

1. **VN-INDEX mục tiêu 2012: 345.**
2. **Kịch bản 2012: giảm ngay đầu năm, phục hồi ngắn hạn từ quý hai, nhưng rồi lại quay về nơi xuất phát của đầu năm.**

Phòng Phân tích:  
Lê Quang Minh - Trưởng phòng  
Phan Khánh Hoàng  
Phạm Bình Phương

## Kinh tế Việt Nam 2011

3

- Tăng trưởng GDP ổn định ở mức thấp.
- Bước ngoặt chính sách: Lạm phát được kiềm chế.
- Chính sách tài khóa: Hiệu quả của Nghị Quyết 11 vẫn còn hạn chế?
- Cán cân thanh toán tổng thể: Điểm sáng trong bức tranh vĩ mô.
- VND vẫn tiềm ẩn rủi ro mất giá ngay những tháng đầu năm 2012.
- Chính sách tiền tệ oằn lưng thất chặt.
- Chính sách nào ảnh hưởng đến tâm lý nhà đầu tư trong năm 2012?

## Thị trường trái phiếu

15

- Dấu hiệu của sự bất ổn: Lãi suất trúng thầu giảm dần trong khi lợi suất trái phiếu kỳ hạn ngắn tăng dần.
- Quy mô thị trường trái phiếu còn thấp so với tiềm năng.
- Kế hoạch 2012: giá trị phát hành ròng -35.000 tỷ đồng.
- Swap trái phiếu chính phủ: một công cụ OMO mới?

## Thị trường chứng khoán

19

- Liên tục lao dốc: HNX lập đáy mới.
- Rủi ro: mức định giá thấp nhưng vẫn kém hấp dẫn.
- Phân tích kỹ thuật 2012: rủi ro bán mạnh vẫn còn.
- Triển vọng thị trường chứng khoán Việt Nam 2012: cổ phiếu vẫn chưa phải là kênh đầu tư hấp dẫn.

### Một số chỉ tiêu kinh tế quan trọng và dự báo của MAS VN

Chỉ tiêu	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012F
Tăng trưởng GDP (YoY, %)	8.18	8.63	6.18	5.34	6.78	6.00	5.90
Lạm phát (YoY, %)	6.57	12.65	19.89	6.52	11.75	18.13	12.00
Tăng trưởng cung tiền M2 (YoY, %)	33.60	46.10	20.30	29.00	33.30	9.00	15.00
Cán cân tổng thể (tỷ USD)	4.32	10.20	0.47	(8.88)	(1.77)	1.60	1.00
Tài khoản vãng lai (tỷ USD)	(0.16)	(7.09)	(10.79)	(6.02)	(4.25)	(3.00)	(4.50)
Tài khoản vốn (tỷ USD)	3.09	17.73	12.34	6.76	5.63	8.60	9.50
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	13.59	23.75	24.18	16.80	12.30	14.50	15.00
Tỷ giá (cuối năm, VND)	16,504	16,114	16,977	17,941	18,932	21,043	23,500
Lãi suất chiết khấu (%)	4.50	6.00	7.50	6.00	7.00	13.00	11.00
Lãi suất tái cấp vốn (%)	6.50	6.50	9.50	8.00	9.00	15.00	13.00
Lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm (trung bình, %)	8.29	8.73	10.00	11.68	14.00	12.00	11.00

Nguồn: ADB, IMF và MAS VN Research

### Những con số đáng nhớ 2011

Bội chi NSNN (%)	5,3
Đầu tư/GDP (%)	39,0
Tiết kiệm/GDP (%)	27,0
NDF 12 tháng (VND/USD)	23.859
CDS (điểm cơ bản)	411,3
Giá trị TPCP phát hành ròng (tỷ VND)	19.5
Quy mô thị trường trái phiếu (tỷ VND)	347
VN-Index giảm (%)	26,7
HNX lập đáy mới (điểm)	57

### Định mức tín nhiệm Việt Nam

	2008	2009	2010	2011
S&P	BB	BB	BB	BB-
Moody's	Ba3	Ba3	Ba3	B1
Fitch Ratings	BB-	BB-	BB-	B+

Nguồn: S&P, Moody's và Fitch Rating

### Một số chỉ tiêu định giá

Chỉ tiêu	2011E	2012F
EPS	42.81	43.21
PER	8.55	8.47
PBR	1.41	1.45
Dự báo VNINDEX		345

Nguồn: Bloomberg và MASVN Research

# TỔNG QUAN 2011

2011 là năm Việt Nam có tốc độ tăng vừa phải. Khu vực sản xuất và xây dựng, vốn đóng 40% vào tăng trưởng GDP, đang có xu hướng chậm lại. Doanh thu bán lẻ tăng ở mức thấp khi sức mua của người tiêu dùng bị hạn chế lạm phát cao. Nhóm doanh nghiệp nhà nước tiếp tục thu hút được sự quan tâm do tính hiệu quả lẫn mức độ đóng góp ngày càng nhỏ vào tăng trưởng GDP. “Bẫy thu nhập trung bình” đòi hỏi Việt Nam cần có thêm chính sách đổi mới để nền kinh tế có được năng suất cao hơn. Sự đổi mới này khả năng sẽ là một đợt tái cấu trúc mạnh trên tất cả các lĩnh vực. Dù kết quả như thế nào, năm 2012 sẽ vẫn là năm được dự báo có bất ổn bùng phát trên những lĩnh vực được tái cấu trúc.

Lạm phát đã có lúc tăng trên 20% và được mỗ xè từ tên gọi (lạm phát do cầu kéo, chi phí đẩy, lạm phát tâm lý, lạm phát nội tại,...) cũng như được phân tích do bắt nguồn nhiều nguyên nhân khác nhau (giá nguyên liệu nhập khẩu tăng, tăng trưởng tín dụng quá cao, hiệu quả sử dụng vốn kém hiệu quả, cơ cấu kinh tế lạc hậu, thâm hụt ngân sách lớn,...). Chính phủ cũng đã đặt trong tâm công tác quản lý, điều hành vĩ mô với mục tiêu là kiềm chế lạm phát bằng Nghị quyết 11. Tuy nhiên, hiệu quả của Nghị quyết còn chưa đủ mạnh khi thắt chặt chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ nhưng tổng đầu tư vẫn tăng mạnh, thâm hụt ngân sách năm 2011 được dự kiến vẫn ở mức trên 5%/GDP. Tăng trưởng tín dụng năm 2011 sụt giảm sau một thời gian dài tăng trưởng gần mạnh 40%/năm. Nợ xấu tăng mạnh, thanh khoản kém đặt hệ thống tài chính-ngân hàng vào trạng thái đáng báo động.

Trong bức tranh xám màu đó, cán cân thanh toán tổng thể lại sáng lên nhờ vào việc xuất khẩu tăng trưởng mạnh và dòng vốn ngoại vẫn được duy trì. Năm 2011 Việt nam có thể đạt kỷ lục về kiều hối, FDI giải ngân không giảm và đang có dấu hiệu khả quan về mặt chất lượng (vào lĩnh vực sản xuất). sau 2 năm thâm hụt cán cân tổng thể, năm 2011 Việt Nam được dự báo bắt đầu có thặng dư, góp phần cải thiện mức dự trữ ngoại tệ.

Bước sang năm 2012 được xem là năm bản lề của kinh tế Việt Nam dựa trên tư duy “tái cấu trúc”. Hoạt động tái cấu trúc hệ thống ngân hàng được thực hiện song hành cùng với việc đẩy lùi lạm phát và đồng bộ với việc hâm nóng tăng băng bất động sản. Theo đó, mặt bằng lãi suất có thể được kéo giảm xuống nhưng khó có thể tạo nên những đột biến. Biến động tỷ giá vẫn là yếu tố rủi ro đáng lo ngại mặc dù biết rằng việc điều chỉnh tỷ giá là điều khó tránh khỏi. Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng năm 2012 sẽ là có tốc độ tăng trưởng kinh tế khiêm tốn. Về dài hạn, các chính sách trong năm 2012 sẽ là điểm tựa cho kinh tế Việt Nam tăng trưởng, khắc phục được các nhược điểm nêu trên thì nền kinh tế mới hướng tới sự phát triển bền vững cho những năm sau đó.

# KINH TẾ VIỆT NAM 2011

## Tăng trưởng GDP ổn định ở mức thấp.

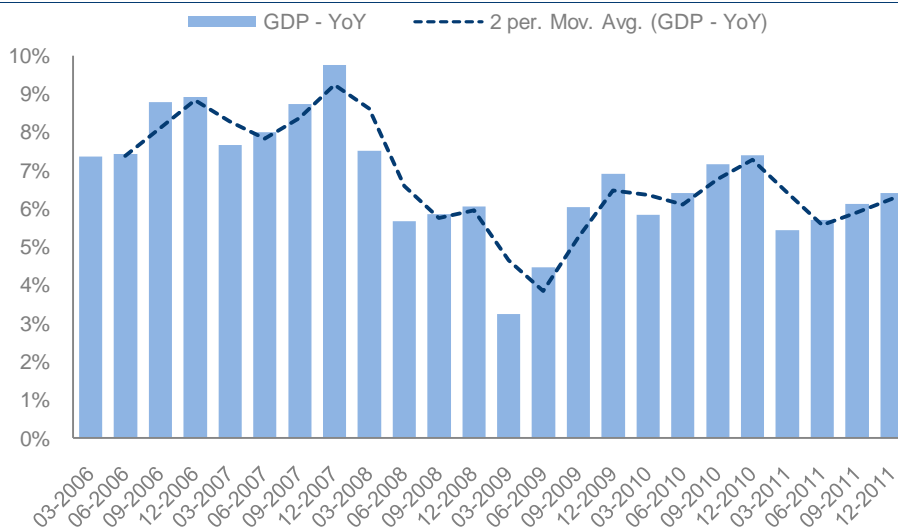
Tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam năm 2011 có sự giảm tốc rõ rệt so với năm 2010. Tính trong 3 quý đầu năm 2011, GDP chỉ tăng 5,76%, giảm mạnh so với mức tăng 6,54% ở cùng kỳ năm 2010. Chúng tôi cho rằng sự giảm sút trong tăng trưởng GDP là kết quả tất yếu của khủng hoảng tài chính toàn cầu và những giải pháp chủ yếu tập trung kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô.

Tuy nhiên, một điểm sáng trong bức tranh tăng trưởng là GDP đang có sự cải thiện dần theo quý với mức tăng lần lượt 5,4%, 5,7%, 6,1% trong 3 quý đầu năm và dự kiến sẽ đạt đỉnh khoảng 6,4% vào quý 4/2011. Như vậy, GDP dự báo cả năm 2011 sẽ tăng trưởng khoảng 6,0%.

Nhu cầu nội địa và nước ngoài suy giảm kìm hãm đà tăng trưởng GDP.

Tăng trưởng GDP quý 4/2011 dự báo đạt 6,4% và cả năm 2011 là 6,0%.

**Biểu đồ 1: Tăng trưởng GDP chậm lại nhưng đang cải thiện dần theo quý (%)**



Nguồn: Tổng Cục Thống kê Việt Nam (GSO)

## Vai trò đầu tàu của ngành công nghiệp đang gặp nhiều thách thức.

Tốc độ tăng trưởng GDP của các nhóm ngành đều chỉ ra sự chậm lại so với cùng kỳ năm ngoái. Tính theo mức giá cố định trong 9 tháng đầu năm 2011, khu vực nông-lâm-thủy sản tăng trưởng 2,39%, khu vực công nghiệp-xây dựng tăng trưởng 6,62% và khu vực dịch vụ tăng trưởng 6,24%, giảm lần lượt 0,65%, 0,66% và 1,01% so với cùng kỳ năm 2010. Trong đó, ngành xây dựng sụt giảm mạnh nhất từ mức 10,3% của 2010 xuống còn 4,9% trong năm 2011 do sự đóng băng của thị trường bất động sản. Tăng trưởng tín dụng giảm, hoạt động đầu tư thu hẹp do chi phí vốn tăng cao là nguyên nhân làm cho tăng trưởng của cả 3 khu vực giảm tốc.

Chính sách tài khóa và tiền tệ thắt chặt, lạm phát và lãi suất cao khiến hoạt động sản xuất gặp khó khăn.

## Sức mua của người tiêu dùng yếu dần do sự bào mòn của mức lạm phát cao.

Sức cầu nội địa yếu đi được phản ánh qua tổng mức bán lẻ 11 tháng đầu năm nếu loại trừ yếu tố giá thì chỉ tăng 4,1%, giảm mạnh so với mức tăng 14,7% cùng kỳ năm 2010. Từ đó, mức tồn kho của cả nước cũng đã tăng lên mức cao nhất từ trước đến nay. Đây cũng là nhân tố quan trọng làm cho tốc độ tăng trưởng GDP của các quý năm nay đều

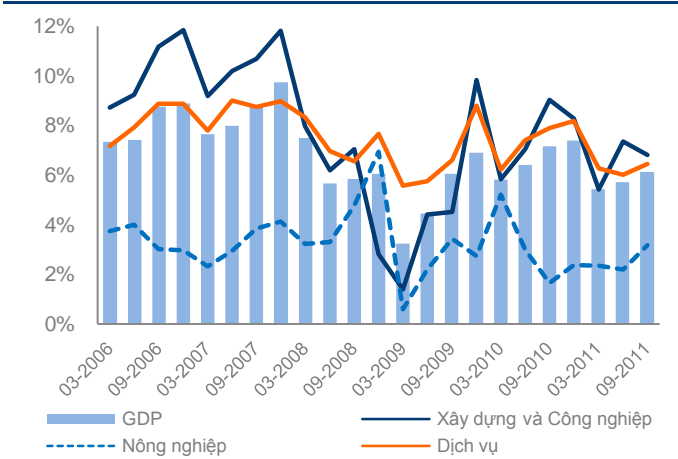
Doanh thu bán lẻ kỳ vọng tăng trở lại khi lạm phát được đẩy lùi.

thấp hơn tốc độ tăng tương ứng của cùng kỳ năm trước.

Dựa trên cơ sở này, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP cả năm 2011 khó có thể cao hơn 6%. Mặc dù tốc độ tăng trưởng kinh tế năm 2011 thấp hơn năm 2010, thế nhưng chúng tôi cho rằng đây là sự đánh đổi cần thiết giữa mục tiêu tăng trưởng để đạt được ổn định kinh tế vĩ mô, tái cơ cấu lại nền kinh tế theo hướng hiệu quả hơn, làm tiền đề cho sự tăng trưởng mạnh mẽ trở lại trong giai đoạn 2013-2015.

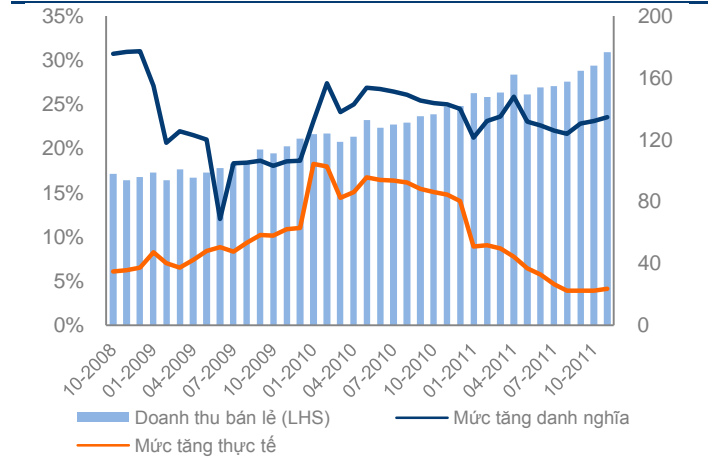
GDP cả năm 2011 khó có thể cao hơn 6%.

**Biểu đồ 2: Lĩnh vực Công nghiệp và Xây dựng vẫn là động lực tăng trưởng (%)**



Nguồn: Tổng Cục Thống kê Việt Nam (GSO)

**Biểu đồ 3: Doanh thu bán lẻ loại trừ yếu tố giá đang ở mức thấp (%)**



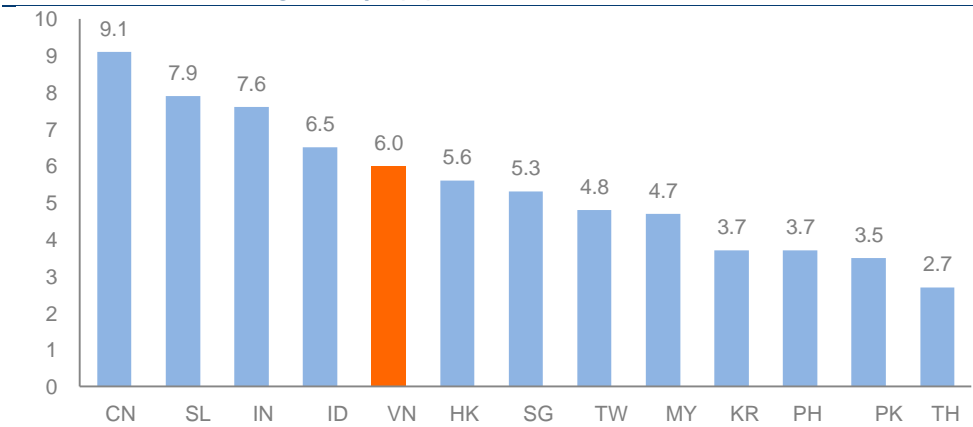
Nguồn: Tổng Cục Thống kê Việt Nam (GSO)

**Tăng trưởng kinh tế Việt Nam vẫn thuộc nhóm cao trong khu vực**

Tăng trưởng kinh tế của khu vực Châu Á chậm lại với nhiều năm trước dưới tác động của cuộc khủng hoảng tài chính. So với các nước trong khu vực, tăng trưởng kinh tế Việt Nam xếp thứ 5 sau Trung Quốc, Sri Lanka, Indonesia và Ấn Độ nhưng vẫn cao hơn khá nhiều quốc gia khác. Sự tăng trưởng chậm lại của Việt Nam đồng nghĩa với việc khoảng cách về thu nhập giữa Việt Nam với các nước khác đang lớn dần. Điều này đặt ra thách thức lớn hơn vì có thể Việt Nam đang phải đối mặt với “bẫy thu nhập trung bình” do tăng trưởng dựa chủ yếu vào mở cửa thương mại, ODA, FDI, kiều hối, bất động sản... thay vì dựa trên năng suất và đổi mới.

“Bẫy thu nhập trung bình” đòi hỏi Việt Nam cần đưa ra thêm nhiều chính sách đổi mới để nền kinh tế có được năng suất cao hơn.

**Biểu đồ 4: Vị thế tăng trưởng GDP thấp hơn các năm trước nhưng vẫn thuộc nhóm dẫn đầu trong khu vực (%)**



Nguồn: Bloomberg, Tổng Cục Thống kê Việt Nam (GSO), MAS VN Research

## Bước ngoặt chính sách: Lạm phát được kiềm chế

### Lạm phát từ đâu đến?

Đề cập những rủi ro kinh tế Việt Nam thì lạm phát luôn được xem là vấn đề nóng bỏng nhất. Việt Nam đang trải qua giai đoạn lạm phát hai con số và hiện là nước có mức lạm phát cao thứ hai trên thế giới. Nguyên nhân dẫn đến lạm phát cao tại Việt Nam bao gồm: (1) chính sách tài khóa: thâm hụt ngân sách lớn và kéo dài, đầu tư khu vực công kém hiệu quả, chậm cải tổ khu vực công và (2) chính sách tiền tệ quá lỏng trong những năm trước đây (xem thêm phần chính sách tiền tệ ở phần Chính sách tiền tệ trang 11). Hậu quả là lạm phát cao, đồng tiền mất giá nhanh, làm sụt giảm lòng tin của người dân vào đồng nội tệ và gây bất ổn trên thị trường ngoại tệ, vàng.

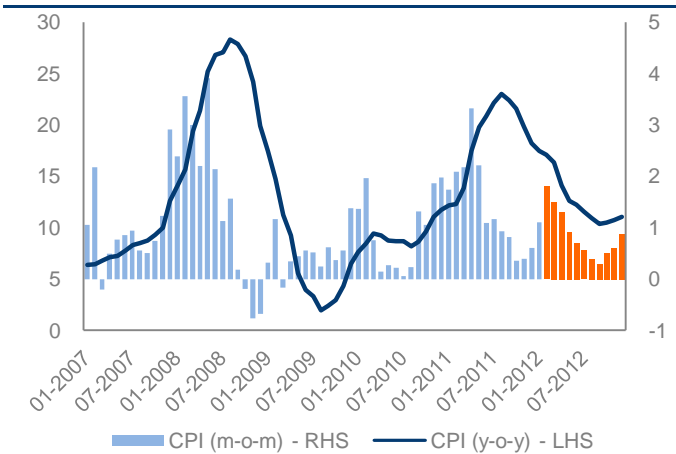
Chính sách tài khóa là nguyên nhân sâu xa, chính sách tiền tệ là giọt nước làm tràn ly đẩy lạm phát lên cao.

### Lạm phát đạt đỉnh vào tháng 8/2011 và đang trong xu thế giảm.

Nhận thức được rủi ro đó, Chính phủ Việt Nam đã thực hiện quyết liệt hơn chính sách thắt chặt tiền tệ. Sau hơn một năm vật lộn với “bão giá”, Chính phủ Việt Nam đã bước đầu chinh phục được lạm phát khi CPI chạm đỉnh vào tháng 8/2011. CPI cả năm dự kiến sẽ ở mức 18,2%. Mục tiêu năm 2012 là kiềm chế CPI ở mức 1 con số. Tuy nhiên, theo chúng tôi một loạt thách thức trong năm 2012 như giá điện và nước tăng 10-15%, sự bất ổn của các hàng hóa trên thị trường thế giới và rủi ro phá giá đồng nội sẽ cản trở đà giảm của lạm phát trong năm tới. Nhìn chung, với việc buộc phải kéo giảm lãi suất và các rủi ro cơ cấu kinh tế (mối quan hệ giữa hệ thống ngân hàng và thị trường bất động sản) thì khả năng lạm phát năm 2012 có thể chỉ giảm về mức 11-12%. Và khoảng thời gian cần thiết để để lạm phát về mức thấp nhất sẽ dài hơn, khoảng sau tháng 6/2012.

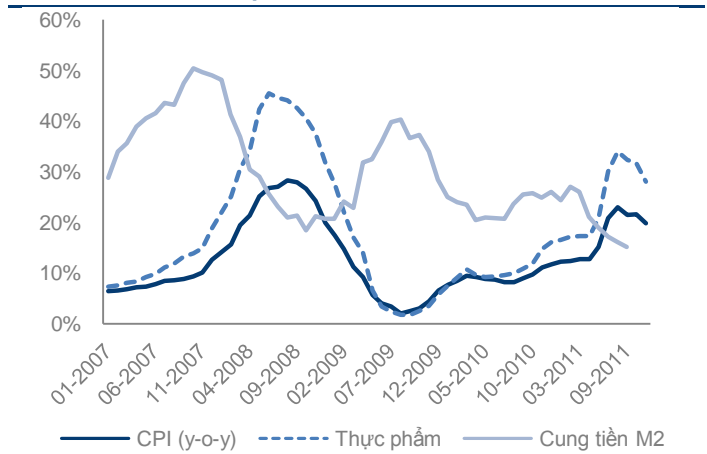
Lạm phát đang trong xu hướng giảm về mức thấp nhất vào nửa cuối năm 2012, tuy nhiên khó có thể giảm CPI về 1 con số.

**Biểu đồ 5: CPI hạ nhiệt và kỳ vọng giảm về mức một con số vào nửa cuối năm 2012 (%)**



Nguồn: Tổng Cục Thống kê Việt Nam (GSO), MASVN Research

**Biểu đồ 6: M2 và mức tăng giá của thực phẩm chi phối diễn biến lạm phát các năm qua**



Nguồn: Tổng Cục Thống kê Việt Nam (GSO), SBV

## Chính sách tài khóa: Hiệu quả của Nghị Quyết 11 vẫn còn hạn chế?

### Cắt giảm đầu tư công chưa thực hiện đồng bộ.

Để thực hiện mục tiêu kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, chính sách tài khóa thắt chặt được thực hiện trong suốt năm 2011. Trong đó cắt giảm đầu tư công và giảm bội chi ngân sách được đặt lên là mục tiêu hàng đầu. Tuy nhiên một số ngành và địa

Chưa thực sự mạnh tay cắt giảm đầu tư công.

phương vẫn chưa thực hiện nghiêm túc. Cụ thể vẫn còn 638 dự án có sử dụng vốn ngân sách thuộc đối tượng không được khởi công mới trong năm 2011 song vẫn được bố trí 1.763 tỷ đồng để thực hiện. Ngoài ra, còn có hơn 2.000 dự án sử dụng vốn ngân sách địa phương nhưng không thuộc đối tượng khởi công trong năm 2011 cũng không được cắt giảm. Thậm chí, một số địa phương vẫn tiếp tục đề nghị xin thêm vốn từ ngân sách nhà nước.

### Bội chi ngân sách vẫn ở mức cao.

Theo Nghị quyết 11 của Chính phủ tập trung vào việc cắt giảm chi tiêu công nhưng tổng chi NSNN lại vượt dự toán 9,7%. Chi đầu tư phát triển vẫn vượt dự toán và tăng 15,1% (23.000 tỷ đồng), nếu đặt trong bối cảnh đang thực hiện chính sách tài khóa thắt chặt, giảm đầu tư công thì việc tăng chi nói trên là chưa nghiêm túc thực hiện đúng chỉ đạo của Chính phủ. Theo số liệu từ Bộ Tài chính, tỷ lệ bội chi so với GDP cả năm 2011 có thể đạt 5,3%. Chúng tôi đánh giá con số này vẫn ở mức cao, sẽ tạo áp lực lên CPI trong những tháng đầu năm 2012.

Cắt giảm chi tiêu nhưng tổng chi NSNN lại vượt dự toán 9,7%, trong đó chi đầu tư phát triển vẫn tăng 15,1% dự toán: Chưa thực hiện đúng tinh thần của Nghị quyết 11.

**Bảng 1: Dự toán thu chi ngân sách nhà nước 2011 (nghìn tỷ đồng)**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Dự toán năm 2011
<b>Tổng thu cân đối ngân sách nhà nước</b>	<b>595</b>
Thu nội địa	382
Thu từ dầu thô	69,3
Thu từ xuất - nhập khẩu	138,7
Thu viện trợ không hoàn lại	5
Thu chuyển nguồn ngân sách trung ương năm 2010 chuyển sang năm 2011	10
<b>Tổng chi cân đối ngân sách nhà nước</b>	<b>725,6</b>
Chi đầu tư phát triển	152
Chi trả nợ và viện trợ	86
Chi thường xuyên	442,1
Chi cải cách tiền lương	27
Chi bổ sung quỹ dự trữ tài chính	100
Dự phòng	18,4
<b>Bội chi ngân sách nhà nước</b>	<b>120,6</b>
Tỷ lệ bội chi so GDP	<b>5,3%</b>
Nguồn bù đắp bội chi ngân sách nhà nước	120,6
Vay trong nước	92,6
Vay ngoài nước	28

Nguồn: Bộ Tài chính (MoF)

Bội chi ngân sách vào khoảng 5,3% GDP, trong đó số tiền vay ngoài nước (28 nghìn tỷ đồng), nhỏ hơn 4 lần số tiền trả nợ và viện trợ (86 nghìn tỷ đồng). Phải chăng thâm hụt NSNN một phần do trước đây vay nợ nhiều?

### Đầu tư cao hơn tiết kiệm

Tổng vốn đầu tư toàn xã hội năm 2011 ước khoảng 930.000 tỷ đồng, tăng 16,3% so với năm ngoái và bằng khoảng 41-41,5% GDP. Trong khi đó, tiết kiệm đang có xu hướng giảm dần từ mức 30,4% GDP trong năm 2010 xuống mức 27,6-27,9% GDP trong năm 2011. Để bù đắp cho sự mất cân đối giữa tiết kiệm và đầu tư, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài dự kiến sẽ tăng 15,5% trong năm 2011, tương ứng 198.600 tỷ đồng, chiếm 21,4% tổng nguồn vốn đầu tư toàn xã hội. Vốn tín dụng đầu tư phát triển của nhà nước trong năm 2011 dự kiến khoảng 65.000 tỷ đồng, tăng 18,2% so với năm 2010. Tất cả những con số trên cho thấy, tăng trưởng kinh tế của Việt Nam chủ yếu vẫn dựa dòng vốn ngoại. Nếu dòng vốn ngoại ít đi, khả năng tăng trưởng kinh tế sẽ chậm lại.

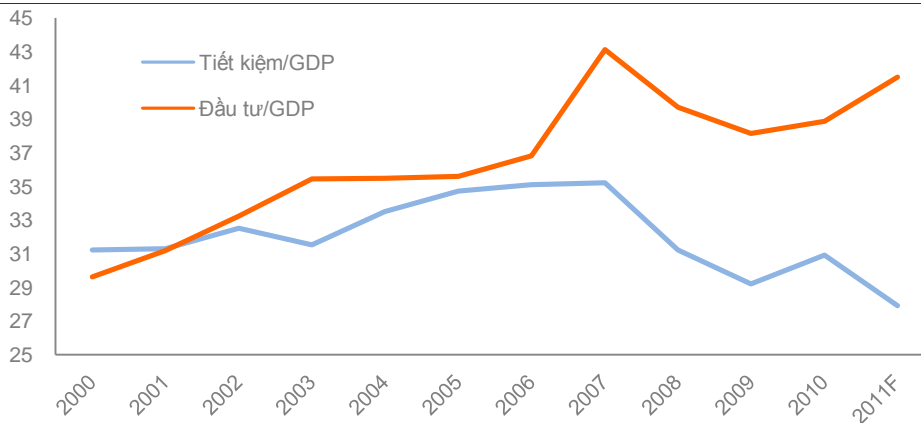
Tiết kiệm thấp nhưng đầu tư cao: tăng trưởng kinh tế phụ thuộc vốn ngoại (FDI, FII và ODA).

## Hai nghịch lý rất hợp lý

Biểu đồ 7 thể hiện hai nghịch lý: (1) lãi suất danh nghĩa cao nhưng tiết kiệm giảm và (2) lãi suất cao, thắt chặt chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ nhưng đầu tư lại tăng. Phải chăng hiệu quả của Nghị Quyết 11 còn hạn chế? Nghịch lý (1) rất hợp lý vì xét trên quan điểm lãi suất thực của Việt Nam là âm (lãi suất danh nghĩa nhỏ hơn lạm phát), do đó, nếu người dân có tiền sẽ chuyển sang ngoại tệ hoặc vàng rồi chấp nhận gửi tiết kiệm với lãi suất thấp (lãi suất USD là 2%/năm và vàng 2-2,5%/năm). Như vậy gửi tiết kiệm bằng ngoại tệ hoặc vàng sẽ có lợi hơn gửi tiền đồng. Thực tế chứng minh quan điểm này đúng vì tốc độ tăng tiền gửi ngoại tệ nhanh hơn tốc độ tăng tiền gửi bằng nội tệ. Nghịch lý (2) có vẻ rất nghịch lý khi các doanh nghiệp than lãi suất quá cao, Nhà nước hồ hào thắt chặt chi tiêu, thắt chặt tiền tệ thế nhưng tổng đầu tư toàn xã hội vẫn tăng 12,8% so với cùng kỳ (số liệu 9 tháng), trong đó khu vực kinh tế ngoài nhà nước tăng đến 19%. Nếu nhìn nhận với quan điểm lạm phát cao 18,2%/năm nhưng lãi suất 20-22%/năm thì lãi suất thực chỉ vào khoảng từ 2-4%/năm. Chi phí vốn này lại được xem là thấp, kích thích đầu tư trong thời kỳ lạm phát cao.

Đô la hóa tiền gửi tiết kiệm tăng lên vì lãi suất tiền gửi VND thực âm và chi phí lãi thực vay “thấp” kích thích đầu tư tăng lên: hợp lý?

**Biểu đồ 7: Khoảng cách giữa tỷ lệ đầu tư/GDP và tiết kiệm/GDP mở rộng (%)**



Nguồn: Tổng Cục Thống kê Việt Nam (GSO)

Dù nhìn nhận 2 nghịch lý này dưới góc cạnh nào thì nhà đầu tư cũng cần suy nghĩ về một rủi ro đang lớn dần trong quá trình phát triển: tiết kiệm của nền kinh tế đang yếu đi kể từ năm 2007, nếu khả năng tiết kiệm không được cải thiện, rất có thể đây sẽ là nguyên nhân của mọi nguyên nhân gây vĩ mô bất ổn, ảnh hưởng đến khả năng phát triển bền vững của Việt Nam trong tương lai.

**FDI đăng ký: giảm 25% so với cùng kỳ.** Những bất ổn của nội tại kinh tế Việt Nam (lạm phát cao, tỷ giá bất ổn...) khiến nhà đầu tư nước ngoài kém tự tin vào môi trường kinh doanh. Một số nguyên nhân làm cho vốn FDI giảm do Việt Nam tụt 4 bậc trong Báo cáo Phát triển tài chính toàn cầu 2011, tụt 6 bậc về năng lực cạnh tranh (do Diễn đàn Kinh tế thế giới công bố). Đây là những thông tin tiêu cực đến việc thu hút vốn FDI trong năm 2012.

**FDI giải ngân vẫn khả quan:** Mặc dù năm 2011 được dự báo là một năm khó khăn hơn trong việc thu hút nguồn vốn đầu tư nước ngoài, tuy nhiên kết quả đạt được trong 11 tháng đầu năm 2011 vẫn khả quan. Cụ thể, tính đến hết tháng 11, FDI giải ngân đạt 10,05 tỷ USD, tăng 1% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, vốn FDI đăng ký mới và tăng thêm chỉ đạt 12,69 tỷ USD, bằng 84% so với cùng kỳ 2010.

**Bảng 2: Thống kê đầu tư nước ngoài vào Việt Nam**

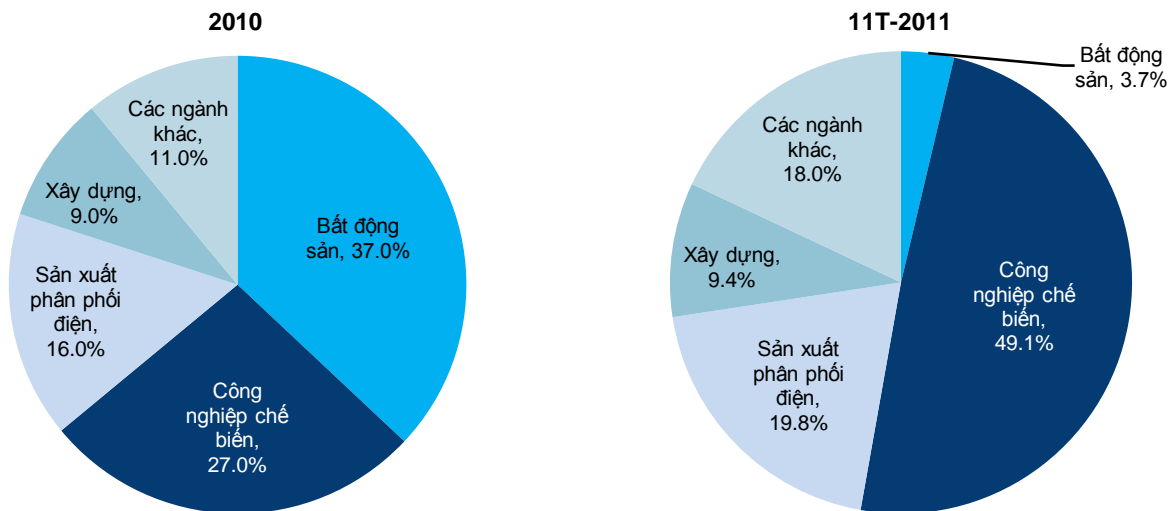
Chỉ tiêu	11T- 2010 (Tr iệu USD)	11T-2011 (Tr iệu USD)	Thay đổi (%)
<b>Vốn thực hiện</b>	<b>9.95</b>	<b>10.05</b>	<b>101%</b>
<b>Vốn đăng ký</b>	<b>15.148</b>	<b>12.697</b>	<b>84%</b>
Đăng ký cấp mới	13.29	9.914	75%
Đăng ký tăng thêm	1.858	2.783	150%
<b>Số dự án</b>			
Cấp mới	1.168	919	79%
Tăng vốn	383	324	85%

Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư

Tính theo ngành, công nghiệp chế biến và chế tạo là ngành thu hút được nhiều sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài hơn cả với 382 dự án đầu tư đăng ký mới, tổng số vốn cấp mới và tăng thêm là 6,24 tỷ USD, chiếm 49,1% tổng vốn đầu tư đăng ký trong 11 tháng. Đứng thứ 2 là lĩnh vực sản xuất phân phối điện với tổng vốn đầu tư đăng ký cấp mới và tăng thêm là 2,53 tỷ USD, chiếm gần 20% tổng vốn đầu tư. Đứng thứ ba là lĩnh vực xây dựng với 119 dự án đầu tư mới, tổng vốn đầu tư đăng ký cấp mới và tăng thêm khoảng 1,19 tỷ USD, chiếm 9,4%.

Tín hiệu tích cực: Dòng vốn đầu tư nước ngoài đang dịch chuyển sang khu vực sản xuất.

**Biểu đồ 8: Sự dịch chuyển tích cực trong cơ cấu FDI giải ngân (%)**

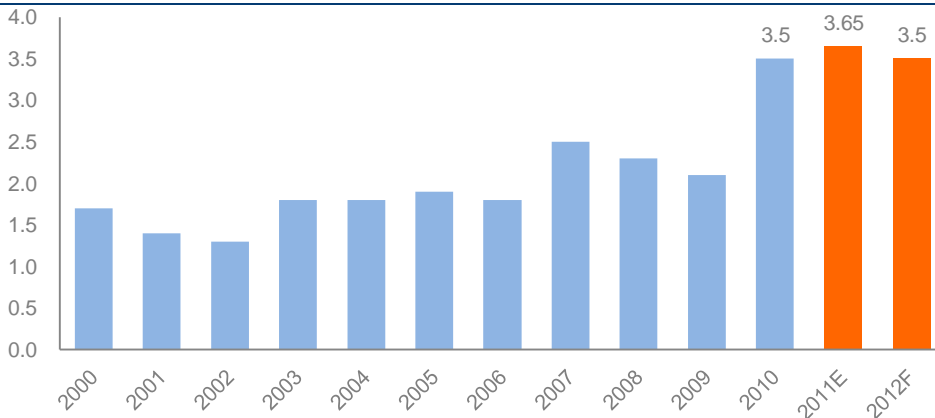


Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư

**ODA giải ngân ổn định:** Trong 11 tháng đầu năm 2011, giải ngân vốn ODA vào Việt Nam đạt gần 3 tỷ USD. Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, nguồn vốn này có thể đạt khoảng 3,65 tỷ USD, tăng 3% so với năm 2010 (chưa bằng một nửa số 7,9 tỷ USD được các nhà tài trợ cam kết trong năm ngoái). Tuy nhiên, điều này vẫn được xem là tín hiệu tích cực cho Việt Nam trong bối cảnh kinh tế thế giới đang gặp nhiều khó khăn.

Khi FIL và FDI đăng ký giảm, ODA được Chính phủ Việt Nam đẩy nhanh tiến độ giải ngân.

**Biểu đồ 9: ODA giải ngân trong năm 2011 không tăng mạnh như các năm trước nhưng dự kiến cao hơn 2010 (tỷ USD)**



Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư

## Cán cân thanh toán tổng thể: Điểm sáng trong bức tranh vĩ mô Việt Nam

Năm 2011 cán cân thanh toán tổng thể của Việt Nam ghi nhận nhiều chuyển biến tích cực. Cụ thể là sau hai năm liên tục thâm hụt (năm 2009 thâm hụt 8,9 tỷ USD, năm 2010 thâm hụt 1,6 tỷ USD), năm 2011 cán cân tổng thể của Việt Nam có thể thặng dư khoảng 1,6 tỷ USD. Đây được xem như điểm sáng nhất trong bức tranh vĩ mô Việt Nam, góp phần bổ sung vào nguồn dự trữ ngoại hối đang ở mức khiêm tốn của Việt Nam hiện nay.

Sau 2 năm thâm hụt cán cân tổng thể, năm 2011 Việt Nam được dự báo có thặng dư.

**Bảng 3: Thống kê đầu tư nước ngoài vào Việt Nam (tỷ USD)**

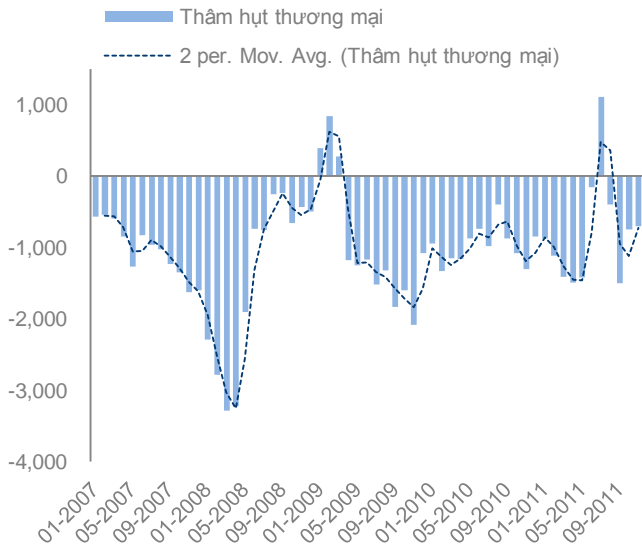
	2009	2010	2011E	2012F
<b>Cán cân tài khoản vãng lai</b>	<b>-6.0</b>	<b>-4.2</b>	<b>-3.0</b>	<b>-4.5</b>
Cán cân thương mại hàng hóa	-8.3	-7.1	-6.0	-7.0
Cán cân dịch vụ và thu nhập	-4.2	-5.8	-6.0	-7.0
Chuyển giao	6.5	8.7	9.0	9.5
<b>Cán cân tài khoản vốn</b>	<b>6.7</b>	<b>5.6</b>	<b>8.6</b>	<b>9.5</b>
FDI ròng	6.9	7.1	10.0	9.0
FII	0.0	2.4	1.0	1.0
Nợ ngắn hạn	0.2	2.8	0.5	1.0
Vốn vay trung dài hạn	4.4	1.0	2.6	3.5
Đầu tư khác (Money and Deposits)	-4.8	-7.7	-5.5	-5.0
<b>Lỗi và sai số</b>	<b>-9.6</b>	<b>-3.0</b>	<b>-4.0</b>	<b>-4.0</b>
<b>Cán cân tổng thể</b>	<b>-8.9</b>	<b>-1.6</b>	<b>1.6</b>	<b>1.0</b>

Nguồn: ADB, MASVN Research

### Chúng tôi đánh giá cán cân tổng thể thặng dư do những nguyên nhân sau:

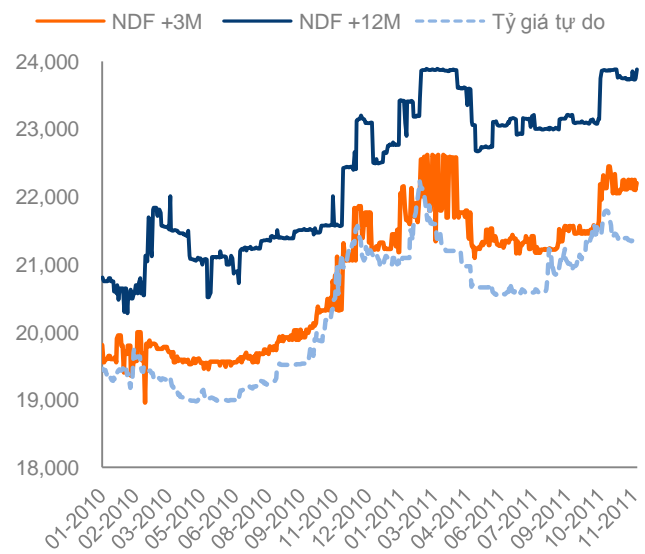
- Thâm hụt thương mại, dịch vụ và thu nhập được cải thiện.** Trong đó, chỉ tính riêng thâm hụt thương mại vào khoảng trong tháng 11 tiếp tục giảm xuống mức 700 triệu USD từ mức 750 triệu USD của tháng 10. Như vậy, trong 11 tháng đầu năm 2011 Việt Nam nhập siêu 8,9 tỷ USD giảm 10,1% so với cùng kỳ năm trước, bằng 10,2% tổng kim ngạch xuất khẩu. Tính đến hết tháng 11/2011, xuất khẩu tăng trưởng 34,08% nhanh hơn mức tăng nhập khẩu 26,34% là lý do khiến cho thâm hụt thương mại thu hẹp trong năm 2011.

**Biểu đồ 10: Thâm hụt thương mại bất ngờ thu hẹp vào nửa cuối 2011 (tỷ USD)**



Nguồn: Bloomberg, SBV, VCB và MAS VN Research

**Biểu đồ 11: NDF - Tín hiệu bất ổn của tỷ giá năm 2012**



Nguồn: Bloomberg và SBV

- **Cung ngoại tệ vào Việt Nam tích cực:** FDI giải ngân khả quan, ODA dự kiến cao hơn năm ngoái và nguồn kiều hối ước đạt 9 tỷ USD tăng 12,5% là những nhân tố quan trọng tạo ra sự thặng dư trong cán cân thanh toán tổng thể năm 2011.
- **Rủi ro trong năm 2012:** Khả năng thâm hụt thương mại sẽ gia tăng (do tăng tín dụng, tăng đầu tư từ khu vực công) và cán cân tài khoản vốn sẽ giảm do đầu tư FDI giảm.

## VND vẫn tiềm ẩn rủi ro mất giá trong những tháng đầu năm 2012

Trong những năm qua, VND luôn chịu áp lực nặng nề và liên tục mất giá so với đồng USD. Điều này có thể được giải thích bởi nhiều lý do, nhưng nhìn chung nguyên nhân chính vẫn là do tính cơ cấu của nền kinh tế (thâm hụt thương mại lớn), sự bất ổn kinh tế vĩ mô (lạm phát cao, bội chi ngân sách lớn).

Năm 2011, tỷ giá vẫn được xem là biến số nóng nhất của nền kinh tế Việt Nam khi NHNN quyết định điều chỉnh tỷ giá chính thức tăng 9,3% vào tháng 2/2011. Chúng tôi đánh giá việc điều chỉnh tỷ giá mạnh nhằm rút ngắn chênh lệch giữa tỷ giá tự do và tỷ giá chính thức không tạo ra nhiều hiệu ứng tích cực, khi mà tỷ giá tự do vẫn tiếp tục tăng mạnh và vượt xa tỷ giá chính thức. Tuy nhiên, nhờ những chính sách bình ổn ngoại hối: (1) tăng dự trữ bắt buộc ngoại tệ, hạ trần lãi suất huy động ngoại tệ xuống mức thấp, (2) dự trữ ngoại hối cũng tăng mạnh từ 2,5 tuần lên gần 4 tuần nhập khẩu và (3) sự quản lý chặt chẽ của NHNN, tỷ giá đã bắt đầu hạ nhiệt từ quý 2/2011 và vẫn trong vòng kiểm soát cho đến thời điểm hiện tại.

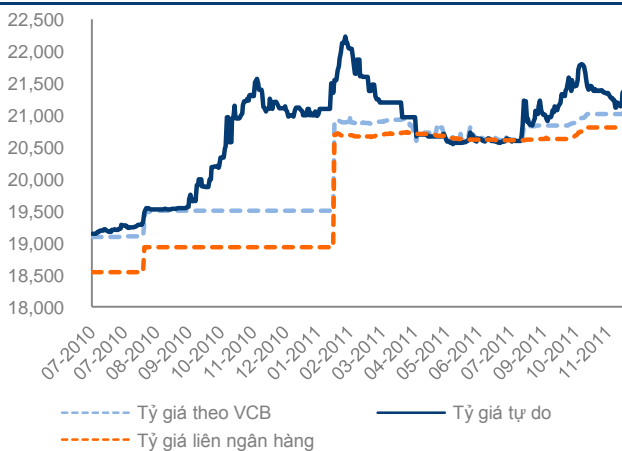
Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng các biện pháp hành chính chỉ có hiệu quả khi sử dụng trong ngắn hạn còn về trung và dài hạn để giữ vững và giá trị đồng nội tệ phải xuất phát từ việc giảm lạm phát, thâm hụt thương mại và thâm hụt ngân sách nhằm tăng niềm tin của người dân vào đồng nội tệ. Do đó chúng tôi vẫn khá thận trọng khi cho rằng tỷ giá vẫn chịu nhiều sức ép vào đầu năm sau. Quan điểm này dựa trên những cơ sở sau:

Tiền đồng Việt Nam vẫn là một trong những đồng tiền yếu nhất trong khu vực.

Đồng tiền Việt Nam đang được cố định trong khi các đồng tiền khác đang yếu đi, là cơ sở để gia tăng sức ép điều chỉnh tỷ giá vào đầu năm 2012.

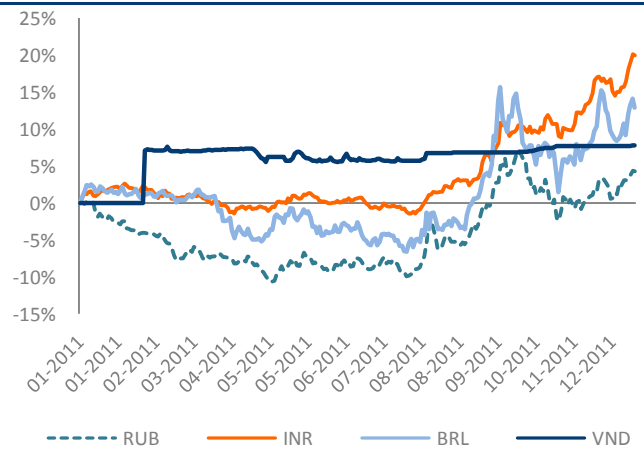
- Thâm hụt thương mại sẽ tiếp tục diễn ra trong năm tới.** Yếu tố tăng giá hàng hóa thế giới, đóng vai trò hỗ trợ cho hoạt động xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2011, khó có thể duy trì. Đặc biệt trong bối cảnh xuất khẩu có thể sụt giảm do triển vọng kinh tế thế giới chưa cho thấy sự phục hồi rõ rệt nhất là các thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam như EU, Mỹ đang gặp khó khăn do suy thoái kinh tế. Nhập khẩu nhiều khả năng cũng giảm nhưng tốc độ giảm sẽ vẫn chậm hơn xuất khẩu.
- Quá trình tái cấu trúc hệ thống ngân hàng đòi hỏi Ngân hàng nhà nước bơm thêm tiền để xử lý vấn đề nợ xấu** (chủ yếu với các khoản cho vay bất động sản trước đây) hay hỗ trợ vốn cho các NHTM trong việc xử lý hoặc thanh lý các khoản vay không có khả năng trả nợ bằng cách bơm thêm tiền, góp phần làm tiền đồng yếu đi tương đối so với các loại ngoại tệ.
- CPI được dự báo sẽ giảm đáng kể trong năm 2012 nhưng vẫn có thể ở mức 2 con số.** Do đó lạm phát sẽ vẫn là rủi ro tiềm ẩn với tỷ giá trong năm tới.
- Áp lực rút vốn của nhà đầu tư nước ngoài vẫn còn rất lớn.** Khủng hoảng tài chính thế giới khó có thể phục hồi trong ngắn hạn, nhu cầu khối ngoại rút vốn đầu tư vào các thị trường trọng yếu, có độ rủi ro thấp cũng có thể là một áp lực làm tỷ giá tăng giống như những gì đã từng xảy ra trong năm 2008.
- Chủ trương giảm lãi suất của NHNN** trong thời gian tới có thể khiến nhu cầu tín dụng nội tệ tăng lên, tạo ra sức ép giảm giá VND.

**Biểu đồ 12: Tỷ giá VND/USD vẫn bất ổn (VND)**



Nguồn: Bloomberg, SBV, VCB và MAS VN Research

**Biểu đồ 13: VND – đồng tiền “ổn định nhất”?**

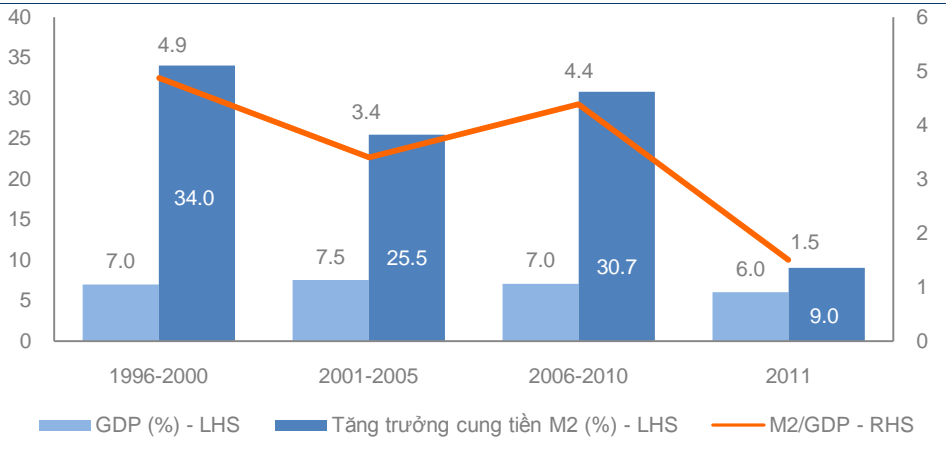


Nguồn: Bloomberg và SBV

## Chính sách tiền tệ oằn lưng thắt chặt

**Nhìn lại 15 năm qua, tăng trưởng M2 luôn cao hơn tăng trưởng GDP từ 3-4 lần.** Năm 2011, tỷ lệ này là 1,67. Đây là tỷ số báo hiệu tích cực bởi nền kinh tế chỉ cần cung cấp 1,67 đồng tín dụng để có 1 đồng tăng trưởng GDP. Nói cách khác, giá của sự tăng trưởng rẻ đi, không còn quá đắt như giai đoạn 1996-2010. Nếu tỷ lệ này được duy trì, thể hiện nền kinh tế đã vận hành hiệu quả hơn trước.

**Biểu đồ 14: Mối quan hệ giữa tăng trưởng GDP và cung tiền M2**

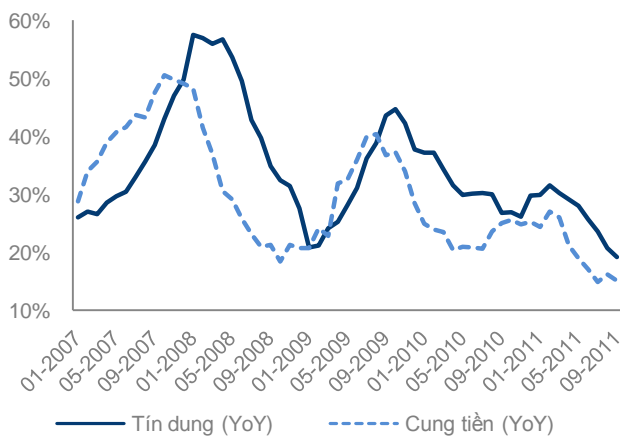


Nguồn: GSO, SBV và MASVN Research

**Tăng trưởng tín dụng và cung tiền M2 bị xiết mạnh trong năm 2011.** Trong những năm vừa qua, tăng trưởng tín dụng của Việt Nam liên tục tăng cao (từ 30-50%), tổng dư nợ đã vào khoảng 130% GDP. Rõ ràng chính sách nới lỏng tiền tệ trong những năm trước là nguyên nhân dẫn tới sự bùng nổ lạm phát trong giai đoạn hiện nay. Với quan điểm ưu tiên là kiềm chế lạm phát, trên mặt trận tiền tệ NHNN đã điều chỉnh mục tiêu trần tăng trưởng tín dụng trong năm 2011 từ 23% xuống còn dưới 20% và tăng trưởng nguồn cung tiền (M2) từ 21-24% xuống còn 15-16%. Cả hai mục tiêu này đều được điều chỉnh thấp hơn khá nhiều so với năm 2010 (tăng trưởng tín dụng 2010 ở mức 32,4% và cung tiền M2 tăng 33,3%).

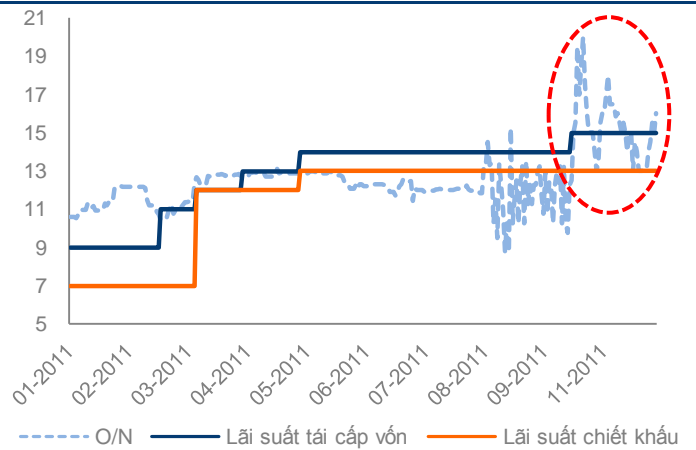
Dư nợ tín dụng tăng khoảng 12% và cung tiền M2 sẽ tăng khoảng 8-9% vào thời điểm cuối năm 2011.

**Biểu đồ 15: Tăng trưởng tín dụng và cung tiền thu hẹp với tốc độ nhanh trong năm 2011 (%)**



Nguồn: SBV

**Biểu đồ 16: Lãi suất chính sách tăng mạnh kèm theo sự bất ổn của hệ thống ngân hàng (%)**



Nguồn: SBV và Bloomberg

**Chính sách lãi suất thành công trong kiềm chế lạm phát nhưng tạo nên nhiều bất ổn trong hệ thống ngân hàng.** Lạm phát trong năm 2011 đã vượt qua ngưỡng 20% buộc NHNN phải thực hiện các biện pháp thắt chặt tiền tệ thông qua các lãi suất chính sách. Kể từ đầu năm NHNN đã 2 lần nâng lãi suất chiết khấu từ 7% lên 13%/năm và 5 lần tăng lãi suất tái cấp vốn với mức tăng 4% lên 15%/năm. Kèm theo đó, NHNN cũng quy định về kéo giảm tăng trưởng tín dụng phi sản xuất về mức 22% trong tháng 10/2011 và 16% trong năm 2011. Tác động chính sách kép này đã kiềm chế được lạm phát nhưng lại khiến cho lãi suất cho vay đều tăng cao vượt 20% khiến cho nhiều doanh nghiệp gặp khó khăn. Sau đó, NHNN áp dụng trần lãi suất huy động 14%, nhiều

NHTM phải đi tìm vay vốn với lãi suất cao ngay cả trên thị trường liên ngân hàng.

ngân hàng nhỏ đã rơi vào trạng thái mất thanh khoản, buộc NHTM phải đi tìm vay vốn với lãi suất cao ngay cả trên thị trường liên ngân hàng (đáng lẽ phải là nơi có lãi suất thấp), đồng thời cũng bắt đầu xuất hiện nợ xấu trên cả thị trường liên ngân hàng. Các NHTM muốn vay cũng cần có tài sản đảm bảo và bị phân loại theo hạn mức tín nhiệm.

Mặt khác, NHNN cũng hạn chế cho vay bằng ngoại tệ đối với việc nhập khẩu những hàng hóa không thiết yếu (bao gồm tất cả hàng hóa tiêu dùng), giới hạn việc nhập khẩu vàng và cấm kinh doanh vàng miếng trên thị trường. Tất cả những động thái này cho thấy sự quyết liệt trong việc thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ của Chính phủ. Tính đến ngày 20/10/2011, tăng trưởng tín dụng và M2 đạt lần lượt 8,61% và 7,5% so với cuối năm 2010. Tín dụng cả năm 2011 sẽ tăng khoảng 12% và cung tiền M2 sẽ tăng khoảng 8-9%.

## Chính sách nào ảnh hưởng đến thị trường tài chính năm 2012?

**Chính sách tiền tệ: giảm bớt mức độ thắt chặt.** Theo Thông cáo báo chí của NHNN, các giải pháp điều hành chính sách tiền tệ trong năm 2012 theo hướng:

- Tổng phương tiện thanh toán tăng khoảng 14-16%;
- Tín dụng tăng khoảng 15-17%;

Thông điệp từ NHNN vẫn song hành hai mục tiêu: điều hành chính sách tiền tệ chặt chẽ và linh hoạt để cùng lúc đạt được 2 mục tiêu: ưu tiên kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế ở mức phù hợp. Để đạt được 2 mục tiêu trên, chúng tôi dự đoán lãi suất chính sách và lãi suất tiết kiệm sẽ giảm khoảng 1-2%, và tỷ giá sẽ được điều chỉnh ngay trong Quý I/2012 nhằm giảm bớt khó khăn cho doanh nghiệp và kích thích xuất khẩu.

**Tái cấu trúc ngân hàng: không cho phá sản những sẽ xóa bỏ nhiều ngân hàng yếu kém.** Trong năm 2012 sẽ có thêm nhiều ngân hàng được “tự nguyện” sáp nhập và NHNN sẽ chỉ định một NHTM có vốn nhà nước đứng ra thu xếp lần điều hành. Cho dù sáp nhập bằng cách nào, vấn đề nợ xấu vẫn không thể xóa sổ. Với tình hình kinh tế khó khăn, khả năng tỷ lệ nợ xấu vẫn tiếp tục tăng lên trên mức 3,2% do NPL của các công ty cho thuê tài chính (là công ty con của nhiều ngân hàng thương mại) lên đến 45%, CAR ở mức -10,92% (báo cáo của UB Giám sát Tài chính). Để cứu các ngân hàng yếu kém, NHNN buộc phải tung thêm tiền để hỗ trợ thanh khoản cho hệ thống. Các NHTM cũng phải nhanh chóng giảm tỷ lệ nợ xấu xuống. Cách thức nhanh nhất là tăng vốn chủ sở hữu. Do vậy, tổng phương tiện thanh toán sẽ tăng lên nhanh chóng. Hiện tượng “sự lấn át” (crowding out effect) là điều không tránh khỏi. Khi ấy, chính các ngân hàng lại là nơi thu hút tín dụng trong nền kinh tế, cuộc đua lãi suất sẽ vẫn tiếp diễn. Do vậy, lạm phát và lãi vay khó có thể giảm sâu trong năm 2012.

**Tái cấu trúc thị trường chứng khoán với 4 nội dung: tái cấu trúc công ty chứng khoán; sở giao dịch chứng khoán; cổ phiếu và trái phiếu; cuối cùng là tái cấu trúc phát triển đầu tư.** Theo Tiến sĩ Nguyễn Sơn, Trưởng ban Phát triển thị trường (UBCKNN), việc tái cấu trúc sẽ dựa trên tiêu chí an toàn tài chính. Theo đó, sẽ đưa công ty chứng khoán vào 3 nhóm: Hoạt động bình thường; diện kiểm soát và kiểm soát đặc biệt. Từ nay đến 1/4/2012 sẽ có hoạch định rõ ràng về việc tái cấu trúc các công ty chứng khoán. Còn nội dung tái cấu trúc 2 sở giao dịch chứng khoán, đề án trình theo hướng có chế tài rõ ràng với doanh nghiệp niêm yết, không để xảy ra tình trạng ai muốn vào thị trường thì vào. Quan điểm chung là nhập 2 sở này thành một. Nội dung tái cấu trúc thị trường hàng hóa sẽ làm theo hướng phát triển chiều sâu, nâng cấp tiêu chuẩn niêm yết, hoán đổi các mã trái phiếu hiện nay thành một số mã nhất định, nhằm tạo

Liệu kiểm soát lạm phát và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế cùng song hành?

Để tái cấu trúc ngân hàng, tổng phương tiện thanh toán sẽ tăng lên và xuất hiện “sự lấn át”. Lạm phát và lãi suất có giảm nhưng vẫn ở mức cao trong năm 2012.

“Hiện có ít nhất 20 công ty chứng khoán đang có vấn đề, họ phải nhanh chóng tái cấu trúc” (Tiến sĩ Nguyễn Sơn).

thanh khoản cho thị trường. Trong tháng 12 sẽ có nghị định về vấn đề này. UBCKNN cũng đang chuyển tín phiếu từ kho bạc ra thị trường. Nội dung phát triển đầu tư sẽ chú trọng vào phát triển các quỹ, quỹ mở và quỹ đóng, quỹ hưu trí tự nguyện...

**Tái cấu trúc thị trường vàng: độc quyền cung cấp vàng miếng.** Theo Dự thảo Nghị định quản lý hoạt động kinh doanh vàng, để được Ngân hàng nhà nước (NHNN) xem xét cấp phép sản xuất vàng miếng, các DN phải đáp ứng 4 điều kiện sau: (1) Là doanh nghiệp được thành lập theo quy định của pháp luật, có đăng ký hoạt động sản xuất vàng miếng trong Giấy chứng nhận đăng ký DN; (2) Có vốn điều lệ từ 500 tỷ đồng trở lên; (3) Có địa điểm, cơ sở vật chất và các trang thiết bị cần thiết phục vụ cho hoạt động sản xuất vàng miếng; và (4) Chiếm từ 25% thị phần sản xuất vàng miếng trong nước trở lên trong 3 năm liên tiếp gần nhất. Thống kê thị trường vàng cho thấy, SJC chiếm tới 90% thị phần vàng miếng. Do vậy, chỉ có SJC là đáp ứng được yêu cầu này. Nếu dự thảo này được thông qua, 12.000 doanh nghiệp, cơ sở kinh doanh đang kinh doanh vàng miếng hợp pháp bị "xóa sổ".

Một Nghị định nếu được ban hành, 12.000 doanh nghiệp, cơ sở sản xuất kinh doanh có nguy cơ bị xóa sổ.

*Năm 2012 sẽ là năm bận rộn của phong trào tái cấu trúc. Cả nền kinh tế sẽ là một đại công trường nơi mà thi đua thực hiện tái cấu trúc toàn diện. Theo quan điểm của chúng tôi, dù kết quả của việc tái cấu trúc là tốt thì con đường dẫn đến kết quả tốt đẹp ấy vẫn còn nhiều chông gai, không tránh khỏi những cú sốc nhất thời. Do vậy, các nhà đầu tư chứng khoán cũng nên thực hiện tái cấu trúc lại danh mục để tránh rủi ro do phong trào tái cấu trúc gây ra trong năm 2012.*

# THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

Năm 2011, nhà đầu tư trái phiếu đối mặt nhiều thách thức khi lãi suất chính sách liên tục tăng cao, lãi suất trái phiếu thấp hơn lạm phát và tiền gửi. Khả năng năm 2012 cũng gặp những thách thức tương tự khi (1) chính sách thắt chặt tiền tệ còn có thể kéo dài, (2) giá trị đồng nội tệ ẩn chứa nhiều rủi ro, (3) hoạt động tái cấu trúc hệ thống ngân hàng.

## Trái phiếu Chính phủ: Lãi suất trúng thầu giảm dần trong khi lợi suất trái phiếu kỳ hạn ngắn tăng dần.

### Thị trường sơ cấp:

- Giá trị niêm yết mới: 62,3 nghìn tỷ đồng.
- Giá trị hủy niêm yết: 43 nghìn tỷ đồng.
- Giá trị phát hành ròng: 19,3 nghìn tỷ đồng.

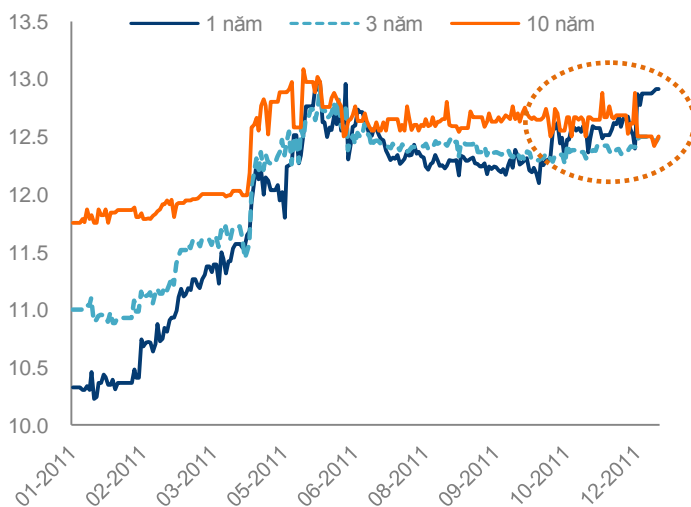
### Thị trường thứ cấp:

- Quy mô thị trường: 347 nghìn tỷ đồng.
- Trái phiếu chính phủ: 314 nghìn tỷ đồng (VDB là 130 nghìn tỷ đồng và trái phiếu kho bạc là 184 nghìn tỷ đồng).
- Trái phiếu doanh nghiệp: 37,5 nghìn tỷ đồng.

Sau khi liên tục tăng cao ở 6 tháng đầu năm 2011, lãi suất trúng thầu trái phiếu Chính phủ bắt đầu có chiều hướng giảm dần. Cụ thể là trần lãi suất kỳ hạn 3 năm lên cao nhất ở mức 13,3% vào Quý 2/2011 và hạ xuống 12,1% trong Quý 4/2011. Lãi suất trúng thầu tiếp tục có sự sụt giảm, đây là tín hiệu kỳ vọng giảm mật bằng lãi suất sắp tới.

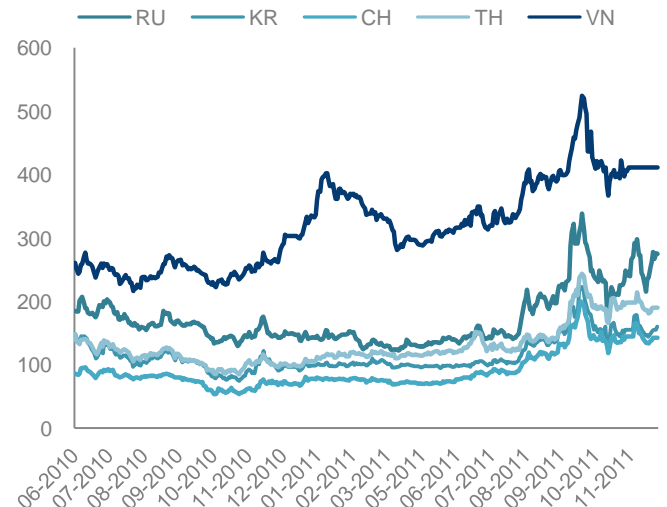
Trong 11 tháng đầu năm 2011, có trên 130 đợt phát hành TPCP và TPCP bảo lãnh (trong đó 20 mã phát hành giá trị lớn và 75 mã đợt phát hành bổ sung), 111 mã đáo hạn trong năm với tổng giá trị đáo hạn 439.710 tỷ đồng và tổng giá trị TPCP, TPCP bảo lãnh đang lưu hành trên thị trường trên 280.000 tỷ đồng, với 458 mã. Khối lượng gọi thầu và khối lượng trúng thầu đều tăng hơn năm 2011.

Biểu đồ 17: Lợi suất ngắn hạn cao hơn lợi suất dài hạn (%)



Nguồn: Bloomberg

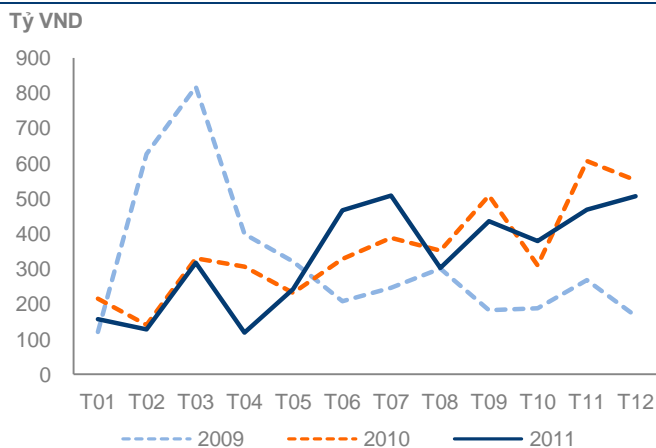
Biểu đồ 18: CDS Việt Nam cao nhất trong khu vực (bps)



Nguồn: Bloomberg

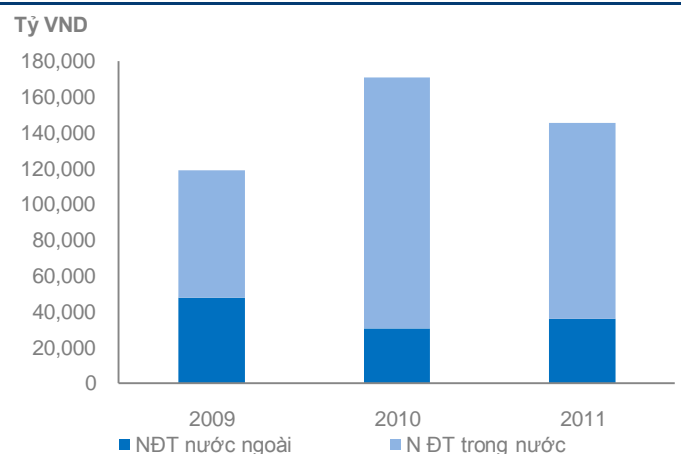
**Lợi suất đạt đỉnh vào cuối năm nhưng giao dịch vẫn trầm lắng, nhà đầu tư nước ngoài tham gia tích cực.** Năm 2011, tổng giá trị trao dịch đạt trên 73.000 tỷ đồng, giảm 9,88% so với năm 2010. Nếu tính trung bình mỗi phiên, giá trị giao dịch đạt 280 tỷ đồng/phiên, giảm 17,65% so với năm 2010. Nhà Đầu tư nước ngoài giao dịch vẫn còn ít, chiếm chưa đến 1/3 giá trị giao dịch.

**Biểu đồ 19: Giá trị giao dịch trái phiếu trung bình phiên**



Nguồn: HNX

**Biểu đồ 20: Thành phần giao dịch thị trường thứ cấp**

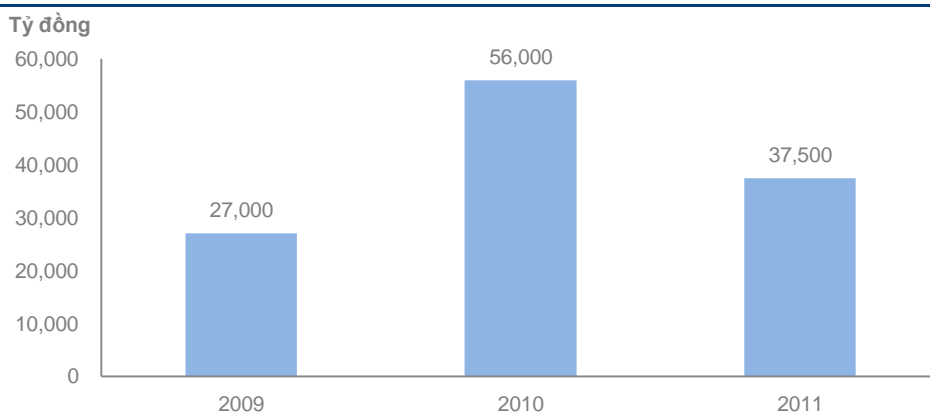


Nguồn: HNX

**Lợi suất trái phiếu ngắn hạn đang có xu hướng tăng trở lại: dấu hiệu bất ổn vĩ mô còn tiếp diễn?** Tính đến cuối tháng 12 trái phiếu 1 năm tăng 2,59% so với đầu năm, đồng thời chênh lệch giữa trái phiếu 1 năm và 10 năm nới rộng ở mức 0,4%. Khi lợi suất trái phiếu ngắn hạn cao hơn trái phiếu dài hạn thông thường báo hiệu 1 sự suy thoái sắp diễn ra hoặc nền kinh tế vẫn chưa thoát ra khỏi vòng suy thoái<sup>1</sup>. Đây là những nhận định đáng quan tâm dành cho nhà đầu tư, báo hiệu năm 2012 chưa hẳn đã hết những bất ổn vĩ mô.

**Trái phiếu doanh nghiệp: Một năm không thành công**

**Biểu đồ 21: Phát hành TPDN các năm**



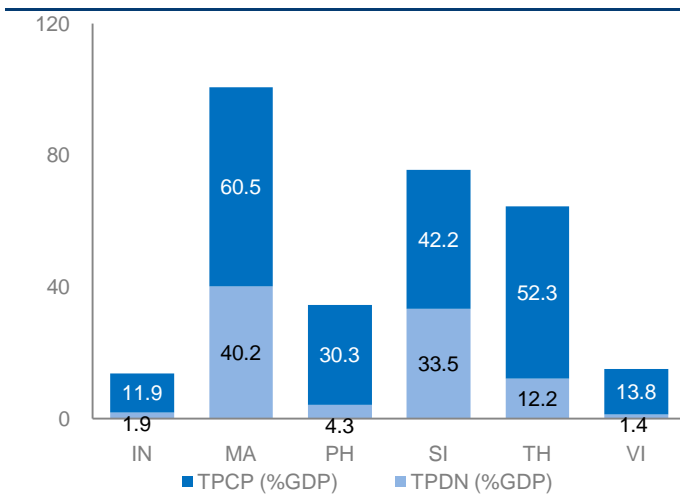
Nguồn: HNX

<sup>1</sup> Campbell R. Harvey (1986) chứng minh rằng lợi suất trái phiếu ngắn hạn cao hơn trái phiếu dài hạn báo hiệu suy thoái kinh tế sắp xảy ra. New York FED cũng dùng công cụ này để dự báo suy thoái sắp xảy ra trong vòng 2-6 quý tới.

## Quy mô thị trường trái phiếu Việt Nam vẫn còn thấp so với tiềm năng

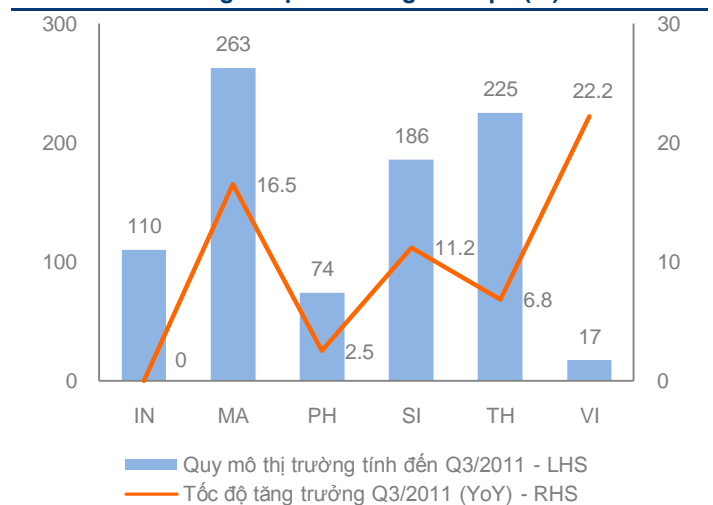
Quy mô thị trường trái phiếu của Việt Nam nhìn chung còn ở mức thấp so với các quốc gia khác trong khu vực. Tỷ trọng giá trị thị trường trái phiếu so với GDP chỉ ở mức 15,2% thấp hơn nhiều so với các nước khác trong khu vực như Malaysia (100,7%), Singapore (75,7%)... và chỉ tương đương với Indonesia (13,8%). Đáng chú ý là tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp thấp cho thấy đây vẫn chưa là kênh huy động vốn của doanh nghiệp. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng thị trường trái phiếu năm 2011 là rất ấn tượng với quy mô đạt 17 tỷ USD tăng 22,2% so với cùng kỳ năm trước.

Biểu đồ 22: Quy mô thị trường trái phiếu/GDP năm 2011



Nguồn: ADB và HNX

Biểu đồ 23: Quy mô (tỷ USD) và tốc độ tăng trưởng thị trường trái phiếu trong khu vực (%)



Nguồn: ADB và HNX

## Triển vọng thị trường trái phiếu Việt Nam 2012

**Về dài hạn:** Quy mô thị trường trái phiếu Việt Nam hiện nay chiếm khoảng 16-17% GDP. Tỷ trọng này ở mức khiêm tốn so với các nước trên thế giới với quy mô từ 50-100% GDP. Do đó, tiềm năng phát triển của thị trường là rất lớn. Thị trường trái phiếu góp phần huy động vốn hiệu quả cho đầu tư phát triển mà còn có vai trò quan trọng trong điều hành kinh tế vĩ mô. Do đó, Chính phủ cần có định hướng phát triển hơn nữa thị trường này.

### Kế hoạch 2012:

- Giá trị phát hành mới dự kiến: 45 nghìn tỷ đồng.
- Số đảo hạn dự kiến: 80 nghìn tỷ đồng.
- Giá trị phát hành ròng: -35 nghìn tỷ đồng.

Đối với Nhà nước, đây được xem là một bước lùi trên thị trường tài chính do ngân sách sẽ mất 35 nghìn tỷ đồng để thanh toán trái phiếu đến hạn. Đối với các tổ chức tín dụng, một lượng tiền tương đối lớn sẽ được bơm ra tương ứng. Thực tế đây là số tiền được Chính phủ bơm ra trong năm 2012. Vấn đề thanh khoản sẽ giảm nhiệt đáng kể nếu Chính phủ thực hiện đúng kế hoạch này.

Chính phủ sẽ bơm ròng 35 nghìn tỷ đồng trên thị trường trái phiếu?

**Hoán đổi trái phiếu: Một công cụ mới của Nhà nước?**

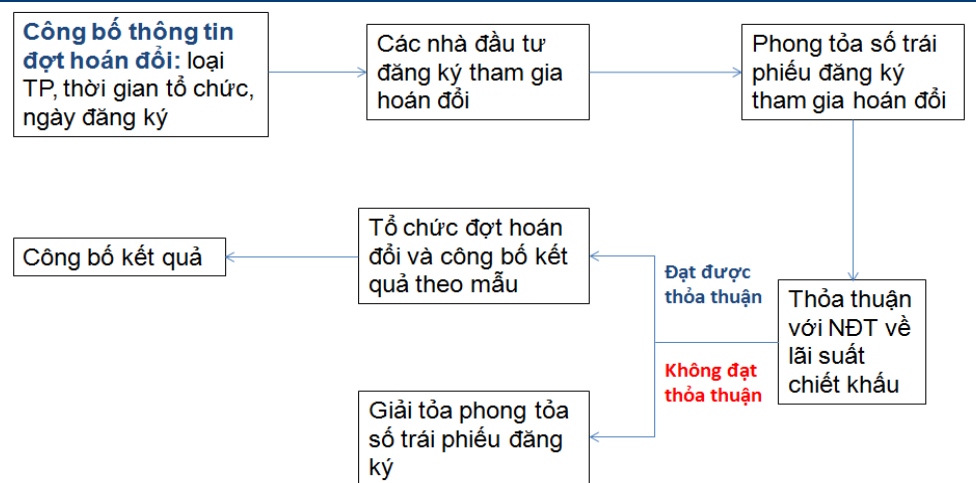
Ngày 09/11/2011, Bộ Tài chính đã ban hành Thông tư số 150/2011/TT-BTC hướng dẫn về việc hoán đổi trái phiếu Chính phủ. Điều kiện để hoán đổi trái phiếu như sau:

Hoán đổi trái phiếu phải thỏa thuận với Nhà nước, doanh nghiệp dám thỏa thuận?

- Trái phiếu bị hoán đổi phải là loại trái phiếu đang được niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội và có kỳ hạn còn lại từ 1 năm trở lên; không bị ràng buộc trong các quan hệ về giao dịch đảm bảo tại thời điểm hoán đổi.
- Đối với trái phiếu được hoán đổi: Trường hợp trái phiếu phát hành bổ sung phải đảm bảo điều kiện là loại trái phiếu đang được niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội và điều kiện, điều khoản của trái phiếu như điều kiện, điều khoản của trái phiếu đang lưu hành.
- Trường hợp trái phiếu phát hành lần đầu phải đảm bảo kỳ hạn trái phiếu phát hành từ 1 năm trở lên. Điều kiện, điều khoản trái phiếu do Kho bạc Nhà nước quy định trên cơ sở thỏa thuận với các chủ sở hữu trái phiếu.

Bộ Tài chính quyết định khung lãi suất chiết khấu để xác định giá trái phiếu bị hoán đổi và giá trái phiếu được hoán đổi trong từng đợt hoán đổi trái phiếu. Kho bạc Nhà nước đàm phán và thống nhất với chủ sở hữu trái phiếu về mức lãi suất chiết khấu nhưng phải đảm bảo nằm trong khung lãi suất do Bộ Tài chính quyết định theo quy trình sau:

**Biểu đồ 24: Quy trình hoán đổi trái phiếu**



Nguồn: Thông tư số 150/2011/TT-BTC ngày 09/11/2011

Theo nhận định của chúng tôi, hoán đổi trái phiếu có 3 tác động lên thị trường tài chính:

- Hoán đổi trái phiếu không khác mấy so với nghiệp vụ thị trường mở (OMO), qua đó, Nhà nước sẽ điều tiết việc bơm/hút ròng một lượng tiền nhất định thông qua việc thực hiện hoán đổi trái phiếu.
- Nếu nhà nước bị thâm hụt ngân sách cao, khả năng hoàn trả tiền vay (bằng mệnh giá) sẽ chậm lại thông qua việc phát hành thêm trái phiếu mới để hoán đổi.
- Nhà nước chủ động thực hiện tái cấu trúc nợ dễ dàng: thông thường việc điều chỉnh thời gian đáo hạn rất khó do các trái phiếu đã phát hành. Nay với nghiệp vụ hoán đổi, Nhà nước sẽ điều kéo dài hoặc rút ngắn thời gian đáo hạn bình quân trên thị trường.

# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

## Liên tục lao dốc, suất sinh lời sụt giảm

Diễn biến của thị trường chứng khoán Việt Nam bám sát động thái của NHNN trong chính sách điều hành và hoạt động tái cơ cấu nền kinh tế. Với quy định cắt giảm tăng trưởng tín dụng phi sản xuất về mức 22% vào cuối tháng 10 và 16% trong cả năm 2011 khiến cho dòng tiền bị thu hẹp. Thị trường chứng khoán Việt Nam trải qua 2 đợt bán tháo trong năm.

- Đợt 1: Các ngân hàng tiến hành thu nợ phi sản xuất đã khiến các công ty chứng khoán bán mạnh lượng cổ phiếu cho vay theo hình thức margin vào thời điểm tháng 5/2011
- Đợt 2: Dấu hiệu của làn sóng thoái vốn khỏi các khoản đầu tư của các quỹ vào thời điểm cuối năm

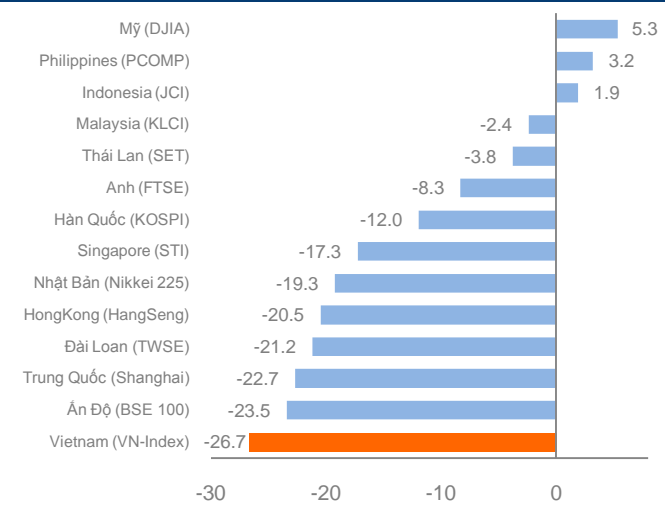
**Biểu đồ 25: Xu hướng giảm điểm chủ đạo của thị trường Việt Nam trong năm 2011 bám sát chính sách tiền tệ thắt chặt và tình trạng thiếu thanh khoản của hệ thống NHNN**



Nguồn: HSX và MAS VN Research

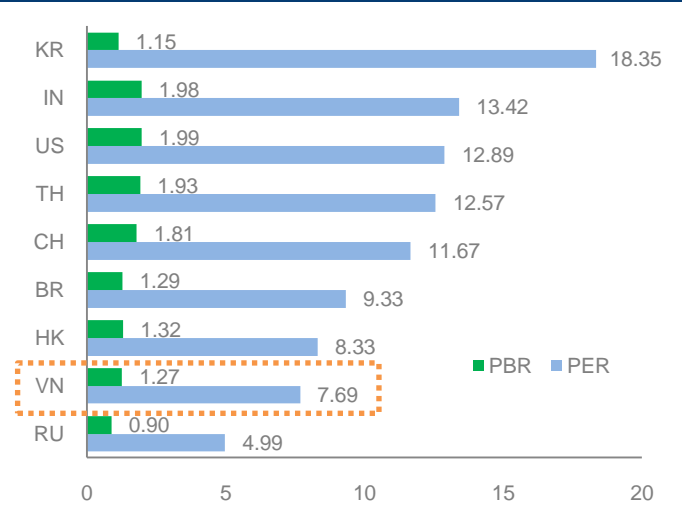
**Hai chỉ số chính của chứng khoán Việt Nam thuộc nhóm những chỉ số có mức suy giảm nhiều nhất trên thế giới.** Trong năm 2011, VN-Index đã mất gần 26%, HNX-Index thậm chí đã mất đến gần 47%. So với các chỉ số khác, cùng với Trung Quốc, Ấn Độ, Hong Kong và Việt Nam đây là những mức mất điểm thuộc vào nhóm nhiều nhất của các thị trường trong năm. Điểm chung của 3 thị trường này là NHTW đều thực thi chính sách tiền tệ thắt chặt nhằm kim hãm lạm phát. Riêng đối với Việt Nam việc đồng nội tệ liên tục mất giá khiến cho dòng tiền đầu tư nước ngoài sụt giảm.

**Biểu đồ 26: Thị trường chứng khoán Việt Nam sụt giảm mạnh nhất trong khu vực**



Nguồn: Bloomberg

**Biểu đồ 27: Định giá thị trường Việt Nam thấp nhưng chiết khấu cao**



Nguồn: Bloomberg

**Định giá thị trường: Thị trường Việt Nam xuống mức thấp nhưng vẫn thiếu sự hấp dẫn.** Mức PE thấp là biểu hiện cho kỳ vọng của nhà đầu tư đối với các doanh nghiệp là thấp. Niềm tin của giới đầu tư đã suy giảm đáng kể trong năm 2011, chứng khoán đã không còn là kênh đầu tư hấp dẫn khiến giá cổ phiếu liên tục giảm bất chấp kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Mức PB của các doanh nghiệp Việt Nam không ở mức quá hấp dẫn khi so sánh với các thị trường khác trong khu vực, việc tăng vốn trần lan của các doanh nghiệp đã dẫn đến hiện tượng pha loãng cổ phiếu đáng kể, do đó P/B vẫn ở mức trung bình bất chấp diễn biến giảm điểm liên tục trong năm. Đến cuối năm 2011, thị trường Việt Nam đang giao dịch với mức định giá PER và PBR lần lượt ở mức 7,69x và 1,27x (giảm mạnh so với 10,43x và 1,85x của đầu năm).

Rủi ro tái cấu trúc khiến mức định giá thấp trở nên kém hấp dẫn.

Đây là mức định giá thấp nhất trong khu vực, tuy nhiên thị trường Việt Nam đang đối mặt với hàng loạt rủi ro cơ cấu (thanh khoản thấp, quy mô nhỏ nhưng thiếu minh bạch và tình hình kinh tế vĩ mô bất ổn) khiến cho mức chiết khấu khá cao và kém hấp dẫn. Các ngành liên quan đến hàng tiêu dùng và tài chính ngân hàng thu hút được sự chú ý của giới đầu tư trong năm nay khi có mức PE và PB cao nhất thị trường.

Sức khỏe của ngành tài chính – ngân hàng đóng vai trò quan trọng trong diễn biến của thị trường.

**Bảng 4: Thống kê thành phần thị trường Việt Nam**

Ngành	Vốn hóa (Tỷ VND)	Tỷ trọng vốn hóa	PE	PB	ROA	ROE
Dầu khí	10,892	1.9%	4.9	1.0	6.3%	19.9%
Nguyên vật liệu	43,213	7.6%	4.5	2.4	16.3%	24.5%
Công nghiệp	45,387	8.0%	6.1	0.8	6.7%	13.6%
Hàng Tiêu dùng	129,195	22.7%	9.7	3.2	19.2%	29.3%
Dược phẩm và Y tế	7,989	1.4%	6.6	1.8	16.6%	25.6%
Dịch vụ Tiêu dùng	21,436	3.8%	17.2	3.3	4.6%	10.5%
Tiện ích Cộng đồng	10,514	1.9%	7.5	0.8	8.9%	15.3%
Tài chính	143,116	25.2%	13.0	3.0	5.1%	18.0%
Công nghệ Thông tin	13,936	2.5%	8.5	1.7	9.9%	27.3%
Ngân hàng	142,331	25.1%	7.1	1.3	1.4%	19.2%
<b>Toàn thị trường</b>	<b>568,009</b>	<b>100.0%</b>	<b>8.2</b>	<b>2.3</b>	<b>8.7%</b>	<b>21.0%</b>

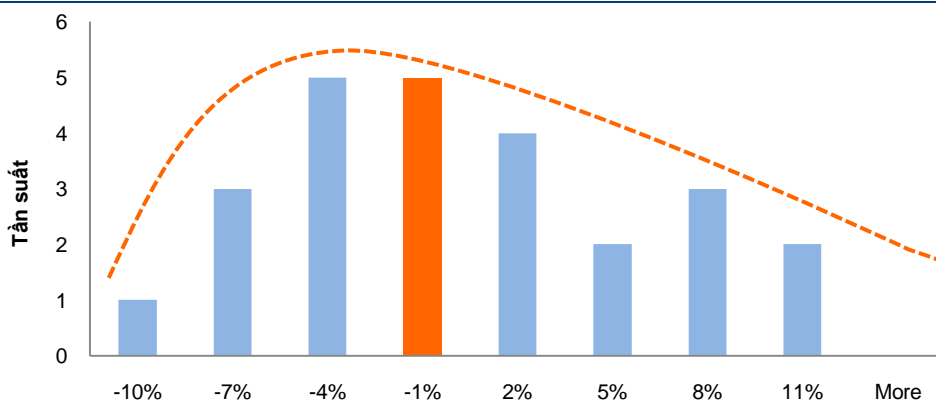
Nguồn: Stoxplus

**Thành phần thị trường:** Tổng số doanh nghiệp niêm yết trên 2 sàn HSX và HNX đến năm 2011 là 700 doanh nghiệp, với 54 doanh nghiệp niêm yết mới trong năm. Trong đó HSX có 25 doanh nghiệp niêm yết mới còn HNX đóng góp 29 doanh nghiệp.

Số doanh nghiệp niêm yết trên thị trường tập trung nhiều nhất ở nhóm ngành công nghiệp với 292 doanh nghiệp. Ngân hàng và tài chính là 2 nhóm ngành có mức vốn hóa cao nhất thị trường trong năm với quy mô tương đương nhau ở mức trên 140 nghìn tỷ.

**Thống kê thị trường:** Tổng khối lượng khớp lệnh năm 2011 đạt hơn 15,8 tỷ cổ phiếu với giá trị vốn hóa hơn 236 nghìn tỷ đồng, chu kỳ thị trường năm 2011 khá đều đặn với 1 tháng sôi động sau 2 tháng trầm lắng. Sự sôi động của thị trường diễn ra vào các tháng 3, 6, 9 và 12. Khối ngoại có xu hướng bán mạnh hơn mua vào nửa cuối năm nay. Trong xu thế giảm giá, nhiều mã có mức suy giảm mạnh đến hơn 80%, trong khi chỉ 2 mã tăng 100% trở lên. Trong 2 năm 2010 và 2011, phân phối xác suất tỷ lệ lợi nhuận theo tháng của VN-Index lệch sang phải (có đuôi dài bên phải). Ý nghĩa phân phối xác suất dạng này là nhà đầu tư thường thua nhiều hơn thắng, và đặc biệt là khi thua thì tỷ lệ lỗ cao hơn so với khi thắng.

**Biểu đồ 22: Phân phối xác suất theo tháng của VN-INDEX**



Nguồn: MAS VN Research

### Phân tích kỹ thuật: rủi ro bán mạnh vẫn còn trong năm 2012

Như vậy chúng tôi cho rằng giai đoạn đầu năm 2012 Chính phủ vẫn sẽ tiếp tục điều hành chính sách tiền tệ theo hướng thắt chặt. Việc nới lỏng nếu có cũng sẽ theo hướng thận trọng và khó có thông tin hỗ trợ mạnh cho thị trường chứng khoán. Mặt khác, áp lực thoái vốn của các quỹ đầu tư trong năm 2012 là lớn, trước khi có những thông tin lạc quan về sự đi hay ở của các quỹ này thì rõ ràng VN-Index đang có mức độ rủi ro cao. Những mã bluechips nhiều khả năng sẽ bị bán mạnh gây áp lực giảm điểm lớn cho VN-Index.

Đồ thị cho thấy kênh giá đi ngang đáng tin cậy được giữ vững từ tháng 9/2009 đến nay đã bị phá vỡ. Cách thức phá vỡ kênh giá này theo chúng tôi là do lực bán rất mạnh khi có đến 13 cây nến đen trong 15 cây nến gần nhất từ đầu xu hướng giảm này. Do đó, nguy cơ VN-Index sẽ còn tiếp tục có những sự điều chỉnh.

Chúng tôi nhận thấy đợt giảm điểm từ tháng 9/2011, VN-Index đang theo mô hình 5 sóng Elliott và những điểm cân bằng được tạo ra đúng vào những ngưỡng 38,2%, 61,8% của Fibonacci. Do đó, khả năng điểm cân bằng mới sau sóng 5 sẽ ở vùng 330.

Biểu đồ 29: Phân tích kỹ thuật VN-INDEX



Nguồn: MAS VN Research

## Triển vọng thị trường chứng khoán Việt Nam 2012

**Một số chỉ tiêu định giá:** Triển vọng thị trường 2012 khả năng không có nhiều thay đổi. Các chỉ số EPS, PE, PB chưa thể hiện sự hấp dẫn với nhà đầu tư. Nếu so sánh với các kênh đầu tư khác, như gửi tiết kiệm, thậm chí mua USD rồi gửi tiết kiệm còn có suất sinh lợi cao hơn là đầu tư vào cổ phiếu. Ví dụ, với lãi suất tiết kiệm năm 2012 nếu giảm về 12%, thì tỷ suất lợi nhuận danh nghĩa vẫn là 12% (tương đương PE ở mức 8,3x). Nếu mua trái phiếu, tỷ lệ lợi nhuận danh nghĩa là 12,5%. Trong khi nếu đầu tư vào cổ phiếu, tỷ lệ lợi nhuận kỳ vọng chỉ đạt 11,7-11,8% (tính bằng cách đảo ngược chỉ số PE) cộng thêm rủi ro giảm giá. Đây thực sự là kịch bản làm nản lòng các nhà đầu tư.

Cổ phiếu vẫn chưa phải là kênh đầu tư hấp dẫn.

Bảng 5: Chỉ số định giá thị trường Việt Nam và dự báo

Chỉ tiêu	2011E	2012F	2013F
EPS*	42.81	43.21	71.09
PER	8.55	8.47	5.15
PBR	1.41	1.45	1.32

Nguồn: Bloomberg

**Dự báo 2012: mô hình FED.** Mô hình FED cho rằng có mối tương quan giữa tỷ lệ lợi nhuận của thị trường chứng khoán trong tương lai (E/P) và lợi suất trái phiếu Chính phủ 10 năm (Y). mối tương quan này thể hiện qua đẳng thức  $E/P = Y$ . Khi  $E/P > Y$ , lợi nhuận của cổ phiếu cao hơn trái phiếu vì thế nhà đầu tư nên mua cổ phiếu. Ngược lại, khi  $E/P < Y$ , nhà đầu tư nên mua trái phiếu. Chỉ khi  $E/P = Y$ , cổ phiếu không rẻ hơn cũng không đắt hơn trái phiếu.

Bảng 6: Dự báo VN-Index 2012

	2011	2012	2013
EPS	42.81	43.21	71.09
Lợi suất TPCP (10Y)	12.5		
Dự báo VNINDEX		345.7	568.7
Mức độ biến động		+/-19,6%	

Nguồn: MAS VN Research

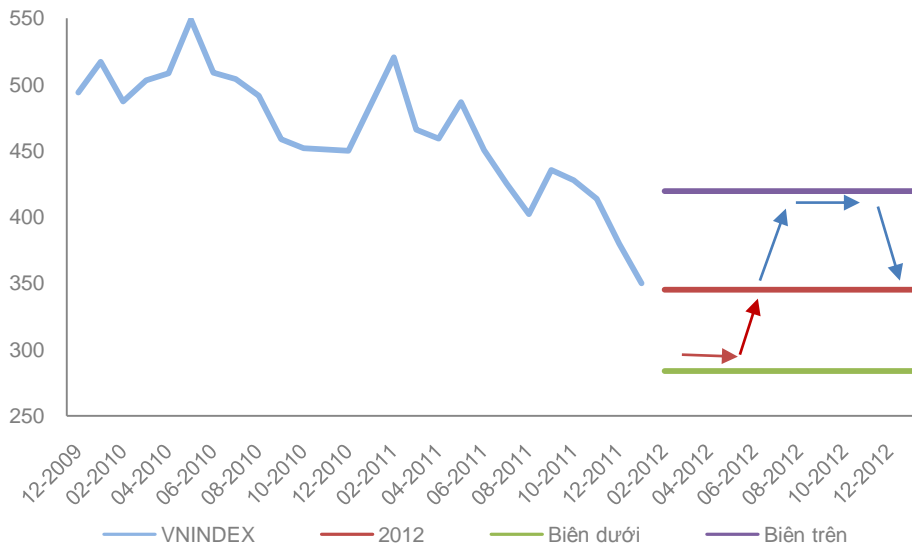
Bảng 7: Kết quả tính xác suất tăng giá

Độ lệch chuẩn (tháng)	5.60%
SIGMA	19.60%
Tỷ lệ % giá tăng	121.60%
Tỷ lệ % giá giảm	82.20%
Xác suất giá tăng	78.90%

Nguồn: MAS VN Research

Theo tính toán trên, biên độ dao động trong khoảng +/- 19,6%. Với xác suất tăng giá là 78,9%, thì chúng tôi cho rằng phần lớn thời gian của năm 2012 sẽ nằm trong khoảng 345 cộng thêm +20%. Tuy nhiên, với xu thế thị trường hiện tại, khả năng thị trường sẽ nằm ở khoảng từ 345 xuống - 19,6% bắt đầu ngay trong quý 1 năm 2012. Do vậy, một trong những kịch bản VN-Index như biểu đồ sau:

**Biểu đồ 30: Dự báo kịch bản thị trường năm 2012**



Nguồn: MAS VN Research

Tóm lại, năm 2012 sẽ chờ đón nhà đầu tư với nhiều khó khăn, thách thức. Tình hình kinh tế vĩ mô khả năng còn nhiều bất ổn, không ủng hộ cho sự phục hồi mạnh mẽ của thị trường. Giá các mặt hàng chiến lược như điện, nước, than, ngoại tệ, được kỳ vọng tiếp tục điều chỉnh tăng. Hy vọng một vài động lực mới có thể xuất hiện giúp thị trường có những sự cải thiện trong ngắn hạn như hàng rào pháp lý của quỹ mở được xây dựng, gia tăng thời gian của phiên giao dịch và rút ngắn thời gian thanh toán bù trừ. Tuy nhiên, rủi ro lớn nhất của thị trường vẫn là mức độ thanh khoản thấp, trở thành lực cản cho sự hấp dẫn cũng như sự tự tin đối với nhà đầu tư. Hoạt động đầu tư trên thị trường chứng khoán trong năm 2012 sẽ mang tính chất chấp nhận rủi ro cao khi VN-INDEX mục tiêu về mức 345 (phân tích so sánh) và 330 (phân tích kỹ thuật). Thị trường 2012 chúng tôi dự báo sẽ giảm ngay đầu năm, phục hồi ngắn hạn từ quý hai, nhưng rồi lại quay về nơi xuất phát của đầu năm. Như vậy, 2012 là một năm khó khăn nữa của thị trường chứng khoán đang chờ đón nhà đầu tư.

## **KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG:**

Các thông tin, dự đoán trong báo cáo phân tích này, bao gồm các nhận định cá nhân là dựa trên các nguồn thông tin đáng tin cậy. Nhận định được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận. Theo đánh giá chủ quan của chúng tôi là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không cần báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin tham khảo mà không hàm ý khuyến nghị người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Mirae Asset sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất cứ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng Khoán Mirae Asset (Việt Nam). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của Mirae Asset đều trái luật. Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần Chứng Khoán Mirae Asset.