

TỔNG HỢP KINH TẾ & TTCK

- Kinh tế thế giới tiếp tục diễn biến phức tạp khi các nỗ lực hỗ trợ các nước đang chìm sâu trong nợ nần không mang lại kết quả. Một loạt các tổ chức tài chính các tập đoàn lớn bị hạ bậc tín nhiệm khi triển vọng kinh tế ngày càng xấu đi; Trong tháng 10, mặc dù kinh tế Mỹ nhận được tín hiệu khá lạc quan về chỉ số kinh tế quý III/2011 nhưng theo chúng tôi điều này chưa phát đi tín hiệu hồi phục rõ ràng của nền kinh tế này khi tình trạng thất nghiệp vẫn ở mức cao.
- Chính phủ đang hiện thực hóa chủ trương tái cấu trúc nền kinh tế trên 3 lĩnh vực. Về tài chính tài chính ngân hàng, sáp nhập hợp nhất để giảm số lượng các tổ chức tài chính và NHTM được xem là giải pháp bước đầu. Các căn cơ tiếp theo là lập lại trật tự và đạo đức trong lĩnh vực tiềm ẩn nhiều rủi ro này. Vấn đề nợ công cũng được xem xét một cách thấu đáo và nghiêm túc. Theo chúng tôi đây là tiền đề để thực hiện chủ trương tái cấu trúc các DNNN và Đầu tư.
- Hàng loạt vụ vỡ nợ đã nổ ra trong đó lớn nhất là vụ vỡ nợ liên quan đến ngân hàng và công ty chứng khoán với quy mô đến hiện tại khoảng 5000 tỷ đồng đã khiến thị trường rung động thực sự. Tình hình nợ xấu và thanh khoản của hệ thống ngân hàng đã rơi vào tình trạng rất căng thẳng. Một số NHTMCP nhỏ mất khả năng thanh toán trên thị trường 2, và một vài NHTM khác gặp khó khăn cục bộ trong việc hoàn tất các nghĩa vụ đối với các khoản tiền gửi đến hạn trên thị trường 1.
- Thị trường chứng khoán trong tháng 10 tiếp tục giao dịch lành lành với thanh khoản thấp. Giai đoạn hiện nay, phần lớn các NĐT chủ yếu theo dõi các tin tức về diễn biến kinh tế thế giới, về quá trình tái cơ cấu nền kinh tế, về thanh khoản ngân hàng, về các vụ vỡ nợ cá nhân và tập thể... Rõ ràng NĐT có lý do để lo ngại trong thời điểm hiện nay khi mà gửi tiền – một việc tưởng chừng như ít rủi ro nhất, lại đang ẩn chứa rủi ro.

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ

- Gia tăng nắm giữ tiền mặt và các tài sản cất trữ giá trị có tính thanh khoản cao là giải pháp khá an toàn trong thời điểm hiện nay. Việc gửi tiền tiết kiệm cần cân nhắc về uy tín của ngân hàng;
- Về phương diện phân tích kỹ thuật, một số cổ phiếu dòng dầu khí đang nhận được sự quan tâm của thị trường. Chúng tôi đề nghị quý nhà đầu tư cân nhắc xem xét phân bổ sang nhóm cổ phiếu phòng thủ như dịch vụ công cộng, hàng tiêu dùng, dịch vụ y tế.
- Theo dõi sát nhóm cổ phiếu có rủi ro thị trường cao là việc cần thiết hiện nay. Trong các nhóm cổ phiếu, chúng tôi cho rằng nhóm cổ phiếu tài chính, đáng được quan tâm trong giai đoạn tới khi vấn đề thanh khoản được đặt lên hàng đầu.

DỮ LIỆU CẬP NHẬT & TRIỂN VỌNG

THÔNG KẾ VĨ MÔ	DỮ LIỆU	TRIỂN VỌNG		GHI CHÚ
		KỲ TRƯỚC	KỲ NÀY	
CPI		Tích cực	<u>Ổn định</u>	Lũ lụt miền trung kéo dài, giá điện có thể tăng trở lại, giá xăng có thể giảm, nhu cầu tiêu dùng và đầu tư yếu đi
Giá trị SXCN		Tích cực	<u>Ổn định</u>	Hệ thống NHTM gặp khó có thể gây cản trở tới hoạt động SXKD của DN. Với lượng tồn kho tăng đột biến trong tháng 10/2010, sẽ gây áp lực không nhỏ tới SXCN trong tháng 11.
Lãi suất		Tích cực	<u>Tiêu cực</u>	Tình trạng đóng băng tín dụng có thể diễn ra khi hệ thống NHTM gặp khó khăn thanh khoản. một số NHTM nhỏ đã bị cắt hạn mức tín chấp, và bị yêu cầu có TSDB khi vay LNH
Tỷ giá		Tiêu cực	Tiêu cực	Áp lực tỷ giá đang tăng dần khi tình trạng lạm phát tiếp tục gia tăng; áp lực định kỳ cuối năm; thị trường vàng đang biến động, niềm tin đối với tiền đồng đang suy giảm. Việc can thiệp giữ tỷ giá đã khiến cho dự trữ ngoại hối quốc gia đang yếu đi và gây sức ép trở lại tới tỷ giá
CC. Vãng lai		Ổn định	<u>Tiêu cực</u>	Tỷ giá yếu đi cải thiện cán cân vãng lai song việc nhập vàng có thể khiến nhập siêu tăng trở lại. Kiểu hối có thể chưa về nhiều vào tháng 11 nên khả năng cải thiện không còn nhiều
CC. Vốn		Tiêu cực	<u>Tiêu cực</u>	Kinh tế & TTCK thế giới và Việt nam đang trải qua giai đoạn khó khăn nên dòng vốn có thể sẽ tiếp tục chậm lại. Dòng vốn FII tùy thuộc vào tiến độ cải cách và cấu trúc lại nền kinh tế Việt nam
CC. Tổng thể		Ổn định	<u>Tiêu cực</u>	Quá trình tái cấu trúc nền kinh tế đang diễn ra, tình trạng nợ công của Việt nam đang gia tăng nhanh chóng có thể gây sức ép lên cán cân thanh toán tổng thể. Sự yếu đi của cán cân vãng lai là nguyên nhân khiến cán cân tổng thể không còn thực sự mạnh mẽ.

HOẠT ĐỘNG THỊ TRƯỜNG

TTCK	DỮ LIỆU	TRIỂN VỌNG		GHI CHÚ
		KỲ TRƯỚC	KỲ NÀY	
VNINDEX		Ổn định	Ổn định	Mặc dù triển vọng ổn định về mặt chỉ số, nhưng khả năng thanh khoản thị trường tiếp tục bị suy kiệt.
HNXINDEX		Ổn định	Ổn định	Thị trường ổn định về giá nhưng có thể tiếp tục tiêu cực về thanh khoản khi thanh khoản hệ thống NHTM đang

trải qua giai đoạn căng thẳng

Ngân Hàng	Tiêu cực	<u>Tiêu cực</u>	Thanh khoản, nợ xấu, sức ép M&A gia tăng
Bất Động Sản	Tiêu cực	<u>Tiêu cực</u>	BDS sẽ là lĩnh vực chịu nhiều áp lực khi hệ thống NHTM bước vào giai đoạn xử lý nợ xấu.
DV Tài chính	Ổn định	<u>Tiêu cực</u>	Thanh khoản TTCK suy kiệt là tin xấu đối với các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ tài chính như CTCK, quỹ đầu tư, công ty đầu tư .v.v. Sau khi UBCK cung cấp danh sách các mã cổ phiếu không được phép Margin, hầu hết các CP trong ngành đều nằm trong danh sách đen nên khả năng thanh khoản của nhóm cổ phiếu sẽ giảm đôi chút và sức ép giảm giá cũng sẽ không nhiều
DV Vận Tải	Tiêu cực	Ổn định	DN vận tải tiếp tục gặp những khó khăn khi nhu cầu về năng lượng, trao đổi hàng hóa giảm xuống do sức ép suy thoái đang trở lại
NL. CB	Ổn định	Ổn định	Tiếp tục cân bằng, thanh khoản thấp
DV Dầu khí	Ổn định	Tiêu cực	DN lĩnh vực này đang chịu áp lực bởi nhu cầu năng lượng giảm sút trên quy mô toàn cầu do sức ép suy thoái kinh tế thế giới
Cao Su	Ổn định	Ổn định	Sẽ gặp các vấn đề tương tự với các DN thuộc lĩnh vực DV dầu khí. Do yếu tố thanh khoản thấp nên khả năng điều chỉnh sâu của nhóm cổ phiếu này là không cao
Than	Ổn định	Ổn định	Hoạt động ổn định. Có thể có những thông tin tiêu cực về nhu cầu năng lượng nhưng do đặc điểm thanh khoản thấp của nhóm cổ phiếu này nên khả năng điều chỉnh sâu là không nhiều.
Mía Đường	Tích cực	Ổn định	Hoạt động ổn định., thanh khoản thấp. Ngành này được hỗ trợ bởi nhu cầu đang tăng lên trên quy mô toàn cầu do những ảnh hưởng của các vấn đề thiên tai và tình hình mùa vụ kinh doanh cuối năm như Lễ Giáng Sinh, Tết
Xây Dựng	Ổn định	Ổn định	Thị trường BDS tiếp tục gặp nhiều khó khăn chính là tin xấu đối với các doanh nghiệp XD. Ngoài ra, khi nguồn tài chính từ hệ thống NHTM đang thực sự khó khăn thì các DN XD sẽ gặp khó khăn hơn khi thực hiện các hợp đồng đã ký trong giai đoạn trước.

I. KINH TẾ THẾ GIỚI

Kinh tế thế giới đang bước vào vùng suy thoái với tín hiệu xấu

GDP các nước đã bộc lộ nhiều tín hiệu xấu về xu hướng kinh tế. Mặc dù GDP của Mỹ trong quý III đã tăng khả quan 2,5% sau khi chỉ tăng 1,3% trong quý II. Trong khi đó 2 nền kinh tế đầu tàu của khu vực đồng tiền chung Châu Âu là Pháp và Đức gần như không tăng trưởng trong quý II/2011. Cùng với Đức. Một nền kinh tế lớn ở Châu Âu khác là Anh thì tăng trưởng kinh tế quý II/2011 chỉ tăng có 0,2%, một mức tăng thấp nhất trong vòng 5 quý. Khu vực đồng tiền chung Châu Âu (Eurozone): GDP quý II của Eurozone thấp nhất trong vòng 3 năm.

Triển vọng kinh tế trong tiếp tục bi quan

Kinh tế thế giới: Điểm chung của các dự báo hiện nay là xu hướng suy giảm do tác động của nợ công, của thất nghiệp và sức cầu suy giảm, trong khi lạm phát gia tăng. Các chính sách thúc đẩy kinh tế hiện nay dường như đã hết khi các gói kích cầu, giải cứu cũng đã được đưa ra song không mấy hiệu quả. Trong khi đó, các nền kinh tế lớn còn đối mặt với những bất ổn xã hội khi các cuộc biểu tình phản đối những chính sách ưu tiên cho lĩnh vực tài chính – ngân hàng đã khiến dư luận nổi giận. Các cuộc biểu tình kéo dài có thể khiến vấn đề trầm trọng hơn và kéo nhanh nền kinh tế thế giới tới đợt suy thoái mới. Morgan Stanley dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu năm nay chỉ sẽ ở mức 3,9% từ mức dự báo 4,2% trước đó. Và dự báo tăng trưởng năm 2012 sẽ là 3,8% giảm so với mức khá lạc quan 4,5%. Citigroup hạ dự báo tăng trưởng GDP thế giới năm 2011 từ mức 3,4% xuống còn 3,1%, và năm 2012 từ mức 3,7% xuống còn 3,2%. Theo tổ chức này, GDP năm nay và năm sau sẽ hạ mạnh do sự sụt giảm mạnh mẽ của Mỹ, của Khu vực đồng Euro, của Anh, kinh tế Nhật và tại một số nền kinh tế mới nổi như Trung Quốc, Ấn độ. Tổ chức tài chính đa phương là IFM hạ dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu năm nay từ 4,3% xuống 4,2% và con số dành cho năm 2012 sẽ là 4,5% xuống 4,3%. Ngoài ra, tổ chức này cũng dự báo rằng FED, ECB cũng với một số ngân hàng trung ương lớn trên thế giới khác sẽ phải chuẩn bị kịch bản nới lỏng chính sách tiền tệ khi suy thoái chính thức ập đến;

Mỹ: đối với kinh tế nước này, đồng loạt các tổ chức phân tích kinh tế lớn như FED; JPMorgan; Goldman Sachs; Citigroup đều hạ triển vọng tăng trưởng kinh tế. FED đã cắt giảm dự báo tăng trưởng GDP của Mỹ trong năm 2011 từ 3,1%-3,3% xuống còn 2,7%-2,9%, trong khi dự báo cho năm 2012 cũng được hạ xuống mức 3,3%-3,7% thấp hơn đánh giá trước đó. Trong khi đó Ngân hàng JPMorgan cắt giảm 1% mức tăng trưởng GDP ở các kỳ vọng cho kinh tế Mỹ. Goldman Sachs còn bi quan hơn khi hạ dự báo tăng trưởng lần thứ 3 trong tháng 8 với mức tăng nửa sau của năm 2011 sẽ chỉ đạt từ 1%-1,5%;

Khu vực Châu Âu: Cả S&P và ECB đều đưa ra những nhận định khá bi quan về khu vực kinh tế này. Trong khi S&P đưa ra những cảnh báo về quy thoái kép với ảnh hưởng là thất nghiệp tăng cao và suy thoái tiêu dùng tư nhân khiến nền kinh tế mất đi động lực tăng trưởng. Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB) cho rằng kinh tế đang và sẽ đối mặt với tình trạng bất ổn cao và nguy cơ suy giảm trong thời gian trước mắt. Chính vì thế ECB quyết định giữ nguyên mức lãi suất thấp 1,5% để cải thiện sức cầu của toàn nền kinh tế. Ngân hàng Trung ương Anh (BOE) vừa hạ mức kỳ vọng tăng trưởng GDP năm nay từ 1,8% xuống còn 1,5% và đưa ra những cảnh báo về nguy cơ tăng trưởng chậm dần trong thời gian tới. Động lực tăng trưởng đã dần mất đi khi sức cầu ngày càng kém đi trong chỉ tiêu của khu vực tư nhân; Pháp đã quyết định hạ dự báo tăng trưởng kinh tế trong năm 2011-2012 với mức tăng trưởng 1,75% và 2,25% tương ứng.

Trung Quốc: mặc dù đạt được mức tăng trưởng GDP khác lạc quan trong quý II/2011 nhưng nhiều dấu hiệu cho thấy rằng nền kinh tế nước này đang tăng trưởng chậm dần, và Xuất khẩu – Một động lực quan trọng trong GDP của nước này có thể yếu đi do nhu cầu về hàng hóa xuất khẩu của nền kinh tế lớn thứ 2 thế giới này đang suy giảm trên quy mô toàn cầu. Theo UBS, tăng trưởng GDP của Trung Quốc năm 2011 chỉ sẽ đạt mức 9% giảm 0,5% so với dự báo trước đây là 9,3%, và GDP năm 2012 chỉ đạt 8,3% thay vì 9% trong dự báo trước đó. Do động lực chính trong cấu trúc GDP của Trung quốc đang giảm đi, nếu muốn tiếp tục tăng trưởng trở lại quốc gia này phải cấu trúc lại nền kinh tế theo hướng thúc đẩy chi tiêu nội địa, giảm bớt sự phụ thuộc vào xuất khẩu hàng hóa.

Suy thoái kinh tế lâu dài có thể xảy ra

Vào thời gian này năm 2008, khi Lehman Brothers sụp đổ & kích thích một cuộc khủng hoảng trên quy mô toàn cầu xảy ra, hầu hết mọi người băn khoăn về rủi ro một cuộc suy thoái theo mô hình nào: V hay U. Sự khác biệt của 2 mô hình này chính là thời gian phục hồi của nền kinh tế sau giai đoạn chạm đáy. Với những nỗ lực kích cầu mạnh mẽ trên quy mô quốc tế, kinh tế thế giới đã phục hồi mạnh trở lại vào năm 2009 và một phần năm 2010.

Với những diễn biến phức tạp của kinh tế thế giới từ cuối năm 2010 đến nay, và với những nguy cơ khó tránh khỏi một cuộc suy thoái vào thời điểm hiện nay, vấn đề mô hình suy thoái lại một lần nữa được đặt ra, và phần lớn nhiều nhà phân tích lại cho rằng kinh tế thế giới có thể suy thoái theo **mô hình W** tức là sẽ trải qua 1 cú sốc một lần nữa và tăng trưởng trở lại hay theo **mô hình L** với thời gian suy thoái lâu hơn. Tuy nhiên với tình hình hiện nay, có thể nền kinh tế các nước trên thế giới sẽ không dễ dàng thoát khỏi suy thoái và tăng trưởng trở lại như

năm 2009 do những nguyên nhân sau: (i) ***Động lực tăng trưởng kinh tế đang yếu dần***: Năm 2009, mặc dù kinh tế thế giới đã tăng trưởng trở lại, nhưng động lực tăng trưởng là nhu cầu tiêu dùng chưa quá yếu. Tỷ lệ thất nghiệp chưa trầm trọng và nguy cơ đổ vỡ hệ thống tài chính, hệ thống doanh nghiệp chưa khó khăn như hiện nay. Các vấn đề này của năm 2011 là khá trầm trọng khi tình hình lạm phát cao quy mô toàn thế giới đã lấy đi sức mua của phần lớn cá nhân và hộ gia đình. Hệ thống tài chính mặc dù đã qua quá trình tái cơ cấu năm 2009 nhưng chất lượng tài sản vẫn ở mức thấp; (ii) ***Chính phủ các nước đã không còn nhiều lựa chọn chính sách***: khi đối mặt với cuộc khủng hoảng năm 2008, các quốc gia thế giới đã liên tục đưa ra các gói kích cầu, đầu tư công nhằm vực lại sức tăng trưởng của nền kinh tế. Hiện nay, hầu hết các nền kinh tế đều lâm vào tình trạng lạm phát cao, nợ công ở mức nguy hiểm, sức tiêu dùng của nền kinh tế suy giảm, mất cân đối kinh tế trầm trọng ... nên khả năng đưa thêm các gói kích cầu gần như là không thể.

Với những đánh giá đó, chúng tôi cho rằng có thể suy thoái sẽ kéo dài thêm một vài năm khi các nước thực hiện tái cơ cấu nền kinh tế, thay đổi mô hình tăng trưởng, và tìm các động lực mới của cỗ máy kinh tế. Sự thay đổi này sẽ bền vững hơn nhiều so với việc các doanh nghiệp chỉ nhận các gói cứu trợ rồi tiêu dùng, tích lũy hàng tồn kho chờ giá lên bán kiếm lợi nhuận mà không đi vào thực chất sản xuất bởi vì năng lực tiêu dùng của cá nhân vẫn tiếp tục thấp.

II. KINH TẾ VIỆT NAM

Trong tháng 10/2011, kinh tế Việt nam vẫn tiếp tục gặp nhiều khó khăn với những mất cân đối về cán cân vãng lai, áp lực lạm phát, nợ xấu và tín dụng của hệ thống NHTM đóng băng, thị trường tiền tệ, thị trường chứng khoán, và thị trường BĐS tiếp tục vận động thiếu tích cực. Trong khi đó, chủ trương tái cấu trúc nền kinh tế bao gồm tái cấu trúc hệ thống NHTM và các TCTD, Tái cấu trúc DNNN, Tái cấu trúc đầu tư đang thực hiện những bước triển khai đầu tiên. Trên thị trường tiền tệ, NHNN đang thực hiện nhiều biện pháp quyết liệt để lập lại trật tự trên thị trường sau một thời gian dài buông lỏng. Một số NHTM sẽ được xác định là bị thu tóm, bị sáp nhập, hoặc thậm chí bị phá sản nếu như hệ thống quản trị và đạo đức ngân hàng yếu kém. Trong tháng 10, Ngân hàng Gia Định chính thức đổi tên thành Ngân hàng Bản Việt. Theo chúng tôi, đây là một vụ thu tóm đúng nghĩa khi Quỹ Bản Việt chính thức mua lại NH được đánh giá là rất yếu trong hệ thống NHTMCP này. Theo chúng tôi, sẽ có một số các NHTM khác nối gót NH Gia định và cũng có các tổ chức tín dụng lớn khác nối gót Bản Việt để thu tóm và sáp nhập các NH yếu kém có quy mô nhỏ này. Trong khi đó, lạm phát mặc dù có xu hướng giảm dần song những mất cân đối trong nền kinh tế vẫn tiếp tục trầm trọng. Gần đây, nợ công, một vấn đề ít khi được nhắc tới, đã chính thức được tiếp cận và đánh giá một cách cụ thể. Điều này một mặt thể hiện quyết liệt trong chủ trương tái cấu trúc nền kinh tế của Chính phủ nhưng mặt khác thể hiện rằng, đã đến lúc bắt đầu phải lo ngại về vấn đề khá hóc búa này.

ĐIỂM NHẤN KINH TẾ VĨ MÔ

Chính phủ đang cụ thể hóa một số điểm trong chủ trương tái cấu trúc nền kinh tế.

Bắt đầu từ lĩnh vực ngân hàng, hầu hết các bộ ngành trực thuộc Chính phủ đã thể hiện quyết tâm tái cơ cấu nền kinh tế với 3 trọng tâm chính là: Tái cấu trúc hệ thống tài chính ngân hàng; Tái cấu trúc các DNNN, và Tái cấu trúc đầu tư.

Tái cấu trúc hệ thống tài chính ngân hàng, gần như chắc chắn việc sáp nhập, hợp nhất, thậm chí cho phá sản một số ngân hàng sẽ xảy ra với mục tiêu cuối cùng là giảm số lượng ngân hàng, và tăng chất lượng nội lực của từng ngân hàng. Những biến động mạnh trên thị trường liên ngân hàng đang phát đi những tín hiệu để phân biệt ngân hàng tốt và ngân hàng yếu trong giai đoạn hiện nay. Những ngân hàng tốt sẽ có nhiều lợi thế và các ngân hàng yếu đang gặp nhiều bất lợi. Ngày 24/10/2011, Ngân hàng Gia đình chính thức đổi tên thành Ngân hàng Bản Việt. Theo chúng tôi, đây có thể chưa phải là thông tin cuối cùng về sự xuất hiện của Ngân hàng Bản Việt. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng, việc tái cấu trúc hệ thống tài chính ngân hàng không chỉ dừng lại ở việc sáp nhập các ngân hàng nhỏ mà đi theo hướng sau đây:

- *Giảm số lượng, nâng cao chất lượng, phân hóa hệ thống ngân hàng, hệ thống các công ty chứng khoán và tổ chức cung cấp dịch vụ tài chính.* Mặc dù hiện nay, Việt nam có quá nhiều ngân hàng, công ty tài chính, công ty chứng khoán nhưng các sản phẩm dịch vụ khá nghèo nàn và chỉ tập trung phần lớn ở khu vực thành thị. Mức độ cạnh tranh khắc nghiệt này đã dẫn tới nhiều hoạt động có nhiều rủi ro cho hệ thống. Việc giới hạn địa bàn hoạt động, giới hạn về chức năng kinh doanh sẽ làm tăng hiệu quả và lợi ích xã hội và chất lượng các sản phẩm được cung cấp.
- *Xây dựng hệ thống giám sát tài chính và cảnh báo tiền khủng hoảng hiệu quả hơn.* Ủy ban giám sát tài chính sẽ đóng vai trò như tổ chức giám sát dịch vụ tài chính của Anh – FSA, sẽ đóng vai trò như cơ quan thanh tra, giám sát thanh khoản của hệ thống ngân hàng, các công ty chứng khoán. Ủy ban giám sát tài chính có quyền can thiệp và rút giấy phép các tổ chức tài chính – ngân hàng vi phạm các quy định về an toàn tài chính. Ngân hàng nhà nước sẽ được độc lập nhiều hơn và chỉ thực hiện mục tiêu chính sách tiền tệ và quản lý giá. Ủy ban chứng khoán nhà nước vẫn là cơ quan quản lý nhà nước trong lĩnh vực chứng khoán.
- *Cơ chế bảo vệ nhà đầu tư, bảo vệ người gửi tiền sẽ được xây dựng chặt chẽ hơn đảm bảo sự an toàn cho 2 thị trường vốn này.* Trong thời gian qua, sự đi xuống của TTCK một phần là do cơ chế bảo vệ nhà đầu tư quá yếu kém dẫn đến hiện tượng lạm dụng vốn cổ đông của hầu hết các doanh nghiệp. Cũng như vậy trên thị trường vốn ngắn hạn, áp lực doanh thu của các ngân hàng đã khiến cho các ngân hàng đua nhau huy

động vốn đẩy lãi suất lên cao mặc dù có lợi cho người gửi tiền về mặt lãi suất nhưng phát sinh tiềm ẩn quá nhiều rủi ro hệ thống nếu đổ vỡ xảy ra.

- *Một số các sản phẩm tài chính bất động sản sẽ được mở rộng nhằm tách biệt lĩnh vực này thành lĩnh vực riêng biệt để quản lý và giám sát chặt chẽ hơn.* Tình trạng nợ xấu của lĩnh vực BĐS kéo dài trong hầu hết các tổ chức tài chính ngân hàng hiện nay đặt ra vấn đề phải tách riêng nhóm tín dụng BĐS và có cơ chế đánh giá rõ ràng. Một vài tổ chức tái thế chấp, chuyên cho vay trong lĩnh vực bất động sản và chứng khoán hóa bất động sản sẽ xuất hiện và thực hiện nghĩa vụ này.

Tái cấu trúc DNNN. Chúng tôi cho rằng tái cấu trúc DNNN sẽ đi theo hướng sau đây:

- *Thực hiện thoái vốn ở các DNNN thuộc các ngành không cần thiết phải nắm giữ thị phần chi phối, những lĩnh vực mà nhà nước cần quản lý.* Với số lượng hàng ngàn DNNN trực thuộc trung ương, trực thuộc các địa phương việc thực hiện thoái vốn là một vấn đề lớn trong đó một phần đã thực hiện thành công trong nỗ lực cổ phần hóa những năm vừa qua. Với những khó khăn của TTCK hiện nay, hoạt động thoái vốn có thể phải chậm lại. Hiện nay với hơn 5000 doanh nghiệp mà SCIC đang thực hiện thoái vốn, lượng vốn cần thu về vào khoảng 30.000 tỷ đồng.
- *Yêu cầu các Tập đoàn, tổng công ty thoái vốn ra khỏi những lĩnh vực đầu tư ngoài ngành.* Trong những năm vừa qua, sự thăng hoa của TTCK đã khiến nhiều tập đoàn đem vốn được cấp để đầu tư ra các ngành như tài chính ngân hàng, và bất động sản. Sự đầu tư dài trải này một phần làm yếu đi hoạt động chính, đồng thời khiến hiệu quả đồng vốn sử dụng vô cùng kém hiệu quả. Đến nay, với sự sụt giảm mạnh của TTCK lẫn TT BĐS, lượng vốn đầu tư ngoài ngành này đang gây sức ép cho chính các Tập đoàn và Tổng công ty này nhưng việc thoái vốn là vô cùng khó khăn.
- *Cơ chế giám sát các Tập đoàn, Tổng công ty, và các DNNN khác sẽ được xây dựng lại.* Thời gian qua, hiệu quả đầu tư của các DNNN nói chung là không cao và gây ra khá nhiều thất thoát, lãng phí cho đồng vốn của xã hội. Chúng tôi cho rằng, Chính phủ sẽ xây dựng lại cơ chế giám sát, quản trị vốn ở các DNNN, tăng hiệu quả hoạt động của các DNNN này. Chúng tôi cho rằng những lĩnh vực sẽ chịu nhiều ảnh hưởng nhất trong thời gian tới gồm: Điện lực; Than khoáng sản; Xăng dầu.

Đối với chủ trương Tái cấu trúc đầu tư, hiện nay chúng tôi chưa nhận thấy sự thay đổi đáng kể đối với chủ trương này. Nhưng việc đánh giá một cách tổng quát về tình trạng đầu tư công, tình trạng nợ công là bước đi ban đầu trong việc cải tổ lại cấu trúc đầu tư của nền kinh tế. Trong nhiều năm qua, nền kinh tế đã phụ thuộc quá nhiều vào các dự án đầu tư công, của DNNN khiến hiệu quả đầu không được như mong đợi. Có lẽ cần một thời gian khi việc xét lại hoàn toàn và phân bổ lại luồng tiền đầu tư vào các lĩnh vực trọng điểm và

hiệu quả.

Báo động tình trạng nợ công của Việt nam.

Mặc dù vấn đề nợ công được bàn thảo khá nhiều trên quy mô quốc tế nhưng đây là lần đầu tiên Việt nam tiếp cận vấn đề nợ công một cách nghiêm túc. Theo báo cáo Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội giai đoạn 2011-2015, hết năm 2011 nợ công Việt nam sẽ tương đương 54,6% GDP và tính đến hết năm 2012 và 2015, con số này sẽ lần lượt là 58,4% và 60-65% GDP. Như vậy nếu các tính toán trên trở thành hiện thực thì Việt nam sẽ vượt ngưỡng an toàn theo tiêu chuẩn của IMF. (*Chi tiết về tình trạng nợ công được bàn ở mục dưới*).

Lạm phát tiếp tục hạ nhiệt trong tháng 10.

Theo công bố của Tổng cục Thống kê (TCTK), chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng 10 của VN đã hạ nhiệt xuống mức 0.36% với mức tăng rất thấp của CPI ở 2 thành phố lớn là Hà nội và TP Hồ Chí Minh. Sự hạ nhiệt của lạm phát dường như không ngoài dự đoán do sức tiêu dùng của cả nền kinh tế sụt giảm nghiêm trọng trong một thời gian khá dài đối mặt với tình trạng lạm phát và đình đốn vừa qua. Tình trạng lũ lụt dai dẳng ở miền Trung và miền Nam có thể khiến cho giá cả hàng hóa tiếp tục neo ở mức cao một thời gian nữa trước khi sụt giảm.

Giá các loại hàng hóa biến động mạnh trong tháng 9.

Đầu tiên phải kể đến là giá vàng. Chịu ảnh hưởng của giá vàng thế giới, giá vàng trong nước đã biến động không ngừng sau khi đạt đỉnh gần 50 triệu VNĐ/lượng. Sau khi đạt đỉnh, giá vàng đã có nhiều phiên biến động, và rơi sâu do giới đầu tư quốc tế bán vàng để trả nợ lỗ chứng khoán. Ngoài vàng, một số mặt hàng như sữa, thiết bị y tế, thuốc men đang rục rịch tăng yêu cầu tăng gây ra sức ép nhất định tới vấn đề lạm phát.

Tình trạng đình đốn sản xuất đã bắt đầu xảy ra.

Đình đốn sản xuất được thể hiện qua hoạt động sản xuất suy giảm hoặc sự tăng lên đột ngột của hệ số hàng tồn kho ở các doanh nghiệp. Trong tháng qua, chỉ số tồn kho ngành công nghiệp chế biến tháng 10 đột ngột tăng rất mạnh 21,1% từ mức giảm sâu 5,5% tháng trước. Theo TCTK, ước tính chỉ số sản xuất công nghiệp tháng 10/2011 có thể tăng khoảng 5,2% so với tháng trước, mức cao nhất từ tháng 4/2011 đến nay. Tính chung 10 tháng năm 2011, chỉ số sản xuất công nghiệp tăng 7% so với cùng kỳ năm 2010, và bằng với tốc độ tăng của cả năm 2010 so với 2009. Có thể nhận định, nền sản xuất đang chịu sức ép mất cân đối giữa sản xuất và tồn kho rất lớn, có thể ảnh hưởng đến ổn định cung cầu trong thời gian tới và đang đứng trước nguy cơ đình trệ sản xuất. Đặc biệt là những ngành có chỉ số tồn kho cao như sản xuất cáp điện và dây điện có bọ cách điện tăng 88%; sản xuất xi

măng tăng 84,4%; sản xuất bột giấy, giấy và bìa tăng 82,6%; sản xuất giường, tủ bàn ghế tăng 77,8%, sản xuất đồ gốm sứ không chịu lửa (trừ gốm sứ dùng trong xây dựng) tăng 57,8%, sản xuất bìa tăng 50,7%; sản xuất giày dép tăng 49,9%; sản xuất mô tô, xe máy tăng 49,5%; sản xuất các sản phẩm khác từ plastic tăng 48,9%; sản xuất thức ăn gia súc tăng 42%, xay xát, sản xuất bột thô tăng 32,2%; sản xuất trang phục tăng 27,6%; sản xuất giấy nhẵn và bao bì tăng 22,3%....

ĐIỂM NHẤN TRÊN THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ

Nợ xấu tăng mạnh.

Trong tháng qua, hàng loạt vụ vỡ nợ liên quan đến tín dụng đen với quy mô hàng trăm, hàng ngàn tỷ xuất hiện. Xuất hiện từ vụ vỡ nợ của Huỳnh Thị Huyền Như với quy mô điều tra tại thời điểm hiện tại là 5000 tỷ đã gây ra hàng loạt vụ vỡ nợ liên quan và gây ra tình trạng nợ xấu trong hệ thống NHTM do tính chất domino của nó. Theo thông tin chính thức tại thời điểm 30/9/2011, nợ xấu của các NHTM tăng mạnh nhưng khá bất ngờ là Ngân hàng được đánh giá là an toàn và có quy trình quản lý rủi ro đồng bộ nhất là VCB lại có tỷ lệ nợ xấu tăng mạnh và hiện đứng đầu trong số các NHTM đã niêm yết trên sàn với mức tăng từ 2,8% lên 3,92%; NVB (2,84%); HBB (2,83%); SHB (1,55%); EIB (1,5%); CTG (1,37%); ACB (1,07%). Ngân hàng Agribank trước đó đã công bố tỷ lệ nợ xấu lên đến 6,76%. Trong một thống kê khác, tổng số nợ mất vốn của hệ thống NHTM vào khoảng 37.000 tỷ đồng, tương đương vốn điều lệ của 10 ngân hàng NHTMCP trung bình. Rõ ràng nhìn danh sách công bố chúng ta không khỏi lo ngại và khá bất bình thường vì ngân hàng có truyền thống và nhân sự thuộc loại rất tốt trong hệ thống NHTM lại có tỷ lệ nợ xấu cao nhất.

Nhiều ngân hàng rơi vào tình trạng mất thanh khoản.

Hiện tượng thanh khoản suy giảm sau quy định trần lãi suất và hàng loạt các chế tài khiến thanh khoản hệ thống ngân hàng gặp nhiều khó khăn. Hàng loạt ngân hàng nhỏ phải vay nợ trên thị trường liên ngân hàng và kênh này đang trở thành kênh kiếm tiền chủ yếu của các ngân hàng lớn, các ngân hàng có nhiều ưu thế về vốn. Một số ngân hàng nhỏ đã mất khả năng thanh toán trên thị trường liên ngân hàng khi không trả được các khoản vay nợ liên ngân hàng đến hạn. Điều này đã gây ra cú sốc lớn cho hệ thống NHTM và khiến một số ngân hàng lớn thực hiện chiến lược phòng thủ bằng cách cắt hạn mức tín dụng tron đối với các NHTM nhỏ, thay vào đó yêu cầu thêm về tài sản đảm bảo hoặc vốn đối ứng. Lãi suất cho vay LNH đã có lúc lên đến mức 40%. Bên cạnh thị trường 2, một số NHTMCP nhỏ cũng gặp rất nhiều khó khăn về thanh khoản khi đã không thể thực hiện nghĩa vụ tài chính của mình đối với các khoản tiền gửi đến ngày đáo hạn. Ngày 25/10/2011, TBKTS

Online đưa thông tin NHNN đã tái cấp vốn *có điều kiện* cho 5-6 ngân hàng với mỗi ngân hàng 1000-5000 tỷ đồng. Ngoài ra các NHTM lớn cũng thực hiện hỗ trợ thanh khoản cho các NHTM nhỏ như BIDV cam kết hỗ trợ thanh khoản cho NHTMCP Dầu khí toàn cầu (GP Bank) 5000 tỷ đồng, và NHTMCP Bắc Á với số tiền 3000 tỷ đồng.

NHNN cùng nhóm 5 NHTM và SJC bán vàng để hạ nhiệt thị trường vàng.

Hiện nay, TT Vàng là thị trường có khá nhiều yếu tố đầu cơ và có liên quan chặt chẽ với thị trường ngoại tệ tự do ở Việt nam. Sự can thiệp mạnh mẽ nhằm giảm bớt chênh lệch giá giữa TT vàng trong nước và thế giới cũng góp phần hạ nhiệt sức tăng của ngoại tệ trên thị trường tự do. Bên cạnh việc bán vàng bình ổn, NHNN đưa ra các yêu cầu về kiểm soát cho vay, cầm cố, thế chấp bằng vàng. Tăng hệ số rủi ro đối với các khoản vay bảo đảm bằng vàng và TCTD sẽ không được cho vay để mua vàng.

NHNN kiên quyết siết chặt quy định trần lãi suất.

Sau sự kiện ngân hàng HDBank bị cơ quan công an điều tra, các NHTM đã đưa ra các đồng thuận nhằm thống nhất việc thực hiện trần lãi suất huy động. Và với tình trạng này, các NHTM là đối tượng gặp khó khăn nhiều nhất. Mặc dù biết nhiều NHTM nhỏ gặp khó khăn về thanh khoản và có thể làm liều tăng vốn huy động nên NHNN đã kiểm tra chặt chẽ các giao dịch đi và đến các khoản tiền của các NHTM có gặp khó khăn về thanh khoản để kiểm tra tính tuân thủ của các ngân hàng này. NHNN đã thực hiện nghiệp vụ tái cấp vốn có tài sản đảm bảo đối với một số ngân hàng. Danh mục tài sản đảm bảo là các hồ sơ tín dụng vào những ngành nghề định hướng cho vay như nông lâm nghiệp, sản xuất, xuất khẩu. Chính vì điều này một số NHTM nhỏ - với tài sản là khoản vay BĐS gặp rất nhiều khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn được coi gần như là phao cứu sinh cuối cùng của mình hiện nay. Một số NHTM gặp khó thanh khoản nhiều khả năng sẽ bị thu tóm sáp nhập nếu NHNN chuyển đổi các khoản tái cấp vốn này thành vốn cổ phần – một quy định có trong luật. Đây là những tiền đề cho mục đích tái cấu trúc hệ thống ngân hàng của NHNN.

Rủi ro về tín dụng giảm xuống một phần sau khi đạt đỉnh đầu tháng 10

Vào đầu tháng 10, rủi ro về tín dụng quốc gia Việt nam đã lên mức cao nhất khi chỉ số bảo lãnh vỡ nợ tín dụng CDS (Credit Default Swaps) của Việt nam lên mức cao nhất là gần 530 điểm. Sau khi đạt đỉnh, chỉ số này đã giảm mạnh về mức 382 điểm là mức bình quân trong tháng 8 và tháng 9. Theo chúng tôi, việc CDS tăng mạnh không chỉ phản ánh những nỗi lo chung của kinh tế Việt nam theo đà suy thoái của kinh tế thế giới mà phản ánh khá sâu sắc về rủi ro về nền kinh tế Việt nam với những mất cân đối lớn chưa được giải quyết.



Nguồn: Bloomberg

CÁC VẤN ĐỀ VỀ NỢ CÔNG VIỆT NAM

Các số liệu không nhất quán.

Nợ công Việt nam là vấn đề khá nhạy cảm và các số liệu đưa ra hiện nay khác nhau ở các tổ chức khác nhau (Bảng 1). Theo Luật quản lý nợ công (áp dụng từ ngày 01/01/2010) nợ công được định nghĩa là các khoản nợ của Chính phủ, nợ được Chính phủ bảo lãnh, và nợ của chính quyền địa phương. Nợ công bao gồm nợ trong nước và nợ nước ngoài. Thâm hụt ngân sách hàng năm chính là sự chênh lệch giữa tổng thu và tổng chi trong năm đó của Chính phủ. Nợ công được tính toán dựa trên giá trị cộng dồn của các khoản thâm hụt đó qua các năm. Mặc dù vậy, các con số đưa ra lại khác nhau giữa Bộ Tài chính Việt nam, với các tổ chức quốc tế như Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB) hay Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF). Sự khác nhau nằm ở cách hạch toán. Việt nam hạch toán một số điểm không theo thông lệ quốc tế. Ở Việt nam, nhiều khoản chi ngân sách từ nguồn TPCP cho các dự án giáo dục, thủy lợi, y tế ... không được tính vào thâm hụt ngân sách và nợ công. Ngoài ra, chỉ cho những công trình lớn và kéo dài nhiều năm lại được phân bổ dần và quyết toán ngân sách nhiều năm chứ không tính cả vào năm phát hành trái phiếu để vay nợ.

Tỷ lệ thu ngân sách hiện đã quá cao và Chính phủ khó tìm nguồn để tăng thu

Thu ngân sách là yếu tố để đánh giá khả năng thanh toán nợ công của Chính phủ. Để cân bằng nợ công, Chính phủ có thể lựa chọn 1 trong 2 giải pháp: tăng thu ngân sách hoặc giảm chi tiêu công. Theo thống kê của ADB, tổng thu ngân sách không tính viện trợ của Chính phủ bình quân thời gian qua của Việt nam lên tới 25,3%/GDP. Và chỉ tính riêng từ thuế và phí thì con số tương đương 21,5%GDP, cao hơn nhiều so với các quốc gia khác như Thái lan 15%, Trung Quốc và Malaysia 15,5%, Philippines 13,3%, Indonesia 11,8%, Ấn độ là 7,3%.

Trong cơ cấu ngân sách 5 năm gần đây, khoảng 2/3 tổng thu ngân sách hàng năm đến từ thuế giá trị gia tăng (VAT- 23%), thuế thu nhập doanh nghiệp (CIT-30%), và thuế xuất nhập khẩu và hàng nhập khẩu tiêu thụ đặc biệt (13%). Mặc dù tỉ trọng của thuế XNK và hàng NK tiêu thụ đặc biệt tăng nhanh trong thời gian qua nhưng có nhiều khả năng nhóm lĩnh vực này sẽ giảm trở lại khi Việt nam thực hiện lộ trình cắt giảm thuế theo những cam kết của WTO. Đối với nguồn thu theo khu vực kinh tế, trung bình trong 5 năm qua, khu vực quốc doanh chỉ đóng góp khoảng 17% vào tổng thu và không nhiều cải thiện. Thu từ khu vực FDI, trừ dầu thô, và thu từ khu vực ngoài quốc doanh đã tăng khá và chiếm tỷ trọng 10% tổng doanh thu. Đáng chú ý, tỷ trọng thu từ dầu thô đã giảm khá mạnh từ 29% trong năm 2006 xuống còn khoảng 13% trong năm 2010. Với sản lượng dầu đang có xu hướng đi xuống, có khả năng áp lực thu ngân sách sẽ tăng một phần trong thời gian tới. Với những thông tin như vậy, dường như Chính phủ đã không còn nhiều giải pháp để có thể tăng thu ngân sách hơn nữa.

Áp lực chi ngân sách tiếp tục gia tăng trong thời gian tới.

Một phần quan trọng trong chi ngân sách Việt nam hàng năm chính là chi trả lương hưu vào bảo hiểm xã hội. Một phần thu nhập của người lao động được trích lại dưới dạng phí bảo hiểm xã hội, một hình thức giống như việc Chính phủ đang vay nợ người lao động và phải trả cho họ trong tương lai. Trong vòng 5 năm qua, con số chi trả lương hưu và bảo hiểm xã hội đã tăng hơn 3 lần, từ hơn 22.000 tỷ đồng (8,25% tổng chi ngân sách) trong năm 2006 lên 71.000 tỷ đồng (chiếm 12,2% tổng chi ngân sách) trong năm 2010. Gánh nặng về khoản chi này tiếp tục tăng trong những năm tới khi số người về hưu ngày càng lớn và cơ cấu dân số đang dịch chuyển theo hướng già đi.

Rủi ro nợ công Việt nam

Khả năng thanh toán. Khả năng thanh toán của các khoản nợ công phụ thuộc quy mô khoản nợ đó/GDP. Nợ công vận động cùng chiều với tỷ lệ thâm hụt tài khóa và thâm hụt thương mại. Thâm hụt tài khóa và thâm hụt thương mại càng kéo dài sẽ khiến tình trạng nợ

công càng thêm căng thẳng. Theo dữ liệu *Bảng 4*, khả năng thanh toán nợ công của Việt nam đang giảm nhanh khi tỷ lệ nợ công/GDP tăng từ 36,2% lên tới 52,6%. Ngoài ra tỷ lệ nợ công nước ngoài/GDP cũng tăng từ 25,1% lên tới 30,5%. Trong khi đó, tỷ lệ nợ công nước ngoài/tổng thu ngân sách cũng tăng từ 89,4% của năm 2008 lên 113,9% trong năm 2010. Với tình trạng thâm hụt ngân sách ngày càng tăng, rủi ro thanh toán nợ công ngày càng tăng lên nhanh chóng.

Khả năng thanh khoản. Khả năng thanh khoản chủ yếu tập trung ở các khoản nợ ngắn hạn bằng ngoại tệ. Hiện nay, với 80% nợ nước ngoài của Việt nam là nợ dài hạn với lãi suất ưu đãi nên khả năng thanh khoản của nợ nước ngoài của Việt nam không đáng ngại. ngoài ra, tỷ lệ nợ nước ngoài ngắn hạn/dự trữ ngoại hối chỉ ở mức xấp xỉ 20% và nghĩa vụ trả nợ hàng năm/dự trữ ngoại hối hàng năm cũng chỉ ở mức thấp 10% nên nói chung yếu tố này không gây tác động lớn đến khả năng thanh khoản của nợ công Việt nam.

Bất ổn vĩ mô. Bất ổn vĩ mô Việt nam hiện nay khá trầm trọng. Hiện nay các cân đối chính của nền kinh tế như tỷ lệ lạm phát, tỷ lệ thâm hụt ngân sách, tỷ lệ dự trữ ngoại hối, tỷ lệ thâm hụt cán cân vãng lai, cán cân thanh toán tổng thể, tỷ lệ tín dụng toàn nền kinh tế, tỷ lệ nợ xấu toàn nền kinh tế .v.v.v đều nằm ở mức báo động và khá nguy hiểm. Những yếu tố này gây ra những bất ổn thường trực cho các nhà đầu tư – những người cho vay nợ của Chính phủ Việt nam và khiến họ đưa ra những yêu cầu khắt khe hơn đối với các khoản nợ của Chính phủ. Các bất ổn này càng khó giải quyết thì áp lực nợ công và nghĩa vụ trả nợ hàng năm sẽ tăng lên khi chi phí các khoản vay nợ tăng lên nhanh chóng.

Rủi ro lãi suất và tỷ giá. Mặc dù các khoản nợ nước ngoài của Việt nam được hưởng ưu đãi về lãi suất song do biến động tỷ giá theo hướng mất giá khá mạnh của đồng nội tệ khiến áp lực nợ công ngày càng đè nặng. Theo báo cáo của MOF, tính đến 30/06/2010, tới 85% nợ nước ngoài của Chính phủ có mức lãi suất ưu đãi dưới 3%. Tuy nhiên cũng báo cáo này cho thấy, quy mô các khoản vay thương mại với lãi suất cao đang có xu hướng tăng lên trong những năm gần đây. Tính đến 30/06/2010, đã có tới 8,1% tổng nợ nước ngoài của Chính phủ có lãi suất lên tới 6-10%. Trong năm 2010, Việt nam chính thức trở thành nền kinh tế có mức thu nhập trung bình. Mặc dù là một tín hiệu tốt khẳng định những thành công về kinh tế, nhưng đây là tín hiệu không tốt về mặt vay nợ vì Việt nam không còn được hưởng những ưu đãi về lãi suất của các tổ chức phát triển đa phương.

Bên cạnh lãi suất, rủi ro tỷ giá cũng là vấn đề đáng quan tâm hiện nay. Phân theo cơ cấu tiền tệ, cơ cấu nợ nước ngoài của Việt nam chủ yếu gồm những đồng tiền mạnh như JPY (38,3%); SDR (26,6%); USD (23,0%), và EUR (9,2%). Tính theo tỷ giá hiệu quả danh nghĩa (trong giỏ tiền tệ và loại bỏ yếu tố lạm phát) giai đoạn 2002-2010 VND đã mất giá tới 42%.

BẢNG 1: THÂM HỤT NGÂN SÁCH VÀ NỢ CÔNG VIỆT NAM, 2000-2010 (%GDP)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
THÂM HỤT NGÂN SÁCH											
MOF				-4,9	-4,9	-4,9	-5,0	-5,7	-4,6	-6,9	-5,8
IMF	-4,3	-3,8	-3,3	-4,8	-1,8	-3,7	-0,4	-1,9	-0,9	-8,9	-6,0
ADB	-4,3	-3,5	-2,3	-2,2	0,2	-1,1	1,3	-1,0	-1,9	-7,7	n/a
NỢ CÔNG											
MOF								33,8	36,2	41,9	52,6
IMF	n/a	31,7	32,5	33,3	38,9	42,2	43,0	45,6	43,9	49,0	52,7

NGUỒN: MOF, IMF, ADB

BẢNG 2: NỢ NƯỚC NGOÀI CỦA VIỆT NAM, 2000-2010 (%GDP)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
MOF					37,2	32,2	31,4	32,5	29,8	39,0	42,2
IMF	39,7	41,6	35,0	33,7	33,5	32,2	31,5	32,3	33,5	40,7	40,8
ADB	42,1	39,4	38,4	40,8	39,8	36,3	33,2	33,6	29,9	n/a	n/a

NGUỒN: MOF, IMF, ADB

BẢNG 3: NỢ CÔNG NƯỚC NGOÀI CỦA VIỆT NAM, 2000-2010 (%GDP)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
MOF			26,9	28,9	29,9	27,8	26,7	28,2	25,1	29,3	30,5
IMF				28,0	27,0	26,0	25,7	28,0	26,8	30,6	31,1

NGUỒN: MOF, IMF

BẢNG 4: MỘT SỐ CHỈ TIÊU NỢ CÔNG, 2005-2010 (%)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	NGUỒN AN TOÀN
NỢ CÔNG NƯỚC NGOÀI/GDP	27,8	26,7	28,2	25,1	29,3	30,5	49,7

			33,8	36,2	41,9	52,6	
TỔNG NỢ CÔNG/ GDP							
NỢ CÔNG NƯỚC NGOÀI/ XUẤT KHẨU	45,2	40,7	41,2	35,0	47,4	43,6	
NỢ CÔNG NƯỚC NGOÀI/ TỔNG THU NS	97,7	90,0	95,9	89,4	124,4	113,9	214
NỢ NƯỚC NGOÀI/DỰ TRỮ NGOẠI HỐI	27,9	18,4	19,7	18,3			130
NGHĨA VỤ NỢ NƯỚC NGOÀI/ DỰ TRỮ NGOẠI HỐI	9,8	6,7	5,1	5,4	7,4	11,0	
THÂM HỤT VẮNG LAI/GDP	-1,1	-0,3	-10,0	-11,8	-7,7	-9,2	
TỶ LỆ MẤT GIÁ NỘI TỆ	0,7	0,9	0,7	1,2	4,7	11,1	
LS TPCP						11,0	9,7
LẠM PHÁT	8,4	6,6	12,6	19,9	6,5	11,8	10,5
TĂNG TRƯỞNG	8,4	8,2	8,5	6,3	5,3	6,8	-5,45

NGUỒN: BÁO CÁO THƯỜNG NIÊN KINH TẾ VIỆT NAM 2011

III. THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

NHỮNG ĐIỂM NHẤN

Diễn biến chung

Tháng 10, thị trường tiếp tục đón nhận nhiều tin xấu từ các vụ vỡ nợ liên quan đến tín dụng đen với quy mô hàng trăm, hàng ngàn tỷ xuất hiện. Xuất hiện từ vụ vỡ nợ của Huỳnh Thị Huyền Như với quy mô điều tra tại thời điểm hiện tại là 5.000 tỷ đã gây ra hàng loạt vụ vỡ nợ liên quan và gây ra tình trạng nợ xấu trong hệ thống NHTM do tính chất domino của nó. Ngoài ra, thị trường còn bị ảnh hưởng bởi việc hàng loạt NHTM mất thanh khoản, việc này đẩy lãi suất trên thị trường liên ngân hàng tăng cao trong tháng qua. Các hoạt động “giải ngân” phối hợp cùng các công ty chứng khoán để cung cấp margin cho hoạt động giao dịch chứng khoán đều bị cắt giảm ở hầu hết NHTM. Đây là một trong những nguyên nhân dẫn đến việc lượng cầu trên thị trường chứng khoán cả 2 sàn sụt giảm mạnh trong tháng qua.

Chỉ số CPI tháng 10 cũng tiếp tục tăng thêm 0,36%, so với mức tăng CPI của các tháng đầu năm đây là thông tin khá tích cực đối với thị trường. Tuy nhiên, diễn biến của thị trường chứng khoán Việt Nam đã cho thấy dường như những thông tin tốt như chỉ số CPI và vĩ mô đã chưa mang lại phản ứng tích cực. Trong khi đó, cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu đã trực tiếp gây nên những ảnh hưởng tiêu cực với thị trường.

Sau giai đoạn giảm mạnh trong tháng 9, các chỉ số chứng khoán trong tháng 10 vẫn tiếp tục giảm mặc dù tốc độ giảm đã chậm hơn (chỉ số VnIndex và HNXIndex đều có mức giảm khoảng 4% so với cuối tháng 9). Mức dao động trong các phiên giao dịch không lớn với tương quan cung, cầu luôn duy trì ở mức thấp và khá cân bằng. Khối lượng giao dịch tiếp tục giảm xuống sau khi đạt mức cao nhất trong tháng 9. Lượng cung không lớn nhưng lượng cầu cũng chỉ duy trì ở mức thấp nên thị trường chưa thể hồi phục khi mà dòng tiền vẫn chưa trở lại với thị trường.

Xét từ góc độ phân tích kỹ thuật, trong tháng 10, xu thế đi ngang và tích lũy của thị trường có được vẫn chủ yếu là từ các biện pháp hỗ trợ mang tính hành chính của các cơ quan quản lý chứ không xuất phát từ quan hệ cung cầu. Với biên độ dao động hẹp, các nhà đầu tư ngắn hạn đã rút lui khỏi thị trường khiến cho tính thanh khoản của thị trường giảm đi.

Giao dịch của NĐTNN

Tháng 10, khối đầu tư nước ngoài vẫn tiếp tục bán ròng với tổng giá trị bán ròng trong tháng là trên 182 tỷ đồng. Con số này đã giảm khá mạnh so với lượng bán ròng trong tháng 9 là trên 888 tỷ đồng. Xét về tỷ lệ mua/bán của các nhà đầu tư nước ngoài, chúng tôi cũng nhận thấy tỷ lệ bán ròng của khối này đang có chiều hướng giảm đi sau khi đạt mức đỉnh trong tháng 9.

Phân tích theo nhóm ngành, ta có thể thấy khối đầu tư nước ngoài vẫn bán ròng ở đa số các nhóm ngành ngoại trừ ngành Y tế. Các ngành Công nghệ, Công nghiệp, Dầu khí vẫn có tỷ

trọng bán ròng chiếm trên 10% đến 15% tổng giá trị giao dịch toàn thị trường. Điều này là hoàn toàn hợp lý bởi đã suy thoái của nền kinh tế thế giới đang được dự báo là sẽ kéo dài, do đó các nhóm ngành trên khó có khả năng đạt mức tăng trưởng tốt trong năm tới. Tuy nhiên, tỷ trọng bán ra của các nhà đầu tư nước ngoài tại tất cả các nhóm ngành trong tháng 10 đều đã thấp hơn so với tháng 9. Đối với ngành Y tế, đây là nhóm ngành mà trong thời gian trước khối ngoại không đầu tư nhiều, do đó trong giai đoạn hiện nay các cổ phiếu ngành y tế cũng không có áp lực bán ra quá mạnh. Bên cạnh đó, trong các báo cáo trước, chúng tôi vẫn nhận định đây là lĩnh vực có khả năng hoạt động ổn định và ít chịu ảnh hưởng của suy thoái kinh tế.

Dựa vào những diễn biến nêu trên, chúng tôi tin rằng tỷ trọng bán ra của khối đầu tư nước ngoài sẽ tiếp tục giảm đi và có thể đạt mức mua ròng ở một số nhóm ngành khi mà mặt bằng giá có thể sẽ tiếp tục giảm xuống mức hấp dẫn. Tuy nhiên, nguyên nhân mà khối đầu tư nước ngoài bán ròng trong thời gian qua không chỉ là vấn đề lợi nhuận của chính các doanh nghiệp Việt Nam, mà quan trọng hơn là do những rủi ro hệ thống từ nguy cơ suy thoái của nền kinh tế toàn cầu và một số hạn chế về việc vận hành (thanh khoản và mức minh bạch) của TTCK Việt Nam. Vì vậy, kể cả khi giá trị cơ bản của cổ phiếu đã trở về mức hấp dẫn, thì khối này có thể vẫn sẽ duy trì một danh mục đầu tư có tỷ lệ an toàn cao. Vấn đề trong giai đoạn tới không phải là nguy cơ bán ròng của khối ngoại, vì theo chúng tôi xu thế này sẽ tiếp tục yếu đi, nhưng việc lượng tiền thoát ra khỏi thị trường không được bù đắp trở lại sẽ khiến thị trường khó có thể tăng trưởng.

Kết quả kinh doanh quý III

Nhìn về kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong quý III năm nay chúng ta có thể thấy hiệu quả sử dụng vốn trong 3 quý của năm 2011 giảm mạnh so với 3 quý của năm 2010. Tính đến quý III, chỉ còn ít như ngành Dầu khí là duy trì được hiệu quả sử dụng vốn so với 3 quý cùng kỳ năm trước. Mức giảm hiệu quả sử dụng vốn mạnh nhất thuộc về ngành Sản xuất và Bất động sản. Đối với ngành Bất động sản đó là các khó khăn về chi phí vốn, chi phí nguyên vật liệu đầu vào và khó khăn trong việc tìm đầu ra trong bối cảnh thị trường kém thanh khoản. Thông qua những giải trình về biến động kết quả kinh doanh trong quý III của nhiều doanh nghiệp, chúng tôi nhận thấy nhiều doanh nghiệp đã đề cập đến các khó khăn về chi phí lãi vay cao, nhu cầu giảm, hay các khoản trích lập dự phòng giảm giá do đầu tư tài chính, hàng tồn kho....là nguyên nhân cho hiệu quả kinh doanh giảm.

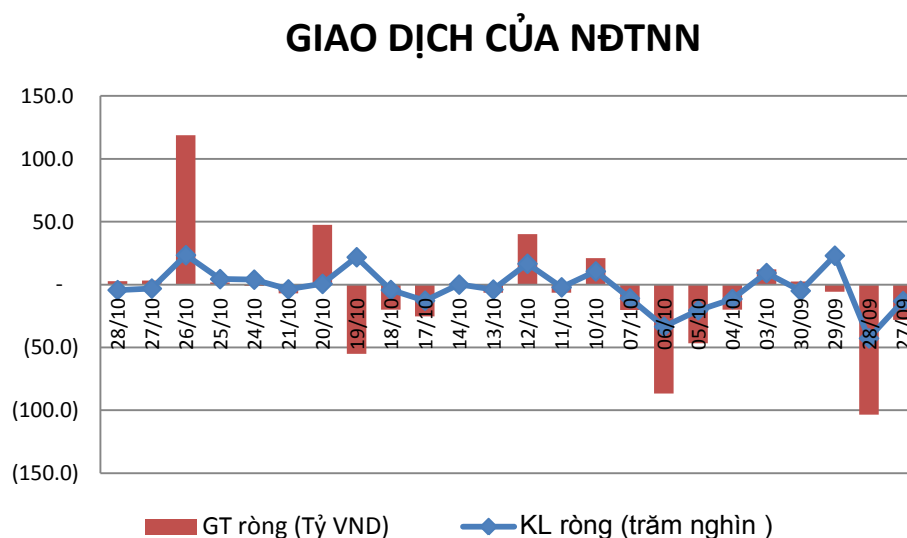
So sánh các chỉ tiêu doanh thu, lợi nhuận của các doanh nghiệp trong quý II và quý III, chúng tôi nhận thấy lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh của nhiều ngành có tốc độ giảm mạnh hơn tốc độ giảm của doanh thu, phản ánh khá rõ mức độ ảnh hưởng của lạm phát, chi vốn cao đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Dù nhiều doanh nghiệp có kết quả lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh trong quý III không thuận lợi khi so với kết quả trong quý II, tuy nhiên nhiều doanh nghiệp đã có nỗ lực thực hiện các biện pháp để tăng lợi nhuận sau thuế thông qua các hoạt động mang tính bất thường như bán một phần cơ sở vật chất, hiện thực hoá lợi nhuận tài sản tài chính hay



hoãn trích lập dự phòng. Biến động của thu nhập khác đã giúp lợi nhuận sau thuế trong quý III của các doanh nghiệp. Những giải pháp mang tính ngắn hạn nhằm có kết quả kinh doanh quý III thuận lợi trong ngắn hạn nhưng xét về dài hạn, việc sử dụng các tài sản đầu tư dài hạn để hiện thực hoá lợi nhuận trong ngắn hạn sẽ không thể là cơ sở cho sự phát triển bền vững của doanh nghiệp.

Tuy gặp nhiều khó khăn trong quý tới, nhưng theo đánh giá của chúng tôi, trong quý IV các ngành Dịch vụ công cộng và ngành Hàng tiêu dùng (thiết yếu) sẽ vẫn duy trì được hiệu quả kinh doanh. Đối với các ngành Tài chính, Bất động sản sẽ vẫn tiếp tục khó khăn.

Biểu 5: Giao dịch của NĐTNN tháng 10



QUAN ĐIỂM PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

- Khối lượng và giá trị giao dịch của thị trường trong tháng 10 sụt giảm đáng kể so với tháng 9. Tuy nhiên, quan sát biểu đồ theo diễn biến ngày (phụ lục) thị trường đang có tín hiệu phục hồi khá tốt trong ngắn hạn khi được sự ủng hộ của khối lượng giao dịch và phiên bứt phá ra khỏi xu hướng giảm giá ngắn hạn.
- Sau khi tạo ra nền tháng 9 dạng **Inverted Umbrella**  thì áp lực bán trong đầu tháng 10 xuất hiện nhưng đã chững lại vào cuối tháng 10 khiến tháng 10 lại tạo ra một nền dạng **Umbrella**  . Như vậy có thể thấy xu hướng đảo ngược lại tiếp tục xảy ra thêm một lần nữa.
- Dòng tiền đang có sự trở lại nhẹ, hướng dòng tiền đang trở lại rõ nét hơn tại HNX-Index khi có sự bứt phá xu hướng giảm hiện tại đi cùng khối lượng tăng.

- Sự dịch chuyển dòng tiền trong các ngành cũng đang diễn ra với những tín hiệu tích cực từ các ngành: NGÂN HÀNG, BẤT ĐỘNG SẢN, DỊCH VỤ TÀI CHÍNH, NGUYÊN LIỆU CƠ BẢN, DẦU KHÍ, XÂY DỰNG và ít xuất hiện tại các ngành: DỊCH VỤ VẬN TẢI, CAO SU, THAN, MÍA ĐƯỜNG. Như vậy, các ngành dẫn dắt thị trường đều cho tín hiệu xuất hiện dòng tiền nên khả năng phục hồi trong đầu tháng 11 là rất cao.
- Tâm lý NĐT trong tháng 10 khá bi quan thì trước diễn biến thị trường vào cuối tháng 10 tâm lý đang dần hình thành ổn định và dự báo vững vàng hơn trong tháng 11. Nếu thanh khoản thị trường phục hồi trở lại thì rủi ro thanh khoản đã không còn trở ngại lớn, tâm lý ngưỡng cản sẽ vượt qua.
- Directional movement + DI sau một thời gian dài nằm dưới Directional movement –DI thì tín hiệu bắt đầu cắt lên Directional movement –DI vào phiên ngày 28/10/2011 cho thấy kỳ vọng tăng giá đang rất cao. Sự bứt phá này được hỗ trợ bởi một phiên tăng điểm khá mạnh cùng với khối lượng giao dịch tăng đột biến cho thấy xu hướng phục hồi là rõ nét.
- Bên cạnh đó, tín hiệu từ đường trung bình động (MACD) cũng đã báo đồng thời báo cắt lên vào ngày 28/10/2011 cho thấy xu hướng được củng cố vững chắc.
- Đối với các nhóm ngành, chúng tôi cho rằng xu hướng dòng tiền vẫn tiếp tục chảy vào ngành, BDS, DVTC, Nguyên vật liệu cơ bản, dầu khí, xây dựng khi tín hiệu phục hồi của thị trường khá rõ nét.
- Tuy nhiên ngành BDS, DVTC, Nguyên vật liệu cơ bản, xây dựng là những ngành được quan tâm của dòng tiền nhất trong giai đoạn phục hồi này.
- Ngành Dầu khí có sự hỗ trợ tốt của dòng tiền nhưng khả năng bứt phá mạnh sẽ khó xảy ra trong giai đoạn thị trường tăng mạnh và ổn định đầu tháng 11/2011.
- Ngành Ngân hàng có sức hút của dòng tiền lớn nhưng với xu hướng giảm bị bẻ gãy thì nhóm cổ phiếu ngành này chỉ đang phục hồi trở lại ngưỡng cản trước khi bị bẻ gãy. Nên khả năng thu hút thêm quá nhiều dòng tiền khó xảy ra.
- Ngành DV vận tải, Cao su, Than, Mía Đường dòng tiền vẫn tỏ ra yếu ớt và chưa có dấu hiệu bứt phá.

IV. CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ

Trong tháng 11, nhiều khả năng nền kinh tế thế giới sẽ tiếp tục gặp rất nhiều chông gai và tình huống xấu nhất vẫn có thể xảy ra và sẽ có tác động không nhỏ tới các xu hướng đầu tư tại Việt Nam. Giống như nhận định của chúng tôi trong báo cáo tháng 10, các nhà đầu tư đang rời bỏ những ngành có độ rủi ro cao hơn và đi tìm những tài sản có độ rủi ro ít hơn và có tính thanh khoản cao hơn theo thứ tự có tiền mặt, ngoại tệ, vàng, trái phiếu, và cổ phiếu.

TTCK Việt Nam sẽ tiếp tục gặp khó khăn vào trong hai tháng cuối năm năm 2011 và đầu quý I năm 2012. Chúng tôi đưa ra nhận định này bởi các yếu tố tiêu cực sau:

Thứ nhất là rủi ro từ kết quả kinh doanh không thuận lợi của các doanh nghiệp niêm yết. Nhiều nhà đầu tư có nhận định về kết quả kinh doanh quý IV sẽ thể hiện hết bất lợi của doanh nghiệp trong thời gian qua. Nếu kết quả quý IV của các doanh nghiệp xấu như lo ngại thì TTCK sẽ có khả năng xuống thấp hơn mức hiện nay do nhiều nhà đầu tư vẫn sẽ bị “sốc” khi các dự báo không mong muốn trở thành hiện thực. Với kịch bản này, có khả năng sẽ diễn ra một đợt bán tháo mới tại các mã có kết quả kinh doanh không thuận lợi.

Trên cơ sở đánh giá các nhân tố tác động đến hoạt động của doanh nghiệp, chúng tôi cũng đồng quan điểm với những lo ngại của các nhà đầu tư về nhận định kết quả kinh doanh của quý IV. Điều này xuất phát từ tình trạng đình đốn sản xuất đã bắt đầu xảy ra. Đình đốn sản xuất được thể hiện qua hoạt động sản xuất suy giảm hoặc sự tăng lên đột ngột của hệ số hàng tồn kho ở các doanh nghiệp. Có thể nhận định, nền sản xuất đang chịu sức ép mất cân đối giữa sản xuất và tồn kho rất lớn, có thể ảnh hưởng đến ổn định cung cầu trong thời gian tới và đang đứng trước nguy cơ đình trệ sản xuất. Điều này sẽ ảnh hưởng rất lớn đến kết quả kinh doanh của các công ty niêm yết trong quý IV/2011 và quý I/2012.

Thứ hai rủi ro tiềm ẩn từ hệ thống ngân hàng: Chúng tôi cho rằng hiện nay hệ thống ngân hàng vẫn đang tiềm ẩn một số rủi ro về thanh khoản và nợ xấu. Theo thông tin chính thức tại thời điểm 30/9/2011, nợ xấu của các NHTM tăng mạnh nhưng khá bất ngờ là Ngân hàng được đánh giá là an toàn và có quy trình quản lý rủi ro đồng bộ nhất là VCB lại có tỷ lệ nợ xấu tăng mạnh và hiện đứng đầu trong số các NHTM đã niêm yết trên sàn với mức tăng từ 2,8% lên 3,92%; Ngân hàng Agribank trước đó đã công bố tỷ lệ nợ xấu lên đến 6,76%. Trong khi đó một số ngân hàng nhỏ cũng đang trong tình trạng mất thanh khoản. Hiện tượng thanh khoản suy giảm sau quy định trần lãi suất và hàng loạt các chế tài khiến thanh khoản hệ thống ngân hàng gặp nhiều khó khăn. Hàng loạt ngân hàng nhỏ phải vay nợ trên thị trường liên ngân hàng và kênh này đang trở thành kênh kiếm tiền chủ yếu của các ngân hàng lớn, các ngân hàng có nhiều ưu thế về vốn. Một số ngân hàng nhỏ đã mất khả năng thanh toán trên thị trường liên ngân hàng khi không trả được các khoản vay nợ liên ngân hàng đến hạn. Điều này đã gây ra cú sốc lớn cho hệ thống NHTM và sẽ dẫn đến giảm nguồn cầu trên thị trường chứng khoán do không có các nguồn cung cấp cho hoạt động margin từ các NHTM.

Thứ ba, do nền kinh tế thế giới (đặc biệt là các nước chìm trong nợ nần của khu vực Eurozone, kinh tế Mỹ) vẫn sẽ tiếp tục xuất hiện nhiều tin tức không mấy lạc quan, nên

các tổ chức tài chính sẽ chuyển đổi danh mục từ cổ phiếu sang tiền. Để thực hiện việc này, các tổ chức tài chính lớn (đặc biệt các quỹ đầu tư lớn) sẽ thực hiện hợp sức với các tổ chức tài chính khác bơm vốn vào thị trường nhằm đẩy thanh khoản của thị trường lên và từ đó sẽ bán bớt các cổ phiếu chịu nhiều tác động khi cuộc khủng hoảng tài chính xảy ra.

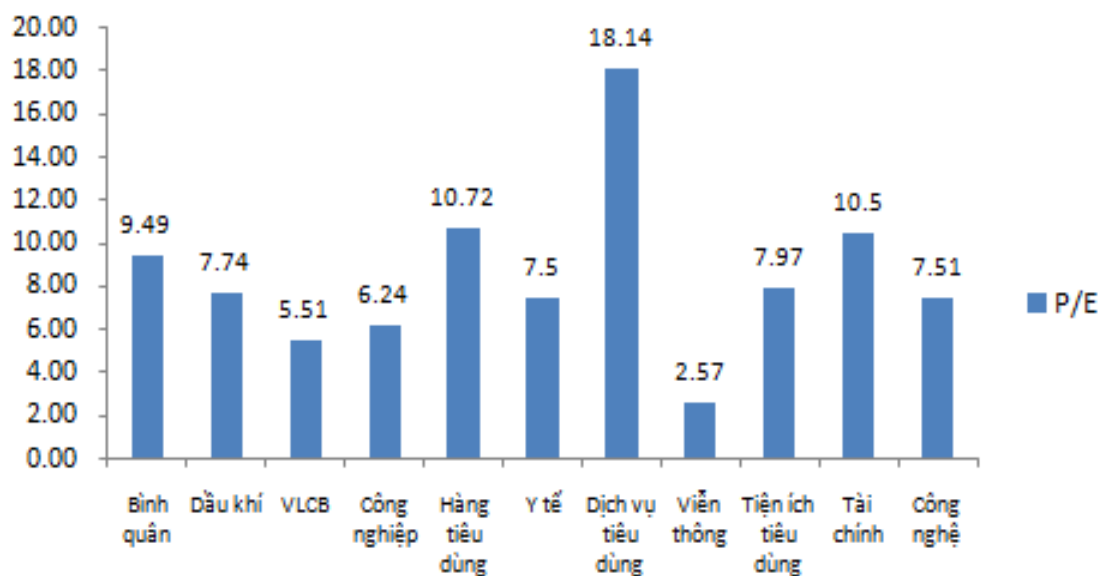
Tóm lại, với các yếu tố tiêu cực như vậy, chúng tôi dự báo VnIndex sẽ đạt được mức xung quanh 400 điểm ở thời điểm cuối năm. Sau một giai đoạn sụt giảm và xác lập đáy mới, thị trường trong nước cũng như ngoài nước đang tự điều chỉnh tới một mức giá ổn định hơn. Các rủi ro của nền kinh tế thế giới cũng như một số các chuyển biến của kinh tế Việt Nam sẽ cần thêm thời gian để xác định xu thế. Tuy nhiên, trong thời gian tới biên độ giao động của thị trường sẽ rất lớn. Thị trường sẽ giao động mạnh xung quanh mốc 410

Ở thời điểm hiện tại, các nhà đầu tư nên cân đối giữa mức độ rủi ro có thể chấp nhận và mức độ lợi nhuận yêu cầu. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên duy trì một khoản tiền mặt trên 60% trong cơ cấu doanh mục đầu tư do trong thời điểm hiện tại còn có nhiều rủi ro tiềm ẩn. Từ quan điểm đầu tư dài hạn, với mặt bằng P/E của VnIndex ở mức 8-9x như hiện nay thì việc đầu tư giá trị thực sự rất hấp dẫn. Đặc biệt là đối với các ngành và công ty có giá trị cơ bản tốt và ít chịu rủi ro của diễn biến kinh tế vĩ mô. Các ngành hấp dẫn đầu tư dài hạn ở thời điểm hiện tại là các ngành Dịch vụ công cộng, Dầu khí và Y tế.

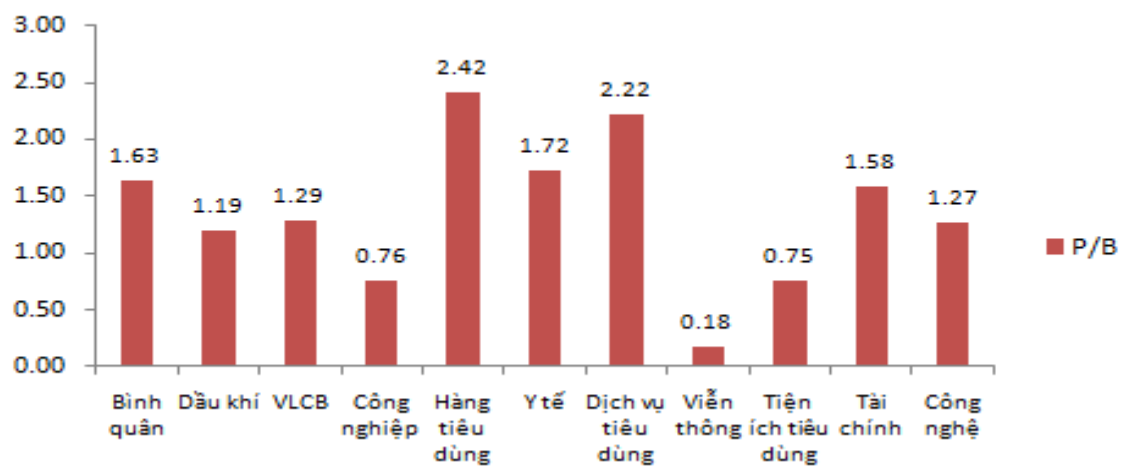
.

PHỤ LỤC

SO SÁNH P/E NGÀNH



SO SÁNH P/B NGÀNH



VN-Index



HNX-Index



NGÂN HÀNG



BẤT ĐỘNG SẢN



DỊCH VỤ TÀI CHÍNH



DỊCH VỤ VẬN TẢI



NGUYÊN LIỆU CƠ BẢN



DẦU KHÍ



CAO SU



THAN



MÍA ĐƯỜNG



XÂY DỰNG





Mọi chi tiết xin vui lòng liên hệ

CTCP Chứng khoán Đại Dương

Trụ sở chính

Tầng 2, số 4 Láng Hạ, Ba Đình, Hà Nội

Tel: (84-4) 3372 6699

Fax: (84-4) 3772 7077

Website: www.ocs.com.vn

Email: admin@ocs.com.vn

Những người thực hiện:

Võ Văn Minh

minhvo@ocf.vn

Trịnh Quốc Bình

binhtrinh@ocf.vn

Nguyễn Thanh Bắc

bacnt@ocs.com.vn

CTCP Quản lý Quỹ Đại Dương

Trụ sở chính

Tầng 5, số 4 Láng Hạ, Ba Đình, Hà Nội

Tel: (84-4) 3372 6235

Fax: (84-4) 3772 6763

Website: www.ocf.vn

Email: contact@ocf.vn

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được thu thập và xem xét cẩn trọng, tuy nhiên CTCP Chứng khoán Đại Dương (OCS) và CTCP Quản lý Quỹ Đại Dương (OCF) 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. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của OCS & OCF.

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

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