

2010



## TÍN HIỆU LẠC QUAN

Tháng 2 tiếp tục chứng kiến sự tích lũy của thị trường, tuy nhiên cũng cần chú ý đó là trong tháng 2 này, thị trường đã nghỉ tết 9 ngày. Thị trường vẫn đứng vững trong khoảng giá hẹp 480-515 điểm. Các điều chỉnh chính sách tiền tệ và tỷ giá trong tháng 2 đã có những tác dụng ban đầu với nhiều lãi suất chủ chốt đang giảm dần và kỳ vọng lạc quan rằng dòng tiền trong nền kinh tế sẽ được khai thông khi quy chế cho vay trung và dài hạn của các ngân hàng thương mại được thông qua. Điều này giúp nhà đầu tư trở nên lạc quan hơn về một triển vọng kinh tế tích cực trong những tháng sắp tới.

Trong tháng 3 tới đây thị trường sẽ đón nhận nhiều tin tức hỗ trợ về kết quả kinh doanh trong quý 1 của nhiều doanh nghiệp, các kế hoạch kinh doanh cho năm 2010, tin tức tăng vốn, trả cổ tức tại các đại hội cổ đông thường niên. Tuy nhiên, với rủi ro lạm phát cao vẫn có khả năng xảy ra, những tin tức tích cực trên có lẽ vẫn chưa đủ để tạo thành một đợt tăng điểm lớn và có lẽ xu hướng rõ ràng của thị trường sẽ được quyết định bởi chỉ số CPI tháng 3.

Thông thường, quá trình tích lũy đi ngang tiếp theo đó sẽ tạo ra một đợt phân hóa. Điều này sẽ khuyến khích các dòng tiền đầu cơ đổ vào thị trường chứng khoán qua các ngành được hưởng lợi từ các điều chỉnh chính sách vĩ mô vừa qua như ngân hàng-tài chính, mỏ-khai khoáng, than, cũng như các ngành có tính chất mùa vụ như thực phẩm- đồ uống. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng dòng tiền đầu cơ cũng sẽ tiếp tục tìm tới cổ phiếu của các doanh nghiệp có tin chia tách cổ phiếu, trả cổ tức ở mức cao hoặc có tin tăng vốn trong mùa đại hội cổ đông sắp tới đây.



### Căng thẳng lạm phát

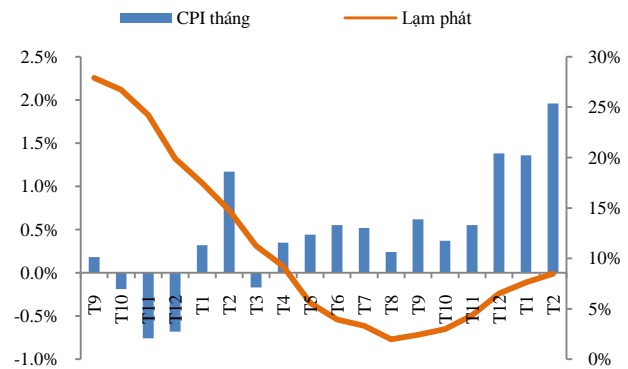
CPI tháng 2 tăng 1,96% tương ứng với con số dự báo của chúng tôi đồng thời cũng là mức tăng cao nhất trong vòng 20 tháng trở lại đây và kéo lạm phát 2 tháng đầu năm lên mức 3,35%, gần bằng một nửa mục tiêu 2010 được đề ra. Lạm phát tính cho 12 tháng do đó đã leo lên mức 8,46% và nhiều khả năng lạm phát sẽ chạm mức 2 con số ngay trong quý I năm nay. Theo chu kỳ hàng năm, chỉ số CPI thường giảm mạnh sau dịp Tết cổ truyền. Tuy nhiên, trong điều kiện kinh tế thế giới hồi phục, giá các nguyên liệu đầu vào như dầu, khoáng sản, lương thực...trên thế giới có xu hướng tăng trong khi giá nguyên liệu đầu vào trong nước như xăng dầu, than, điện, nước cũng như các loại hình dịch vụ như giá vé máy bay, vận tải đều đồng loạt tăng đã và đang tiếp tục gây áp lực nặng nề lên lạm phát nên mức giảm của CPI trong tháng tới có thể sẽ không quá cách xa so với tháng 2.

Việc Chính phủ ban hành thông tư cho phép áp dụng lãi suất thỏa thuận cho các khoản vay trung và dài hạn cho thấy ngân hàng nhà nước đang khơi thông dòng vốn phục vụ cho việc đầu tư dài hạn của nền kinh tế. Áp dụng lãi suất thỏa thuận cho các khoản vay trung dài hạn sẽ khiến cho chi phí đầu vào của doanh nghiệp cụ thể là lãi vay sẽ tiếp tục tăng. Theo mô hình dự đoán của chúng tôi, CPI tháng tới có thể tăng trong khoảng 1,1-1,3%.

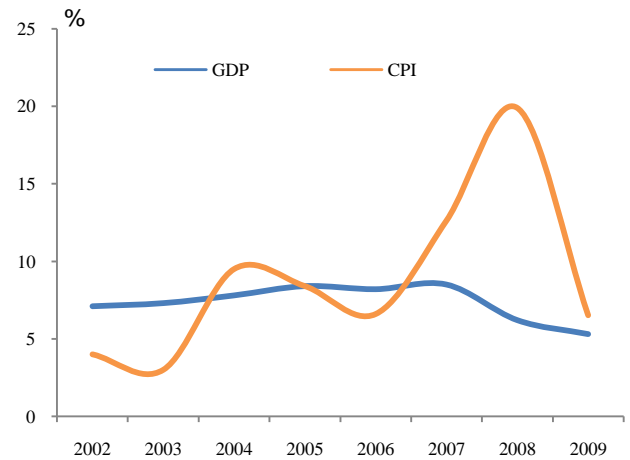
### Xuất nhập khẩu ảm đạm

Đúng theo chu kỳ hàng năm, hoạt động xuất nhập khẩu thường giảm sút trong tháng Tết khi các hoạt động sản xuất, kinh doanh tạm ngừng hoặc hoạt động cầm chừng. Xuất khẩu trong tháng 2 vì thế đã giảm 20% so với tháng trước đó và đạt mức 3,7 tỷ USD trong khi kim ngạch nhập khẩu giảm tới 30%, tương ứng với đạt 4,4 tỷ USD. Như vậy, nhập siêu tháng này giảm xuống còn 700 triệu USD, gần bằng một nửa so với tháng trước đó. Thâm hụt thương mại giảm liên tục trong vòng 2 tháng trở lại đây là điều đáng mừng, nhưng số liệu thống kê cho thấy, mức thâm hụt cùng kỳ năm ngoái lại chỉ bằng một nửa so với năm nay nên khoảng cách giữa xuất khẩu và nhập khẩu vẫn đang tiếp tục trong xu hướng gia tăng.

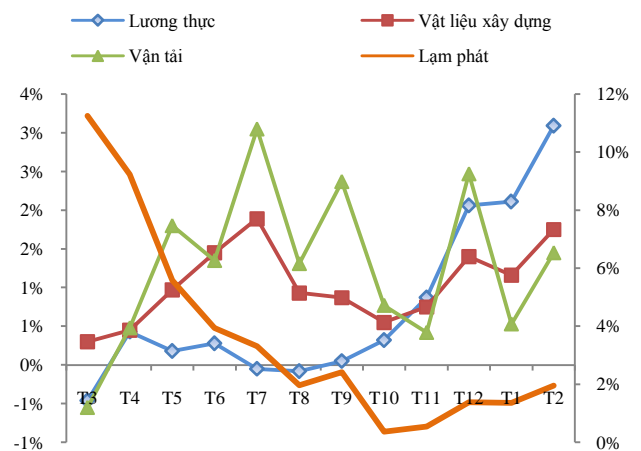
### CPI tháng



### GDP & CPI hàng năm



### CPI ngành



Nguồn: GSO, SBS

Theo chúng tôi đánh giá, việc giảm giá đồng Việt Nam trong tháng vừa rồi thực tế đã không ảnh hưởng nhiều tới mức giảm nhập khẩu trong tháng 2, nhưng ảnh hưởng của nó lên hoạt động xuất nhập khẩu có thể sẽ sâu rộng hơn trong các tháng tới, cụ thể là giảm nhập khẩu và tăng xuất khẩu. Nhưng để đạt được mục tiêu này cũng không phải dễ do máy móc, thiết bị, nguyên liệu đầu vào là những mặt hàng không thể giảm lại chiếm tỷ trọng khá lớn trong cơ cấu nhập khẩu.

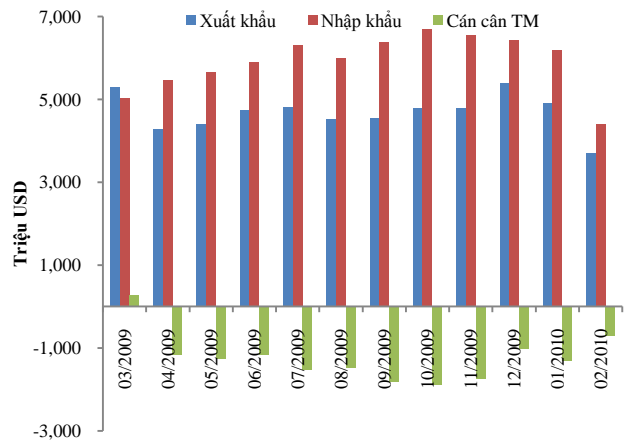
**Giải ngân FDI tăng so với cùng kỳ**

Sau 2 tháng đầu năm, FDI thu hút mới vào Việt Nam đạt 1,62 tỷ USD, giảm 40% so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, chỉ tiêu quan trọng nhất là giải ngân thực tế lại đạt 1,1 tỷ USD, tăng 10% so với cùng kỳ năm ngoái.

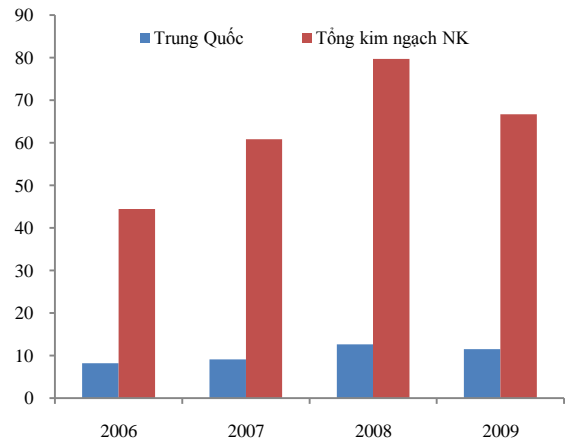
Trong bối cảnh kinh tế thế giới đang hồi phục sau thời kỳ khủng hoảng, dòng vốn FDI sẽ tích cực tìm đến địa chỉ có khả năng sinh lời cao. Theo thống kê mới nhất của Grant Thornton International, đầu tư trực tiếp vào Việt Nam đem lại tỷ suất lợi nhuận cao nhất thế giới. Do đó, chúng ta hoàn toàn có cơ sở trong việc kỳ vọng về một năm khởi sắc về khả năng thu hút vốn đăng ký cũng như giải ngân FDI của Việt Nam. Thêm vào đó, nỗ lực bình ổn tỷ giá hối đoái của Chính phủ thông qua việc giảm giá đồng nội tệ, đưa về sát với giá trị thực sẽ thêm phần củng cố niềm tin của nhà đầu tư nước ngoài vào thị trường Việt Nam.

**Bình luận về cơ chế cho vay theo lãi suất thỏa thuận.** Việc cơ chế lãi suất cho vay theo lãi suất thỏa thuận cho các khoản vay trung và dài hạn mới được Ngân hàng Nhà nước chấp thuận mới đây thay vì tăng lãi suất cơ bản như nhiều chuyên gia dự đoán đã góp phần làm giảm đi những mối quan ngại về sự bế tắc đối với nguồn vốn cho các doanh nghiệp cũng như các cá nhân có nhu cầu vay vốn khi nhu cầu vay vốn của người dân và doanh nghiệp và nguồn vốn của ngân hàng có thể dễ dàng gặp nhau hơn. Hiện tại, mặc dù lãi suất cho vay đến các đối tượng vẫn đang ở mức cao, tuy nhiên chúng tôi cho rằng đây cũng không phải là điều đáng lo lắng khi cơ chế này

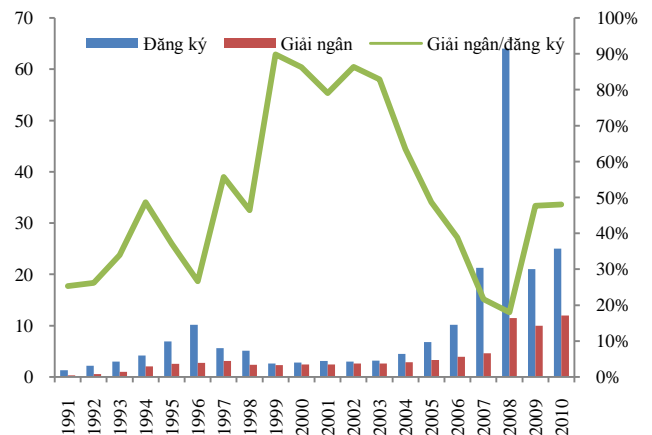
**XNK theo tháng**



**Nhập khẩu từ Trung Quốc**



**FDI qua các năm**



Nguồn: SBS, GSO, CEIC

đang đóng vai trò điều tiết: ngân hàng sẽ quản lý việc giải ngân dựa trên tiêu chí chất lượng của khách hàng để lựa chọn gói sản phẩm phù hợp, dòng tiền sẽ dần dần đi vào nền kinh tế trong khi chỉ những doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh hiệu quả mới dám chấp nhận lãi suất đầu vào cao đồng thời các ngân hàng sẽ có thể lựa chọn những khách hàng tốt để thực hiện cho vay vốn. Trong điều kiện như vậy, rủi ro nợ xấu của các ngân hàng vẫn ở trong tình trạng kiểm soát.

Về mặt nguồn vốn, các ngân hàng có thêm điều kiện hỗ trợ nhằm cân đối nguồn vốn theo các kỳ hạn và chấm dứt tình trạng duy trì một mặt bằng lãi suất huy động đồng nhất giữa ngắn hạn và dài hạn như hiện nay. Lãi suất huy động ngắn hạn sẽ có xu hướng giảm xuống trong khi lãi suất huy động dài hạn sẽ tăng dần theo các kỳ hạn. Như vậy, đường cong lãi suất sẽ trở về dạng bình thường có xu hướng đi lên, lãi suất huy động dài hạn tăng dần sẽ khuyến khích nhu cầu gửi tiền dài hạn. Điều này cũng được kỳ vọng sẽ mang đến một tác động tích cực tới thị trường trái phiếu sơ cấp.

Theo quan điểm của chúng tôi, khả năng sinh lời của các doanh nghiệp trong năm 2010 sẽ giảm so với năm 2009 khi các chi phí đầu vào bao gồm chi phí tài chính tăng lên, tuy nhiên chúng tôi cho rằng tình trạng lãi suất cho vay cao sẽ chỉ diễn ra trong thời gian ngắn do cơ chế cho vay theo lãi suất thỏa thuận mang nhiều tính thị trường hơn sẽ kích thích các ngân hàng cạnh tranh về lãi suất để thu hút được khách hàng tốt. Chúng tôi dự báo với cơ chế cho vay theo lãi suất thỏa thuận, lãi suất huy động cũng như lãi suất cho vay của các ngân hàng thương mại sẽ tiếp tục giảm dần, tiếp tục xu hướng lãi suất vào cuối tháng 2/2010.

### **Áp dụng trần lãi suất huy động USD cho các tổ chức**

Căng thẳng tỷ giá và sự chênh lệch lớn giữa tỷ giá niêm yết với tỷ giá tự do luôn là một trong những vấn đề được nhà đầu tư quan tâm nhất, chúng tôi đã từng đề cập vấn đề này trong một báo cáo trước đây. Trong tháng 2, cùng với quyết định giảm giá trị đồng Việt Nam, Ngân hàng Nhà nước đã ra một quy định giảm lãi suất huy động USD của tổ chức còn 1%/ năm áp dụng cho các tổ chức kinh tế. Những động thái trên đã bắt đầu phát huy tác dụng: các ngân hàng mua vào USD với giá sát trần quy định, thu hẹp khoảng cách giữa tỷ giá niêm yết và tỷ giá tự do và sau khi những điều chỉnh về tỷ giá được công bố, tình trạng đầu cơ USD đã không xảy ra như trước đây do tỷ giá hiện tại đã phản ánh kỳ vọng của thị trường về một tỷ giá USD/VND hợp lý. Theo quan điểm của chúng tôi, nếu cán cân thanh toán trong những tháng tiếp theo được duy trì ở mức 2 tháng đầu năm và cán cân thanh toán sẽ có những chuyển biến tích cực hơn nữa thì khả năng điều chỉnh tỷ giá tiếp theo trong năm 2010 sẽ khó xảy ra. Thêm vào đó, lãi suất tiền gửi USD ở mức thấp cùng với chênh lệch lãi suất tiền gửi VND và USD hiện đang ở mức cao sẽ khuyến khích những tổ chức bán USD trước đó chuyển sang gửi bằng VND. Do vậy, chúng tôi cho rằng với tác động tích cực của những điều chỉnh trên, nguồn cung USD cũng như VND sẽ được cải thiện đáng kể và chính điều này sẽ góp phần làm giảm căng thẳng trong thanh khoản của các ngân hàng thương mại. Chúng tôi cho rằng mặc dù thời gian cho những chính sách trên phát huy tác dụng sẽ phải kéo dài một vài tháng nhưng quá trình này sẽ dần giải tỏa căng thẳng thanh khoản cho các ngân hàng đối với USD và VND. Bên cạnh đó, cơ chế cho vay theo lãi suất thỏa thuận đi kèm với tính thanh khoản được cải thiện của các ngân hàng sẽ hỗ trợ dòng vốn đi vào nền kinh tế dễ dàng hơn.

**Bình luận thị trường**

Trong 2 tháng vừa qua, thị trường đã giao dịch trong biên độ hẹp giữa 480 điểm và 515 điểm nhưng khối lượng và giá trị giao dịch vẫn ở mức thấp. Quá trình tích lũy đi ngang kéo dài dường như đã cho thấy rằng những kỳ vọng của nhà đầu tư về triển vọng kinh tế vĩ mô cũng như về thu nhập của cổ phiếu phần lớn đã được phản ánh vào giá cổ phiếu trong một vài tháng tới. Cung cầu cân bằng đi kèm với quá trình tích lũy đi ngang khiến chúng tôi cho rằng rất nhiều cổ phiếu hiện đang nằm trong vùng giá hợp lý. Tuy nhiên, thị trường dường như vẫn đang chờ đợi một tín hiệu thực sự để quyết định xu hướng sắp tới và cho tới khi tín hiệu như trên xuất hiện, thị trường sẽ tiếp tục quá trình tích lũy và nếu quá trình tích lũy càng dài thì xu hướng sắp tới sẽ càng trở nên vững chắc. Một lý do khác giải thích cho quá trình tích lũy đi ngang đó là cùng với những tin tức hỗ trợ từ các doanh nghiệp như kế hoạch kinh doanh cho năm 2010, kết quả kinh doanh của quý 1 tích cực, các kế hoạch tăng vốn chủ sở hữu thì rủi ro lạm phát cao trong năm 2010 đã khiến nhiều nhà đầu tư trở nên thận trọng và đứng ngoài thị trường theo dõi các động thái chính sách để chọn thời điểm thích hợp trở lại thị trường. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sự phân hóa đã bắt đầu diễn ra khi dòng tiền đầu cơ có xu hướng tập trung vào những cổ phiếu có tính chất mùa vụ như thực phẩm, đồ uống, sản phẩm tiêu dùng và cổ phiếu của các công ty được phép tăng giá bán sản phẩm đầu ra trong đầu năm 2010 như điện, khai khoáng, than và cổ phiếu của các ngân hàng, được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ các chính sách tiền tệ mới được thông qua trong đầu năm 2010.

# CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG SÀI GÒN THƯƠNG TÍN

---

## **Văn phòng TP.HCM**

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Q3, TP.HCM, Việt Nam

Tel : 84-8-62686868 ; Fax : 84-8-62595939

## **Văn phòng Hà Nội**

Tầng 6, 7, 88 Lý Thường Kiệt, Hà Nội, Việt Nam

Tel : 84-4-39428076 ; Fax : 84-4-39410233

## **Hỗ trợ khách hàng**

Tel: 84-8-914 7417, 84-8-914 7418

Email: [support@sbsc.com.vn](mailto:support@sbsc.com.vn)

Web: [www.sbsc.com.vn](http://www.sbsc.com.vn)

## **Liên hệ**

Lê Bá Hoàng Quang – Giám đốc CNHN

[quang.lbh@sbsc.com.vn](mailto:quang.lbh@sbsc.com.vn)

Hoàng Thanh Tuấn – Phó giám đốc CNHN

[Tuan.ht@sbsc.com.vn](mailto:Tuan.ht@sbsc.com.vn)

Trần Vũ Ngọc – [ngoc.tv@sbsc.com.vn](mailto:ngoc.tv@sbsc.com.vn)

Nguyễn Quý Thịnh – [thinh.nq@sbsc.com.vn](mailto:thinh.nq@sbsc.com.vn)

Những thông tin và nhận định mà SBS cung cấp trên đây là dựa trên đánh giá của chuyên viên phân tích tại ngày đưa ra bản báo cáo. Bản báo cáo này chỉ mang tính chất tham khảo nhằm giúp nhà đầu tư có đầy đủ thông tin hơn trong việc ra quyết định và có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần thông báo trước. Thông tin trong bản báo cáo này dựa trên những thông tin có sẵn được thu thập từ nhiều nguồn mà được tin là đáng tin cậy, tuy nhiên độ chính xác và hoàn hảo không được đảm bảo. SBS không chịu trách nhiệm cho những khoản lỗ trong đầu tư khi sử dụng những thông tin trong bản báo cáo này