. Trong thời gian cuối năm nhu cầu nhập khẩu có thể tăng trở lại. Nhập siêu trong 3 tháng gần nhất vẫn ở mức dưới 1 tỷ USD nhưng doanh thu xuất khẩu đang sụt giảm ngay trong quý IV đang gây nên những lo ngại tiềm ẩn về sự biến động của tỷ giá nếu không có những điều chỉnh kịp thời đón trước.

Trước tình hình như vậy, chúng tôi cho rằng tỷ giá từ nay đến cuối năm sẽ tiếp tục tăng nhẹ, nhiều khả năng dao động quanh mức 17.000-17.500 VND/USD. Mức dự báo này tiếp tục thống nhất với quan điểm dự báo tỷ giá trong báo cáo từ tháng 6 của BVSC.

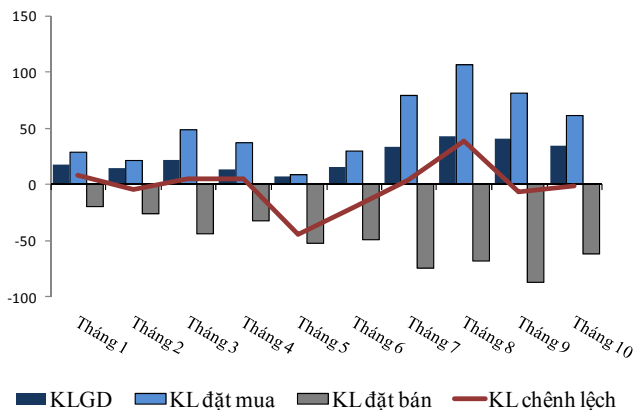
## BÁO CÁO THỊ TRƯỜNG

### Diễn biến thị trường trong tháng 10



- (1) 08/10: Giá xăng giảm 500 đồng/lít;
- (2) 08/10: FED và các ngân hàng trung ương lớn đồng loạt giảm lãi suất;
- (3) 13/10: Các ngân hàng trung ương tuyên bố sẽ cung cấp USD không giới hạn cho các tổ chức tài chính nhằm phục hồi niềm tin và đảm bảo thanh khoản;
- (4) 17/10: Giá xăng tiếp tục giảm 500 đồng/lít, dầu diesel giảm 300 đồng/lít;
- (5) 20/10: NHNN giảm lãi suất cơ bản từ 14% xuống 13%; tăng lãi suất tiền gửi dự trữ bắt buộc từ 5% lên 10%; giảm lãi suất tái cấp vốn từ 15% xuống 14%, lãi suất tái chiết khấu từ 13% xuống 12%, lãi suất cho vay qua đêm từ 15% xuống 14%; thanh toán trước hạn tín phiếu NHNN bắt buộc;
- (6) 20/10: Chỉ số giá tiêu dùng CPI tháng 10 được công bố với mức giảm 0,19%;
- (7) 31/10: Giá xăng tiếp tục giảm thêm 500 đồng/lít

### Giá trị giao dịch đặt mua, bán tại sàn HoSE



Đơn vị: Tỷ đồng

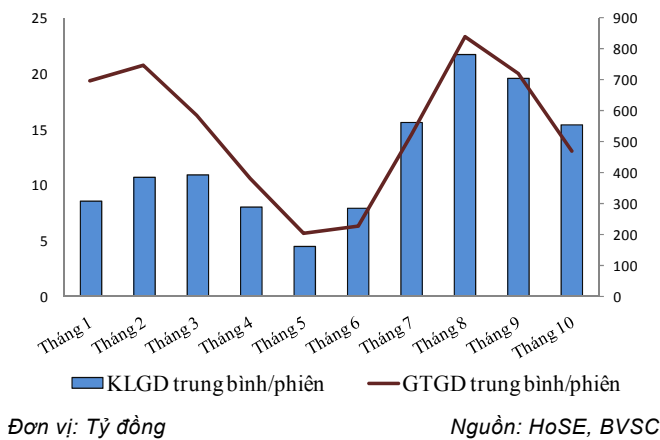
Nguồn: HoSE, BVSC

Trong tháng 10, thị trường đã đón nhận khá nhiều thông tin tích cực về tình hình vĩ mô trong nước. Cùng với xu thế giảm của giá dầu trên thị trường thế giới, giá xăng dầu trong nước cũng đã có tới 3 đợt giảm trong tháng này. Tháng 10 cũng là tháng đầu tiên trong năm 2008 có chỉ số CPI với chiều hướng giảm. Ngân hàng Nhà nước đã có các điều chỉnh lãi suất cơ bản từ 14% xuống 12%.

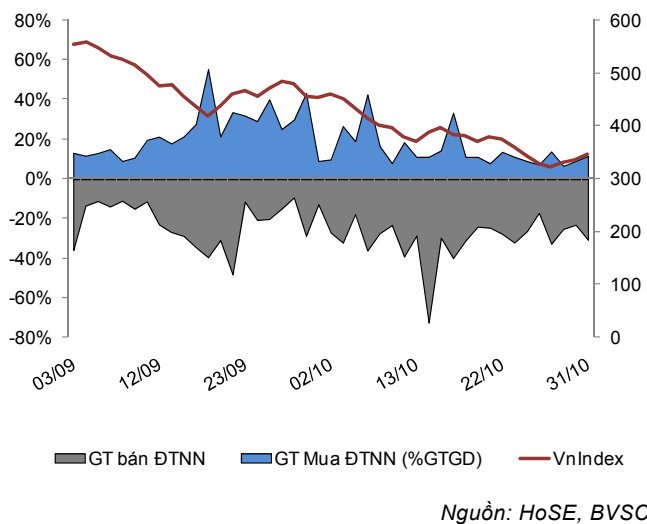
Mặc dù vậy, chiều hướng chính của thị trường là khá tiêu cực do chịu ảnh hưởng trực tiếp từ diễn biến của thị trường thế giới. Tuy có sự hồi phục trong một số phiên cuối tháng nhưng chỉ số VnIndex cũng đã giảm tới 24% trong khi mức giảm của HastcIndex là 22,7%.



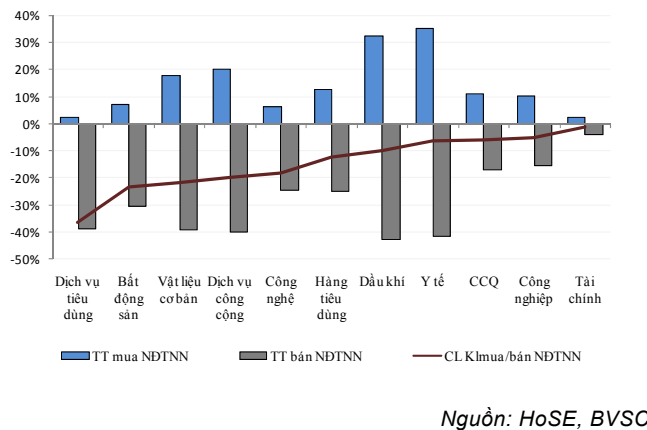
### Khối lượng giao dịch, giá trị giao dịch bình quân phiên tại sàn HoSE



### Tỷ lệ mua/bán trên tổng giá trị giao dịch của thị trường.



### Tỷ lệ mua/bán trên tổng giá trị giao dịch phân theo ngành



Điểm sang của thị trường trong giai đoạn vừa qua là tuy thị trường có nhiều phiên giảm khá mạnh và liên tiếp nhưng vẫn luôn có lượng cầu mua vào và đảm bảo tính thanh khoản ở mức trung bình. Khối lượng và giá trị giao dịch bình quân trong tháng tiếp tục giảm đi nhưng tương quan cung cầu ở mức khá cân bằng.

### Giao dịch của NĐTNN

Trong tháng 10, giao dịch của khối đầu tư nước ngoài được đặc biệt quan tâm. Những rủi ro của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đã khiến cho các nhà đầu tư nước ngoài bán ròng liên tiếp 18 phiên trong tháng 10 và điều này đã ảnh hưởng trực tiếp đến TTCK Việt Nam cũng như tâm lý của các nhà đầu tư trong nước.

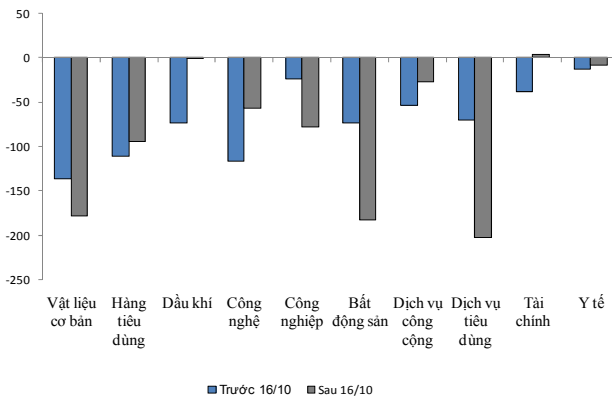
Xem xét quá trình mua/bán của khối NĐTNN, chúng tôi nhận định việc bán ra của khối này mang tính chất khá ổn định trong suốt giai đoạn vừa qua. Khối này luôn duy trì lượng bán với tỷ lệ tương đương với 20% tổng giá trị giao dịch của toàn thị trường. Tỷ lệ bán/tổng khối lượng giao dịch chỉ đột biến trong khoảng từ 10 đến 15 tháng 10 do hiện tượng phá sản của ngân hàng đầu tư Lehman Brothers. Do đó, một cách nhìn khác về hiện tượng bán ròng của khối NĐTNN là các tổ chức này tạm thời không tham gia mua ở thời điểm hiện tại. Với bối cảnh nền kinh tế thế giới và Việt Nam như hiện tại và tương lai còn quá nhiều yếu tố rủi ro thì việc tăng tỷ lệ tiền mặt và giải ngân thận trọng là điều hoàn toàn dễ hiểu.

Tất nhiên, chúng tôi cũng không phủ nhận việc một lượng vốn không nhỏ đang được rút ra khỏi thị trường tài chính Việt Nam. Riêng trong tháng 10, khối ngoại bán ra lượng trái phiếu tương đương với 13.970 tỷ VND và 1.545 tỷ VND cổ phiếu niêm yết trên sàn HoSE. Mục đích bán ra của các tổ chức ở thời điểm hiện tại rất khác nhau. Tuy nhiên theo chúng tôi đánh giá, phần lớn các quỹ đầu tư nước ngoài ở Việt Nam là các quỹ đóng và chiến lược đầu tư của các quỹ thường là dài hạn với tầm nhìn từ 3 – 5 năm. Khi đầu tư vào Việt Nam họ đã đánh giá những lợi thế riêng và tiềm năng tăng trưởng của Việt Nam trong dài hạn, nên việc rút vốn của đa số quỹ khỏi Việt Nam không thể là chuyện một sớm một chiều.

Phân tích theo nhóm ngành, có thể thấy khối đầu tư nước ngoài bán ròng đối với tất cả các nhóm ngành. Đặc biệt các ngành như Dịch vụ tiêu dùng, Bất động sản, Vật liệu cơ bản, Dịch vụ công cộng là các nhóm ngành có tỷ lệ bán ròng trên 20% tổng giá trị giao dịch toàn thị trường.

Tuy nhiên nếu xem xét chênh lệch giá trị mua/bán theo 2 giai đoạn (trước và sau ngày 16 tháng 10), chúng tôi thấy xu hướng

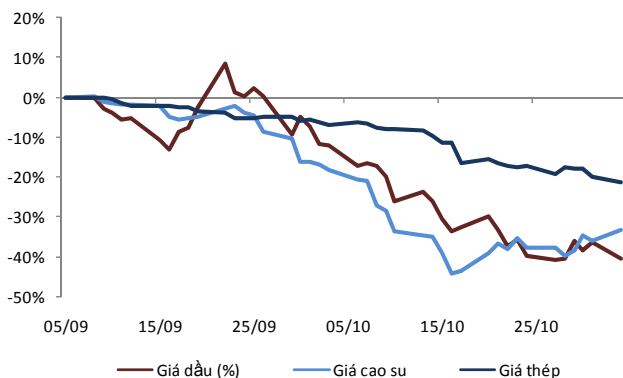
### Chênh lệch mua/bán phân theo ngành



Đơn vị: Tỷ đồng

Nguồn: HoSE, BVSC

### Giá nguyên liệu thô kể từ đầu tháng 9



Nguồn: Bloomberg, BVSC

giao dịch của khối này đang có các chuyển biến theo chiều hướng tích cực hơn. Sau sự phá sản của tập đoàn tài chính Lehman Brothers, cho tới ngày 16 tháng 10 việc bán gần như được thể hiện trên tất cả các ngành. Điều này khá tương quan với xu hướng tâm lý của thế giới được thể hiện rõ nhất qua chỉ số CBOE VIX (đo nỗi lo sợ) đã tăng mạnh trong phiên giao đoạn đó. Khi yếu tố tâm lý đã dần qua đi (chỉ số CBOE VIX bắt đầu có dấu hiệu được cải thiện), khối NĐTNN đã có các sàng lọc kỹ hơn trong việc lựa chọn các ngành lựa chọn bán. Khối này vẫn duy trì và có phần tăng bán đối với các ngành đang chịu ảnh hưởng bởi các chuyển biến xấu của nền kinh tế thế giới như các ngành Vật liệu cơ bản, Công nghiệp, Bất động sản, Dịch vụ tiêu dùng.

Diễn hình nhất là ngành Vật liệu cơ bản. Các doanh nghiệp trong ngành này đang chịu ảnh hưởng lớn bởi tổng cầu của thế giới đang giảm mạnh và mặt bằng giá sản phẩm của các doanh nghiệp này đang có chiều hướng giảm. Diễn biến giá các loại nguyên liệu như giá thép, giá cao su hay giá dầu trên thị trường thế giới cho thấy các loại hàng hóa này đều có xu thế giảm giá mạnh trong tháng 10. Điều này có thể lý giải cho việc các mã cổ phiếu như DPM, HPG, DPR ... được khối ngoại bán ra mạnh trong thời gian qua. Ngoài ra việc hàng tồn kho cũng là một trong các rủi ro tiềm ẩn của ngành này.

Ngược lại, đối với các ngành không chịu ảnh hưởng nhiều bởi yếu tố giảm cầu của nền kinh tế thế giới khối NĐTNN đang có xu hướng giảm bán rõ rệt. Các ngành này bao gồm các ngành Dầu khí, Công nghệ, Dịch vụ công cộng và Y tế. Đặc biệt chỉ có ngành Dầu khí và Tài chính được khối nước ngoài bán ròng trong giai đoạn vừa qua.

Cho tới thời điểm hiện tại, hiện tượng NĐTNN bán với mọi giá đã phần nào giảm bớt. Trong thời gian tới khối NĐTNN vẫn sẽ duy trì việc bán ở mức tương đối ổn định như thời điểm hiện tại. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá lượng bán của khối này sẽ tập chung vào các ngành chịu nhiều ảnh hưởng xấu của diễn biến vĩ mô. Việc mua của các nhà đầu tư nước ngoài sẽ diễn ra khi giá trị cơ bản ở mức quá hấp dẫn và tình hình kinh tế vĩ mô bắt đầu đi vào chu kỳ ổn định hơn.

### Kết quả kinh doanh quý III

Nhìn về kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong quý III năm nay chúng ta có thể thấy hiệu quả sử dụng vốn trong 3 quý của năm 2008 giảm mạnh so với 3 quý của năm 2007. Tính đến quý III, chỉ còn 3 ngành Dầu khí, Dịch vụ công cộng và Vật liệu cơ bản là duy trì được hiệu quả sử dụng vốn so với 3 quý cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, với diễn biến giá nguyên vật liệu như hiện nay, hiệu quả sử dụng vốn trong quý IV của



**So sánh tỷ lệ ROE các quý III năm 2008 với cùng kỳ năm 2007**

ROE HOSE	Tổng 3 quý đầu năm 07	Tổng 3 quý đầu năm 08	Chênh lệch 3 quý	Chênh lệch quý III
Công nghệ	20%	13%	-7%	1%
Công nghiệp	13%	11%	-2%	-1%
Dầu khí	24%	24%	1%	0%
Dịch vụ công cộng	16%	16%	0%	0%
Dịch vụ tiêu dùng	9%	6%	-3%	0%
Hàng tiêu dùng	16%	13%	-4%	0%
Vật liệu cơ bản	24%	28%	4%	0%
Y tế	19%	13%	-7%	0%
Bất động sản	16%	5%	-11%	-1%

Nguồn: HoSE, BVSC

ngành Vật liệu cơ bản sẽ khó giữ được hiệu quả như 3 quý vừa qua. Mức giảm hiệu quả sử dụng vốn mạnh nhất thuộc về ngành Công nghệ và Bất động sản. Đối với ngành Bất động sản đó là các khó khăn về chi phí vốn, chi phí nguyên vật liệu đầu vào và khó khăn trong việc tìm đầu ra trong bối cảnh thị trường kém thanh khoản. Thông qua những giải trình về biến động kết quả kinh doanh trong quý III của nhiều doanh nghiệp, chúng tôi nhận thấy nhiều doanh nghiệp đã đề cập đến các khó khăn về chi phí lãi vay cao, nhu cầu giảm, hay các khoản trích lập dự phòng giảm giá do đầu tư tài chính, hàng tồn kho....là nguyên nhân cho hiệu quả kinh doanh giảm.

So sánh các chỉ tiêu doanh thu, lợi nhuận của các doanh nghiệp trong quý II và quý III, chúng tôi nhận thấy lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh của nhiều ngành có tốc độ giảm mạnh hơn tốc độ giảm của doanh thu, phản ánh khá rõ mức độ ảnh hưởng của lạm phát, chi vốn cao đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

**So sánh các chỉ tiêu lợi nhuận của quý II và III năm 2008**

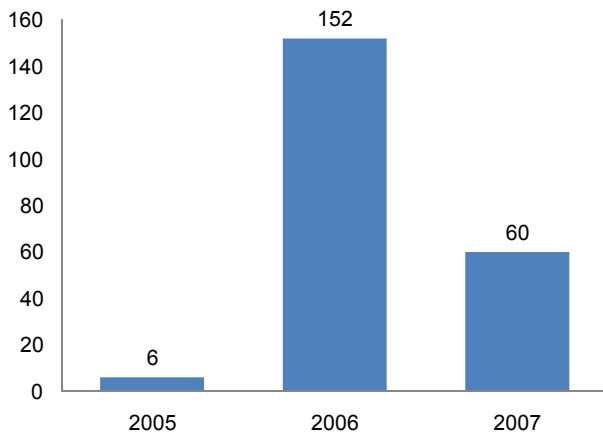
	Doanh thu			Lợi nhuận gộp			Lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh			Lợi nhuận sau thuế		
	QII/08	QIII/08	Thay đổi (%)	QII/08	QIII/08	Thay đổi (%)	QII/08	QIII/08	Thay đổi (%)	QII/08	QIII/08	Thay đổi (%)
Công nghệ	9,863	8,293	-15.9	1,130	735	-35.0	310	353	14.0	177	322	82.4
Công nghiệp	11,650	10,096	-13.3	1,706	836	-51.0	875	384	-56.1	767	601	-21.7
Dầu khí	3,558	3,357	-5.7	437	294	-32.8	293	233	-20.5	301	282	-6.5
Dịch vụ công cộng	2,021	1,608	-20.4	542	274	-49.4	426	306	-28.2	432	321	-25.7
Dịch vụ tiêu dùng	1,932	1,725	-10.7	249	8	-96.8	50	10	-79.5	41	23	-44.8
Hàng tiêu dùng	9,672	10,660	10.2	2,014	1,176	-41.6	703	555	-21.0	624	950	52.1
Vật liệu cơ bản	6,706	6,111	-8.9	1,399	1,012	-27.7	1,055	660	-37.4	999	821	-17.8
Y tế	785	976	24.4	333	413	24.1	71	60	-16.4	59	81	38.3
Bất động sản	890	1,083	21.8	393	309	-21.4	142	199	40.2	72	323	347.6

Nguồn: Báo cáo tài chính các công ty, BVSC

Dù nhiều doanh nghiệp có kết quả lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh trong quý III không thuận lợi khi so với kết quả trong quý II, tuy nhiên nhiều doanh nghiệp đã có nỗ lực thực hiện các biện pháp để tăng lợi nhuận sau thuế thông qua các hoạt động mang tính bất thường như bán một phần cơ sở vật chất, hiện thực hoá lợi nhuận tài sản tài chính hay hoãn trích lập dự phòng. Biến động của thu nhập khác đã giúp lợi nhuận sau thuế trong quý III của các doanh nghiệp. Những giải pháp mang tính ngắn hạn nhằm có kết quả kinh doanh quý III thuận lợi trong ngắn hạn nhưng xét về dài hạn, việc sử dụng các tài sản đầu tư dài hạn để hiện thực hoá lợi nhuận trong ngắn hạn sẽ không thể là cơ sở cho sự phát triển bền vững của doanh nghiệp.

Tuy gặp nhiều khó khăn trong quý tới, nhưng theo đánh giá

**Số lượng các Công ty niêm yết thêm trong năm**



của chúng tôi, trong quý IV các ngành Dịch vụ công cộng và ngành Hàng tiêu dùng (thiết yếu) sẽ vẫn duy trì được hiệu quả kinh doanh. Đối với các ngành Tài chính, Bất động sản đã xuất hiện những yếu tố cho sự hồi phục nhưng để các giải pháp mang tính vĩ mô thể hiện trong kết quả kinh doanh theo chúng tôi cần ít nhất là 6 tháng nữa.

## **Nhìn về phía trước**

### **Ưu đãi thuế**

Qua thống kê của chúng tôi, có 152 doanh nghiệp đã được niêm yết trên cả hai sàn trong năm 2006 và trong năm 2009 các doanh nghiệp này sẽ không được hưởng ưu đãi thuế. Các doanh nghiệp niêm yết trong năm 2006 được giảm 50% thuế trên mức thuế trung bình ở mức khoảng 28% (nếu nằm trong dạng ngành nghề ưu đãi thì mức thuế sẽ là 15%-20%). Việc ngừng ưu đãi thuế trong năm tới sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp này trong năm 2009.

### **Thuế chứng khoán**

Việc áp dụng thuế thu nhập chứng khoán sẽ có ảnh hưởng tới thị trường chứng khoán trong thời gian tới. Một dẫn chứng điển hình của sự lo ngại là việc các doanh nghiệp trên sàn đẩy mạnh việc trả cổ tức bằng tiền mặt trong thời điểm hiện tại (tuy thường quý III không phải là thời điểm hay trả cổ tức). Việc trả cổ tức này sẽ tránh được khoản áp thuế trong thời điểm đầu năm sau. Các doanh nghiệp đăng ký trả cổ tức trong đợt này tương đối cao so với mặt bằng trong quá khứ. Tuy đây là tín hiệu tốt cho các cổ đông, nhưng sẽ khiến dòng tiền của doanh nghiệp giảm đáng kể. Trong bối cảnh lãi suất cho vay còn ở mức cao, doanh nghiệp sẽ mất đi lợi thế cạnh tranh về chi phí vốn với các doanh nghiệp khác.

### **Tác động của diễn biến lãi suất đối với thị trường**

Chúng tôi dự báo vào cuối quý I, đầu quý II năm sau, khi lãi suất giảm xuống khoảng 12%, là mức hợp lý để kích thích nhu cầu vay vốn của những doanh nghiệp với dự án kinh doanh ổn định. Sức cầu tiêu dùng trong nước cũng được kích thích và thị trường đầu ra của các doanh nghiệp trở nên khả quan hơn. Khi đó hệ thống ngân hàng sẽ giải quyết được bài toán kiểm soát rủi ro, đẩy tốc độ giải ngân tín dụng nhanh hơn. Nền kinh tế sẽ dần lấy lại đà tăng trưởng và thị trường chứng khoán cũng đi vào giai đoạn phát triển ổn định.

Nếu nhìn dài hạn, những nhóm ngành được hưởng lợi nhiều nhất khi lãi suất được điều chỉnh giảm theo chúng tôi gồm có bất động sản, chứng khoán và đi kèm với đó, có thể cho phản ứng nhanh hơn là ngành vật liệu xây dựng. Đây là những

ngành bị ảnh hưởng nặng nhất khi thắt chặt tiền tệ, lượng cầu sụt giảm, danh mục đầu tư mất giá, thị trường kém thanh khoản. Khi chính sách tiền tệ được nới lỏng, sức cầu nói chung của toàn bộ nền kinh tế sẽ tăng lên. Tuy nhiên, sức cầu nói riêng đối với các ngành này sẽ có mức tăng mạnh nhất, do đã bị thắt chặt trong giai đoạn trước. Chi tiêu công cũng được giải ngân thêm vốn, các công trình xây dựng dở dang sẽ tiếp tục được triển khai – đây cũng là 1 trong những cách mà Trung Quốc áp dụng trong gói giải pháp 586 tỷ USD gần đây để kích thích cầu. Nhu cầu về vật liệu xây dựng và đi kèm với đó là giá các mặt hàng này sẽ được đẩy lên. Về mặt nguồn vốn cho các doanh nghiệp cũng sẽ thông thoáng hơn, chi phí vốn được giảm xuống, góp phần đẩy cao biên lợi nhuận.

#### **Tính hấp dẫn tương đối của thị trường chứng khoán**

Chỉ số VnIndex đã mất 25% số điểm trong tháng 10, trong đó một số mã chứng khoán đã có mức giảm khá mạnh trên 35% như HPG, PPC, DPR... Trong bối cảnh nền kinh tế trong nước và trên thế giới đang tăng trưởng chậm lại, hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp được dự báo sẽ còn gặp khó khăn trong năm tới. Tuy nhiên với giả định trong trường hợp xấu, EPS năm tới của các doanh nghiệp giảm đi 30%, khi đó với mức giá hiện nay, nhiều doanh nghiệp vẫn duy trì được mức P/E khoảng 8 đến 10. Với mức P/E này, nếu so sánh với lãi suất ngân hàng đang trong chiều hướng giảm dần chúng tôi nhận thấy nếu các nhà đầu tư trong nước sẵn sàng đầu tư dài hạn, thì cổ tức mang lại cho các nhà đầu tư đã khá ngang bằng với mức lãi suất ngân hàng, trong khi có thể thu được mức lợi nhuận cao khi thị trường tăng trưởng trở lại.

Trong giai đoạn vừa qua, giá các mặt hàng vật liệu cơ bản trên thế giới đã sụt giảm đáng kể. Điều này đã ảnh hưởng lớn đến kỳ vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành vật liệu cơ bản và giá cổ phiếu của các doanh nghiệp này sụt giảm mạnh. Tuy nhiên, với nỗ lực của chính phủ các nước G20, đặc biệt là gói giải pháp 586 tỷ USD gần đây của chính phủ Trung quốc sẽ góp phần kích thích cầu, thúc đẩy nền kinh tế thế giới tăng trưởng. Nhu cầu về vật liệu cơ bản trên thế giới nói chung và Trung Quốc, một trong những quốc gia tiêu thụ nguyên liệu cơ bản lớn, nói riêng sẽ góp phần đẩy giá các mặt hàng này tăng trở lại. Khi đó các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành này ở Việt nam cũng sẽ nhanh chóng vượt qua khó khăn. Chúng tôi nhận định đây chính là cơ hội đầu tư dài hạn tiềm năng với các cổ phiếu này.

## **Dự báo thị trường và khuyến nghị**

Như báo cáo trước, chúng tôi vẫn giữ quan điểm và dự báo VnIndex sẽ đạt được mức xung quanh 460 điểm ở thời điểm cuối năm. Sau một giai đoạn sụt giảm mạnh và xác lập đáy mới, thị trường trong nước cũng như ngoài nước đang tự điều chỉnh tới một mức giá ổn định hơn. Các rủi ro của nền kinh tế thế giới cũng như một số các chuyển biến của kinh tế Việt Nam sẽ cần thêm thời gian để xác định xu thế. Tuy nhiên, trong thời gian tới biên độ giao động của thị trường sẽ rất lớn. Thị trường sẽ giao động mạnh xung quanh mốc 350 và nhiều khả năng thị trường sẽ thử cả hai đáy (313) và đỉnh (388) ngắn hạn của giai đoạn trước.

Ở thời điểm hiện tại, các nhà đầu tư nên cân đối giữa mức độ rủi ro có thể chấp nhận và mức độ lợi nhuận yêu cầu. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên duy trì một khoản tiền mặt trên 50% trong cơ cấu doanh mục đầu tư do trong thời điểm hiện tại còn có nhiều rủi ro tiềm ẩn. Từ quan điểm đầu tư dài hạn, với mặt bằng P/E của VnIndex ở mức 8-9x như hiện nay thì việc đầu tư giá trị thực sự rất hấp dẫn. Đặc biệt là đối với các ngành và công ty có giá trị cơ bản tốt và ít chịu rủi ro của diễn biến kinh tế vĩ mô. Các ngành hấp dẫn đầu tư dài hạn ở thời điểm hiện tại là các ngành Dịch vụ công cộng, Dầu khí và Y tế.

## Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo tháng của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường diễn ra trong tháng và dự báo xu thế trong thời gian tới. Báo cáo không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. 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. Nhà đầu tư cũng nên tìm sự hỗ trợ từ các tư vấn của mình trước khi đưa ra quyết định.

Tất cả những số liệu, thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và khách quan. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không bảo đảm rằng các nguồn thông tin này là chính xác, và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong bản báo cáo cũng sẽ có thể được thay đổi mà không cần báo trước.

Bản 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, 2008.

### Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Kinh tế vĩ mô & Chiến lược thị trường

Phòng Phân tích

**Ts. Phạm Thành Thái Lĩnh**

Chiến lược thị trường

[linhppt@bvsc.com.vn](mailto:linhppt@bvsc.com.vn)

**Ths. Phạm Tiến Dũng**

Chiến lược thị trường

[dungpt@bvsc.com.vn](mailto:dungpt@bvsc.com.vn)

**Cn. Hoàng Anh Tuấn**

Phân tích đầu tư

[tuanhoang@bvsc.com.vn](mailto:tuanhoang@bvsc.com.vn)

**Ths. Tống Minh Tuấn**

Kinh tế Vĩ mô

[tuantm@bvsc.com.vn](mailto:tuantm@bvsc.com.vn)

**Ths. Nguyễn Xuân Bình**

Phân tích đầu tư

[binhnx@bvsc.com.vn](mailto:binhnx@bvsc.com.vn)

## Liên hệ

**Trụ sở chính tại Hà Nội**

Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm

Tel: (84-4)-928 8080

Fax: (84-4)-928 9899

**Chi nhánh Hồ Chí Minh**

11A Nguyễn Công Trứ, Quận I

Tel: (84-8)-821 8564

Fax: (84-8)-914 7477