

Chuyên Đề Vĩ Mô

Phòng Phân tích

Ban Chiến lược kinh doanh
CTCP CK Dầu khí (PSI)

Email: research@psi.vn

Website: <http://psi.vn>

Trụ sở chính - Hà Nội

18 Lý Thường Kiệt, Hoàn
Kiếm

Tel: (84-4) 6 278 9898

Fax: (84-4) 6 278 8989

Chi nhánh - TP HCM

1-5 Lê Duẩn, quận 1

Tel: (84-8) 3 911 1818

Fax: (84-8) 3 911 1919

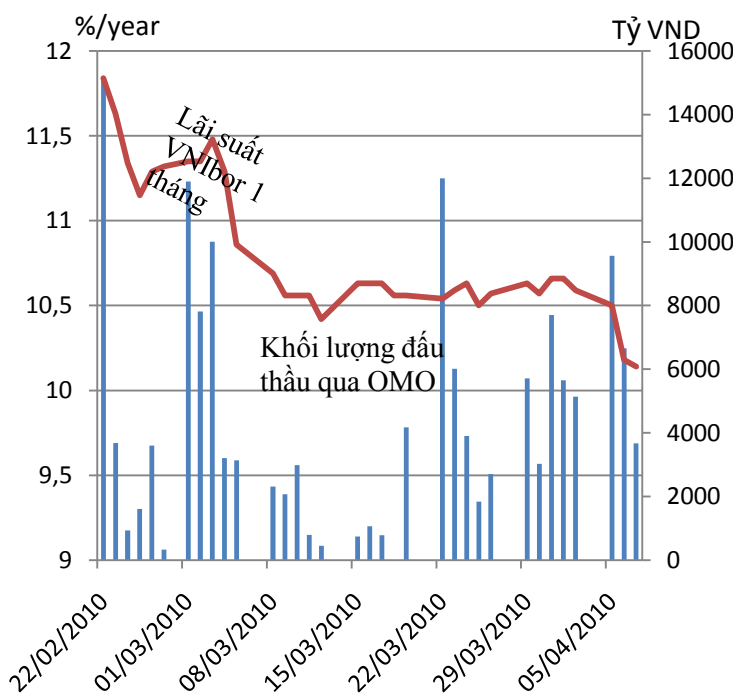
GIẢM LÃI SUẤT VÀ TÁC ĐỘNG ĐẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

11, Tháng 4, 2010

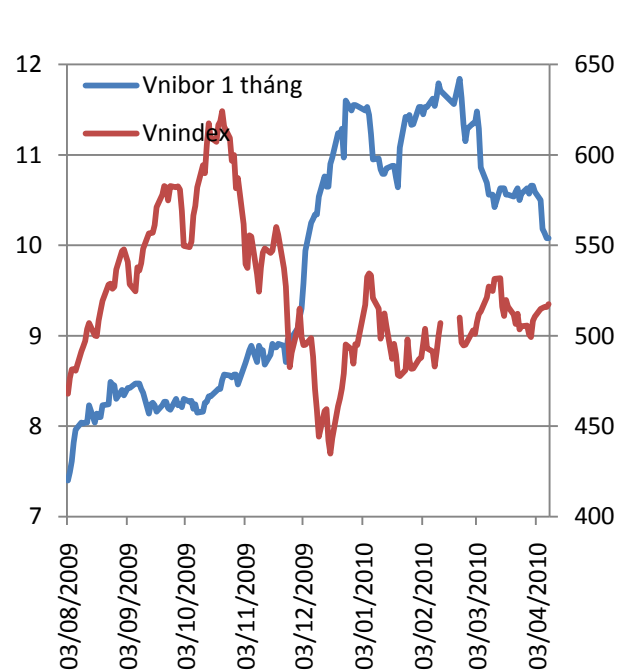
GIẢM LÃI SUẤT VÀ TÁC ĐỘNG ĐẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Trong mối quan hệ giữa lãi suất và thị trường chứng khoán, khi lãi suất đã tăng đến đỉnh cao nhất cũng có nghĩa là thị trường chứng khoán bắt đầu bước vào một chu kỳ tăng kéo dài. Ở Việt nam, lãi suất huy động và cho vay đã tăng đến mức khá cao trong tháng 3/2010 và bắt đầu giảm từ đầu tháng 4/2010. Liệu lãi suất đi xuống có phải là dấu hiệu khởi đầu cho một chu kỳ tăng trưởng mạnh mới của thị trường chứng khoán không? Chúng tôi xem xét các yếu tố và thấy rằng việc tăng tính thanh khoản sẽ có tác dụng thúc đẩy thị trường tăng trưởng, chúng tôi giữ quan điểm tích cực (bullish) về thị trường trong trung, dài hạn nhưng sẽ không phải là một đợt tăng giá quá mạnh như nhiều người mong đợi.

Khi lãi suất tăng đến đỉnh cao nhất có nghĩa là lạm phát đã bị đẩy lùi. Sau đó lạm phát sẽ giảm và lãi suất sẽ giảm, thanh khoản, tín dụng được khơi thông, tốc độ tăng trưởng kinh tế sẽ tăng cao hơn. Và chứng khoán sẽ tăng mạnh khi nền kinh tế tăng trưởng mạnh, ổn định. Vì vậy, khi lãi suất tăng đến đỉnh cao nhất, thì cũng là tín hiệu cho thấy thị trường chứng khoán bước vào chu kỳ tăng giá mạnh, các nhà đầu tư khôn ngoan (smart money) sẽ nhảy vào mua ngay chứng khoán để chụp cơ hội kiếm lời.



Hình 1

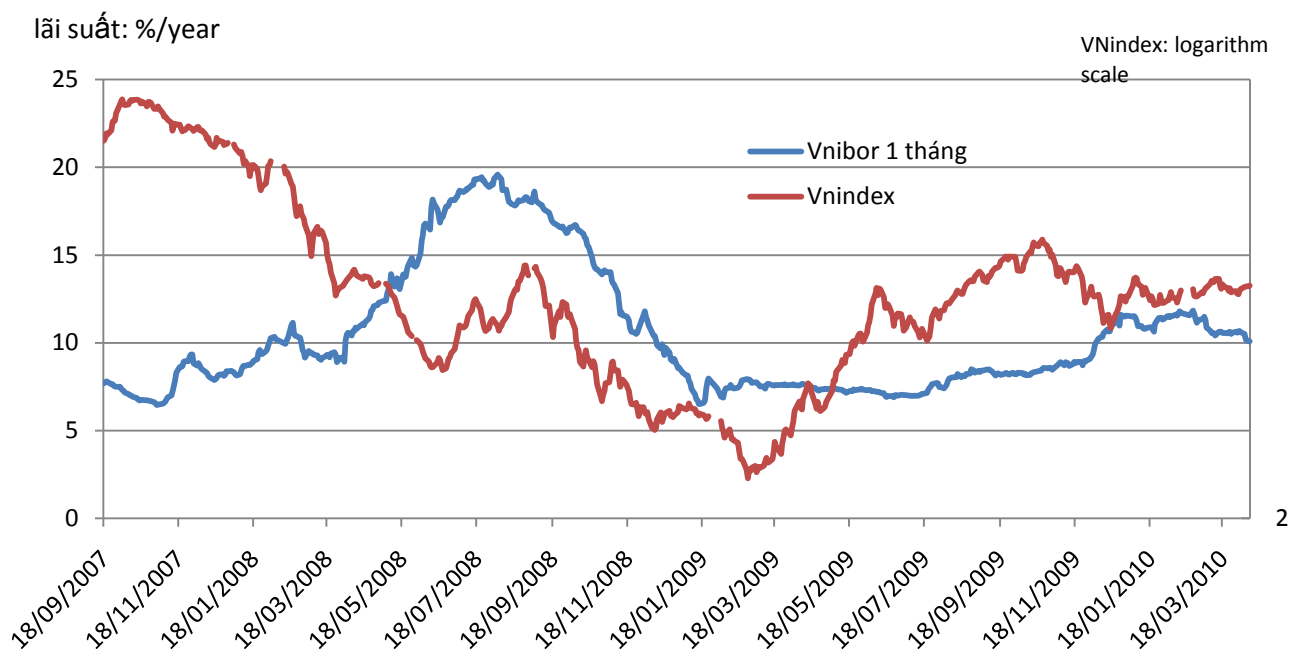


Hình 2

Tại Việt nam, lãi suất đã tăng đến đỉnh vào tháng 3/2010 theo động thái thắt chặt tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước (SBV) nhằm kiềm chế lạm phát. Trước đó, bắt đầu từ tháng 12/2009, trước tình hình lạm phát tăng mạnh năm 2009 và nguy cơ lạm phát năm 2010, SBV đã thắt chặt tiền tệ, khiến lãi suất tăng nhanh. Lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 1 tháng tăng từ mức 8,64%/năm ngày 2/12/2009 lên mức 11,54%/năm ngày 31/12/2009. Đầu tháng 3/2010, lãi suất bắt đầu giảm và đầu tháng 4/2010, lãi suất đã giảm mạnh. Ngày 9/4/2010, lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 1 tháng giảm xuống còn 10,08%/năm.

Lãi suất tháng 3,4/2010 giảm mạnh cũng có nguyên nhân do SBV bơm tiền ra lưu thông. Hình 1 cho thấy, lãi suất giảm mạnh mỗi khi SBV có một đợt bơm tiền mạnh ra lưu thông. Hình 1 cho thấy, tính từ sau tết âm lịch (22/2) đến nay, SBV đã có 3 đợt bơm tiền mạnh (22/2, 1/3 và 22/3) qua OMO, và cả 3 đợt này đều làm lãi suất giảm mạnh.

Hình 2 cho thấy rõ ràng, SBV đã thắt chặt tiền tệ từ tháng 12/2009 đến tháng 2/2010. Lãi suất 1 tháng đã tăng từ 8,9% lên khoảng 11,5%. Sau đó, từ tháng 3/2010, SBV đã nới lỏng tiền tệ nhằm thực hiện mục tiêu thúc đẩy tăng trưởng kinh tế; lãi suất giảm từ 11,5% xuống còn 10%/năm.



Hình 3

Nhìn vào đồ thị lãi suất –VNindex từ 2007-2010 (hình 3), chúng ta có thể thấy rõ lãi suất có mối quan hệ nghịch với VN-Index. Khi lãi suất giảm thì VN-Index có xu hướng tăng và ngược lại, khi lãi suất tăng thì VN-Index giảm. Điều này thể hiện rất rõ trong ít nhất hai giai đoạn 9/2007-7/2008 và 3/2009-9/2009.

Sử dụng đồ thị mức tăng trưởng tín dụng – Vnindex từ 2005-2010 (không có hình ở đây), chúng tôi cũng thấy rõ rằng VN-Index có xu hướng đi trước tăng trưởng tín dụng khoảng 3 tháng. Điều này cũng phù hợp với nhận định chung là thị trường chứng khoán sẽ dự đoán được (expects) được và đi trước tăng trưởng kinh tế khoảng 3-9 tháng. Một cách quan sát đơn giản hơn chúng ta có thể thấy là thị trường chứng khoán đã tăng mạnh trong năm 2006 và đạt đến đỉnh vào tháng 3/2007, còn tín dụng năm 2007 tăng trưởng 53,9% trước khi sụt giảm vào năm 2008 còn 25,4%; khi đó, diễn biến VN-Index đã đi trước chu kỳ tăng trưởng kinh tế khoảng 6-9 tháng.

Năm 2006, tín dụng tăng mạnh được coi là một nguyên nhân chính dẫn đến thị trường chứng khoán tăng mạnh. Chu kỳ chứng khoán luôn gắn bó khá chặt chẽ với chu kỳ tăng trưởng kinh tế. Ở Việt nam, chính sách tài khóa không có nhiều biến động, vì vậy, tăng trưởng tín dụng, vốn là bộ phận quan trọng nhất trong chính sách tiền tệ, sẽ là yếu tố rất quan trọng đối với tăng trưởng kinh tế, do vậy chu kỳ tăng trưởng tín dụng sẽ là một yếu tố có tính chất quyết định đến chu kỳ chứng khoán.

Thị trường chứng khoán đã đi ngang trong khoảng 505 điểm +/-30 trong suốt Quý I/2010. Với việc lãi suất tháng 4 đã giảm xuống, mức lãi suất cao trong tháng 3/2010 đã trở thành một đỉnh ngắn hạn, liệu chúng ta có thể hy vọng là lãi suất tháng 4/2010 giảm là dấu hiệu cho thị trường chứng khoán tăng mạnh như thị trường đã từng xảy ra năm 2006 hay không?

Chúng tôi xem xét các yếu tố cơ bản và thấy rằng việc hạ lãi suất – nới lỏng tín dụng tháng 4/2010 sẽ hỗ trợ thị trường chứng khoán tăng trưởng nhưng không phải là một chu kỳ tăng trưởng mạnh như đã từng xảy ra năm 2006. Yếu tố khác quyết định đến chu kỳ tăng trưởng chứng khoán thành công là: P/E thấp với EPS growth cao.

1). Hiện nay, P/E trên toàn thị trường khoảng 11, thấp hơn so với các nước xung quanh một chút, nhưng không nhiều. Chúng tôi xây dựng mô hình dự đoán với 45 công ty lớn nhất thị trường với mức độ vốn hóa chiếm đến 70% tổng giá trị vốn hóa trên sàn. Chúng tôi lập mô hình dự đoán cho từng công ty và sau đó tổng hợp lập cho cả 45 công ty. Chúng tôi dự đoán doanh thu sẽ tăng 25% trong năm 2010 và tổng lợi nhuận tăng khoảng 16%. Tuy nhiên, do cổ phiếu bị pha loãng mạnh nên, EPS điều chỉnh sau pha loãng sẽ chỉ tăng khoảng 7%/năm. Do vậy, tiềm năng tăng giá của các cổ phiếu bluechips này là không cao trong năm 2010.

2). Lãi suất hiện nay giảm nhưng có lẽ chỉ là mức giảm tạm thời. Chúng tôi cho rằng lãi suất sẽ có thể tăng lại vào cuối năm 2010 hoặc đầu năm 2011. Do vậy, lãi suất chưa thể đi xuống nhiều. Tín dụng sẽ còn bị hạn chế do mối lo lạm phát. Chứng khoán chưa có điều kiện tăng trưởng mạnh.

Chỉ số giá tiêu dùng trong quý I đã tăng 4,12% so với tháng 12/2009. Chúng tôi đã làm việc với 4 Ngân hàng quốc doanh và cổ phần hàng đầu ở Việt nam, chúng tôi nhận thấy nhu cầu tín dụng là khá cao. Tăng trưởng tín dụng năm 2010 hoàn toàn có thể đạt mức 25-30%/năm hoặc cao hơn một chút. Ở đây, chúng tôi cũng thấy rõ là mức tăng trưởng tín dụng ở Việt nam trong ít nhất 10 năm qua thường ở mức >30%/năm và luôn cao hơn kế hoạch của SBV. Vì vậy, chúng ta có thể ước mức tăng tín dụng 2010 dựa vào số liệu quá khứ chứ không chỉ đơn thuần dựa vào kế hoạch của SBV- kế hoạch mà thực tế đạt được luôn vượt kế hoạch do sự tranh giành tín dụng mạnh mẽ giữa các NHTM.

Những động thái gần đây cho thấy SBV đã thay vì tập trung vào thắt chặt tiền tệ để kiềm chế lạm phát như đã làm trong tháng 12/09-2/10, đã chuyển sang chính sách nới lỏng tín dụng nhằm hai mục tiêu thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và có thể chấp nhận một mức lạm phát không quá cao. Chính sách thắt chặt tiền tệ chỉ được thực hiện trong 3 tháng (12/09-2/2010) là quá ngắn, không đủ để kiềm chế lạm phát. Do vậy, với động thái SBV nới lỏng tín dụng, hạ lãi suất, lạm phát năm 2010 sẽ vẫn tăng khá. Với những thông tin hiện thời, dự đoán lạm phát năm 2010 có thể tăng khoảng 8-10%/năm.

Lạm phát cao thường có tính chất kéo dài (persistence), cụ thể lạm phát năm nay cao sẽ thường dẫn đến dự đoán (expect) lạm phát cao năm sau, trừ phi chính phủ rất quyết liệt trong chống lạm phát. Với việc kinh tế thế giới đang ở giai đoạn tăng của chu kỳ kinh tế, tốc độ tăng trưởng kinh tế năm 2011 dự đoán sẽ cao hơn 2010 mà kinh tế tăng thì lạm phát thường tăng theo. Do vậy, có thể thấy là sang năm 2011, lạm phát sẽ vẫn có thể ở mức cao và lãi suất sẽ còn có thể phải tăng lên để kiềm chế lạm phát.

Với việc lạm phát vẫn còn có thể ở mức cao, chính phủ có thể sẽ phải quay lại thắt chặt tín dụng sẽ khiến cho thị trường vẫn có một lo ngại (expectation) là mối quan ngại lạm phát vẫn còn lơ lửng trên đầu.

Với những yếu tố trên, chúng tôi chưa thấy thị trường có khả năng tăng mạnh. Động thái hạ lãi suất, nới lỏng tín dụng của SBV sẽ tạo liquidity cho thị trường, hỗ trợ thị trường tăng trưởng. Nhưng để thị trường tăng mạnh, thì thị trường cần phải nhìn thấy rõ ràng là lạm phát đã giảm xuống mức thấp, đủ để SBV có thể hạ lãi suất xuống và tín dụng có thể tăng nhanh. Tuy nhiên, mối lo ngại lạm phát vẫn còn lơ lửng trên đầu. Thị trường chưa có cơ sở để tăng mạnh.

Việc lãi suất giảm xuống, tính thanh khoản hệ thống ngân hàng tăng lên và tín dụng được hỗ trợ để tăng trưởng cũng sẽ tạo điều kiện cho thị trường tăng trưởng. Đây là cơ sở cho chúng tôi giữ quan điểm tích cực (bullish) về thị trường trong 3-12 tháng tới. Căn cứ vào những yếu tố trên và kỹ thuật (technical analysis), chúng tôi cho rằng thị trường sẽ có thể hướng đến khu vực 550-570 vào cuối quý II và khu vực 600-650 vào cuối năm 2010. Để thị trường tăng mạnh hơn, chúng ta cần nhìn thấy các bằng chứng rõ ràng cho thấy nền kinh tế đã tăng trưởng nhanh hơn và lạm phát được kiểm soát, chúng tôi coi tăng trưởng GDP >7%/năm và lạm phát < 6%/năm có thể coi là tích cực (positive) với thị trường chứng khoán.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Báo cáo này được thực hiện bởi Phòng Phân tích - Ban Chiến lược Kinh doanh - Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Những thông tin trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn đáng tin cậy và đánh giá một cách thận trọng. Tuy nhiên, Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác, trung thực, đầy đủ của các thông tin được cung cấp cũng như những tổn thất có thể xảy ra khi sử dụng báo cáo này. Mọi thông tin, quan điểm trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo này được xuất bản với mục đích cung cấp thông tin và hoàn toàn không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán.

Người đọc cần lưu ý: Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí có thể có những hoạt động hợp tác với các đối tượng được nêu trong báo cáo và có thể có xung đột lợi ích với các nhà đầu tư.

Báo cáo này thuộc bản quyền của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Mọi hành vi in ấn, sao chép, sửa đổi nội dung mà không được sự cho phép của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí đều được coi là sự vi phạm pháp luật.

Tác giả: Phạm Bình (binhpt@psi.vn)



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ

Trụ sở chính:

18 Lý Thường Kiệt, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội - ĐT: (84-4) 62789898; Fax: (84-4) 62788989

Phòng giao dịch số 2:

Tầng 1, tòa nhà Petro Việt Nam, số 18 Láng Hạ, Quận Ba Đình, Hà Nội – ĐT: (84-4)37727308; Fax: (84-4)37727312

Phòng giao dịch số 3

Tầng 1, tòa nhà 22 Ngô Quyền, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội – ĐT: (84-4) 39393875-77; Fax: (84-4) 39393874

Chi nhánh TP.HCM:

Số 1-5 Lê Duẩn, Quận I, TP.Hồ Chí Minh - ĐT: (84-8) 39111818; Fax: (84-8) 39111919

Chi nhánh Vũng Tàu:

Phòng 112, Tòa nhà Petro Tower, số 08 Hoàng Diệu, TP.Vũng Tàu – ĐT: (84-64) 62545 20 - 22 - 23 -24 - 26; Fax: (84-64) 6254521

Chi nhánh Đà Nẵng:

Số 55-56 Đường Nguyễn Văn Linh, Quận Hải Châu, Thành phố Đà Nẵng – ĐT: (84-0511) 3899338; Fax: (84-0511) 3899339