



Biến cơ hội thành giá trị



Bản tin

# Nhà Đầu Tư

PHÁT HÀNH NỘI BỘ

Số tháng 1 + 2/2009



Biến cơ hội thành giá trị

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI

## LỄ KÝ KẾT THỎA THUẬN HỢP TÁC TOÀN DIỆN



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI

# Mục lục

## KINH TẾ & THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

- Nền Kinh tế đang đi vào giai đoạn suy thoái
- Thị trường Ngoại hối, Tiền tệ, và Bất động sản
- Thị trường Chứng khoán sụt giảm mạnh

## PHÂN TÍCH – NHẬN ĐỊNH

- Nguyên nhân nào khiến đồng Yên tăng giá?
- Vàng – Một kênh đầu tư mới!

## KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

- Phân bổ vốn trong từng thời kỳ
- Một số mã cổ phiếu cần lưu ý

## PHỤ LỤC

### MỘT SỐ CHỈ TIÊU KINH TẾ 2 THÁNG ĐẦU NĂM

CPI tháng 2 so cùng kỳ (%)	14,78
FDI (tỷ USD)	5,311
Tăng trưởng xuất khẩu so cùng kỳ (%)	-5,1
Tăng trưởng nhập khẩu so cùng kỳ (%)	-43,1
Tăng trưởng giá trị sản xuất công nghiệp (%)	2,5
Tăng trưởng tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng (%)	20,6
Vốn hoá thị trường (nghìn tỷ đồng)	135,5
Số công ty niêm yết	352
Tăng trưởng VN-index (%)	-22
P/E trung bình toàn thị trường	10,44x
EPS trung bình 50 doanh nghiệp vốn hóa lớn nhất (đồng)	2.176



**Bản tin Nhà đầu tư**

Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội  
Số tháng 1+2/2009

Ảnh bìa: Ông Nguyễn Thế Minh – TGD SHS  
(ngồi bên phải) ký kết HĐHT toàn diện với  
TKV, VRG, LILAMA, SHB và HASMEA

## Nhóm thực hiện:

Th.S Võ Văn Minh  
– Phó phòng Phân tích và Đầu tư  
minh.vv@shs.com.vn

Trương Thanh Hải – hai.tt@shs.com.vn  
Nguyễn Văn Đàm – dam.nv@shs.com.vn  
Vũ Trường Giang – giang.vt@shs.com.vn  
Phạm Thị Ngọc Hoa – hoa.ptn@shs.com.vn  
Đoàn Thị Ánh Nguyệt – nguyet.dta@shs.com.vn

## Thiết kế:

thietkesaolinh@fpt.vn

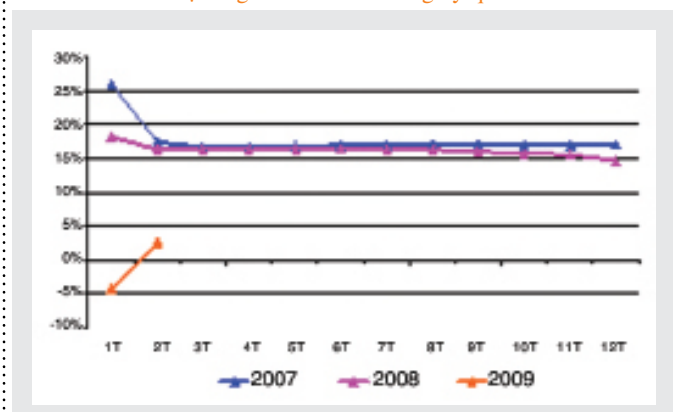
In tại Công ty in Tiến Bộ

# NỀN KINH TẾ ĐANG ĐI VÀO VÙNG SUY THOÁI

**D**o ảnh hưởng của suy thoái kinh tế toàn cầu, nền kinh tế dựa vào ngoại thương như Việt Nam chịu ảnh hưởng nặng nề thể hiện từ sự sụt giảm của giá trị sản xuất công nghiệp, giá trị xuất nhập khẩu, và hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp nước ngoài. Bên cạnh đó, hoạt động đình trệ của khối doanh nghiệp là nguyên nhân gây nên tình trạng thất nghiệp tăng đột biến trong nền kinh tế. Trước sức ép đó, Chính phủ đã đưa ra hàng loạt các giải pháp nhằm tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp như hỗ trợ lãi suất vay vốn kinh doanh, hỗ trợ cho vay trả lương cho công nhân, giãn giảm thuế thu nhập doanh nghiệp. Tuy nhiên đến nay, mặc dù lượng tín dụng bung ra từ hệ thống ngân hàng đã đạt gần 80 ngàn tỉ VND, những dấu hiệu về sự phục hồi kinh tế vẫn chưa thực sự xuất hiện. Mặc dù viễn cảnh kinh tế vẫn không mấy sáng sủa, các nhà hoạch định chính sách hiện đang phải lưu tâm về sự quay trở lại của lạm phát khi chỉ số CPI đang có dấu hiệu tăng. Xu hướng tăng của lạm phát sẽ khiến cho sự lựa chọn chính sách của Chính phủ ngày càng khó khăn hơn: Nới rộng chính sách tiền tệ và tài khóa để kích cầu sẽ gây nên hiệu ứng lạm phát, tuy nhiên nếu không có các giải pháp hỗ trợ doanh nghiệp, suy thoái kinh tế, thất nghiệp sẽ ngày một trầm trọng hơn.

## Sản xuất Công nghiệp sụt giảm khá mạnh.

Biểu 1. Tốc độ tăng GTSXCN so cùng kỳ qua các năm



Nguồn: TCTK

**T**rong 2 tháng đầu năm, giá trị sản xuất công nghiệp chỉ tăng 2,5% so với cùng kỳ năm 2008, giảm mạnh so với mức tăng 16,3% so cùng kỳ của 2 tháng đầu năm 2008.

Mặc dù giá trị sản xuất công nghiệp trong tháng 1 giảm 4,4% so cùng kỳ do tháng 1 năm nay có thời gian nghỉ Tết, ngừng sản xuất 1 tuần và giá trị sản xuất công nghiệp tháng 2 đã tăng gần 15% so với năm trước (tháng 2 năm trước có kỳ nghỉ Tết), nhưng tính gộp cả 2 tháng, tức là đã trung hòa những biến động do kỳ nghỉ Tết đem lại, tốc độ tăng giá trị sản xuất công nghiệp 2 tháng đầu năm chỉ đạt 2,5% so với cùng kỳ, thấp hơn rất nhiều so với tốc độ tăng của những năm trước. Sự sụt giảm mạnh tốc độ tăng giá trị sản xuất công nghiệp 2

tháng đầu năm 2009 so với cùng kỳ, đặc biệt khi theo chu kỳ, giá trị sản xuất công nghiệp thường có xu hướng tăng cao hơn vào đầu năm<sup>1</sup> cho thấy tác động rất mạnh của suy thoái kinh tế toàn cầu đến nền sản xuất công nghiệp trong nước.

Giá trị sản xuất công nghiệp cả nước vẫn có xu hướng tăng nhẹ là do sự tăng trưởng khá mạnh của lĩnh vực khai thác dầu thô, sản xuất xi măng, khi sản lượng dầu thô xuất khẩu của Việt Nam gia tăng và năng lực sản xuất của ngành xi măng Việt Nam có sự tăng trưởng khá mạnh trong năm 2009. Còn lại, hầu hết giá trị sản xuất của những ngành sản xuất công nghiệp của Việt Nam đều có xu hướng sụt giảm, từ những sản phẩm tiêu dùng thiết yếu đến sản phẩm phục vụ sản xuất, mạnh nhất là những sản phẩm công nghiệp thuộc mặt hàng xa xỉ như điều hòa nhiệt độ, laptop, ô tô... Điều này là tất yếu khi nhu cầu tiêu dùng của thị trường trong nước sụt giảm do tình trạng thất nghiệp đang gia tăng mạnh và thị trường xuất khẩu gặp nhiều khó khăn. Nhưng sự sụt giảm của những mặt hàng phục vụ sản xuất, phát triển kinh tế như than, phân bón sẽ gây tác động tiêu cực cho khá nhiều ngành sản xuất có liên quan, cũng như đã tăng trưởng kinh tế của Việt Nam.

## Vốn Đầu tư Nước ngoài (FDI) giảm mạnh

**T**háng 1/2009, vốn FDI cả đăng ký mới và tăng thêm vào Việt Nam chỉ đạt 185 triệu USD, bằng 12,5% con số tương ứng của tháng 12/2008 là 1,47 tỷ USD. Đến tháng 2, con số vốn FDI đăng ký lên tới trên 5,1 tỷ USD, gấp 27,5 lần số vốn đăng ký trong tháng 1. Nếu tính chung hai tháng đầu năm 2009, số vốn FDI đăng ký trên phạm vi cả nước đã đạt 5,311 tỷ USD. Nhưng nguồn vốn FDI tăng mạnh trong tháng 2 chủ yếu là do vốn đăng ký tăng thêm của những dự án đã triển khai. Lượng vốn đăng ký tăng thêm trong tháng 2 lên tới 3,55 tỷ USD. Nếu chỉ tính vốn cấp mới, lượng vốn đăng ký mới cả 2 tháng chỉ đạt 1,511 tỷ USD.

Việc FDI sụt giảm mạnh so với cùng kỳ năm 2008 – năm đạt kỷ lục của Việt Nam với việc thu hút hơn 64 tỷ USD vốn FDI là vấn đề đã được nhận định từ trước, trong bối cảnh suy thoái kinh tế toàn cầu. Tuy nhiên tính về số dự án thì cả nước đã thu hút được 60 dự án đăng ký cấp mới cho thấy Việt Nam vẫn thu hút được đáng kể sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài. Và lượng vốn đăng ký tăng thêm gia tăng đột biến cho thấy nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vào Việt Nam nhằm mục tiêu dài hạn, đẩy mạnh đầu tư tận dụng chi phí giảm và không có sự sụt giảm quá mạnh ngay cả khi bối cảnh kinh tế khó khăn.

Hầu hết các dự án mới đăng ký vào Việt Nam đều thuộc lĩnh vực bất động sản<sup>2</sup>. Mặc dù đã nhận định vốn đầu tư thuộc lĩnh vực bất động sản, dịch vụ không hỗ trợ nhiều cho nền kinh tế nước ta trong giai đoạn hiện nay – cần đẩy mạnh đầu tư phát triển công nghiệp hóa, hiện đại hóa trong lĩnh vực công nghiệp, nông nghiệp. Nhưng việc nhà đầu tư nước ngoài đẩy mạnh đầu tư vào bất động sản, dịch vụ tại Việt Nam cho thấy khối này vẫn rất kỳ vọng vào tiềm năng tăng trưởng của nước ta.

Tuy nhiên, vấn đề giải ngân nguồn vốn FDI của Việt Nam vẫn còn nhiều bất cập. Trong tháng 1/2009, cả nước chỉ giải



ngân được 300 triệu USD vốn FDI, bằng 78,9% so với con số tương ứng của tháng 1/2008, và kém rất xa con số 1,45 tỷ USD của tháng 12/2008. Với lượng vốn đăng ký tăng thêm đạt khá cao, có khả năng nguồn vốn giải ngân trong tháng tới của Việt Nam sẽ gia tăng. Nhưng Việt Nam vẫn cần đẩy nhanh tiến độ thực hiện nguồn vốn, tận dụng lợi thế nguồn vốn đăng ký kỷ lục trong năm 2008 để phục vụ cho đầu tư tăng trưởng, đặc biệt trong bối cảnh kinh tế khó khăn như hiện nay.

## Cán cân Thương mại Thặng dư không là tín hiệu đáng mừng

Theo thống kê của Tổng cục Hải quan, mặc dù xuất khẩu trong tháng 1 chỉ đạt 3,795 tỷ USD, giảm tới 18,6% so với tháng 12/2008, nhưng đã giảm mạnh hơn của nhập khẩu (đạt 3,328 tỷ USD, giảm tới 41,2% so với tháng trước đó) đã giúp Việt Nam xuất siêu 467 triệu USD trong tháng 1. Tuy nhiên, trong tháng 2, mặc dù xuất khẩu tiếp tục có sự tăng trưởng khá (13,3%) nhưng với đà tăng nhanh hơn của nhập khẩu (32,25), Việt Nam đã nhập siêu khoảng 100 triệu USD.

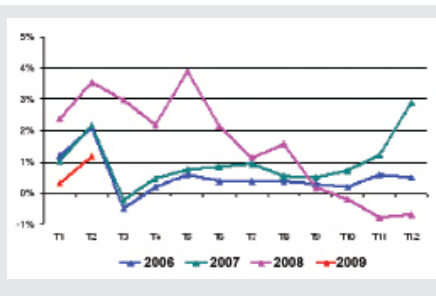
Với những tác động của suy thoái kinh tế toàn cầu, xuất khẩu của Việt Nam sụt giảm khá mạnh cả về khối lượng và kim ngạch, đặc biệt là một số mặt hàng xuất khẩu truyền thống như thủy sản, gỗ, cao su, cà phê... Tuy nhiên, việc xuất khẩu dầu thô và gạo gia tăng đã giúp kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sụt giảm không quá mạnh. Chúng tôi nhận định việc xuất khẩu dầu thô của Việt Nam gia tăng trong bối cảnh nhu cầu sử dụng dầu trên toàn cầu sụt giảm cho thấy, các Quốc gia xuất khẩu dầu khác hạn chế xuất khẩu nguồn vàng đen này trong giai đoạn giá dầu sụt giảm. Nhưng đối với Việt Nam, trước bối cảnh thiếu hụt nguồn ngoại tệ, việc đẩy mạnh xuất khẩu dầu thô là cần thiết. Và trong xu hướng giá dầu còn ở mức thấp như hiện nay, việc kim ngạch xuất khẩu dầu thô gia tăng nhiều khả năng sẽ còn tiếp diễn trong tháng tới.

Trong khi đó, việc nhập khẩu của Việt Nam giảm sút cũng chủ yếu do yếu tố giá. Ngoài ra, cùng với bối cảnh kinh tế khó khăn và sự co hẹp sản xuất của những doanh nghiệp FDI – vốn chiếm tỷ trọng khá lớn trong tổng hàng hóa nhập khẩu của Việt Nam, những sản phẩm hàng hóa nhập khẩu như ô tô, xăng dầu, sắt thép đã giảm rất mạnh về lượng so với cùng kỳ. Đà giảm của nhập khẩu mạnh hơn xuất khẩu đã giúp Việt Nam xuất siêu trong tháng 1 và chỉ nhập siêu 100 triệu USD trong tháng 2. Tính chung

trong 2 tháng đầu năm, Việt Nam vẫn xuất siêu khoảng trên 300 triệu USD.

Việc nước ta xuất siêu có tác dụng tích cực giúp gia tăng nguồn ngoại tệ – vốn đang có nguy cơ sụt giảm mạnh – từ đó góp phần giúp ổn định tỷ giá. Nhưng việc kim ngạch xuất khẩu không quá thấp so với nhập khẩu còn có nguyên nhân khá quan trọng là xuất khẩu vàng, kim loại quý của Việt Nam trong tháng 2 lên tới 800 triệu USD. Việc xuất khẩu vàng gia tăng mạnh vào tháng 2 khi giá vàng thế giới tăng đột biến, thực tế không bền vững. Việt Nam sẽ chịu áp lực nhập siêu tăng mạnh khi nguồn ngoại tệ thu được từ xuất khẩu vàng không còn nữa. Bên cạnh đó, việc những mặt hàng xuất khẩu truyền thống của Việt Nam đều giảm sút cũng đem lại những lo ngại đối với sự phát triển kinh tế. Và việc nhập khẩu xăng dầu sụt giảm khá lớn về lượng (chỉ bằng 56,6% so với tháng 1/2008) cho thấy sự suy giảm của nền kinh tế trong nước là khá mạnh. Mặt khác, những sản phẩm nhập khẩu phục vụ cho phát triển kinh tế đất nước như thép, xăng dầu, phân bón... sụt giảm sẽ gây khó khăn cho hoạt động sản xuất của Việt Nam, đặc biệt khi đất nước ta đang trong thời kỳ đầu tư phát triển kinh tế. Mặc dù những biện pháp kích cầu của Chính phủ đều có độ trễ nhưng nếu không có biện pháp thiết thực hơn đẩy mạnh xuất khẩu và đầu tư trong nước, cũng như kích thích tiêu dùng, việc đà tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam sụt giảm mạnh là điều khó tránh khỏi và nhập siêu sẽ là vấn đề quan trọng ảnh hưởng đến thị trường ngoại hối của nước ta.

## Lạm phát gây khó khăn cho sự lựa chọn Chính sách



Biểu 2. CPI hai tháng đầu năm 2009

Nguồn: TCTK

Sau nhiều tháng cuối năm 2008 theo xu hướng giảm, chỉ số giá tiêu dùng đã tăng nhẹ vào tháng 1 và tăng khá mạnh vào tháng 2/2009 (đạt 1,17%). Những mặt hàng tăng giá mạnh là thực phẩm, dịch vụ ăn uống, nhà ở, vật liệu xây dựng và những đồ dùng và dịch vụ khác.

Nguyên nhân chủ yếu của đà tăng giá tiêu dùng vào thời điểm hiện tại là do tính chu kỳ, giá tiêu dùng tăng vào thời điểm tết Nguyên đán. Nếu tính so với tốc độ tăng CPI vào những tháng đầu năm của những năm trước, chỉ số giá tiêu dùng 2 tháng đầu năm 2009 ở mức thấp hơn nhiều.

Việc chỉ số giá tiêu dùng tháng 1 – tháng trước tết Nguyên Đán tăng không mạnh và chỉ tăng 1,17% vào tháng 2 cho thấy sự khó khăn của nền kinh tế trong nước. Giá cả hàng hóa chỉ tăng vào thời điểm tết, với mức tăng thấp hơn đáng kể so với các năm trước.

Sau giai đoạn tăng cao vào dịp Tết, chỉ số giá thường có xu hướng giảm mạnh vào những tháng tiếp theo, đặc biệt là vào tháng 3. Nhưng với việc giá mặt hàng nhà ở, vật liệu xây dựng đã tăng khá mạnh trong tháng 2, khi chưa áp dụng tăng giá điện cho thấy có khả năng, giá nhóm hàng này sẽ có đà tăng khá trong tháng 3. Và vì mục tiêu tăng trưởng, Việt Nam đang đẩy mạnh kích cầu bằng việc sử dụng 17.000 tỷ đồng hỗ trợ lãi suất cho các doanh nghiệp. Những loại hàng hóa thiết yếu như điện, than cũng được điều chỉnh tăng, chuẩn bị cho việc điều hành giá theo thị trường. Những động thái này tiềm ẩn nguy cơ lạm phát trở lại, đặc biệt khi nguồn gốc lạm phát của nước ta từ tăng trưởng tín dụng chưa thực sự được kiểm chế và nền kinh tế toàn cầu cũng tiềm ẩn rủi ro lạm phát tăng mạnh. Và khi lạm phát tăng sẽ tác động ngược trở lại, khiến chính sách kích cầu của Chính phủ khó đem lại kết quả, từ đó gây khó khăn cho việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế khi Chính phủ buộc phải thắt chặt tiền tệ để kiểm chế lạm phát. Mặc dù trong ngắn hạn, dưới tác động của suy thoái kinh tế toàn cầu, vấn đề lạm phát vẫn chưa đáng lo ngại đối với Việt Nam. Nhưng nếu nước ta không chủ động thu hút nguồn tiền về một cách hợp lý, đúng thời điểm, Việt Nam sẽ lại phải đối mặt với lạm phát tăng cao trong tương lai, càng gây khó khăn hơn cho việc hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

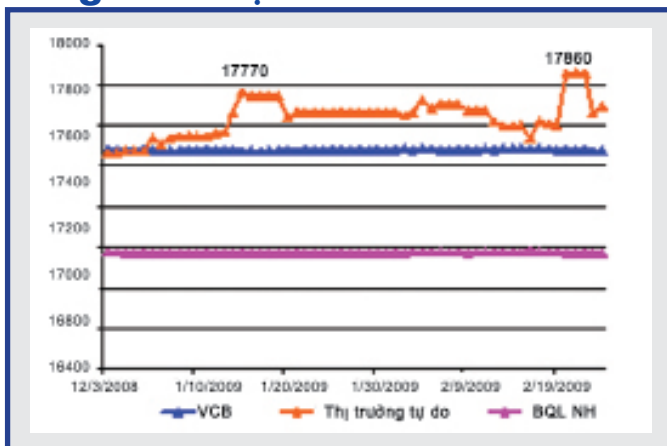
<sup>1</sup>. Khi các doanh nghiệp đẩy mạnh giải ngân xây dựng hoàn thành chỉ tiêu cuối năm.

<sup>2</sup>. Dự án xây dựng vườn thú hoang dã Safari và khu nghỉ dưỡng Bình Châu-Việt Nam với tổng vốn đầu tư 500 triệu USD, dự án khu đô thị mới Tóc Tiên với vốn đầu tư 600 triệu USD và dự án đầu tư The Vietstar Mixed-Use Complex Project với tổng vốn đầu tư 200 triệu USD.

# Thị trường Ngoại hối, Tiền tệ & Bất động sản



## Tỷ giá VND/USD có xu hướng tăng khá mạnh



Biểu 3. Diễn biến tỷ giá VND/USD 2 tháng đầu năm

Nguồn: Báo Thị trường, SHS

**T**rong 2 tháng đầu năm, tỷ giá VND/USD do NHNN công bố và tỷ giá của hệ thống NHTM dao động khá ổn định. Mặc dù hệ thống Ngân hàng vẫn giao dịch ngoại tệ với biên độ kịch trần 3% theo quy định của NHNN, thể hiện sự khan hiếm ngoại tệ, nhưng sự duy trì ổn định tỷ giá BQLNH của NHNN cũng giúp các doanh nghiệp xuất nhập khẩu ổn định trong việc hoạch định kinh doanh. Tuy nhiên, cùng với những tác động của suy thoái kinh tế toàn cầu đến cung cầu ngoại tệ của Việt Nam, tỷ giá VND/USD trên thị trường tự do có xu hướng tăng đáng kể trong 2 tháng đầu năm. Tính chung trong hai tháng, VND đã mất giá 390 VND so với USD.

Kể từ đầu năm, có hai giai đoạn tỷ giá VND/USD tăng đột biến.

Giai đoạn 1, tỷ giá tăng mạnh lên mốc 17.770 VND = 1 USD vào ngày 15/1. Nguyên nhân tỷ giá tăng mạnh do phản ứng của nhà đầu tư trước những thông tin:

- Đồng USD tăng giá so với các đồng tiền mạnh khác khi nhà đầu tư lo ngại Ngân hàng Trung ương châu Âu cắt giảm lãi suất.

- Thiếu hụt nguồn cung ngoại tệ trong nước do tác động của suy thoái kinh tế toàn cầu.

- Dự đoán xu hướng giảm giá của VND trong năm 2009 khiến nhà đầu tư gia tăng nắm giữ USD.

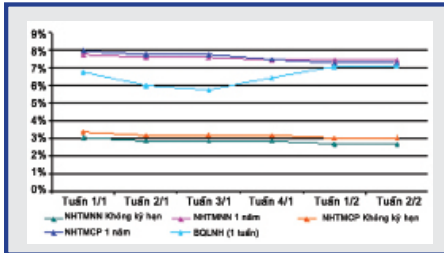
- NHNN giảm lãi suất cơ bản khiến VND giảm giá tương đối so với USD.

Sau giai đoạn tăng mạnh trên, tỷ giá VND/USD đã giảm nhẹ, nhưng cũng đã xác định mức giá mới trên 17.600 VND = 1 USD. Việc tỷ giá VND/USD thiết lập một ngưỡng mới như trên cho thấy tỷ giá tăng không chỉ do tâm lý nhà đầu tư mà còn do thực trạng cung cầu ngoại tệ của Việt Nam.

Giai đoạn 2, ngày 20/2, tỷ giá trên thị trường tự do lại xác lập một mốc cao mới khi tăng mạnh lên mức 17.860 VND = 1 USD. Nguyên nhân tỷ giá tăng mạnh trong giai đoạn này do đà tăng mạnh của giá vàng, có thời điểm lên đến gần 1.000 USD/oz. Mặc dù vàng được định giá bằng USD, giá vàng tăng mạnh khi USD có chiều hướng giảm. Nhưng vàng tăng giá mạnh khi sự lo ngại của nhà đầu tư về viễn cảnh kinh tế toàn cầu ngày càng gia tăng, và nhà đầu tư đẩy mạnh đầu tư vào vàng như một loại tài sản an toàn nhất. Trước tâm lý e ngại đó, nhà đầu tư trong nước cũng tìm một phương thức đầu tư nhằm giảm thiểu rủi ro, và ngoại tệ, chủ yếu là USD được lựa chọn đầu tiên, đặc biệt khi nhà đầu tư dự đoán xu hướng mất giá của VND trong năm 2009. Tuy nhiên, với thông tin Việt Nam có một tháng xuất siêu 467 triệu USD và Nhật chính thức nối lại nguồn vốn ODA với Việt Nam, làm gia tăng nguồn ngoại tệ cho đất nước đã giúp ổn định tâm lý nhà đầu tư, khiến tỷ giá trên thị trường tự do giảm xuống mức 17.650 VND = 1 USD vào cuối tháng.

Chúng tôi nhận định đà mất giá của đồng Việt Nam trong năm 2009 là tất yếu, nhưng với sự điều tiết của Chính phủ, đặc biệt khi Chính phủ đã áp dụng biện pháp hỗ trợ doanh nghiệp xuất khẩu về lãi suất và cho phép xuất khẩu vàng nhằm tăng nguồn ngoại tệ chúng tôi cho rằng NHNN sẽ không để VND mất giá quá lớn so với USD.

## Lãi suất giảm sau các quyết định của NHNN



Biểu 4. Diễn biến lãi suất huy động VND hai tháng đầu năm

Nguồn: SBV

**N**gày 23/1/2009, NHNN tiếp tục giảm lãi suất cơ bản xuống 7% và cho phép hệ thống Ngân hàng thực hiện cho vay tiêu dùng theo lãi suất thỏa thuận. Cùng với việc giảm lãi suất cơ bản, lãi suất huy động và lãi suất cho vay của hệ thống Ngân hàng tiếp tục theo xu hướng giảm, lãi suất cho vay tối đa chỉ ở mức 10,5%.

Nhưng từ đầu tháng 2, lãi suất huy động kỳ hạn 1 năm của hệ thống NHTM NN đang có xu hướng cao hơn lãi suất của NHTM CP. Điều này khác với truyền thống trước đây, khi với tiềm lực vốn lớn và ưu thế an toàn hơn, hệ thống NHTM NN thường có lãi suất huy động thấp hơn so với NHTM CP. Nguyên nhân là với mục tiêu thực hiện cho vay theo chương trình hỗ trợ lãi suất của Chính phủ<sup>3</sup>, cần nhiều nguồn vốn, hệ thống NHTM NN đã điều chỉnh tăng lãi suất huy động kỳ hạn 1 năm. Thực tế, chương trình cho vay hỗ trợ lãi suất của Chính phủ đã được hệ thống Ngân hàng thực hiện rất nhanh. Ước tính với 17.000 tỷ đồng để bù 4% lãi suất của Chính phủ trong thời gian 8 tháng, sẽ có khoảng 637,5 nghìn tỷ đồng vốn vay ưu đãi được bơm ra nền kinh tế. Từ ngày 23/1 đến ngày 20/2/2009 (trừ 1 tuần nghỉ tết, tức là chỉ trong 3 tuần), số tiền giải ngân theo chương trình hỗ trợ lãi suất trong toàn hệ thống Ngân hàng ước đạt gần 80.000 tỷ đồng, trung bình mỗi tuần giải ngân 27 nghìn tỷ đồng. Với tốc độ như vậy, chỉ khoảng 20 tuần, tức là 5 tháng, hệ thống Ngân hàng sẽ giải ngân hết số tiền nói trên. Và với số dư tiền gửi VND của hệ thống Ngân hàng giảm 0,18% so với tháng trước, trong khi số dư cho vay nền kinh tế đang gia tăng, để bù đắp cho khối lượng vay đột biến khi được bù lãi suất ở trên, cho thấy nguồn vốn cần huy động của hệ thống Ngân hàng là rất lớn.

Sự chênh lệch lãi suất này sẽ gây

khó khăn trong thu hút tiền gửi cho khối NHTM CP, đặc biệt là những Ngân hàng nhỏ, khi những NHTM NN được nhà đầu tư đánh giá cao hơn về độ an toàn. Và trong bối cảnh lãi suất ở mức thấp như thời điểm hiện tại, hạn chế luồng tiền gửi vào ngân hàng, hệ thống NHTM CP sẽ ngày càng gặp khó khăn trong thanh khoản. Thực tế, lãi suất bình quân liên ngân hàng đã được điều chỉnh tăng khá mạnh, thể hiện nguồn vốn ngắn hạn của Ngân hàng không còn dồi dào như trước. Để hỗ trợ thanh khoản cho hệ thống Ngân hàng, NHNN vẫn giữ nguyên lãi suất cơ bản nhưng đã điều chỉnh giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc 2% đối với tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 12 tháng vào ngày 24/2. Nhưng với tốc độ huy động vốn VND tăng thấp khi nhà đầu tư đang chú trọng đầu tư vào vàng, ngoại tệ cũng như bất động sản,

**...ĐÀ MẤT GIÁ CỦA ĐỒNG VIỆT NAM TRONG NĂM 2009 LÀ TẤT YẾU, NHƯNG VỚI SỰ ĐIỀU TIẾT CỦA CHÍNH PHỦ, ĐẶC BIỆT CHÍNH PHỦ ĐÃ ÁP DỤNG BIỆN PHÁP HỖ TRỢ DOANH NGHIỆP XUẤT KHẨU VỀ LÃI SUẤT VÀ CHO PHÉP XUẤT KHẨU VÀNG NHẪM TĂNG NGUỒN NGOẠI TỆ, CHÚNG TÔI CHO RẰNG NHNN SẼ KHÔNG ĐỂ VND MẤT GIÁ QUÁ LỚN SO VỚI USD...**

chúng tôi cho rằng hệ thống NHTM CP sẽ nhanh chóng điều chỉnh mức lãi suất huy động lên mức tương xứng với lãi suất huy động của hệ thống NHTM NN.

Chúng tôi nhận thấy việc hỗ trợ lãi suất có thể tiềm ẩn rủi ro khi khó khăn đối với doanh nghiệp trong bối cảnh hiện tại không chỉ là chi phí về vốn mà còn là thị trường tiêu thụ. Và việc tăng một lượng tiền lớn ra lưu thông sẽ gây rủi ro lạm phát. Chính phủ hoàn toàn có thể chỉ đạo NHNN cho vay với lãi suất thấp đối với hệ thống Ngân hàng, để từ đó hệ thống Ngân hàng cho vay lại với các doanh nghiệp cần vốn với lãi suất ở mức hợp lý. Việc này vừa giải quyết được vấn đề chi phí vốn, vừa làm giảm rủi ro lạm phát trong tương lai, khi khoản tiền bỏ ra hiện nay là khoản tiền vay, sẽ phải hoàn trả. Nhưng dù sao việc hỗ trợ lãi suất sẽ giúp việc hỗ trợ vốn cho các doanh nghiệp được rộng rãi hơn, hỗ trợ được doanh nghiệp trong giai đoạn khó khăn trước mắt. Vấn đề quan trọng là các biện pháp hỗ trợ việc sản xuất, tiêu thụ với doanh nghiệp cần đồng bộ, hợp lý và hệ thống Ngân hàng cần kiểm định

dự án cho vay kỹ càng để giảm thiểu rủi ro.

## Tín hiệu tốt từ thị trường Bất động sản

Trong thời kỳ năm 2008, thị trường bất động sản có sự phân hóa khi giá văn phòng cho thuê tiếp tục tăng, trong khi giá đất đai, đất dự án, căn hộ chung cư có xu hướng sụt giảm mạnh. Tuy nhiên, do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế toàn cầu, nhiều doanh nghiệp phải giảm diện tích thuê văn phòng, hoặc chuyển về những nơi có chi phí thấp hơn, từ đó đẩy nhu cầu văn phòng cho thuê giảm sút. Tỷ lệ văn phòng dư thừa đang tăng mạnh, khiến giá văn phòng cho thuê đang có xu hướng sụt giảm.

Trong khi đó, mảng bất động sản như đất đai, căn hộ, đất dự án, vốn là nhu cầu thiết thực của bộ phận khá lớn người dân, với mức giá giảm sút tới gần 50% vào năm 2008 nay đã xuống đến mức nhà đầu tư cho là hợp lý, đẩy mạnh mua vào. Và nhiều doanh nghiệp Bất động sản, điển hình là Hoàng Anh Gia Lai<sup>4</sup>, cùng với chính sách kích cầu của Chính phủ và để đẩy mạnh tiêu thụ đã giảm giá đáng kể những căn hộ bán ra, giúp cầu của nhà đầu tư gia tăng. Động thái này nhiều khả năng sẽ tạo nên một xu hướng giảm giá bán đối với các doanh nghiệp bất động sản. Bên cạnh đó, việc vay vốn đầu tư bất động sản, đặc biệt là mua nhà trả góp đã được hệ thống Ngân hàng mở cửa trở lại, không còn quá khắt khe như trước. Sự hỗ trợ này, cùng với nhận định của người dân về mức giá đã giảm sâu của thị trường bất động sản, khối lượng giao dịch bất động sản đã gia tăng đáng kể<sup>5</sup>. Lượng khách hàng tìm đến các trung tâm giao dịch địa ốc tại Hà Nội đang tăng nhanh, gấp khoảng 3 lần so với những tháng cuối năm 2008. Mặc dù giá bất động sản vẫn ở mức thấp, không có sự gia tăng so với thời điểm cuối năm 2008 nhưng đây cũng là tín hiệu thuận lợi cho thị trường bất động sản Việt Nam.

<sup>3</sup> Các doanh nghiệp được hỗ trợ 4% lãi suất vay vốn trong năm 2009 từ 23/1/2009.

<sup>4</sup> Hoàng Anh Gia Lai giảm giá khoảng 50% so với giá công bố thời kỳ đầu đối với căn hộ Hoàng Anh River View và căn hộ Phú Hoàng Anh

<sup>5</sup> Chỉ sau 4 ngày giảm giá bán, Hoàng Anh Gia Lai đã bán được 533 căn hộ.



**M**ặc dù nền kinh tế đang gặp rất nhiều khó khăn, những nỗ lực của Chính phủ Việt Nam qua gói kích cầu cùng các gói kích cầu của Chính phủ các nước trên thế giới là tín hiệu để chúng ta có thể hi vọng về sự phục hồi kinh tế trong tương lai. Theo chúng tôi, những những nhân tố sau sẽ góp phần quan trọng để đánh giá khả năng phục hồi kinh tế Việt Nam trong giai đoạn tới:

📌 Giá vàng và giá dầu đảo chiều, tỉ giá bình ổn: Chúng tôi cho rằng, giá trị của hai loại hàng hóa này cũng như giá trị của đồng USD sẽ là thước đo vô cùng nhạy cảm đối với sức khỏe nền kinh tế thế giới. Một khi nền kinh tế thế giới tiếp tục lao dốc, niềm tin nhà đầu tư suy giảm trầm trọng, giá vàng sẽ tiếp tục tăng và giá dầu sẽ giảm dần. Tuy nhiên, khi niềm tin phục hồi, sẽ có sự đảo chiều của giá vàng và giá dầu. Nền kinh tế thế giới phục hồi sẽ có tác dụng mạnh mẽ đến nền kinh tế phụ thuộc nhiều vào ngoại thương như Việt Nam. Trong khi đó, tỉ giá VND/USD bình ổn là phương thuốc hữu hiệu phản ánh tâm lý của nhà đầu tư.

📌 Diễn biến của thị trường chứng khoán: Thị trường chứng khoán là thước đo vô cùng quan trọng cho nền kinh tế, do vậy sự đảo chiều, hoặc bình ổn của thị trường chứng khoán sẽ đánh dấu giai đoạn mới của nền kinh tế. Thông thường, thị trường chứng khoán thường đi trước nền kinh tế một thời gian nhất định, cho nên sự ổn định của hai chỉ số chứng khoán chính là VN-Index và Hsbc-Index sẽ là tín hiệu cho thấy niềm tin đã phục hồi.

📌 Lợi suất trái phiếu Chính phủ: Lợi suất trái phiếu ở mức thấp sẽ là một tín hiệu không tốt trong giai đoạn kinh tế khó khăn bởi vì nó thể hiện mức cầu cao ở dạng tài sản này. Khi nền kinh tế suy thoái, rủi ro thị trường tăng mạnh, các nhà đầu tư sẵn sàng chấp nhận một mức lợi suất yêu cầu thấp ở trái phiếu Chính phủ bù lại mức rủi ro bằng zero. Khi nền kinh tế phục hồi, niềm tin tăng lên, độ ưa thích rủi ro tăng lên, các nhà đầu tư sẵn sàng rời bỏ trái phiếu để chuyển vốn sang các loại tài sản khác có rủi ro cao hơn và lợi suất cao hơn.

📌 Tăng trưởng tín dụng của hệ thống Ngân hàng: Theo thông tin mới nhất, 80.000 tỉ đồng tín dụng đã được bơm ra nền kinh tế từ hệ thống ngân hàng kể theo chương trình hỗ trợ lãi suất. Theo chúng tôi, đây là thông tin vô cùng quan trọng thể hiện niềm tin nhà đầu tư đã trở lại, mức độ ưa thích rủi ro (Risk Appetite) đã tăng lên. Các doanh nghiệp đã sẵn sàng vay vốn để đầu tư sản xuất nhằm đón đầu thời kỳ phục hồi kinh tế.

📌 Tốc độ giảm của giá trị sản xuất công nghiệp: Sờ dĩ chỉ tiêu này đặc biệt quan trọng vì nó cho thấy xu hướng của nền kinh tế. Những dấu hiệu đầu tiên của sự phục hồi kinh tế, hoặc nói cách khác là suy thoái kinh tế đã đến đáy khi tốc độ giảm của giá trị sản xuất công nghiệp của các thành phần trong nền kinh tế giảm dần.

📌 Tốc độ giảm của dòng vốn FDI: Dòng vốn FDI báo hiệu sự đảo chiều của nền kinh tế thế giới. Trong bối cảnh các gói kích thích kinh tế của các nền kinh tế lớn trên thế giới chưa phát huy tác dụng rõ rệt, dòng vốn FDI sẽ tiếp tục sụt giảm mạnh. Tốc độ sụt giảm giảm dần sẽ là tín hiệu cho thấy cơn bão kinh tế đã đi qua, và đã đến lúc các doanh nghiệp xúc tiến các hoạt động đầu tư và sản xuất kinh doanh.

*Chúng tôi sẽ cùng với nhà đầu tư phân tích, dự báo mọi tình hình kinh tế vĩ mô, TTCK trên bản tin ngày, tháng, tuần của SHS để nhà đầu tư có cái nhìn tổng quan nhất, từ đó tìm được thời điểm ra vào thị trường hợp lý nhất.*

# Những dấu hiệu về sự PHỤC HỒI KINH TẾ

# Thị trường Chứng khoán SỤT GIẢM MẠNH

## Diễn biến giao dịch

**K**ể từ phiên giao dịch đầu tiên của năm 2009 đến nay tình hình giao dịch trên thị trường thể hiện một sự sụt giảm rất rõ nét. Tính từ ngày 02/01/2009 đến ngày 24/02/2009 chỉ số VN-index đã giảm 77,84 điểm tương đương giảm 24,84%. Cũng giống như vậy chỉ số HASTC-index cũng giảm mạnh với 26,71 điểm mất đi tương đương 25,2%. Trong hầu hết các phiên giao dịch giảm điểm chỉ có một vài phiên điều chỉnh tăng, đáng chú ý nhất là phiên giao dịch ngày 06 và 07 tháng 1 năm 2009 với khối lượng giao dịch khá cao, các phiên giao dịch còn lại nhìn chung khối lượng và giá trị giao dịch rất thấp.

Chịu ảnh hưởng bởi những thông tin xấu, những cảnh báo về cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới, tâm lý phần khích trước kỳ nghỉ tết của giới đầu tư dường như đã mất đi, thay vào bằng những lo ngại thực tế cho năm 2009 làm các chỉ số chứng khoán lớn trên thế giới đều giảm mạnh trong tuần giao dịch đầu tiên của năm (S&P 500 giảm 4,45%; Hang Seng giảm 4,42%; DAX giảm 3,8%...). Thị trường chứng khoán Việt Nam đã khởi đầu năm 2009 với những phiên giao dịch có phần lạc quan hơn so với thị trường chứng khoán thế giới. Đây đã là thời điểm các công ty công bố báo cáo tài chính quý IV. Bên cạnh những doanh nghiệp có kết quả hoạt động không tốt do chịu ảnh hưởng từ khủng hoảng thì nhiều doanh nghiệp lớn như VNM, HPG, SSI, FPT, PVI, PVS, VCG... vẫn đưa ra những báo cáo khả quan, điều này mặc dù không thể giúp thị trường đi lên nhưng nó là nhân tố góp phần duy trì chỉ số VN-index và HASTC-index đồng thời giữ cho giá của những cổ phiếu này không giảm trong tuần giao dịch đầu tiên của năm. Những tín hiệu tốt lành đầu tiên của năm đã chưa thể làm thị trường đi lên, với viễn cảnh kinh tế và dự báo hoạt động của các doanh nghiệp không có gì sáng sủa đã đẩy thị trường vào một đợt sụt giảm mạnh ngay sau đó.

Theo dõi chi tiết giao dịch của thị trường chứng tôi nhận thấy dù xu thế chung là giảm điểm nhưng giao dịch đối với từng mã cổ phiếu đã có sự phân hóa. Những doanh nghiệp công bố lợi nhuận khả quan vào giai đoạn giữa và cuối tháng 01/2009 được giao dịch nhiều hơn. Một số mã giá tăng nhẹ, những mã khác có mức độ giảm điểm thấp hơn so với những mã chứng khoán khác. Trong hai tuần đầu của tháng 1/2009 khối nhà đầu tư nước ngoài cũng tăng cường mua vào một số mã chứng khoán có kết quả kinh doanh tốt dù khối lượng mua không nhiều. Những phiên giao dịch cuối tháng 1-2009 (Trước kỳ nghỉ tết nguyên đán) dù các chỉ số chứng khoán không có biến động mạnh (giảm nhẹ) nhưng tính thanh khoản giảm mạnh, những phiên giao dịch ngày 22/01/2009 và 23/01/2009 khối lượng giao dịch trên sàn HOSE chỉ là 4,6 triệu cổ phần/phiên; sàn HASTC đạt trên 2 triệu cổ phần/phiên.

Sau kỳ nghỉ tết nguyên đán, thị trường chứng khoán Việt Nam đã có một tuần giao dịch gây nhiều thất vọng đối với các nhà đầu tư. Dù có những thông tin vĩ mô hỗ trợ thị trường như giảm lãi suất cơ bản tương ứng với việc các ngân hàng

giảm mạnh lãi suất cho vay đối với nền kinh tế; các gói giải pháp kích thích nền kinh tế và huy động các nguồn vốn đầu tư từ bên ngoài cũng được đưa ra nhưng kết quả kinh doanh xấu của hàng loạt các doanh nghiệp niêm yết đã gây tâm lý hoang loạn cho nhà đầu tư. Đặc biệt thời điểm này có rất nhiều doanh nghiệp xin chậm nộp báo cáo tài chính kết hợp với cái nhìn bi quan về triển vọng kinh tế năm 2009 càng làm nhiều nhà đầu tư tăng cường bán ra nhằm bảo toàn vốn.

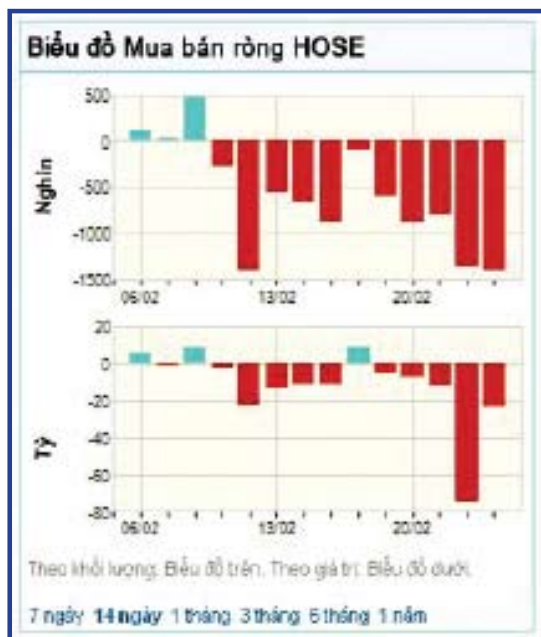
Kể từ ngày 10/02/2009 thị trường liên tục sụt giảm, nguyên nhân cơ bản của đợt sụt giảm này vẫn xoay quanh kết quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp. Tính đến ngày 16-02-2009 đã có 12 cổ phiếu niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh bị đưa vào diện kiểm soát, đáng chú ý trong số này có nhiều mã cổ phiếu bluechip như REE, SAM, PPC... Trong giai đoạn này nhiều mức đáy mới được thiết lập và nhà đầu tư cá nhân hầu như mất phương hướng. Kết thúc phiên giao dịch ngày 24/02/2009 chỉ số VN-index sau khi giảm 11 phiên liên tiếp đóng cửa ở mức 235,5 điểm thấp nhất trong vòng 4 năm trở lại đây. Chỉ số HASTC-index đóng cửa ở mức 78,06 điểm thấp nhất trong lịch sử giao dịch của chỉ số này làm lòng tin nhà đầu tư giảm sút trầm trọng. Trong hai phiên giao dịch cuối cùng của đợt sụt giảm mặc dù các chỉ số chứng khoán đóng cửa với mức độ giảm điểm mạnh nhưng khối lượng giao dịch đã được cải thiện, các mã cổ phiếu có kết quả kinh doanh tốt được ưu tiên mua mạnh trên cả hai sàn, đáng chú ý nhất là hai mã chứng khoán STB và ACB. Tại phiên giao dịch ngày 24 tháng 02 khối lượng giao dịch của STB, ACB đều đạt trên 1 triệu cổ phiếu. Trong giai đoạn này, tâm lý bất đáy của các nhà đầu tư được thể hiện ngày càng rõ hơn, bên cạnh hai cổ phiếu Ngân hàng được nhà đầu tư mua mạnh thì các mã chứng khoán khác có kết quả kinh doanh khả quan cũng được đặt mua với khối lượng lớn.

Sau đợt giảm giá kéo dài, những phiên giao dịch cuối tháng 2/2009 đã cho thấy những diễn biến vô cùng kịch tính. Phiên giao dịch ngày 25/02/2009 thị trường chứng khoán đã bất ngờ có phiên tăng điểm mạnh trở lại nhờ một số thông tin hỗ trợ như thị trường chứng khoán thế giới tăng; Ngân hàng Nhà nước công bố hạ tỷ lệ dự trữ bắt buộc xuống mức 3%. Chỉ số VN-index tăng 8,33 điểm tương đương (3,75%); chỉ số HASTC-index cũng tăng 3,87 điểm tương đương mức tăng 4,96%. Phiên tăng điểm này đã làm tâm lý phần khích của nhà đầu tư bắt đầu trở lại. Dấu hiệu của một đợt phục hồi vẫn chưa được khẳng định, hoạt động giao dịch của nhà đầu tư vẫn còn rất cẩn trọng. Phiên giao dịch ngày 26/02 đã thể hiện rõ điều này, sau một phiên tăng mạnh thị trường vẫn chưa thể đi lên, kết thúc phiên giao dịch ngày 26/02 VN-Index giảm nhẹ, đóng cửa ở mức 242,53 điểm. Tâm điểm của phiên giao dịch ngày 26/02/2009 vẫn là hoạt động giao dịch của hai cổ phiếu Ngân hàng là STB và ACB, đây là hai doanh nghiệp được tác động nhiều nhất từ thông tin hạ tỷ lệ dự trữ bắt buộc xuống mức 3%. Giao dịch của cổ phiếu STB diễn ra kịch tính trong suốt phiên giao dịch, kết thúc đợt 1 STB khớp được 1,44 triệu cổ phần. Trong đợt 2 khối lượng bán được đẩy ra mạnh tuy vậy cuối cùng bên mua đã thắng thế, kết thúc ngày giao

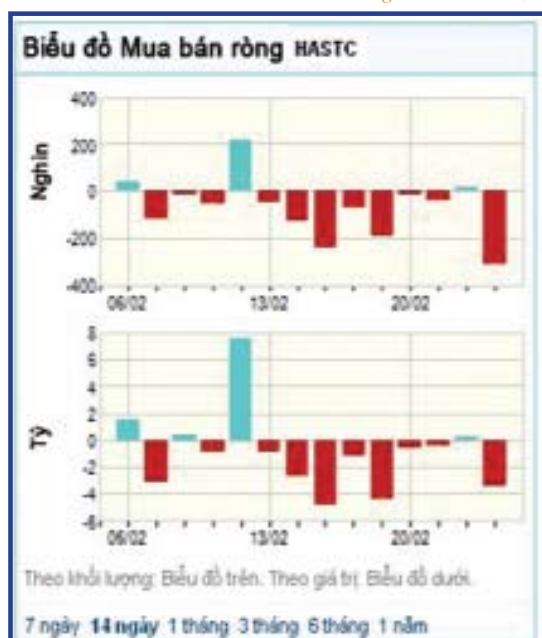


dịch giá cổ phiếu STB tăng và đóng cửa ở mức 14.200 đồng/cổ phần (tăng 4,41%) với khối lượng giao dịch đạt 4,17 triệu cổ phần chiếm 30,88% khối lượng giao dịch toàn thị trường. Trên sàn HASTC giá và khối lượng cổ phiếu ACB cũng tăng khá mạnh (Đóng cửa ở mức giá 24.700 đồng/cổ phần và khối lượng giao dịch đạt 1,94 triệu cổ phần). Diễn biến của phiên giao dịch ngày 26/02/2009 với việc khối lượng giao dịch tăng mạnh trên cả hai sàn đã phần nào củng cố lòng tin của nhà đầu tư.

## Diễn biến giao dịch của Nhà đầu tư nước ngoài



Nguồn: Stockbiz.vn, SHS



Nguồn: Stockbiz.vn, SHS

Khối nhà đầu tư nước ngoài (NĐTNN) vẫn tiếp tục bán ra nhiều hơn mua vào trong các phiên giao dịch của tháng

2.2009. Ví dụ hai phiên liên tiếp ngày 16 - 17/2 NĐTNN đã bán ròng hơn 11 tỉ đồng/phiên và chỉ tăng lên mua ròng 8,9 tỉ đồng vào ngày 18/2. Rồi họ lại tiếp tục bán ròng 5 tỉ đồng vào ngày 19/2; bán ròng 7,2 tỉ đồng trong ngày 20/2 và bán ròng 11,8 tỉ đồng trong ngày 23/2... Trong phiên giao dịch ngày 25/02/2009 khi thị trường có một phiên phục hồi mạnh thì nhà đầu tư nước ngoài vẫn tiếp tục bán ròng với khối lượng bán ra khá lớn. Trên HOSE khối lượng bán ròng là 1,3 triệu đơn vị tương đương 23,1 tỷ đồng.

Nguyên nhân của hiện tượng bán ròng của các Nhà đầu tư nước ngoài trong thời gian gần đây một phần do tác động của cuộc khủng hoảng kinh tế đang diễn ra trên phạm vi toàn cầu. Với mặt bằng thị trường thời điểm hiện tại việc nhà đầu tư nước ngoài vẫn tăng cường bán ra có thể được hiểu rằng họ chấp nhận thua lỗ nhằm mục đích tái cơ cấu danh mục. Và cũng không loại trừ nguyên nhân hiện PE của thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn cao hơn một số nước trong khu vực, nhà đầu tư nước ngoài sẽ có so sánh tương quan giữa các thị trường trên thế giới và tập trung đầu tư nhiều hơn vào những thị trường có khả năng mang lại mức lợi nhuận cao.

### DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG THÁNG 3

Diễn biến giao dịch những phiên cuối tháng hai đã bắt đầu phát ra những tín hiệu khả quan về một đợt phục hồi của thị trường trong thời gian tới, sau đây chúng tôi sẽ đề cập tới một số những nhân tố là nguyên nhân làm thị trường tăng hay giảm trong thời gian tới.

### Các thông tin hỗ trợ thị trường

Hệ thống Ngân hàng ở Mỹ được giải cứu thành công, CP Mỹ không quốc hữu hóa Ngân hàng: Chính phủ Mỹ công bố kế hoạch giải cứu hệ thống Ngân hàng: Các Ngân hàng Mỹ không đủ vốn hoạt động sẽ có khoảng thời gian 6 tháng để tăng vốn hoặc phải nhận tiền từ Chính phủ kèm theo một số điều kiện ràng buộc nhất định. Chủ tịch FED cho hay khi chương trình giải cứu được thực hiện, Chính phủ chỉ nắm cổ phần chi phối tại các Ngân hàng chứ không quốc hữu hóa chúng. Bộ tài chính Mỹ và FED đang mở rộng chương trình làm tan băng thị trường tín dụng và có kế hoạch 1 nghìn tỷ USD khuyến khích nhà đầu tư mua tài sản đảm bảo bằng thể chấp có vấn đề mà Ngân hàng đang nắm giữ. Việc triển khai và thực hiện kế hoạch trên sẽ góp phần khôi phục kinh tế và thị trường chứng khoán Mỹ. Gần đây chúng ta ngày càng thấy rõ sự liên thông sâu sắc giữa thị trường chứng khoán trong nước với các thị trường chứng khoán quốc tế, việc thị trường chứng khoán Mỹ phục hồi và phát triển bền vững cũng là một động lực đáng kể thúc đẩy thị trường trong nước.

Ngày 26/02/2009 đã có thông tin chính thức về việc Viettel chi 700 tỷ đồng mua 35 triệu cổ phần Vinaconex với giá 20.000 đồng/cổ phần. Đây là cổ phần nằm trong số 50 triệu cổ phiếu Vinaconex phát hành cho cổ đông hiện hữu và cán bộ công nhân viên, với tỷ lệ 3:1. Mới đây Vinaconex góp 33%; Viettel góp 32% vốn thành lập Công ty Cổ phần Tài chính Vinaconex-Vietel (VVF), có vốn điều lệ 1000 tỷ đồng. Công ty này đã được cấp phép thành lập vào ngày 28/11/2008. Trong điều kiện kinh tế khó khăn như hiện nay, việc hợp tác giữa các tổ chức lớn sẽ góp phần làm tăng cường sức mạnh của các doanh nghiệp thông qua nguồn lực tài chính được bổ sung, đây cũng thực sự là liều thuốc bổ cho thị trường chứng khoán Việt Nam trong bối cảnh hiện tại. Cùng với nhóm cổ phiếu Ngân hàng thì việc tăng giá mạnh của cổ phiếu VCG trong những phiên cuối tháng 2 sẽ tạo động lực cho thị trường trong tháng 3 tới.

Trong bối cảnh hiện nay, chúng tôi đặt giả định liệu Chính phủ có áp dụng các biện pháp nhằm bảo vệ thị trường như của các nước khác là mua lại cổ phiếu của các doanh nghiệp đang gặp khó khăn? Thực ra điều này trong quá khứ Chính phủ đã làm khi Tổng công ty kinh doanh vốn nhà nước (SCIC) tuyên bố sử dụng 5000 tỉ đồng vào việc ổn định thị trường chứng khoán. Nếu viễn cảnh này xảy ra, nó sẽ là một tín hiệu rất rõ ràng trong việc ổn định tâm lý nhà đầu tư, kéo toàn thị trường đi lên.

## Những thông tin có thể làm thị trường sụt giảm

Diễn biến kinh tế vẫn sẽ tiếp tục làm hoạt động của đa số các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn, nhiều doanh nghiệp báo cáo lỗ và danh sách những công ty bị đưa vào diện kiểm soát đặc biệt vẫn tăng lên.

Bất chấp những tín hiệu tích cực từ những phiên giao dịch cuối cùng của tháng hai, khối nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục bán ròng cho thấy cái nhìn chưa khả quan của giới đầu tư nước ngoài về thị trường chứng khoán Việt Nam. Bên cạnh đó cũng có nhiều thông tin bàn về việc Nhà đầu tư nước ngoài thoái vốn khỏi thị trường Việt Nam như thông tin về việc quỹ Indochina Capital thoái vốn,

dù đúng hay không thì những nhân tố nêu trên đã ảnh hưởng không tốt đến tâm lý của các nhà đầu tư trong nước và đây sẽ là một trở ngại lớn cho sự khôi phục của thị trường.

Suy thoái kinh tế trên thế giới ngày càng trầm trọng hơn, diễn biến tại các thị trường chứng khoán lớn trên thế giới như TTCK Mỹ, Âu, Nhật,... vẫn sụt giảm mạnh và chưa ổn định. Dù chưa có mối quan hệ trực tiếp với các thị trường này nhưng việc thị trường chứng khoán Việt Nam bị ảnh hưởng là điều khó tránh khỏi.

## Phân tích Kỹ thuật

### ĐÁY MỚI TRONG THÁNG 3

Trên biểu đồ PTKT có thể thấy được rằng, chỉ số VN-Index đã dao động gần như đi ngang trong giai đoạn từ tháng 12 năm 2008 cho tới tháng 1 năm 2009. Tuy nhiên bước sang tháng 2 năm 2009 thị trường đã nổi tiếp đà suy giảm mà nó diễn ra từ đỉnh hồi phục của tháng 9 năm 2008. Trong tháng 2 thị trường đã giảm thêm -67,71 điểm (-22,3%) và tính từ đầu tháng 9 năm 2008 đến nay chỉ số VN-Index đã giảm tổng cộng - 326,17 điểm (-58,1%).

### SUY GIẢM SAU MÔ HÌNH ĐẦU -VAI

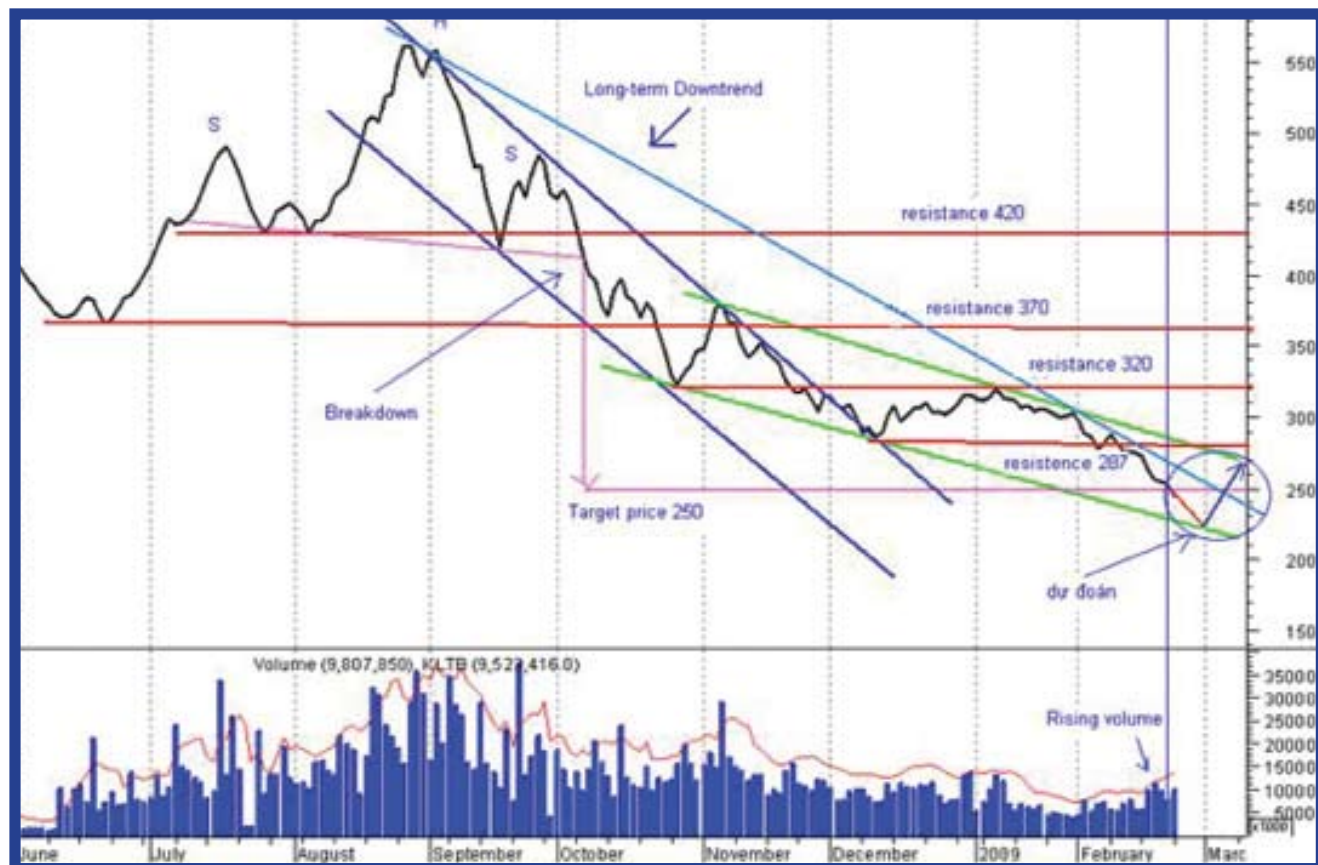
Sau giai đoạn thị trường hồi phục diễn ra từ tháng 6 cho tới tháng 9 năm 2008 VN-Index rơi vào đợt điều chỉnh và thiết lập mô hình của biểu đồ giá theo dạng Đầu - Vai. Đỉnh của đường VN-Index sau khi rút khỏi ngưỡng Neckline đã diễn ra theo đúng như kinh nghiệm về mô hình này. Kinh nghiệm cho biết rằng, mô hình Đầu - Vai được hình thành sau xu hướng đi lên và sau đó nếu rút xuống dưới đường Neckline thì khả năng thị trường suy giảm tối thiểu phải bằng khoảng cách từ đường Neckline tới đỉnh đầu (trong mô hình). Theo đó, thị trường sẽ giảm tới mức giá mục tiêu (Target Price) tối thiểu phải là VN-Index 250. Kinh nghiệm này đã đúng, thị trường đã giảm xuống 235,5 điểm - dưới mức giá mục tiêu tối thiểu.

### NHỮNG THAY ĐỔI TRONG ĐÀ BIẾN ĐỘNG CỦA VN-INDEX

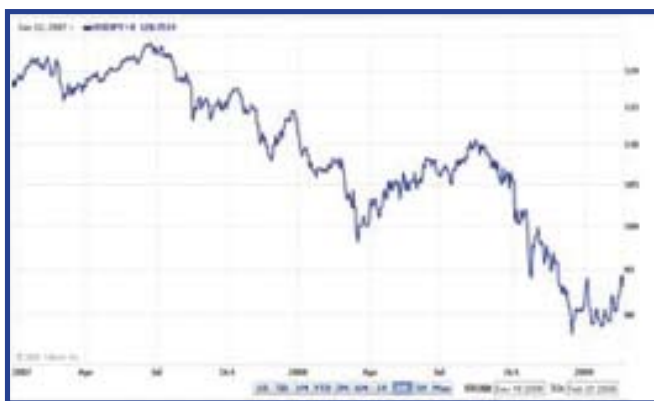
Trong một xu hướng biến động đi lên hay đi xuống thì điều thường được chú ý là những biến động mang tính chất ngược lại xu hướng đang diễn ra hoặc ít ra là làm giảm nhịp độ của xu hướng đó vì nó có thể là dấu hiệu sớm của sự đảo chiều.

Một điều chắc chắn để kết luận là thị

(Xem tiếp trang 21)



## Nguyên nhân nào khiến đồng Yên tăng giá?



Biểu 5: Diễn biến tỷ giá USD/JPY 2 năm vừa qua

Nguồn: [www.Yahooofinance.com](http://www.Yahooofinance.com)

**T**hời gian vừa qua thị trường tiền tệ thế giới đã chứng kiến hiện tượng đồng Yên Nhật liên tục tăng so với USD và một số đồng tiền khác như EUR, AUD, NZD. Ngày 17/12/2008 thị trường hối đoái Tokyo đánh dấu mốc quan trọng khi tỷ lệ 1USD/87Yên, đây được xem là sự tăng giá cao nhất của Yên Nhật trong vòng 13 năm qua. Trong khi đó kinh tế Nhật Bản đã sụt giảm trong quý 4 của năm 2008 với tốc độ nhanh nhất trong vòng 35 năm qua. Sự sụt giảm trong nhu cầu toàn cầu đã khiến nền kinh tế thứ 2 thế giới tiếp tục lao đao gặp nhiều khó khăn và nguy cơ suy thoái kinh tế Nhật đang ngày một hiện rõ. Nhằm hỗ trợ phục hồi kinh tế, Ngân hàng Trung ương Nhật Bản (BOJ) đã hạ liên tục lãi suất cơ bản đồng Yên của nước này từ mức 0,3% về mức 0,1%/năm được coi là chính sách lãi suất zero. Như vậy hiện tượng đồng Yên Nhật tăng giá trong khi nền kinh tế Nhật đang đối mặt với suy thoái và lãi suất liên tục giảm có vẻ như bất hợp lý.

Điều nay ban đầu dường như được giải thích hợp lý khi trên toàn thế giới hiện nay để tránh hiện tượng suy thoái nền kinh tế toàn cầu vực lại nền kinh tế, các nước đã thực hiện chính sách để kích thích kinh tế trong đó có chính sách về việc nới lỏng tiền tệ. Các ngân hàng trung ương như Mỹ, liên minh Châu Âu, Anh ... đồng loạt cắt giảm lãi suất. Lãi suất là thước đo giá trị tiền tệ khi lãi suất xuống về mặt tương đối giá trị đồng tiền sẽ bị giảm xuống. Việc các nước cắt giảm lãi suất có thể đẩy đồng Yên lên giá tương đối so với đồng tiền khác, tuy nhiên điều này tỏ ra không hợp lý khi mà BOJ cũng thực hiện cắt giảm lãi suất như các nước khác trong lúc nền kinh tế Nhật đang gặp khó khăn. Vậy hiện tượng đồng Yên tăng giá so với các đồng tiền khác đặc biệt là USD là do đâu?

## Nguyên nhân nào khiến đồng Yên tăng giá?



Trong gần 10 năm qua, đặc biệt từ năm 1999, Ngân hàng Trung ương Nhật Bản luôn duy trì mức lãi suất rất thấp thông qua việc áp dụng chính sách lãi suất zero (zero rate policy) để thúc đẩy các hoạt động kinh doanh và tiêu thụ. Một mục đích ngắn hạn là để ngăn “giảm phát,” tức là không cho giá sinh hoạt xuống thấp – thay vì tăng lên như ở những nơi có lạm phát. Chính vì vậy ở Nhật hiện tượng các ngân hàng vay nợ của nhau với mức lãi suất cơ bản bằng không là rất phổ biến. Từ năm 2007, Ngân hàng Trung ương Nhật Bản mới bắt đầu tăng lãi suất, tăng hai lần, đầu năm 2007 lãi suất cơ bản đã lên đến 0.50% vì Ngân hàng Trung ương thấy kinh tế đã bắt đầu hồi phục. Nhưng mức lãi suất ở Nhật vẫn còn rất thấp so với các nước khác. Thấp khoảng 3 phần trăm so với lãi suất ở Âu châu, và thấp hơn ở Anh, Mỹ khoảng 4.75%. Đó là nguyên nhân chính diễn ra hoạt động “Carry Trade”. Hoạt động này chỉ có thể dừng khi biên độ lãi suất chênh lệch xuống tới độ 2%, vì lãi quá ít nếu thực hiện “Carry trade” sẽ đem lại nhiều rủi ro.

## Hoạt động Carry Trade là gì?

“Carry trade” là một chiến lược kinh doanh tiền tệ, trong đó nhà đầu tư vay một đồng tiền có mức lãi suất thấp để đầu tư vào tài sản của một nước khác có mức lợi suất cao hơn. Nhà đầu tư có thể lựa chọn nhiều kênh đầu tư khác nhau để đem lại hiệu quả cao nhất. Lợi nhuận có được từ nghiệp vụ này là mức chênh lệch giữa lợi suất thu được và lãi suất đi vay. Thông thường người ta đầu tư trực tiếp vào một đồng tiền khác hay vào trái phiếu, khi đó nghiệp vụ đầu tư trở nên rất đơn giản với khoản lợi nhuận khá “an toàn”.

## Điều kiện nào cho Carry Trade?

- ✦ Tỷ giá giữa hai đồng tiền không biến động mạnh hoặc gần như cố định trong một thời kỳ.
- ✦ Mức chênh lệch lãi suất giữa hai đồng tiền phải đủ lớn để hoạt động carry trade có thể xảy ra (thông thường ít nhất là 3%/năm)

Tổng số tiền dùng trong hoạt động “Carry Trade” Yên Nhật là bao nhiêu, khó biết được chắc chắn. Ngân hàng Mỹ JPMorgan Chase, chi nhánh ở Tokyo ước tính tổng số tiền nhân rồi của



người dân Nhật vào khoảng 40.000 tỷ Yên, tương đương với 335 tỷ đến 345 tỷ đô la Mỹ, tùy theo hối suất lên xuống trong thời gian qua. Thường thì hoạt động Carry Trade chỉ có thể thực hiện được bởi những tổ chức có khối lượng tiền lớn còn các nhà đầu tư cá nhân sẽ ít hơn vì tiềm lực tài chính khá nhỏ sẽ khó thực hiện hơn. Tuy nhiên người Nhật vốn rất tiết kiệm trong việc chi tiêu số tiền họ tiết kiệm được trong thời gian dài đã không thể gửi tiết kiệm trong nước khi lãi suất luôn duy trì gần như bằng 0%, chính vì vậy họ đã chuyển qua mua các trái phiếu của nước khác như Mỹ. Ở Nhật Bản thời gian đó đã có một hệ thống Bưu điện chuyên nhận tiền tiết kiệm. Trong đó có nhiều Bưu cục nhận tiền gửi vào quỹ đầu tư cho khách hàng lẻ; số bưu cục nhận quỹ đầu tư tăng gấp đôi trong vòng một năm, tính đến cuối năm 2006, có tới 1.155 chi nhánh. Hơn một nửa số tiền gửi trong các quỹ này là mua trái khoán nước ngoài. Ngoài ra còn một hình thức khác là người Nhật mua trái khoán ngoại quốc phát hành tại Nhật nhưng trả bằng ngoại tệ, gọi là uradashi. Trong số tiết kiệm của các gia đình Nhật thì hơn một nửa là họ giữ tiền mặt lúc nào rút ra cũng được. Số tiền đổi ra ngoại tệ để mua cổ phần hay trái phiếu chỉ chiếm 2.4% thôi. Điều khác biệt giữa những nhà đầu tư lẻ với cá nhà đầu tư tổ chức trong Carry Trade, là nhà đầu tư tổ chức thì đi vay thêm tiền để đầu tư, còn các cá nhân thì thường dùng tiền vốn nhà. Các quỹ đầu tư khi mua cổ phần hay trái phiếu họ cũng đi vay, vay càng nhiều càng tốt, để dùng “đòn bẩy” của việc vay nợ, sinh lời gấp bội. Người ta ước tính rằng cũng làm như vậy con số ban đầu người ta mới chỉ ước tính hơn một ngàn tỷ đô la của Nhật đang rút khỏi thị trường Mỹ chạy về Nhật làm đồng Yên Nhật tăng giá mạnh so với đô la Mỹ, mạnh nhất kể từ 13 năm nay. Nhưng, thật ra, vì sức tiết kiệm như trên đã nói của người Nhật rất cao và phân lời rất thấp tại Nhật, khối lượng Carry Trade có thể lên tới gần sáu ngàn tỷ đô la, trải rộng tại nhiều xứ khác trên thế giới, kể cả Brazil tại Nam Mỹ hay Australia tại Á Châu.

Điều gì sẽ xảy ra khi điều kiện hai bị phá vỡ, biên độ thu lãi suất giữa hai đồng tiền bị thu hẹp và giá tài sản đầu tư sụt giảm nhanh chóng. Nền kinh tế năm 2008 và đầu năm 2009 chúng ta đã chứng kiến cuộc khủng hoảng tài chính của Mỹ lan ra các nước khác, giá trị các tài sản đầu tư sụt giảm nhanh chóng, đồng thời là việc cắt giảm lãi suất liên tục của Ngân hàng Trung ương các nước

để kích thích kinh tế tránh suy thoái. Chính việc giá tài sản sụt xuống nhanh chóng cùng với biên độ chênh lệch lãi suất thu hẹp đã làm cho hoạt động carry trade trở nên khó khăn. Những lúc thị trường chứng khoán xuống nhanh thì hoạt động Carry Trade gặp nguy; trước hết là bị các ngân hàng đòi góp thêm tiền bảo đảm cho việc vay nợ. Vì vậy, trong thời gian từ năm 2008 đặc biệt cuối năm 2008 và các tháng đầu năm 2009 vừa qua, khi các cổ phần và trái phiếu xuống giá trên toàn thế giới, rất nhiều quỹ đầu tư chuyên nghiệp phải lo rút ra khỏi thị trường, bán vội các chứng khoán để lấy tiền trả nợ vì đã dùng đòn bẩy nợ quá cao. Còn nhà đầu tư cá nhân thì không bị áp lực vay nợ nhưng trước việc giá tài sản sụt giảm nhanh chóng, lợi suất chênh lệch, việc lên giá của đồng Yên trong khi các nhà đầu tư đang nắm các tài sản khác chẳng hạn như USD đang mất giá cũng sẽ làm họ chuyển hướng bán USD để mua Yên nhằm tránh thêm thiệt hại. Hiện tượng trên gây ra áp lực lớn cho các Quỹ đầu tư và nhà đầu tư cá nhân bán tiền Mỹ, tiền Úc hay các tài sản mất giá trên thế giới để lấy đồng Yên trả nợ và nắm giữ, khiến cho đồng Yên lại càng lên giá khi thị trường chứng khoán thế giới xuống liên tiếp trong một tuần.

Khi vay nợ và cho vay theo lối Carry Trade thì mỗi rủi ro cũng lớn, vì nếu đồng Yên của Nhật Bản lên giá so với Đô la Mỹ, lãi suất lên nhiều quá thì mức lời do Carry Trade mang lại không đủ so với rủi ro phải chịu. Ta có thể hiểu đơn giản nếu Carry Trade sẽ sinh lời 3 phần trăm một năm, mà đồng Yên cũng lên giá 3% so với đô la Mỹ, thì hoà vốn, tức là chỉ thiệt chứ không lợi. Khi đó, những người làm Carry Trade sẽ “đòi nợ” ở bên Mỹ, lấy tiền đem về Nhật Bản trả nợ. Hiện tượng này đã diễn ra, khi các thị trường từ Thượng Hải qua Mỹ đều tụt xuống, trong lúc đó đồng Yên lên giá so với USD. Nhiều người đã bán các giấy nợ ở Mỹ, qua Nhật mua lại các giấy nợ mình đã ký. Khi làm công việc đó, họ cũng phải đổi USD lấy Yên, tạo thêm áp lực cho đồng Yên lên giá thêm, thúc đẩy những người khác làm theo. Không có số thống kê chính xác nào cho biết có bao nhiêu tỷ đô la đã được rút ra trong thị trường trong thời gian này. Nhưng đồng Yên đã lên giá, từ khoảng USD/120Yên đã đạt ở mức cao nhất trong vòng 13 năm là USD/87Yên. Điều này cho thấy nhu cầu đồng Yên đang lên rất cao và cũng nói lên hoạt động carry trade đồng Yên là rất lớn.

## Ảnh hưởng đến giá trị đồng Yên

Hoạt động “Carry Trade” sẽ mang tới rủi ro cho hệ thống tài chính toàn cầu bởi nó tạo ra một sự bất tương xứng đầy nguy hiểm.

➤ Thứ nhất, những nhà đầu cơ vay đồng Yên nhưng lại đầu tư bằng đồng USD các loại tiền tệ khác, hay tài sản rủi ro khác.

➤ Thứ hai, họ vay ngắn hạn ở Nhật nhưng lại đầu tư dài hạn ở các nước khác điều này sẽ rất nguy hiểm nếu giá tài sản trên được đầu tư sụt giảm nhanh chóng sẽ làm mất khả năng thanh toán cho các nhà đầu tư.

Khi đó, một sự tăng giá không được dự tính trước của đồng Yên có thể sẽ làm cho tỉ giá hối đoái giảm mạnh, và khiến cho những nhà đầu cơ thực hiện hoạt động “Carry Trade” sẽ bị thiệt hại rất nhiều. Những thiệt hại này, hay thậm chí chỉ là những lo ngại, sẽ khiến các nhà đầu cơ rút lui khỏi thị trường Mỹ để trả nợ ở Nhật. Điều này sẽ gây ra những ảnh hưởng không nhỏ tới tài chính toàn cầu. Như hiện nay giá tài sản thế giới nhìn chung sụt giảm nhanh chóng nếu thêm áp lực bán tiếp tài sản lấy để lấy USD chuyển qua đồng Yên Nhật trả nợ sẽ càng giảm tình hình càng thêm trầm trọng khi giá tài sản tiếp tục lao dốc. Bên cạnh những mối nguy cho thế giới mà hoạt động “Carry Trade” có thể gây ra, thì chính sách lãi suất rất thấp này còn tỏ ra là không tốt cho chính Nhật Bản. Do chính sách này mà những người tiêu dùng của Nhật có thể bị thiệt hại, sức tiêu dùng giảm sút. Những thiệt hại này xem ra còn lớn hơn những lợi ích mang lại từ ảnh hưởng của đồng Yên yếu tới kim ngạch xuất khẩu. Tỉ lệ lãi suất cao hơn có thể thúc đẩy sức tiêu dùng nếu như tác động của nó lên thu nhập lớn hơn những khuyến khích tiết kiệm. Đây là một xu hướng tốt cho đất nước có dân số đang già rất nhanh này. Tỉ lệ lãi suất rất thấp như hiện tại có thể khiến người dân lo sợ về thu nhập không đảm bảo trong tương lai. Tăng tỉ lệ lãi suất có thể xóa đi phần nào nỗi sợ hãi này và từ đó tăng chỉ số niềm tin tiêu dùng. Thêm vào đó, việc tăng tỉ lệ lãi suất là một dạng của chính sách tài khóa mở rộng. Nhật Bản là một nước có tỷ lệ nợ công lớn (hiện tỷ lệ nợ công của Nhật Bản là 150% GDP và nước này đang nằm trong số những quốc gia công nghiệp có số nợ công lớn nhất). Thanh toán lãi suất đối với các khoản nợ này tăng lên sẽ kéo theo thu nhập

☞ (Xem tiếp trang 25)

# Vàng

## Một kênh đầu tư mới!

Từ trước tới nay, mặc dù vàng luôn là phương tiện cất trữ hữu hiệu trên thế giới, thì những năm gần đây vàng đang dần biến thành một kênh đầu tư có hiệu quả đối với các nhà đầu tư và các tầng lớp dân cư có nguồn tiền nhàn rỗi ở Việt Nam. Trong bài viết này chúng tôi tổng hợp diễn biến giá vàng trong thời gian qua, đưa ra những phân tích bình luận để từ đó đưa ra dự báo xu hướng cùng những khuyến nghị cho các nhà đầu tư Vàng tại Việt Nam.

### Diễn biến giá vàng thế giới

Trong hai tháng đầu năm 2009, mặc dù giá vàng vẫn có những biến động lên xuống theo những thông tin về nền kinh tế và sự bán ra chốt lãi của giới đầu tư nhưng xu hướng chính của vàng vẫn là xu hướng tăng giá khá mạnh theo những bất ổn ngày càng gia tăng của nền kinh tế toàn cầu. Tính chung trong hai tháng đầu năm, giá vàng thế giới đã tăng 112,1 USD, tương đương 12,73%, đóng cửa ở mức 993,2 USD/oz.

Trong giai đoạn nửa đầu tháng 1, giá vàng liên tiếp sụt giảm khi những thông tin về kinh tế toàn cầu tiếp tục xấu đi đẩy các tổ chức phải bán vàng tạo nguồn tiền mặt bù đắp các

nhu cầu tài chính ngắn hạn. Bên cạnh đó, niềm tin về sự thay đổi khi Tổng thống Obama lên nắm quyền khiến giá vàng sụt giảm. Vàng tạo lập đáy thấp nhất kể từ đầu năm vào ngày 14/1/2009, ở mức 809,7 điểm khi có thông tin Anh có thể rơi vào suy thoái nặng nề nhất trong hơn 20 năm và Ngân hàng trung ương Châu Âu ECB sẽ hạ lãi suất xuống 2%, giúp USD mạnh lên so với EUR<sup>6</sup>.

Khi vàng giảm giá xuống 809,7 USD/oz, mức giá thấp đã thúc đẩy nhà đầu tư mua vào. Bên cạnh đó những thông tin xấu đi của nền kinh tế Mỹ về đà giảm tốc 3 tháng liên tiếp của chỉ số giá tiêu dùng, những thông tin bất lợi từ doanh thu, lợi nhuận của hệ thống Ngân hàng khiến giới đầu tư lo ngại



Biểu 6: Giá vàng giao ngay thế giới 2 tháng đầu năm

Nguồn: Kitco.com

- Ngày 14/1/2009: Vàng thiết lập đáy 809,7 USD/oz khi có thông tin Anh có thể rơi vào suy thoái nặng nề nhất trong hơn 20 năm, khiến ECB có thể sẽ hạ lãi suất EUR xuống 2%.
- Ngày 24/1/2009: Vàng tăng lên mức 900 USD/oz khi kinh tế Anh chính thức rơi vào suy thoái.
- Ngày 12/2/2009: Vàng tăng lên 944,5 USD/oz khi nhà đầu tư nghi ngại khả năng thành công của kế hoạch giải cứu ngành ngân hàng Mỹ trị giá hàng trăm tỷ đôla.
- Ngày 20/2/2009: Vàng tăng lên mức 993,2 điểm khi NĐT lo ngại gói kích thích kinh tế của Chính quyền Mỹ không đem lại nhiều hiệu quả mà còn gây rủi ro lạm phát.
- Ngày 24/2/2009: Vàng giảm mạnh xuống 960 USD/oz khi chủ tịch FED điều trần trước Quốc hội rằng suy thoái kinh tế có thể sẽ kết thúc vào cuối năm 2009. Và giới đầu tư cũng kỳ vọng vào việc Tổng thống Obama sẽ công bố chi tiết kế hoạch ổn định hệ thống tài chính và kích thích nền kinh tế vào tối hôm đó.



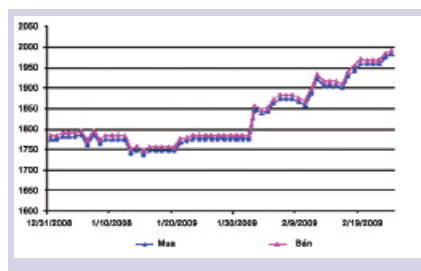
về sự giảm giá của USD, đẩy giá vàng tăng. Cho dù những thông tin xấu đi của các Quốc gia Châu Âu giúp đồng USD có được đà tăng giá so với EUR nhưng sự tăng giá này không khiến vàng có xu hướng giảm. Giá vàng vẫn tiếp tục đà tăng khi suy thoái toàn cầu ngày càng sâu rộng và các Quốc gia đều tìm cách giảm giá đồng tiền kích thích xuất khẩu. Và giới đầu tư vẫn lo ngại các chính sách nới lỏng tín dụng, tung nhiều nghìn tỷ USD hỗ trợ đã suy thoái kinh tế của các nền kinh tế lớn trên toàn thế giới sẽ không có nhiều tác dụng mà sẽ đi vào vết xe đổ Quantitative Easing của kinh tế Nhật những năm 90 và khiến nguy cơ lạm phát quay trở lại, càng làm gia tăng vai trò của vàng. Thực tế vàng đã tăng lên mức 993,20 điểm vào ngày 20/2.

Mặc dù nhiều tổ chức vẫn phải bán tài sản vàng trong danh mục đầu tư để thu tiền mặt cơ cấu lại tài sản<sup>7</sup> nhưng thực tế, vàng vẫn là kênh đầu tư an toàn nhất trong bối cảnh hiện nay. Và việc các loại hàng hóa khác, đặc biệt là dầu thô (vốn cũng được nhà đầu tư quan tâm đa dạng hóa danh mục đầu tư) đang giảm giá mạnh do suy thoái kinh tế toàn cầu đã giúp vàng ngày càng thể hiện vị thế trong danh mục tài sản của nhà đầu tư. Nhưng trong bối cảnh suy thoái kinh tế toàn cầu, nguồn lực đầu tư vào vàng của giới đầu tư cũng có xu hướng giảm sút. Bên cạnh đó, với đà xả hàng mạnh hiện thực hóa lợi nhuận (khi hầu hết các kênh đầu tư khác đều thua lỗ, mức lợi nhuận thu được từ vàng đã là khá lớn đối với nhà đầu tư), khiến đà tăng của giá vàng khi tiến gần ngưỡng 1000 USD/oz bị giảm khá mạnh. Và với thông tin đã

suy thoái của kinh tế Mỹ có thể phục hồi vào cuối năm 2009, ngày 24/2 vàng đã sụt giảm mạnh xuống mức 960 USD/oz.

## Giá Vàng trong nước nhảy múa theo giá vàng thế giới

Cùng với xu hướng đi lên của giá vàng thế giới, giá vàng trong nước đã tăng khá mạnh. Trong 2 tháng đầu năm, giá vàng trong nước đã tăng 185.000 đ/chỉ, tương đương tăng 10,37%, đứng ở mức 1.969.000 đ/chỉ.



**Biểu 7: Giá vàng trong nước 2 tháng đầu năm**

Nguồn: Báo Thị trường

Tuy nhiên, giá vàng trong nước dao động không sát và tương xứng với biến động của giá vàng thế giới. Vào thời điểm giá vàng thế giới thiết lập đáy vào ngày 14/1, giá vàng trong nước không có sự giảm giá tương xứng mà có xu hướng đi ngang. Và giá vàng trong nước hiện đang giao dịch thấp hơn giá vàng thế giới khoảng 1 triệu đồng/lượng. Nguyên nhân là do thị trường vàng của Việt Nam khá biệt lập với thị trường vàng thế giới khi nước ta vẫn tiếp tục tạm ngưng nhập

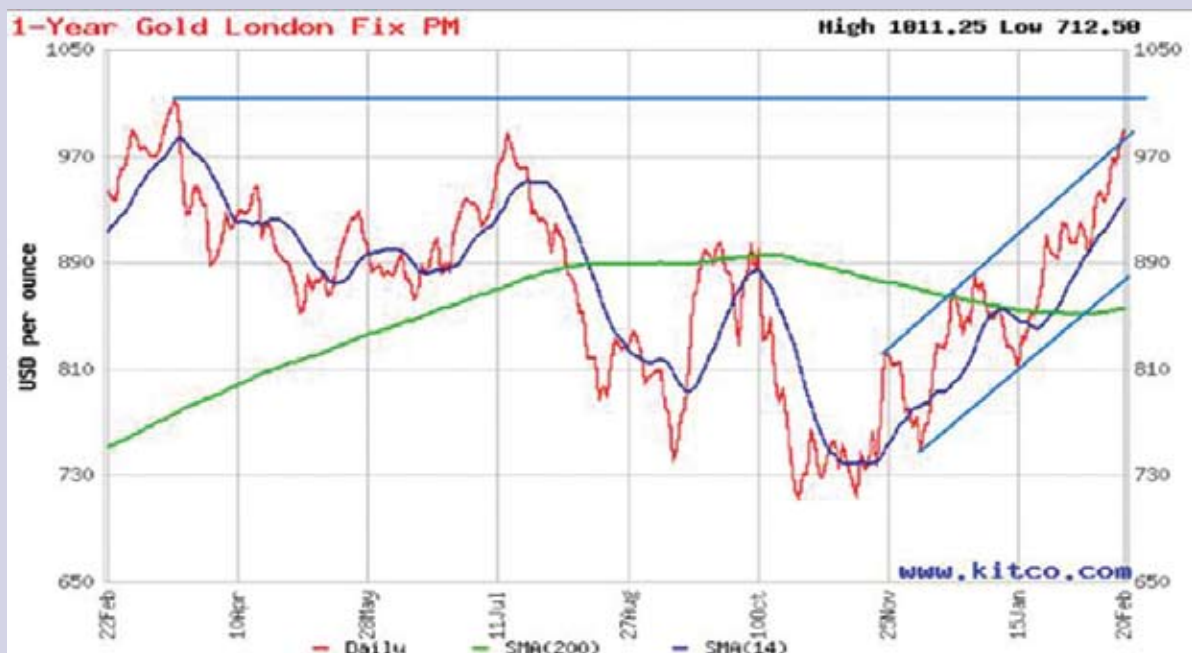
khẩu vàng. Vàng giao dịch trong nước vào thời điểm hiện tại là do mua đi bán lại từ nhà đầu tư đã mua vàng từ thời điểm trước<sup>8</sup>, chủ yếu ở thời điểm quý 2/2008, với mức giá thấp hơn thời điểm hiện tại khá nhiều.

Giá vàng tăng mạnh thúc đẩy nhà đầu tư trong nước bán ra hiện thực hóa lợi nhuận, số lượng nhà đầu tư mua vào lướt sóng rất thấp. Lượng cung tăng trong khi cầu trong nước giảm, tuy nhiên khoảng cách giá mua vào và bán ra của các doanh nghiệp kinh doanh vàng không có sự biến động mạnh, bình quân khoảng 0,5%. Nguyên nhân là trong bối cảnh cung ngoại tệ khan hiếm như hiện nay, NHNN đã có chính sách cho phép một số doanh nghiệp kinh doanh vàng trong nước được phép xuất khẩu vàng<sup>9</sup>. Giá vàng trong nước dao động thấp hơn giá vàng thế giới với khoảng cách khá lớn đã thúc đẩy các doanh nghiệp mua vàng đem xuất khẩu, tận dụng chênh lệch giá.

Đà bán ra tăng mạnh của nhà đầu tư khiến giá vàng có xu hướng chững lại vào cuối tháng. Nhưng nhìn chung, giá vàng trong nước vẫn sẽ dao động theo xu hướng của giá vàng thế giới. Và việc các doanh nghiệp đẩy mạnh xuất khẩu vàng trong khi Việt Nam vẫn tạm ngưng nhập khẩu vàng (mặc dù các doanh nghiệp xuất khẩu sẽ được phép nhập khẩu lại với khối lượng tương ứng, nhưng vào thời điểm giá vàng cao như hiện tại, nhiều khả năng các doanh nghiệp sẽ chưa nhập khẩu) sẽ khiến cung cầu vàng trong nước căng thẳng hơn, khiến giá vàng trong nước đi sát với giá vàng thế giới hơn.

Hình: 1 Year Gold London Fix PM daily moving averages

Nguồn: Kitco.com





## Giá vàng sẽ đi theo hướng nào?

Theo các phương pháp phân tích kỹ thuật, đường dao động của giá vàng cao hơn khá nhiều đường trung bình động (MA) 14 ngày và 200 ngày đã cho thấy xu hướng tăng giá của vàng từ lần đảo chiều vào cuối tháng 11/2008. Xu hướng này rõ rệt nhất vào thời điểm 15/1/2009 khi có thông tin về suy thoái của nền kinh tế Anh - một trung tâm tài chính của thế giới - báo hiệu sự lan rộng của suy thoái kinh tế toàn cầu. Xuất phát từ thông tin này, các nhà đầu tư đã chuyển dần tài sản từ tiền mặt sang vàng đẩy giá vàng tăng mạnh. Với việc giá vàng cao hơn khá xa cả hai đường trung bình động trên, và xu hướng đi lên của cả hai đường trung bình động cho thấy cả trong ngắn hạn và trung hạn, vàng vẫn đang theo xu hướng tăng giá.

Giá vàng sẽ gặp ngưỡng cản kỹ thuật tại mốc 1011,25 USD/oz đã xác lập từ giữa tháng 3/2008. Và thực tế, khi giá vàng dao động lên trên mốc 1000 USD/oz, làn sóng chốt lời ở ạt sẽ cản đà tăng của giá vàng. Bên cạnh đó, hỗ trợ cho giá vàng tăng mạnh vào giữa tháng 2 do các quỹ đầu tư vàng đẩy mạnh mua vào. SPDR Gold Trust, quỹ đầu tư vàng lớn nhất nhì thế giới đã mua vào tới 1.029 tấn vàng và không có xu hướng mua thêm. Điều này sẽ cản đà tăng của giá vàng, đặc biệt là trong ngắn hạn. Đường RSI đã ở trên mốc 70 thể hiện sự mua vào thái quá của nhà đầu tư, cho thấy khả năng giá vàng sẽ theo xu hướng giảm nhẹ trong thời gian tới.

Chúng tôi nhận định về dài hạn, vàng vẫn tiếp tục đà tăng giá khi viễn cảnh nền kinh tế toàn cầu chưa có gì khả quan. Và nỗi lo ngại lạm phát quay trở lại khiến nhà đầu tư vẫn chọn vàng làm nơi đầu tư an toàn nhất, càng hỗ trợ cho đà tăng giá của vàng. Nhưng thực tế với đà suy thoái kinh tế toàn cầu, khả năng đầu tư vàng của nhà đầu tư có xu hướng giảm sút. Và đà tăng của vàng tại ngưỡng gần 1000 USD/oz đã chậm lại, và có chiều hướng điều chỉnh khá mạnh cho thấy sự bán ra ở ạt của nhà đầu tư hiện thực hóa lợi nhuận, khi vàng đã tăng giá mạnh trong khi các kênh đầu tư khác đều giảm sút. Do đó chúng tôi nhận định nhiều khả năng trong ngắn hạn vàng sẽ theo xu hướng giảm nhẹ. Và ngưỡng 1.011 USD/oz là ngưỡng kháng cự khá mạnh của giá vàng trong thời điểm hiện tại.

## Đầu tư vàng tại Việt Nam

Sự tăng giá mạnh của vàng, đặc biệt trong bối cảnh các kênh đầu tư khác như chứng khoán sụt giảm, lãi suất gửi tiết kiệm ở mức thấp, bất động sản cần vốn đầu tư quá lớn thì vàng đang nổi lên là kênh đầu tư hiệu quả, thu hút nhà đầu tư tham gia. Để đầu tư vàng, nhà đầu tư có thể mua bán vàng vật chất hướng chênh lệch giá hoặc giao dịch vàng qua sàn giao dịch. Bằng phương thức giao dịch vàng trên sàn, nhà đầu tư cần mở tài khoản giao dịch tại sàn vàng. Khi tiến hành giao dịch, nhà đầu tư chỉ cần ký quỹ 7% giá trị giao dịch trước khi đặt lệnh mua hoặc bán, phần còn lại sàn vàng sẽ hỗ trợ cho khách hàng vay số tiền hoặc vàng còn thiếu, với mức lãi suất tùy thuộc từng sàn vàng, trung bình bằng với mức cho vay tối đa theo quy định của NHNN. Thời gian hoạt động của Sàn giao dịch vàng là 8h đến 11h và 13h đến 16h từ thứ 2 đến thứ 6 hàng tuần. Với thời gian ngừng giao dịch khá dài, trong khi đó là thời gian giao dịch của những thị trường lớn trên thế giới khiến độ rủi ro của nhà đầu tư Việt Nam gia tăng. Khi giá vàng sụt giảm quá mức ký quỹ, hệ thống máy tính trên sàn vàng sẽ tự động đặt lệnh bán toàn bộ lượng vàng trong tài khoản của nhà đầu tư, đặt nhà đầu tư trước rủi ro mất toàn bộ khoản tiền đã ký quỹ. Còn đầu tư theo hình thức mua bán vàng vật chất, nhà đầu tư vẫn đứng trước rủi ro giá vàng giảm nhưng có thể dựa vào kiến thức, kinh nghiệm đầu tư để quyết định thời điểm mua bán hợp lý.

### Những cảnh báo cho các nhà đầu tư vàng tại Việt Nam:

❖ Giá vàng chịu ảnh hưởng rất lớn từ tổng hợp các nguồn thông tin về kinh tế, tài chính, chính trị trên toàn thế giới, trong đó chủ yếu là: Thông tin kinh tế toàn cầu, đặc biệt là những nước lớn như Mỹ, Nhật, EU, Trung Quốc; Thông tin về nguồn sản xuất của các nước sản xuất vàng lớn (Úc, Nam Phi, Canada...); Thông tin về kinh tế, xã hội, nhu cầu về vàng của những nước tiêu thụ vàng lớn như Ấn Độ, Trung Quốc; Thông tin về tình hình chính trị như chiến tranh Iran, Iraq; Thông tin của những tổ chức nắm giữ nhiều vàng như IMF, SPDR, Ngân hàng Trung ương các nước...

❖ Giá vàng tại Việt Nam chịu ảnh hưởng trực tiếp của giá vàng thế giới. Mặc dù còn chịu tác động bởi 1 số yếu tố như tâm lý nhà đầu tư, và Việt Nam vẫn đang tạm ngừng nhập khẩu vàng, nhưng giá vàng trong nước chịu tác động rất lớn bởi giá vàng thế giới.

❖ Vàng được giao dịch 24/24h trên thế giới, trong khi tại Việt Nam chỉ được

giao dịch theo 2 phiên trong ngày, gây rủi ro khá lớn cho nhà đầu tư Việt Nam khi vàng biến động mạnh về buổi tối và ngày cuối tuần, nhà đầu tư vàng không thể tiến hành giao dịch chốt lỗ hoặc chốt lãi kịp thời theo tiêu chí mà mình đặt ra.

❖ Vàng được giao dịch, chuyển giao rất nhanh theo chu kỳ T+0, tức là chậm nắm bắt thông tin, nhà đầu tư có thể mất cơ hội. Trong bối cảnh toàn cầu hóa về thông tin hiện nay, tạo cho mình một kênh hiệu quả để cập nhật thông tin là rất quan trọng. Tuy nhiên, quan trọng hơn là đánh giá mức độ ảnh hưởng của thông tin đến giá vàng ra sao, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của các chuyên gia có kinh nghiệm. Vì vậy, bên cạnh việc phân tích xu hướng, nhà đầu tư cần thiết lập ngưỡng chốt lỗ/chốt lãi, giảm thiểu tối đa rủi ro khi giá vàng biến động nhanh.

## Những khuyến nghị

Trước những phân tích như trên, chúng tôi nhận định vàng đang ngày càng thể hiện vai trò phương tiện cất trữ trong bối cảnh hiện tại, và đang theo xu hướng tăng giá. Tuy nhiên, khi vàng giao dịch ở ngưỡng 1000 USD/oz sẽ gặp sự bán ra chốt lời ở ạt, làm giảm đà tăng của giá vàng. Và thực tế giao dịch của vàng vào thời điểm hiện tại cho thấy vàng đang có xu hướng giảm giá trong ngắn hạn. Mặc dù vàng vẫn sẽ dao động theo những thông tin của nền kinh tế toàn cầu và ngưỡng kháng cự gần nhất đối với giá vàng là 1.011 USD/oz nhưng ở mức giá hiện thời, nếu nhà đầu tư mua vào lướt sóng thì sẽ gặp khá nhiều rủi ro. Với việc giá vàng đang giao động ở mức khá cao hiện nay, chúng tôi cho rằng hiện tại chưa phải là thời điểm nhà đầu tư mua vàng làm phương tiện cất trữ, phòng ngừa rủi ro. Và việc chốt lãi ở mức 1000 USD/oz hoặc 19.85 triệu/lượng là ngưỡng khá an toàn vì khi thị trường vượt qua mốc này, nhà đầu tư trên toàn thế giới thường đẩy vàng ra chốt lãi làm vàng đảo chiều mạnh mẽ.

<sup>6</sup> Vàng được định giá bằng USD, do đó khi USD tăng sẽ đẩy vàng giảm giá.

<sup>7</sup> IMF thông báo sẽ bán 403 tấn vàng trên tổng số 3.400 tấn vàng đang nắm giữ của tổ chức này.

<sup>8</sup> Theo ông Huỳnh Trung Khánh, Cố vấn Hội đồng Vàng thế giới, Phó Chủ tịch Hiệp hội Kinh doanh Vàng Việt Nam, hiện nay lượng vàng miếng do người dân nắm giữ ước khoảng trên dưới 500 tấn.

<sup>9</sup> 10 ngày đầu tháng 2, Ngân hàng Nhà nước đã cấp quota xuất khẩu khoảng 10 tấn vàng.

# Chiến lược phân bổ vốn trong thời điểm hiện nay



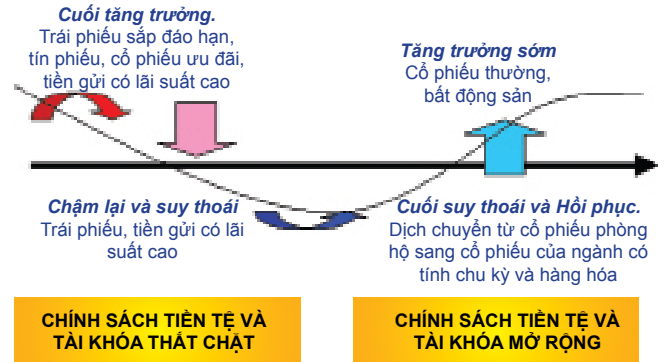
**T**rong bối cảnh thị trường chứng khoán, thị trường bất động sản còn nhiều âm ảm, lãi suất thị trường tiếp tục xuống thấp, bài toán khó khăn cho hầu hết các tổ chức cá nhân nắm giữ tiền mặt đó là phân bổ nguồn lực tài chính này sao cho hợp lý để nhằm mục đích bảo toàn và gia tăng đồng vốn của mình. Theo chúng tôi, để xây dựng được một chiến lược đầu tư phù hợp, các nhà đầu tư cần phải nắm rõ được tình trạng hiện tại và xu hướng sắp tới của nền kinh tế để có thể điều chuyển các nguồn lực của mình một cách hiệu quả. Và một quan điểm tiếp cận chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên quan tâm là các thị trường đầu tư có sự vận động liên quan chặt chẽ với xu hướng của chu kỳ kinh tế. Trong các thị trường được quan tâm nhất hiện nay là thị trường chứng khoán, thị trường bất động sản, thị trường tiền tệ. Với mục tiêu đó, trong bài này chúng tôi sẽ đưa ra cái nhìn khái quát về lựa chọn đầu tư như thế nào theo các giai đoạn của chu kỳ kinh tế, và nền kinh tế Việt nam hiện nay đang nằm ở đâu trong chu kỳ đó để đưa ra những khuyến nghị thích hợp cho việc phân bổ vốn cũng như một số tiêu chí lựa chọn cổ phiếu hợp lý để quý vị cùng tham khảo.

## Chu kỳ kinh tế và các thị trường phân bổ vốn

Trong kinh tế học, mặc dù có nhiều cách phân loại nhưng nhìn chung chu kỳ kinh tế được thể hiện bằng các sơ đồ hình sóng biểu diễn tốc độ tăng trưởng kinh tế biến thiên quanh một trục xu hướng. Cơ cấu phân bổ vốn sẽ khác nhau vào mỗi giai đoạn của chu kỳ và do đó cần được xác định được thời điểm bắt đầu của mỗi giai đoạn trong một chu kỳ. Việc đặt tên các giai đoạn của chu kỳ của chúng tôi cũng dựa theo tiêu chí này. Cụ thể một chu kỳ kinh tế đầy đủ sẽ bao gồm các giai đoạn: Cuối tăng trưởng, Tăng trưởng chậm lại và suy thoái, Cuối suy thoái và hồi phục, Tăng trưởng sớm.

Do các thị trường như bất động sản, tiền tệ, chứng khoán có mối quan hệ mật thiết với chu kỳ kinh tế, sự vận động có tính chu kỳ của nền kinh tế cũng là cơ sở để xây dựng chiến lược đầu tư phù hợp nhằm đáp ứng 2 yêu cầu cơ bản là bảo toàn vốn và tăng trưởng vốn. Chúng tôi cũng xin lưu ý rằng, yêu cầu an toàn hay tăng trưởng vốn cũng phụ thuộc vào chu kỳ kinh tế cụ thể: trong giai đoạn hồi phục và tăng trưởng sớm

thì tăng trưởng vốn là tiêu chí đầu tiên, còn bảo toàn vốn là tiêu chí hàng đầu trong giai đoạn cuối tăng trưởng và giai đoạn chậm lại và suy thoái. Trên cơ sở đó, các tài sản đầu tư phù hợp theo mỗi chu kỳ được xác định như sau:



Trong giai đoạn cuối tăng trưởng, tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế đã đạt tới độ chín muồi. Lạm phát phát sinh như hệ quả sau thời gian tăng trưởng nóng, Chính phủ thường áp dụng chính sách thắt chặt tiền tệ, cắt giảm chi tiêu công. Do tiền tệ bị thiếu hụt nên lãi suất đẩy lên cao, trái phiếu ngắn hạn, tiền mặt, tiền gửi sẽ được mức lãi suất cao. Kênh cổ phiếu, BĐS trải qua giai đoạn tăng trưởng đã đạt mức giá cao. Vì vậy dòng vốn có xu hướng dịch chuyển mạnh sang kênh tài sản hưởng lãi suất cố định, đồng thời áp lực bán cổ phiếu, BĐS để trả vốn vay nặng lãi của nhà đầu tư sẽ khiến thị trường cổ phiếu và BĐS giảm giá.

Trong giai đoạn tăng trưởng chậm lại và suy thoái, cầu chi tiêu và tiêu dùng của xã hội suy giảm mạnh. Các doanh nghiệp mang tính chu kỳ tiếp tục chịu nhiều thua lỗ. Nguy cơ thất nghiệp và phá sản tăng cao. Báo cáo thu nhập lỗ của nhiều doanh nghiệp được đưa ra. Vì vậy kênh đầu tư thích hợp vẫn là trái phiếu, tiền gửi lãi suất cao.

Trong giai đoạn cuối suy thoái và hồi phục, Chính phủ thường áp dụng biện pháp nới lỏng tiền tệ, tài khóa để kích thích đầu tư, tiêu dùng. Vì vậy cung tiền tăng, lãi suất có xu hướng giảm, tiền gửi, trái phiếu không còn hấp dẫn nữa. Sức cầu của nền kinh tế dần hồi phục trong khi cổ phiếu có thể giảm về mức hợp lý hơn. Cổ phiếu trong ngành phòng thủ mà doanh nghiệp vẫn có nhiều khả năng tồn tại và kinh doanh tốt trong suy thoái là một lựa chọn. Song song với tín hiệu phục hồi của nền kinh tế, cổ phiếu trong ngành mang tính chu kỳ sẽ là kênh đầu tư tốt để đón đầu kết quả kinh doanh khả quan của thời kỳ tăng trưởng.

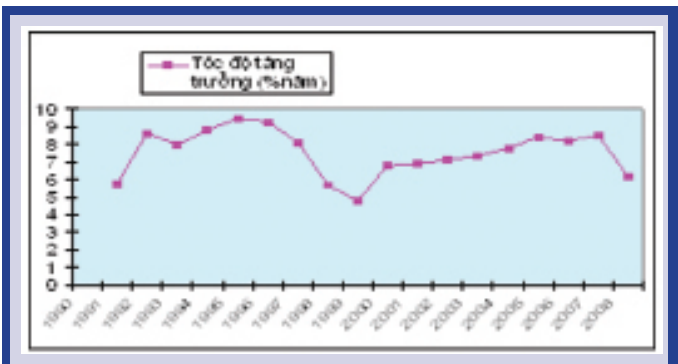
Trong giai đoạn tăng trưởng sớm, nền kinh tế đã thoát khỏi hần suy thoái, thất nghiệp giảm nhanh, các công ty mở rộng quy mô sản xuất, cầu đầu tư và tiêu dùng tăng nhanh. Xã hội mạnh dạn vay vốn sản xuất kinh doanh và đầu tư tài chính, doanh nghiệp có lãi cao. Cổ phiếu thường và bất động sản sẽ có dòng vốn đầu tư chảy vào nên có tiềm năng tăng giá cao và là kênh đầu tư phù hợp.

## Kinh tế Việt Nam đang nằm ở đâu ?

Trong tình hình hiện nay, câu hỏi lớn nhất cần giải đáp là Việt Nam đang nằm ở đoạn nào của giai đoạn chậm lại và suy thoái, cụ thể là vào đâu, giữa hay là cuối của giai đoạn này. Nếu vào đầu và giữa giai đoạn, thì chiến lược đầu tư vào vàng, trái phiếu và tiền gửi ngân hàng sẽ hiệu quả hơn. Trong khi đó, nếu Việt Nam đang ở cuối của giai đoạn chậm lại và suy thoái, nghĩa là nền kinh tế đang dần bước vào giai đoạn cuối suy thoái và hồi phục, thì cơ cấu lại các tài sản bằng các cổ phiếu phòng hộ rồi dịch chuyển sang cổ phiếu có tính chu kỳ cao lại

là sự lựa chọn hợp lý.

Để định vị được vị trí của nền kinh tế, chúng tôi sử dụng phương pháp đối chiếu với các tín hiệu xác định thời điểm



Tốc độ Tăng trưởng GDP của VN qua các năm

Nguồn GSO

Tham chiếu với bảng trên cho thấy VN đã trải qua các giai đoạn sau:

© 1999-2000: Giai đoạn cuối suy thoái và bắt đầu hồi phục

© 2000-6/2004: Giai đoạn tăng trưởng sớm

© 6/2004-2007: Giai đoạn tăng trưởng cao và bước vào cuối tăng trưởng

© 2008-2/2009: Chậm lại và bước vào suy thoái

tiếp đây của nền kinh tế ở chuyên mục vĩ mô đã nêu trên và tính tới đặc thù của Việt Nam để tìm xem khả năng nền kinh tế có sắp bước vào giai đoạn **cuối suy thoái và hồi phục** hay không.

Đánh giá các thông tin của tháng 2, chúng tôi đã xuất hiện

## BẢNG CÁC TÍN HIỆU XÁC ĐỊNH GIAI ĐOẠN CUỐI SUY THOÁI VÀ HỒI PHỤC

### STT Tín hiệu xác định giai đoạn cuối suy thoái và hồi phục

- 1 Giá vàng và giá dầu đảo chiều, tỉ giá bình ổn
- 2 Tốc độ giảm của lượng xuất khẩu
- 3 Lợi suất trái phiếu Chính phủ
- 4 Tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng
- 5 Tốc độ giảm của giá trị sản xuất công nghiệp
- 6 Tốc độ giảm của dòng vốn FDI

### Nhận xét

- Chưa có tín hiệu rõ ràng
- Chưa có tín hiệu rõ ràng
- Tích cực
- Tích cực
- Chưa có tín hiệu rõ ràng
- Tích cực

tiêu chí 3,4,5,6 có tín hiệu tích cực, trong tín hiệu 1, tỉ giá tạm thời đang bình ổn như bảng trên:

**Tiêu chí 1.** Xuất khẩu có tín hiệu tăng trở lại, thâm hụt thương mại đã giảm (2 tháng đầu năm xuất siêu trên 200 triệu USD) làm giảm sức ép lên cân thanh toán, tuy nhiên chưa thật sự bền vững. Xuất khẩu vàng tháng 2 lên tới 800 triệu USD chỉ mang tính tạm thời, nếu loại trừ vàng thì thâm hụt thương mại là 1 tỉ USD. Chính phủ dự kiến phát hành trái phiếu ngoại tệ trên thị trường nội địa. Như vậy khả năng bị tấn công tiền tệ của Việt Nam là thấp, Chính phủ có khả năng điều tiết bài toán tỉ giá tuy nhiên tỉ giá vẫn là một rủi ro không nhỏ. Tỉ giá trên thị trường tự do tạm thời bình ổn.

**Tiêu chí 2.** Lợi suất trái phiếu đang ở mức 8-9% và đang tăng nhẹ, xấp xỉ với lãi suất tiền gửi ngân hàng. Liên tiếp 3 phiên đấu thầu trái phiếu Chính phủ với mức lãi suất thấp khoảng 7% không thành công. Vì vậy an toàn hiện nay không phải là tiêu chí đầu tư duy nhất. Lợi suất trái phiếu tăng nhẹ cho thấy niềm tin tăng lên, độ ưa thích rủi ro tăng lên, các nhà đầu tư có thể rời bỏ trái phiếu để chuyển vốn sang các loại tài sản khác có rủi ro cao hơn và lợi suất cao hơn.

**Tiêu chí 3.** Đã có trên 80.000 tỉ thuộc gói kích cầu của Chính phủ đã được giải ngân. NHNN hỗ trợ tiền cho các NHTM với lãi suất thấp ngoài ra NHNN quyết định giảm mức dự trữ

bắt buộc và giữ nguyên lãi suất cơ bản 7%. Các doanh nghiệp, hộ gia đình kinh doanh đã vay vốn đầu tư sản xuất kinh doanh. Sức cầu đầu tư của nền kinh tế có tín hiệu gia tăng. Quy mô của cho vay trong diện ưu đãi lãi suất lên tới 425.000 tỉ, sẽ giúp cho tiền lưu thông trong nền kinh tế nhiều hơn, bất động sản giảm đà rơi giá và các doanh nghiệp có khả năng đảo nợ, giảm bớt nguy cơ nợ xấu. Ngoài ra, một phần khoản vay với lãi suất thấp có thể là dòng tiền hỗ trợ sức cầu cho TTCK

**Tiêu chí 4.** Tổng mức bán lẻ hàng hóa, và tổng mức sản xuất công nghiệp tháng 2/2009 là số liệu quan trọng phản ánh sức cầu của nền kinh tế có sự phục hồi đáng kể so với tháng 1/2009. Giá trị sản xuất công nghiệp tháng 2 đã tăng gần 15% so với năm trước (tháng 2 năm trước có kỳ nghỉ Tết), nhưng tính gộp cả 2 tháng, tức là đã trung hòa những biến động do kỳ nghỉ Tết đem lại, tốc độ tăng giá trị sản xuất công nghiệp 2 tháng đầu năm 2009 chỉ tăng 2,5% thấp hơn nhiều so với tốc độ tăng cùng kỳ của năm 2008 là 16,3%.

**Tiêu chí 5.** Vốn FDI đăng ký trong tháng 2 tăng mạnh so với tháng 1/2009 (đạt 5,2 tỉ USD, gấp 27 lần so với tháng 1/2009). Nhưng nguồn vốn FDI tăng mạnh trong tháng 2 chủ yếu là do nguồn vốn đăng ký tăng thêm của những dự án đã triển khai. Lượng vốn đăng ký tăng thêm trong tháng 2 lên tới 3,55 tỷ USD. Nếu chỉ tính vốn cấp mới, lượng vốn đăng ký mới cả 2 tháng chỉ đạt 1,511 tỷ USD.

### NHẬN ĐỊNH

Chính sách tài khóa, tiền tệ nới lỏng nhằm kích thích sản xuất, tiêu dùng cần có độ trễ nhất định để phát huy

tác dụng. Trên 3/6 tín hiệu tích cực cho thấy xác suất 55% nền kinh tế đang dần bước vào giai đoạn cuối suy thoái và hồi phục của chu kỳ kinh tế ở cuối quý 1, đầu quý 2/2009, vì vậy cần tiếp tục theo dõi thêm. Chúng tôi cho rằng kinh tế Việt Nam có thể hồi phục vào giai đoạn nửa cuối năm 2009 và hồi phục trước kinh tế thế giới do quy mô nền kinh tế khá nhỏ, xuất phát điểm thấp, GDP đầu người xấp xỉ 1000USD, hàng xuất khẩu chủ yếu là thô, sơ chế.

## Những khuyến nghị về việc phân bổ vốn

Cùng với các nhận định ở trên và lựa chọn đầu tư theo giai đoạn cuối suy thoái và hồi phục của chu kỳ kinh tế, chúng tôi khuyến nghị một cơ cấu phân bổ như sau:

**Vàng:** Giữ nguyên hoặc giảm tỉ trọng. Xem xét bán ra khi kinh tế thế giới có tín hiệu hồi phục.

**Tiết kiệm, ngoại tệ:** Là một kênh đầu tư an toàn và đảm bảo thanh khoản và an toàn vốn hơn là tăng trưởng vốn. Giữ nguyên hoặc giảm dần tỉ trọng theo tỉ trọng tăng thêm của kênh cổ phiếu.



**Bắt động sàn:** Do hồi phục trễ hơn TTCK, chúng tôi khuyến nghị tùy thuộc mục tiêu để đầu tư. Có thể xem xét sau khi TTCK đã khởi sắc bởi sức bật tốt hơn. Giá BĐS mặc dù đã giảm mạnh so với đỉnh điểm cuối năm 2007 nhưng mặt bằng chung vẫn cao hơn so với đầu 2007. Năm 2009 nợ xấu, giải chấp BĐS, trả nợ ngân hàng, v...v vẫn là những yếu tố tăng rủi ro giảm giá BĐS.

**Cổ phiếu:** Xem xét giải ngân dần theo các tiêu chí khuyến nghị lựa chọn. Cổ phiếu thuộc ngành phòng hộ được xếp theo tiêu chí ngành nghề kinh doanh ít bị tác động bởi suy thoái kinh tế trong nước và thế giới. Cổ phiếu thuộc ngành tăng trưởng xếp theo tiêu chí ngành nghề kinh doanh có cơ hội tăng trưởng tốt và nhanh theo giai đoạn hồi phục và tăng trưởng sớm của nền kinh tế.

#### TỈ TRỌNG PHÂN BỐ VỐN

Tài sản	Xác suất 45%	Xác suất 55%
<b>Mục tiêu bảo toàn vốn</b>		
Vàng	5 - 15%	0 - 5%
Tiền gửi, ngoại tệ	40 - 75%	10 - 55%
Cổ phiếu phòng hộ: được, điện, hàng tiêu dùng, khai thác than: TC6, TBC, VNC, TRA, ...	10 - 20%	10 - 30% (thay đổi theo tín hiệu hồi phục)
<b>Mục tiêu tăng trưởng vốn</b>		
Hàng hóa: sắt thép, café, cao su, khoáng sản	0 - 5%	0 - 15%
Cổ phiếu chu kỳ: PVD, TDH, NTP, HPG, ACB, REE, GMD, ITA...	5 - 10%	10 - 40% (tăng dần theo tín hiệu hồi phục)

### Một số tiêu chí lựa chọn cổ phiếu

Các yếu tố kinh tế vĩ mô Việt Nam vẫn là nhóm có tác động chủ đạo với TTCK Việt Nam. Kết quả kinh doanh trong quý I/2009 của các doanh nghiệp được dự báo sẽ còn bị ảnh hưởng nặng nề hơn so với quý IV/2008. Đây có thể là thời điểm khó khăn nhất của các doanh nghiệp trong năm nay. Tuy nhiên đó cũng là lựa chọn vàng với chất lượng các doanh nghiệp và là cơ hội để lựa chọn doanh nghiệp tốt. Doanh nghiệp nào vẫn tồn tại vững và đảm bảo lợi nhuận nhất định có thể là khoản đầu tư thích hợp.

Cơ cấu danh mục theo khuyến nghị của chúng tôi có thể thay đổi dần theo đà hồi phục của nền kinh tế, nhóm cổ phiếu phòng hộ có thể dịch sang nhóm cổ phiếu chu kỳ phù hợp với mức kỳ vọng về rủi ro và lợi nhuận của nhà đầu tư. Tháng 2 cho tới mùa đại hội cổ đông, chúng tôi cho rằng TTCK vẫn còn có những áp lực đi xuống, sự phân hóa giữa các nhóm cổ phiếu cũng rõ ràng hơn. Vì vậy trong giai đoạn chuẩn bị tiếp đất và đi vào tích lũy, sự lựa chọn cổ phiếu để đầu tư là yếu tố quan trọng nhất.

Chúng tôi đưa ra một số tiêu chí được quan tâm để lựa chọn cổ phiếu nhằm đáp ứng tiêu chí an toàn và đảm bảo công ty có nền tảng kinh doanh tốt, tồn tại và phát triển được qua giai đoạn suy thoái:

👉 Thị trường tiêu thụ ổn định, vững chắc, ít chịu ảnh hưởng hoặc có lợi bởi sự suy thoái của kinh tế thế giới và nội địa như khai thác cảng, vận tải đường bộ, hóa chất chuyên dụng; hàng tiêu dùng thiết yếu, giáo dục.

☞ (Xem tiếp trang 24)

### Thị trường Chứng khoán sụt giảm mạnh

(Tiếp theo)

thường hiện tại đang trong xu thế giảm. Cho đến nay đường giá vẫn nằm phía dưới đường xu hướng giảm dài hạn (Long-term Downtrend) thể hiện trạng thái yếu của thị trường nhưng nhìn vào khoảng cách giữa hai đường này có thể thấy chiều hướng đã chuyển từ phân kỳ sang hội tụ. Sự hội tụ này là một bức tranh diễn tả về tình hình suy giảm nhưng đã có sự cải thiện hơn.

Biểu đồ còn cho thấy đường giá trong thời gian qua biến động theo hai kênh xu hướng rõ rệt. Kênh thứ 2 (trong phạm vi hai đường kẻ màu xanh lá cây) có biên độ hẹp hơn và độ dốc thấp hơn so với kênh thứ nhất (trong phạm vi hai đường kẻ màu xanh thẫm). Sự thay đổi trong biên độ và độ dốc của kênh như vậy cho biết trạng thái tâm lý của nhà đầu tư trên thị trường đã chuyển biến theo chiều hướng tích cực hơn.

Trong thị trường chứng khoán thì điều hợp lý sẽ là thị trường tăng với khối lượng giao dịch tăng và thị trường giảm với khối lượng giao dịch giảm. Sự thay đổi trong chiều hướng có thể diễn ra khi xu hướng khối lượng giao dịch ngược với xu hướng giá của thị trường. Khối lượng giao dịch trong tháng 2 mặc dù thị trường vẫn tiếp tục đi xuống nhưng khối lượng giao dịch lại có chuyển biến tăng lên. Đường khối lượng trung bình 5 ngày mặc dù chưa tăng lên so với mức thấp ở mức 50% (trở lên) để được cho là đột biến nhưng đó cũng là dấu hiệu đáng chú ý về khả năng thị trường tích lũy.

Tín hiệu đáng chú ý khác là khung thời gian biến động của thị trường. Trong xu hướng đi xuống mà chúng tôi xác định trong 2 kênh biến động thì nhịp đi xuống từ “đường trên” của kênh xuống tới “đường dưới” của kênh thường kéo dài trong vòng 4 tuần giao dịch và sau đó là hồi phục đi lên. Chúng tôi thấy rằng sau khi thị trường rút khỏi mức 250 đã xuất hiện những phiên bán tháo đẩy thị trường giảm với những khoảng trống và đây có lẽ sẽ là những “khoảng trống hụt hơi” (Exhaustion Gaps) thể hiện những nỗ lực bán tháo cuối cùng của phía người bán trong xu hướng giảm.

#### NHÂN ĐỊNH THỊ TRƯỜNG THEO PTKT

Dựa vào khung thời gian biến động như đã nói bên trên chúng tôi cho rằng thị trường có thể giảm cho tới đầu tháng 3 sau đó mới xuất hiện sự hồi phục. Hiện tại thời gian giảm của VN-Index đã diễn ra trong vòng 3 tuần và chúng tôi cho rằng khả năng sẽ có một tuần giảm tiếp theo. Hiện tại tâm lý đám đông kỳ vọng mức hỗ trợ 200 điểm nhưng theo kinh nghiệm thì những kỳ vọng này thường tạo ra sự phục hồi sớm hơn. Chúng tôi dự đoán mức đáy của thị trường sắp tới có khả năng là mức hỗ trợ khi VN-Index chạm đường dưới của dải kênh tương ứng với mức 220 điểm. Theo đó thị trường sẽ giảm thêm -6,6% so với mốc 235.5 điểm hiện tại.

Quan điểm của chúng tôi là sẽ có đợt hồi phục diễn ra trong tháng 3 và khả năng đỉnh hồi phục này vẫn nằm trong kênh giao dịch hiện tại. Theo ước tính thì đỉnh của đợt hồi phục này nếu diễn ra theo như dự đoán của chúng tôi tối thiểu là 250 điểm (khi không thể vượt lên trên đường xu thế dài hạn) và cao hơn sẽ là 270 điểm

☞ (Xem tiếp trang 24)

## CÔNG TY CP THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN – SÔNG HÌNH (VSH)



### CƠ HỘI

- Điều kiện kinh tế trong nước và thế giới bất ổn, thị trường chứng khoán suy giảm mạnh kể từ đầu năm 2008 là cơ hội cho cổ phiếu của các doanh nghiệp ngành điện lên ngôi do điện là hàng hoá thiết yếu, hoạt động của doanh nghiệp ít chịu ảnh hưởng của điều kiện kinh tế.
- Sản xuất điện tại Việt Nam hiện không đáp ứng được nhu cầu sử dụng. Sự thiếu hụt điện phục vụ sản xuất và tiêu dùng gây tổn hại cho kinh tế - tế xã hội nhưng đây lại là cơ hội của các doanh nghiệp ngành điện và những nhà đầu tư.
- Đầu tháng 3 năm 2009 giá bán lẻ điện bình quân sẽ là 948,5 đồng cho mỗi kwh, tăng 8,92% cho so với năm 2008. Với việc tăng giá bán điện đầu ra như trên sẽ tạo ra cơ hội thuận lợi cho các doanh nghiệp sản xuất điện như Vĩnh Sơn – Sông Hình đảm bảo lại giá bán điện với Tập đoàn điện lực Việt Nam (EVN) qua đó tạo lên sự tăng trưởng trong doanh thu và lợi nhuận.
- Hiện đang triển khai nhiều dự án thủy điện mới như Thượng KonTum; Vĩnh Sơn 2&3. ...với quy mô gấp 3,7 lần công suất hiện tại. Các dự án này được tập trung triển khai mạnh trong giai đoạn 2008 – 2012 và sẽ tạo ra sự tăng trưởng thu nhập cho doanh nghiệp trong những giai đoạn sau đó.

### RỦI RO

- VSH là cổ phiếu của một doanh nghiệp thủy điện, hoạt động sản xuất kinh doanh hoàn toàn phụ thuộc vào nguồn nước. Do đó hoạt động của doanh nghiệp bị chi phối bởi điều kiện tự nhiên.
- Cơ chế quản lý Nhà nước đối với ngành điện và doanh nghiệp ngành điện còn tương đối chặt chẽ, hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp cũng bị chi phối bởi yếu tố này.
- Trong điều kiện kinh tế đang gặp nhiều khó khăn như hiện nay, việc triển khai các nhà máy thủy điện mới sẽ bị ảnh hưởng mạnh về suất đầu tư cũng như tiến độ triển khai. Đây cũng là một nhân tố có nhiều tác động tới kết quả kinh doanh và triển vọng phát triển của doanh nghiệp.
- Việc triển khai các nhà máy mới sẽ làm yếu một số chỉ tiêu sức mạnh tài chính như là khả năng thanh toán của doanh nghiệp. Tuy nhiên việc giá điện tăng 8.96% trong năm nay sẽ hỗ trợ một phần nào.

**ĐÁNH GIÁ CỦA SHS:** Trong thời gian qua, mặc dù thị trường tiếp tục âm ảm, cổ phiếu VSH của công ty CP thủy điện Vĩnh Sơn- Sông Hình đã thể hiện là một cổ phiếu có tính ổn định cao và là một trong những cổ phiếu phòng thủ tiềm năng. Điều này có được là do hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp này rất ổn định. Bên cạnh đó, việc tăng giá điện 8.96% năm 2009 là một nhân tố làm tăng dòng tiền cho doanh nghiệp trong thời gian tới.

## CÔNG TY CP PHÂN ĐẠM VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ (DPM)



### CƠ HỘI

- Quy mô sản xuất và thị phần lớn: PVFCo là nhà máy sản xuất phân đạm lớn nhất tại Việt Nam với năng lực sản xuất đạt 740.000 tấn/năm. Thị phần tiêu thụ Urê của công ty chiếm 40% thị trường cả nước. Từ nay đến năm 2011, nhìn chung PVFCo vẫn là doanh nghiệp có lợi thế độc quyền khá cao trên thị trường phân bón Việt nam.
- Sản xuất trong nước không đủ đáp ứng nguồn cầu: Nhu cầu Urê trong nước hiện nay là 2 triệu tấn/năm. Trong khi hai nhà máy sản xuất Urê duy nhất của Việt Nam mới đáp ứng được 900.000 tấn/năm, còn lại hơn 50% vẫn phải nhập khẩu.
- Cạnh tranh cao nhờ khẩu hao nhanh: Do tỷ lệ trích khấu hao hàng năm lớn nên toàn bộ nhà máy sẽ được khấu hao hết vào năm 2011. Đây là lợi thế cạnh tranh của công ty do giá thành hạ trong những năm tới.
- Nguyên liệu đầu vào ổn định với giá ưu đãi: Nguồn khí đầu vào được cung cấp từ khí đồng hành tại mỏ dầu Bạch Hổ và khí thiên nhiên từ dự án khai thác khí Cửu Long, Nam Côn Sơn tại thềm lục địa Việt Nam. Công ty được hưởng giá ưu đãi 2,2 USD/triệu BTU cho đến hết năm 2012.

### RỦI RO

- Chi phí nguyên liệu tăng: Giá khí đầu vào từ năm 2013 là 3,66 USD/triệu BTU tăng 66,4% so với mức giá hiện nay. Mức giá này còn được điều chỉnh tăng 2% mỗi năm sau đó làm ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty.
- Cung vượt cầu: Việc tham gia thị trường của các nhà máy đạm Ninh Bình, Cà Mau và việc nâng cấp Nhà máy đạm Hà Bắc khiến lượng cung năm 2011 đạt 2,54 triệu tấn khiến cạnh tranh thêm gay gắt và ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận.
- Giá Urê trên thị trường giảm mạnh: Hiện tại giá Urê trên thị trường đang được bán ở mức 6.000vnd/kg giảm -37,8% so với mức cao nhất trong năm 2008. Đây là mức giá thấp nhất tính từ đầu 2008 đến nay.
- Lượng hàng tồn kho năm 2008 lớn: Lượng hàng tồn kho năm 2008 của công ty sau trích lập dự phòng là 1.111,7 tỷ đồng. Tồn kho lớn không chỉ ảnh hưởng đến dòng tiền của công ty mà nó có thể khiến công ty phải hạn chế nhập khẩu trong năm 2009.
- Độ rủi ro thị trường của cổ phiếu DPM (hệ số beta) 1.07 là khá cao, nhà đầu tư cần cân nhắc rủi ro của danh mục đầu tư khi xem xét đầu tư cổ phiếu này.

**ĐÁNH GIÁ CỦA SHS:** Mặc dù có những rủi ro nhất định, nhưng chúng tôi đánh giá rằng, cổ phiếu DPM sẽ đem lại lợi nhuận cho danh mục đầu tư khi thị trường phục hồi. Đặc biệt, doanh nghiệp là một trong số ít các doanh nghiệp lớn trên sàn HOSE chỉ tập trung vào mảng kinh doanh chính để đạt hiệu quả cao thế nên rủi ro đa ngành sẽ hạn chế. Mức giá đề xuất nhà đầu tư cần quan tâm cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn

là dưới 28.000 vnd/cổ phiếu. Tuy nhiên do hệ số rủi ro cao hơn thị trường, chúng tôi đề xuất nhà đầu tư cần cân nhắc chiến lược đầu tư phù hợp theo xu hướng thị trường để có thể mua được giá tốt nhất.

## NGÂN HÀNG TMCP Á CHÂU (ACB)



### CƠ HỘI

ACB là NHTMCP hàng đầu VN về quy mô, chất lượng tài sản, vốn huy động, dịch vụ và lợi nhuận. ACB được Euromoney bình chọn là ngân hàng tốt nhất Việt Nam năm 2008, với hệ thống quản trị rủi ro được đánh giá là tốt nhất trong hệ thống các NHTM

Thu nhập của ACB khá đa dạng và mức độ phụ thuộc vào tín dụng thấp hơn các ngân hàng khác. ACB tiên phong trong triển khai nghiệp vụ kinh doanh vàng tài khoản và hiện đang chiếm thị phần lớn nhất của mảng thị trường này.

Lợi nhuận trước thuế 2008 của ACB đạt 2556 tỷ đồng (đến ngày 5-12-2008 đã đạt 2.500 tỷ đồng), tương ứng 2236.5 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. Tính trên vốn điều lệ mới, P/E của ACB hiện khoảng 8,22 lần.

Trong tháng 2, sự sôi động của thị trường vàng Việt Nam là cơ hội cho sự bứt phá từ mảng kinh doanh tại sân vàng Sài Gòn (thuộc ACB)

Sự suy giảm của TTCK ảnh hưởng tới giá của ACB, Trong tháng 2, cổ phiếu ACB đã giảm giá khoảng 16% so với mức giảm trung bình 20% của Hsctc\_index.

### RỦI RO

Khủng hoảng tín dụng Mỹ đã lan ra toàn cầu, ảnh hưởng tới thị trường xuất khẩu, nguồn vốn đầu tư của Việt Nam. Suy thoái kéo dài ảnh hưởng tiêu cực tới TTCK và giá của ACB nói chung. Vẫn còn rủi ro cổ phiếu ACB, TTCK tiếp tục giảm giá trong năm 2009.

Ngành ngân hàng vẫn đang trong giai đoạn gặp khó khăn về biên động lãi suất, tỷ lệ lợi nhuận biên thấp, nguy cơ nợ xấu gia tăng từ cho vay kinh doanh, đầu tư bất động sản. Rủi ro về lãi suất khi dùng nợ có kỳ hạn ngắn cho vay kỳ hạn dài tăng lên, rủi ro thanh khoản vẫn còn nếu lạm phát quay trở lại

Lợi nhuận 2009 tiếp tục là thách thức cho ACB khi nhiều mảng kinh doanh phải đối mặt với cạnh tranh và biên lợi nhuận thu hẹp.

Rủi ro thị trường của cổ phiếu ACB là 1.07, khá cao so với thị trường. Trong giai đoạn thị trường trong xu hướng giảm, cổ phiếu ACB sẽ giảm mạnh hơn thị trường. Tuy nhiên, thị trường hồi phục sẽ là đòn bẩy cho cổ phiếu ACB tăng trở lại mạnh mẽ.

**ĐÁNH GIÁ SHS:** Mã cổ phiếu ACB là một trong những Bluechips trên sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội. Trong thời gian vừa qua, ACB đã vận động cùng chiều với thị trường và đã xuống thấp hơn ngưỡng giá nội tại theo tính toán của

chúng tôi là 24.000 vnd/cổ phiếu. Trong biểu đồ biểu diễn giá chứng khoán, chúng tôi nhận thấy rằng giải dao động trong từng phiên của cổ phiếu ACB là khá lớn thể hiện bằng các cột nến có thân dài. Với chiến lược hợp lý theo xu hướng thị trường và trong mỗi phiên, nhà đầu tư có thể mua được cổ phiếu với giá tốt nhất.

## CÔNG TY CP HOÀNG ANH GIA LAI (HAG)



### CƠ HỘI

HAGL có cơ hội lớn khi đầu tư ở Lào, cả về trồng rừng và bất động sản. Với việc tham gia tài trợ cho Seagames năm tới tổ chức tại Lào, HAGL đã có được sự đảm bảo của Chính phủ Lào đối với một số dự án có giá trị cao.

HAGL được hậu thuẫn của NH như BIDV khi cam kết cấp tín dụng mức 5.600 tỷ VND, tạo điều kiện cho doanh nghiệp tiếp tục phát triển mảng BĐS.

Mảng đầu tư về các dự án thủy điện có khả năng sẽ hiệu quả bởi nhu cầu về điện năng ở Việt Nam tiếp tục duy trì ở mức cao trong những năm tới và giá điện năm tới sẽ được điều chỉnh tăng.

Trong năm nay, khi giá các vật liệu phục vụ sản xuất như xi măng, sắt thép giảm giá, nó sẽ tạo điều kiện cho HAGL hoàn thiện New Saigon, và HAGL RiverView với chi phí thấp hơn.

### RỦI RO

Rủi ro đối với hoạt động trồng cao su: từ nay đến năm 2015, HAGL sẽ tiếp tục phải đầu tư lớn để trồng rừng và cao su. Cũng như vậy, đối với hoạt động đầu tư các nhà máy điện, từ nay đến 2011 chỉ phát sinh chi phí và không tạo doanh thu. Chúng tôi quan ngại rằng, các dự án này sẽ làm suy yếu dòng tiền của HAGL.

Mảng kinh doanh bất động sản năm 2009 cũng sẽ gặp nhiều khó khăn và có nguy cơ không mang lại dòng tiền chắc chắn cho doanh nghiệp này.

Việc giá cao su giảm trong giai đoạn vừa qua và năm nay cũng tiếp tục ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh cao su của doanh nghiệp này.

Việc giảm giá bán tới 40% của khu căn hộ cao cấp Hoàng Anh River View và Phú Hoàng Anh sẽ làm dòng tiền tương lai của doanh nghiệp suy giảm so với ước tính ban đầu.

Rủi ro thị trường<sup>10</sup> (hệ số beta) của cổ phiếu này là 1, tương đương với thị trường.

**ĐÁNH GIÁ CỦA SHS:** Theo chúng tôi, HAG hiện đang giao dịch ở mức khá cao so với giá đầu tư an toàn. Với xu hướng của thị trường tiếp tục suy giảm, chúng tôi cho rằng có khả năng giá cổ phiếu HAG sẽ chạm vào vùng đầu tư an toàn. Nhìn vào đồ thị diễn biến giá cổ phiếu, chúng tôi nhận

<sup>10</sup> Dựa trên số liệu của 38 phiên giao dịch kể từ khi mã cổ phiếu này được niêm yết trên sàn HOSE



thấy rằng xuất hiện một số khoảng trống (Gaps) thể hiện sức cầu cho cổ phiếu này đang giảm. Với xu thế giảm điểm của thị trường, nhiều khả năng cổ phiếu này sẽ chạm vào ngưỡng xem xét đầu tư 44.200 VND/cổ phiếu mà chúng tôi đánh giá là khá an toàn.



## CÔNG TY CP KHU CÔNG NGHIỆP TÂN TẠO (ITA)

### CƠ HỘI

ITA là một trong những doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam về phát triển KCN trên cả nước. ITA liên tục giữ vững vị trí hàng đầu về phát triển KCN trên cả nước như 11 năm qua. Có mối quan hệ tốt với Chính phủ, được đảm nhận những các dự án lớn đầu tư vào cơ sở hạ tầng và khu công nghiệp luôn là những dự án không phải bất cứ công ty hoặc cá nhân nào cũng có thể thực hiện được. Tính phức tạp và nguồn vốn đầu tư lớn chính là hạn chế với nhiều nhà đầu tư vào lĩnh vực này. Đây là lợi thế quan trọng của ITA với các doanh nghiệp khác

Trong nền kinh tế Việt Nam, các KCN giữ một vai trò quan trọng trong phát triển kinh tế với Việt Nam khi tốc độ tăng trưởng GDP chủ yếu dựa vào giá trị sản xuất công nghiệp nên ITA có tiềm năng tăng trưởng mạnh. ITA có khả năng được hưởng lợi từ gói kích thích kinh tế từ chính phủ trong việc hỗ trợ lãi suất để triển khai các dự án

Rủi ro thấp hơn thị trường ( $\beta = 0.9$ ). Việc rủi ro thị trường cổ phiếu khá thấp thể hiện một điều rằng cổ phiếu này đã giữ giá khá tốt.

### RỦI RO

Các dự án của ITA đã được triển khai phần lớn, hiện tại trong thời gian tới chưa khai thác thêm được các hợp đồng mới cũng làm giảm lợi nhuận trong tương lai doanh nghiệp, các nguồn thu hiện nay chủ yếu đến từ các hợp đồng cũ đã ký kết.

Khu dân cư Tân tạo được đầu tư trên địa hình thấp, trũng sâu, địa chất công trình yếu, các tuyến điện cung cấp cho khu dân cư chưa hoàn chỉnh, điều này làm cho chi phí trên mỗi m<sup>2</sup> xây dựng tăng cao hơn mức trung bình. Doanh nghiệp sẽ phải đẩy giá thành lên cao, do vậy làm sẽ khó cạnh tranh trên thị trường.

Sức mạnh tài chính công ty trong thời gian tới sẽ gặp khó khăn khi lượng tiền mặt sụt giảm xuống rất thấp, cùng với nguồn phải thu khách hàng tăng lên.

Bối cảnh kinh tế chung đang khá là khó khăn cho việc kinh doanh của ITA cả trong huy động vốn và phát triển thêm khu công nghiệp để cho thuê.

**ĐÁNH GIÁ CỦA SHS:** Bằng các phương pháp định giá, chúng tôi đánh giá rằng giá trị nội tại của cổ phiếu ITA là 16.000 VND/cổ phiếu là giá trị khá an toàn. Tuy nhiên trên đồ thị Candlesticks, chúng tôi nhận thấy xuất hiện dày đặc các khoảng trống (Gaps) thể hiện nguồn cầu đang giảm mạnh. Điều này cũng dễ hiểu vì trong điều kiện kinh tế khó khăn hiện nay, xuất khẩu suy giảm các doanh nghiệp đầu tư khu công nghiệp sẽ gặp nhiều khó khăn kéo giá cổ phiếu xuống mạnh. Trong bối cảnh đó, các nhà đầu tư cần cân nhắc kỹ lưỡng xu hướng thị trường và xu hướng kinh tế trước khi đầu tư vào cổ phiếu này.

## Thị trường Chứng khoán sụt giảm mạnh

(Tiếp theo)

(vượt lên trên đường xu thế dài hạn). Theo đó chiến lược đặt ra sẽ là các nhà đầu tư nên lựa chọn cổ phiếu và tiến hành dài ngân một phần vốn của mình theo hình thức mua dần từ mức 220 điểm (mức rủi ro thị trường giảm từ 220 xuống 200 chúng tôi cho là chấp nhận được và vẫn nên mua vào trong khoảng này).

Để hạn chế rủi ro và nắm bắt cơ hội kịp thời trước những nhân tố bất thường mà có thể làm thay đổi một phần hoặc toàn bộ quan điểm đánh giá thị trường hiện nay, nếu có chúng tôi sẽ cập nhật thêm nhận định hàng ngày trong bản tin của SHS.

## Chiến lược phân bổ vốn trong thời điểm hiện nay

(Tiếp theo)

Doanh nghiệp có vị thế tốt trên thị trường thể hiện ở thương hiệu, thị phần trong lĩnh vực kinh doanh, quy mô doanh thu, quy mô tài sản.

Doanh nghiệp có chuỗi cung ứng – sản xuất – tiêu thụ ổn định. Cơ cấu tài chính tốt, dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh chính dương, sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức độ trung bình ( $D/E < 1$ ), khả năng thanh toán lành mạnh,  $EBIT/lãi vay > 2$ .

Xem xét các doanh nghiệp có lợi thế tự nhiên hoặc có rào cản gia nhập cao

Xem xét những cổ phiếu có hệ số PE\_forward thấp hơn tốc độ tăng trưởng lợi nhuận bình quân của 5 năm liên tiếp. Mức  $P/E/G < 0.7$ .

Xem xét những cổ phiếu có P/BV nhỏ hơn 0.7 sau khi đánh giá lại giá trị tài sản theo giá thị trường.

Xem xét những doanh nghiệp có dòng tiền dương từ hoạt động sản xuất kinh doanh chủ lực.

## Nguyên nhân nào khiến đồng Yên tăng giá?

(Tiếp theo)

của người dân tăng lên.

Vậy qua trình tăng giá đồng Yên tới khi nào thì kết thúc? Câu trả lời có lẽ sẽ phụ thuộc vào khối lượng carry trade đồng Yên lớn tới mức nào và thời gian chuyển đổi từ USD qua Yên Nhật đáp ứng nhu cầu thanh toán nợ khi nào thì kết thúc. Nếu nền kinh tế thế giới giảm đà suy thoái cùng với việc lãi suất cơ bản các nước được nâng lên sẽ góp phần chặn bớt sự tăng giá đồng Yên và giúp ổn định nền kinh tế Nhật nói riêng và nền kinh tế thế giới nói chung.

BẢNG TỔNG HỢP GIAO DỊCH THÁNG 1&amp;2 NĂM 2009

Ngày	VN-INDEX	Thay đổi	KLGD	GTGD	HASTC-INDEX	Thay đổi	KLGD	GTGD
26/02/2009	242,53	-1,80 (-0,74%)	13.562.610	233,75 tỷ	82,10	+0,17(+0,21%)	6.451.400	122,98 tỷ
25/02/2009	244,33	+8,33(+3,75%)	10.042.880	177,96 tỷ	81,93	+3,87(+4,96%)	5.885.500	108,43 tỷ
24/02/2009	235,50	-8,52(-3,49%)	11.575.260	277,97 tỷ	78,06	-2,20(-2,74%)	5.918.900	112,01 tỷ
23/02/2009	244,02	-8,55(-3,39%)	11.348.730	222,79 tỷ	80,26	-3,94(-4,68%)	4.444.375	73,65 tỷ
20/02/2009	252,57	-2,28(-0,89%)	8.077.500	151,88 tỷ	84,20	-1,07(-1,25%)	3.367.600	62,82 tỷ
19/02/2009	254,85	-0,24(-0,09%)	9.552.520	172,69 tỷ	85,27	+0,65(+0,77%)	4.060.100	76,91 tỷ
18/02/2009	255,09	-7,98(-3,03%)	11.313.350	214,81 tỷ	84,62	-3,39(-3,85%)	4.673.800	83,88 tỷ
17/02/2009	263,07	-9,24(-3,39%)	11.431.791	215,16 tỷ	88,01	-2,02(-2,24%)	4.411.400	82,64 tỷ
16/02/2009	272,31	-2,20(-0,80%)	5.570.310	100,98 tỷ	90,03	-0,91(-1,00%)	2.776.100	52,37 tỷ
13/02/2009	274,51	-1,58(-0,57%)	5.615.890	99,18 tỷ	90,94	-0,44(-0,48%)	2.776.400	52,18 tỷ
12/2/2009	276,09	-0,13(-0,05%)	8.388.820	162,53 tỷ	91,38	+0,08(+0,09%)	2.781.600	56,31 tỷ
11/2/2009	276,22	-5,80(-2,06%)	7.743.520	154,65 tỷ	91,30	-1,72(-1,85%)	3.148.600	66,18 tỷ
10/2/2009	282,02	-5,55(-1,93%)	6.781.120	163,90 tỷ	93,02	-2,42(-2,54%)	3.299.400	70,47 tỷ
9/2/2009	287,57	+5,94(+2,11%)	5.770.540	127,60 tỷ	95,44	+2,78(+3,00%)	3.732.000	77,29 tỷ
6/2/2009	281,63	+3,82(+1,38%)	7.480.020	170,01 tỷ	92,66	+2,45(+2,72%)	4.224.900	83,33 tỷ
5/2/2009	277,81	-8,30(-2,90%)	7.580.450	155,33 tỷ	90,21	-3,61(-3,85%)	4.979.900	97,38 tỷ
4/2/2009	286,11	-2,58(-0,89%)	5.680.880	118,57 tỷ	93,82	-0,68(-0,72%)	3.593.500	76,87 tỷ
3/2/2009	288,69	-8,83(-2,97%)	8.200.600	190,87 tỷ	94,50	-4,14(-4,20%)	4.106.400	82,95 tỷ
2/2/2009	297,52	-5,69(-1,88%)	5.354.530	148,99 tỷ	98,64	-1,29(-1,29%)	2.615.600	57,79 tỷ
23/01/2009	303,21	+2,09(+0,69%)	4.618.561	109,01 tỷ	99,93	-0,38(-0,38%)	2.369.800	53,57 tỷ
22/01/2009	301,12	+1,08(+0,36%)	4.668.830	103,82 tỷ	100,31	+0,56(+0,56%)	2.244.100	57,13 tỷ
21/01/2009	300,04	-2,82(-0,93%)	5.233.760	122,26 tỷ	99,75	-0,94(-0,93%)	2.172.000	46,61 tỷ
20/01/2009	302,86	-2,12(-0,70%)	5.284.560	111,64 tỷ	100,69	-1,26(-1,24%)	2.789.400	53,94 tỷ
19/01/2009	304,98	-1,14(-0,37%)	4.745.968	107,52 tỷ	101,95	-0,89(-0,87%)	2.456.656	51,29 tỷ
16/01/2009	306,12	+2,11(+0,69%)	7.610.310	200,50 tỷ	102,84	-0,27(-0,26%)	2.667.900	58,00 tỷ
15/01/2009	304,01	-3,97(-1,29%)	6.367.396	159,00 tỷ	103,11	-0,89(-0,86%)	2.953.000	59,49 tỷ
14/01/2009	307,98	+0,85(+0,28%)	8.682.995	320,58 tỷ	104,00	-0,23(-0,22%)	3.416.714	72,88 tỷ
13/01/2009	307,13	-5,05(-1,62%)	8.641.150	181,03 tỷ	104,23	-1,48(-1,40%)	3.846.360	84,23 tỷ
12/1/2009	312,18	-1,22(-0,39%)	6.518.820	147,15 tỷ	105,71	-0,46(-0,43%)	5.090.556	143,07 tỷ
9/1/2009	313,40	-0,75(-0,24%)	8.480.140	277,50 tỷ	106,17	+0,50(+0,47%)	4.845.500	143,28 tỷ
8/1/2009	314,15	-5,43(-1,70%)	14.935.770	357,48 tỷ	105,67	-1,36(-1,27%)	5.377.775	152,12 tỷ
7/1/2009	319,58	+5,54(+1,76%)	14.748.790	359,60 tỷ	107,03	+1,50(+1,42%)	6.684.450	153,10 tỷ
6/1/2009	314,04	+2,13(+0,68%)	12.968.870	366,76 tỷ	105,53	+1,75(+1,69%)	6.272.002	112,58 tỷ
5/1/2009	311,91	-1,43(-0,46%)	7.922.360	194,78 tỷ	103,78	-0,69(-0,66%)	3.481.400	68,07 tỷ
2/1/2009	313,34	-2,28(-0,72%)	5.631.050	131,05 tỷ	104,47	-0,65(-0,62%)	2.903.800	62,54 tỷ

Nguồn: Stockbiz.vn, SHS

10 MÃ CHỨNG KHOÁN NĐTNN MUA RÒNG SÀN HASTC							
STT	Mã CK	MUA		BÁN		CHÊNH LỆCH	
		KL	GT	KL	GT	KL	GT
1	VNR	969.200	28.529.470.000	5.200	149.990.000	964.000	28.379.480.000
2	VCG	1.341.900	19.620.990.000	1.153.500	17.262.670.000	188.400	2.358.320.000
3	BCC	262.500	3.005.290.000	160.900	1.824.200.000	101.600	1.181.090.000
4	VSP	143.600	5.888.210.000	80.200	3.073.930.000	63.400	2.814.280.000
5	TNG	43.900	528.760.000	4.200	51.200.000	39.700	477.560.000
6	V11	36.700	428.080.000	2.000	19.400.000	34.700	408.680.000
7	SSS	50.200	592.630.000	15.800	172.260.000	34.400	420.370.000
8	L43	33.200	539.070.000	0	0	33.200	539.070.000
9	NBC	30.900	972.720.000	1.000	34.100.000	29.900	938.620.000
10	PPG	20.500	200.920.000	0	0	20.500	200.920.000

10 MÃ CHỨNG KHOÁN NĐTNN BÁN RÒNG SÀN HASTC							
STT	Mã CK	Mua		Bán		Chênh lệch	
		KL	GT	KL	GT	KL	GT
1	PVI	121.300	3.047.020.000	780.500	18.861.970.000	-659.200	-15.814.950.000
2	BVS	32.100	589.730.000	381.800	6.792.930.000	-349.700	-6.203.200.000
3	BTS	100	1.040.000	422.600	4.334.660.000	-422.500	-4.333.620.000
4	THT	0	0	229.900	3.735.890.000	-229.900	-3.735.890.000
5	KLS	331.400	3.695.710.000	688.200	7.340.420.000	-356.800	-3.644.710.000
6	SD7	24.300	569.830.000	148.800	3.401.170.000	-124.500	-2.831.340.000
7	SJE	0	0	87.400	1.245.510.000	-87.400	-1.245.510.000
8	HNH	1.300	13.070.000	73.200	771.590.000	-71.900	-758.520.000
9	PAN	24.400	497.210.000	56.500	1.206.140.000	-32.100	-708.930.000
10	HPC	146.950	1.769.045.000	171.450	2.070.765.000	-24.500	-301.720.000

10 MÃ CHỨNG KHOÁN NĐTNN MUA RÒNG SÀN HOSE							
STT	Mã CK	KL		GT		Chênh lệch	
		Mua	Bán	Mua	Bán	KL	GT
1	PVF	1.863.320	125.780	32.959.987	2.148.113	1.737.540	30.811.874
2	PPC	3.680.740	2.337.650	66.570.603	42.340.625	1.343.090	24.229.978
3	HSG	1.117.490	125.650	21.720.487	1.461.380	991.840	20.259.107
4	TDH	1.309.310	523.460	42.238.498	16.654.851	785.850	25.583.647
5	VPL	51.310	61.370	2.355.986	3.026.735	774.940	47.034.251
6	REE	1.128.340	325.200	23.448.896	6.313.829	753.140	16.200.067
7	DPM	2.543.710	2.132.470	82.226.722	70.237.573	411.240	11.989.149
8	HPG	1.230.590	832.780	37.262.201	25.467.246	397.810	11.794.955
9	SJS	595.950	203.280	31.899.809	11.047.002	392.670	20.852.807
10	VHC	74.240	19.740	1.379.454	337.554	354.500	6.891.900

10 MÃ CHỨNG KHOÁN NĐTNN BÁN RÒNG SÀN HOSE							
STT	Mã CK	KL		GT		Chênh lệch	
		Mua	Bán	Mua	Bán	KL	GT
1	MPC	585.730	1.321.640	6.201.607	13.749.015	-2.835.910	-29.387.408
2	KDC	256.090	2.041.180	6.232.424	43.439.510	-1.785.090	-37.207.086
3	ITA	177.460	1.448.810	4.241.420	28.504.379	-1.271.350	-24.262.959
4	NKD	41.100	1.148.770	760.685	17.487.306	-1.107.670	-16.726.621
5	ANV	498.500	1.509.800	8.746.159	18.268.253	-1.011.300	-9.522.094
6	VSH	798.970	1.571.440	22.012.808	42.267.570	-772.470	-20.254.762
7	VTO	158.260	870.180	1.531.276	8.746.853	-711.920	-7.215.577
8	ABT	5.590	510.680	125.943	11.509.964	-626.090	-14.058.121
9	VHG	39.000	634.610	208.800	3.054.646	-595.610	-2.845.846
10	VFC	58.040	644.190	435.887	5.017.681	-586.150	-4.581.794

**Khuyến cáo:** Thông tin trong báo cáo được SHS tổng hợp và phân tích dựa trên các nguồn tin đáng tin cậy, phổ biến và chỉ mang tính tham khảo cho nhà đầu tư. SHS không chịu trách nhiệm đối với những quyết định mua bán chứng khoán của nhà đầu tư do việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần thông tin trong bản tin này.





Biến cơ hội thành giá trị



*Chào mừng*  
**ĐẠI HỘI CỔ ĐÔNG LẦN THỨ II**  
**27/03/2009**

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI**

Trụ sở chính: Tầng 1 & 5, Tòa nhà Đào Duy Anh, phố Đào Duy Anh, Đống Đa, Hà Nội.

Tel: (84.4) 3537 8010 \* Fax: (84.4) 3537 8005

Email: [contact@shs.com.vn](mailto:contact@shs.com.vn)

Chi nhánh TP. HCM

41 Pasteur, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh

Tel: (84.8) 39151368 \* Fax: (84.8) 39151369

Email: [contact-hcm@shs.com.vn](mailto:contact-hcm@shs.com.vn)

[www.shs.com.vn](http://www.shs.com.vn)