



## SHS - Phân tích

## KINH TẾ VĨ MÔ &amp; THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THÁNG 8 – TRỞ LẠI XU HƯỚNG TĂNG?

Chúng tôi kỳ vọng TTCK sẽ có những chuyển biến tích cực trong tháng 8. Diễn biến thị trường theo kịch bản nào phụ thuộc nhiều vào diễn biến của chính sách vĩ mô và thanh khoản của thị trường. Với diễn biến hiện tại, khả năng thị trường tăng dần từ vùng hỗ trợ của trendline trung hạn đang có xác suất cao hơn.

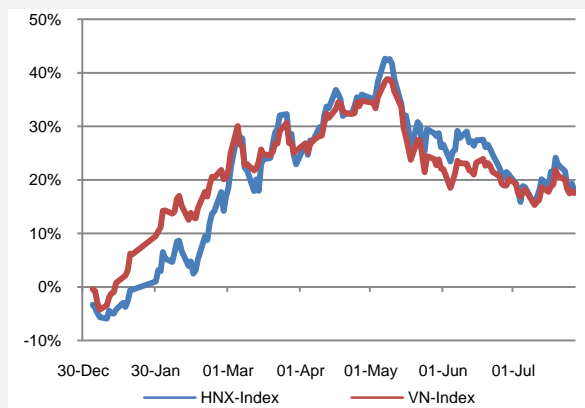
## Tóm tắt nội dung báo cáo

## Tổng hợp chỉ số vĩ mô Việt Nam

Chỉ số	Tháng 7/2012	Tháng 12/2012(F)
GDP ( $\Delta\%$ )	-	5,5%
CPI YoY ( $\Delta\%$ )	2,22%	5%-6%
Lãi suất huy động (%)	9%	7%
Lãi suất cho vay (%)	12-17%	10-15%
Tín dụng ( $\Delta\%$ )	0.57%	8-10%
Cán cân TM (tỷ USD)	0.058	5
Tỷ giá (VND/USD)	21.000	21.450

Nguồn: GSO, SHS Research

## Biến động giá chỉ số Index kể từ đầu năm



Nguồn: SHS research

## Thế giới

- Khủng hoảng Nợ công Châu Âu ở mức độ ngày càng nghiêm trọng với tỷ lệ nợ công/GDP tiếp tục tăng, đang ảnh hưởng tiêu cực lên nhiều nền kinh tế trên thế giới
- Các tổ chức hạ dự báo tăng trưởng thế giới trong 2 năm 2012 và 2013, tuy nhiên dự báo kinh tế thế giới sẽ bắt đầu phục hồi vào năm 2013

## Việt Nam.

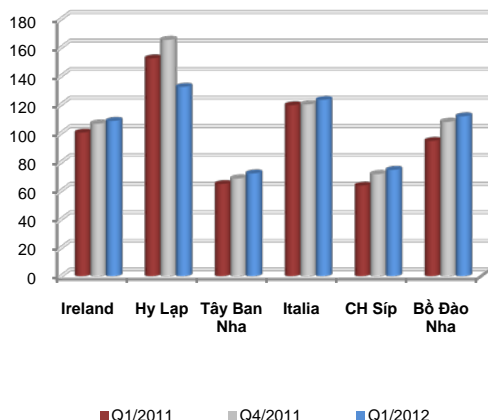
- Chính phủ đẩy mạnh việc thúc đẩy hoạt động sản xuất kinh doanh cho doanh nghiệp như hạ trần lãi suất đối với các khoản vay cũ, giảm thuế DN 30% trong năm 2012, đẩy mạnh chi tiêu NSNN và miễn thuế TNCN để kích cầu
- Chỉ số CPI tiếp tục giảm 0,29% trong tháng 7. Chỉ số sản xuất công nghiệp tháng 7 thấp hơn nhiều so với cùng kỳ năm 2010 và 2011. Chỉ số PMI do HSBC công bố tiếp tục giảm xuống rất thấp 43,6 điểm
- Bội chi tăng mạnh trong tháng 7 với mức 31,4 nghìn tỷ đồng, trong khi bội chi 7 tháng đầu năm là 91,4 nghìn tỷ đồng.
- Tháng 7 xuất siêu 100 triệu USD. Tính chung 7 tháng đầu năm, cả nước hiện nhập siêu 58 triệu USD, thấp hơn nhiều mức 5,4 tỷ USD của cùng kỳ năm ngoái.
- Thống đốc NHNN cho biết nếu lạm phát cả năm tăng dưới 7% thì khả năng sẽ có một lần hạ lãi suất thêm 1% từ giờ tới cuối năm.
- Tổng dư nợ tín dụng giảm trong tháng 7 do tín dụng ngoại tệ giảm mạnh

## Thị trường chứng khoán Việt Nam

- Thị trường Tháng 7 tiếp tục xu hướng giảm giá.
  - Điểm tích cực là tương quan cung cầu khá cân bằng tại ngưỡng hỗ trợ của trendline tăng giá trung hạn.
  - Hai kịch bản có thể xảy ra trong tháng 8: 1/ Tăng điểm từ vùng hỗ trợ; 2/ Giảm trước khi tăng điểm trở lại.
- Chúng tôi đánh giá kịch bản 1 có xác suất cao hơn.

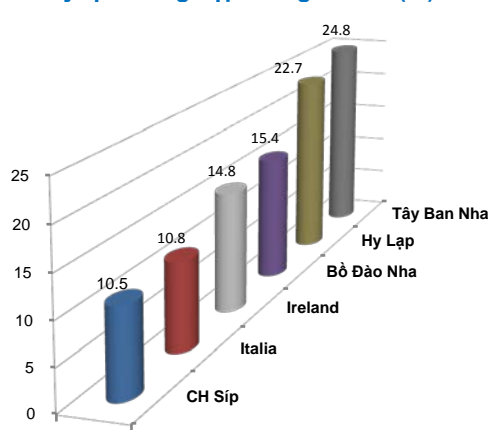
## Kinh tế Thế giới

**Tỷ lệ Nợ công/GDP của 6 nước thành viên EU cần cứu trợ (%)**



Nguồn: Eurostat

**Tỷ lệ thất nghiệp tháng 6/2012 (%)**



Nguồn: Eurostat

Vượt ra khỏi khu vực đồng tiền chung, khủng hoảng nợ công tại 6/17 nước thành viên Châu Âu đang ảnh hưởng tiêu cực lên nhiều nền kinh tế trên thế giới. Cuộc khủng hoảng ở mức độ ngày càng nghiêm trọng với tỷ lệ nợ công/GDP tiếp tục tăng. Kinh tế Mỹ vẫn duy trì sự phục hồi chậm chạp còn các nền kinh tế mới nổi đang tăng trưởng chững lại. Nhiều chuyên gia lo ngại khi khả năng kinh tế thế giới rơi vào suy thoái kép ngày càng lớn.

### Nợ công Châu Âu: chưa có một giải pháp hiệu quả

**Hy Lạp:** tăng trưởng âm 1,6% và tỷ lệ thất nghiệp 22,6% trong quý II/2012. GDP 2012 dự báo sẽ giảm hơn 6,9% do tăng thuế, tiết kiệm chi tiêu công và cắt giảm mạnh lương để thực thi các điều khoản của gói cứu trợ thứ 2 trị giá 130 tỷ Euro hồi tháng Ba. Hy Lạp cố gắng đàm phán xin nới lỏng các điều khoản nhận cứu trợ nhưng ECB và IMF đều từ chối. Moody's và Citigroup đều nâng khả năng Hy Lạp rời Eurozone trong vòng 12-18 tháng tới.

**Tây Ban Nha:** nợ xấu của hệ thống Ngân hàng TBN tiếp tục tăng (8,95% trong tháng 5 từ mức 8,72% trong tháng 4) và Chính quyền Địa phương TBN cũng bắt đầu gặp khó khăn tài chính. Đức và Phần Lan đã thông qua gói cứu trợ 100 tỷ euro cho TBN.

**Italia:** 13 ngân hàng lớn của nước này bị Moody's hạ bậc tín nhiệm trong tháng 7. Hai ngân hàng lớn nhất nước này bị hạ tín nhiệm ở mức tiêu cực Baa2, cùng mức với trái phiếu Italia.

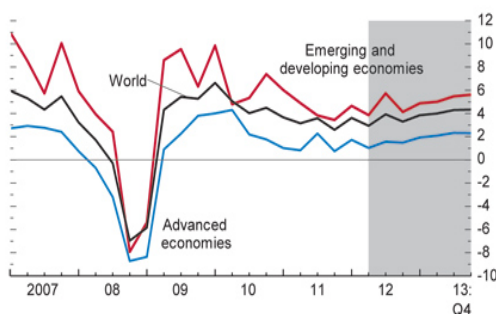
Hiệu quả của những gói cứu trợ đang gặp phải các hạn chế. Những điều khoản thắt lưng buộc bụng kèm theo đang dần bóp ghẹt nền kinh tế tại các nước nhận cứu trợ, làm giảm sức tiêu dùng, gia tăng tỷ lệ thất nghiệp và tăng trưởng âm, hậu quả là việc giải quyết những vấn đề ngân sách và nợ xấu ngân hàng trở nên chậm chạp. Điều này quay lại ảnh hưởng tiêu cực lên toàn khu vực liên minh Châu Âu, thậm chí lên cả những nước có xếp hạng tín nhiệm cao. Chỉ số niềm tin kinh tế Đức giảm xuống âm 19,6 từ âm 16,9 tháng 6. IMF và WB dự báo GDP của khu vực châu Âu giảm 0,3% trong năm nay. Tỷ lệ thất nghiệp tiếp tục tăng trên toàn khu vực từ mức 5% ở Đức tới 24% ở Tây Ban Nha trong năm nay. Tính nghiêm trọng của cuộc khủng hoảng nợ công có thể sẽ thúc đẩy ECB tiếp tục cắt giảm lãi suất vào cuối năm nay.

### Kinh tế Thế giới: nguy cơ suy thoái kép gia tăng

Kinh tế Trung Quốc Quý 2 chỉ tăng 7,6%, thấp nhất trong 3 năm qua. Kinh tế Mỹ chỉ tăng 1,5% trong Quý 2, giảm so với 2% của Quý 1. Kinh tế Châu Âu được dự báo sẽ giảm 0,3% trong năm nay với 6/17 nước đang ngập trong nợ nần. Kinh tế Ấn Độ tăng 5,3% trong quý I, thấp nhất 9 năm qua. Tăng trưởng của Hàn Quốc và Brazil đều chậm lại do thương mại giảm sút. Điểm sáng duy nhất đó là số nhà xây mới ở Mỹ đang tăng lên.

Tăng trưởng kinh tế toàn cầu 2012 được IMF hạ dự báo xuống mức 3,5%, trong đó tăng trưởng của các nền kinh tế mới nổi dự báo ở mức 5,6%, giảm so với mức 6,2% năm 2011. Đây là hậu quả của khủng hoảng nợ công Châu Âu mà theo WB có thể lấy đi 1,5% tăng trưởng của toàn thế giới. Do cắt giảm chi tiêu, tăng

**Global GDP Growth**  
(Percent; quarter over quarter, annualized)



Source: IMF staff estimates.

trường thương mại giữa các nước cũng được dự báo sẽ giảm mạnh, chỉ đạt 3,8% so với mức 5,9% của năm 2011.

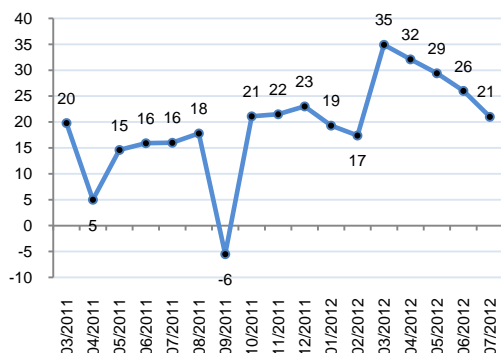
Các nền kinh tế hiện đang đối phó với suy giảm kinh tế bằng những biện pháp như hạ lãi suất (ECB, Anh, Trung Quốc, Hàn Quốc) và giảm thuế (Trung Quốc) để thúc đẩy nhu cầu đầu tư và tiêu dùng. Trước hàng loạt các biện pháp kích thích, kinh tế thế giới được kỳ vọng sẽ bắt đầu phục hồi vào năm 2013.

Tuy nhiên, các dự báo về tăng trưởng được đưa ra dựa trên giả thiết khủng hoảng nợ công sẽ dần ổn thỏa trong năm 2013 và thâm hụt ngân sách của Mỹ được cải thiện để không phải thắt chặt tài khóa. Do đó, rủi ro nếu 2 yếu tố này không như mong đợi, kinh tế thế giới sẽ còn diễn biến xấu hơn, và các nền kinh tế mới nổi sẽ không thể miễn nhiễm do thị trường xuất khẩu và dòng vốn đầu tư bị ảnh hưởng.

## Vĩ mô trong nước

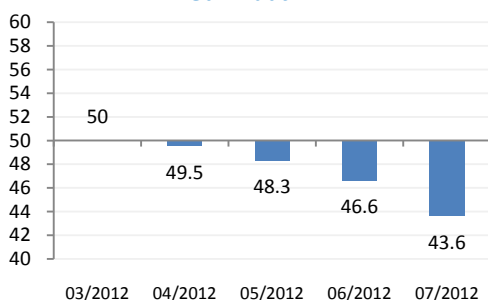
Chính phủ đang ưu tiên việc thúc đẩy hoạt động sản xuất kinh doanh cho doanh nghiệp, vốn gặp rất nhiều khó khăn do chính sách tiền tệ và tài khóa thắt chặt từ năm 2011 và suy thoái kinh tế tại các nước phương Tây. Do đó, các chính sách xoay quanh việc tháo gỡ khó khăn về tài chính (tiếp tục hạ lãi suất, nghiên cứu phương án giải quyết nợ xấu để khơi thông dòng tín dụng, giãn và giảm các loại thuế DN) và thị trường tiêu thụ (tiếp tục đẩy mạnh đầu tư công, giảm thuế cá nhân để kích cầu) cho doanh nghiệp.

**Chỉ số Tồn kho Công nghiệp chế biến so với cùng kỳ (%)**



Nguồn: GSO

**Chỉ số Nhà Quản trị Mua hàng ngành Sản xuất**



## Chính sách/Sự kiện nổi bật trong tháng 7:

### 1. Từ 15/7, NHNN đề nghị giảm lãi suất xuống 15% cho các khoản vay cũ

Đây là biện pháp tích cực tiếp theo chính sách áp trần lãi suất cho vay đối với 4 lĩnh vực ưu tiên nhằm tháo gỡ những khó khăn đầu vào của các doanh nghiệp, giúp giảm nhẹ gánh nặng chi phí vốn, cải thiện dòng tiền và sức khỏe tài chính, góp phần gia tăng lợi nhuận. Tuy nhiên kết quả thực hiện tại các ngân hàng chưa đồng bộ do thiếu sự hướng dẫn cụ thể của NHNN cũng như không có chế tài ép buộc.

### 2. NHNN ra văn bản yêu cầu các NHTM tiếp tục thực hiện chỉ tiêu tăng trưởng đã được giao, trường hợp có kế hoạch tăng trưởng tín dụng vượt chỉ tiêu thì báo cáo để NHNN xem xét

NHNN đã “bật đèn xanh” cho việc vượt rào chỉ tiêu tín dụng trước tình hình tăng trưởng yếu kém của dư nợ 6 tháng đầu năm. Mặc dù được khuyến khích, tăng trưởng tín dụng cả năm sẽ khó quá 10% do doanh nghiệp gặp khó khăn trong tiêu thụ sản phẩm và nợ xấu ngân hàng tăng cao chưa được xử lý.

### 3. Chính phủ ban hành Nghị quyết 29 ngày 30/7 về việc giảm 30% số thuế thu nhập doanh nghiệp năm 2012.

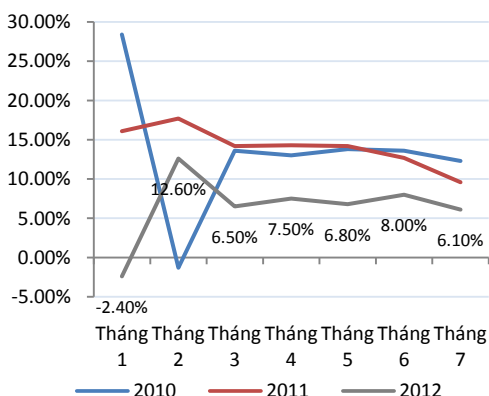
Đây là biện pháp tháo gỡ khó khăn tài chính cho các DN. Đối tượng được áp dụng là doanh nghiệp nhỏ và vừa, không bao gồm doanh nghiệp nhỏ và vừa kinh doanh trong lĩnh vực xổ số, bất động sản, chứng khoán, tài chính, ngân hàng, bảo hiểm, sản xuất hàng hóa dịch vụ thuộc diện chịu thuế tiêu thụ đặc biệt, doanh nghiệp được xếp hạng 1, hạng đặc biệt thuộc tập đoàn kinh tế, tổng công ty.

### 4. Cũng theo Nghị quyết 29 ngày 30/7, miễn thuế khoán năm 2012 và thuế thu nhập cá nhân 6 tháng cuối năm

Đây là những biện pháp miễn thuế nhằm kích cầu tiêu dùng, đẩy mạnh sức mua hàng hóa trước tình hình tồn kho lớn của

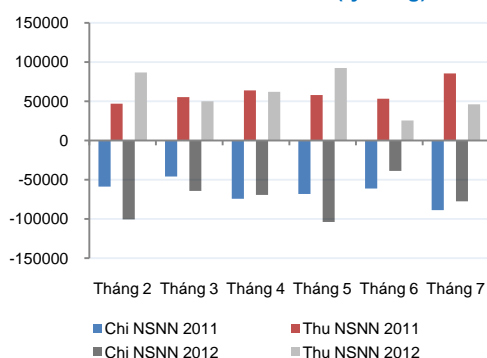
Nguồn: HSBC

Chỉ số sản xuất công nghiệp so với cùng kỳ (%)



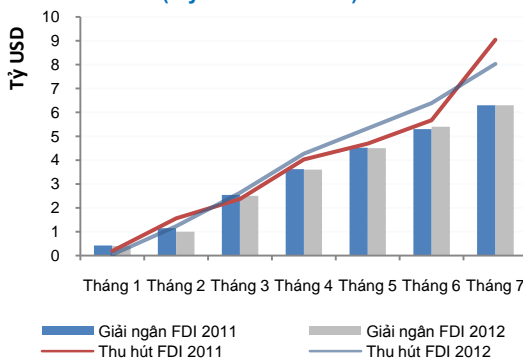
Nguồn: GSO

Tình hình Thu và Chi NSNN (tỷ đồng)



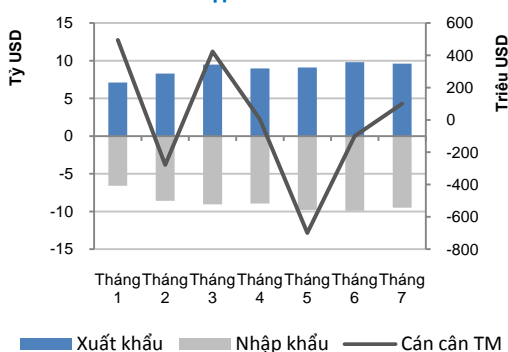
Nguồn: GSO

Giải ngân và Thu hút FDI (lũy kế từ đầu năm)



Nguồn: GSO

Xuất Nhập Khẩu năm 2012



Nguồn: GSO

doanh nghiệp. Ngoài ra, Bộ Tài chính đã trình lên Chính phủ dự thảo thu nhập trên 9 triệu đồng/ tháng trở lên mới phải nộp thuế thu nhập cá nhân.

### 5. Thủ tướng phê duyệt đề án tái cơ cấu doanh nghiệp Nhà nước (DNNN)

Đây là một trong ba trọng tâm của tái cấu trúc nền kinh tế do nhiều DNNN chiếm dụng vốn lớn nhưng làm ăn thua lỗ. Tái cơ cấu DNNN là cần thiết nhằm hướng những doanh nghiệp này việc sử dụng vốn hiệu quả và đúng mục đích, tránh gây tác động xấu lên thị trường vốn cũng như cạnh tranh về vốn với những doanh nghiệp ngoài nhà nước.

### Tình hình kinh tế:

**Lạm phát:** Chỉ số CPI tháng 7 tiếp tục giảm 0,29% so với tháng 6, tăng 2,22% so với đầu năm và tăng 5,36% so với cùng kỳ năm ngoái. Giá xăng dầu điều chỉnh giảm 1 lần và tăng 2 lần trong tháng, tổng cộng tăng 700 đồng/lít (3,3%) đối với Ron 92. Hiện tại giá xăng được điều chỉnh tăng giảm linh hoạt nên không còn tác động mạnh tới chỉ số CPI như trước đây. Với những biện pháp đẩy mạnh đầu tư công và kích cầu tiêu dùng, CPI các tháng cuối năm sẽ tăng dần về cuối năm và lạm phát cả năm dự báo ở mức 5%.

**Tình hình sản xuất:** Chỉ số hàng tồn kho tăng 21% so với cùng kỳ, mức tăng đang giảm dần tuy nhiên vẫn cao hơn so với cùng kỳ 2011 và chỉ số sản xuất công nghiệp tháng 7 tăng 6,1% so với cùng kỳ, thấp hơn nhiều so với tháng 7 năm 2010 và 2011. Chỉ số PMI do HSBC công bố tiếp tục giảm xuống rất thấp (43,6 điểm), cho thấy tâm lý bi quan của nhà sản xuất về tình hình kinh doanh thời gian tới.

**Thu, chi Ngân sách Nhà nước:** bội chi tăng mạnh trong tháng 7 do thu NSNN thấp hơn nhiều so với cùng kỳ do tình hình doanh nghiệp khó khăn cũng như Chính phủ giảm thuế để kích thích kinh tế. Bội chi NSNN riêng tháng 7 là 31,4 nghìn tỷ đồng, trong khi bội chi 7 tháng đầu năm là 91,4 nghìn tỷ đồng.

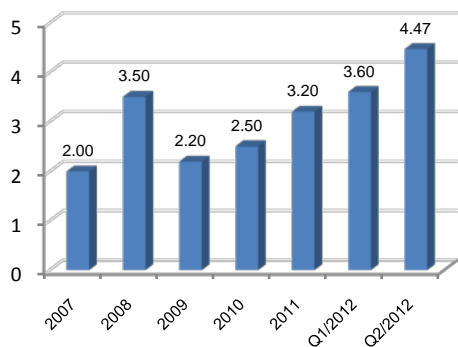
**Thu hút và giải ngân FDI:** Giải ngân FDI đạt xấp xỉ năm ngoái. Tuy nhiên, thu hút FDI tháng 7 giảm 51% so với cùng kỳ, lũy kế 7 tháng đầu năm, thu hút giảm 11,2% so với năm ngoái. Đà giảm bắt đầu từ tháng 3 do suy thoái kinh tế thế giới ảnh hưởng đến dòng vốn đầu tư vào Việt Nam.

**Xuất Nhập khẩu:** Tháng 7 xuất siêu 100 triệu USD trong đó giá trị xuất khẩu là 9,6 tỷ USD và giá trị nhập khẩu là 9,5 tỷ USD. Tính chung 7 tháng đầu năm, cả nước hiện nhập siêu 58 triệu USD, thấp hơn nhiều mức 5,4 tỷ USD của cùng kỳ năm ngoái. Nhập khẩu giảm mạnh so với những tháng trước do trong nước thu hẹp sản xuất khiến nhập khẩu phân bón, thức ăn gia súc, sợi dệt, bông, xăng dầu và phương tiện vận tải đều giảm mạnh. Nhập siêu sẽ tăng trở lại khi tình hình sản xuất kinh doanh khả quan hơn vào cuối năm, nhập siêu cả năm được dự báo thận trọng ở mức 5 tỷ USD.

Nhập siêu thấp và giải ngân FDI ổn định cùng với lãi suất ngoại tệ thấp giúp ổn định tỷ giá 7 tháng đầu năm. Tuy nhiên lượng kiều hối năm nay dự báo sẽ giảm mạnh so với năm ngoái khi kiều hối tại tp HCM 6 tháng đầu năm giảm 26% so với cùng kỳ. Tỷ giá USD bình quân liên ngân hàng do NHNN công bố vẫn giữ nguyên mức 20.828 đồng từ cuối năm ngoái tới nay. Tỷ giá do các ngân hàng công bố ở mức 20.880 VND/USD. Tỷ giá cuối năm kỳ vọng ở mức dưới 21.500 đồng/USD.

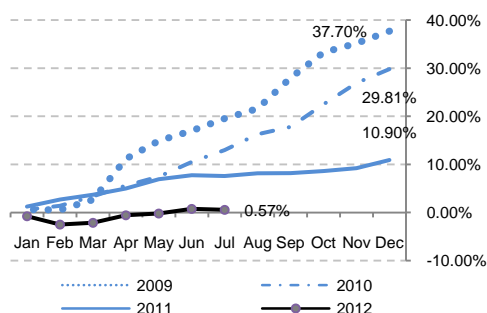


**Tỷ lệ nợ xấu (%) toàn hệ thống  
(do NHTM báo cáo)**



Nguồn: NHNN

**Tăng trưởng tín dụng (%)**



Nguồn: SHS Research

## Diễn biến Thị trường tiền tệ

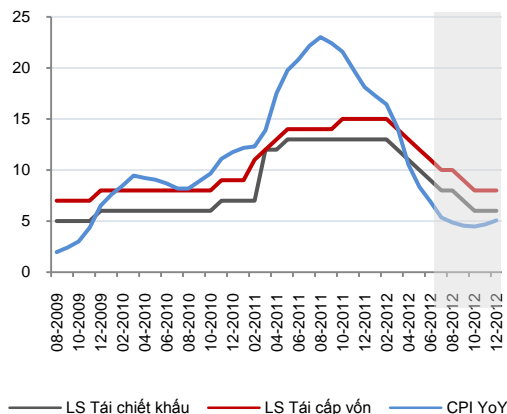
**Lãi suất:** NHNN cho biết nếu lạm phát cả năm tăng dưới 7% thì khả năng sẽ có một lần hạ lãi suất thêm 1% trong thời gian tới. Chúng tôi nhận định lãi suất có thể tiếp tục điều chỉnh giảm 1-2% đến hết năm do lạm phát năm nay nhiều khả năng đạt mức thấp khoảng 5-6% đồng thời nhập siêu thấp kỷ lục góp phần loại bỏ kỳ vọng phá giá mạnh tiền đồng. Lãi suất liên ngân hàng tiếp tục ổn định và giảm nhẹ cho thấy thanh khoản của hệ thống ngân hàng hiện nay tương đối tốt.

**Tăng trưởng tín dụng/cung tiền M2:** Tăng trưởng tín dụng và cung tiền M2 tính đến hết tháng 7 ước tăng lần lượt là 0,57% và 6,58% so với cuối năm ngoái. Như vậy, tổng dư nợ tín dụng đã giảm xuống trong tháng 7 do tín dụng ngoại tệ giảm mạnh. NHNN ra văn bản về việc trường hợp có kế hoạch tăng trưởng tín dụng vượt chỉ tiêu thì báo cáo để NHNN xem xét, nhằm “bật đèn xanh” cho việc vượt rào chỉ tiêu tín dụng trước tình hình tăng trưởng yếu kém của dư nợ 6 tháng đầu năm. Tăng trưởng tín dụng sẽ cải thiện dần lên về cuối năm, tuy nhiên tăng trưởng cả năm sẽ khó vượt quá con số 10% do doanh nghiệp gặp khó khăn trong tiêu thụ sản phẩm và nợ xấu ngân hàng chưa được giải quyết.

Để thúc đẩy tăng trưởng tín dụng cần thiết phải khơi thông dòng tín dụng bằng cách giải quyết nợ xấu trong Ngân hàng. Tuy nhiên sau rất nhiều những đề xuất trong thời gian qua, cho đến nay vẫn chưa có phương án giải quyết nợ xấu nào được công bố. Trong khi đó, tỷ lệ nợ xấu do NHTM báo cáo tiếp tục tăng trong quý II (từ mức 3,6% của quý I lên 4,5%), còn con số do Thanh tra NHNN công bố hiện lên tới 8,6% tổng dư nợ, tương đương khoảng 200 nghìn tỷ đồng. Bước đầu, dự kiến đầu tháng 8, NHNN sẽ công bố quy định mới về phân loại nợ, trích lập và sử dụng dự phòng để xử lý rủi ro tín dụng ngân hàng.

## Vĩ mô tháng 8/2012

**Diễn biến CPI và các Lãi suất (%)**



Nguồn: GSO

Vấn đề vĩ mô trọng tâm trong tháng 8 là khả năng NHNN tiếp tục hạ trần lãi suất huy động khi chỉ số CPI so với cùng kỳ đang xuống mạnh, cộng tỷ giá ổn định do nhu cầu USD đang thấp khi nhập siêu giảm mạnh, các biện pháp của NHNN nhằm giải quyết vấn đề nợ xấu ngân hàng trong đó có ban hành khung phân loại nợ. Tình hình hoạt động sản xuất của doanh nghiệp nói chung tiếp tục được quan tâm trước tình trạng CPI trong nước giảm do sức tiêu dùng yếu, hàng tồn kho lớn, tăng trưởng kinh tế toàn cầu sụt giảm và nợ công Châu Âu vẫn ở mức nghiêm trọng.

### Những yếu tố vĩ mô dự báo trong tháng 8:

- CPI tháng 8 sẽ tăng ở mức thấp 0,1%-0,3% do các chính sách kích cầu của Chính phủ gần đây mới chỉ bắt đầu có tác dụng. Nếu vậy, CPI 8 tháng sẽ tăng khoảng 2,5% so với cuối năm ngoái và tăng 4,6% so với cùng kỳ 2011.
- Trần lãi suất nhiều khả năng sẽ được hạ xuống 8%, các lãi suất chủ chốt có thể giảm bớt 1% do CPI cuối tháng 8 so với cùng kỳ năm ngoái sẽ tiếp tục giảm xuống.
- Tăng trưởng tín dụng dự báo tiếp tục được cải thiện do lãi suất cho vay đang giảm dần hấp dẫn doanh nghiệp mở rộng kinh doanh đồng thời kỳ vọng những biện pháp hỗ trợ kinh

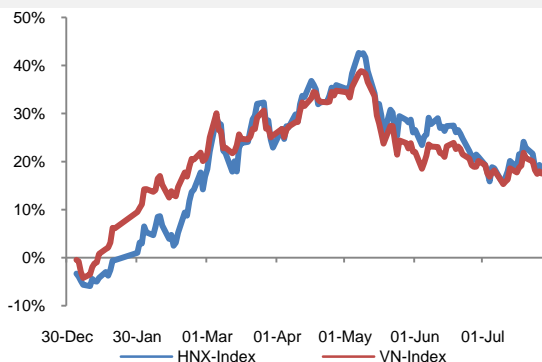
tế của Chính phủ sẽ dần phát huy tác dụng.

Như vậy, chúng tôi kỳ vọng đà giảm của CPI tiếp tục sẽ tạo cơ sở cho việc hạ lãi suất, đồng thời tín dụng và chi tiêu công sẽ được đẩy mạnh trong các tháng tiếp theo để tháo gỡ các khó khăn về vốn cho doanh nghiệp và kích thích tổng cầu.

## Thị trường chứng khoán Việt Nam

### TTCK Tháng 7: Giảm điểm trước thực trạng yếu tố vĩ mô chậm cải thiện

**Biến động giá chỉ số Index kể từ đầu năm**



Nguồn: SHS research

Thị trường chứng khoán tiếp tục diễn biến giảm giá trong tháng 7, ghi nhận tháng giảm điểm thứ Ba liên tiếp. Biên độ dao động của thị trường nằm trong kênh giá của các chỉ báo kỹ thuật (vùng 400-440 điểm đối với VN-Index; 66-74 điểm đối với HNX-Index). Thị trường tăng điểm khi giảm đến vùng hỗ trợ và điều chỉnh giảm khi tiếp cận vùng kháng cự của kênh giá.

Mức độ phục hồi kỹ thuật của thị trường khi tiếp cận ngưỡng hỗ trợ trong tháng qua cao hơn so với các thời điểm trước đó. Ngoài nguyên nhân mang tính kỹ thuật, yếu tố hỗ trợ thị trường là: 1/ kỳ vọng lãi suất tín dụng được điều chỉnh giảm mạnh theo đề xuất của NHNN; và 2/ KQKD quý 2 khả quan (90% DN công bố kết quả có lãi) trong bối cảnh nền kinh tế khó khăn.

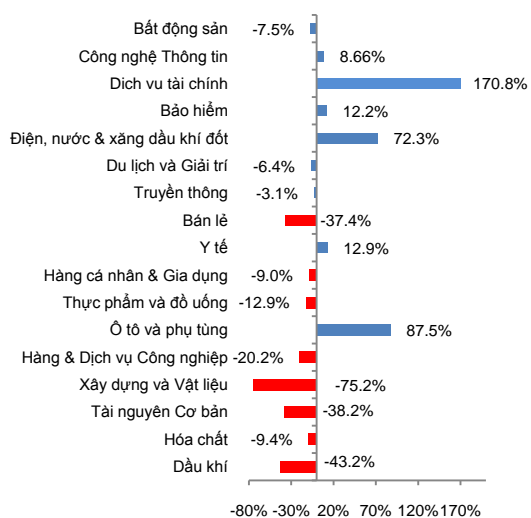
Về nửa cuối tháng, thị trường quay trở lại xu hướng giảm điểm với thanh khoản thấp. Áp lực cung tại đường biên dưới của kênh giá không nhiều. Tuy nhiên, lực cầu tham gia thị trường yếu khiến diễn biến giao dịch khá trầm lắng. Thị trường ghi nhận một tuần dao động tích lũy quanh ngưỡng hỗ trợ của trendline tăng giá trung hạn.

Diễn biến trên do những nguyên nhân chủ yếu sau:

**Hiệu quả chính sách chưa như kỳ vọng.** Các giải pháp thúc đẩy tăng trưởng tiếp tục được chú trọng triển khai trong tháng 7. Về chính sách tài khóa, Chính phủ đã cho phép ứng trước 30.000 tỷ đồng ngân sách năm 2013, nâng tổng nguồn chi NSNN đến cuối năm lên khoảng 160.000 tỷ, tập trung giải ngân trong Quý III. Về chính sách tiền tệ, đến 27/7, đã có 50% các khoản vay cũ được điều chỉnh lãi suất về 15%/năm. Mặt bằng lãi suất tín dụng trung bình cũng đã giảm xuống khoảng 15-16%, thấp hơn nhiều so với mức 17-18% của tháng trước.

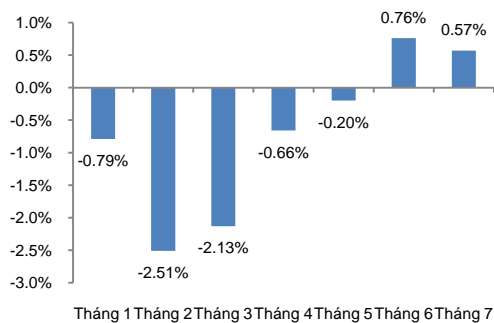
Tuy nhiên, việc giảm lãi suất được thực hiện dựa trên thực trạng tài chính và sự chủ động chia sẻ khó khăn của Ngân hàng đối với doanh nghiệp, do vậy còn thiếu tính phổ biến. Mặt khác, vấn đề có tính chất quyết định đến hoạt động của doanh nghiệp là thị trường tiêu thụ vẫn chưa có sự cải thiện đáng kể. Tăng trưởng tín dụng ra nền kinh tế đến cuối tháng 7 chỉ tăng 0,57%, giảm so với mức 0,76% của tháng 6, khi thị trường tiêu thụ thu hẹp khiến doanh nghiệp không đầu tư mở rộng sản xuất. Điều này cho thấy các chính sách vĩ mô chưa đem lại nhiều hiệu quả thiết thực đến nền kinh tế.

**Lợi nhuận 6T/2012 so cùng kỳ phân theo ngành**



Nguồn: Stoxpro

### Tăng trưởng tín dụng (lũy kế) so với cuối năm 2011



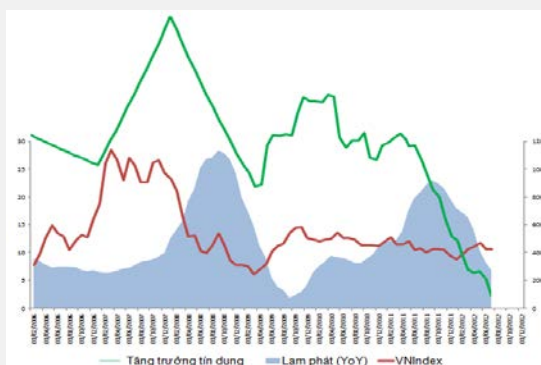
Nguồn: SBV

**Nền kinh tế còn khó khăn, dù các biện pháp hỗ trợ tăng trưởng vẫn được đẩy mạnh triển khai.** Số liệu vĩ mô như chỉ số IIP và PMI công bố trong tháng 7 cho thấy nền kinh tế vẫn trong tình trạng khó khăn. Ngoài ra, chỉ số CPI tháng 7 giảm mạnh nhất kể từ năm 2009, bất chấp động thái điều chỉnh giá điện, làm gia tăng mối quan ngại về nguy cơ giảm phát.

Thực trạng này khiến hoạt động sản xuất kinh doanh của đa số doanh nghiệp tiếp tục khó khăn. Số lượng doanh nghiệp giải thể đến hết tháng 7 tăng lên 30,3 nghìn doanh nghiệp, từ mức 26,3 nghìn vào cuối tháng 6. Tính toán theo KQKD Quý II của doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn, cập nhật đến 3/8/2012, lợi nhuận sau thuế 6 tháng đầu năm của các doanh nghiệp vẫn giảm 10.9%

## Thị trường chứng khoán tháng 8: Quay trở lại xu hướng tăng điểm?

### Tương quan lãi suất, lạm phát và VNIndex



Nguồn: SHS Research

Kết luận tại buổi họp thường kỳ tháng 7, Chính phủ đã định hướng đẩy mạnh giải ngân chi đầu tư phát triển; xử lý vấn đề nợ xấu; khơi thông dòng tín dụng; và tái cơ cấu DNNN, nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Theo mối tương quan giữa VN-Index và CPI, thị trường chứng khoán tạo đáy sau khi chỉ số CPI tạo đỉnh, với độ trễ khoảng 2-3 tháng. Tuy nhiên, đà đi lên chỉ bền vững khi diễn biến này đi kèm với sự cải thiện dòng tín dụng, tương đương với dòng tiền ra nền kinh tế. Thực trạng tăng trưởng tín dụng thấp là nguyên nhân quan trọng khiến thị trường vẫn trong xu hướng dao động hẹp, cho dù áp lực lạm phát đã giảm mạnh.

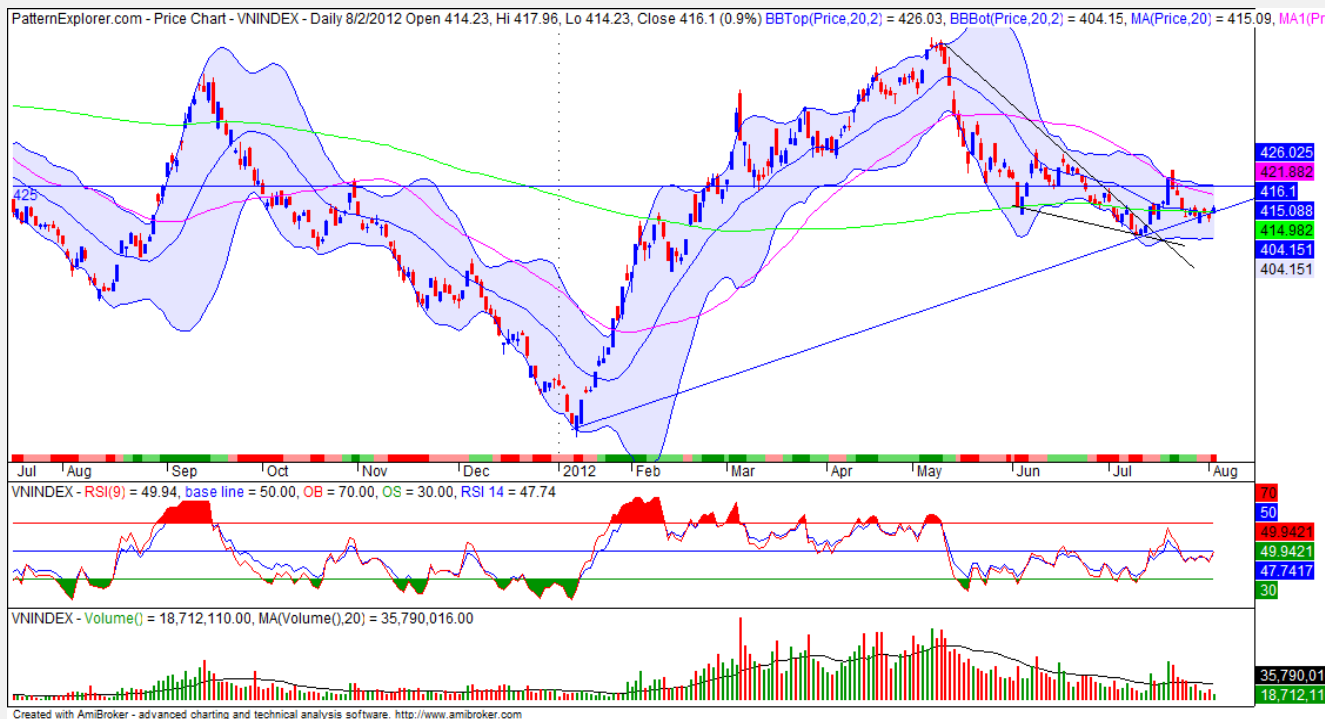
Về phía yếu tố kỹ thuật, thị trường đang dao động theo chiều hướng tích lũy, khi giảm đến ngưỡng hỗ trợ của trendline tăng giá trung hạn (khoảng 410 điểm của VN-Index; 69 điểm của HNX-Index). Diễn biến thị trường cho thấy tương quan cung cầu khá cân bằng. Để thay đổi xu hướng, thị trường cần tăng hoặc giảm mạnh qua mốc hỗ trợ với thanh khoản đột biến

Để thị trường thiết lập xu hướng tăng, vấn đề mang tính quyết định là yếu tố dòng tiền. Yếu tố nhà đầu tư quan tâm hiện tại là sự cải thiện của nền tảng vĩ mô, trước hết là tăng trưởng tín dụng và thị trường tiêu thụ. Thông tin chi tiết hơn về việc giải quyết nợ xấu cũng là vấn đề được quan tâm, khi trong tháng 8 NHNN sẽ ban hành quy định chặt chẽ hơn về việc phân loại nợ xấu, trích lập dự phòng của các tổ chức tín dụng.

Điểm kỳ vọng vĩ mô trong tháng 8 là: 1/ Khả năng tiếp tục giảm lãi suất, khi CPI cả năm dự kiến chỉ tăng 5-6% và trước đó NHNN cũng đã tuyên bố lãi suất huy động sẽ về 8% nếu CPI cả năm khoảng 7%; 2/ Mức độ giảm được dự báo thấp hơn của chỉ số CPI sẽ giúp dịu bớt quan ngại về khả năng giảm phát; 3/ Tác động rõ ràng hơn của việc chi đầu tư công và tăng trưởng tín dụng, sau nhiều tháng đẩy mạnh triển khai.

Chúng tôi cho rằng, khả năng giảm lãi suất trong tháng 8 là khả thi. Tác động rõ ràng hơn của chính sách cũng là yếu tố có thể kỳ vọng, khi Quý III là thời gian cao điểm đẩy mạnh chính sách.

Xét trên thực tế, những giới hạn chính sách về bội chi NSNN, vấn đề nợ xấu hệ thống Ngân hàng, mối tương quan giữa lãi suất - tỷ giá và sức ép lạm phát quay trở lại vẫn sẽ là yếu tố chi phối động thái của cơ quan chức năng. Tuy nhiên, tăng trưởng vẫn sẽ vẫn được quan tâm trong bối cảnh hiện tại.



### Nhận định xu hướng

Với những phân tích trên, có hai kịch bản có thể xảy ra trong tháng 8: **1/** Thị trường phản ứng tích cực với vùng hỗ trợ, thiết lập xu hướng tăng điểm dựa trên những kỳ vọng vĩ mô. Ngưỡng kháng cự của thị trường trong trường hợp này là khoảng 440 điểm đối với VN-Index; 74-77 điểm đối với HNX-Index. **2/** Thị trường giảm qua vùng tích lũy, xuống mức giá hấp dẫn hơn trước khi tăng điểm trở lại. Ngưỡng hỗ trợ của thị trường theo kịch bản này là khoảng 395-405 điểm đối với VN-Index; 66 điểm đối với HNX-Index.

***Chúng tôi kỳ vọng TTCK sẽ có những chuyển biến tích cực trong tháng 8. Diễn biến thị trường theo kịch bản nào phụ thuộc nhiều vào diễn biến của chính sách vĩ mô và thanh khoản của thị trường. Với diễn biến hiện tại, khả năng thị trường tăng dần từ vùng hỗ trợ của trendline trung hạn đang có xác suất cao hơn.***



Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ:

**Phòng Phân tích - Công ty Cổ Phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội**

**Trụ sở chính tại Hà Nội**

Tầng 1&3, Tòa nhà Trung tâm Hội nghị Công đoàn, Số 01 Yết Kiêu, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84-4)-3818 1888

Fax: (84-4)-3818 1688

**Chi nhánh Hồ Chí Minh**

141-143 Hàm Nghi, P. Nguyễn Thái Bình, Quận I

Tel: (84-8)-3915 1368

Fax: (84-8)-3915 1369

**Chi nhánh Đà Nẵng**

97 Lê Lợi, Hải Châu, Đà Nẵng

Tel: (84-511)-352 5777

Fax: (84-511)-352 5779

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

Phụ trách phòng.

**Ngô Thế Hiên**

[Hien.nt@shs.com.vn](mailto:Hien.nt@shs.com.vn)

Người thực hiện:

**Trương Thanh Hải**

Trưởng nhóm thực hiện

[Hai.tt@shs.com.vn](mailto:Hai.tt@shs.com.vn)

**Bùi Hoàng Ly**

Chuyên viên phân tích vĩ mô

[ly.bh@shs.com.vn](mailto:ly.bh@shs.com.vn)

**Đoàn Thị Ánh Nguyệt**

Chuyên viên phân tích thị trường

[nguyet.dta@shs.com.vn](mailto:nguyet.dta@shs.com.vn)

*Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.*

*Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo.*

*SHS có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng SHS có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo nghiên cứu phân tích này.*