

# VIỆT NAM KHÓ KHĂN CHƯA QUA HẾT

23/12/2011



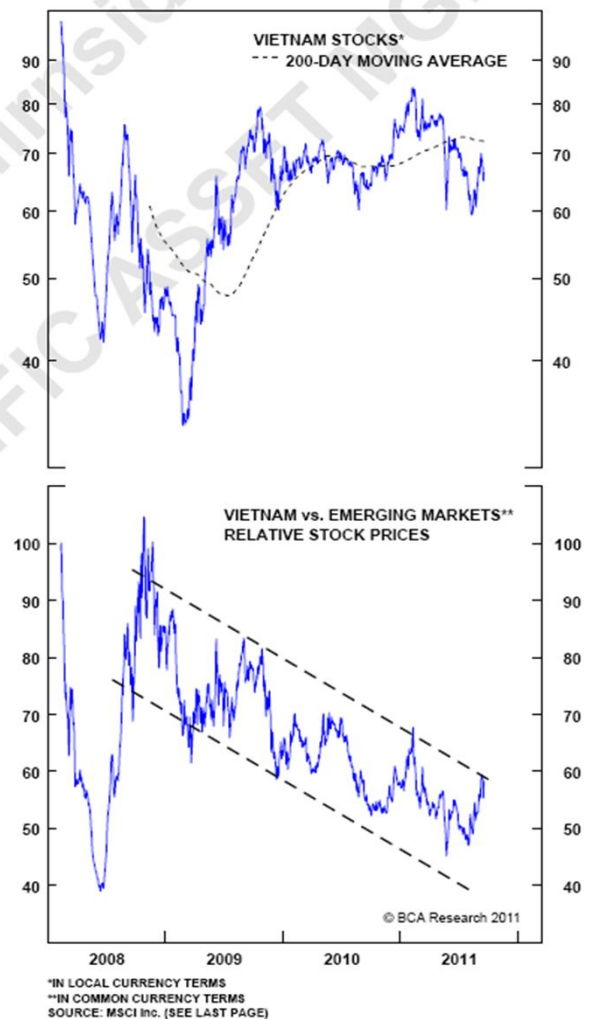
Sau hơn 8 tháng trung thành với xu hướng giảm, TTCK Việt Nam đã có một đợt phục hồi ấn tượng kéo dài từ giữa tháng 8 đến giữa tháng 9/2011. Tại thời điểm đó, BCA Research đã dự đoán “xu hướng giảm của thị trường Việt Nam chưa chấm dứt và sẽ nhanh chóng quay lại”. Đến nay, thực tế đã cho thấy dự đoán này hoàn toàn chính xác.

Trong báo cáo ngày 20/09/2011, BCA Research nhận định: Việt Nam vẫn đang ở trong một xu hướng giảm rõ rệt, đồng nội tệ vẫn rất yếu và dễ tổn thương khi tăng trưởng kinh tế đang chậm lại, và thị giá chứng khoán không còn rẻ như nhiều người vẫn nghĩ.

Mặc dù tin tưởng Việt Nam có nhiều tiềm năng để trở thành một “con hổ châu Á” trong tương lai, nhưng BCA Research cho rằng vẫn chưa tới thời điểm để mua vào.

Báo cáo của BCA Research nhấn mạnh: cơ hội mua vào chỉ xuất hiện khi đồng nội tệ đã hoàn tất quá trình điều chỉnh giảm giá và Ngân hàng Nhà nước (SBV) bắt đầu áp dụng các chính sách nới lỏng tiền tệ.

**CHART 1**  
**Vietnamese Stocks: More Weakness Ahead**

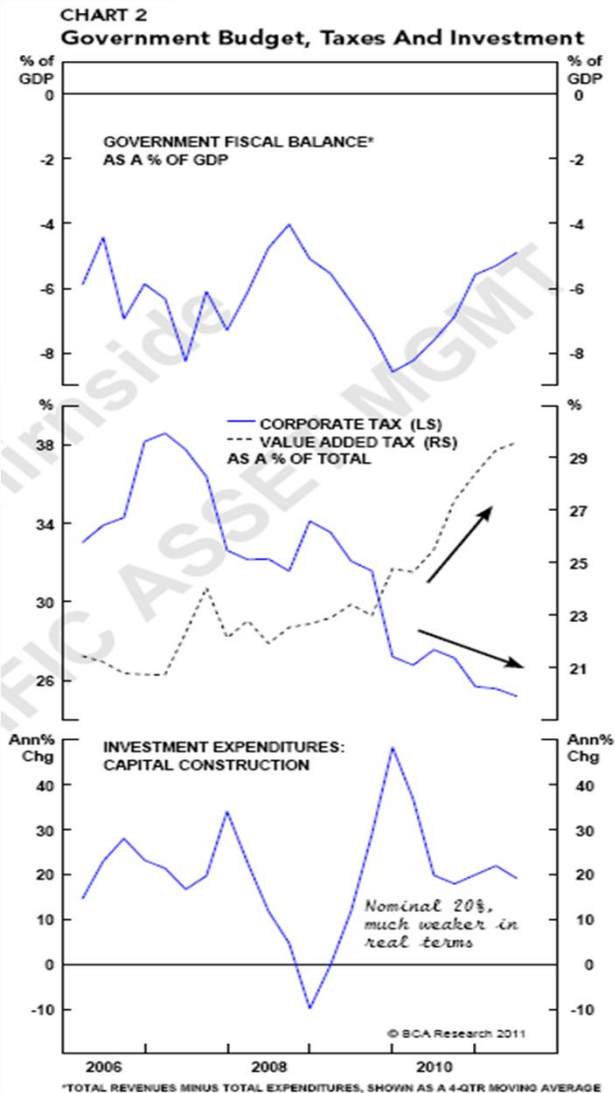


## CĂN BỆNH VÀ LIỀU THUỐC

Sau cuộc khủng hoảng tài chính 2008, Việt Nam đã chọn con đường thúc đẩy kinh tế bằng tín dụng dễ dãi và đầu tư công quá lớn. Tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn này đi kèm với lạm phát phi mã và “thâm hụt kép” – thâm hụt ngân sách do chi tiêu công và thâm hụt cán cân vãng lai do nhập siêu.

Lạm phát cao và dự trữ ngoại hối luôn ở mức thấp đã bào mòn lòng tin vào đồng nội tệ, vốn đầu tư nước ngoài bị rút dần, làm tăng áp lực lên tỉ giá.

Để ổn định nền kinh tế và điều trị bệnh “thâm hụt kép”, Việt Nam đã sử dụng liều thuốc truyền thống là thắt chặt chính sách tiền tệ và giảm chi tiêu công.



Lãi suất tái cấp vốn đã được tăng mạnh từ 7% lên 14%. Chính sách tài khóa được điều chỉnh. Thâm hụt ngân sách đã giảm từ 8,5% 2 năm trước xuống còn 5%.

Một điểm quan trọng khác, nguồn thu thuế chủ yếu đã chuyển từ thuế thu nhập sang thuế tiêu dùng nhằm giảm tổng cầu. Đồng thời, chi tiêu công cũng đã được cắt giảm. Đầu tư cho xây dựng và cơ sở hạ tầng, trước đây vốn chiếm tỉ trọng lớn trong đầu tư công, đã giảm mạnh từ đầu năm 2010 đến nay.

Tóm lại, Việt Nam đang phải gánh chịu các hệ quả của việc tăng trưởng kinh tế quá nóng. Chính Phủ không có nhiều lựa chọn ngoài việc áp dụng các biện pháp thắt chặt nhằm mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô và kiểm chế lạm phát.

## LIỀU THUỐC CÓ TÁC DỤNG ...

Tác dụng của liều thuốc là khá rõ ràng, và nền kinh tế đang giảm tốc một cách đáng kể :



**Chính sách tiền tệ thắt chặt** đã ghìm cương đối với tăng trưởng tín dụng. Tín dụng chỉ tăng 8% đến cuối tháng 9 (và 12% cả năm 2011), so với 35% năm ngoái.

**Cung tiền M2** cũng chỉ tăng 4% đến cuối tháng 9 (và 10% cả năm 2011), so với 25% năm 2010, kéo theo tổng mức tiêu dùng xã hội giảm mạnh và sản lượng sản xuất công nghiệp chững lại. Một số ngành công nghiệp cơ bản như thép, xi măng, hóa chất giảm rõ rệt.

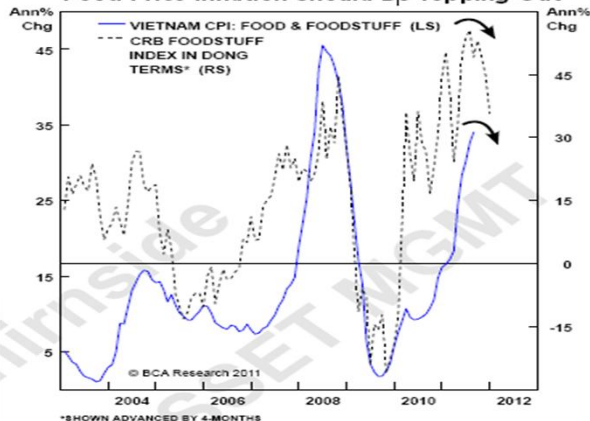
Consumer Spending Has Relapsed



Tiêu dùng giảm và tiền đồng mất giá 30% so với năm 2008 đã giúp cải thiện cán cân thanh toán, mặc dù thâm hụt thương mại vẫn ở mức đáng kể (6% GDP).

Lạm phát của Việt Nam vẫn đang rất cao (22% thời điểm tháng 9 và khoảng 18% cả năm), tuy nhiên khi nền kinh tế đã giảm tốc, lạm phát sẽ dần dần trở về quỹ đạo có kiểm soát :

Food Price Inflation Should Be Topping Out



**Trước hết**, yếu tố chiếm tỉ trọng lớn trong lạm phát danh nghĩa là lương thực thực phẩm, đang tăng 33% đến tháng 9/2011. Lạm phát cơ bản (không bao gồm lương thực thực phẩm) đến tháng 9 chỉ ở mức 15%. Chỉ số CPI luôn có độ trễ so với chính sách tiền tệ và tăng trưởng tín dụng, do đó lạm phát sẽ giảm dần trong những tháng tới.

**Thứ hai**, chỉ số CRB Food Index (theo nghiên cứu của Reuters) cho thấy giá cả lương thực thực phẩm đang có xu hướng giảm. Trên thực tế, Việt Nam không xảy ra tình trạng thiếu hụt lương thực, do đó giá cả lương thực thực phẩm sẽ giảm dần. Sản lượng lương thực của Việt Nam khá ổn định, xuất khẩu gạo vẫn tăng. Hơn nữa, giá lương thực cao cũng sẽ kích thích sản xuất và tăng cung vào mùa vụ tiếp theo

**Tóm lại, nền kinh tế giảm tốc nhanh sẽ giảm áp lực lạm phát. Tuy nhiên, nền kinh tế Việt Nam sẽ giảm tốc đến mức độ nào ?**

## ... NHƯNG HẠ CÁNH SẼ KHÔNG NHẸ NHÀNG

Mặc dù nền kinh tế Việt Nam đã hạ nhiệt và giảm tốc độ tăng trưởng, nhưng câu hỏi đặt ra là các giải pháp thắt chặt của Chính Phủ liệu đã muộn so với tình hình, hay là thị trường sẽ có một đợt phục hồi nhờ những chính sách này ?

Theo quan điểm của BCA Research, việc nói lỏng bớt các chính sách, cho dù có xảy ra, chỉ mới là điều kiện cần nhưng chưa đủ để mua vào. Rủi ro về vĩ mô, đến thời điểm tháng 9/2011, vẫn đang thẳng thẽ, và do đó, khả năng giảm giá vẫn còn.

Trên thực tế, đồng nội tệ vẫn rất yếu và dễ tổn thương. Dự trữ ngoại hối của Việt Nam đã bị suy giảm đáng kể, đến thời điểm tháng 9/2011 chỉ còn khoảng 6 tuần nhập khẩu. Khả năng tiền đồng bị phá giá tiếp là khá cao. Nếu điều này xảy ra, thị trường sẽ lại có thêm một đợt giảm mới.

BCA Research cũng nhận định quá trình “hạ cánh” của nền kinh tế Việt Nam sẽ không nhẹ nhàng dựa trên các quan sát sau:

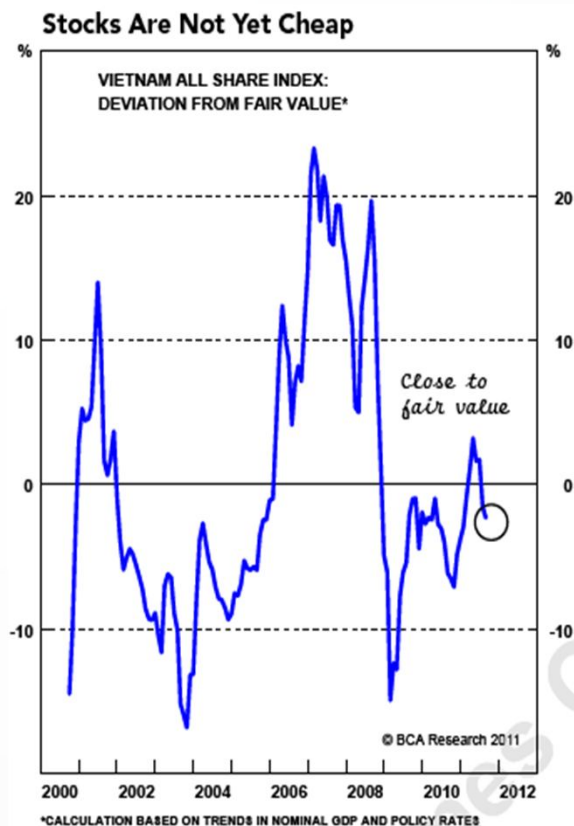
- ◆ Nhập khẩu từ Trung Quốc đã và đang giảm mạnh. Đây là chỉ báo cho thấy xuất khẩu của Việt Nam sẽ giảm. Việt Nam nhập vật tư linh kiện từ Trung Quốc để sản xuất, lắp ráp hàng xuất khẩu. Do đó, nhập khẩu từ Trung Quốc là chỉ báo cho xuất khẩu của Việt Nam.
- ◆ Hơn nữa, xuất khẩu chiếm 75% GDP của Việt Nam. Tỷ lệ này lớn hơn rất nhiều so với nhiều nền kinh tế mới nổi khác ở châu Á. Do đó, Việt Nam cũng chịu nhiều rủi ro hơn khi thương mại quốc tế suy giảm.
- ◆ Tín dụng cho khu vực tư nhân đã bùng nổ trong thập kỷ vừa qua, hiện nay đang ở mức 125% GDP. Với một nước thu nhập thấp, tỷ lệ này là rất cao, so với 54% ở Ấn Độ, 30% ở Philippines và 27% ở Indonesia, chỉ kém Thái Lan (132%). Bùng nổ tín dụng cũng có nghĩa là nợ xấu tăng cao.
- ◆ Nợ xấu dẫn đến nguy cơ mất thanh khoản trong hệ thống ngân hàng khi tiền tệ bị thắt chặt, thể hiện qua sự bùng nổ các khoản vay giữa các ngân hàng với SBV và hàng loạt các công cụ nợ (như trái phiếu) đang được các ngân hàng áp dụng gần đây.
- ◆ Cuối cùng, do lạm phát vẫn ở mức cao, Chính Phủ sẽ chưa vội nới lỏng các chính sách vĩ mô, tăng trưởng sẽ tiếp tục giảm và sẽ còn những đợt giảm của thị giá tài sản nói chung.

**Tóm lại, sự giảm tốc của nền kinh tế sẽ để lại những hệ quả đáng kể trong một thời gian khá dài.**

## DẤU HIỆU CỦA CƠ HỘI MUA VÀO

Giá cổ phiếu có thể sẽ chạm đáy khi:

**Chính sách vĩ mô được điều chỉnh theo hướng nới lỏng tiền tệ.** Điều này sẽ không sớm xảy ra vì giảm lãi suất sẽ tạo thêm sức ép lên đồng nội tệ và tạo cơ hội cho lạm phát quay lại. Do đó, lãi suất chỉ có thể giảm khi tỷ giá đã được điều chỉnh xong và đạt mức ổn định, nghĩa là khi tiền đồng giảm giá tới mức trở nên đủ rẻ để kích thích xuất khẩu và hạn chế nhập khẩu. Nói cách khác, cán cân thanh toán phải được cải thiện hơn nữa về phía thặng dư, tạo nền tảng cho đồng nội tệ và giúp SBV giảm lãi suất mà không phải lo lắng về sự mất ổn định của tỷ giá.



**Thị giá cổ phiếu trở nên đủ rẻ để mua.** Hiện nay (thời điểm tháng 9/2011), các chỉ số định giá cổ phiếu Việt Nam chưa được coi là rẻ. Theo BCA Research, giá trị thực của cổ phiếu dựa trên mức độ giảm giá trên GDP danh nghĩa và lãi suất tại tháng 9/2011 đang ở mức trung lập. Trong một xu hướng giảm, thị giá cổ phiếu thường giảm mạnh và đáy được xác lập ở một mức thấp hơn so với hiện nay.

**Đường cong lợi suất trái phiếu trở lại dạng bình thường và có độ dốc** tăng thay vì đảo ngược như hiện nay.

**Tóm lại, các dấu hiệu mua vào chưa xuất hiện. BCA Research cho rằng sẽ còn có những đợt bán tháo mới và giá cổ phiếu còn giảm trước khi tạo thành đáy thật sự.**

# THANK YOU

**Tổng giám đốc**

Thái Hoàng Long

**Phòng Phân Tích – Cty CP Chứng**

**khoán Nhất Việt**

Nguyễn Hoàng Anh Tuấn

Nguyễn Hoàng Hà

Huyền 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.