

Tổng kết 2010 Nhìn nhận cơ hội 2011

PHÒNG PHÂN TÍCH NGHIÊN CỨU

CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN NHĐT&PT VIỆT NAM (BSC)

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 – Tháp A Vincom
191 Bà Triệu – Hai Bà Trưng – Hà nội
Tel: 84 4 22206647
Fax: 84 4 22200669

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8218885
Fax: 84 8 3 8218510

Website: www.bsc.com.vn

I. BÁO CÁO KINH TẾ VĨ MÔ

Tổng quan

Năm 2010 tiếp tục là quá trình phục hồi của kinh tế thế giới. Tuy nhiên, tốc độ cũng như sự thành công của sự hồi phục không đồng đều giữa các khu vực. Năm 2010 đã chứng kiến các vấn đề nóng bỏng như nợ công trong khu vực đồng Euro, đồng đôla đang suy yếu dưới tác động của các gói kích cầu định lượng của Mỹ, giá vàng tăng vọt và thị trường tài chính biến động phức tạp. Lạm phát và giá cả hàng hóa nguyên vật liệu đã có xu hướng tăng trở lại.

Chỉ số cơ bản	2009	2010	Dự báo 2011
GDP (%)	5.32%	6.78%	6,5% - 6,7%
GDP (tỷ USD, giá hiện hành)	85,1	101,5	116
Lạm phát (%yoy)	6.88%	11.25%	12% - 13%
Tỉ giá (USD/VNĐ)	19.500	20.500	22.000-23.000
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	16,5	10.4	NA
Tăng trưởng tín dụng (%)	37.73%	29.81%	18% - 20%
Thâm hụt ngân sách/GDP (%)	6.9	5.95	<5%
Thâm hụt thương mại (tỷ USD)	12.8	12.4	12 -14
FDI cam kết (tỷ USD)	22.6	18.6	20
FDI giải ngân (tỷ USD)	10	11	12 - 15

Nguồn: Bloomberg, BSC

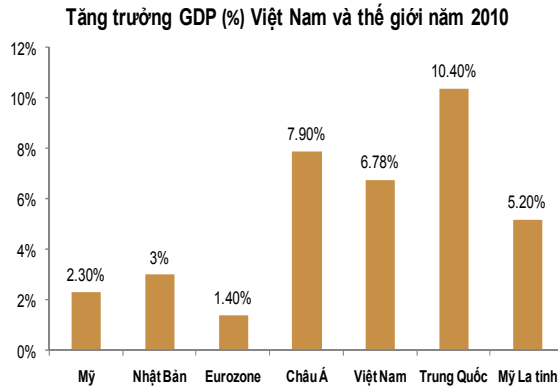
Tác động của kinh tế thế giới đã ảnh hưởng nhất định đến nền kinh tế vĩ mô trong nước. Mặc dù vậy, tăng trưởng GDP năm 2010 đã đạt mức khá tích cực khi vượt kết hoạch đạt 6.78%, cao hơn mức 5.32% của năm 2009 và 6.31% của năm 2008. Đáng chú ý, lần đầu tiên giá trị GDP đạt hơn 100 tỷ USD (theo giá hiện hành). Tăng trưởng bình quân giai đoạn 2006-2010 đạt khoảng 7%/năm. Đặc biệt năm 2010 ghi nhận sự đột phá của khối doanh nghiệp vừa và nhỏ, nhờ nguồn cung tín dụng cho lĩnh vực này tăng mạnh, đạt 30.2%; giá trị sản xuất công nghiệp của khu vực này đã tăng cao hơn khu vực kinh tế nhà nước đạt 14.7%. Các doanh nghiệp vừa và nhỏ cũng là những thành viên tích cực, đóng góp và hưởng lợi theo đà phát triển của thị trường chứng khoán.

Tuy nhiên, năm 2010 tiếp tục là một năm với những nỗi cộm của kinh tế vĩ mô, đặc biệt trong thời điểm cuối năm. Sự tích cực của tăng trưởng chưa bù đắp được những rủi ro mới xuất hiện như lãi suất tăng cao, tỷ giá, giá vàng và lạm phát có những diễn biến ngoài dự báo, tiếp tục gây sức ép lên năm 2011. Mặc dù tăng trưởng cao song phụ thuộc nhiều vào xuất khẩu và xây dựng cơ sở hạ tầng nên thiếu bền vững khi các nền kinh tế thế giới có nhiều biến động. Chất lượng tăng trưởng còn thấp khi tăng trưởng mới chỉ thể hiện ở bề rộng với tỷ lệ đầu tư cao, hệ số ICOR lớn. Với những rủi ro này, TTCK Việt Nam tiếp tục khó khăn và không có những động lực để tạo sự đột phá. Mặc dù luôn được xem là rẻ so với khu vực, nguồn vốn nước ngoài vẫn khá dè dặt đổ vào Việt Nam, mà nguyên nhân chính là các rủi ro kinh tế vĩ mô vẫn còn tiềm ẩn trước mắt. Trong giai đoạn 6 tháng cuối năm, lãi suất bắt đầu tăng cao trở lại khi Việt Nam bắt đầu thắt chặt hơn chính sách tiền tệ. Mặc dù vậy, lạm phát vẫn tăng cao do nhiều yếu tố ngoài tiền tệ đã khiến các chính sách điều hành có phần lúng túng, đặc biệt là các chính sách về quản lý Ngân hàng. Việc thực hiện các chính sách như Thông tư số 13 về quản lý an toàn nợ, hay quy định nâng vốn điều lệ tối thiểu 3000 tỷ VNĐ của NHTM đã gây nên những tác động phụ khiến những nỗ lực hạ lãi suất trở nên khó khăn hơn. Chi phí lãi vay tăng cao, dẫn tới hệ lụy là phần lớn các doanh nghiệp đã từ bỏ vay vốn ngân hàng. Điều này sẽ hạn chế những đột biến về lợi nhuận của các doanh nghiệp nếu có.

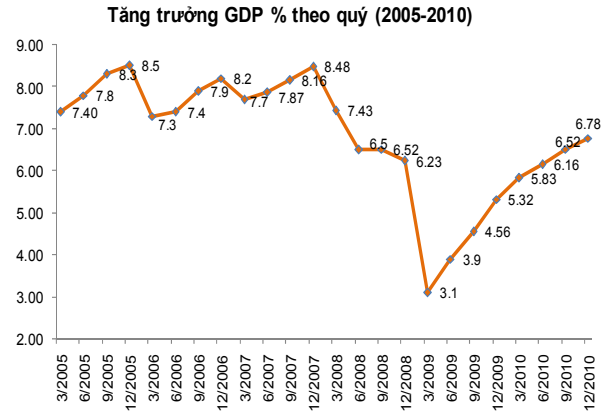
Tuy nhiên, một điểm tích cực của thị trường trong năm 2010 là sự mua ròng liên tục của khối ngoại. Theo thống kê, năm 2010 nhà đầu tư nước ngoài (ĐTNN) mua ròng tổng cộng là 16.000 tỷ đồng, mức độ tăng dần về cuối năm. Động thái này của khối ngoại tiếp tục được hy vọng trong năm 2011, khi mặt bằng giá cổ phiếu của Việt nam được cho là tương đối rẻ, và khu vực thị trường mới nổi tiếp tục hưởng lợi từ sự lan tỏa của các gói kích cầu với đồng đô la yếu từ Mỹ.

Thị trường năm 2011 được dự báo sẽ tiếp tục khó khăn trong 2 quý đầu tiên. Những khó khăn này là hệ lụy của những bất ổn cuối năm 2010, và có thể phải đến hết quý II/2011 mới được giải quyết xong. Lạm phát, tỷ giá, lãi suất vẫn là những thách thức lớn nhất cản đà hồi phục của TTCK trong quãng thời gian 2 quý đầu năm 2011. Mặt bằng lãi suất tiếp tục duy trì ở mức cao trong quý I, và có thể giảm dần từ giữa quý II. Tăng trưởng do vậy sẽ chậm lại và kịch bản tăng trưởng được chúng tôi dự báo sẽ đạt thấp trong quý I và II của năm 2011. Với hy vọng về sự phục hồi tăng trưởng trong 2 quý còn lại của năm. Chúng tôi dự báo năm 2011 tăng trưởng GDP của Việt nam sẽ ở mức khiêm tốn 6,5%- 6,7% .

Tăng trưởng & chất lượng tăng trưởng

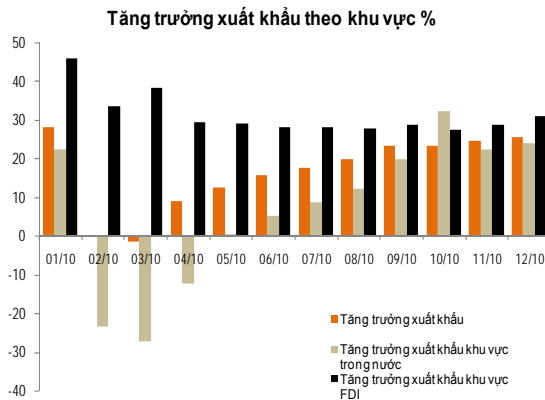


Nguồn: IMF, CEIC, Bloomberg

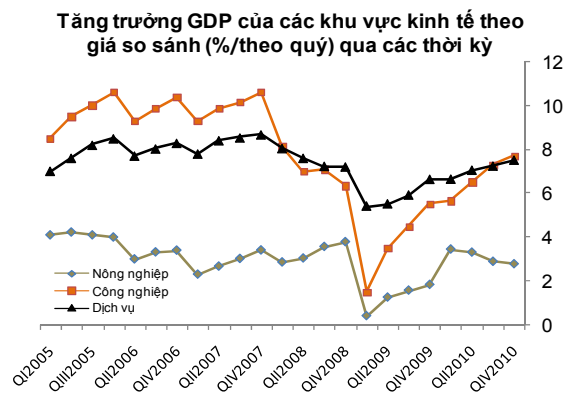


Nguồn: Tổng cục thống kê, CEIC

Khắc phục khó khăn của giai đoạn hậu suy thoái, tốc độ tăng trưởng 6.78% GDP năm 2010 đã được phản ánh ở hầu hết các cấu phần quan trọng của nền kinh tế. Kinh tế, thương mại, đầu tư phục hồi khá nhờ đà phục hồi của kinh tế thế giới, kim ngạch xuất khẩu đạt 71.6 tỷ USD, tương đương 80.28% GDP; kim ngạch nhập khẩu đạt 84 tỷ USD tương đương 68.46% GDP, tăng 20.1% so với năm 2009. Vốn FDI thực hiện tăng 10% so với năm 2009, đạt 11 tỷ USD. Tăng trưởng giá trị sản xuất công nghiệp duy trì phong độ với hai con số trong toàn bộ các tháng năm 2010, tăng dần về cuối năm và đạt 14.1% tính đến 31/12/2010, vượt so với dự báo 12.5%. Xét theo các khu vực, công nghiệp khu vực nhà nước tăng khá với giá trị sản xuất công nghiệp đạt 7.4%, khu vực có vốn đầu tư nước ngoài tăng cao nhất với 17.2%; khu vực ngoài nhà nước tăng ấn tượng với 14.7%, gấp đôi khu vực kinh tế nhà nước nhờ sự đóng góp tích cực của khối doanh nghiệp vừa và nhỏ;



Nguồn: CEIC

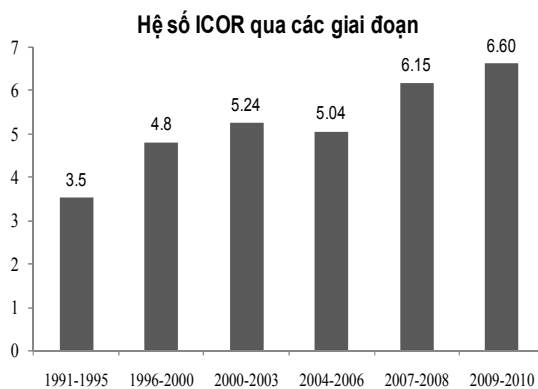


Nguồn: Tổng cục thống kê, IMF

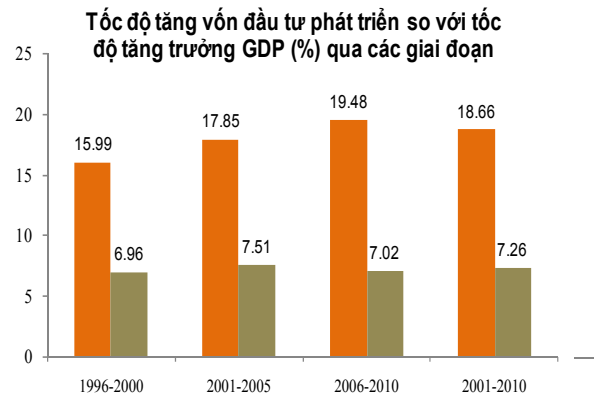
Nổi tiếp thành quả của năm 2009, công nghiệp và thương mại với tỷ trọng 41.2% và 38.3% đã có những đóng góp hiệu quả trong tăng trưởng GDP lần lượt đạt mức tăng trưởng 7.03% và 8.09%. Công nghiệp chế biến tiếp tục dẫn dắt sản xuất trong nước với mức tăng trưởng trên 8.38% trong khi ngành xây dựng ghi nhận mức tăng ấn tượng 10.06%; Với mức giải ngân trung bình 0.9 triệu USD/tháng, khối doanh nghiệp FDI đã mang lại đóng góp lớn: tăng trưởng xuất khẩu cao hơn mức tăng trưởng chung từ 10-15% giai đoạn 2006-2010, riêng năm 2010, tăng trưởng giá trị xuất khẩu đạt gần 32%, giá trị xuất khẩu chiếm 54% tổng giá trị xuất khẩu chung

Tuy nhiên, chất lượng tăng trưởng kinh tế vẫn ở mức thấp.

- *Thứ nhất, tăng trưởng phụ thuộc nhiều vào đầu tư trong khi hiệu quả đầu tư thấp.* Cùng với quá trình hội nhập quốc tế, lợi thế lao động rẻ đang giảm dần, trong khi năng suất lao động tăng với tốc độ chậm và giữ ở mức khiêm tốn tỷ trọng đóng góp trong tăng trưởng GDP (28.94%). Có thể nhận thấy, vốn đầu tư đóng vai trò ngày càng quan trọng trong tăng trưởng kinh tế. Hiện tại, vốn đầu tư đóng góp tới 51.16% trong tăng trưởng GDP tuy nhiên kinh tế chủ yếu tăng trưởng theo chiều rộng khi tăng trưởng vốn đầu tư luôn gấp đôi tăng trưởng kinh tế. Do ảnh hưởng của tình trạng lấn át đầu tư (crowding out effect), hiệu quả sử dụng vốn đầu tư vẫn ở mức thấp, hệ số ICOR tăng dần, đặc biệt giai đoạn 2006-2010 đã đạt trung bình 6.10 lần.



Nguồn: Tổng cục Thống kê, IMF

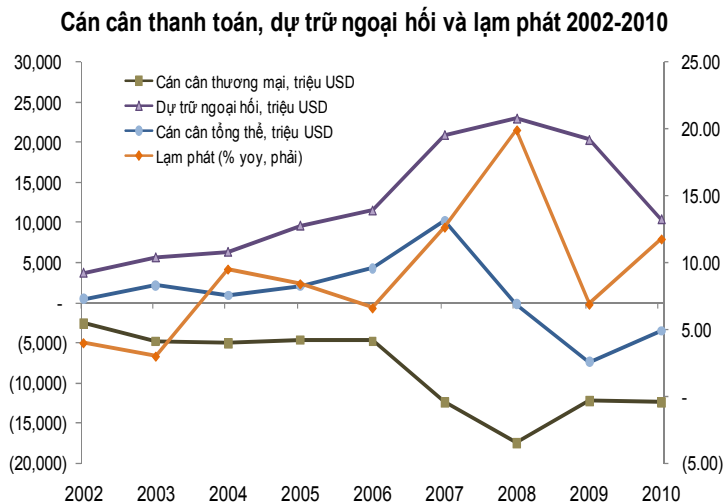


Nguồn: Tổng cục Thống kê, IMF

- *Thứ hai, thâm hụt ngân sách lớn, kéo dài và nợ công tăng nhanh.* Sự phụ thuộc vào vốn đầu tư, đặc biệt là đầu tư công dẫn tới thâm hụt ngân sách tăng cao và tăng nhanh ảnh hưởng xấu tới khả năng ổn định vĩ mô. Tính đến 31/12/2010, nợ công tiếp tục tăng cao ở mức 56.6% GDP, trong đó nợ chính phủ ở mức 44.3% GDP. Điều

này đã hạn chế một phần rất lớn khả năng huy động các nguồn lực cho tăng trưởng kinh tế đồng thời hạn chế kỳ vọng tăng trưởng khi tính đến nghĩa vụ trả nợ tương lai.

- *Thứ ba, nhập siêu và thâm hụt cán cân thanh toán vẫn ở mức cao.* Mặc dù kim ngạch xuất khẩu tăng cao hơn kim ngạch nhập khẩu, nhập siêu vẫn ở mức cao tương đương năm 2009 (12.4 tỷ USD). Điều này cho thấy sự tăng nóng của tổng cầu, đầu tư, tiêu dùng trong nước trong khi trình độ sản xuất và khả năng sản xuất hàng thay thế nhập khẩu vẫn chưa có chuyển biến đáng kể. Mặc dù có sự cải thiện so với năm 2009 (mức thâm hụt cán cân thanh toán tổng thể đã giảm 3.5 tỷ USD), năm 2010 là năm thứ hai liên tiếp cán cân thanh toán quốc tế thâm hụt làm xói mòn dự trữ quốc gia và ảnh hưởng tới các cân đối vĩ mô tổng thể nền kinh tế như tiết kiệm, đầu tư, thâm hụt ngân sách, rủi ro lạm phát, sự suy giảm của luồng vốn đầu tư nước ngoài



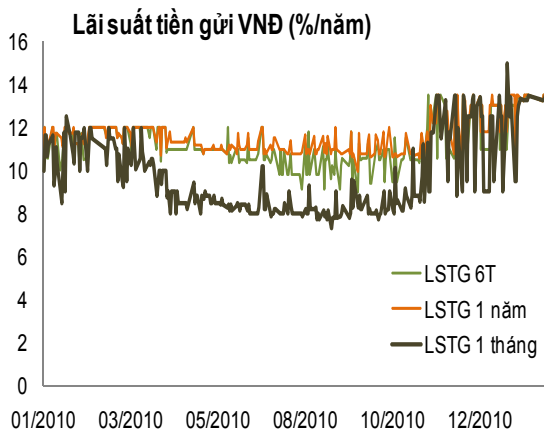
Nguồn: CEIC, Bloomberg, IMF

- *Thứ tư, năng lực cạnh tranh thấp.* Bất ổn và rủi ro vĩ mô tăng lên: lạm phát tăng cao, thâm hụt ngân sách lớn, nợ công cao, dự trữ ngoại hối suy giảm khiến năng lực cạnh tranh của Việt Nam vẫn ở mức thấp, sau Singapore (hạng 3), Trung Quốc (hạng 27), Malaysia (hạng 26), Thái Lan (hạng 38), Indonesia (hạng 44). Theo báo cáo năng lực cạnh tranh toàn cầu tại Diễn đàn kinh tế thế giới (WEF) 2010-2011, mặc dù đã có sự cải thiện so với năm 2009, Việt Nam được đánh giá thấp hơn so với các nước trong khu vực xét trên 4 tiêu chí: Thể chế, Hạ tầng, Ổn định kinh tế vĩ mô, Y tế và giáo dục tiểu học.

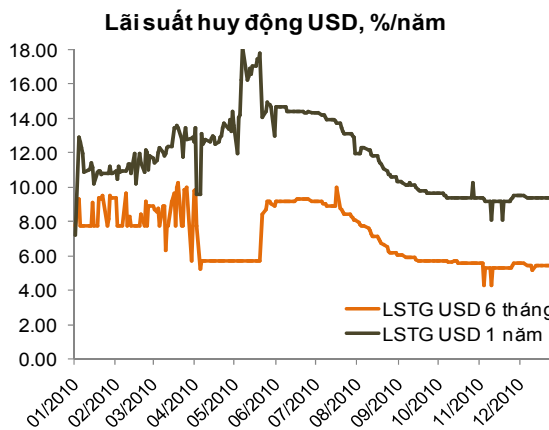
Lãi suất, tín dụng năm 2010 và bài học kinh nghiệm

Nhìn lại bức tranh lãi suất tín dụng ngân hàng của năm 2010 có thể nhận thấy chiều hướng đi lên của lãi suất khá rõ ràng trong khi những chính sách hầu như chưa mang lại hiệu quả mong muốn. Tín dụng ngân hàng đạt mức 29.81% vượt so với mục tiêu, huy động vốn tăng 27.2%, tổng phương tiện thanh toán cũng tăng 25.3% so với cuối năm 2009 và cao hơn mục tiêu 20%. (Nếu loại trừ sự tăng lên của tỷ giá và giá vàng, các chỉ tiêu tín dụng, huy động vốn, tổng phương tiện thanh toán lần lượt tăng 27.6%, 24.5%, 23.0%). Tuy tăng trưởng tín dụng chung vượt chỉ tiêu, kỳ giải ngân tương như khó khăn quý 4 vẫn có tốc độ tốt, song mức lãi biên co hẹp khiến hoạt động của các NHTM trở nên chật vật hơn.

- *Định hướng từ lãi suất cơ bản “mờ nhạt” trong khi lãi suất huy động-cho vay liên tục tăng và biến động bất thường.* Bắt nguồn từ việc lãi suất cho vay trung dài hạn đã được thực hiện thỏa thuận từ 26/02/2010, cộng với việc gỡ bỏ hỗ trợ lãi suất 4% như trong năm 2009, mức lãi suất cho vay VND liên tục tăng cao từ quý I.2010, phổ biến 16-18% hoặc thậm chí 18-20% (theo thông tư 07/2010/TT-NHNN). Lãi suất huy động bắt đầu tăng từ tháng 5/2010 phản ánh thực trạng khó khăn huy động tiền gửi VNĐ và áp lực huy động càng trở nên nặng nề hơn về cuối năm khi thời hạn tăng vốn điều lệ của các NHTM lên 3000 tỷ cũng đến gần và việc thực hiện các quy định của thông tư 13/TT-NHNN. Đỉnh điểm tháng 11.2010, lãi suất huy động tăng vọt từ 11-11.5%/năm lên tới 17%/năm đồng thời lãi suất cho vay cũng “leo thang” từ 13-14%/năm lên tới 19-21%/năm. Lãi suất USD tiếp nối đã tăng từ cuối tháng 11 khi các khoản tín dụng ngoại tệ lớn từ đầu năm đến hạn và nhu cầu chuyển ngoại tệ về nước cuối năm tăng lên.



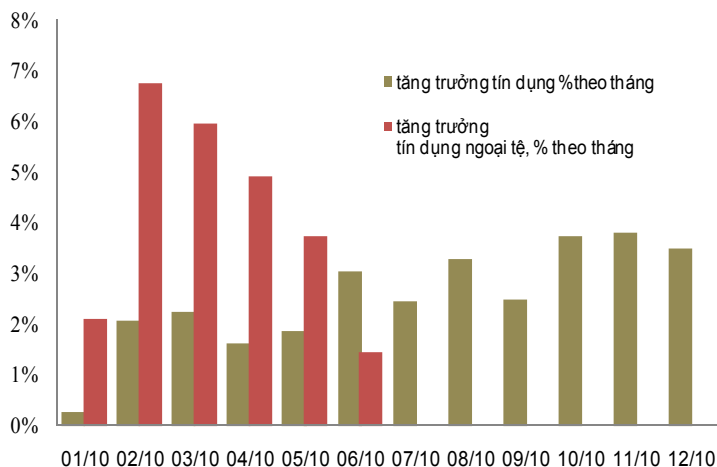
Nguồn: Bloomberg



Nguồn: Bloomberg

- *Tín dụng đột biến trong cơ cấu – tín dụng ngoại tệ tăng vọt:* Sự tăng lên của lãi suất cho vay VND, chính sách mở rộng đối tượng được vay USD và trạng thái ngu yên của tỷ giá trong vòng 7 tháng đầu năm đã tạo ra sức hấp dẫn lớn của việc đi vay bằng ngoại tệ so với đi vay bằng VND. Điều này trái ngược hẳn với tình trạng phổ biến năm 2009: các doanh nghiệp không vay USD mà mua hoặc tích trữ USD do lo ngại rủi ro tỷ giá. Kết quả là, tăng trưởng tín dụng cả năm đã tăng tới 49.3% trong khi tăng trưởng tín dụng VND chỉ đạt 25.3%, trong đó tín dụng hỗ trợ xuất khẩu tăng 26,2%, mảng tín dụng đối với nông nghiệp và nông thôn vẫn khá khiêm tốn khi tăng 23,2%.

Tăng trưởng tín dụng 2010 (%theo tháng)



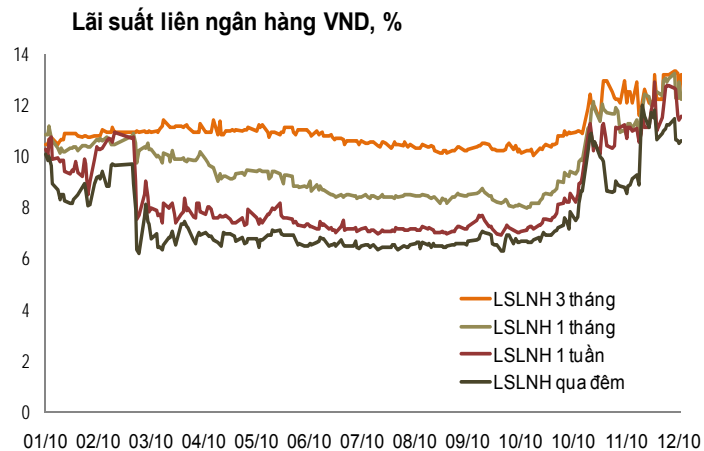
Nguồn: NHNN

- *Thị trường tiền tệ ngân hàng biến động trái chiều:* Xu thế vận động của lãi suất thị trường tiền tệ tín dụng đã đi ngược với các cam kết hay đồng thuận mang tính chủ quan và thể hiện xu hướng theo quy luật thị trường. Bản thân các NHTM cũng có những điều chỉnh không đồng nhất về mức độ và thời điểm. Trong khi không ít các NHTM đua nhau áp dụng các hình thức hấp dẫn để thu hút tiền gửi tiết kiệm; nhiều ngân hàng lại dừng cho vay ra; thị trường liên ngân hàng trầm lắng ngay tại thời điểm lãi suất tăng vọt và hạn mức tín dụng đã hết, tổng tín dụng đã vượt so với mục tiêu 25% khi tăng trưởng tín dụng ngoại tệ gần gấp đôi tín dụng VND.
- *Chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất huy động bình quân cơ hẹp:* Năm 2010, mặc dù lãi suất biến động nhiều và tăng cao song thực chất, chênh lệch lãi suất cho vay và huy động bình quân của

các NHTM lại giảm thấp rất nhiều so với 5 năm gần đây: năm 2005: 3.42%, năm 2006: 4.63%, năm 2007: 4.63%, năm 2008: 4.45%, năm 2009: 4.8% ảnh hưởng không thuận lợi tới lợi nhuận kỳ vọng của các NHTM. Bên cạnh đó, cùng với sự tăng cao của tín dụng, nợ xấu của hệ thống ngân hàng cũng tăng, khoảng 2.5% so với dư nợ cho vay, nếu tính cả nợ xấu Vinashin thì tỷ lệ nợ xấu còn lên tới 3.2%.

Nguyên nhân chính của cuộc đua lãi suất cũng như sự vận động bất thường trong hệ thống tiền tệ ngân hàng có thể nhận thấy là:

- *Thứ nhất, sự mất cân đối trong cơ cấu vốn và sự lỏng lẻo trong quản trị thanh khoản của các NHTM.* Lâu nay, hầu hết các NHTM đã luôn bị động về thanh khoản do thực chất phần lớn các khoản tiền gửi VND của khách hàng tại ngân hàng là không kỳ hạn và kỳ hạn rất ngắn trong khi đó các khoản cho vay dài hạn cũng như nhu cầu cho vay dài hạn ngày càng tăng lên. Thực tế, nhiều ngân hàng đã dùng vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn vượt quá tỷ lệ 30% theo quy định của NHNN. Điều đó cũng phản ánh qua sự tăng cao của lãi suất các kỳ hạn huy động ngắn trong năm 2010. Cộng thêm vào đó, sức ép của các tỷ lệ đảm bảo an toàn cuối năm và vốn giải ngân cho các hợp đồng tín dụng đã ký áp lực lại trở nên “nặng nề” hơn với huy động



Nguồn: Bloomberg

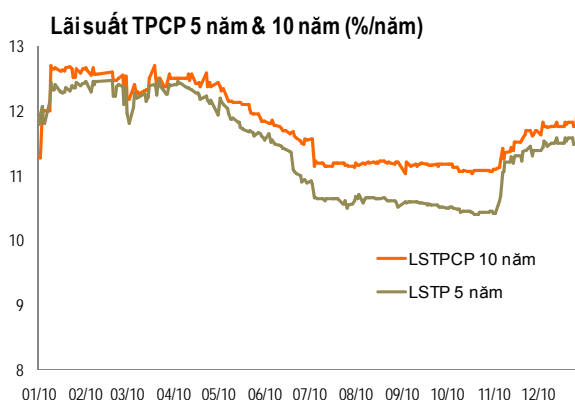
- *Thứ hai, thị trường liên ngân hàng vẫn chưa vận hành một cách thông suốt và lãi suất chưa mang tính định hướng.* Thực tế, nhiều NHTM, đặc biệt là các NHTM nhỏ, mới thành lập) đã phải huy động vốn trên thị trường liên ngân hàng so với vốn huy động từ dân cư lên tới 50% (vượt so với quy định là 20%). Và lãi suất thị

trường liên ngân hàng không những không mang tính định hướng mà còn gây sức ép tăng lên lãi suất huy động vốn dân cư và tổ chức khác. Hiện tượng đối nghịch có thể thấy rõ, so với mức lãi suất thị trường liên ngân hàng đã lên đến 25% thì mức tăng lãi suất huy động lên 19% vẫn có thể được coi là rẻ.

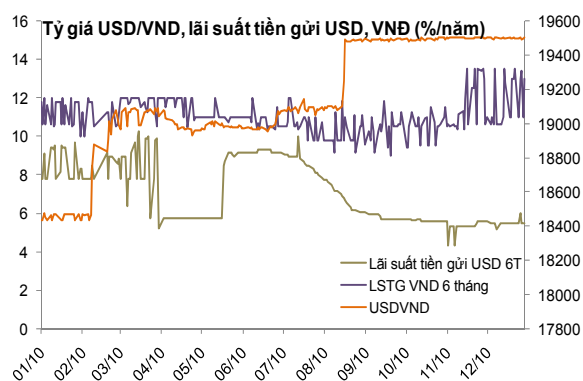
- *Thứ ba, nhu cầu vốn vẫn lớn song lạm phát, tỷ giá tăng cao đã cộng hưởng khiến lãi suất khó hạ như kỳ vọng.* Mặc dù lạm phát quý II đã làm giảm đáng kể mối lo về lạm phát và lãi suất cơ bản được giữ nguyên ngụ ý nói lòng tiền tệ song thị trường dường như không đồng tình với tín hiệu đó và lãi suất bắt đầu tăng trở lại vào tháng 5/2010. Trước sức ép tăng tỷ giá, giá lương thực và hàng hóa cơ bản, lạm phát tăng trở lại từ tháng 9.2010, việc tăng lãi suất cơ bản thêm 1% lại được phát ra đúng vào thời điểm nhu cầu tín dụng tăng cao theo tính chất mùa vụ của sản xuất kinh doanh và nhu cầu nhập khẩu nên không thể ngăn cuộc đua lãi suất bùng phát. Đứng trước sự lựa chọn giữa khả năng nói lòng tiền tệ để đảm bảo mục tiêu tăng trưởng hoặc kiềm chế lạm phát, tín hiệu thất chặt đã xuất hiện chưa đủ mạnh và rõ ràng và thực tế là lãi suất giữ vẫn ở mức cao để giảm bớt lạm phát kỳ vọng.

Những biến động lãi suất trong năm 2010 là hệ quả tất yếu của nhiều nguyên nhân, cả khách quan và chủ quan trong điều hành chính sách song được phản ánh khá rõ nét bằng những rủi ro đầu tư và sự kém hiệu quả trong lưu thông vốn của hệ thống ngân hàng cũng như sự vận hành của nền kinh tế. Sự tăng cao đồng loạt của tín dụng ngoại tệ đã tạo nên nguồn cung “ảo” trên thị trường ngoại hối, khi một lượng tín dụng ngoại tệ lại được quy đổi sang VND để đưa vào sản xuất kinh doanh; áp lực mua ngoại tệ trả nợ cuối năm đã góp phần thổi bùng cơn sốt tỷ giá và chênh lệch giữa giá USD trên thị trường tự do với thị trường chính thức tiếp tục tăng cao tới khoảng 2.000 VND.

Thực tế, lãi suất huy động cũng có sự điều chỉnh nhất định cuối năm 2010 khi thời hạn tăng vốn điều lệ của NHTM được hoãn thêm 1 năm và tác động tích cực của việc sửa đổi thông tư 13. Sự thành công của những đợt phát hành trái phiếu chính phủ đầu tháng 2.2011 với tỷ lệ thành công cao hơn và lãi suất thấp hơn cho thấy tín hiệu tích cực. Tuy nhiên mức độ điều chỉnh trong các NHTM vẫn mang tính đơn lẻ và hình thức, bên cạnh đó, sự tăng lên của lãi suất USD và vàng khiến việc hạ lãi suất đồng nội tệ vô hình trung trở nên không dễ dàng như kỳ vọng.



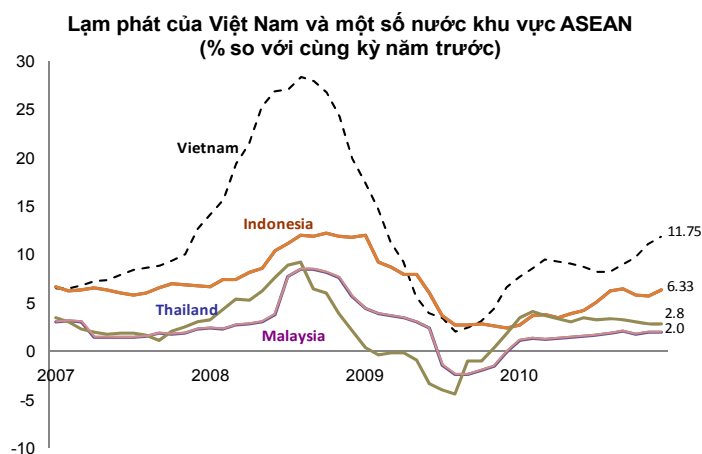
Nguồn: Bloomberg



Nguồn: Bloomberg

Tuy nhiên, ở một khía cạnh khác, việc chấp nhận một mức lãi suất cao hơn có khả năng hỗ trợ nhất định với việc hạn chế đà tăng cao của tỷ giá và khôi phục lại niềm tin với đồng nội tệ. Nếu các chính sách về tỷ giá, kiểm chế lạm phát trở nên hữu hiệu, chúng tôi kỳ vọng, quá trình điều tiết lãi suất sẽ không kéo dài, lãi suất huy động sẽ ổn định quanh mức 12% vào quý II.2011 và lãi suất thực sẽ được điều chỉnh bởi cung cầu vốn của các NHTM, người đi vay và nền kinh tế. Về dài hạn, sự vận động của dòng vốn đòi hỏi sự tôn trọng nguyên tắc thị trường, cùng với đó là các biện pháp mạnh mẽ để cải thiện khả năng quản trị thanh khoản của các NHTM, nâng cao vai trò của thị trường liên ngân hàng, giúp kích thích các nhu cầu vốn trong nền kinh tế vận động đúng hướng, hạn chế những rủi ro và tổn thất

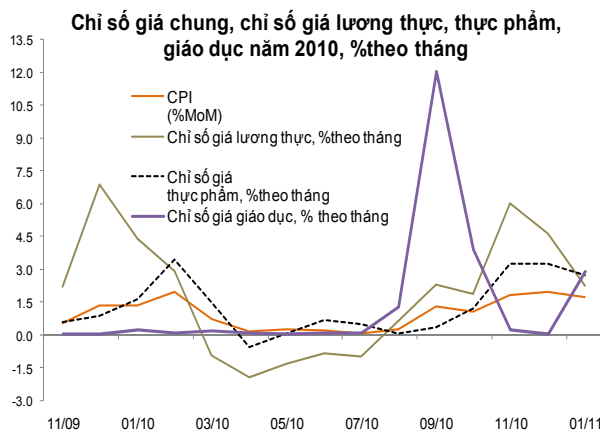
Lạm phát năm 2011 - Ấn số giá lương thực và ảnh hưởng bởi tỷ giá



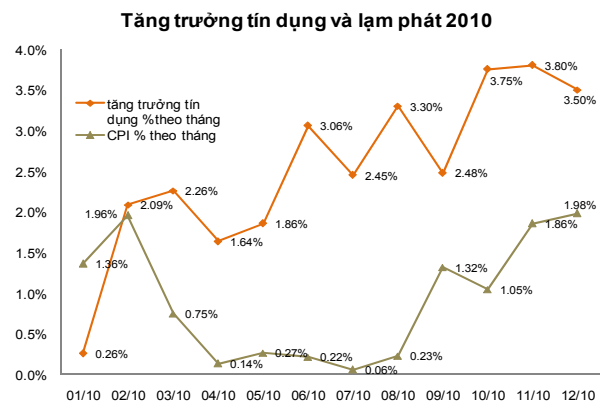
Nguồn: Tổng cục thống kê, CEIC, BMI

Tăng trưởng kinh tế đi kèm với lạm phát cao đã phản ánh sự thiếu vững chắc của nền kinh tế. Mức lạm phát tăng nhanh trong quý I đã được kiềm chế trong quý II. Tuy nhiên, từ tháng 9 lại tăng nhanh và mức tăng cao nhất của tháng 12.2010 đã góp phần đưa chỉ số giá cả năm tăng trên 2 con số, đạt 11.75%, cao hơn nhiều so với mục tiêu đề ra. Chỉ số CPI tăng cao trong quý IV và, cao hơn mức trung bình của giai đoạn ổn định 2005-2007 và cao gấp 1.25 lần so với năm 2006 và 2009.

- *Thứ nhất*, xét về nội tại, CPI tăng cao do được cộng hưởng bởi sự tăng giá của cả nhóm lương thực và nhóm hàng giáo dục. Chỉ số giá lương thực tăng 15.9% so với tháng 12.2009 và giáo dục có tốc độ tăng cao nhất trong rổ hàng hóa tính CPI 19.38% do tăng học phí từ học kỳ I 2010-2011. Trong mức lạm phát cao của tháng 12, khu vực hàng ăn và dịch vụ ăn uống đóng góp tới 3.31% (riêng lương thực tăng 4.67%)



Nguồn: Tổng cục thống kê, CEIC

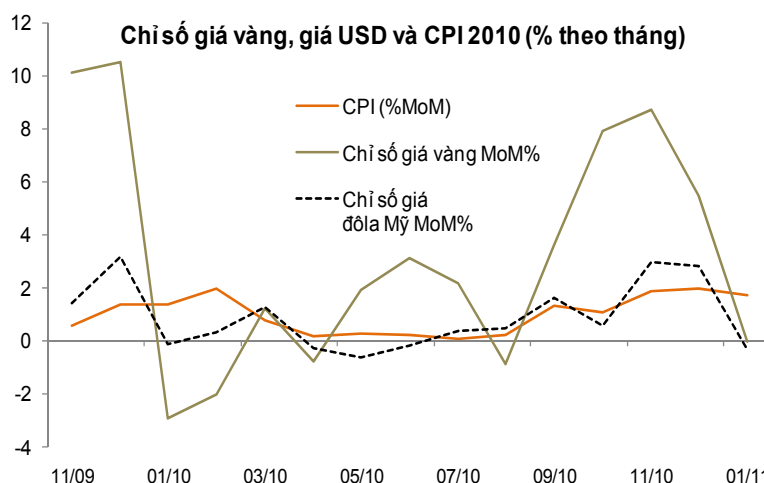


Nguồn: Tổng cục thống kê, NHNN, CEIC

- *Thứ hai*, nếu chia theo yếu tố ảnh hưởng, yếu tố khách quan như thiên tai, lũ lụt, mất mùa đóng góp 4.5% đối với tăng chỉ số giá cả chung; giá xăng dầu và năng lượng thế giới đóng góp 1% khi chỉ số giá năng lượng tăng 12% so với tháng 12.2009, giá dầu tăng 20.32% so với cuối năm 2009, yếu tố tiền tệ đóng góp 4.65%. Bên cạnh đó, sự tăng lên của giá cả hàng hóa nhập khẩu, đặc biệt là hàng hóa nhập khẩu từ thị trường Trung Quốc, nơi có lạm phát cao, cũng được nhận thấy là một trong những nhân tố tác động khá mạnh.
- *Thứ ba*, xét về bản chất kinh tế, mô hình tăng trưởng kinh tế của Việt Nam không có hiệu quả cao, thâm hụt ngân sách và đầu tư kém hiệu quả khiến mục tiêu tăng trưởng và lạm phát luôn có sự đánh đổi, thậm chí vượt ra ngoài dự kiến.

- *Thứ tư*, lạm phát tâm lý, cùng với sự tăng lên của giá vàng và ngoại tệ, lạm phát “kỳ vọng” luôn thường trực trong tâm lý của người dân và các nhà đầu tư. Bên cạnh đó, tình trạng đầu cơ găm giữ hàng để đẩy giá hàng hóa cũng khá phổ biến, nhất là vào những thời điểm lễ, Tết và cuối năm.

Lạm phát tăng cao trong bối cảnh kinh tế đang trên đà phục hồi tăng trưởng nhanh, dù lãi suất ở mức cao, tín dụng vẫn không giảm trong nửa cuối của năm 2010 cho thấy nhu cầu vốn của nền kinh tế lớn. Tuy nhiên, chất lượng tăng trưởng và hiệu quả đầu tư thấp lại làm tăng áp lực lạm phát trong trung hạn. Lạm phát đến lượt nó lại tác động đến kỳ vọng của nhà đầu tư, đến lãi suất VND và tỷ giá USD/VND, điều này đã dẫn tới những phản ứng thái quá của thị trường trong những tháng cuối năm trước diễn biến vĩ mô không thuận lợi, tỷ giá và lãi suất tăng quá mức, lãi suất huy động có thời điểm lên tới gần 20% trong khi tỷ giá vượt mốc 21.500 VND/USD.



Nguồn: Tổng cục thống kê, CEIC

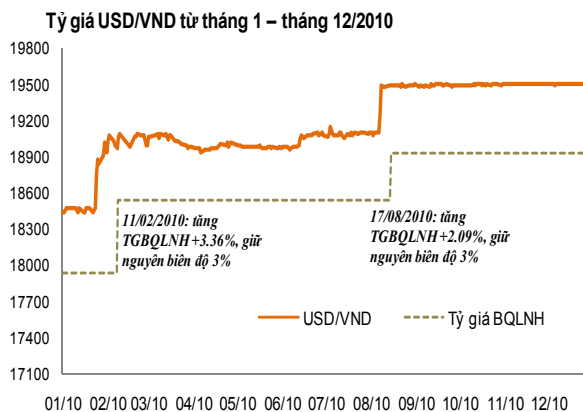
Đầu năm 2011, chỉ số CPI vẫn tiếp tục tăng ở mức cao, tháng 1.2011: CPI tăng 1.74% và tăng 12.17% so với cùng kỳ năm ngoái và sự tăng giá lương thực và nhóm hàng ăn uống vẫn đóng góp chủ yếu. Vì vậy, để tạo một trong những cơ sở quan trọng cho khả năng hiện thực của chính sách kiềm chế lạm phát khi lạm phát, *chúng tôi kỳ vọng sự giảm xuống của giá lương thực trong nước trùng khớp với chu kỳ tăng-giảm chung của giá lương thực thế giới cũng như chu kỳ tăng giá dịp Tết Nguyên đán 2011. Cộng thêm vào đó là các biện pháp bình ổn và phòng ngừa thiên tai lũ lụt, giá lương thực sẽ có xu hướng bình ổn từ quý II.2011.*

Trên khía cạnh tỷ giá, việc điều chỉnh tăng tỷ giá đầu tháng 2.2011 thêm 9.3% và mức lãi suất cao có khả năng ảnh hưởng tới việc tăng chi phí

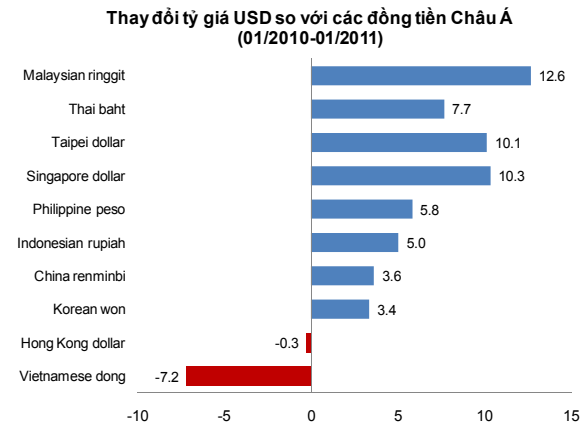
đầu vào nhập khẩu và chi phí tài chính của các doanh nghiệp, giá bán hàng hóa và cả tiêu dùng vì thế cũng tăng theo. Tính đến kế hoạch chi tiêu đầu tư phát triển cũng như những kế hoạch điều chỉnh giá điện, giá than, giá xăng dầu, tăng lương cũng như những khó khăn của kinh tế thế giới trong năm 2011, *CPI mục tiêu dưới 10%, theo chúng tôi sẽ khó khả thi. Chúng tôi dự báo CPI cuối năm 2011 sẽ tăng trong khoảng 12% - 13%*. Chúng tôi cũng cho rằng, khi các giải pháp chính sách được thực thi phù hợp và các tính toán chuẩn xác, chúng tôi cho rằng lạm phát sẽ không phải là rủi ro quá lớn với thị trường chứng khoán 2011.

Tỷ giá - Diễn biến & Dự báo

Năm 2010, tỷ giá VND/USD chính thức đã được điều chỉnh 2 lần. Lần đầu vào ngày 11/02/2010, tỷ giá bình quân liên ngân hàng được NHNN điều chỉnh tăng thêm 3,3% (lên 18544 đồng/USD), lần thứ 2 tăng thêm 2,1% (lên 18.932 đồng/USD) vào ngày 18/8/2010, cả 2 lần điều chỉnh đều giữ nguyên biên độ dao động +/-3%. Như vậy, tỷ giá VND/USD bình quân liên ngân hàng trong năm 2010 đã được điều chỉnh tăng tổng cộng 5,4%, lên 18.932 đồng/USD với mức trần là 19.500 đồng/USD.



Nguồn: Bloomberg



Nguồn: Bloomberg

Có thể chia diễn biến tỷ giá USD/VNĐ năm 2010 thành 3 giai đoạn:

Giai đoạn 1: Sau lần điều chỉnh ngày 11/02, giá USD trên thị trường tự do giữ đã có 1 thời gian dài ổn định ở mức 19.010-19.040 đồng/USD trong khi tỷ giá liên ngân hàng ở mức 18.544 đồng/USD. Hầu hết thời gian 7 tháng đầu năm chứng khiến việc tỷ giá tự do xuống sát, thậm chí có lúc còn thấp hơn tỷ giá giao dịch của các ngân hàng thương mại. Nguyên nhân chủ yếu của hiện tượng khá hiếm hoi này bắt nguồn từ tăng trưởng tín dụng ngoại tệ đầu năm rất cao, 7 tháng tăng hơn 30%. Điều này dẫn đến sự ổn định tạm thời của tỷ giá với lượng “cung ảo”

khá dồi dào. Tuy nhiên, khi các khoản vay này đến hạn, tình trạng đảo ngược chiều cuối năm đã xảy ra.

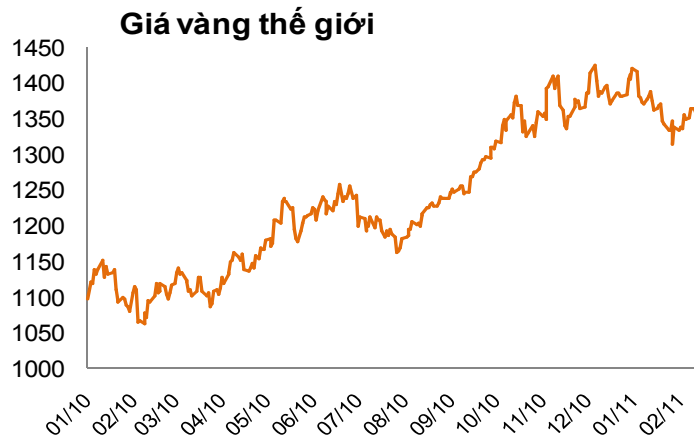
Giai đoạn 2: Sau một thời gian ổn định trong suốt 7 tháng đầu năm, tỷ giá có dấu hiệu tăng trở lại. Đầu tháng 8, tỷ giá trên thị trường tự do nhích dần lên mức 19.200-19.300 VND/USD trong khi tỷ giá niêm yết của các ngân hàng thương mại hầu như luôn ở mức kịch trần 19.100 VND/USD. Sau lần tăng tỷ giá bình quân liên ngân hàng lần thứ 2 vào ngày 18/08, tỷ giá trên thị trường tự do tăng lên mức 19.400-19.500 VND/USD; tỷ giá giao dịch của các ngân hàng thương mại cũng tiếp tục tăng lên sát mức kịch trần khoảng 19.450-19.500 VND/USD. Mốc này được giữ tương đối ổn định đến cuối quý III.

Giai đoạn 3: Đến cuối quý III, đầu quý IV tỷ giá USD tự do có xu hướng phá trần 19.500VND/USD, tăng mạnh và liên tục lên mức 20.000 VND/USD vào cuối tháng 10. Tuy nhiên, quá trình đi lên của tỷ giá USD tự do vẫn chưa dừng lại ở đây, tháng 11 đánh dấu sự tăng đột biến của tỷ giá, tăng vọt từ mức 20.000 VND/USD lên tới trên 21.000 VND/USD. Sang tháng 12 mặc dù tỷ giá có dấu hiệu hạ nhiệt nhưng vẫn duy trì ở mức trên 21.000 VND.USD đến cuối năm 2010.

Lý giải cho sự tăng lên đột biến của tỷ giá trong giai đoạn 2 và 3, có thể liệt kê ra 3 nguyên nhân chính:

- **Thứ nhất**, như đã nêu ra ở giai đoạn 1, tỷ giá tạm thời bình ổn trong khoảng 7 tháng đầu năm nhờ lượng “cung ảo” tăng lên khi tăng trưởng tín dụng bằng ngoại tệ ở mức rất cao (trên 30%). Tuy nhiên, đến đầu quý III, khi các khoản vay đến hạn, tình trạng đảo ngược diễn ra gây sức ép lên tỷ giá. Về phía cầu, nhu cầu USD tăng mạnh khi các doanh nghiệp đến hạn phải trả nợ các khoản vay trước đó, thêm vào đó là nhu cầu vay ngoại tệ để nhập hàng cho các tháng cuối năm. Về phía cung, nhập siêu tiếp tục gia tăng, năm 2010, tổng nhập siêu lên tới 12.4 tỷ đô la Mỹ (xuất khẩu đạt 71,6 tỷ USD trong khi nhập khẩu đạt 84 tỷ USD). Nhập siêu cao đã hút đi 1 lượng lớn ngoại tệ trong nền kinh tế, gây ra áp lực về phía cung.
- **Thứ hai**, là sự tăng giá mạnh mẽ của giá vàng thế giới trong giai đoạn này. Đầu tháng 11 chứng kiến sự gia tăng đột biến của giá vàng thế giới từ mức 1.353 USD/ounce lên mức kỷ lục 1.408 USD/ounce vào ngày 11/11/2010, từ đó góp phần đẩy giá vàng trong nước tăng mạnh. Giá vàng trong nước trong tháng 11 đã tăng từ mức 33.5 triệu đồng 1 lượng hồi đầu tháng lên mức bình quân 35-36 triệu đồng/lượng, đặc biệt giá vàng đã có lúc chạm mức đỉnh cao 37-38 triệu đồng/lượng vào ngày 9/11. Ở Việt Nam giá vàng và

giá đô la Mỹ có quan hệ tăng giảm cùng chiều, khi tỷ giá đô la tăng sẽ đẩy giá vàng nhập khẩu tăng. Trong khi đó, giá vàng tăng tạo ra mức chênh lệch cao giữa giá vàng trong nước và thế giới, điều này làm gia tăng hoạt động thu gom đô la để nhập lậu vàng. Do vậy, có thể thấy sự tăng mạnh của tỷ giá trong tháng 11 có sự góp mặt của cú sốc giá vàng thế giới rồi từ đó tạo lập 1 vòng xoáy giá vàng – tỷ giá đẩy giá của cả 2 mặt hàng này lên rất cao.



Nguồn: Bloomberg

- **Thứ ba**, nguyên nhân này cũng rất quan trọng, đó là yếu tố tâm lý lo sợ mất giá đồng nội tệ của người dân và doanh nghiệp. Hai đợt điều chỉnh tỷ giá bình quân liên ngân hàng trước đó khiến nảy sinh kỳ vọng sẽ tiếp tục có những đợt phá giá nữa trong tương lai, cộng với lạm phát tăng cao vào những tháng cuối năm (lạm phát từ tháng 9 đến tháng 12 luôn ở mức cao trên 1%) đã khiến người dân và doanh nghiệp giảm sự tin tưởng vào giá trị đồng nội tệ, tâm lý gom giữ đô la Mỹ do đó càng tăng mạnh và khuếch đại mức độ căng thẳng của tỷ giá trong giai đoạn này.

Vậy đâu là giải pháp?

Như vậy, ngoài nguyên nhân khách quan là giá vàng thế giới, có thể thấy có 2 nguyên nhân còn lại mang tính chủ quan của nền kinh tế trong nước, đó là (1) vấn đề cân đối cung cầu ngoại tệ, và (2) sự xói mòn niềm tin vào đồng nội tệ. Về nguyên nhân (1), cân đối cung cầu ngoại tệ có liên quan mật thiết đến chính sách tiền tệ trong từng thời kỳ (lãi suất, tín dụng...), cơ chế cũng như cách thức vận hành của hệ thống ngân hàng nói riêng và nền kinh tế nói chung. Việt Nam đang trong giai đoạn phát triển nên nhu cầu nhập khẩu là rất lớn, cũng vì vậy mà nhập siêu cao vẫn luôn là 1 vấn đề cố hữu không thể giải quyết trong 1 sớm 1 chiều. Về

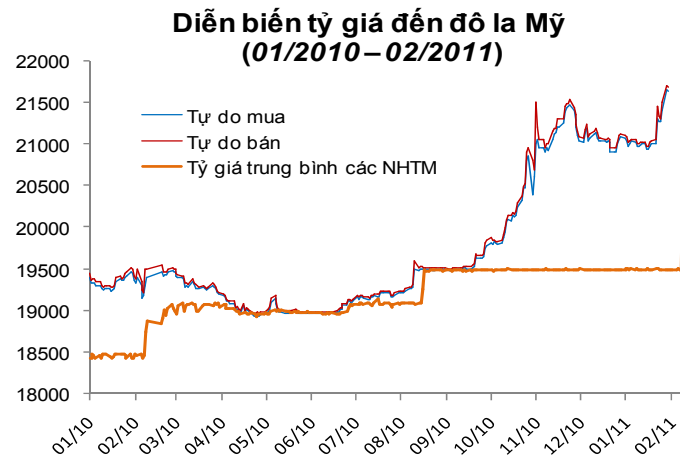
niềm tin vào đồng nội tệ, cốt lõi vẫn nằm ở việc kiềm chế lạm phát. Chính sách tiền tệ hợp lý trong từng giai đoạn phát triển cũng như nâng cao hiệu quả đầu tư, chống tham nhũng lãng phí là những yếu tố quan trọng để kiềm chế lạm phát.

NHNN nâng tỷ giá bình quân liên ngân hàng lên 9,3%

Ngày 11/02/2011, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) tiếp tục nâng tỷ giá bình quân liên ngân hàng lên 9,3% - mức cao kỷ lục, đồng thời thu hẹp biên độ dao động từ +/-3% xuống +/-1%. Như vậy, mức trần tỷ giá mà NHTM có thể giao dịch sẽ tăng 7,2% , từ 19.500 VND/USD lên 20.900 VND/USD. Động thái này của NHNN theo chúng tôi mang lại những tác động sau đây:

- *Thu hẹp khoảng chênh lệch giữa tỷ giá chính thức và tỷ giá trên thị trường tự do, tăng cường thanh khoản cho thị trường ngoại tệ.* Tỷ giá tự do trong năm 2010 tăng hơn 10% (từ mức trên 19.000 VND/USD đầu năm lên tới trên 21.000 VND/USD cuối năm 2010) khiến chênh lệch giữa 2 loại tỷ giá lên đến gần 2000 đồng. Với khoảng chênh lệch lớn như vậy, các doanh nghiệp sẽ không muốn bán USD cho ngân hàng, đồng thời việc mua ngoại tệ từ các ngân hàng cũng gặp rất nhiều khó khăn.
- *Giảm bớt kỳ vọng phá giá đồng tiền trong năm 2011 vốn đã xuất hiện từ cuối năm 2010.* Với mức tăng kỷ lục 9%, đưa tỷ giá chính thức lên sát hơn với tỷ giá thị trường tự do, kỳ vọng về sự mất giá lớn hơn của VND sẽ giảm bớt. Điều này sẽ giúp nhà đầu tư nước ngoài an tâm hơn tuy nhiên hiệu quả thực sự, chúng tôi cho rằng phụ thuộc rất lớn vào kết quả thực tế của việc ổn định các yếu tố vĩ mô như lạm phát, lãi suất... trong trường hợp sự ổn định vĩ mô chưa đạt được, kỳ vọng về việc phá giá đồng nội tệ vẫn sẽ tiếp tục tồn tại.
- *Tác động đến xuất nhập khẩu.* Về lý thuyết, đồng nội tệ yếu sẽ kích thích xuất khẩu và hạn chế nhập khẩu. Tuy nhiên, điều này không hẳn đã hoàn toàn đúng khi áp dụng vào Việt Nam khi nguyên nhiên liệu sản xuất chiếm tỷ lệ cao trong cấu phần nhập khẩu của Việt Nam. Chẳng hạn, ngành may mặc, giày dép (ngành xuất khẩu) – một trong những ngành xuất khẩu chủ lực của Việt Nam, 90% nguyên liệu phụ thuộc vào nhập khẩu. Khi đồng nội tệ mất giá, nguyên liệu nhập khẩu đắt lên ảnh hưởng đến xuất khẩu. Ngành gạo, cà-phê, cao su... khó xuất khẩu thêm dù có tăng tỷ giá vì xuất khẩu các mặt hàng này đã đến mức tối đa và gặp những hạn chế về việc gia tăng khối lượng

- **Tác động đến lạm phát:** Tỷ giá tăng sẽ ảnh hưởng tới chi phí nhập khẩu hàng hoá nói chung và nguyên nhiên liệu đầu vào nói riêng, do đó sẽ ảnh hưởng làm tăng lạm phát. Tuy nhiên, cũng cần phân biệt giữa 2 khối doanh nghiệp: những doanh nghiệp sử dụng tỷ giá tự do vốn đã cao từ trước đó để nhập khẩu (đa phần là doanh nghiệp tư nhân) sẽ ít bị tác động, và khối doanh nghiệp thực sự chịu sự tăng lên của tỷ giá chính thức. Vì vậy, chúng tôi cho rằng đợt điều chỉnh lần này sẽ tác động không nhỏ tới lạm phát trong thời gian tới do tác động cộng hưởng của sự tăng giá các yếu tố đầu vào như xăng, dầu, điện, than...



Nguồn: BSC, Bloomberg

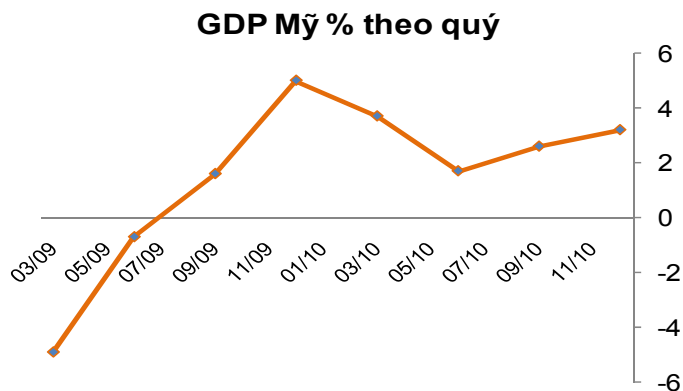
Dự báo tỷ giá

Tóm lại, tác động tích cực của việc điều chỉnh tỷ giá với giảm nhập siêu và cải thiện cán cân thanh toán được đặt nhiều kỳ vọng, tuy nhiên, đó vẫn là bài toán dài hạn. Lãi suất VND cao do thắt chặt tiền tệ có thể khiến tình trạng tín dụng ngoại tệ 6 tháng đầu năm tiếp tục tăng cao như năm 2010, điều này có thể là 1 nhân tố góp phần ổn định kỳ vọng của tỷ giá trong 6 tháng đầu năm, song lại tiềm ẩn rủi ro lớn vào cuối năm khi các khoản vay đáo hạn. Vấn đề mấu chốt vẫn là phải giảm lạm phát, giảm kỳ vọng về phá giá đồng tiền từ đó giảm lãi suất. Tuy nhiên lạm phát – tỷ giá và lãi suất vẫn là câu hỏi khó giải đáp khi quý I.2011 nhiều mặt hàng thiết yếu đầu vào như: điện, than, xăng dầu... sẽ được điều chỉnh tăng giá. Sau khi tăng 9.3%, nhiều khả năng sẽ không có đợt phá giá tiếp theo trong năm 2010, nếu có mức độ sẽ không lớn. Vì vậy, chúng tôi dự báo giá USD trên thị trường 6 tháng đầu năm sẽ giữ ở mức 21.500 -22.000 VND/USD; giai đoạn 6 tháng cuối năm có thể ở mức: 23.000 VND/USD.

Thế giới

Kinh tế Mỹ vẫn trên đà hồi phục nhưng tốc độ chưa đủ mạnh. Tỷ lệ thất nghiệp cao vẫn là thách thức lớn

Kinh tế Mỹ tăng trưởng 2,9% trong năm 2010. Tốc độ tăng trưởng có phần đi xuống vào giữa năm tuy nhiên đã tăng trở lại trong quý 3 và quý 4. Tỷ lệ thất nghiệp vẫn ở mức cao, dao động quanh mức trên 9%. Như vậy, kinh tế Mỹ vẫn đang tiếp tục hồi phục dù mức độ hồi phục chưa đủ mạnh để mang đến những cải thiện đáng kể cho thị trường lao động. Mức tăng trưởng của tiêu dùng hộ gia đình đã tăng lên vào cuối năm tuy nhiên vẫn còn chịu nhiều hạn chế từ tỷ lệ thất nghiệp cao, tăng trưởng thu nhập thấp và tín dụng thắt chặt. Các nhà tuyển dụng vẫn ngập ngừng trong việc tuyển thêm lao động. Thị trường nhà đất vẫn trong tình trạng suy yếu. Mặc dù giá cả hàng hóa tăng nhưng lạm phát kỳ vọng trong dài hạn vẫn ở mức ổn định, thậm chí lạm phát lõi còn có xu hướng đi xuống. Chúng tôi dự báo kinh tế Mỹ năm 2011 sẽ tăng trưởng mạnh hơn với tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống mức 7,5% - 8%.



Nguồn: Bloomberg

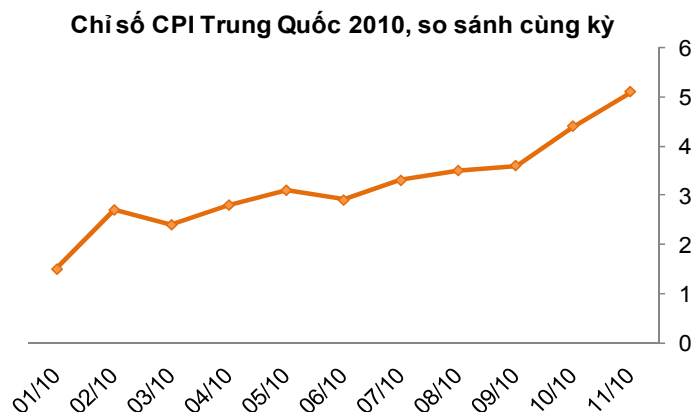
FED thực hiện chương trình nới lỏng định lượng QE2 - 600 tỷ USD

Đứng trước tỷ lệ thất nghiệp cao (trên 9%) và nền kinh tế phục hồi còn yếu. Vào hồi tháng 11/2010, Fed đã chính thức công bố chương trình nới lỏng định lượng lần 2 (QE2). Đây thực chất là gói kích thích kinh tế lần thứ 2 thông qua việc mua trái phiếu chính phủ với quy mô 600 tỷ USD và sẽ sử dụng khoảng 75 tỷ USD/tháng, thực hiện trong 8 tháng, từ tháng 11/2010 cho đến hết tháng 6/2011. Quyết định này của chủ tịch Fed, ông Bernanke, nhận được nhiều phản ứng trái chiều, trong đó có nhiều ý kiến cho rằng đây là quyết định liều lĩnh vì sẽ làm cho lạm phát của Mỹ tăng cao không kiểm soát. Tuy nhiên, Fed cũng tuyên bố sẽ điều chỉnh chương trình nếu cần thiết để đảm bảo vừa bình ổn giá cả vừa tạo thêm được nhiều việc làm. Tuy nhiên, đứng trên góc độ quốc

tế, chương trình QE2 của Fed đã bị nhiều nước khác đều lên tiếng “chỉ trích” khi họ cho rằng dòng tiền nóng từ Mỹ sẽ đổ vào nước họ, gia tăng sức ép tăng giá đồng nội tệ.

Trung Quốc tăng trưởng ấn tượng tuy nhiên đang phải đối mặt với lạm phát tăng cao vào cuối năm

Tăng trưởng kinh tế Trung Quốc năm 2010 đạt 10,3% với giá trị đạt hơn 6 nghìn tỷ USD - con số quá ấn tượng khi nền kinh tế thế giới vừa trải qua khủng hoảng. Với kết quả này, Trung Quốc tiếp tục chứng tỏ vai trò là đầu tàu cho sự hồi phục của nền kinh tế thế giới. Tuy nhiên, lạm phát của Trung Quốc cũng đang hình thành xu hướng tăng cao trong các tháng cuối năm 2010, trở thành mối đe dọa bất ổn vĩ mô đối với quốc gia này trong năm 2011. Chính phủ Trung Quốc đã tỏ ra rất chủ động và có lộ trình trong việc thực thi chính sách tiền tệ thắt chặt để kiềm chế lạm phát. Tính từ đầu năm 2010, Trung Quốc đã nâng lãi suất tỷ lệ dự trữ bắt buộc tổng cộng 6 lần và 2 lần tăng lãi suất cơ bản.



Nguồn: Bloomberg

Khủng hoảng nợ công ở châu Âu

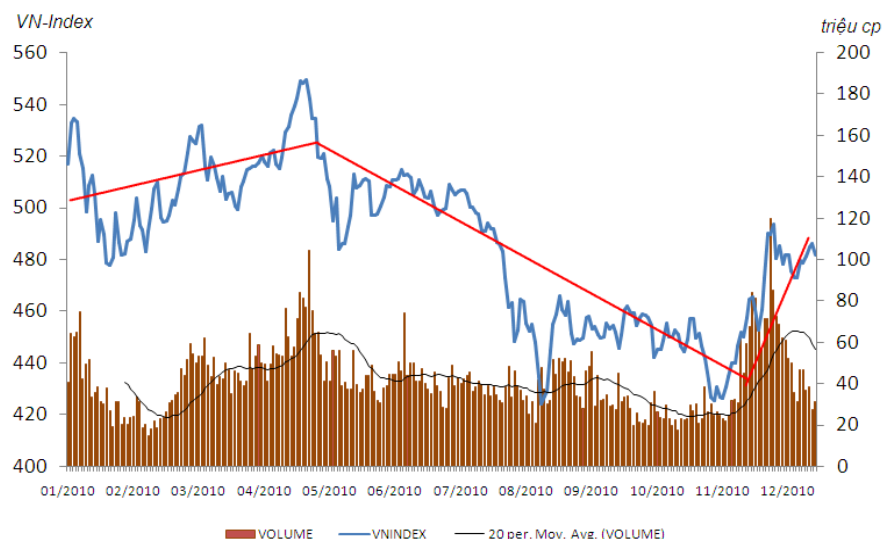
Khủng hoảng nợ công xảy ra tại Hy Lạp với mức thâm hụt ngân sách trầm trọng rồi lan rộng sang các nước châu Âu khác như Italy, Đức, Tây Ban Nha, Bồ Đào Nha. Trong những tháng cuối năm, đến lượt Ireland trở thành tâm điểm khủng hoảng. Trong vòng 2 tháng cuối năm, quốc gia này liên tục bị các tổ chức đánh giá tín nhiệm quốc tế như Fitch, Moody's hạ bậc tín nhiệm.

Giá vàng thế giới tăng mạnh

Năm 2010 chứng kiến giá vàng thế giới tăng mạnh, đặc biệt trong giai đoạn từ tháng 8 đến tháng 10. Tính cả năm giá vàng thế giới đã tăng khoảng 25%, tức mức 1100 USD/ounce đầu năm lên mức trên 1400 USD/ounce cuối năm.

II. BÁO CÁO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

I. DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG



1. Diễn biến chung

Thị trường chứng khoán Việt Nam đã trải qua một năm 2010 với những giai đoạn biến động thất thường. Nếu nhìn diễn biến của 2 chỉ số chính, có thể chia diễn biến của năm vừa qua thành 3 giai đoạn vận động chính.

Giai đoạn từ đầu năm đến tháng 4:

Thị trường khởi đầu năm 2010 vẫn tiếp diễn xu thế giảm cuối năm 2009, VN-Index tiếp tục sụt giảm khá mạnh và nhanh về mức 434 điểm trước khi bật tăng trở lại khi mà các chính sách vĩ mô can thiệp vào thị trường ngoại hối như nâng tỷ giá VND/USD bình quân liên ngân hàng, kết hối ngoại tệ ... phần nào được đánh giá tích cực. Thêm vào đó, dòng tiền đầu tư ngắn hạn tăng mạnh giai đoạn cuối năm 2009 vẫn còn luân chuyển trên thị trường và việc giá cổ phiếu sụt giảm nhanh và mạnh đã tạo lực hút dòng tiền quay trở lại thị trường.

Giai đoạn từ tháng 5 đến cuối tháng 11:

Thị trường quay trở lại với xu thế giảm điểm mạnh, khởi đầu bởi những thông tin xấu về cuộc khủng hoảng nợ ở các quốc gia Châu Âu như Hy Lạp, Bồ Đào Nha ... Trong nước, Thông tư 13/2010/TT-NHNN được ban hành vào đầu năm với mục đích nâng cao tiêu chuẩn đối với các ngân hàng và tổ chức tài chính đã bắt đầu gây ảnh hưởng tới các hoạt động tài chính nói chung cũng như hoạt động đầu tư của các tổ chức này trên thị trường nói riêng. Trong khi đó, điều kiện kinh tế vĩ mô cũng ở trạng thái không tích cực khi mà lạm phát tăng cao trong

giai đoạn đầu năm, thâm hụt cán cân thương mại tiếp tục gây áp lực lên tỷ giá.

Với những ảnh hưởng mang tính liên hoàn, Vn-Index đã liên tục sụt giảm từ vùng đỉnh của năm ở quanh mức 520 điểm xác lập vào đầu tháng 5 về mức đáy của năm ở mức 420 điểm.

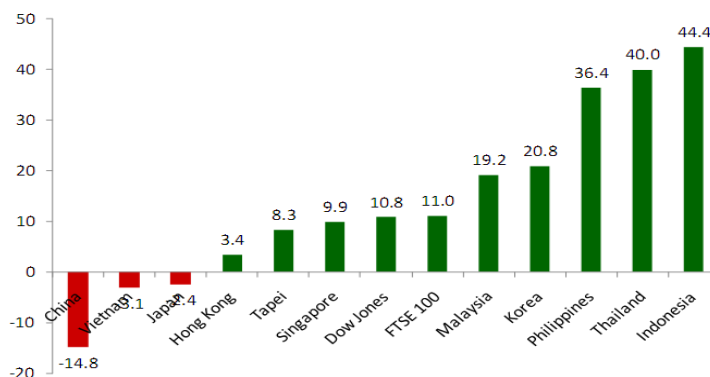
Giai đoạn tháng 12.2010:

Sau khi có diễn biến đi ngang và đã có 2 lần thử thách vùng đáy 420, VN-Index cuối năm lại tăng trở lại, bất chấp các thông tin vĩ mô vẫn chưa được cải thiện. Thứ nhất, tại vùng đáy 420 của chỉ số này, thị trường đã phản ánh các thông tin tiêu cực của môi trường kinh tế cũng như của thị trường chứng khoán. Thứ hai, giai đoạn tăng trở lại vào cuối năm, tuy dòng tiền vào thị trường không sôi động nhưng chỉ số VN-Index lại được hỗ trợ bởi xu hướng mua ròng liên tục của khối ngoại, tập chung chủ yếu vào các mã cổ phiếu vốn hóa lớn. Thực tế này được thị trường lý giải xuất phát từ việc giải ngân của một số quỹ đầu tư nước ngoài hoạt động theo hình thức đầu tư chỉ số. Điều này tuy một mặt giúp thị trường đi lên về mặt chỉ số nhưng mặt khác lại gây tâm lý e ngại và do dự cho đa phần các nhà đầu tư trong nước. Do đó, giai đoạn cuối năm, thị trường không thực sự thu hút được nguồn tiền đầu tư khi mà khối lượng giao dịch vẫn chỉ duy trì ở mức thấp.

2. Thị trường chứng khoán Việt nam trong tương quan với các thị trường trong khu vực

Có thể thấy năm 2010 là một năm biến động thất thường của thị trường Việt Nam nhưng xét về điểm số vào thời điểm cuối năm so với đầu năm, thị trường không có nhiều thay đổi. Trong khi đó, đa số các thị trường chứng khoán lớn thế giới lại có diễn biến khá lạc quan khi kết thúc năm với mức tăng khá ấn tượng, đặc biệt là một số thị trường mới nổi như Indonesia, Thái Lan, Philipines

Đánh giá mức độ biến động so với đầu năm của một số thị trường



Nguồn: Bloomberg, BSC

Một trong những động lực lớn của sự tăng trưởng này là do các quỹ đầu tư quốc tế đã tích cực mở rộng quy mô đầu tư vào các thị trường này. Ở Việt Nam, năm 2010 cũng là một năm kỷ lục giải ngân của các nhà đầu tư nước ngoài khi lượng tiền mua ròng tính trên 2 sàn giao dịch chính HSX và HNX trong năm là Tuy nhiên, lượng giải ngân này vẫn chưa đủ để có thể giúp thị trường Việt Nam tăng trưởng. Theo chúng tôi, thực tế này xuất phát từ một số nguyên nhân chính sau

- *Thứ nhất*, sau giai đoạn tăng trưởng khá nóng, nền kinh tế Việt Nam từ năm 2008 đã có những biểu hiện bất cập như lạm phát liên tục ở mức cao, thâm hụt thương mại kéo dài gây áp lực lên tỷ giá. Rủi ro về việc mất giá của Đồng Việt Nam được đánh giá ở mức cao và điều này gây nên sự thiếu hấp dẫn tương đối trong hoạt động đầu tư nói chung cũng như đầu tư chứng khoán nói riêng so với các thị trường khác;
- *Thứ hai*, thị trường Việt Nam trong những năm gần đây đã tăng trưởng khá nhanh cả về quy mô nhưng cũng còn ở mức hạn chế (vốn hóa thị trường vào thời điểm cuối năm chỉ ở khoảng tương đương trên 36 tỷ USD. Thêm vào đó, số lượng các mã cổ phiếu có vốn hóa lớn còn hạn chế trong khi room sở hữu còn lại cho nhà đầu tư nước ngoài là không nhiều cũng là một rào cản đối với dòng vốn mới từ nước ngoài.

Mã	Số cp đang lưu hành (triệu cp)	Room cho NDTNN		
		Tổng room	Đến 31/12/2010	
			(triệu cp)	%
VIC	368	107	62.8	17.1%
BVH	627	307	153.4	24.5%
DPM	378	186	95.3	25.2%
PVD	210	103	35.9	17.1%
OGC	250	123	102.1	40.8%
HAG	293	143	50.6	17.3%
PVX	250	123	104.6	41.8%
DHG	27	13	0.5	1.9%
FPT	193	95	10.6	5.5%
KBC	290	145	72.6	25.1%
SJS	100	49	18.1	18.1%
PPC	326	160	106.4	32.6%
PVF	500	150	73.4	14.7%
SSI	351	172	8.3	2.4%
HPG	295	144	42.0	14.3%
DIG	100	49	24.3	24.3%
PDR	130	64	62.5	48.0%
MSN	485	238	159.8	32.9%
ACB	781	234	0.0	0.0%
VPL	180	88	63.1	35.1%

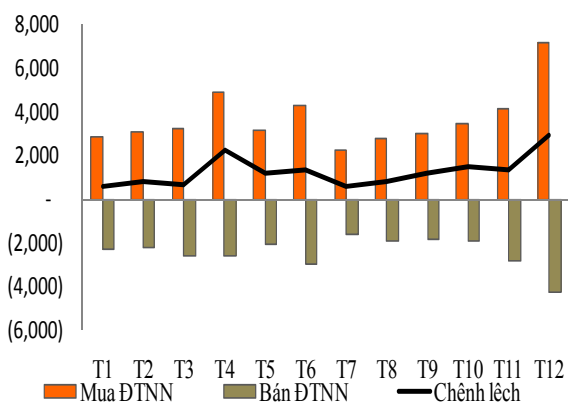
EIB	880	264	0.0	0.0%
VNM	353	162	0.0	0.0%
VCB	1,322	123	79.3	6.0%
STB	918	275	3.7	0.4%
POM	187	92	79.3	42.3%
PVS	200	98	61.8	30.9%
KDC	100	50	18.6	18.6%
CTG	1,125	121	141.1	12.5%
ITA	341	167	86.0	25.2%
SHB	350	105	98.5	28.2%
VCG	185	91	134.2	72.5%

Nguồn: HNX, HSX, BSC

- Thứ ba, thị trường vẫn còn nhiều hạn chế khi các công cụ đầu tư, công cụ hạn chế rủi ro, chưa phát triển tính thanh khoản thấp, khung pháp lý chưa hoàn thiện... cũng là những yếu tố làm thị trường kém hấp dẫn đối với các tổ chức đầu tư lớn.

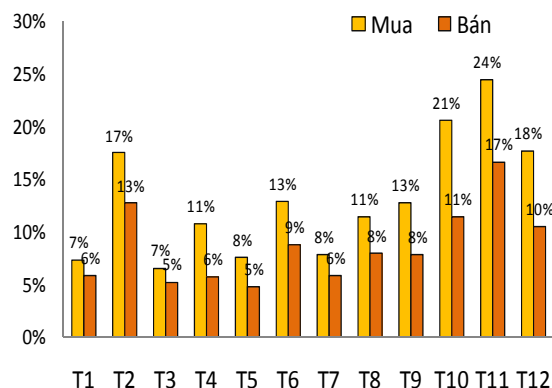
3. Diễn biến hoạt động của nhà ĐTNN trong năm 2010

Diễn biến giá trị mua bán của NĐTNN



Nguồn: HNX, HSX, BSC

Tỷ trọng giá trị mua/bán của NĐTNN so với toàn thị trường



Nguồn: HNX, HSX, BSC

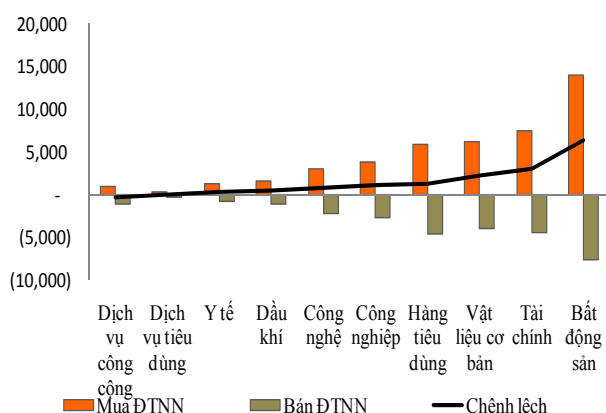
Trong năm 2010, nhà ĐTNN mua ròng trên 15 ngàn tỷ, và thực hiện mua ròng trong tất cả các tháng của năm. Khác với năm 2009, giao dịch của nhà ĐTNN trong năm 2010 có tỷ trọng lớn trong giao dịch toàn thị trường và có xu hướng tăng dần về cuối năm. Tỷ trọng giao dịch của nhà ĐTNN tăng mạnh hơn sau khi NHNN có sự điều chỉnh tỷ giá lần 1 và tháng 8.

Theo dõi giao dịch của nhà ĐTNN trong tương quan với VnIndex chúng tôi nhận thấy có sự khác biệt trong động thái của nhà ĐTNN đó là tính dẫn dắt thị trường mạnh hơn trong năm 2010. Diễn biến mua/bán ròng của nhà ĐTNN trung bình trong 20 phiên thường có diễn biến tương đồng với diễn biến của

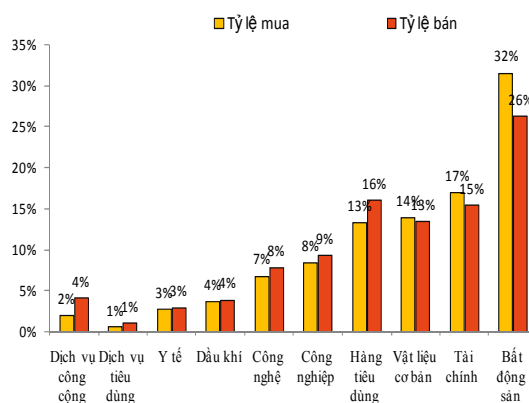
VnIndex. Trong khi diễn biến mua/bán ròng của nhà ĐTNN trong năm 2009 cho thấy xu hướng tích lũy cổ phiếu, biểu hiện ở việc xu hướng mua ròng thường tăng cao khi VnIndex giảm mạnh và ngược lại.

Chúng tôi cho rằng diễn biến này phần nào phù hợp với tính chất thời gian của nguồn vốn nhà ĐTNN đầu tư vào thị trường Việt Nam. Trong năm 2009, có sự xuất hiện của nhiều quỹ đầu tư mới ở Việt Nam, và dòng vốn này bắt đầu giải ngân mạnh khi thị trường về mức 235 điểm. Còn đối với năm 2010, thị trường chứng khoán Việt Nam không thu hút được thêm quỹ đóng nào lớn, trong khi đó dòng tiền đầu tư qua các quỹ ETF đóng vai trò ngày càng quan trọng hơn.

Tỷ trọng giá trị mua/bán của NĐTNN theo ngành



Nguồn: HNX, HSX, BSC



Nguồn: HNX, HSX, BSC

Tính chung các ngành nhà ĐTNN thực hiện giao dịch, thì 3 ngành được nhà ĐTNN quan tâm nhất là vật liệu cơ bản, tài chính và bất động sản. Trong đó ngành bất động sản là ngành thu hút được sự quan tâm nhất của dòng vốn nước ngoài đầu tư, với tỷ trọng 31%.

Các mã blue chips vẫn thu hút được sự quan tâm của nhà ĐTNN. Theo tính toán của chúng tôi, thì 20 mã có vốn hóa lớn nhất luôn thu hút được hơn 60% tổng giao dịch mua của nhà ĐTNN và tỷ trọng này có xu hướng tăng dần theo thời gian.

Theo dõi giao dịch của nhà ĐTNN trong năm 2010 có thể nhận thấy 2 hướng đầu tư chính, đó là

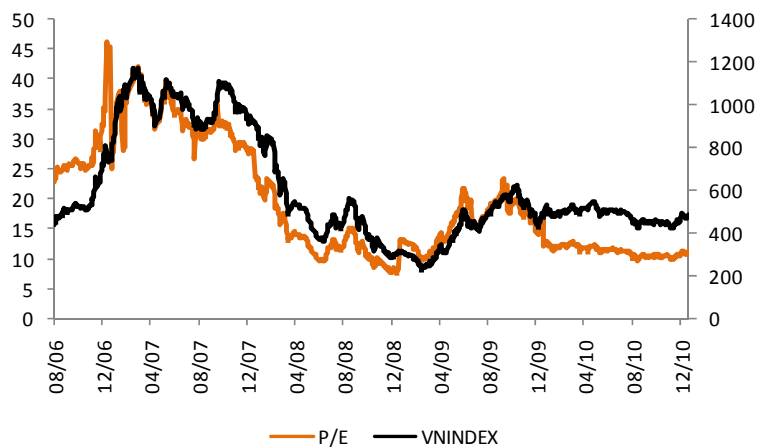
- ✓ Đầu tư bám sát chỉ số, tập trung vào các mã có tỷ trọng vốn hóa lớn và không quan tâm nhiều đến các chỉ số cơ bản;
- ✓ Đầu tư và các doanh nghiệp cụ thể, tham gia trực tiếp vào hội đồng quản trị, cùng tham gia hoạt động quản trị sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp;

Cả 2 hướng lựa chọn này đều cho thấy sự chưa ồ ạt của dòng vốn ĐTNN vào thị trường chứng khoán Việt Nam.

4. Mặt bằng giá trị cổ phiếu

Trong năm 2010, nhiều doanh nghiệp niêm yết vẫn duy trì được hoạt động tương đối ổn định. Tuy tác động của các chính sách hỗ trợ kinh tế không còn rõ nét như năm 2009 nhưng hệ quả của các chính sách vẫn giúp nhiều doanh nghiệp có kết quả kinh doanh tốt, duy trì được mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận so với năm trước.

Với việc mặt bằng giá cổ phiếu giai đoạn cuối năm nhìn chung không thay đổi so với đầu năm, giá của nhiều cổ phiếu đã “rẻ đi” tương đối nếu xét với tương quan của lợi nhuận của doanh nghiệp đem lại. Chỉ số P/E (trailing) của giỏ cổ phiếu tính VN-Index nhìn chung duy trì ở mặt bằng thấp trong hầu hết thời gian của năm và chỉ nhỉnh hơn so với giai đoạn đáy khủng hoảng năm 2008.



Nguồn: Bloomberg, BSC

Một mặt, diễn biến này đã phản ánh những rủi ro trong đầu tư tại thị trường trong năm vừa qua với bối cảnh nền kinh tế còn nhiều bất cập. Tuy nhiên, điều này cũng sẽ làm dẫn tới những cơ hội đầu tư có các nhà đầu tư dài hạn có tầm nhìn bởi diễn biến của thị trường có ảnh hưởng chung đến mặt bằng giá và khiến cho nhiều cổ phiếu có giá trị cơ bản tốt bị đánh giá thấp hơn so với giá trị nội tại.

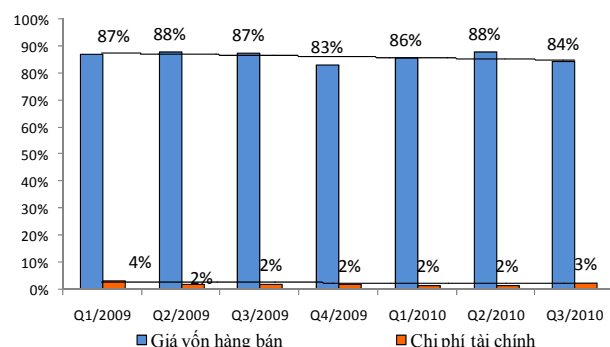
II. HOẠT ĐỘNG CỦA MỘT SỐ NGÀNH TRONG NĂM 2010

(* Các số liệu tài chính doanh nghiệp do BSC cập nhật và tính toán)

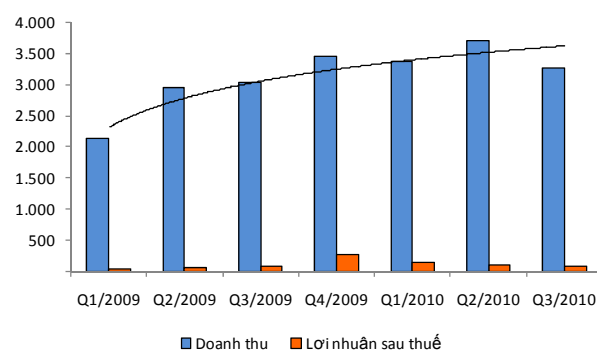
1. Lĩnh vực Vật liệu cơ bản

1.1. Khai khoáng

Diễn biến giá vốn và chi phí tài chính



Diễn biến quy mô doanh thu và lợi nhuận



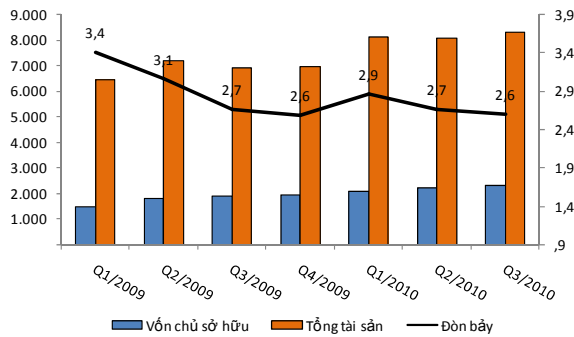
Khai khoáng là một trong những lĩnh vực quan trọng đối với nền kinh tế, cung cấp nguyên liệu đầu vào cho nhiều ngành sản xuất cũng như đóng góp cho xuất khẩu.

Nhìn chung, doanh thu của các doanh nghiệp khai khoáng trong 3 quý đầu năm 2010 cao hơn so với cùng kỳ năm 2009, một phần là do nhu cầu vật liệu cơ bản trên thế giới tăng, hỗ trợ tăng giá các loại khoáng sản và sự hạn chế xuất khẩu của Trung Quốc, góp phần làm cho biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp được cải thiện trong năm 2010.

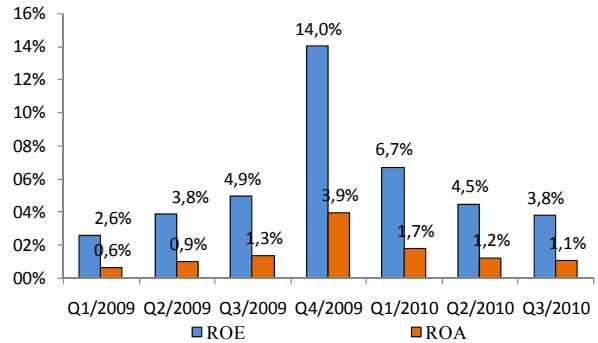
Một điểm khá tích cực là trong năm 2010, nhiều doanh nghiệp khai khoáng đã tiến hành cơ cấu lại nguồn vốn theo hướng tăng vốn và giảm tỷ lệ đòn bẩy, hạn chế những ảnh hưởng của mặt bằng lãi suất cao. Với việc giá bán đầu ra tăng và chi phí nhìn chung ổn định, kết quả hoạt động của các doanh nghiệp này có chiều hướng tích cực, chất lượng sử dụng tài sản cũng hiệu quả hơn so với năm 2009.

Tuy nhiên, trong năm 2011, cần chú ý rằng Chính phủ đang và sẽ hạn chế hoạt động xuất khẩu các sản phẩm thô từ quặng thông qua việc áp đặt các loại thuế xuất khẩu và tiêu thụ đặc biệt.... Đây có thể là một trong những yếu tố có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực khai khoáng.

Cơ cấu vốn và tỷ lệ đòn bẩy

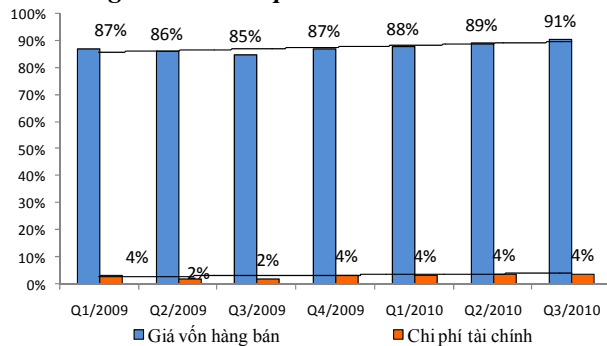


Diễn biến các chỉ số ROE, ROA

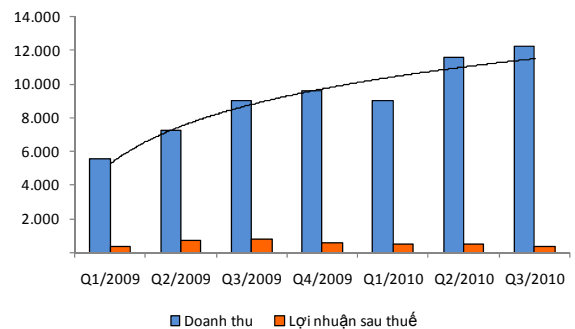


1.2. Sản xuất và kinh doanh thép

Diễn biến giá vốn và chi phí tài chính



Diễn biến quy mô doanh thu và lợi nhuận



Có thể chia các doanh nghiệp hoạt động trong ngành thép ở nước ta hiện nay thành các nhóm hoạt động chính như sau: nhóm doanh nghiệp sản xuất thép từ quặng, luyện thành gang, nấu chảy thành phôi, cán thành thép xây dựng; nhóm doanh nghiệp kinh doanh thép tấm và nhóm doanh nghiệp kinh doanh thương mại thép thuần túy... và mỗi nhóm đều có tính đặc thù riêng.

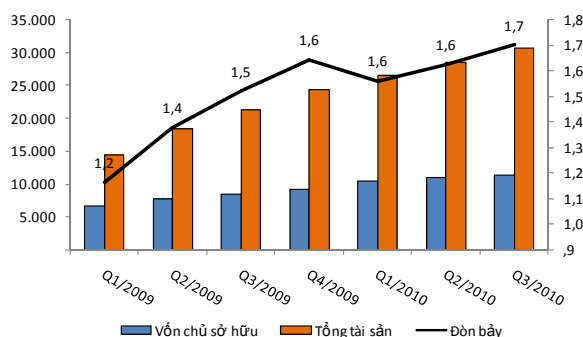
Hiện nay, đa số các doanh nghiệp niêm yết hoạt động trong lĩnh vực này vẫn chưa hoàn toàn xây dựng được chuỗi giá trị sản xuất thép khép kín và hiệu quả mà tỷ trọng lớn trong sản lượng vẫn là thép được cán từ phôi hoặc thép bán thành phẩm được nhập từ nước ngoài...

Nhìn chung trong 3 quý năm 2010, các doanh nghiệp này cũng mở rộng thể hiện qua sự gia tăng doanh thu so với cùng kỳ năm 2009. Tuy nhiên, có thể thấy biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp thép không cao, thậm chí còn có chiều hướng giảm đi trong 3 quý đầu năm 2010 so với cùng kỳ năm 2009. Nguyên nhân làm biên lợi nhuận giảm theo thời gian chủ yếu do diễn biến giá thép trên thị trường không thuận lợi trong khi chi phí đầu vào trong giá thành sản xuất thép lại gia tăng.

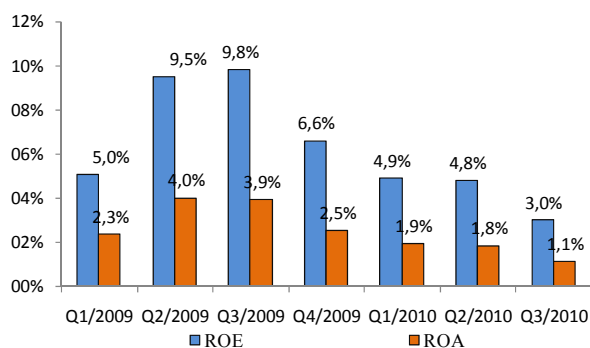
Xét về cơ cấu vốn, tỷ lệ tăng nợ cũng tăng nhanh hơn so với vốn chủ. Bên cạnh việc một số ít doanh nghiệp phải tăng vốn để phục vụ cho các dự án có quy mô lớn, các doanh nghiệp hoạt động dựa chủ yếu vào thương mại cũng cần phải tăng nguồn vốn vay để phục vụ cho việc nhập khẩu hàng hoá. Rõ ràng, với diễn biến của lãi suất năm 2010 thì việc gia tăng nợ cũng là một yếu tố gây ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động.

Điều này đã phản ánh rõ qua việc các chỉ số hiệu quả sử dụng tài sản và nguồn vốn chủ đều có chiều hướng xấu đi trong năm 2010. Nhìn chung, tuy là một ngành kinh tế lớn và quan trọng nhưng rõ ràng hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp thép là không cao. Hơn nữa, khi các doanh nghiệp hoạt động chủ yếu dựa vào thương mại, biên lợi nhuận rất thấp, nên kết quả kinh doanh thường phụ thuộc vào những biến động lớn của giá cả đầu vào và đầu ra.

Cơ cấu vốn và tỷ lệ đòn bẩy

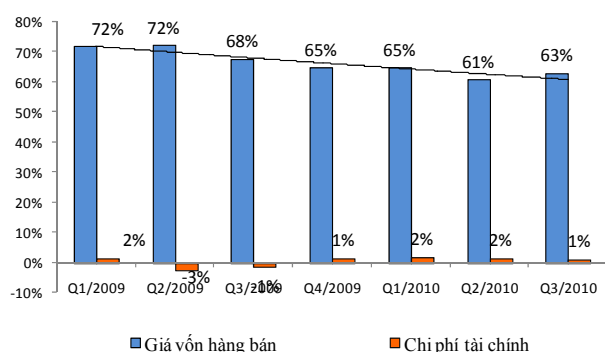


Diễn biến các chỉ số ROE, ROA

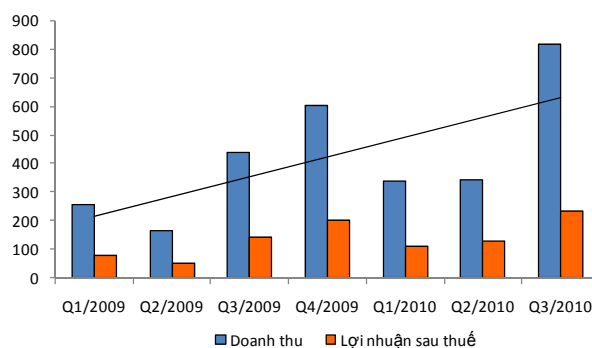


1.3. Cao su tự nhiên

Diễn biến giá vốn và chi phí tài chính



Diễn biến quy mô doanh thu và lợi nhuận

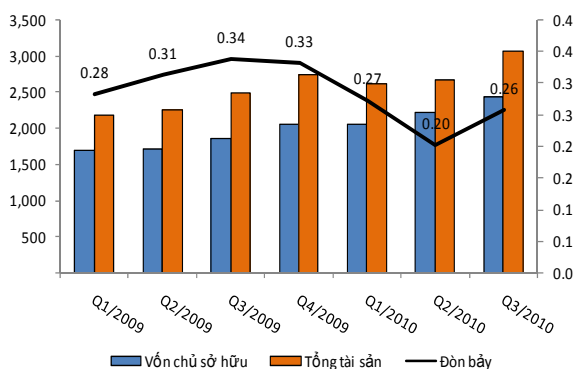


Với đặc thù là hoạt động khai thác từ nguồn tài nguyên thiên nhiên, hoạt động của các doanh nghiệp trồng và sản xuất cao su tự nhiên trong năm 2010 khá thuận lợi khi mà giá cả đầu ra tăng lên theo nhu cầu của thị trường thế giới mặc dù diễn biến không thuận lợi của thời tiết có làm ảnh hưởng đến sản lượng năm

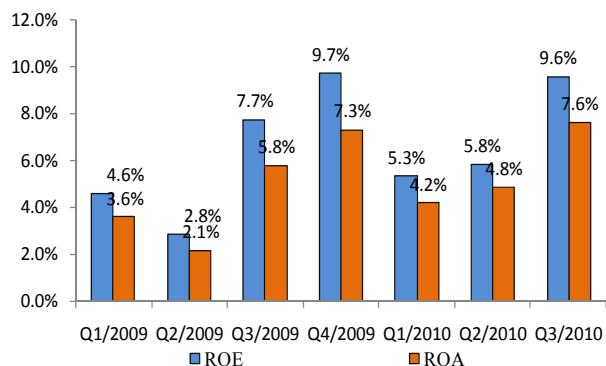
vừa qua. Điều này đã được thể hiện qua sự tăng trưởng doanh thu cũng như sự cải thiện biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp cao su trong năm 2010 so với cùng kỳ 2009.

Các doanh nghiệp niêm yết hoạt động trong lĩnh vực này cũng đều có khả năng chủ động về tài chính, không phụ thuộc vào vốn vay nên việc mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao trong năm 2010 không gây ảnh hưởng nhiều đến hiệu quả hoạt động. Các chỉ số hiệu quả sử dụng tài sản và vốn chủ trong 3 quý đầu năm 2010 đều cho thấy chiều hướng tích cực hơn so với năm 2009.

Cơ cấu vốn và tỷ lệ đòn bẩy



Diễn biến các chỉ số ROE, ROA



Có thể thấy rằng, sau giai đoạn đầu của sau khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, việc nhiều quốc gia trên thế giới đẩy mạnh các chính sách kích thích kinh tế đã khiến cho giá cả của các loại hàng hóa, vật liệu cơ bản như kim loại, than, cao su ... tăng cao.

Đây là một yếu tố khá thuận lợi đối với các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực Vật liệu cơ bản của Việt Nam. Tuy nhiên, cũng tùy thuộc vào đặc thù của từng ngành, từng doanh nghiệp việc tận dụng những điều kiện này đã có những kết quả cụ thể khác nhau. Với các doanh nghiệp thực sự khai thác được nguồn tài nguyên thiên nhiên như các lĩnh vực cao su, khai khoáng, kết quả hoạt động trong năm 2010 nhìn chung khả quan hơn so với 2009 cả về lượng tuyệt đối cũng như hiệu suất.

Trong khi đó, các doanh nghiệp thép đang niêm yết trên thị trường chứng khoán chủ yếu vẫn không hoàn toàn chủ động về nguồn đầu vào nên kết quả hoạt động của năm 2010 không mấy tích cực so với năm 2009.

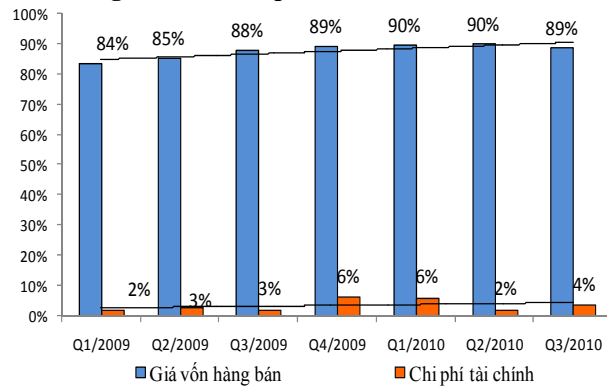
Cũng cần lưu ý rằng trong năm 2010, Trung Quốc có chủ trương hạn chế xuất khẩu các nguồn nguyên liệu cơ bản làm giá phần lớn các hàng hoá nguyên liệu cơ bản đều tăng đặc biệt là các sản phẩm có nguồn gốc từ khai khoáng kim loại như đồng, chì, kẽm, vàng, antimony, titan....

Tuy nhiên, trong năm 2010, Trung Quốc cũng như một số nước sản xuất công nghiệp lớn trên thế giới này đang có chiều hướng thu hẹp sản xuất nhằm hạ nhiệt cho nền kinh tế và rất có thể xu thế này sẽ có còn tiếp diễn, làm giảm nhu cầu các loại hàng hóa nguyên liệu đầu vào. Rất có thể giá cả các loại hàng hóa cơ bản sẽ dần hạ nhiệt và có thể phần nào ảnh hưởng tới biên lợi nhuận của các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực Vật liệu cơ bản. Việc Chính phủ có định hướng đánh thuế xuất khẩu, tiêu thụ đặc biệt đối với các loại khoáng sản cũng là một yếu tố có thể gây ảnh hưởng không tốt đến hoạt động của các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực này.

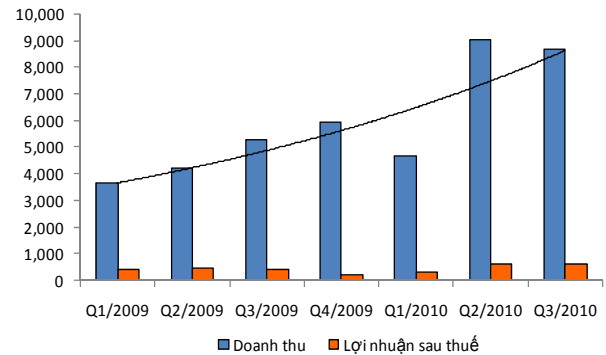
2. Lĩnh vực Dầu khí

2.1. Thiết bị, dịch vụ và phân phối sản phẩm dầu khí

Diễn biến giá vốn hàng bán và chi phí tài chính



Diễn biến quy mô doanh thu và lợi nhuận

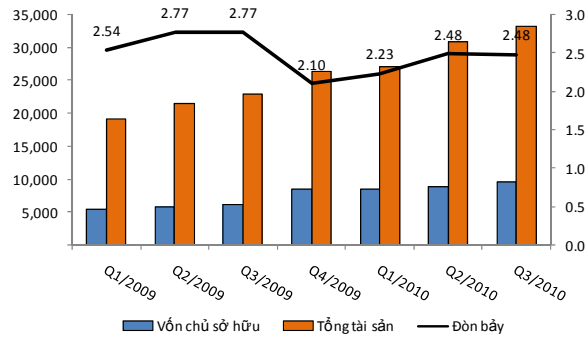


Các doanh nghiệp hoạt động trong các lĩnh vực cung cấp các thiết bị, dịch vụ và các sản phẩm liên quan đến hoạt động của lĩnh vực Dầu khí nhìn chung là các doanh nghiệp có hoạt động rất đặc thù với thị trường đầu vào chủ yếu là nhập khẩu thiết bị, hóa phẩm dầu khí để cung cấp cho đầu ra là các đơn vị trong ngành. Do đó, đây là lĩnh vực hoạt động có biên lợi nhuận thấp.

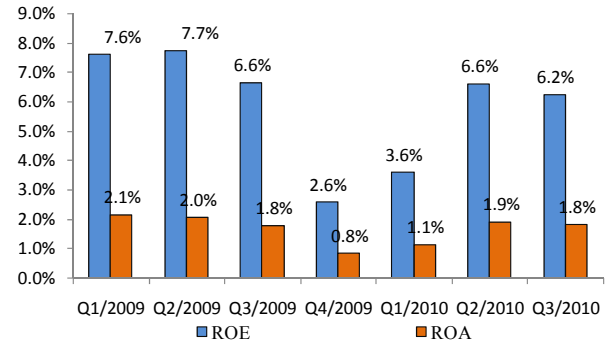
Năm 2010, tuy doanh thu các quý có cao hơn so với cùng kỳ năm ngoái nhưng biên lợi nhuận của các doanh nghiệp trong năm vừa qua lại có xu hướng giảm đi. Hiệu quả sử dụng tài sản của các doanh nghiệp cũng có chiều hướng giảm.

Do là lĩnh vực đặc thù nên nhìn chung đây là lĩnh vực mang tính ổn định, khó có khả năng nâng cao hiệu quả cũng như tạo được đột biến trong hoạt động.

Cơ cấu vốn và tỷ lệ đòn bẩy

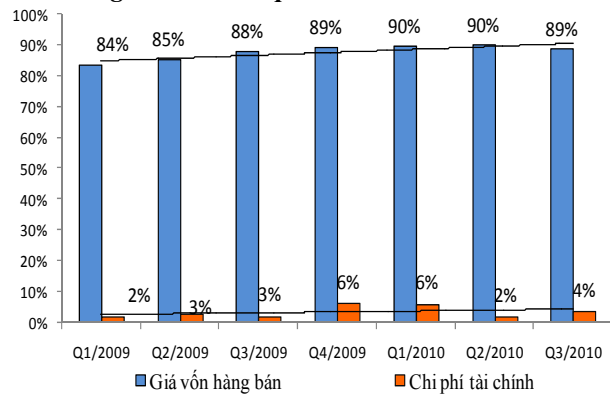


Diễn biến các chỉ số ROE, ROA

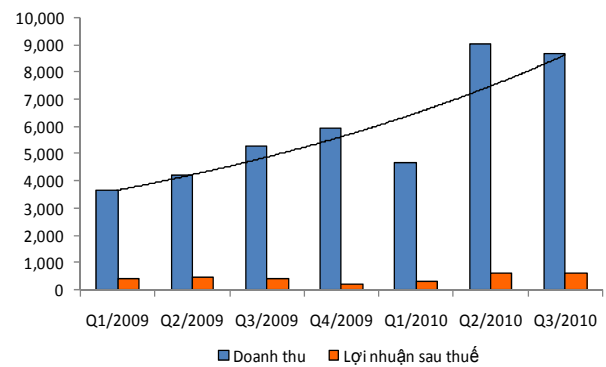


2.2. Bán lẻ các sản phẩm, thiết bị dầu khí

Diễn biến giá vốn và chi phí tài chính



Diễn biến quy mô doanh thu và lợi nhuận

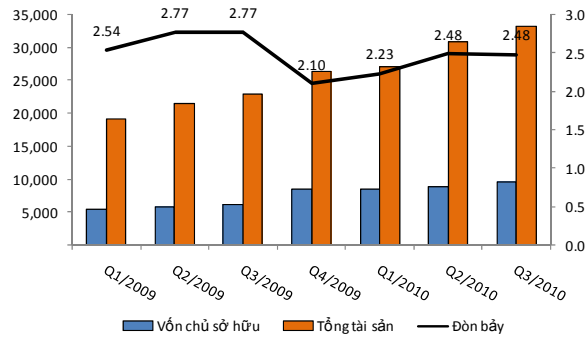


Cũng như các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành cung cấp các thiết bị, dịch vụ và các sản phẩm dầu khí, các đơn vị kinh doanh bán lẻ các sản phẩm dầu khí (chủ yếu là gas) có biên lợi nhuận thấp. Hiện nay, tiềm năng của ngành còn khá lớn nhưng với đặc thù của các doanh nghiệp niêm yết trong ngành này là các doanh nghiệp bán lẻ nên hiệu quả kinh doanh không cao.

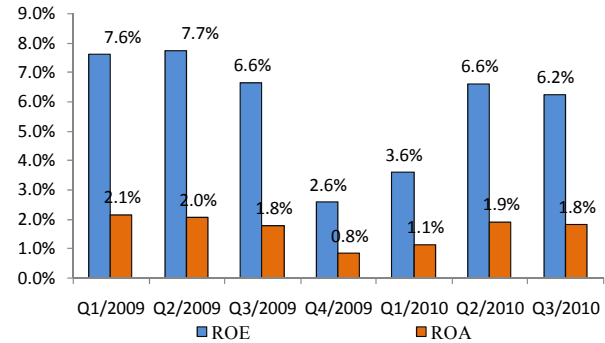
Tuy trong năm 2010, doanh thu các quý có cao hơn so với cùng kỳ năm ngoái nhưng chủ yếu là do giá bán tăng trong khi biên lợi nhuận của các doanh nghiệp trong năm vừa qua lại có xu hướng giảm đi.

Nhìn chung, đây cũng là một trong các lĩnh vực không có nhiều tiềm năng phát triển trong ngắn hạn.

Cơ cấu vốn và tỷ lệ đòn bẩy



Diễn biến các chỉ số ROE, ROA

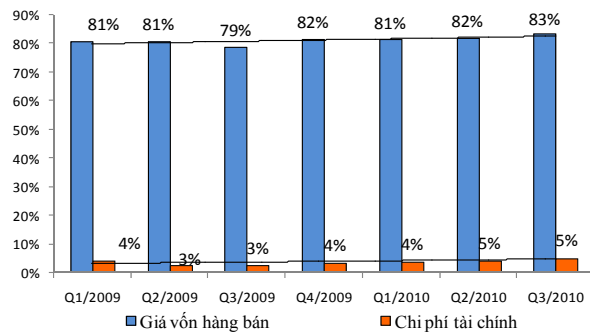


Ngành dầu khí là một trong những ngành kinh tế mũi nhọn của nền kinh tế Việt Nam. Tuy nhiên, các doanh nghiệp đang niêm yết trên sàn chủ yếu là các doanh nghiệp cung cấp thiết bị, dịch vụ chuyên ngành hoặc kinh doanh bán lẻ. Vì vậy, hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp này là không cao do quá phụ thuộc vào nguồn đầu vào từ các nhà cung cấp nước ngoài hoặc các Tổng công ty thuộc Tập đoàn Dầu khí.

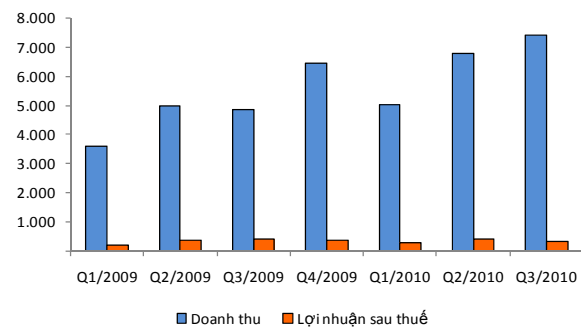
3. Các lĩnh vực Xây dựng, sản xuất vật liệu xây dựng, Bất động sản

3.1. Xây dựng và Vật liệu xây dựng

Diễn biến giá vốn và chi phí tài chính



Diễn biến quy mô doanh thu và lợi nhuận

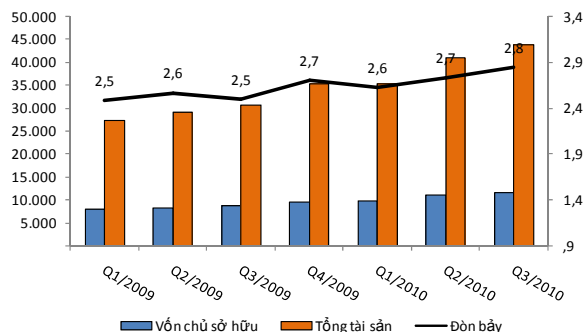


Nhìn chung trong năm 2010, các doanh nghiệp niêm yết thuộc lĩnh vực Xây dựng và sản xuất vật liệu xây dựng đạt được mức tăng trưởng về doanh thu. Tuy nhiên, có thể thấy rằng để đạt được sự tăng trưởng này, các doanh nghiệp đã phải mở rộng quy mô hoạt động thông qua việc tăng tài sản.

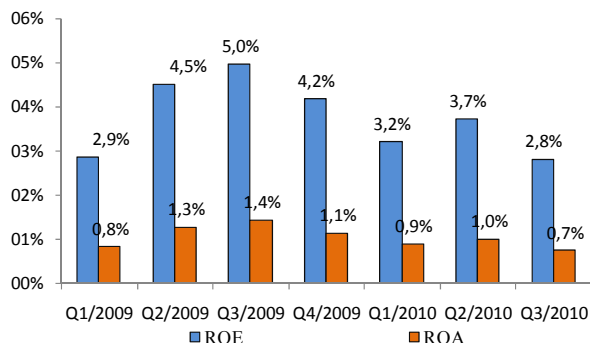
Xem xét cơ cấu vốn nói chung của các doanh nghiệp này, có thể thấy tỷ lệ nợ tăng nhanh hơn so với vốn chủ. Với đặc thù là lĩnh vực có tỷ lệ đòn bẩy (Nợ/Vốn chủ sở hữu) cao, việc gia tăng nợ trong bối cảnh lãi suất cao là một điểm hạn chế và ảnh hưởng tới kết quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp.

Thực tế này đã ảnh hưởng rõ đến hiệu quả sử dụng vốn và sử dụng tài sản. Các chỉ tiêu ROA và ROE của các doanh nghiệp Xây dựng, sản xuất vật liệu xây dựng đã có chiều hướng giảm sút so với năm 2009, khi mà các chính sách hỗ trợ kinh tế được thực hiện với quy mô khá rộng.

Cơ cấu vốn và tỷ lệ đòn bẩy

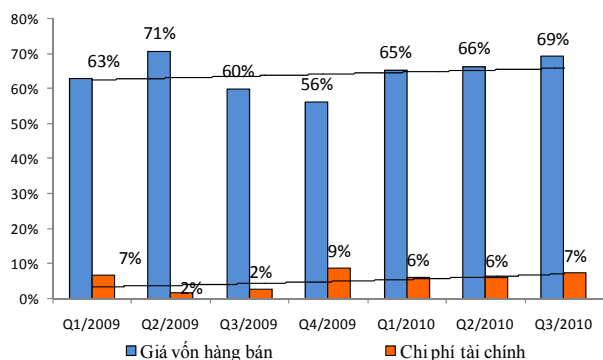


Diễn biến các chỉ số ROE, ROA

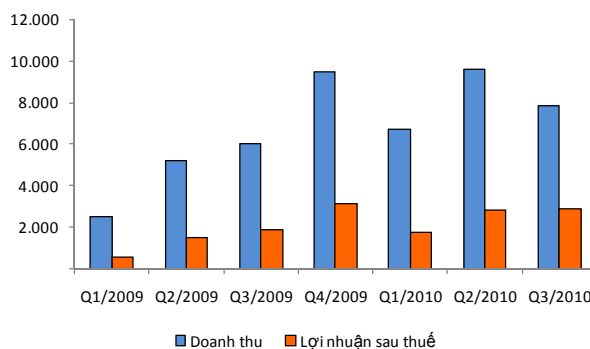


3.2. Bất động sản

Diễn biến giá vốn và chi phí tài chính



Diễn biến quy mô doanh thu và lợi nhuận



Các doanh nghiệp niêm yết hoạt động trong lĩnh vực Bất động sản nhìn chung đều là các doanh nghiệp lớn và có lợi thế về quỹ đất, tiềm lực tài chính, nhân lực ...

Trong 3 quý đầu năm 2010, các doanh nghiệp niêm yết hoạt động trong lĩnh vực bất động sản vẫn có mức tăng trưởng dương về doanh thu. Với các lợi thế vốn có, tỷ lệ giá vốn của các doanh nghiệp này ở mức thấp và có diễn biến khá ổn định.

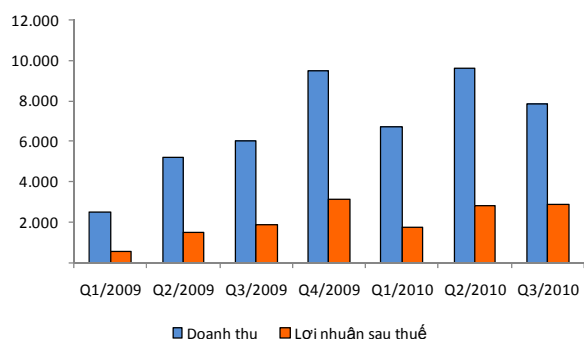
Nhìn chung, quy mô tài sản của các doanh nghiệp này tăng cao hơn so với quy mô vốn chủ. Điều này cũng đã dẫn đến sự giảm sút trong hiệu quả sử dụng vốn và tài sản (hệ số ROE, ROA chia theo các quý năm 2010 có xu hướng giảm sút so với năm 2009) Việc này có thể một phần là do việc dừng các dự án làm chi phí sản xuất kinh doanh dở dang của doanh nghiệp tăng cao, làm giảm hiệu quả

sử dụng vốn. Việc thị trường của phân khúc chung cư, văn phòng cho thuê, đất nền công nghiệp, văn phòng tại khu vực phía Nam đã trở nên bão hoà khiến cho các doanh nghiệp buộc phải giảm giá bán và việc bán hàng cũng khá chậm hay nói cách khác là tồn kho thành phẩm lớn.

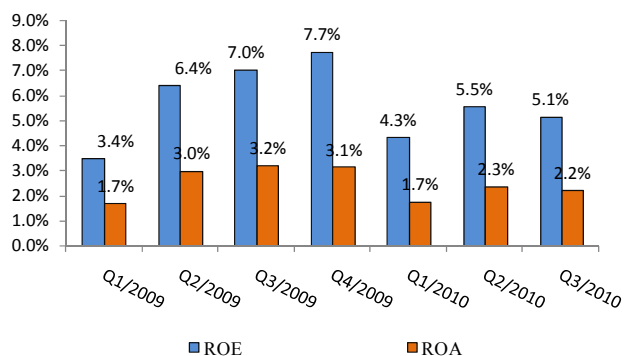
Thêm vào đó, những quy định tại Nghị định 71 và thông tư 16 đã góp phần làm lành mạnh hoá thị trường nhưng đang tạo ra những khó khăn với những doanh nghiệp có năng lực tài chính yếu khi triển khai dự án, khiến cho dự án vẫn nằm ở sản xuất kinh doanh dở dang.

Trong năm 2011, rất có thể lĩnh vực bất động sản sẽ còn khó khăn và chỉ có những doanh nghiệp có quy mô vốn lớn, quỹ đất dồi dào mới có khả năng duy trì được hoạt động hiệu quả.

Cơ cấu vốn và tỷ lệ đòn bẩy



Diễn biến các chỉ số ROE, ROA



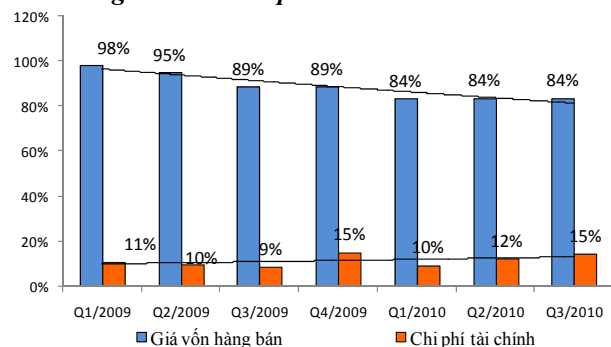
Nếu như trong năm 2009, nền kinh tế nói chung cũng như các doanh nghiệp thuộc các lĩnh vực Xây dựng, sản xuất vật liệu xây dựng, Bất động sản đã nhận được sự hỗ trợ từ các chính sách kinh tế vĩ mô và đạt được kết quả hoạt động khá tốt thì bước sang năm 2010, khi mà những yếu tố thuận lợi không còn cộng thêm những khó khăn mới nảy sinh, kết quả hoạt động của các doanh nghiệp này đã có chiều hướng giảm sút.

Như trình bày trong phần phân tích kinh tế vĩ mô, những khó khăn chung của nền kinh tế như giá cả hàng hóa tăng cao (trong đó có nhiều loại nguyên vật liệu đầu vào cho sản xuất, xây dựng), lãi suất cho vay duy trì ở mức cao trong thời gian dài vẫn chưa được cải thiện và có khả năng còn tiếp diễn trong giai đoạn đầu năm 2011. Một loạt các loại hàng hóa cơ bản như vật liệu cơ bản, giá điện, giá than cũng có thể sẽ điều chỉnh tăng giá. Vì vậy, hoạt động của các doanh nghiệp thuộc các lĩnh vực như Sản xuất vật liệu, Xây dựng, Bất động sản nói chung có khả năng sẽ tiếp tục gặp khó khăn trong thời gian tới.

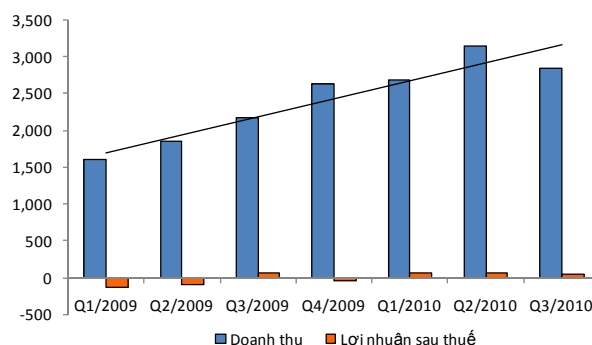
4. Các lĩnh vực công nghiệp hỗ trợ

4.1. Vận tải biển

Diễn biến giá vốn và chi phí tài chính



Diễn biến quy mô doanh thu và lợi nhuận

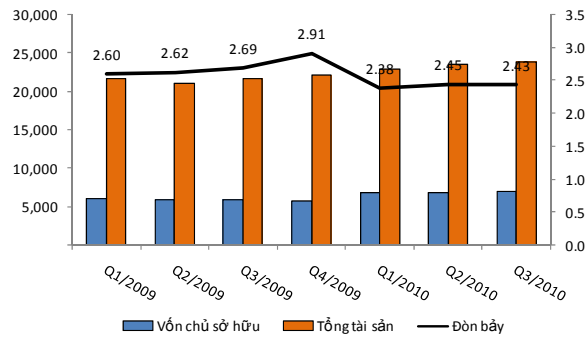


Có thể thấy rằng năm 2009 là một năm đầy khó khăn của ngành Vận tải biển và điều này vẫn còn tiếp diễn trong năm 2010 và có thể cả năm 2011. Với việc nhu cầu vận tải giảm, giá cước liên tục duy trì ở mức thấp đã ảnh hưởng không nhỏ đến hoạt động của các doanh nghiệp này.

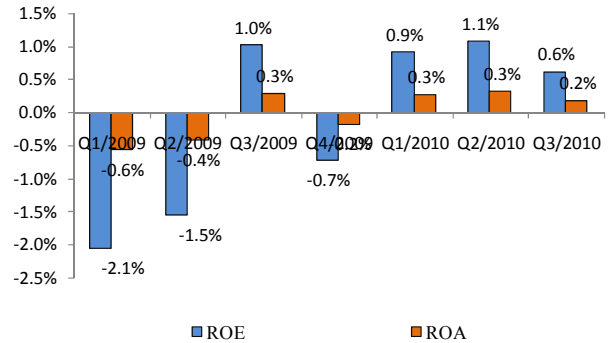
Điểm tích cực là sau năm 2009, đa số các doanh nghiệp chủ yếu là ghi nhận kết quả lỗ thì năm 2010, hoạt động vận tải biển đã có lãi mặc dù chỉ ở mức khiêm tốn. Tuy nhiên, về bản chất thì năm 2010, các doanh nghiệp này vẫn khó khăn không kém gì năm 2009 khi ghi nhận lãi từ hoạt động lõi còn rất thấp. Ngành vận tải biển chịu hai yếu tố tác động là giá thuê tàu chỉ bằng 1/3 so với mức giá chạy hoà vốn và tài sản tàu biển chủ yếu hình thành từ vốn vay nên chịu tác động rất mạnh của diễn biến tăng lãi suất. Ngoài ra, nhu cầu vận tải biển quốc tế giảm (chủ yếu do Trung quốc giảm nhu cầu) khiến chỉ số vận tải hàng rời giảm chỉ khoảng trên 1000 điểm. Với mức này, các doanh nghiệp dừng chạy tàu thì đỡ lỗ hơn là chạy. Điểm đáng lưu ý nữa là giá trị sổ sách của các doanh nghiệp vận tải biển có thể khá cao nhưng giá trị thực tế của các tài sản nếu thực hiện thanh khoản trên thị trường chỉ bằng 1/3-1/2 giá trị sổ sách là điều đáng lo ngại.

Trước mắt, năm 2011, có thể những khó khăn nêu trên vẫn còn tiếp diễn và gây ảnh hưởng tới ngành vận tải biển. Trong ngắn hạn, có thể hoạt động của các doanh nghiệp sẽ khó có được kết quả tốt khi mà giá cước vận tải còn ở mức thấp trong khi giá nguyên liệu đầu vào lại tăng cao. Tuy nhiên, nhìn về xu thế trung và dài thì hoạt động của các doanh nghiệp có thể sẽ dần được cải thiện với đà hồi phục chung của nền kinh tế.

Cơ cấu vốn và tỷ lệ đòn bẩy

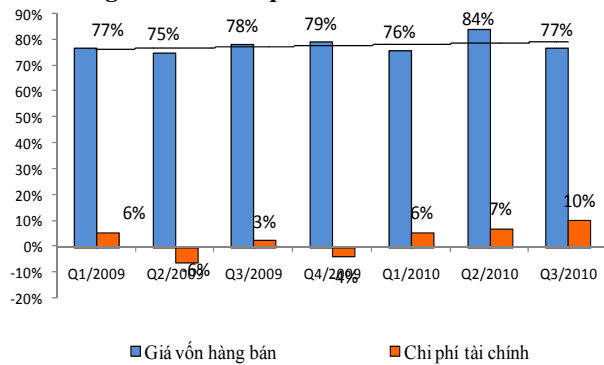


Diễn biến các chỉ số ROE, ROA

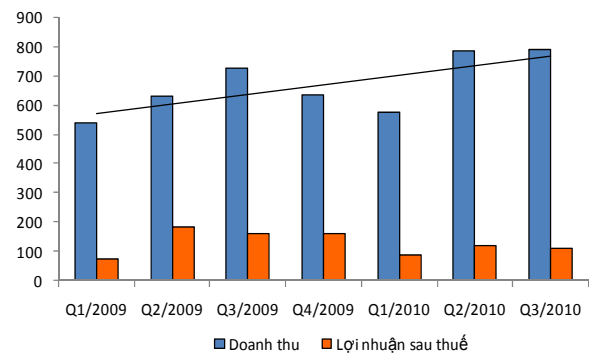


4.2. Khai thác cảng biển

Diễn biến giá vốn và chi phí tài chính



Diễn biến quy mô doanh thu và lợi nhuận

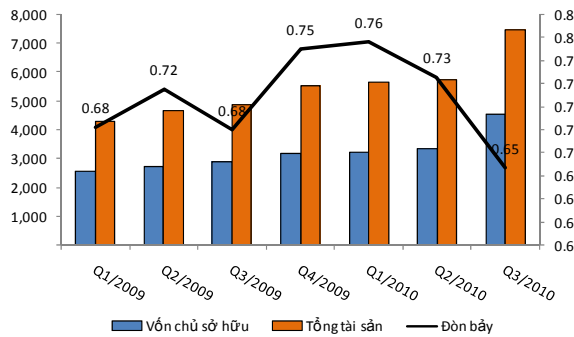


Cũng nằm trong chuỗi giá trị của lĩnh vực vận tải nhưng các doanh nghiệp hoạt động kinh doanh dịch vụ Cảng biển và vận chuyển lại có kết quả tốt hơn so với các doanh nghiệp chỉ hoạt động Vận tải biển khi mà hoạt động trong năm 2009 vẫn thu được lợi nhuận. Trong 3 quý đầu năm 2010, doanh thu của các doanh nghiệp khai thác dịch vụ Cảng biển cũng cao hơn so với 2009.

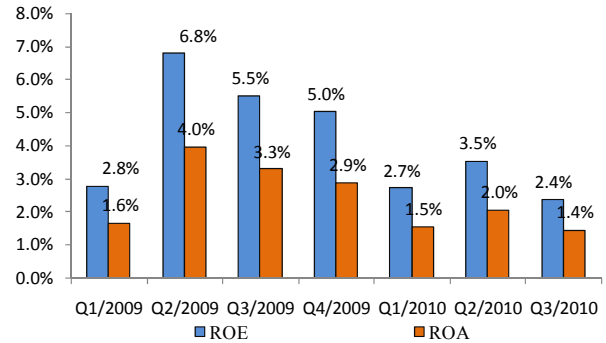
Có thể thấy trong khi giá vốn của các doanh nghiệp này khá ổn định. Tuy nhiên, so với năm 2009 thì hiệu quả hoạt động của năm 2010 lại kém đi nhưng nguyên nhân chủ yếu là do năm 2009, một số doanh nghiệp có được một số khoản lợi nhuận khác ngoài hoạt động chính hoặc được hoàn nhập chi phí tài chính. Về bản chất thì đây vẫn là một lĩnh vực hoạt động ổn định và có nhiều lợi thế từ vị trí địa lý.

Cũng như một số ngành khai thác tài nguyên thiên nhiên, hoạt động của lĩnh vực khai thác Cảng biển được dự báo sẽ tiếp tục ổn định trong năm 2011.

Cơ cấu vốn và tỷ lệ đòn bẩy



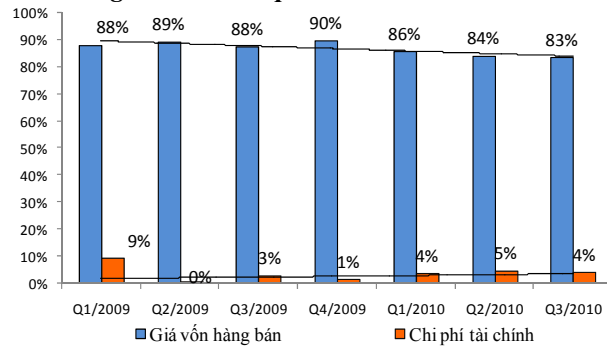
Diễn biến các chỉ số ROE, ROA



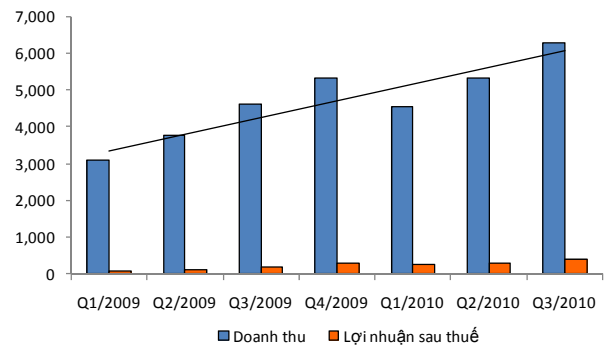
5. Các lĩnh vực sản xuất hàng hóa tiêu dùng

5.1. Thủy sản

Diễn biến giá vốn và chi phí tài chính



Diễn biến quy mô doanh thu và lợi nhuận



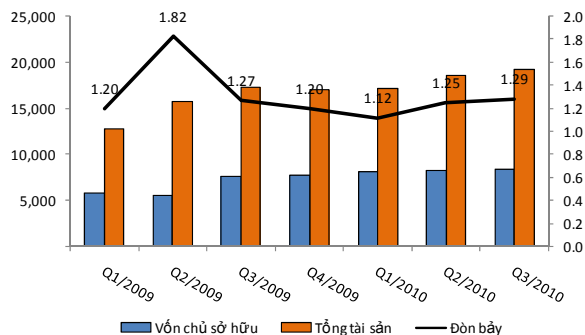
Năm 2010 là một năm khá thành công của ngành thủy sản. Xem xét quy mô hoạt động trong 3 quý đầu năm, có thể thấy rõ sự tăng trưởng so với cùng kỳ năm 2009. Mặc dù trong năm 2010, cùng với việc tiếp tục kích thích kinh tế của nhiều quốc gia, xu hướng sử dụng các công cụ bảo hộ mậu dịch của nhiều quốc gia đã ảnh hưởng phần nào đến thị trường của các doanh nghiệp thủy sản.

Tuy nhiên, nhìn chung, các doanh nghiệp đều vượt qua được các khó khăn này để có được hiệu quả sản xuất tốt. Bên cạnh việc quản lý tốt chi phí đầu vào, nhiều doanh nghiệp cũng đã cơ cấu lại tại sản theo hướng tăng tỷ lệ vốn chủ sở hữu, giúp chủ động được nguồn vốn cho sản xuất.

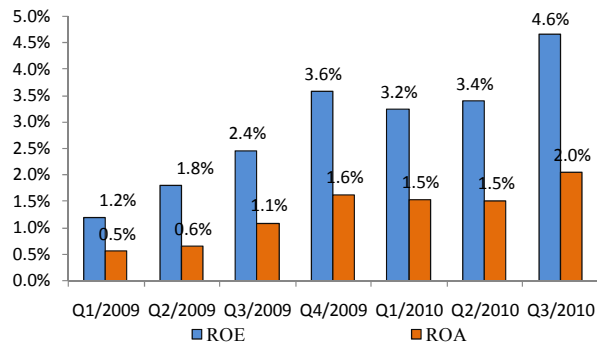
Nhìn chung, Thủy sản là một trong số ít các lĩnh vực mà các doanh nghiệp niêm yết có được kết quả kinh doanh tốt bất chấp những khó khăn chung của nền kinh tế cũng như của ngành. Trong năm 2011, một trong những yếu tố có thể gây ảnh hưởng tiêu cực là giá chi phí đầu vào như giống, thức ăn có thể tăng lên và gây ảnh hưởng đến biên lợi nhuận. Mặc dù vậy, ngành Thủy sản nhiều khả năng vẫn duy trì được quy mô hoạt động của mình, đặc biệt là đối với các

doanh nghiệp có khả năng chủ động đối với vùng nguyên liệu đầu vào cũng như thị trường đầu ra.

Cơ cấu vốn và tỷ lệ đòn bẩy

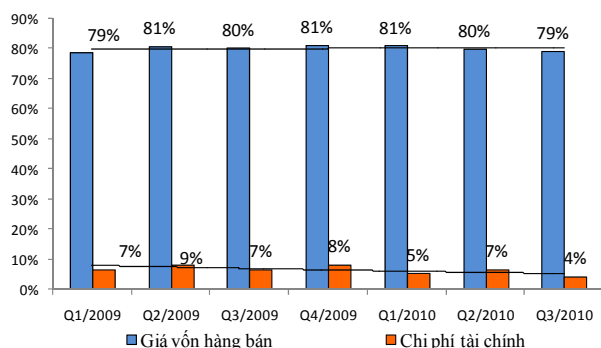


Diễn biến các chỉ số ROE, ROA

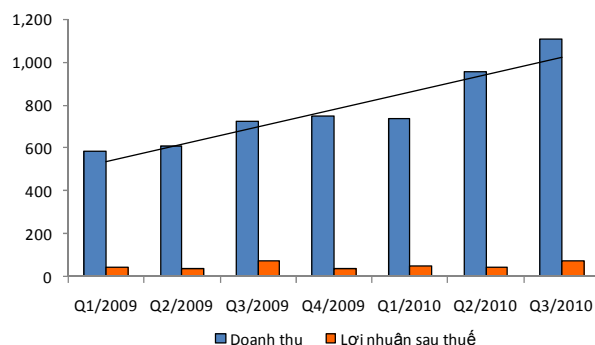


5.2. Dệt may

Diễn biến giá vốn, chi phí tài chính qua các quý



Diễn biến quy mô doanh thu và lợi nhuận



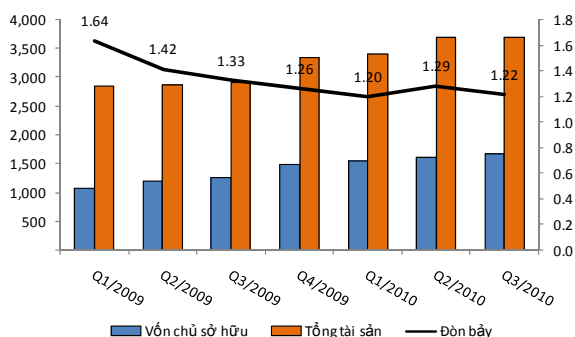
Năm 2010 cũng là một năm khá thuận lợi với các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực dệt may. Kết quả doanh thu 3 quý đầu năm 2010 nhìn chung đều tăng so với cùng kỳ năm 2009. Lợi nhuận ròng tuy có giảm nhưng chủ yếu là do năm 2009, một số doanh nghiệp có ghi nhận các khoản lợi nhuận khác ngoài hoạt động sản xuất chính.

Tuy trong 2 năm gần đây, cuộc khủng hoảng kinh tế có ảnh hưởng tới nhiều lĩnh vực nhưng với ngành Dệt may, việc đầu ra chủ yếu là các hợp đồng gia công cho đối tác nước ngoài giúp các doanh nghiệp dệt may tuy có biên lợi nhuận không cao nhưng luôn duy trì được các thị trường đầu ra ổn định. Đặc biệt, một xu thế diễn ra gần đây là sự chuyển dịch các hợp đồng sản xuất gia công hàng may mặc từ Trung Quốc sang Việt Nam (do chi phí nhân công tại Trung Quốc tăng nhanh) đã góp phần hỗ trợ mạnh mẽ cho các doanh nghiệp Việt Nam tiếp cận đơn hàng tốt hơn. Tuy nhiên, một số doanh nghiệp dệt may cũng có thể sẽ gặp khó khăn lớn là phải di dời nhà xưởng ra khỏi các khu vực

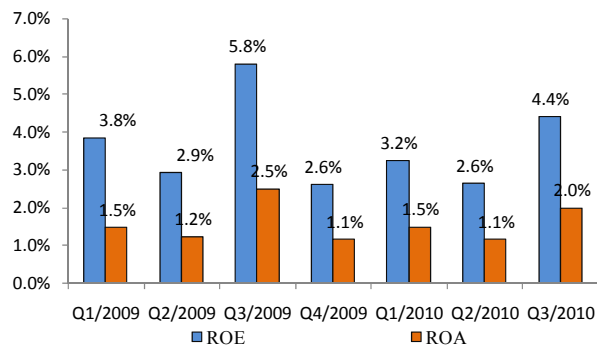
nội thành và xu hướng dời ngành của người lao động do mức lương thấp).

Nhìn chung, có thể thấy ngành Dệt may cũng là một trong các lĩnh vực hoạt động có tính ổn định trong giai đoạn khủng hoảng và vẫn có tiềm năng khi nền kinh tế phục hồi.

Cơ cấu vốn và tỷ lệ đòn bẩy



Diễn biến các chỉ số ROE, ROA



Nhìn chung, với đặc thù của nền kinh tế Việt Nam, các doanh nghiệp hoạt động trong các ngành thuộc lĩnh vực sản xuất Hàng tiêu dùng thường có biên lợi nhuận và thị trường đầu ra khá ổn định. Do đó, năm 2010 có thể là một năm tương đối thành công đối với nhiều doanh nghiệp.

Tuy năm 2011 có thể tiếp tục là một năm khó khăn đối với nền kinh tế nói chung nhưng các ngành này nhiều khả năng sẽ ít chịu ảnh hưởng của diễn biến này.

1. Các yếu tố chính tác động đến thị trường

Dự báo yếu tố vĩ mô:

Tỷ giá: Mặc dù đã kỳ vọng vào một sự điều chỉnh tỷ giá giai đoạn sau Tết, nhưng việc điều chỉnh mạnh cỡ 9,3% vào ngày 11/02/2011 của NHNN khiến chúng tôi có nhiều quan ngại về những khó khăn của bức tranh vĩ mô trong giai đoạn 2 quý đầu năm 2011. Việc điều chỉnh tỷ giá chắc chắn sẽ cải thiện cán cân ngoại tệ của Việt Nam, với tác động hỗ trợ xuất khẩu, và quan trọng hơn là hạn chế nhập khẩu, và là việc cần thiết phải thực hiện. Nó cũng giảm bớt áp lực dự trữ ngoại hối của Việt Nam đang tỏ ra khá căng thẳng trong thời gian gần đây. Tuy nhiên, với khoảng điều chỉnh mạnh, lạm phát được kỳ vọng là sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực từ đợt điều chỉnh tỷ giá, và hơn nữa, nó phát đi tín hiệu ảnh hưởng đến tâm lý nắm giữ ngoại tệ của người dân, khiến cầu về ngoại tệ, vàng v.v... như một chỗ trú ẩn tăng cao trước mắt, khiến việc duy trì một tỷ giá ổn định sẽ càng gặp khó khăn hơn.

Tuy nhiên, sau giai đoạn khó khăn này, thì Việt Nam vẫn có sự hỗ trợ tốt bởi các dòng vốn ngoại. FDI đạt 11 tỷ USD năm 2010, và chúng tôi kỳ vọng con số FDI sẽ vẫn duy trì 11 tỷ - 12 tỷ năm 2011. Lượng kiều hối tiếp tục thể hiện xu

thể tích cực, dự báo sẽ đạt 8 – 10 tỷ USD năm 2011, sau khi đạt 8,3 tỷ USD năm 2010, ODA giải ngân thực có thể tăng 500-700 triệu USD. Nhờ đó, dự trữ ngoại hối của Việt Nam sẽ được cải thiện tốt. Vì vậy, nếu niềm tin vào đồng VND được cải thiện trong giai đoạn 2 quý cuối năm, thì tỷ giá chính thức có thể được duy trì một thời gian khá dài, và chúng tôi kỳ vọng lần điều chỉnh tiếp theo sẽ không xảy ra trước quý IV/2011, với mức điều chỉnh khoảng 2%-3% theo hướng tăng để hỗ trợ xuất khẩu.

Lạm phát: Có thể nói diễn biến của chỉ số CPI năm 2011 sẽ còn tiếp tục tăng cao trong những tháng đầu năm. Việc điều chỉnh tỷ giá mới đây, cộng thêm với khả năng tiếp tục tăng giá của nhiều mặt hàng cơ bản như xăng dầu, than, điện đang hiện hữu và có khả năng tiếp tục tạo vòng xoáy tăng giá đối với đầu ra của các ngành sản xuất khác. Như vậy, nguy cơ lạm phát của năm 2011 vẫn còn tiếp diễn và là mục tiêu quan trọng bậc nhất của điều hành chính sách vĩ mô năm 2011. Với mô hình dự báo lạm phát qua đánh giá ảnh hưởng của tỷ giá và các yếu tố đầu vào, cùng với kinh nghiệm quan sát diễn biến lạm phát trong các năm trước, chúng tôi dự báo lạm phát có thể đạt mức 12%-13% khi cán đích năm 2011.

Mặt bằng lãi suất: Với mục tiêu kiềm chế lạm phát là mục tiêu tối quan trọng trong năm 2011. Khi tỷ giá mới đây đã điều chỉnh tăng, thì để hạn chế lạm phát, công cụ của Chính phủ còn lại chỉ là thắt chặt thêm tiền tệ, và duy trì lãi suất cao. Do vậy mặt bằng lãi suất theo chúng tôi sẽ vẫn cao và chưa thể hạ ngay trong quý I/2011. Thống đốc NHNN mới đây đã đạt mục tiêu tăng trưởng tín dụng dưới 20%, càng cho thấy quyết tâm thắt chặt tiền tệ để hạn chế lạm phát. Do vậy, năm 2011 mục tiêu tăng trưởng có thể phải hy sinh để thực hiện mục tiêu kiềm chế lạm phát. Tăng trưởng kinh tế GDP do vậy được chúng tôi dự báo có thể chỉ đạt một mức khiêm tốn hơn, từ 6,5 – 6,7% so với mục tiêu Chính phủ đề ra tăng trưởng GDP 7-7.5%

Tiềm năng của cổ phiếu

Từ đánh giá sơ bộ kết quả hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết, có thể thấy tuy bối cảnh vĩ mô của năm 2010 không thực sự thuận lợi nhưng vẫn có các lĩnh vực hoạt động có kết quả kinh doanh tốt. Bên cạnh việc gia tăng quy mô hoạt động, năm 2010 là một năm khá thành công của các doanh nghiệp niêm yết trong việc cơ cấu lại nguồn vốn đầu tư. Việc gia tăng vốn chủ sở hữu đã giúp các doanh nghiệp chủ động hơn về nguồn vốn, giảm thiểu thiệt hại của chi phí tài chính trong bối cảnh mặt bằng lãi suất cao. Đây sẽ là tiền đề cho các doanh nghiệp có được hoạt động ổn định trong năm 2011.

Nguồn tiền trên thị trường

Năm 2010, có thể thấy rằng quy mô của thị trường niêm yết đã gia tăng đáng kể khi có nhiều doanh nghiệp mới lên niêm yết, các doanh nghiệp đã niêm yết

cũng tích cực phát hành thêm cổ phiếu để huy động thêm vốn trong bối cảnh kênh huy động vốn từ các tổ chức tín dụng gặp khó khăn. Trong khi đó, kênh đầu tư chứng khoán gặp phải cạnh tranh khá mạnh từ các kênh đầu tư khác như vàng, bất động sản và thậm chí là gửi tiền ngân hàng. Nguồn tiền hạn chế trong khi nguồn cung cổ phiếu tăng là một áp lực khiến thị trường khó tăng điểm.

Trong bối cảnh đó, việc khối ngoại liên tục mua ròng với mức kỷ lục trong các năm gần đây đã phần nào bù đắp nguồn tiền cho thị trường. Tuy nhiên, nguồn lực này như đã phân tích ở trên vẫn còn ở mức hạn chế. Trong khi đó, room sở hữu của nhà đầu tư lại hạn chế, số lượng cổ phiếu đạt các tiêu chí đối với các quỹ đầu tư lớn là không nhiều. Do đó, chúng tôi cho rằng nguồn lực từ nhà đầu tư nước ngoài sẽ không còn ảnh hưởng nhiều tới diễn biến chung của thị trường nếu như không có các chính sách khuyến khích đầu tư mới.

2. Triển vọng VNIndex

Tổng hợp các yếu tố phân tích ở trên, chúng tôi cho rằng trong giai đoạn đầu năm 2011, rất có thể thị trường chứng khoán sẽ còn gặp những khó khăn và vì vậy, chúng tôi không kỳ vọng vào khả năng tăng trưởng cao của thị trường.

Tuy nhiên, do mặt bằng giá cổ phiếu đang ở mức khá thấp và tiềm năng hoạt động của các doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp có lợi thế về quy mô được chúng tôi đánh giá là ổn định. Vì vậy, bất cứ một đợt giảm giá nào cũng sẽ tạo lực hút đối với các nhà đầu tư giá trị.

Với nhận định này cùng với những đánh giá dựa trên phân tích kỹ thuật,, nhiều khả năng, vùng dao động chính của chỉ số VN-Index trong giai đoạn đầu năm (quý I) là từ 470 đến 520 điểm.

Đối với diễn biến của thị trường vào giai đoạn cuối năm, mặt bằng giá cổ phiếu sẽ tùy thuộc vào diễn biến chung của nền kinh tế vĩ mô. Với kịch bản vĩ mô cơ sở chúng tôi đã nêu ở trên, nhiều khả năng chỉ số VN-Index sẽ dao động trong khoảng từ 450 đến 600 điểm.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong tháng 12. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN

Vũ Thắng Bình
Trưởng phòng

Tổng Minh Tuấn
Phó Phòng phụ trách Phân tích vĩ mô
tuantm@bsc.com.vn

Nguyễn Thị Thu Trang
Phân tích vĩ mô
trangntt@bsc.com.vn

Nguyễn Hoàng Việt
Phân tích vĩ mô
vietnh@bsc.com.vn

Hoàng Anh Tuấn
Phân tích thị trường
tuanha@bsc.com.vn

Trần Hữu Quang
Phân tích thị trường
quangth@bsc.com.vn

THÔNG TIN LIÊN HỆ

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 – Tháp A Vincom
191 Bà Triệu – Hai Bà Trưng – Hà nội
Tel: 84 4 22206647
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8218885
Fax: 84 8 3 8218510

Bản quyền của Công ty cổ phần chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Công ty cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC)

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chép hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC)