

# VFS MACRO

13/01/2012



## NHÌN ĐÂU CŨNG THẤY KHÓ

“Nhìn đâu cũng thấy khó” đang là tâm lý phổ biến đối với các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán hiện nay. Đây cũng là điều dễ hiểu khi đã có không ít ý kiến của các chuyên gia dự báo năm 2012 sẽ tiếp tục là một năm khó khăn – thậm chí là “vùng trũng” của khó khăn – đối với nền kinh tế Việt Nam.

Trên thực tế, không khó để nhận thấy căn bệnh bất ổn vĩ mô và liều thuốc đắng để điều trị căn bệnh đó sẽ còn tiếp tục ảnh hưởng xấu đến nền kinh tế trong năm 2012. Lạm phát chưa thực sự giảm và ổn định như mong muốn. Lãi suất vẫn còn cao và thanh khoản ngân hàng vẫn đang căng thẳng. Chi phí vốn tăng cao trong khi sức tiêu thụ hàng hóa xã hội giảm sẽ làm cho hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp giảm mạnh, thậm chí ngày càng nhiều doanh nghiệp rơi vào tình trạng đình đốn, đóng cửa hoặc phá sản.

Suy luận một cách logic, cũng không khó để dự báo chính sách tiền tệ sẽ tiếp tục được thắt chặt, chi tiêu và đầu tư công sẽ tiếp tục được cắt giảm cho đến khi lạm phát thực sự nằm trong tầm kiểm soát với mục tiêu “1 con số” cho cả năm 2012. Nhập khẩu cũng sẽ được kiểm chế để giảm nhập siêu, giảm áp lực tỷ giá và bảo vệ dự trữ ngoại hối. Với cơ cấu 70 – 80% nhập khẩu là nguyên vật liệu cho sản xuất, giảm nhập khẩu cũng có nghĩa là giảm sản xuất và xuất khẩu, giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Mặt khác, tín dụng bị thắt chặt cũng có nghĩa là thị trường bất động sản và chứng khoán sẽ còn trầm lắng kéo dài.

## KHÔNG THỂ KHÓ KHĂN MÃI

Không ai có thể chối bỏ tác dụng của chính sách tài khóa và tiền tệ thắt chặt trong việc kiềm chế lạm phát. Nếu không “siết” tăng trưởng tín dụng và cắt giảm đầu tư công mạnh mẽ, CPI cả năm 2011 sẽ không ở mức 18,58%.

Tuy nhiên, thuốc đắng thì không dễ uống. Hệ quả từ chính sách tiền tệ thắt chặt đến nay cũng không hề nhỏ. Trước hết, tổng cầu đã giảm mạnh. Tổng mức bán lẻ hàng hóa năm 2011 sau khi loại trừ yếu tố lạm phát chỉ tăng chỉ tăng 4,7% (năm 2010 tăng 14%). Ngay cả trong những tháng có kỳ nghỉ lễ kéo dài (ví dụ như tháng 5/2011 với ngày 30/4 và 1/5), tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ xã hội chỉ tăng 0,68% so với tháng 4/2011. Tại thời điểm giáp Tết Nhâm Thìn hiện nay, sức mua cũng đang giảm mạnh – theo Diễn Đàn Kinh Tế Việt Nam (Vef.vn) thì nhiều nơi mức giảm lên tới 30 – 40% và “chưa bao giờ tổng cầu sụt giảm như vậy”.

Tổng cầu giảm còn thể hiện ở tồn kho của doanh nghiệp. Theo Tổng Cục Thống Kê, chỉ số tồn kho toàn ngành công nghiệp chế biến, chế tạo đã liên tục tăng – đầu tháng 8/2011 tăng 17,8% so với cùng kỳ, cuối tháng 10/2011 tăng 21,5% và cuối tháng 12/2011 tăng 23%. Thống kê tới hết quý III/2011 cũng cho thấy số hàng tồn kho của các doanh nghiệp niêm yết tăng tới hơn 30% so với cùng kỳ.

# VĨ MÔ

Không chỉ khó ở đầu ra, doanh nghiệp còn phải chịu khó khăn ở đầu vào do lãi suất vay vốn đang rất cao (phổ biến 19 – 20%) và tiếp cận nguồn vốn không hề đơn giản khi tăng trưởng tín dụng bị “siết” lại. Hơn nữa, chính sách tiền tệ thắt chặt còn làm cho thị trường chứng khoán sụt giảm mạnh, tỉ lệ cổ phiếu có thị giá thấp hơn mệnh giá ngày càng cao, khiến cho việc thu hút vốn thông qua thị trường này cũng trở nên bất khả thi đối với các doanh nghiệp.

Trong điều kiện đó, tình trạng đóng cửa, giải thể hoặc phá sản là không thể tránh khỏi. Chỉ trong 9 tháng đầu năm, số liệu công bố chính thức cho thấy đã có 49.000 doanh nghiệp rơi vào tình trạng này. Đến hết năm 2012, con số này chắc chắn sẽ còn cao hơn nhiều khi mà số lượng người đăng ký thất nghiệp ở Tp Hồ Chí Minh đã tăng gấp đôi, ở Hà Nội tăng gấp 4 lần so với năm 2010.

Từ những dữ kiện trên, nguy cơ đình đốn sản xuất và suy kiệt nguồn lực của nền kinh tế đang lộ diện. Nếu tiền tệ tiếp tục được thắt chặt như hiện nay thêm khoảng 6 tháng nữa, số lượng doanh nghiệp “chết thật” sẽ còn tăng cao hơn. Đình đốn sản xuất sẽ kéo theo thiếu hụt hàng hóa và thất nghiệp gia tăng, là những nguyên nhân gây bất ổn xã hội, đồng thời không chỉ làm trầm trọng thêm các khó khăn của nền kinh tế mà còn cản trở khả năng phục hồi khi các yếu tố vĩ mô đã được ổn định.

***Ở đây, quan điểm của VFS là cần thiết phải kiểm soát chính sách tài khóa và tiền tệ để chống lạm phát, tuy nhiên việc bảo vệ doanh nghiệp - nguồn lực chính của nền kinh tế - và đảm bảo ổn định xã hội cũng quan trọng không kém.***

***Do đó, chúng tôi dự đoán Chính Phủ và Ngân Hàng Nhà Nước sẽ có những điều chỉnh nhất định về chính sách tiền tệ để tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp thông qua các biện pháp giảm lãi suất, từng bước nới lỏng cung tín dụng và kiểm soát chặt chẽ dòng vốn, khai thông đầu ra cho thị trường bất động sản trên cơ sở hạn chế đầu cơ và phục hồi khả năng huy động vốn cho doanh nghiệp thông qua thị trường chứng khoán.***



## NƠI LÔNG LIỆU CÓ KHẢ THI ?

Như đã đề cập ở trên, về lý thuyết, chính sách tiền tệ sẽ tiếp tục được thắt chặt, chi tiêu và đầu tư công sẽ tiếp tục được cắt giảm cho đến khi lạm phát thực sự ổn định. Cũng đã có không ít khuyến cáo từ các tổ chức nước ngoài đối với Việt Nam về việc không nên nới lỏng quá sớm để tránh tình trạng lạm phát kỳ vọng tăng trở lại, làm suy yếu đồng nội tệ và biến động tỷ giá.

Tuy nhiên, tổng cầu đã sụt giảm mạnh, giá hàng hóa thế giới cũng được dự báo giảm khoảng 10% trong năm 2012, thặng dư cán cân thanh toán khoảng 3 tỷ USD trong năm 2011 và có thể được cải thiện hơn trong năm 2012 do kiểm chế nhập siêu ... sẽ là những “bệ đỡ” cho lạm phát năm nay – theo đánh giá của Tiến Sỹ Lê Xuân Nghĩa, Phó Chủ Tịch Ủy Ban Giám Sát Tài Chính Quốc Gia, và Tiến sỹ Nguyễn Đức Thành, Giám Đốc Trung Tâm Nghiên Cứu Kinh Tế và Chính Sách (VERP). Cũng cần phải nói thêm là JPMorgan Chase gần đây đã dự đoán dự trữ ngoại hối của Việt Nam năm 2011 ở mức 12,561 tỷ USD và tăng lên 15,811 tỷ USD vào năm 2012.

Đồng tình với quan điểm này, *VFS cho rằng việc nới lỏng tín dụng một cách thận trọng là có thể và sẽ phụ thuộc vào tình hình thực tế của quý I/2012*. Nếu lạm phát Quý I/2012 (là quý chịu ảnh hưởng của Tết Nhâm Thìn) ở ngưỡng khả quan 3 – 4% thì việc điều chỉnh chính sách tiền tệ có thể bắt đầu trong quý II/2012.

Tuy nhiên, không thể kỳ vọng chính sách tiền tệ được nới lỏng một cách mạnh mẽ. Lạm phát ở Việt Nam vẫn đang trong tình trạng khó kiểm soát, việc nới lỏng tiền tệ thiếu thận trọng sẽ ngay lập tức làm cho lạm phát quay trở lại.

***Do đó, nhiều khả năng cung tiền và lãi suất sẽ được điều chỉnh từng bước phù hợp với lạm phát thực tế, nhắm đến mục tiêu tăng trưởng tín dụng cả năm ở mức 15 – 17% và lạm phát cả năm dưới 10%.***

Mặc dù vậy, việc điều chỉnh chính sách tiền tệ - nếu diễn ra như dự báo – cũng sẽ là tín hiệu cho thấy khó khăn sẽ giảm dần và nền kinh tế sẽ khả quan hơn vào nửa cuối năm 2012.

## CẬP NHẬT – CHIA SẺ VỀ BIẾN ĐỘNG TỶ GIÁ TRONG 2012 CỦA THỐNG ĐỐC NHNN

*“Nếu loại trừ những yếu tố bất trắc thì có thể khẳng định thị trường ngoại hối năm 2012 sẽ rất ổn định. Biến động của tỷ giá USD/VND có thể ở trong khoảng từ 2 - 3%”.*

VFS xin có đôi bình luận về chia sẻ này. Thống đốc Nguyễn Văn Bình đã khá thành công trong tuyên bố “tỷ giá tăng không quá 1%” kể từ khi ông nhậm chức vào tháng 9 năm 2011. Ấn tượng lớn nhất có lẽ là thống đốc không chỉ nói suông mà đã có hàng loạt hành động cụ thể từ quyết liệt bán USD bình ổn thị trường, đến cả những chính sách hành chính trong điều hành tỷ giá và thị trường vàng.

Phải nói ngay rằng, những yếu tố cơ bản trong cung cầu USD cho 2012 đến giờ phút này là khá tốt, và khả năng thực hiện được định hướng này là có (một đại diện bộ phận kinh doanh vốn và thị trường tiền tệ của HSBC cũng nhận định rằng, tỷ giá năm 2012 tại VN sẽ biến động từ 3-4%), nhưng mức độ thành công thế nào còn tùy thuộc vào một số diễn biến – cái mà thống đốc cho là “bất trắc”. Chúng tôi đánh giá cao tác động tâm lý lên nguồn cung USD trong tuyên bố của thống đốc và những gì mà ông đã làm được. Các doanh nghiệp xuất khẩu và ngay cả người dân nhận kiều hối sẽ nhận thấy đầu tư vào VND lợi hơn nhờ chênh lệch lãi suất giữa 2 đồng tiền, làm tình trạng găm giữ ngoại tệ thuyên giảm, giúp nguồn cung USD dồi dào hơn. Thứ nữa, trong một năm đầy khó khăn như 2011, VN vẫn tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu >30%, giảm nhập siêu 23% tạo thuận lợi cho nguồn USD trong nước.



Ngoài ra, dự trữ ngoại hối tăng trong 2011 và còn tăng trong 2012, nguồn dự trữ này cho phép NHNN can thiệp cục bộ vào thị trường khi cần thiết, càng làm gia tăng lòng tin người dân.

Về phía cầu, cầu chủ yếu là để đáp ứng hoạt động nhập khẩu. Trong đó, tình hình nhập khẩu nguyên vật liệu cơ bản đáp ứng sản xuất trong nước dự kiến không nhiều đột biến, khi các tổ chức thế giới dự báo rằng giá hàng hóa toàn cầu sẽ giảm trong năm tới. Vấn đề còn lại chỉ là vàng và dầu, hiện phân tích kỹ thuật đang cho thấy giá vàng thế giới bước vào xu hướng giảm trung hạn, trong khi đó vàng trong nước tiếp tục được kiểm soát chặt nên những biến động lớn như 2011 sẽ khó tái diễn. Ấn số còn lại là dầu, những căng thẳng ở Trung Đông và Bắc Phi vẫn là lo ngại chính, nếu chiến tranh xảy ra thì ảnh hưởng đến dầu là vô cùng lớn, chúng ta nên theo dõi nhân tố này để có hành động hợp lý.

Một bất trắc khác cũng quan trọng không kém đến từ tương quan giá trị của 2 đồng tiền, thể hiện qua lạm phát tích lũy của VND so với USD. Lạm phát của VN liên tục tăng cao trong các năm vừa qua nhưng mức độ giảm giá của đồng VND so với USD không theo kịp sẽ là một áp lực lớn. Do vậy, kiểm chế lạm phát tốt cho 2012 cũng là một nhân tố rất đáng theo dõi cho biến động tỷ giá trong năm mới.

# THANK YOU

**Tổng giám đốc**

*Thái Hoàng Long*

**Phòng Phân Tích – Cty CP Chứng khoán Nhất Việt**

*Nguyễn Hoàng Anh Tuấn      Huỳnh Ngọc Thương  
Nguyễn Ngọc Thành*

**Khuyến cáo:** Báo cáo này phục vụ cho mục đích tham khảo thông tin, khách hàng không nên xem đây là hướng dẫn mua hoặc bán cổ phiếu. VFS không đảm bảo tính chắc chắn và không chịu trách nhiệm khi khách hàng sử dụng báo cáo cho hoạt động đầu tư của mình.