

2009



VIỆT NAM

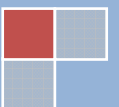
Sẵn sàng cho 1 chu kỳ mới

Năm 2009 kết thúc với nhiều thông tin tích cực từ nền kinh tế vĩ mô: lạm phát kết thúc năm ở mức 6,52% rất hợp lý sau khoảng thời gian nói lỏng của chính sách tiền tệ, GDP tăng dần qua các quý và tỷ lệ tăng trưởng cả năm thậm chí cao hơn so với kỳ vọng, VNIndex trải qua một trong những chặng đường tăng điểm dài nhất trong lịch sử. Nhưng những biến động không tích cực đến từ cán cân vãng lai, từ thị trường ngoại hối cũng đã góp phần tạo những hiệu ứng không mong đợi đối với những gì nền kinh tế và cả thị trường chứng khoán đã xây dựng từ đầu năm.

Nhìn về phía trước, những khó khăn sẽ tiếp tục tồn tại và con đường của tăng trưởng kinh tế sẽ trở nên gập ghềnh hơn với việc chính sách tiền tệ và tài khóa đang được chuyển biến theo hướng thắt chặt, bên cạnh đó những rủi ro từ một cán cân vãng lai thâm hụt vẫn hiện hữu, lạm phát có nguy cơ tăng cao sau hiệu ứng nói lỏng tiền tệ cùng với xu hướng tăng giá nguyên vật liệu đầu vào trên thị trường quốc tế.

Tuy vậy, chúng tôi tin tưởng vào sự hồi phục của nền kinh tế thế giới trong thời gian tới cũng như những tác động tích cực nó mang lại cho Việt Nam trên các lĩnh vực xuất khẩu, thu hút vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp. Cùng với đó chúng tôi tin tưởng vào những quyết tâm và chính sách vĩ mô được đưa ra đúng thời điểm nhằm hạn chế tối đa những mặt tiêu cực và giúp nền kinh tế duy trì sự ổn định và lấy lại đà tăng trưởng.

Thông thường, thị trường chứng khoán thường diễn biến trước tình hình kinh tế vĩ mô khoảng 3-6 tháng do vậy nếu nền kinh tế phục hồi mạnh mẽ vào quý 2-2010 thì quý 1-2010 có thể là thời gian thị trường thể hiện những kỳ vọng đó. Sự điều chỉnh trong hơn 1 tháng qua cũng đưa mặt bằng giá cổ phiếu về những mức thực sự hợp lý. Ngoài ra, nhận định của chúng tôi cũng được ủng hộ bởi những yếu tố như cơ bản của thị trường hiện đang hấp dẫn cũng như các mô hình phân tích kỹ thuật hiện tại đã chỉ ra tín hiệu mua vào hợp lý.



Tổng quan thị trường

Phiên giao dịch cuối cùng của năm 2009 đã khép lại với VNIndex đóng cửa tại mốc 494,77 điểm trong khi đó HNXIndex tăng tới 2%, đóng cửa tại mức 168,17 điểm, đánh dấu một năm đầy sôi động của thị trường chứng khoán Việt Nam. Thị trường đã trải qua một đợt tăng điểm dài tới gần 9 tháng sau khi chạm đáy 235 điểm vào tháng 2. Hàng loạt những kỷ lục về khối lượng giao dịch, thanh khoản, số lượng tài khoản mới... đều đã bị phá vỡ. Năm 2009 thực sự là một năm đáng nhớ của các nhà đầu tư. Tuy vậy, việc VNIndex không thể phá vỡ ngưỡng kháng cự 500 điểm với khối lượng giao dịch tăng cao của một phiên phân phối trong khi HNXIndex tăng tới 2% khiến nhà đầu tư tiếp tục quan ngại về một xu hướng rõ ràng trong những phiên giao dịch đầu năm 2010.

Giao dịch của NĐTNN

Tương tự như trong tháng 11, nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục mua ròng với tổng khối lượng mua ròng trên HOSE đạt 25,7 triệu cổ phiếu tương đương với giá trị 1.227,8 tỷ VND trong khi trên sàn HNX, nhà đầu tư nước ngoài đã mua ròng 1,3 triệu cổ phiếu tương đương với giá trị 93,8 tỷ đồng. Cổ phiếu của các nhóm ngân hàng-tài chính, bất động sản cũng như cao su tự nhiên vẫn thu hút được sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài. Thực sự, nhà đầu tư nước ngoài đã tuân thủ kỷ luật một cách rất chặt chẽ khi mua đều đặn trong những phiên thị trường điều chỉnh và bán mạnh dần trong những phiên giao dịch tăng điểm của thị trường.

Bình luận thị trường

Thị trường đã bớt căng thẳng sau một chặng đường khó khăn. Kết thúc tháng 12, những quan ngại về một xu hướng ảm đạm sau khi thị trường đã giảm điểm rất nhanh và mạnh đã làm nhiều nhà đầu tư lo lắng về một triển vọng thị trường lại rơi vào trạng thái ảm đạm một lần nữa. Nhưng khi độ dốc khi thị trường đi xuống lớn hơn độ dốc khi thị trường tăng điểm trong 2 tháng vừa qua đã hé lộ nhiều cơ hội mua vào đầy hấp dẫn theo các khía cạnh cả về cơ bản và kỹ thuật. Hơn nữa, trong cuối tháng 12, những thông tin tích cực về tình hình kinh tế vĩ mô như lạm phát tăng thấp hơn dự kiến, mục tiêu tăng trưởng tín dụng cho năm 2010 được công bố trong khi lãi suất cơ bản được giữ nguyên ở mức 8%. Đón nhận những tin tức tích cực trên, nhà đầu tư dài hạn và ngắn hạn đã mua gom dần

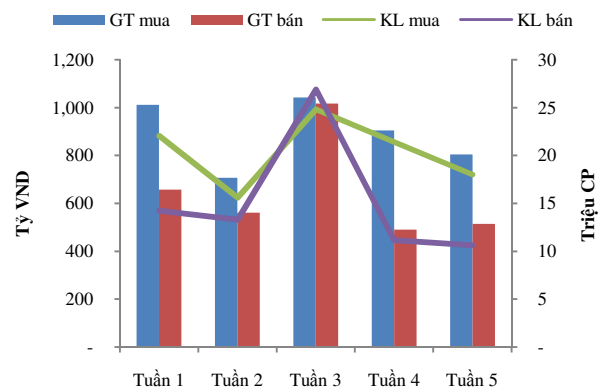
HOSE



HNX



Giao dịch NĐTNN tại HOSE



các cổ phiếu chủ chốt. Cho dù việc sử dụng đòn bẩy tài chính không còn nhiều như một vài tháng trước đây khi chi phí vốn cao hơn và một bộ phận nhà đầu tư vẫn còn kỳ vọng một xu hướng rõ ràng hơn, nhưng việc nhiều nhà đầu tư khác tự tin mua vào những loại cổ phiếu hấp dẫn đã giúp thị trường thoát khỏi một đợt giảm giá sâu hơn nữa.

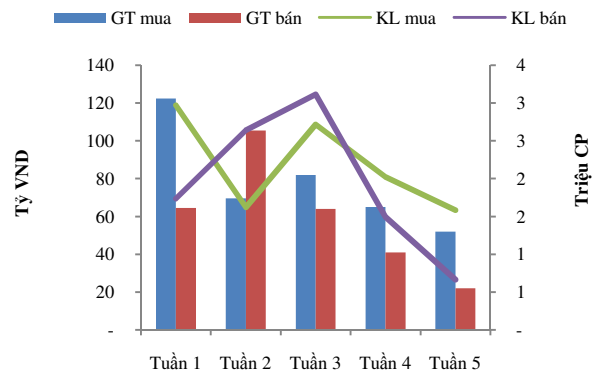
Áp lực bán giải chấp đã giảm bớt và cung-cầu của thị trường đã cân bằng hơn. Áp lực nguồn cung bán giải chấp đã phá vỡ nhiều ngưỡng hỗ trợ mạnh trên con đường từ 633 điểm về 430 điểm, áp lực bán giải chấp trở nên mạnh mẽ hơn khi VNIndex xuống dưới 450 điểm. Nhưng trái lại, cơ hội mua vào trở nên rõ ràng hơn khi thị trường rơi vào tình trạng quá bán, nhiều nhà đầu tư cũng tận dụng cơ hội này để mua vào nhằm quân bình giá cho những cổ phiếu được mua vào ở mức giá cao hơn trước đó. Lực mua vào bình quân giá và dò đáy khiến thanh khoản của thị trường được cải thiện đáng kể. Đổi lại, thanh khoản tăng lên đã tạo lập một điểm cân bằng mới cho thị trường. Như chúng tôi đã đề cập, áp lực bán ra chỉ mạnh nhất khi thị trường giảm xuống 450 điểm. Thực sự, đợt phục hồi trong 2 tuần cuối tháng 12 cũng đã giúp những nhà đầu tư muốn thoát ra khỏi thị trường có thể thoát vốn với giá tốt trong khi áp lực phải bán bằng mọi giá dường như cũng thấp hơn rất nhiều do nhà đầu tư kỳ vọng giá cổ phiếu của mình sẽ tăng lên trong những phiên thị trường đi lên.

Bài toán căng thẳng thanh khoản của ngân hàng chưa được giải xong và ảnh hưởng tới thị trường chứng khoán. Chúng tôi cho rằng tình trạng khó khăn về vốn của hệ thống ngân hàng thương mại chỉ diễn ra trong ngắn hạn. Sau khi năm 2009 kết thúc, trở ngại thanh khoản của các ngân hàng thương mại sẽ không còn căng thẳng như những tháng vừa qua khi các khoản vay ngắn hạn sẽ tới kỳ đáo hạn và kèm theo đó là mục tiêu tăng trưởng tín dụng cho năm 2010 ở mức 25% vừa được thông qua, các ngân hàng sẽ bước vào một chu kỳ cho vay mới. Một điểm đáng chú ý trong các biện pháp vĩ mô đó là quyết tâm chống lạm phát tăng cao trong năm tới; trong đó, sẽ dòng tiền đổ vào những khu vực dễ tạo bong bóng tài sản sẽ bị hạn chế và tập trung nguồn lực cho những kênh đầu tư sản xuất và dịch vụ mang nhiều giá trị gia tăng cần vốn cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Tuy trong ngắn hạn các chính sách này có thể sẽ gây sốc nhưng trong dài hạn, sự ổn định của nền kinh tế vĩ mô và hơn nữa khi các doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh dịch vụ có điều kiện tiếp cận vốn đầy đủ hơn, họ sẽ có thêm nhiều cơ hội mở rộng quy mô các hoạt động kinh doanh, góp phần tạo điều kiện nâng cao lợi nhuận của các doanh nghiệp này.

Hơn nữa, dòng tiền được duy trì tại một tỷ lệ hợp lý trên thị trường vốn sẽ tạo điều kiện cho các dòng vốn lưu chuyển nhịp nhàng nhằm hỗ trợ nhu cầu vốn cần thiết cho các lĩnh vực khác của nền kinh tế như sản xuất công nghiệp, dịch vụ hay nông nghiệp...

Thanh khoản sẽ tốt hơn khi các công ty chứng khoán nối lại hoạt động hỗ trợ tài chính và thời gian thanh toán được rút ngắn. Bước sang năm 2010, các công cụ tài chính hỗ trợ đầu tư chứng khoán sẽ tiếp tục được các công ty chứng khoán lớn cung cấp cho các nhà đầu tư nhằm đáp ứng nhu cầu sử dụng đòn bẩy của đầu tư tăng lên cùng với số lượng tài khoản mới mở tăng đáng kể. Chúng tôi muốn nói thêm rằng, thanh khoản tương đối cao trong những phiên giao dịch đầu năm hầu như không có sự góp mặt của đòn bẩy tài chính khi nhà đầu tư dường như vẫn còn e ngại về một xu hướng rõ ràng của thị trường. Nhưng đó chính là điều khiến chúng tôi lạc quan: việc các công ty chứng khoán cung cấp các sản phẩm đòn bẩy tài chính trở lại sẽ làm cho tính thanh khoản của thị trường được tiếp tục được nâng lên trong năm 2010. Một thuận lợi nữa cho thị trường chứng khoán đó là việc Bộ Tài chính dự định sẽ cho phép giao dịch ký quỹ và rút ngắn thời gian thanh toán bù trừ từ T+4 xuống

Giao dịch NĐTNN tại HNX



Nguồn: HOSE, HNX, SBS

còn T+2. Thời gian thanh toán được rút ngắn cũng đồng nghĩa với việc dòng tiền được quay vòng nhiều lần hơn, hay thanh khoản sẽ được tăng lên đáng kể.

Kỳ vọng về một dòng tiền mới. Trong thời gian vừa qua, dòng tiền tự do trong nền kinh tế đã bị phân tán ra nhiều kênh đầu tư lẫn đầu cơ khác nhau như vàng, ngoại tệ và bất động sản. Tình trạng tăng quá nóng của các kênh đầu tư trên thường là nguyên nhân xuất phát điểm của nhiều vấn đề kinh tế khác và những kênh đầu tư này thường gây ra nhiều khó khăn trong việc điều hành cũng như kiểm soát các dòng vốn của nền kinh tế. Với các chính sách vĩ mô trong năm 2010 nhắm tới mục đích kiềm chế lạm phát và sự tăng nóng thị trường bất động sản, chúng tôi cho rằng thị trường bất động sản trong năm 2010 sẽ hạ bớt sức nóng, như vậy bất động sản sẽ không còn giữ được sức hấp dẫn như trong năm 2009. Chúng tôi cũng cho rằng ngoại tệ cũng sẽ không có nhiều biến động mạnh để hấp dẫn dòng tiền đầu cơ do các chính sách về ngoại hối sẽ trở nên chặt chẽ hơn. Hoạt động của các sàn vàng cũng sẽ bị chấm dứt trong năm 2010. Như vậy, nguồn tiền tự do sẽ được sử dụng cho các mục đích thiết thực hơn, như bình ổn tình trạng thanh khoản của các ngân hàng thương mại, đẩy mạnh đầu tư vào sản xuất, kinh doanh và dịch vụ cũng như vào các khu vực kinh doanh thực tế hơn hoặc cũng có thể được sử dụng để đầu tư trái phiếu chính phủ cũng như cho các mục đích dài hạn khác. Tuy nhiên, chúng tôi cũng cho rằng một phần của các dòng tiền trên sẽ tìm cơ hội mới thị trường chứng khoán như những dòng tiền thông minh.

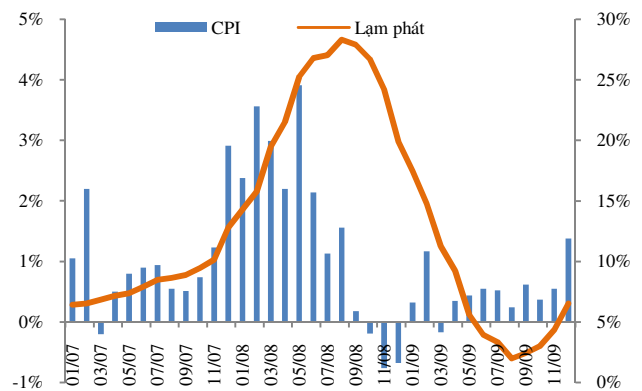
Nhưng còn đó những rủi ro. Ngoài những lý do đáng để lạc quan ở phía trên, một điều làm chúng tôi quan ngại đó là nguồn cung cổ phiếu có thể sẽ tăng mạnh trong năm tới khi hàng loạt các ngân hàng thương mại cỡ vừa và nhỏ đã lên kế hoạch niêm yết trên cả 2 sàn giao dịch. Quy mô vốn điều lệ trung bình của các ngân hàng này khoảng 2000-3000 tỷ VND. Như vậy, tổng nguồn cung mới tung ra thị trường sẽ khoảng 2 đến 3 tỷ cổ phiếu. Đồng hành cùng các ngân hàng thương mại, nhiều doanh nghiệp trong các ngành khác cũng đều lên kế hoạch lên sàn trong năm tới. Ngoài ra, nguồn cung cổ phiếu cũng sẽ tiếp tục được bổ sung từ việc các công ty niêm yết chia tách cổ phiếu, trả cổ tức bằng cổ phiếu thưởng hoặc phát hành thêm cổ phiếu ra công chúng. Nguồn cung tăng mạnh sẽ gây ra hiệu ứng pha loãng cho toàn thị trường. Nhưng với những quy định mới đây của Ngân hàng nhà nước về việc hạn chế dòng tiền từ các ngân hàng thương mại cho vay đầu tư chứng khoán, nguồn cung cổ phiếu áp đảo sẽ là một trở ngại cho quá trình tăng điểm của thị trường trong năm 2010.

Lạm phát tạm thời an toàn

Khép lại năm 2009 với nhiều biến động của kinh tế vĩ mô thời hậu khủng hoảng, lạm phát đã tăng 6.52% so với tháng 12 năm trước, thấp hơn so với mục tiêu đề ra. Có thể nói những điều chỉnh trong chính sách tiền tệ trong thời gian gần đây đã thể hiện tính dự báo trong kiềm chế lạm phát, với diễn biến như trong thời gian vừa qua, chúng tôi có lý do để tin tưởng những biến động theo chiều hướng có kiểm soát trong thời gian tới.

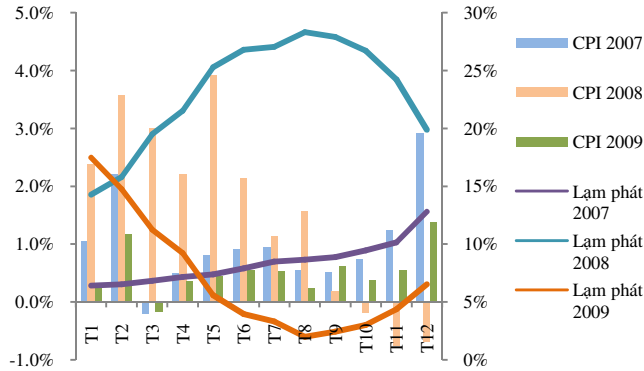
Biến động mạnh nhất trong năm 2009 phải kể đến nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng, giao thông với mức tăng lần lượt là 12,58% và 12,45%. Tài chính và bất động sản thường là 2 kênh đầu tiên hấp thụ dòng tiền được bơm vào nền kinh tế, do đó việc nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng tăng mạnh là điều dễ hiểu. Kinh tế hồi phục khiến nhu cầu mua bán vận chuyển hàng hóa tăng lên đã làm cho chỉ số CPI giao thông bắt đầu tăng mạnh kể từ tháng 5. Với tỷ trọng lên tới 47% trong rổ hàng hóa tính CPI, nhóm lương thực và thực phẩm lại chỉ tăng 5,78% trong cả năm phần nào lý giải lạm phát năm nay đã không tăng quá mạnh.

Lạm phát 12 tháng

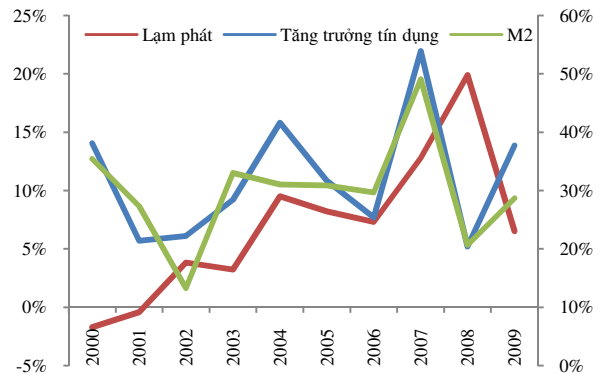


Nguồn: SBS, GSO

Lạm phát và dự báo



Tương quan TTĐD & Lạm phát



Nguồn: SBS, GSO

Số liệu thống kê cho thấy, sau khi tăng trưởng tín dụng tăng cao, chỉ số lạm phát sẽ không bị ảnh hưởng ngay lập tức mà thường có độ trễ. Điển hình như năm 2007, tăng trưởng tín dụng lên tới 54% nhưng lạm phát chỉ tăng có 12,8%, tuy nhiên 1 năm sau đó lạm phát đã tăng tới 20,4%. Điều này cho thấy các chính sách tài khóa và tiền tệ nới lỏng có thể gây những áp lực thực tế lên lạm phát và rủi ro đó đang ngày càng tăng.

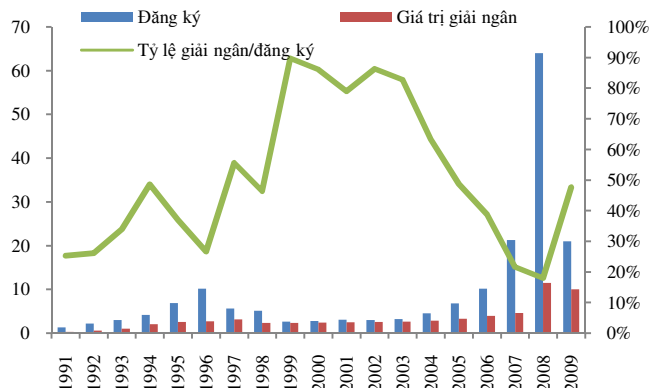
Giá hàng hóa và nguyên liệu giảm mạnh trong thời gian kinh tế toàn cầu suy thoái sâu kể từ tháng 9 năm 2008 nhưng bắt đầu hồi phục từ trung tuần tháng 4 năm nay nhờ những dấu hiệu tích cực từ kinh tế thế giới đã tác động khá mạnh đến lạm phát của Việt Nam do năm 2009 Việt Nam nhập siêu tới 12 tỷ USD. Một nguyên nhân chính nữa đóng góp vào lạm phát năm nay là vấn đề tiền đồng tiếp tục suy yếu so với đồng USD, điều này đồng nghĩa với việc doanh nghiệp phải bỏ nhiều nội tệ hơn để nhập khẩu cùng một món hàng, nguyên liệu so với trước đó, chi phí đầu vào của doanh nghiệp vì thế đã tăng đáng kể.

Trong năm 2010, kinh tế thế giới tiếp tục hồi phục sẽ tạo điều kiện cho hàng hóa và nguyên liệu tăng giá, đồng nghĩa với việc Việt Nam sẽ nhập khẩu lạm phát trong bối cảnh kinh tế thế giới hồi phục. Chính sách tiền tệ và tài khóa mở rộng nhằm kích thích tăng trưởng kinh tế thường đi kèm với lạm phát nên nguy cơ này là hiện hữu trong năm 2010. Tuy nhiên với những động thái quyết liệt nhằm ổn định kinh tế vĩ mô, đặc biệt là kiềm chế lạm phát của Chính Phủ kể từ tháng 8, chúng tôi dự báo lạm phát sẽ tăng khoảng 10-11% trong năm 2010.

Kỳ vọng FDI, FII

Do ảnh hưởng nặng nề từ cuộc đại khủng hoảng, dòng vốn FDI trên toàn thế giới đã chảy chậm lại. Tính chung cả năm 2009, tổng vốn FDI đăng ký mới và tăng vốn vào Việt Nam đạt 21,43 tỷ USD song song với tổng mức giải ngân đạt 10 tỷ USD, chỉ bằng lần lượt là 30% và 86% so với năm 2008. Khi bức tranh kinh tế toàn cầu còn phải đối mặt với nhiều khó khăn như vậy, kết quả thu hút vốn FDI mà Việt Nam đạt được trong năm qua tuy thấp nhưng vẫn khá tích cực so với các nước khác trong cùng khu vực. Thực chất nhìn về khía cạnh giải ngân – nhân tố quan trọng ảnh hưởng trực tiếp đến cán cân thanh toán của quốc gia, mức giảm 14% so với năm 2008 là hợp lý do nhiều khả năng các doanh nghiệp nước ngoài đã đăng ký đầu tư vào Việt Nam từ trước cũng gặp không ít khó khăn trong việc huy động vốn và nhu cầu sản xuất, tiêu dùng, mua sắm cũng như sử dụng dịch vụ vẫn chưa thực sự tăng cao trong năm vừa qua. Còn nếu so sánh với trước khủng hoảng

Thống kê FDI



Nguồn: SBS, GSO, CEIC

thì con số giải ngân năm nay vẫn nổi trội hơn nhiều.

Bước sang năm tài khóa 2010, Chính phủ đặt mục tiêu thu hút vốn FDI tăng 10% so với năm 2009, tương đương với 22-25 tỷ USD, trong đó sẽ tập trung vào thu hút các dự án sử dụng công nghệ cao và tạo ra các sản phẩm có sức cạnh tranh thay vì những dự án bất động sản mang tính đầu cơ cao. Chúng tôi không nghi ngờ khả năng Việt Nam có thể thu hút nguồn vốn này trong năm sau cao hơn năm trước trong điều kiện kinh tế thế giới trên đà phục hồi và đánh giá cao định hướng đề ra bởi các dự án bất động sản, nhà hàng, khách sạn thường đem lại lợi nhuận cao cho nhà đầu tư nước ngoài nhưng lại không đem đến hiệu quả kinh tế, công nghệ và làm tăng xuất khẩu. Do đó định hướng thu hút FDI xét về cả lượng và chất là điều cần thiết cho năm 2010. Lượng vốn đăng ký năm trước và năm nay còn nhiều nên khả năng giải ngân vốn FDI trong năm 2010 cao hơn so với năm nay là đảm bảo tính khả thi.

Tính đến thời điểm cuối tháng 10, lượng FII vào Việt Nam là -0.5 tỷ USD cho thấy nhà đầu tư nước ngoài vẫn chưa thực sự quay lại thị trường Việt Nam. Đây cũng chính là một trong những nguyên nhân dẫn đến bất ổn thị trường ngoại hối kể từ đầu năm tới nay. Trong năm tới, kinh tế thế giới phục hồi sẽ là chất xúc tác cho thị trường chứng khoán Việt Nam phát triển bền vững, do đó chúng tôi dự báo trong năm sau nguồn vốn FII vào Việt Nam sẽ tăng so với năm nay và vào khoảng 0,5-0,7 tỷ USD.

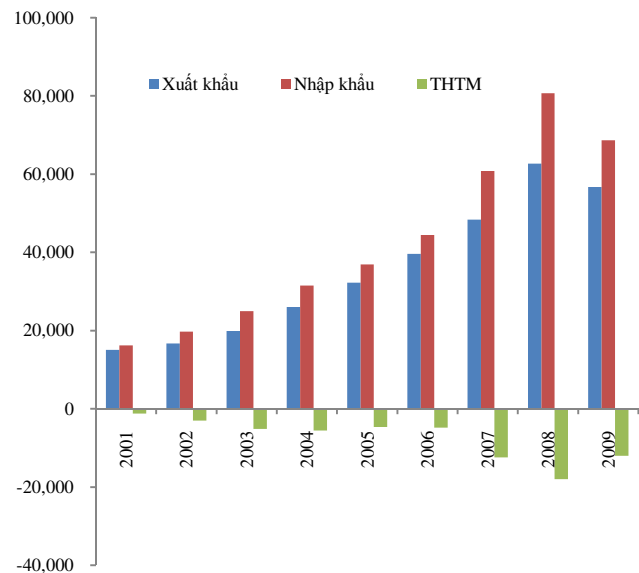
Tuy nhiên, để đạt được mục tiêu trên thì một trong những việc cần làm là bình ổn đồng nội tệ hơn nữa nhằm góp phần đảm bảo và hạn chế ảnh hưởng tới khả năng hoàn vốn của các nhà đầu tư quốc tế bởi VND đã gián tiếp làm giảm tính hấp dẫn của dòng vốn đầu tư gián tiếp do liên tục mất giá dần đều qua các năm.

Thâm hụt thương mại gia tăng

Xuất khẩu của Việt Nam kết thúc một năm không mấy ấn tượng với tổng kim ngạch đạt 56,7 tỷ USD trong khi nhập khẩu lên tới 68,7 tỷ USD, giá trị nhập siêu cả năm là 12 tỷ USD. Như vậy tỷ lệ nhập siêu/xuất khẩu giảm 8% so với năm trước nhưng nhập siêu vẫn ở mức cao do lượng hàng tiêu dùng được nhập tăng nhờ lượng tiền lớn được bơm vào nền kinh tế thông qua gói hỗ trợ lãi suất và cho vay tiêu dùng. Việc đồng USD trượt giá so với các đồng ngoại tệ khác khiến giá cả hàng hóa trên thị trường thế giới giảm và trở thành một tác nhân kích thích nhập khẩu. Một trong những nguyên nhân chính khác khiến nhập khẩu duy trì ở mức cao là do hàng loạt những ưu đãi về thuế nhập khẩu và thuế VAT.

Đóng vai trò chủ đạo trong xuất khẩu trong năm 2009 phải kể đến may mặc, dầu thô, giày dép và kim loại quý chiếm tỷ trọng lần lượt là 15,9%, 11%, 7,1% và 4,8%. Tuy nhiên, giá trị của những mặt hàng xuất khẩu chủ đạo này thực tế lại giảm so với năm 2008 đã không thể làm vơi bớt căng thẳng thâm hụt thương mại kéo dài.

XNK, THTM qua các năm



Nguồn: SBS, GSO

Cuối năm 2008 và đầu 2009, Việt Nam đã đặt mục tiêu tăng trưởng xuất khẩu 3% cho cả năm và mục tiêu này đã được giữ gần như không thay đổi cho tới cuối năm. Đó là một mục tiêu quá lạc quan trong năm 2009. Tuy nhiên đối với năm 2010, mục tiêu tăng trưởng xuất khẩu 6%, tương đương 60 tỷ USD là có thể đạt được trong điều kiện kinh tế thế giới bắt đầu hồi phục và tiền Đồng vẫn tiếp tục trong xu hướng yếu đi. Gợi kích thích kinh tế thứ 2 của Chính phủ nhắm tới các đối tượng là doanh nghiệp xuất khẩu cũng sẽ là một trong những nhân tố mấu chốt thúc đẩy xuất khẩu trong năm tới.

Trong năm 2010, Chính phủ đặt mục tiêu kiềm chế nhập siêu dưới 14,5 tỷ USD, tương đương mức tăng 20% so với năm 2009. Với mục tiêu đề ra như vậy, Việt Nam sẽ phải nỗ lực hạn chế nhập khẩu sao cho không vượt quá 74,5 tỷ USD. Đề ra mục tiêu xuất khẩu tăng 6% nhưng nhập khẩu lại tăng tới 9% cho thấy Chính phủ đang khá thận trọng bởi trong năm 2010 nhu cầu và giá cả hàng hóa, nguyên vật liệu sẽ tiếp tục tăng. Hơn nữa, nhóm nhu yếu phẩm chiếm tới 83% tỷ trọng nhập khẩu nên để hạn chế nhập khẩu chỉ có thể nhắm đến cắt giảm nhập hàng tiêu dùng, sản phẩm thép, đá quý hay kim loại quý. Chúng tôi dự báo nhập khẩu năm 2010 có thể cao hơn 10-11% so với năm 2009 thay vì mức 9% như mục tiêu đề ra.

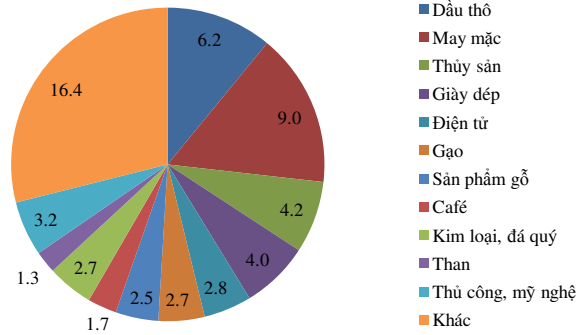
Gần đây xuất hiện một số thông tin nói về kế hoạch nhập khẩu than của Việt Nam trong một vài năm tới khiến chúng tôi liên tưởng tới cơ cấu xuất khẩu của Việt Nam và tính bền vững của nó. Trong số các mặt hàng mang lại giá trị xuất khẩu lớn, chủ yếu là sản phẩm nông nghiệp và tài nguyên thiên nhiên. Đối với tài nguyên thiên nhiên hữu hạn như dầu thô, than đá thì khả năng cạn kiệt nguồn tài nguyên thiên nhiên là một rủi ro hiện hữu trong tương lai gần nếu xu hướng này tiếp tục. Và điều này ngoài việc ảnh hưởng tới cán cân thương mại còn ảnh hưởng tới phát triển kinh tế khi đất nước phụ thuộc nhiều hơn vào các nguồn tài nguyên từ bên ngoài. Điều này cũng gợi mở nhiều vấn đề về định hướng cấu trúc các mặt hàng xuất khẩu của nền kinh tế cũng như nỗ lực xuất khẩu bằng mọi giá để đạt kế hoạch.

Căng thẳng tỷ giá

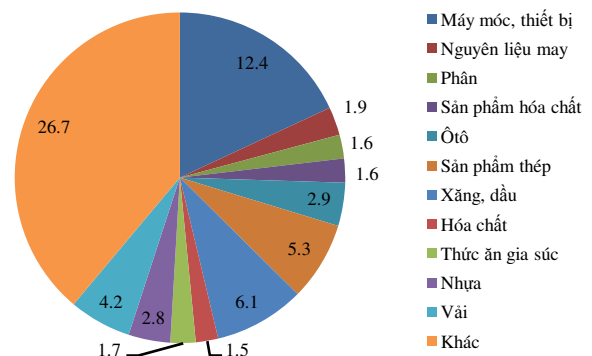
Từ nhiều năm trở lại đây Việt Nam dường như đã chủ động trong việc duy trì một đồng nội tệ yếu tương đối với việc đồng tiền mỗi năm mất giá từ 2 đến 3%, mục đích của chính sách này là để tăng tính cạnh tranh hàng hóa xuất khẩu. Trên thực tế giá trị xuất khẩu đã tăng liên tục với tỷ lệ tăng trưởng khoảng trên 20%/năm trong suốt thập kỷ qua.

Tuy nhiên với việc giá trị nhập khẩu tăng rất mạnh trong hai năm trở lại đây, cán cân thương mại thường xuyên ở trong trạng thái thâm hụt với mức độ ngày càng gia tăng do nhu cầu tăng lên về việc nhập khẩu máy móc thiết

Cơ cấu XK



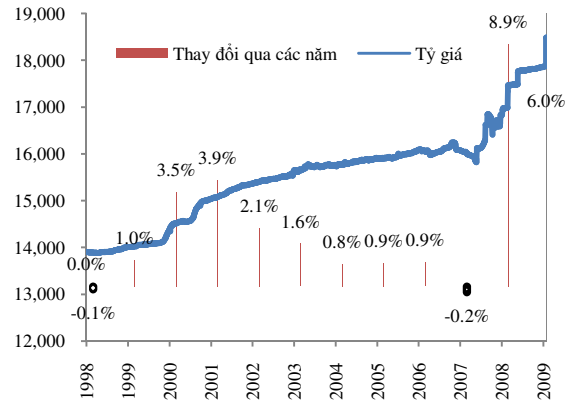
Cơ cấu NK



Nguồn: SBS, GSO

Biến động tỷ giá

bị cho sản xuất, đầu tư, tiêu dùng. Điều này đã tạo ra một áp lực rất lớn lên đồng tiền nội tệ và một số điều chỉnh tỷ giá và biên độ giao dịch trong thời gian gần đây là xuất phát từ áp lực này. Mức độ mất giá khoảng 9% trong năm 2008 và khoảng 6% năm 2009 là cao hơn hẳn các năm trước đó và đã phản ánh một phần áp lực này. Như vậy bên cạnh sự mất giá chủ động theo chính sách tỷ giá, trong thời gian tới đồng tiền Việt Nam sẽ tiếp tục đứng trước áp lực giảm giá từ một cán cân vãng lai thâm hụt.



Nguồn: SBS, GSO, CEIC

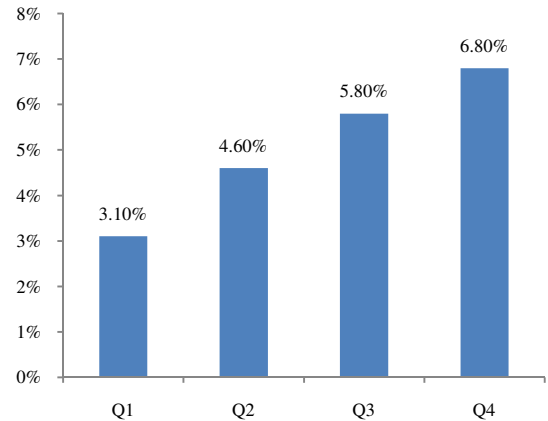
Như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo tháng trước, sau đợt điều chỉnh giảm giá đồng tiền và biên độ giao dịch vừa qua, hiện vẫn đang có một sự khác biệt giữa tỷ giá liên ngân hàng và tỷ giá tự do. Điều này có lẽ phản ánh một phần kỳ vọng của thị trường về một cán cân vãng lai có thể tiếp tục thâm hụt thậm chí với giá trị lớn hơn trong năm sau. Chúng tôi dự báo trong năm 2010 tỷ giá sẽ tiếp tục xu hướng biến động mất giá với mức độ bằng hoặc cao hơn năm 2009. Xu hướng này sẽ còn tiếp diễn trong thời gian sau đó, cho tới khi có sự bù đắp đáng kể từ dòng vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp nước ngoài.

Chính sách tiền tệ - tài khóa và tăng trưởng kinh tế:

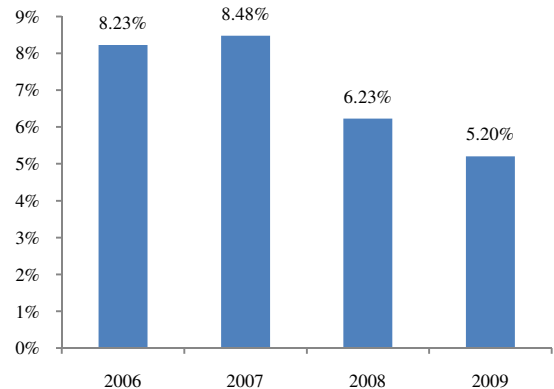
Trước tình hình u ám của nền kinh tế thế giới và trong nước, một chính sách tiền tệ nới lỏng đã được áp dụng từ đầu năm 2009: bên cạnh việc cắt giảm các mức lãi suất, NHNN còn hỗ trợ 4% đối với các khoản vay. Chính điều này đã nhanh chóng đẩy tốc độ tăng trưởng tín dụng lên mức trên 35% sau 10 tháng đầu năm, tiếp cận với con số 40% về cuối năm và thậm chí còn tiếp tục tăng mạnh hơn nữa nếu không có những biện pháp hạn chế có phần cực đoan vào cuối năm để tránh cho việc tăng trưởng tín dụng vượt quá xa mục tiêu 30% đã đề ra. Về con số mục tiêu, chúng tôi cho rằng việc đặt mục tiêu tăng trưởng từ đầu năm đã thiếu thực tế khi chưa tính tới khả năng tín dụng tăng trưởng mạnh do chính sách hỗ trợ lãi suất được áp dụng. Chính vì vậy nhiều biện pháp hạn chế giải ngân cho vay mang tính hành chính đã được áp dụng trong thời gian cuối năm, dù các mức lãi suất không có thay đổi nhiều nhưng việc tiếp cận với vốn vay mới của mọi đối tượng đi vay cho mọi mục đích là một việc gần như không khả thi vào tháng cuối năm.

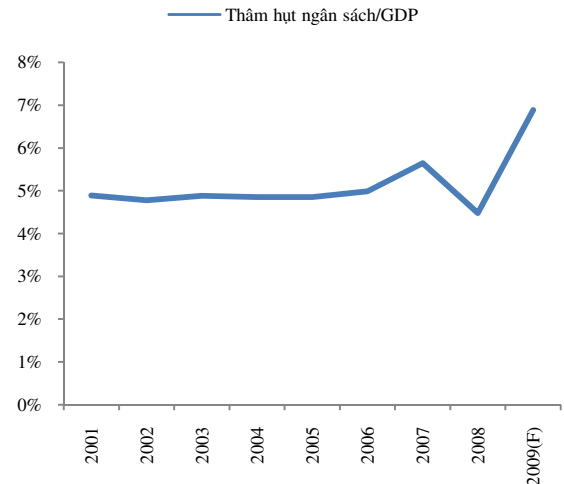
Nếu tình trạng hạn chế cho vay còn tiếp tục kéo dài thêm một thời gian nữa thì chúng tôi cho rằng nó sẽ ảnh hưởng nghiêm trọng tới toàn bộ nền kinh tế. Tuy nhiên điều này kỳ vọng sẽ chấm dứt từ ngày 1/1/2010 khi hoạt động tín dụng sẽ bắt đầu trở lại với một mục tiêu tăng trưởng tín dụng mới: 25%. Với việc các chính sách ưu đãi lãi suất kết thúc vào cuối năm 2009 chúng tôi nhận định một phần trong số dư nợ hiện tại sẽ

Tốc độ tăng trưởng kinh tế quý



Tốc độ tăng trưởng năm



Thâm hụt ngân sách/GDP

Nguồn: SBS, GSO, CEIC

không được tiếp tục duy trì khi đáo hạn, bên cạnh đó nhiều ưu đãi khác từ chính sách tài khóa cũng kết thúc vào thời điểm cuối năm cộng với việc lãi suất có khả năng điều chỉnh tăng trong năm 2010 do đó chúng tôi đánh giá nhu cầu vốn vay trong năm 2010 sẽ giảm tương đối so với năm 2009. Và như vậy mục tiêu tăng trưởng tín dụng 25% của năm 2010 là khả thi hơn so với năm 2009.

Quan sát tốc độ tăng trưởng tín dụng trong mối quan hệ với các biến số vĩ mô khác qua các năm trước, chúng tôi nhận thấy mục tiêu 25% là hợp lý và vẫn đảm bảo hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng khoảng 6,5% trong năm 2010. Vấn đề đối với tín dụng trong năm 2010 và các năm sau theo chúng tôi là làm thế nào để nguồn vốn được giải ngân tới những đối tượng thực sự cần vốn cho sản xuất kinh doanh hơn là những lĩnh vực có tính đầu cơ cao trong nền kinh tế như bất động sản, vàng.

Đối với chính sách lãi suất, chúng tôi cho rằng NHNN cần chờ thêm những tín hiệu rõ ràng hơn từ khả năng huy động của hệ thống ngân hàng và tình hình giải ngân vốn vay trong đầu năm sau trước khi bắt kỳ một sự thay đổi nào được đưa ra. Nếu tăng trưởng tín dụng và CPI tiếp tục đạt mức cao trong những tháng đầu năm thì một sự điều chỉnh tăng với mức độ hạn chế có thể được kỳ vọng từ cuối quý I năm 2010.

Song song với chính sách tiền tệ nới lỏng cũng là một chính sách tài khóa mở rộng với việc chính phủ đẩy mạnh chi tiêu cho các dự án công cộng, áp dụng nhiều ưu đãi cắt, giảm, miễn thuế để kích thích chi tiêu. Theo kế hoạch được công bố từ đầu năm, tổng giá trị của các chính sách kích thích kinh tế trong năm 2009 lên tới 7 tỷ USD. Chính sách này đã góp phần tích cực vào việc tăng tổng cầu của nền kinh tế và giúp Việt Nam đạt được tốc độ tăng trưởng đáng khích lệ so với nhiều nước khác trong khu vực và trên thế giới, tuy nhiên nó cũng đặt ra một số vấn đề cần được cân nhắc.

Trong khi các khoản chi được tăng mạnh thì nguồn thu ngân sách năm 2009 đã bị ảnh hưởng đáng kể do tác động của việc cắt giảm thuế, của sự suy giảm từ các hoạt động xuất nhập khẩu, điều này đã đẩy con số bội chi năm 2009 lên rất cao, theo một số ước đoán không chính thức thì thâm hụt ngân sách năm 2009 lên tới trên 7% GDP. Trong khi đó liên tục các đợt phát hành trái phiếu chính phủ năm 2009 đã không thành công do lãi suất đưa ra chưa đủ hấp dẫn. Điều này cộng với một cán cân vãng lai thâm hụt khiến Việt Nam phải tìm các nguồn bù đắp từ việc vay nợ nước ngoài.

Từ những khó khăn nêu trên, cộng với những bài học kinh nghiệm rút ra từ việc lạm phát kỷ lục năm 2008 chắc chắn sẽ khiến quan điểm chi tiêu của Chính Phủ năm 2010 trở lên thận trọng hơn. Điều này đã được thể hiện qua quan điểm về các chính sách thuế khóa khi gần như tất cả những ưu đãi năm 2009 sẽ kết thúc vào thời điểm cuối năm mà không được kéo dài sang năm sau.

Quay lại năm 2009 có thể thấy việc tốc độ tăng trưởng GDP tăng dần qua các quý một phần phản ánh tác động của chính sách kích thích kinh tế được đưa ra từ đầu năm, việc đẩy nhanh giải ngân vốn đầu tư xây dựng, hỗ trợ lãi suất vay vốn, giảm, miễn, thuế thu nhập doanh nghiệp và cá nhân đã hỗ trợ khá tích cực cho sức cầu của nền kinh tế, kết quả là các ngành công nghiệp, xây dựng và bán lẻ đã đạt tốc độ tăng trưởng đáng khích lệ (công nghiệp và xây dựng tăng trưởng 5,52% cả năm 2009, bán lẻ tăng trưởng 18,5%).

Nay với việc chính sách tài khóa bắt đầu thu hẹp, những hỗ trợ, ưu đãi nền kinh tế được hưởng trước kia nay không còn nữa, thêm vào đó những rủi ro về lạm phát, về giá cả nguyên vật liệu đầu vào tăng lên cũng tạo thêm

những sức ép nhất định. Dự báo điều này sẽ tạo ra những khó khăn nhất định đối với các doanh nghiệp nói riêng và phần nào đó ảnh hưởng tới cả nền kinh tế nói chung.

Xét từ tác động của chính sách tiền tệ, chúng tôi cho rằng việc đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng ở mức 25% dù thấp hơn so với năm 2009 nhưng không vì thế ảnh hưởng tới mục tiêu tăng trưởng 6,5% của năm 2010 nếu nguồn vốn tín dụng được phân bổ hợp lý. Năm 2006 tốc độ tăng trưởng tín dụng chỉ là 26% nhưng nền kinh tế vẫn đạt tốc độ tăng trưởng 8,23%, năm 2008 tín dụng chỉ tăng khoảng 20% nhưng GDP vẫn đạt tốc độ tăng trưởng 6,23%. Nếu năm 2008 nền kinh tế toàn cầu và Việt Nam bắt đầu chịu tác động của cuộc khủng hoảng thì năm 2010 lại là thời gian nền kinh tế trên đà hồi phục.

Sự hồi phục ngày càng chắc chắn của nền kinh tế thế giới thông qua những tín hiệu ngày càng rõ ràng sẽ tạo tác động rất tích cực đối với xuất khẩu của Việt Nam, song song với đó là chương trình hỗ trợ lãi suất vay vốn áp dụng cho các ngành nông nghiệp và các doanh nghiệp xuất khẩu. Sức cầu của một nền kinh tế trên 80 triệu dân với tỷ lệ dân số trẻ cùng với tốc độ tăng trưởng kinh tế liên tục ở mức cao và những nhu cầu, xu hướng tiêu dùng mới sẽ tiếp tục là động lực cho ngành bán lẻ trong năm 2010 và các năm tiếp theo.

Với những luận điểm trên chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng GDP năm 2010 sẽ đạt khoảng 6%.

Khuyến nghị đầu tư. Những phiên giao dịch cuối cùng của năm 2009 đã kết thúc, cả hai chỉ số VNIndex và HNXIndex đều tăng điểm trở lại sau khi giảm điểm mạnh nhưng giá cổ phiếu đều đã phản ánh những kết quả, triển vọng và những kỳ vọng cho năm 2010 từ EPS, tin tức từ các doanh nghiệp, tỷ lệ chi trả cổ tức, chia tách cổ phiếu cho tới những chính sách kinh tế vĩ mô và các động thái liên quan tới các chính sách tiền tệ khác.

Các nhà đầu tư cần chờ một vài tháng nữa mới tới thời điểm các doanh nghiệp công bố kết quả kinh doanh quý 1-2010 để bắt đầu có cái nhìn rõ ràng hơn về triển vọng của các doanh nghiệp. Tuy nhiên trong ngắn hạn, rủi ro áp lực lạm phát sẽ khiến chính sách tiền tệ sẽ bị thắt chặt hơn nữa. Mặc dù chúng tôi luôn giữ quan điểm lạc quan trong trung và dài hạn, nhưng những khó khăn sau đây đã khiến chúng tôi có cái nhìn thận trọng hơn. (1) CPI đầu năm 2010 được dự báo sẽ tăng mạnh trong dịp Tết âm lịch khi nhu cầu tiêu dùng hàng hóa và dịch vụ lên cao. (2) Lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp có thể sẽ giảm so với năm 2009 do giá nguyên vật liệu đầu vào tăng, các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh không còn lợi thế nguyên vật liệu đầu vào giá rẻ. Chi phí tài chính trong năm 2010 của các doanh nghiệp sẽ cao hơn do lãi suất cho vay vốn của các ngân hàng đối với các doanh nghiệp cũng đã cao hơn so với năm 2009. (3) Nguồn cung cổ phiếu sẽ tăng rất mạnh

Xét từ quan điểm của phân tích cơ bản: Chúng tôi cho rằng, những khó khăn lớn nhất nếu nền kinh tế gặp phải sẽ rơi vào quý 1. Nếu như chính sách tiền tệ của năm 2008 thiên về thắt chặt, năm 2009 là nới lỏng đầu năm nhưng thắt chặt vào 2 tháng cuối năm, thì năm 2010 sẽ là ổn định nhằm kích thích tăng trưởng kinh tế và có thể tiến tới thắt chặt dần vào cuối năm nếu xuất hiện những áp lực lạm phát và tín dụng tăng cao. Thông thường, thị trường thường phản ứng trước nền kinh tế khoảng 3-6 tháng; do đó, quý 1-2010 thực sự là thời gian hợp lý để mua vào. Chính sách kinh tế vĩ mô năm 2010 sẽ tập trung vào bộ 3 “xuất khẩu - ổn định kinh tế xã hội – tăng trưởng bền vững” chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu của những công ty trong những lĩnh vực được ưu tiên như trên và ít chịu rủi ro về biến động tỷ giá cũng như cổ phiếu của các ngành có yếu tố mùa vụ như bánh kẹo, thực phẩm đồ uống và hàng tiêu dùng-những ngành thường đạt lợi nhuận cao trong dịp Tết âm lịch. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng khuyến nghị cổ phiếu của các ngành khác như cao su tự nhiên, IT, vận tải hàng hóa-cảng biển và dịch vụ hậu cần.

Xét từ quan điểm dòng tiền: Đối với một thị trường mới nổi như Việt Nam, tính thanh khoản và sự dịch chuyển của các dòng tiền có vai trò hết sức quan trọng đối với tâm lý của nhà đầu tư và tính thanh khoản đã liên tục dẫn dắt thị trường trong những tháng vừa qua. Trong một vài phiên giao dịch gần đây tính thanh khoản của thị trường đã được cải thiện đáng kể và tiếp tục là động lực hỗ trợ cho những dòng tiền mới đổ vào thị trường

chứng khoán. Cùng với dòng tiền mới, kết quả kinh doanh quý 4 và cả năm tốt hơn nhiều so với dự kiến của nhiều doanh nghiệp niêm yết sẽ được công bố trong thời gian tới sẽ tiếp tục hỗ trợ vững chắc cho sự đi lên của thị trường 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

Web: www.sbsc.com.vn

Liên hệ

Lê Bá Hoàng Quang – Trưởng phòng phân tích CNHN

quang.lbh@sbsc.com.vn

Trần Vũ Ngọc – ngoc.tv@sbsc.com.vn

Nguyễn Quý Thịnh – 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