

Nguyễn Thanh Hà

Giám đốc Phân tích Kinh tế

hantc@ssi.com.vn

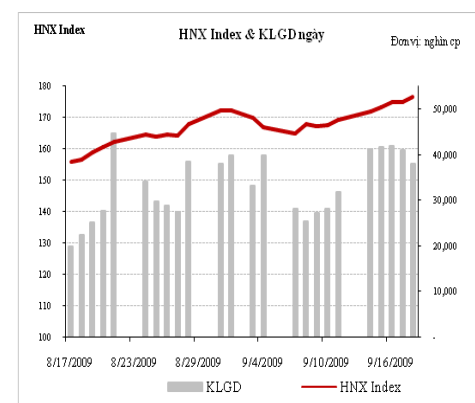
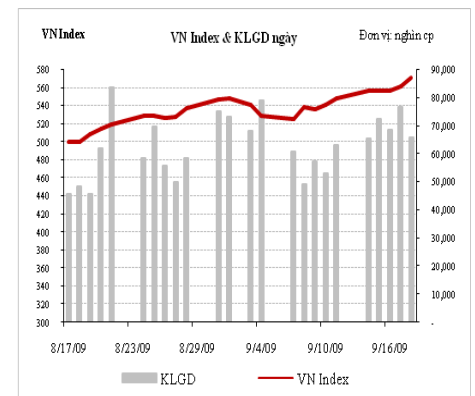
Trong 1 năm qua nền kinh tế và sức khỏe doanh nghiệp có sự cải thiện dựa phần lớn vào chính sách kích cầu vào hạ tầng cơ sở và dòng tín dụng dồi dào với lãi suất thấp và ưu đãi trong khi chưa có nhiều tiến triển về tái cấu trúc nền kinh tế và doanh nghiệp để tạo dựng một nền tảng tăng trưởng mới hậu suy thoái.

Kinh tế Việt Nam đã vượt qua giai đoạn khó khăn nhất trong quý 1 và phục hồi trong quý 2 và quý 3 nhờ chính sách kích cầu mạnh mẽ nhất từ trước đến nay của chính phủ và sự linh hoạt, năng động của người dân và doanh nghiệp trong bối cảnh đầy thách thức của khủng hoảng kinh tế thế giới. Khu vực xây dựng tăng trưởng mạnh trở lại cùng với sự ổn định trong tiêu dùng của người dân là lực đẩy chính khiến nền kinh tế hồi phục. Tín dụng đã tăng trưởng cao trở lại sau thời gian suy giảm vào quý 4/2008. Đó là những chuyển động tích cực của kinh tế Việt Nam. Nền kinh tế sẽ tiếp tục đà hồi phục với nhiều lực cản lớn ở phía trước. Lực đẩy quan trọng của kinh tế Việt Nam là xuất khẩu và FDI còn phụ thuộc rất nhiều vào sự hồi phục kinh tế thế giới dự báo cũng còn nhiều chông gai. Kim ngạch xuất khẩu và FDI nhiều khả năng sẽ ghi nhận mức sụt giảm khoảng 10-20% sau 1 thập kỷ tăng trưởng. Sau 8 tháng, Sản xuất công nghiệp tại một số trọng điểm như Tp Hồ Chí Minh, Vĩnh Phúc, Hải Dương có mức tăng trưởng âm hoặc rất thấp so với điều kiện kinh tế bình thường.

Thị trường chứng khoán cũng tăng 136% so với mức đáy vào cuối tháng 2 với giá trị giao dịch rất lớn trong 3 tháng qua dựa trên hai nền tảng: Lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết có tăng trưởng so rõ rệt với cùng kỳ năm trước và sự gia kỳ vọng của nhà đầu tư đối với việc tiếp tục hồi phục của kinh tế Việt Nam và thế giới cũng như các doanh nghiệp niêm yết khiến dòng tiền chảy mạnh vào thị trường chứng khoán.

Đáng chú ý lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết tăng cao hơn rất nhiều so với mức tăng trưởng doanh thu, điều kiện cần để có được tăng trưởng bền vững về lợi nhuận. Điều này chủ yếu do DN giảm chi phí nguyên liệu thấp do tác động của khủng hoảng và hưởng lợi từ vay được vốn lưu động với lãi suất thấp và ưu đãi. Thêm vào đó, khoản hoàn nhập dự phòng tài chính gắn với biến động mạnh của thị trường chứng khoán cũng chiếm một tỷ trọng đáng kể trung bình 10-15% với các doanh nghiệp niêm yết và tỷ lệ cao hơn với các doanh nghiệp không chuyên đầu tư tài chính lớn trong năm 2007-2008 (có doanh nghiệp chiếm từ 50-100%). Các nhân tố nói trên rõ ràng khó có thể kéo dài một cách vững chắc với doanh nghiệp trong thời gian tới khi mà mặt bằng giá nguyên liệu đầu vào mới đã hình thành và các chính sách tiền tệ đang và sẽ giảm nới lỏng.

Diễn biến VNIndex và HNX Index



Do chịu sự chi phối của tâm lý về niềm tin và kỳ vọng nên thị trường chứng khoán có thể thăng hoa hoặc sụp đổ khi niềm tin và kỳ vọng được củng cố hoặc tan vỡ. Do đó, thị trường chứng khoán rất dễ phản ứng thái quá với các thông tin cả tích cực và tiêu cực về kinh tế cũng như hoạt động của doanh nghiệp. Thêm vào đó, yếu tố dòng tiền quay nhanh và đòn bẩy tài chính cũng là một nhân tố quan trọng khiến thị trường dễ có thể phản ứng thái quá. Giao dịch cao của thị trường với mức giao dịch 2 sàn thường xuyên lên đến 4000-5000 tỷ trong 2-3 tháng vừa qua là dấu hiệu cho thấy dòng tiền với đòn bẩy cao đang hoạt động mạnh trong thị trường. Lượng tín dụng chính thức cho chứng khoán khoảng 7400 tỷ song thực tế có rất nhiều kênh có thể dẫn tín dụng đến với chứng khoán như tín dụng tiêu dùng, áp dụng các sản phẩm hợp tác đầu tư. Ước tính sơ bộ cho thấy lượng tín dụng của các ngân hàng thực chảy vào thị trường lên đến khoảng 19000 tỷ cao gấp 2,5 lần con số chính thức. Tuy vẫn trong giới hạn an toàn 20% vốn điều lệ của các NHTM, song tính tỷ lệ dư nợ chứng khoán trên vốn hóa thị trường cũng đạt khoảng 80% mức đỉnh cao của thị trường chứng khoán vào đầu năm 2007. ***Trong điều kiện đòn bẩy được sử dụng phổ biến, tính phản ứng thái quá với xu thế tăng giá của cổ phiếu có môi trường tốt để tích tụ. Nhà đầu tư cần tỉnh táo với việc sử dụng đòn bẩy tài chính dựa trên niềm tin quá mức vào xu thế tăng của thị trường với các nền tảng chưa thực sự vững chắc để tránh phải trả giá đắt như thời kỳ cơn bão giải chấp cổ phiếu vào đầu năm 2008.***

Với tốc độ gia tăng của giá cổ phiếu và dòng tiền đổ vào thị trường, nhà đầu tư hiện tại lại đang rất kỳ vọng về sự tăng trưởng nhanh chóng về mức tiềm năng của kinh tế Việt Nam sau tác động của khủng hoảng. Kỳ vọng này có quá màu hồng? Cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới mà chúng ta vừa trải qua là một cuộc khủng hoảng với quy mô và mức độ chưa từng có và các chuyên gia kinh tế thế giới cũng cho rằng phải mất 3-5 năm để hồi phục các hệ thống tài chính bị suy yếu do khủng hoảng để đưa các nền kinh tế lớn như Mỹ, EU hoàn toàn hồi phục về mức tăng trưởng tiềm năng. Với Việt Nam, sau khủng hoảng tài chính châu Á, Việt Nam cũng mất 4 năm để hồi phục về mức tăng trưởng tiềm năng 7-8%.

Để duy trì được đà tăng trưởng tiếp theo vai trò của kích cầu rất quan trọng. Song các nguồn lực huy động cho kích cầu rất có giới hạn mà biểu hiện rõ nhất là việc huy động trái phiếu chính phủ để bù đắp thâm hụt ngân sách lên đến khoảng 7% GDP trong năm nay có triển triển rất chậm, chỉ đạt gần 20% sau 8 tháng. Tính cả các khoản vay hỗ trợ khủng hoảng của ADB và WB trong năm nay thì giá trị trái phiếu cần huy động vẫn chiếm đến 60% khối lượng dồn cho 4 tháng cuối năm. Lãi suất tiền gửi đã tăng trở lại và việc huy động các nguồn vốn tín dụng trung và dài hạn cho nền kinh tế luôn là bài toán hóc búa. Nhập siêu đã quay trở lại với áp lực ngày càng tăng sẽ làm khó khăn hơn bài toán cân đối tỷ giá và kiểm soát lạm phát. Quá trình tái cấu trúc nền kinh tế một cách tự nhiên trong khủng hoảng không xảy ra, hạn chế đà bật mạnh trở lại của nền kinh tế khi môi trường vĩ mô quốc tế thuận lợi trở lại. Thế và lực của kinh tế Việt Nam vững chắc hơn, song khủng hoảng kinh tế thế giới lần này tác động sâu rộng hơn, nên cũng không dễ gì để Việt Nam sớm quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng cao và bền vững ngay sau 1-2 năm, nhất là khi quá trình tái cấu trúc nền kinh tế và doanh nghiệp vẫn còn chậm chạp.

Tựu chung lại, chúng tôi cho rằng thị trường chứng khoán chưa đạt được các nền tảng kinh tế vĩ mô và vĩ mô vững chắc để tăng trưởng ổn định. Yếu tố kỳ vọng và đòn bẩy tài chính vẫn là động lực lớn của thị trường và có thể đẩy nhà đầu tư vào cuộc chạy đua tìm kiếm lợi nhuận với kết cục báo trước những rủi ro lớn cho sự ổn định và bền vững của thị trường.

KHỐI PHÂN TÍCH & TVĐT

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước.

Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

ssiresearch@ssi.com.vn

Lê Lệ Hằng	Giám đốc khối	hanglhl@ssi.com.vn
Nguyễn Thanh Hà	Giám đốc PT Kinh tế	hantc@ssi.com.vn