



Công ty Cổ phần Chứng khoán
Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam



Bức tranh vĩ mô và Cơ hội thị trường 6 tháng cuối năm 2012

PHÒNG PHÂN TÍCH

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

BSC Trụ sở chính

Tầng 1, 10 & 11 – Tháp BIDV
35 Hàng vôi – Hoàn Kiếm – Hà nội
Tel: 84 4 9352722 (Ext.128-108)
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

TÓM TẮT BÁO CÁO

Báo cáo 6 tháng của Công ty Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và Phát triển Việt nam tổng kết những diễn biến của Kinh tế Vĩ mô và những cơ hội đối với Thị trường chứng khoán Việt nam trong giai đoạn 6 tháng cuối năm. Báo cáo cung cấp những dữ liệu cập nhật và những phân tích nhận định nhằm đưa ra cho nhà đầu tư một cái nhìn toàn diện trên tất cả các biến số vĩ mô cũng như TTCK Việt Nam. Những dự báo về các kịch bản thị trường của chúng tôi trong giai đoạn còn lại của năm chắc hẳn sẽ giúp ích cho bạn đọc có được một sự chia sẻ về quan điểm đầu tư, từ đó góp phần cung cấp thêm cho nhà đầu tư một góc nhìn khách quan khác trong chiến lược đầu tư của mình.

KINH TẾ VĨ MÔ

Sau những nỗ lực kìm chế lạm phát bằng chính sách tiền tệ thắt chặt, nền kinh tế Việt Nam chính thức rơi vào thời kỳ kinh tế đình trệ với tổng cầu suy giảm. Biểu hiện của tổng cầu suy giảm được thấy rõ trên các chỉ tiêu của nền kinh tế như tăng trưởng GDP, Doanh số bán lẻ, chỉ số Hàng tồn kho, Nhập siêu v.v... Dưới tác động của chính sách thắt chặt tiền tệ, tỷ giá cũng được hưởng lợi do giá trị đồng VND được bảo đảm khi cung ứng VND giảm mạnh trong năm qua. Ngoài ra, nhập siêu cũng giảm mạnh khi tổng cầu suy giảm, dẫn đến sức ép về ngoại tệ trong những tháng gần đây không còn căng thẳng như trước. Tỷ giá do vậy vẫn duy trì được sự ổn định và có được một cái nhìn lạc quan trong các tháng còn lại của năm.

Giải phóng sức cầu và khởi động lại sức sản xuất của Doanh nghiệp là vấn đề cấp thiết trong tình hình hiện nay. Tuy nhiên hiện nay chính sách tiền tệ đang tỏ ra bất lực khi tín dụng gần như không tăng trưởng trong 6 tháng đầu năm. Tăng trưởng tín dụng thấp một phần là do khi sức cầu sụt giảm, doanh nghiệp tốt cũng giảm nhu cầu vay vốn. Trong khi đó, mặc dù lãi suất huy động giảm, khối ngân hàng cũng tỏ ra rất dè dặt đóng cửa cho vay đối với các doanh nghiệp rủi ro đang thiếu thanh khoản do e ngại vấn đề nợ xấu. Do vậy, bên ngoài chính sách tiền tệ, Chính phủ Việt Nam có thể tính tới sử dụng mạnh hơn các công cụ tài khoản nhằm kích cầu trong thời gian tới. Các dự án đầu tư công có sức lan tỏa có thể là mục tiêu lựa chọn trong lúc này.

Tình hình nợ xấu đối với hệ thống ngân hàng có thể sẽ gây cản trở trong quá trình quá trình hồi phục kinh tế. Do vậy tốc độ hồi phục của kinh tế có nhanh hay không phụ thuộc lớn vào việc giải quyết vấn đề nợ xấu trong ngân hàng trong thời gian tới.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Trong 6 tháng đầu năm 2012, thị trường chứng khoán đã có dấu hiệu khởi sắc nhất định khi các chỉ số tăng điểm với khối lượng giao dịch cao hơn so với cuối năm 2011. Tuy nhiên, trong bối cảnh kinh tế vĩ mô còn khó khăn, đà đi lên của thị trường đã không được duy trì liên tục.

Từ kết quả kinh doanh quý I năm 2012 của các doanh nghiệp niêm yết, có thể thấy hoạt động sản xuất kinh doanh đang gặp rất nhiều khó khăn khi chi phí tăng, vòng quay hàng tồn kho giảm mạnh,

hiệu quả sử dụng vốn ở mức rất thấp, nợ xấu của các ngân hàng tăng cao. Thực tế này đã khiến cho thị trường chứng khoán mất đi tính hấp dẫn từ góc độ phân tích giá trị cơ bản của cổ phiếu.

Khó khăn của nền kinh tế nói chung và của thị trường tài chính nói riêng cũng đã khiến các nhà đầu tư phải thay đổi chiến lược đầu tư của mình. Trong khi các tập đoàn, tổng công ty có vốn nhà nước phải lên kế hoạch để thoái vốn đầu tư ngoài ngành thì các công ty tài chính, chứng khoán cũng phải giảm tỷ trọng đầu tư, thu hẹp hoạt động để bảo toàn vốn. Các doanh nghiệp có tiềm lực tài chính tốt, thay vì tìm cơ hội trên thị trường niêm yết, cũng đã chuyển hướng sang tìm các cơ hội mua bán sáp nhập các doanh nghiệp khác. Thực tế này đã và sẽ còn ảnh hưởng đến dòng tiền đầu tư trên thị trường niêm yết trong năm nay.

Căn cứ vào bối cảnh khó khăn của nền kinh tế và thị trường chứng khoán, chúng tôi dự báo trong quý III, thị trường chứng khoán sẽ khó có sự khởi sắc rõ nét. Tuy nhiên, những dấu hiệu khởi sắc đầu tiên của nền kinh tế có thể là động lực sẽ giúp thị trường tránh được những đợt sụt giảm mạnh. Chúng tôi cho rằng vùng dao động hợp lý của VN-Index trong quý III/2012 sẽ là khoảng **380 - 440 điểm**.

Trái phiếu

Thị trường trái phiếu sơ cấp 6 tháng đầu năm 2012 ghi nhận những tín hiệu khá tích cực cả trên thị trường sơ cấp và thứ cấp khi thanh khoản của những thành viên chính là các NHTM ngày càng được cải thiện

Lợi suất trái phiếu giảm mạnh trên cả thị trường sơ cấp và thứ cấp. Lãi suất trái phiếu bình quân trên thị trường thứ cấp giảm mạnh nhất là các kỳ hạn ngắn. Xu hướng giảm lãi suất trên thị trường trái phiếu, cả sơ cấp và thứ cấp bám sát với xu hướng giảm lãi suất thị trường tiền tệ và theo định hướng điều hành của chính sách tiền tệ, xu hướng hạ của các lãi suất chủ chốt.

So với tổng giá trị của giao dịch toàn thị trường, giá trị giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài được duy trì ở mức bình quân 50%, thậm chí 60-70%, tuy nhiên, giao dịch chủ yếu là các kỳ hạn ngắn. Khỏi nhà đầu tư nước ngoài có những nhận định tích cực về triển vọng cải thiện môi trường kinh tế vĩ mô Việt Nam trong 6 tháng cuối năm 2012

Sự linh hoạt chủ động và có những dự báo trước của chính sách tiền tệ, trong đó định hướng chính là giảm dần, ổn định mặt bằng lãi suất, ổn định tỷ giá sẽ tiếp tục là động lực chính thu hút sự quan tâm của cả chủ thể phát hành và nhà đầu tư trên thị trường trái phiếu. Tuy nhiên, do lãi suất đã được điều chỉnh hạ với tốc độ và mức độ tương đối nhanh và rõ ràng trong 6 tháng đầu năm nên dư địa giảm lợi suất trái phiếu sẽ không còn nhiều nữa. Vì vậy chúng tôi cho rằng, ***giao dịch trái phiếu trong 6 tháng cuối năm dự kiến sẽ ở mức ổn định, không đột biến như 6 tháng đầu năm. Khối ngoại sẽ thu hẹp giao dịch trong 6 tháng cuối năm.***

Trong trung và dài hạn, quy mô niêm yết đang có cơ hội được mở rộng, cùng với trái phiếu chính phủ sẽ có sự tham gia ngày càng tích cực của loại hình trái phiếu doanh nghiệp.

KINH TẾ VĨ MÔ

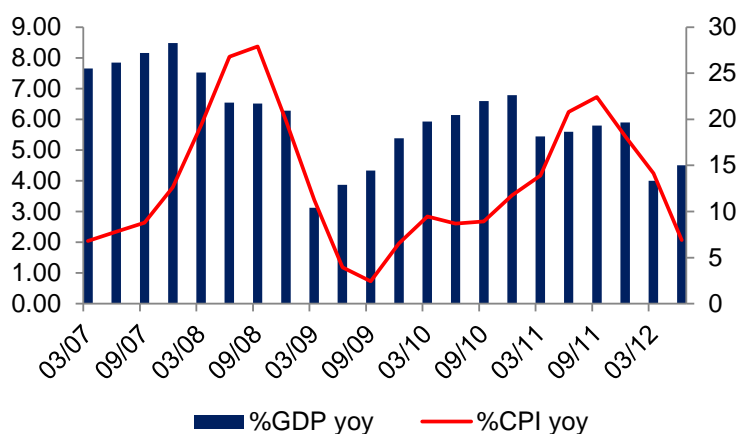
I. TỔNG QUAN

Chỉ số cơ bản	6 tháng đầu năm 2012	Dự báo 2012
GDP (%)	4.38%	5.2% - 5.5%
Lạm phát (% yoy)	6.9%	6.15%
Tỉ giá (USD/VND)	20.900	21.000-21.500
% Tín dụng	0.5%	9%
Thâm hụt thương mại (tỷ USD)	0.7	5 - 6
FDI giải ngân (tỷ USD)	5.4	9 - 10

Bức tranh kinh tế đạt được sự ổn định, song đối mặt với tổng cầu suy giảm và nợ xấu

GDP đạt mức thấp: GDP 6 tháng đầu năm 2012 tăng 4,38% so với cùng kỳ năm 2011: Trong đó quý I tăng 4%; quý II tăng 4,66%. Như vậy, tốc độ tăng GDP có sự giảm sút khá mạnh trong quý I (GDPQ1/2011 tăng 5,4%). **Mức 4% của quý I cũng là mức thấp nhất kể từ quý III năm 2009 (3,87%).** Sự sụt giảm trong tốc độ tăng trưởng của Việt Nam một phần đến từ chính sách tiền tệ thắt chặt từ năm 2011, một phần xuất phát từ bối cảnh kinh tế thế giới còn nhiều bất ổn và tăng trưởng yếu.

Tốc độ tăng trưởng GDP và lạm phát theo Quý từ Q1.2007 - Q2.2012

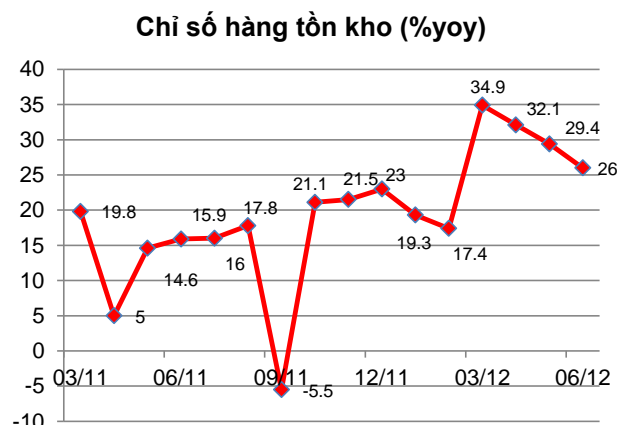


Nguồn: GSO, BSC

Chính sách tiền tệ thắt chặt làm lãi suất tăng cao và do đó các doanh nghiệp gặp rất nhiều khó khăn trong việc tiếp cận vốn sản xuất kinh doanh. Điều này dẫn tới tổng cầu của nền

kinh tế suy giảm và tốc độ tăng trưởng kinh tế giảm sút. Có thể nhận thấy rõ điều này thông qua một số chỉ tiêu thống kê khác phản ánh tổng cầu nền kinh tế như sau:

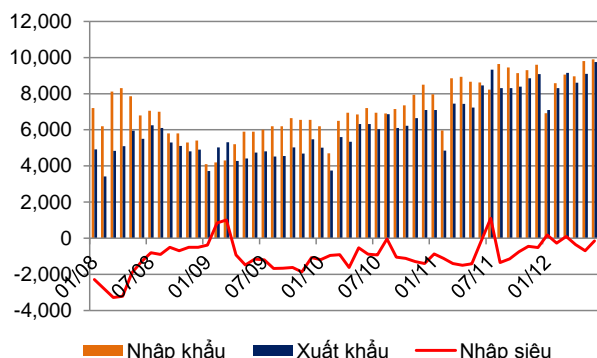
- **Doanh số bán lẻ** : vẫn có sự tăng trưởng trong 6 tháng đầu năm. Tuy nhiên tốc độ tăng trưởng giảm. Số liệu thống kê cho thấy đến tháng 6/2012, tốc độ tăng trưởng doanh số bán lẻ so với cùng kỳ năm trước chỉ đạt 19,5%, giảm tương đối so với mức trung bình khoảng 23% trong năm 2011 và giảm rõ rệt so với mức trung bình 27,7% trong năm 2010. Mức tăng trưởng 19,5% này chỉ cao hơn giai đoạn nửa cuối năm 2009 (18%), năm mà nền kinh tế Việt Nam cũng bị suy giảm khá mạnh.
- **Chỉ số hàng tồn kho** : tăng vọt trong tháng 3/2012 lên 34,9%. Dù vậy chỉ số này đã liên tiếp giảm trong các tháng 4 (32,1%), tháng 5 (29,4%) và xuống mức 26% trong tháng 6. Như vậy, chỉ số hàng tồn kho đang trong xu hướng giảm khá ổn định, đây là 1 dấu hiệu tích cực cho thấy sự phục hồi của sản xuất trong quý II sau khi suy giảm khá mạnh trong quý I.



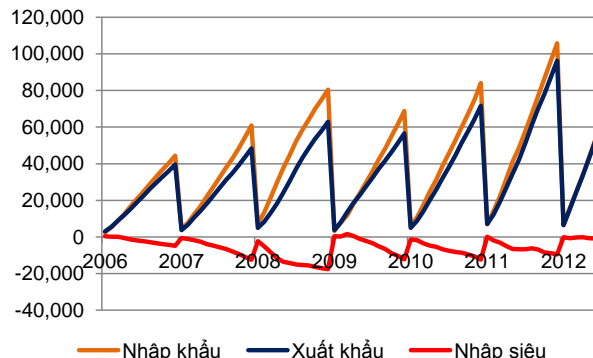
Nguồn: GSO, Bloomberg, BSC

- **Xuất nhập khẩu**: Xuất khẩu 6 tháng đầu năm ước đạt 53,1 tỷ USD, tăng 22% so với cùng kỳ năm trước. Nhập khẩu 6 tháng ước khoảng 53,8 tỉ USD, tăng 7% so với cùng kỳ năm trước. Như vậy, nhập siêu 6 tháng chỉ ở mức rất thấp, khoảng 700 triệu USD, chiếm 1,3% tổng kim ngạch xuất khẩu. Nếu so với cùng kỳ các năm trước, đây là mức cải thiện rất lớn về giá trị nhập siêu (năm 2011 và 2010, nhập siêu 6 tháng ở mức 6,6-6,7 tỷ USD).
- Giá trị nhập khẩu vẫn có được mức tăng trưởng dương (7%) so với cùng kỳ năm trước. Dù vậy, có thể thấy tốc độ tăng của giá trị nhập khẩu (6 tháng đầu năm) ở mức 7% là thấp hơn khá nhiều so với mức tăng trưởng trong các năm trước (năm 2011 là 25%, năm 2010 là 30%). Điều này phản ánh nhu cầu nhập khẩu hàng hóa trong nước có phần suy giảm trong bối cảnh kinh tế tăng trưởng thấp.

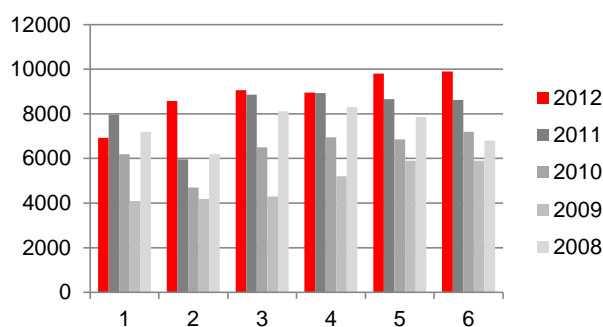
Giá trị xuất/nhập khẩu và cán cân thương mại các tháng (2008 - 2012)



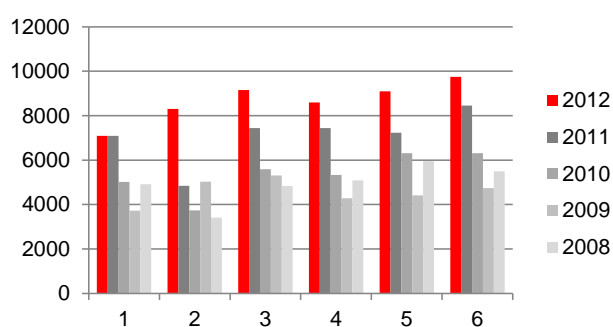
Giá trị xuất/nhập khẩu và cán cân thương mại cộng dồn các năm (2006 - 2012)



So sánh nhập khẩu 6 tháng đầu năm 2008 -2012

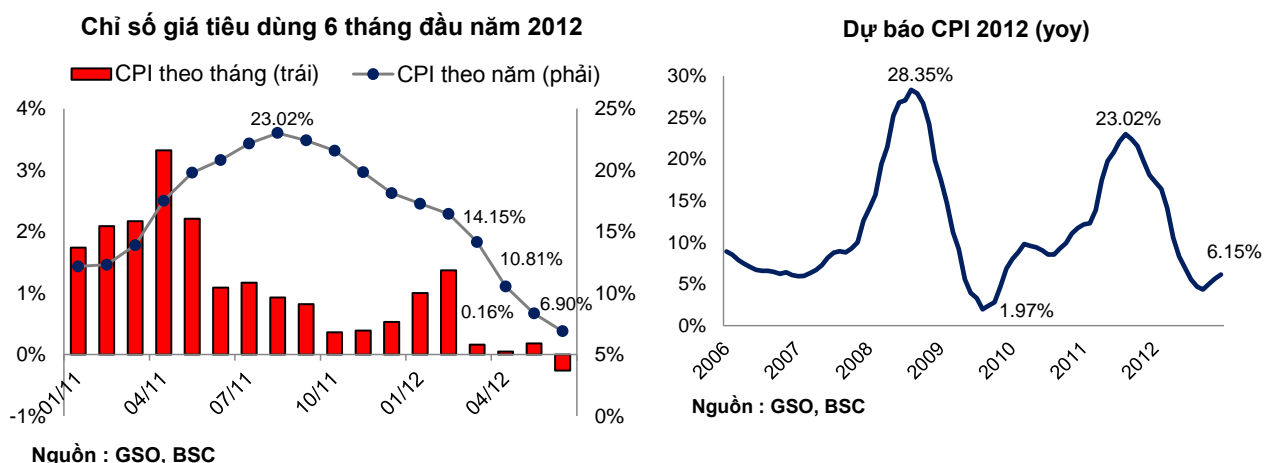


So sánh xuất khẩu 6 tháng đầu năm 2008 -2012



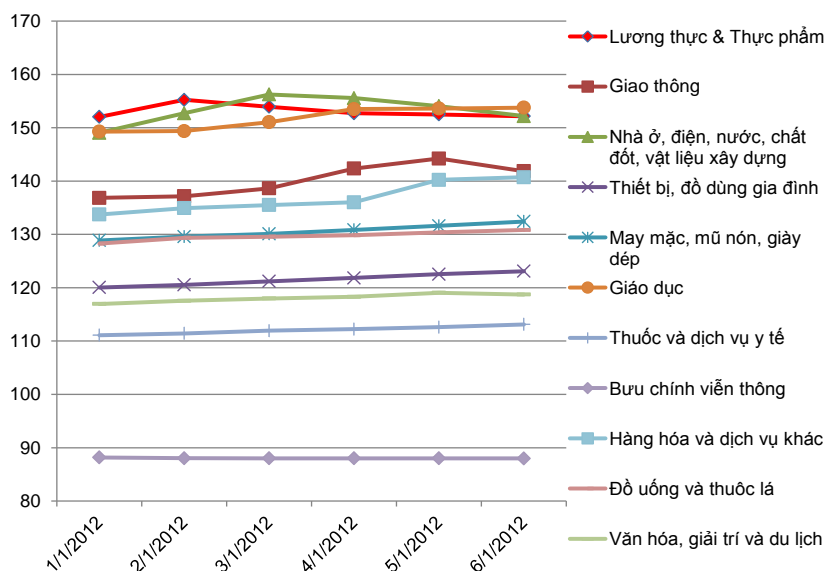
Nguồn: GSO, Bloomberg, BSC

Lạm phát giảm xuống còn 6,9%: Theo số liệu của Tổng cục Thống kê (GSO), mức tăng theo tháng của CPI (MoM) trong tháng 6 là -0,26%. Đây là lần đầu tiên CPI có mức điều chỉnh âm sau 38 tháng kể từ tháng 3/2009. Như vậy, mức tăng của CPI so với cùng kỳ năm 2011 (YoY) đã giảm xuống chỉ còn 6,9%. Lạm phát đã giảm về mức 1 con số kể từ khi đạt đỉnh điểm 23% trong tháng 8/2011, dự báo lạm phát tháng 7 tiếp tục ở mức âm, và chỉ nhích dần vào quý IV, tuy nhiên, lạm phát cả năm sẽ không vượt quá con số 7%. Có thể nói chính sách thắt chặt tiền tệ nhằm kiềm chế lạm phát đã phát huy tác dụng, tuy nhiên, Việt Nam cũng phải đánh đổi bằng tốc độ tăng trưởng thấp như đã nêu ở trên.



Xét về cơ cấu các nhóm hàng hóa dịch vụ trong rổ tính CPI, trong 6 tháng đầu năm 2012, có thể thấy nhóm : “Lương thực thực phẩm” và nhóm “Nhà ở, điện, nước, chất đốt, vật liệu xây dựng” có mức giảm rõ rệt so với đầu năm. Với trọng số lớn nhất trong rổ tính CPI, lần lượt là 39,93% và 10,01%, mức giảm của hai nhóm trên đã góp phần lớn vào sự giảm tốc của chỉ số CPI trong đầu năm 2012.

Chỉ số giá các nhóm hàng hóa dịch vụ trong rổ tính CPI 6 tháng đầu năm 2012



Nguồn: GSO, Bloomberg, BSC

Nhóm “Giao thông” cũng bắt đầu giảm từ tháng 5 do giá xăng dầu trong nước liên tục được điều chỉnh giảm. **Kể từ đầu tháng 5/2012, giá xăng dầu đã có 3 lần giảm giá vào các ngày 9/5, 23/5 và 07/6 với mức giảm tổng cộng lên tới 1.900 đồng/lít với xăng A92 (xuống 21.900 đồng/lít); các sản phẩm dầu cũng giảm khoảng 1.400 đồng.** Việc giảm giá xăng dầu trong nước có nguyên nhân trực tiếp từ giá xăng dầu thế giới giảm mạnh trong nửa đầu năm 2012. Giá dầu WTI thế giới đã xuống mức 85 USD/thùng trong tháng 6/2012 kể từ đỉnh

110 USD/thùng trong tháng 3/2012. Giá xăng A92 Singapore giảm xuống 100 USD/thùng từ mức đỉnh 130 USD/thùng.

Các nhóm hàng hóa dịch vụ khác vẫn có mức tăng nhẹ theo từng tháng, tuy nhiên do mức tăng không nhiều và trọng số không lớn nên không ảnh hưởng nhiều tới mức tăng chung của CPI.

Dự báo: Dựa vào mô hình dự báo lạm phát theo các biến số đầu vào là tăng trưởng tín dụng, giá hàng hóa thế giới và lạm phát quá khứ. ***Cụ thể, chúng tôi dự báo lạm phát cả năm 2012 sẽ ở mức 6,15%.***

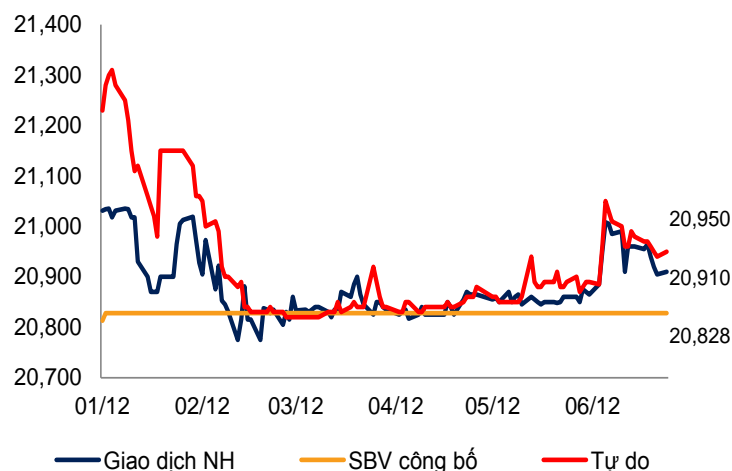
Thị trường ngoại hối: Tiếp tục ổn định trong 6 tháng cuối năm 2012

Tỷ giá niêm yết trung bình của các ngân hàng và tỷ giá tự do giảm mạnh trong 2 tháng đầu năm và bắt đầu ổn định từ tháng 3 tới nay. Trong 2 tháng đầu năm, tỷ giá tự do giảm khoảng 450 - 500 đồng (-2,3%) xuống ổn định ở mức 20800-20900 VND/USD; tỷ giá ngân hàng cũng giảm khoảng 200 đồng (-1%) xuống mức 20800 - 20900 VND/USD. Trong các tháng tiếp theo, hầu như tỷ giá ngân hàng và tỷ giá tự do bám nhau khá sát, thậm chí đôi lúc tỷ giá tự do còn xuống thấp hơn đôi chút so với tỷ giá ngân hàng. Từ đầu tháng 6/2012, tỷ giá có nhích lên đôi chút (khoảng 20.950 VND/USD) tuy nhiên mức tăng chưa lớn và chưa tạo được xu hướng tăng rõ ràng.

Các nhân tố giúp cho sự ổn định của thị trường ngoại hối trong nước: Lạm phát trong nước giảm nhanh giúp ổn định tâm lý của người dân và doanh nghiệp, dẫn đến nhu cầu nắm giữ USD giảm. Nhập siêu cũng giảm rất mạnh so với mức trung bình các năm trước, trong khi giá trị xuất khẩu 6 tháng đầu năm tăng rất tốt (khoảng 22% so với cùng kỳ năm trước) giúp nguồn cung ngoại tệ tăng lên đáng kể.

Ngoài ra, thị trường ngoại tệ có mối quan hệ mật thiết với thị trường vàng trong nước và thế giới. Thông thường những đợt “sốt” USD luôn song hành với những đợt tăng giá mạnh của giá vàng xuất phát từ nhu cầu mua ngoại tệ để nhập vàng. Nếu nhìn vào thị trường vàng thế giới, giá vàng quốc tế đã giảm khá mạnh từ tháng 2/2012 tới nay, từ mức đỉnh khoảng 1760 USD/ounce xuống mức giá hiện tại là 1600 USD/ounce (-10%). Thị trường vàng trong nước cũng có cùng xu hướng với thế giới, giảm khoảng 3 triệu đồng/lượng từ mức đỉnh 45 triệu đồng/lượng trong tháng 2 xuống mức dưới 42 triệu đồng/lượng hiện tại. Việc giá vàng trong nước và thế giới giảm cũng góp phần giúp tỷ giá ổn định trong 6 tháng đầu năm.

Bước sang quý III, chúng tôi lưu ý về áp lực tỷ giá đang tiềm ẩn do tín hiệu phục hồi kinh tế và ảnh hưởng từ khủng hoảng nợ Châu Âu có thể ảnh hưởng đến giá đồng đôla và gián tiếp ảnh hưởng đến tỷ giá USD/VND. Những áp lực sẽ tăng dần về cuối năm và sẽ trở nên nặng nề nếu không có sự chuẩn bị kịp thời, vì vậy, chúng tôi cho rằng, NHNN cần có biện pháp kiểm soát tín dụng ngoại tệ ở mức hợp lý ngay từ thời điểm này song song với cam kết giữ ổn định tỷ giá trong cả năm 2012. ***Chúng tôi dự báo tỷ giá có thể nhích nhẹ về cuối năm song sẽ không vượt quá 21.500VND/USD***

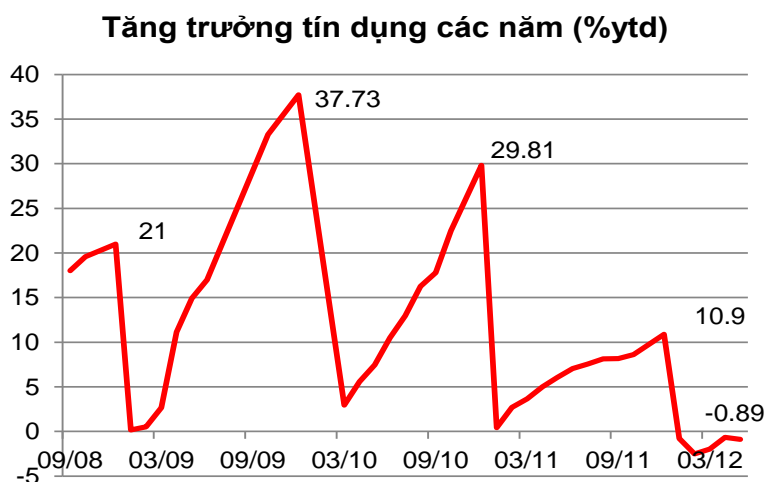
Diễn biến tỷ giá USD/VND 6 tháng đầu năm 2012


Nguồn : SBV, Bloomberg, BSC

Tăng trưởng tín dụng: Hải hòa giữa tăng trưởng và lạm phát

Tăng trưởng tín dụng 5 tháng đầu năm so với tháng 12/2011 ở mức -0,89%. Điều này có nghĩa cho đến tháng 5/2012 tín dụng cho nền kinh tế không những không tăng mà còn giảm so với thời điểm cuối năm 2011. Nếu nhìn vào các năm trước, mức tăng trưởng tín dụng luôn ở mức rất cao: 21% trong năm 2008, 37% trong 2009, gần 30% trong 2011 và 11% trong 2012. Với mặt bằng chung như vậy, **tăng trưởng tín dụng trong nửa đầu năm nay đang ở mức “đáng báo động”**, đặc biệt khi Việt Nam là nền kinh tế mà tăng trưởng kinh tế dựa chủ yếu vào tăng trưởng tín dụng. Điều này cũng được minh chứng qua thực tế khi GDP quý I/2012 rơi xuống mức 4%. Nhìn lại năm 2009, tăng trưởng GDP quý I/2009 cũng ở mức thấp kỷ lục 3,12% khi mà tăng trưởng tín dụng quý đó chỉ ở mức 2,67%. Sau đó gói kích cầu được tung ra, tăng trưởng tín dụng các quý tiếp theo trong năm 2009 tăng chóng mặt mới giúp GDP hồi phục và lên lại mức 5% vào cuối năm.

Trong năm nay, với mức tăng trưởng từ đầu năm tín dụng thấp như vậy, để đạt được sự phục hồi kinh tế đáng kể (nâng tăng trưởng GDP lên khoảng trên 5%), mức tăng trưởng tín dụng thực sự cần phải có sự cải thiện rất lớn trong 6 tháng tới. Tốc độ lạm phát trong năm nay nhiều khả năng ở mức 1 con số, tức là dư địa cho chính sách tiền tệ còn nhiều. Tuy vậy, xét trên quan điểm hải hòa giữa tăng trưởng và ổn định kinh tế, mức tăng trưởng tín dụng vẫn cần phù hợp với khả năng hấp thụ của nền kinh tế. Xét trong tổng thể dài hạn, sự nới lỏng quá mức trong 1 thời gian ngắn sẽ gây hậu quả cho nền kinh tế trong các năm sau. **Do đó, mức tăng tín dụng trong 6 tháng cuối năm theo chúng tôi không nên vượt quá 9%, tức là không vượt mức trung bình 1,5%/tháng**. Mức tăng sẽ vừa đảm bảo được tốc độ tăng trưởng GDP cuối năm khoảng trên 5% vừa giữ được sự ổn định cho chỉ số lạm phát ở mức 1 con số không những cho năm nay mà cả đầu năm sau (2013).

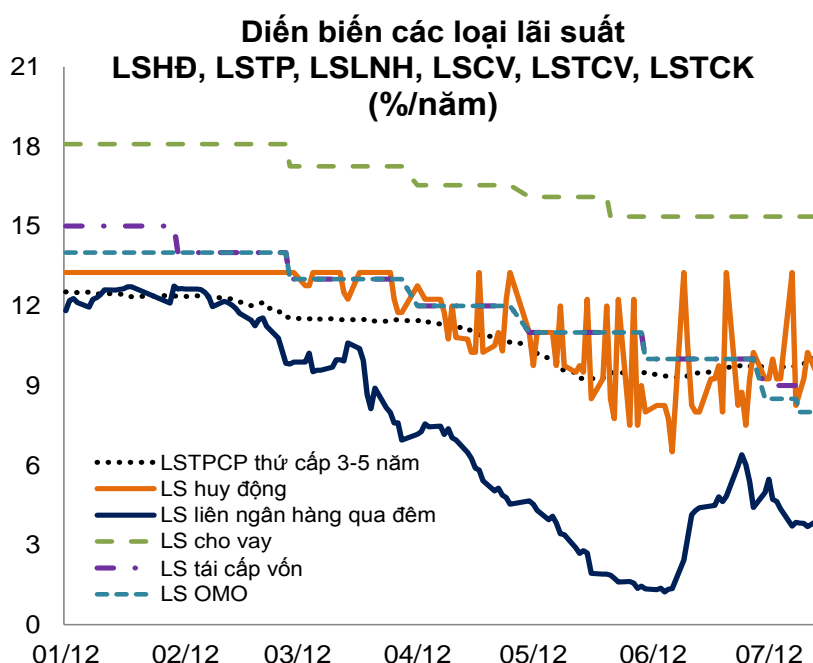


Nguồn: SBV, Bloomberg, BSC

Lãi suất: Giảm nhưng vốn rẻ chưa thực sự đến với Doanh nghiệp

Có thể nói, với những minh chứng rõ ràng về đà hạ nhiệt của chỉ số giá trong 6 tháng đầu năm khiến lạm phát không còn là vấn đề lớn của nền kinh tế, mỗi quan tâm hàng đầu của các nhà điều hành, nhà đầu tư cũng như người dân đã và đang được tập trung ở lãi suất.

Lãi suất giảm đồng loạt được điều chỉnh giảm trên các thị trường song sự vận động thực tế vẫn chưa đạt kỳ vọng. Những động thái hạ lãi suất mới chỉ có tác dụng giải quyết thanh khoản trên thị trường liên ngân hàng là chủ yếu. Doanh nghiệp vẫn khó có khả năng tiếp cận vốn giá rẻ



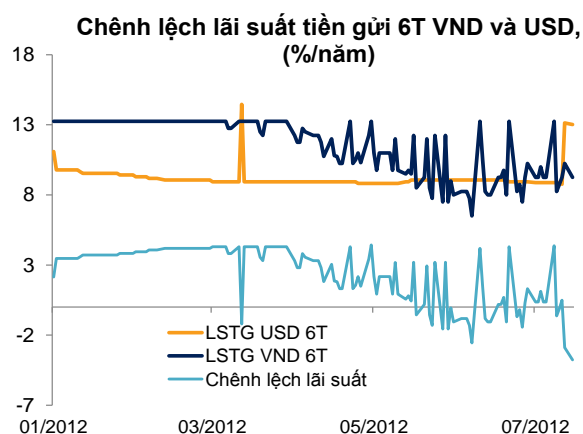
Nguồn: Bloomberg, BSC

- **Thị trường 2 -Thị trường liên ngân hàng:** Trên thị trường liên ngân hàng, sự vận động của lãi suất phản ánh khá rõ định hướng điều hành chính sách. Trong 6 tháng đầu năm, theo tính chất về thanh khoản có thể chia làm 2 giai đoạn:

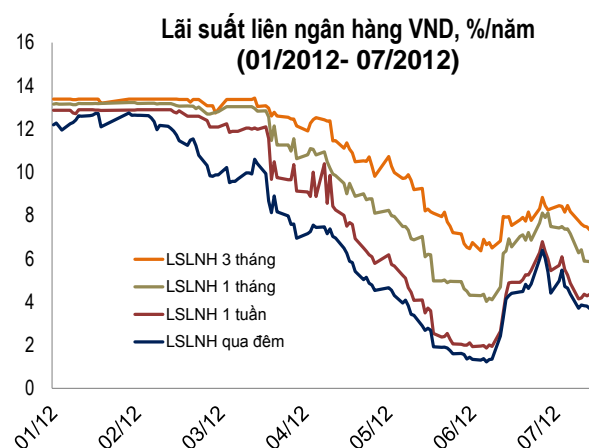
(1) *Giai đoạn căng thẳng thanh khoản, chính sách tiền tệ chặt chẽ.* Với chính sách tiền tệ chặt chẽ được duy trì suốt năm 2011 kéo sang đầu năm 2012, NHNN liên tiếp hút tiền về trên thị trường mở trong tháng 2-3, hạn chế các khoản cho vay tái cấp vốn. Trong quý 1, NHNN đã hút ròng gần 90.000 tỷ đồng trên thị trường OMO. Cùng với đó, nhu cầu tiền mặt thanh toán tăng cao trong dịp Tết Nguyên Đán khiến thanh khoản NHTM hạn hẹp đã đẩy lãi suất liên ngân hàng tăng cao, mức 17-19% đối với các kỳ hạn qua đêm, 1-2 tuần, mức 20-22% với các kỳ hạn 3 tuần, 1 tháng.

(2) *Giai đoạn thanh khoản ổn định:* Biểu hiện đầu tiên là sự sụt giảm lãi suất liên ngân hàng qua đêm, từ mức 11.7% cuối tháng 2 xuống 9.8% ngày 1/3/2012. Tiếp đó, động thái điều chỉnh giảm các lãi suất chủ chốt: tái cấp vốn (TCV) từ 15% về 14%, lãi suất tái chiết khấu từ 13% về 12%, trần lãi suất huy động giảm từ 14% xuống 13%, *chính sách tiền tệ đã hé lộ sự “mở nút” đầu tiên.* Thanh khoản trở lên dồi dào khi các khoản vay tín dụng cho các nhu cầu sản xuất kinh doanh giảm bởi những khó khăn của nền kinh tế, NHNN đã thực hiện hút ròng trên thị trường mở 120.000 tỷ, cộng với 30 nghìn tỷ qua tái cấp vốn và 30 nghìn tỷ hỗ trợ NHTM yếu kém nhằm cân bằng lại lượng 9 tỷ USD mua vào tăng dự trữ, song thậm chí ngay cả khi NHNN thực hiện phát hành tín phiếu hút tiền về, lãi suất liên ngân hàng vẫn trong chu kỳ giảm kéo dài liên tiếp từ tháng 3 đến nay.

Sự điều chỉnh hạ nhanh các lãi suất chủ chốt (giảm 4-5% từ tháng 3 đến nay) của NHNN cũng minh chứng cho quyết tâm hạ mặt bằng lãi suất chung của nền kinh tế. Đến tháng 6, lạm phát chính thức ở mức thấp, thanh khoản ngân hàng cũng trở lại trạng thái cân bằng hơn, NHNN thu hẹp lượng và kỳ hạn tín phiếu bán ra trong khi duy trì lượng Repos ngược, lượng bơm ròng trên thị trường OMO đang nhích dần, tổng lượng bơm ròng trong tháng 6 đạt 8.000 tỷ đồng. Như vậy, chính sách tiền tệ có sự *chuyển biến rõ ràng hơn theo hướng nới lỏng nhằm hỗ trợ các doanh nghiệp vượt qua khó khăn.*

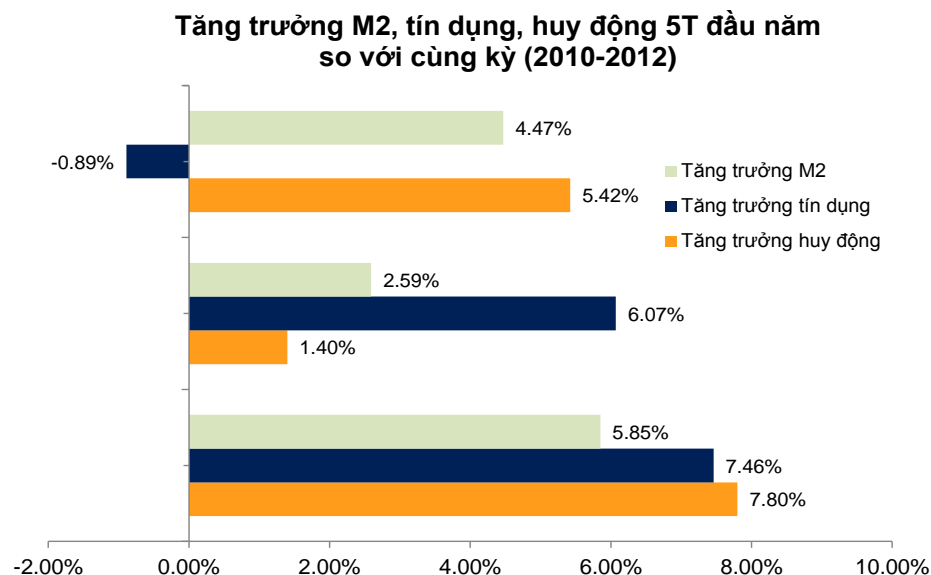


Nguồn: Bloomberg, BSC



Nguồn: Bloomberg

- Thị trường 1 - thị trường huy động dân cư:** Với 4 lần điều chỉnh giảm trần lãi suất huy động, trần lãi suất đã giảm từ 14%/năm xuống còn 9%/năm và thả nổi lãi suất huy động dài hạn. Với mức lạm phát 6.9%, mức lãi suất hiện tại đã đảm bảo thực dương đối với người gửi tiền trong khi tỷ giá và lãi suất USD ổn định ở mức thấp. Vì vậy, mức huy động trong 6 tháng đầu năm đã tăng khá tốt so với cùng kỳ: tính đến 30/6 huy động vốn tăng 6.49% trong đó VND tăng 8.62% và ngoại tệ giảm 2.2%.



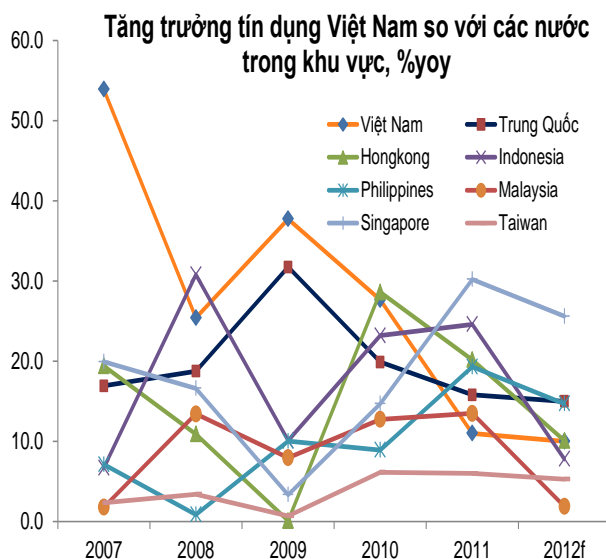
Nguồn: NHNN, BSC

Tuy nhiên, vấn đề quan trọng nhất đối với Doanh nghiệp là **Lãi suất cho vay**. Sau hai lần điều chỉnh, lãi suất cho vay ngắn hạn hiện tại ở mức 13%. Tuy nhiên, chỉ áp dụng đối với một số lĩnh vực ưu tiên. Vốn giá rẻ vẫn khó đến được với doanh nghiệp bởi: (1) Mức lãi vay được 75% doanh nghiệp trong nước chấp nhận là 14% - 15% trong khi thực tế lãi suất cho vay cao hơn khoảng 4-5%, tính đến thời điểm 22.06 mức bình quân hiện nay là: 14-17.24% trong khi mức cao nhất 16-20%; (2) Tỷ lệ các doanh nghiệp được vay với mức lãi suất ưu đãi ở mức thấp, cho đến tháng 7, lượng giải ngân của các khoản cho vay ưu đãi của một số NHTM lớn như: BIDV, VIB, Vietcombank, Eximbank, chỉ chiếm khoảng 1-2% tổng dư nợ của các NHTM này. Tổng cộng các khoản vay ưu đãi sẽ không quá 5% tổng dư nợ của nền kinh tế (khoảng 105 tỷ tính đến tháng 6); (3) Tăng trưởng tín dụng 6 tháng ở mức rất thấp, chỉ tăng 0.76% so với cuối năm 2011, điều này có nghĩa nếu các doanh nghiệp đã có được khoản tín dụng ngân hàng thì các khoản vay cũ này vẫn đang được áp dụng với mức cao, giải ngân với lãi suất thấp mới hầu hết là đảo nợ một hoặc từng phần; (4) Kỳ hạn điều chỉnh lãi suất cho vay của NHTM là 3-6 tháng, cũng là khoảng thời gian cần thiết để ngân hàng tính toán giảm lãi suất trung bình nguồn vốn đầu vào – mà hầu hết đã được huy động với lãi suất cao trước đó. Có nghĩa là để được có được nguồn vốn rẻ từ NHTM, các doanh nghiệp sẽ phải chờ đợi thêm thời gian, thời điểm đó đang đến gần hơn từ tháng 7 với các biện pháp mạnh tay hơn nhằm hạ lãi suất cho vay.

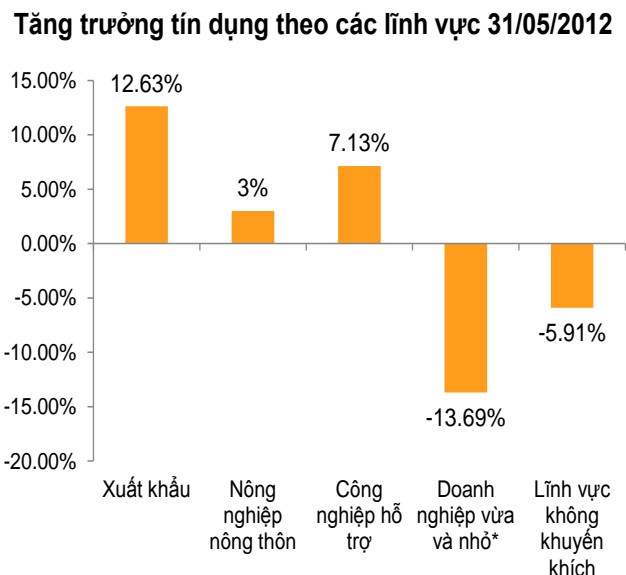
- Lãi suất thị trường mở và lãi suất trái phiếu cũng giảm khá mạnh:** Trên thị trường mở, lãi suất tín phiếu kỳ hạn 28, 91 và 182 ngày giảm mạnh lần lượt là 3,8%/năm,

5,7%/năm và 7,45%/năm so với các mức 11,5%, 12% và 12,5%/năm (15/3). Trong khi, trên thị trường trái phiếu, tâm lý kỳ vọng lãi suất giảm, nhu cầu mua vào tăng cao do số lượng trái phiếu đến hạn lớn và thanh khoản ngân hàng cải thiện, lãi suất trái phiếu giảm mạnh trên cả thị trường sơ cấp và thứ cấp, từ mức 11.5-12.5% về dưới 10% (8.5-9.5%) đối với kỳ hạn 2-5 năm.

Tuy nhiên, câu chuyện lãi suất không chỉ là vấn đề thanh khoản ngân hàng và sự hạ nhiệt của lạm phát. Đằng sau đó là những vấn đề về niềm tin, tình trạng thông tin bất đối xứng mà được coi là xuất phát điểm của những rủi ro trong lĩnh vực tiền tệ ngân hàng – có khả năng lan truyền trong nền kinh tế do tính hệ thống. Đặc biệt, vấn đề **nợ xấu cao và tăng nhanh**: Tính đến 30/06/2012, nợ xấu của toàn hệ thống tổ chức tín dụng được NHNN công bố ở mức 8.6% tổng dư nợ, tương đương 203 nghìn tỷ đồng, tăng 2.81 lần so với cuối năm 2011. Với tốc độ tăng trung bình 8.6%/tháng, nợ xấu trở nên đáng lo ngại trong bối cảnh sản xuất kinh doanh đình trệ, hàng tồn kho chưa cải thiện, rủi ro chéo với các thị trường tài sản như bất động sản, chứng khoán tăng lên. Đây là rào cản chính trong lộ trình giảm nhanh lãi suất cho vay và khả năng tiếp cận của doanh nghiệp với vốn ngân hàng. Mặc dù đã có chính sách khuyến khích, các lĩnh vực xuất khẩu, nông nghiệp nông thôn, công nghiệp hỗ trợ cũng chưa thực sự khởi sắc trong khi đó các lĩnh vực không khuyến khích tuy đã giảm so với cùng kỳ song vẫn ở mức cao.



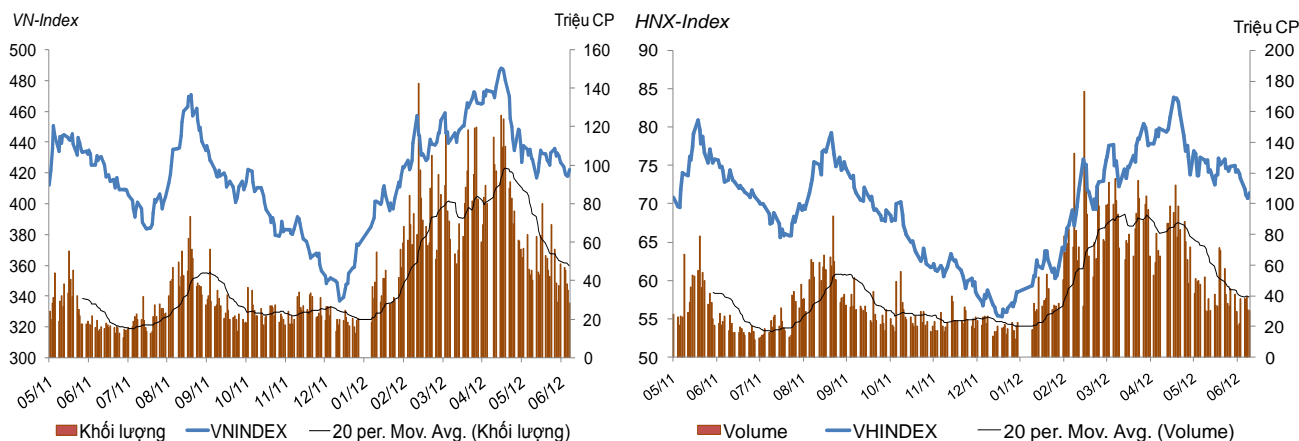
Nguồn: Bloomberg



Nguồn: NHNN, BSC *:số liệu đến 31/03/2012

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

I. DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2012



Nguồn: HNX, HSX, Bloomberg, BSC

Thị trường nhìn chung có sự hồi phục trong 6 tháng đầu năm nhưng đà hồi phục đang chững lại ở giai đoạn cuối quý II

1. Diễn biến chung

Kết thúc nửa đầu của năm 2012, thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn giữ được sự khởi sắc so với cuối năm 2011.

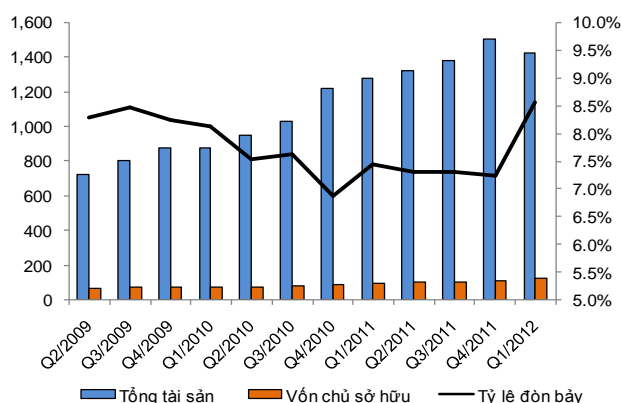
Hết tháng 6/2012, VN-Index tăng 20,1% trong khi HNX-Index tăng 21% so với cuối năm 2011. Thanh khoản trên thị trường cũng được cải thiện đáng kể khi giá trị giao dịch bình quân phiên trên 2 sàn giao dịch đạt mức 1.426 tỷ đồng/phiên trong khi con số này của năm 2011 chỉ là trên 818 tỷ đồng/phiên. Tuy nhiên, sau khi đạt mức cao điểm cao nhất vào đầu tháng 5, các chỉ số đã quay đầu giảm điểm với mức thanh khoản giảm dần.

Nếu như giai đoạn đầu năm, thị trường hồi phục mạnh nhờ mặt bằng giá cổ phiếu ở mức thấp tương đối cộng với những kỳ vọng vào các chính sách vĩ mô sẽ chuyển hướng từ thắt chặt sang nới lỏng thì từ giữa tháng 5, những bất ổn còn tồn tại là rào cản khiến dòng tiền vào thị trường không được kích hoạt và bổ sung thêm.

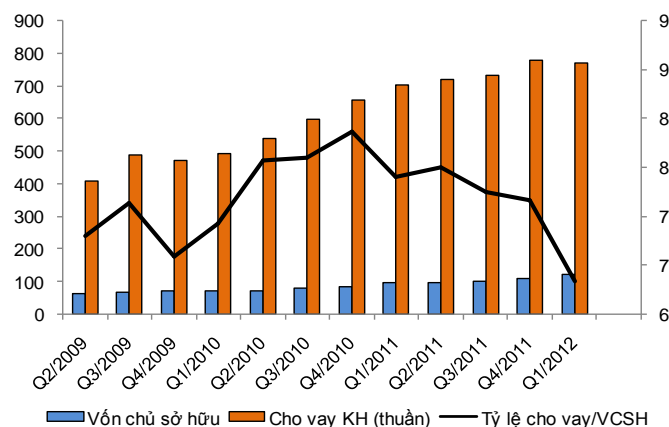
2. Hoạt động của các doanh nghiệp niêm yết

2.1. Hoạt động của các Ngân hàng

Quan sát hoạt động của 6 Ngân hàng đang niêm yết gồm NH TMCP Ngoại thương Việt Nam (mã VCB), NH TMCP Công thương Việt Nam (CTG), NH TMCP Á Châu (ACB), NH TMCP Sài Gòn Thương Tín (STB), NH TMCP Xuất nhập khẩu Việt Nam (EIB), NH TMCP Sài Gòn Hà Nội (SHB), có một số điểm đáng lưu ý như sau:

Tổng tài sản, vốn chủ sở hữu, tỷ lệ đòn bẩy


Nguồn: HNX, HSX, BSC

Tỷ lệ cho vay/vốn chủ sở hữu


Nguồn: HNX, HSX, BSC

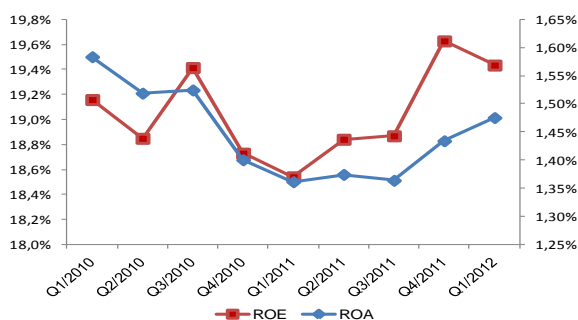
Ngành ngân hàng tuy duy trì được lợi thế của người bán (nguồn cấp vốn cho doanh nghiệp) nhưng cũng đã bắt đầu chịu ảnh hưởng trong quý đầu năm 2012 khi mà các doanh nghiệp đã phải thu hẹp hoạt động sản xuất, kinh doanh và do đó, nhu cầu vốn sụt giảm.

Có thể thấy, cùng với chính sách thắt chặt tiền tệ của Chính phủ được thực hiện trong suốt năm 2011, hoạt động của khối ngân hàng đã chịu khá nhiều ảnh hưởng. Tỷ lệ cho vay trên vốn chủ sở hữu đã sụt giảm trong suốt năm 2011 và đặc biệt giảm mạnh trong quý I/2012 khi tín dụng toàn hệ thống tăng trưởng âm 1,96%.

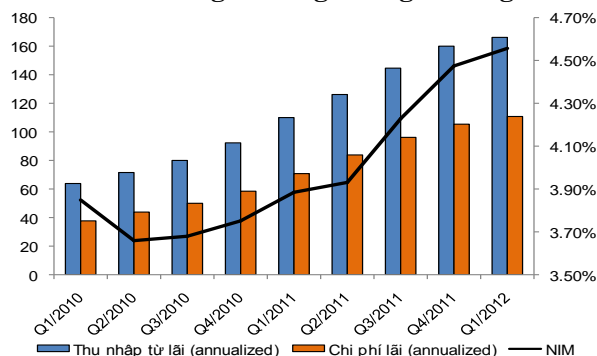
Các chỉ số đánh giá hiệu quả cho thấy các ngân hàng vẫn duy trì được hoạt động ổn định trong suốt năm 2011 nhưng sang đầu năm 2012 khi mà tăng trưởng tín dụng gặp khó khăn dẫn đến tổng tài sản giảm và lợi nhuận trên vốn chủ sụt giảm khá rõ nét.

Các doanh nghiệp khó khăn khiến cho tỷ lệ nợ xấu của khối ngân hàng tăng lên.

Ngoài ra, nợ xấu đang là vấn đề đáng lưu ý của toàn hệ thống khi vào cuối quý II, Thống đốc công bố nợ xấu thực tế của hệ thống NHTM có thể lên đến khoảng 10%, thay vì mức 3% như các ngân hàng báo cáo. Con số này cũng tương đương với nhận định của nhiều tổ chức tài chính và Ngân hàng Nước ngoài. Nếu các NHTM trích lập đầy đủ cho các khoản nợ xấu này thì các chỉ tiêu lợi nhuận của NHTM sẽ sụt giảm mạnh.

ROA, ROE ngành ngân hàng


Nguồn: NHNN, BSC

NIM trung bình ngành ngân hàng


Nguồn: NHNN, BSC

Cũng dễ dàng nhận thấy rằng trong khi các doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh đã gặp nhiều khó khăn trước những ảnh hưởng của môi trường kinh tế vĩ mô trong suốt năm 2011 thì hoạt động của các ngân hàng cũng chỉ mới chịu ảnh hưởng ở giai đoạn đầu của năm 2012. Điều đó cho thấy các ngân hàng vẫn nắm quyền chủ động tương đối với khách hàng (kể cả người gửi tiền cũng như người đi vay). Điều đó đã thể hiện rõ khi hệ số NIM vẫn duy trì đà đi lên, đặc biệt tăng mạnh trong nửa cuối 2011 (khi mặt bằng lãi suất cho vay tăng cao) và chỉ giảm tốc vào quý đầu năm 2012.

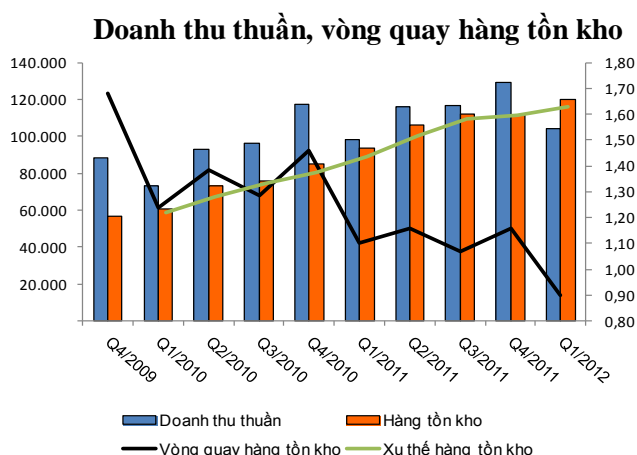
2.2. Hoạt động của các doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh hàng hóa dịch vụ khác

Cầu nối giữa ngân hàng và doanh nghiệp vẫn chưa được khai thông khiến chi phí tài chính tăng cao.

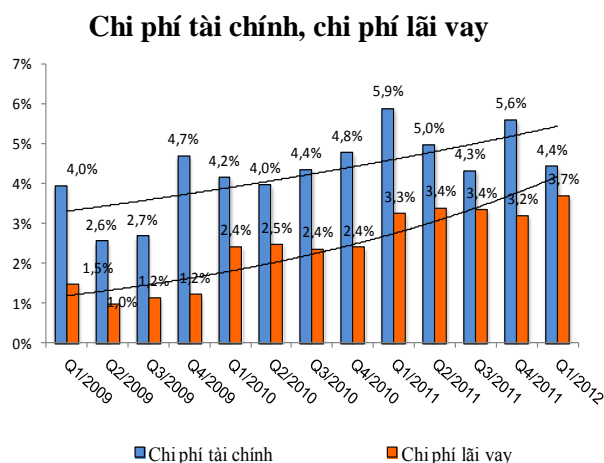
Sức cầu sụt giảm khiến doanh nghiệp khó bán hàng, tỷ lệ tồn kho tăng cao

Mặc dù các doanh nghiệp niêm yết được xem như các doanh nghiệp hàng đầu trong nhiều lĩnh vực của nền kinh tế nhưng qua đánh giá mẫu 350 doanh nghiệp niêm yết, có thể thấy tình hình chung của các doanh nghiệp đang gặp nhiều khó khăn.

Thể hiện rõ nhất là sức cầu của nền kinh tế suy giảm đã ảnh hưởng tới hoạt động của các doanh nghiệp với việc hàng tồn kho liên tục tăng cao, vòng quay hàng tồn kho giảm mạnh. Việc bán hàng khó khăn trong khi mặt bằng lãi suất liên tục duy trì ở mức cao trong năm 2011 và đầu năm 2012 đã khiến tình trạng chiếm dụng vốn lẫn nhau trở nên phổ biến, chi phí tài chính và chi phí lãi vay tăng mạnh.



Nguồn: HNX, HSX, BSC

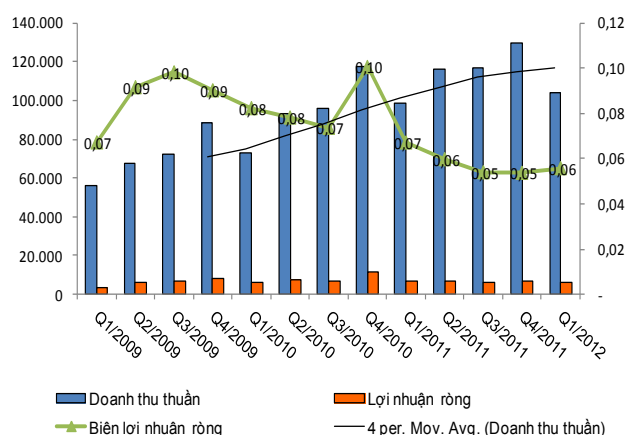


Nguồn: HNX, HSX, BSC

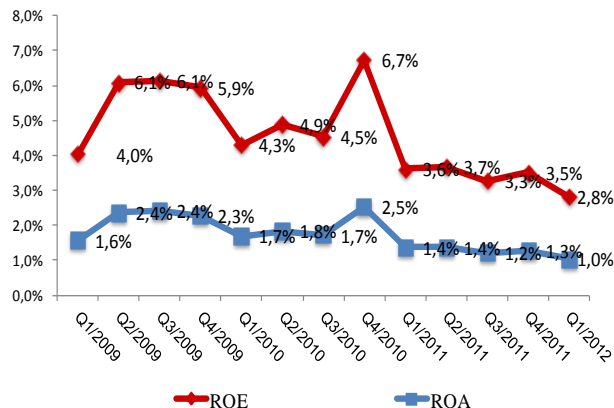
Trong bối cảnh đó, lợi nhuận của các doanh nghiệp đã chịu ảnh hưởng nặng nề. Doanh thu danh nghĩa (chưa loại bỏ yếu tố giá) vẫn duy trì mức tăng nhẹ nhưng biên lợi nhuận đã sụt giảm xuống mức thấp trong vòng hơn 3 năm qua và duy trì trong suốt 4 quý liên tiếp kể từ quý II/2011.

Với khó khăn kép của cả đầu ra lẫn chi phí đầu vào, hiệu quả sử dụng vốn và tài sản của các doanh nghiệp sụt giảm mạnh, thậm chí còn xuống

mức thấp hơn so với năm 2009, năm chịu ảnh hưởng nặng nề của khủng hoảng tài chính.

Lợi nhuận và biên lợi nhuận ròng


Nguồn: HNX, HSX, BSC

ROA, ROE ngành sản xuất, kinh doanh dịch vụ


Nguồn: HNX, HSX, BSC

3. Xu thế đầu tư của các nhà đầu tư tổ chức:

3.1. Sự củng cố tiềm lực thông qua mua bán, sáp nhập:

Trong bối cảnh khó khăn của nền kinh tế, các doanh nghiệp có tiềm lực đang tranh thủ cơ hội đầu tư các tài sản giá rẻ. Tuy nhiên, xu hướng đầu tư đang có sự chuyển dịch theo hình thức M&A hoặc phát hành riêng lẻ của các doanh nghiệp lớn thay vì mua trực tiếp cổ phiếu niêm yết.

Thông thường, trong những giai đoạn thị trường khó khăn nhất, các cơ hội đầu tư tốt sẽ xuất hiện. Điều này đã được chứng minh nhiều lần trong quá khứ. Giai đoạn đầu năm 2012, nhiều quỹ đầu tư nước đã có sự chú ý đến thị trường Việt Nam khi các chính sách nhằm ổn định kinh tế vĩ mô bước đầu có những kết quả. Tuy nhiên, một trong những hạn chế của thị trường niêm yết là số lượng hàng hóa có cơ bản tốt, có quy mô vốn đủ lớn và cổ phiếu thanh khoản cao đã không còn nhiều. Nhiều quỹ đầu tư lớn cũng chỉ chờ đợi để giải ngân thông qua các đợt phát hành riêng lẻ chứ không thực hiện mua trên sàn giao dịch. Trong khi đó, giới hạn về tỷ lệ sở hữu đối với nhà đầu tư nước ngoài, đặc biệt là các lĩnh vực hấp dẫn như ngân hàng, bảo hiểm cũng là một rào cản khiến thị trường kém hấp dẫn.

Bên cạnh đó, trong bối cảnh khó khăn chung của nền kinh tế toàn cầu, việc đầu tư tài chính đã dần bị thu hẹp, thay vào đó các doanh nghiệp chỉ tập trung đầu tư trọng tâm vào các lĩnh vực sản xuất kinh doanh chính. Trong khó khăn, nhiều doanh nghiệp có quy mô, tiềm lực tài chính vững mạnh đang tranh thủ cơ hội để củng cố tiềm lực hoạt động thông qua hình thức mua bán, sáp nhập doanh nghiệp các doanh nghiệp cùng ngành. Điều này đã được phản ánh rõ qua các thương vụ M&A lớn đã diễn ra trong thời gian qua. Theo thống kê của các tổ chức như Thomson Reuter, IMAA, AVM Việt Nam, tổng giá trị các thương vụ M&A của năm 2010 là 1,7 tỷ USD nhưng đã tăng lên 4 tỷ USD trong năm 2011 và riêng quý I

năm 2012 là 1,5 tỷ USD.

Qua quan sát, chúng tôi nhận thấy nhiều doanh nghiệp nước ngoài cũng đang tìm hiểu, đặt vấn đề tìm cơ hội đầu tư thông qua M&A nhưng quan tâm hơn đối với các doanh nghiệp tư nhân. Xu thế này cho thấy thị trường Việt Nam vẫn có cơ hội để thu hút đầu tư trực tiếp và gián tiếp từ nước ngoài nhưng nó cũng đang cho thấy dự kém hấp dẫn tương đối của thị trường niêm yết.

3.2. Áp lực thoái vốn đầu tư ngoài ngành:

Sự kém hiệu quả và dàn trải trong đầu tư của khối DNNN đã thể hiện rõ. Trước nhu cầu tái cấu trúc nền kinh tế, nhiều doanh nghiệp nhà nước sẽ phải thực hiện việc thoái vốn đầu tư ngoài ngành.

Ngay từ đầu năm, trước những hạn chế của nền kinh tế vĩ mô, Chính phủ đã xác định rõ phải tái cấu trúc lại nền kinh tế trong đó có nội dung quan trọng là tái cơ cấu hoạt động của các doanh nghiệp nhà nước. Trong các con số công bố gần đây, có thể thấy hoạt động của nhiều tập đoàn, tổng công ty nhà nước đã thể hiện sự kém hiệu quả trong đó việc đầu tư thiếu tập trung, mở rộng dàn trải ra các lĩnh vực ngoài ngành là một trong những nguyên nhân chính.

Trước nhu cầu bức thiết của việc ổn định kinh tế và nâng cao hiệu quả hoạt động, nhiều tập đoàn, tổng công ty lớn như PVN, EVN, Vinalines, TKV ... đã lần lượt công bố các kế hoạch thu gọn hoạt động, rút vốn đầu tư ngoài ngành.

Tất nhiên, quá trình cơ cấu lại các doanh nghiệp này sẽ cần nhiều thời gian bởi các hoạt động liên quan đến vốn nhà nước sẽ cần phải được thực hiện theo các cơ chế, quy định cụ thể. Bên cạnh đó, việc thực hiện cũng cần phải có lộ trình hợp lý để tránh những cú sốc lớn có thể ảnh hưởng tới hoạt động chung của nền kinh tế.

Các doanh nghiệp tài chính, chứng khoán cũng phải giảm tỷ trọng đầu tư để thu hẹp hoạt động.

Đối với thị trường tài chính, chứng khoán, các hoạt động thoái vốn này tất yếu sẽ có ảnh hưởng bởi khi nguồn cung tăng lên trong khi nguồn tiền trên thị trường đang bị co hẹp thì áp lực giảm giá là khó tránh khỏi. Những ảnh hưởng này có thể chưa diễn ra trong ngắn hạn nhưng chắc chắn sẽ còn ảnh hưởng tới thị trường trong thời gian sắp tới.

Ngoài các doanh nghiệp nhà nước nêu trên, ngay cả các doanh nghiệp tư nhân, đặc biệt là các công ty tài chính, chứng khoán cũng đang có chiều hướng co hẹp hoạt động của mình. Nhiều doanh nghiệp đã rơi vào tình trạng mất thanh khoản, thậm chí đã phá sản hoặc chịu sáp nhập với các doanh nghiệp khác. Các công ty còn duy trì được hoạt động cũng đã phải giảm bớt tỷ trọng đầu tư để có thể duy trì hoạt động. Thực tế này cũng đã ảnh hưởng trực tiếp đến diễn biến của thị trường tài chính nói chung và thị trường chứng khoán nói riêng trong thời gian qua.

II. DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG

1. Các yếu tố ảnh hưởng

1.1. Ảnh hưởng của các chính sách vĩ mô

Xu hướng giảm lãi suất rõ nét đã tạo nên sự hấp dẫn tương đối cho kênh đầu tư chứng khoán

Có thể thấy rõ, từ đầu năm 2012, Chính phủ đã có sự chuyển hướng trong chính sách vĩ mô từ thắt chặt sang nới lỏng có định lượng để hỗ trợ cho nền kinh tế, tránh nguy cơ đình đốn. Việc NHNN liên tục có các giải pháp để hạ mặt bằng lãi suất xuống, đặc biệt trong giai đoạn quý II/2012 đã cho thấy rõ mục tiêu này. Trên cơ sở lạm phát kỳ vọng thấp, xu hướng giảm lãi suất rõ nét đã tạo nên sự hấp dẫn tương đối cho kênh đầu tư chứng khoán, đặc biệt trong bối cảnh các kênh đầu tư khác đang gặp khó khăn và chưa có thị trường giao dịch chính thức được quản lý chặt chẽ như thị trường chứng khoán. Đây là yếu tố mang tính hỗ trợ tích cực cho thị trường chứng khoán trong năm 2012.

Tuy nhiên, định hướng chính sách trong năm 2012 có sự khác biệt với các năm trước khi nguồn tiền sẽ được tập trung vào sản xuất, hạn chế các lĩnh vực đầu cơ.

Tuy nhiên, nếu như trong các năm trước đây, mỗi khi chính sách tiền tệ nới lỏng được thực hiện, thị trường chứng khoán thường có diễn biến tăng nóng bởi thu hút được dòng tiền đầu cơ thì bối cảnh năm 2012 sẽ có sự thay đổi. Một mặt, với định hướng từng bước tái cơ cấu nền kinh tế, các nguồn lực của nền kinh tế sẽ phải tập trung cho các lĩnh vực sản xuất, kinh doanh tạo ra sản phẩm hàng hóa, dịch vụ cho xã hội, hạn chế dòng tiền chảy vào các lĩnh vực mang tính đầu cơ cao như chứng khoán, bất động sản. Vì vậy, chúng tôi không kỳ vọng nhiều vào những bước tăng đột biến cho thị trường trong phần còn lại của năm nay.

1.2. Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp

Hoạt động sản xuất, kinh doanh của doanh nghiệp còn khó khăn và chưa thể kỳ vọng sự cải thiện trong kết quả kinh doanh quý II. Do đó, chưa thể tạo sức hấp dẫn đầu tư trong ngắn hạn.

Như đã phân tích ở trên, tình hình hoạt động của các doanh nghiệp tính đến quý I/2012 không hề khả quan. Thậm chí các chỉ số tài chính đang cho thấy những kết quả còn thấp hơn so với năm 2009, năm chịu ảnh hưởng trực tiếp của khủng hoảng kinh tế thế giới. Trong khi các chính sách vĩ mô đã thực hiện đầu năm còn chưa phát huy rõ hiệu quả thì những khó khăn chung của nền kinh tế như sức cầu yếu, nguồn vốn bị cạn kiệt đang là thách thức lớn cho doanh nghiệp. Nếu như năm 2009, nền kinh tế nhanh chóng lấy lại được đà phục hồi sau chương trình kích cầu của Chính phủ thì năm 2012, chúng tôi đánh giá sự phục hồi sẽ khó khăn và diễn ra chậm hơn. Với nhận định này, chúng tôi cho rằng sự cải thiện trong hoạt động của các doanh nghiệp nói chung và doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán nói riêng, nếu có, sẽ chỉ có thể diễn ra vào giai đoạn cuối năm. Trước mắt, kết quả kinh doanh trong quý II sẽ vẫn ở mức thấp và do đó chưa thể tạo động lực thu hút sự quan tâm của các nhà

đầu tư nếu như mặt bằng giá cổ phiếu chưa về mức hấp dẫn để bù đắp cho các rủi ro trước mắt.

1.3. Nguồn tiền trên thị trường:

Nguồn tiền trên thị trường chứng khoán có biểu hiện bão hòa. Xu thế co hẹp hoạt động của nhiều tổ chức có thể sẽ làm tăng nguồn cung và giảm nguồn tiền giao dịch.

Mặc dù trong 6 tháng đầu năm, nguồn tiền trên thị trường đã có sự cải thiện so với năm 2011 nhưng những biểu hiện sụt giảm về giao dịch trên thị trường niêm yết trong giai đoạn cuối quý II cũng đang cho thấy biểu hiện của sự bão hòa.

Thêm vào đó, xu thế thu hẹp hoạt động của các công ty tài chính, chứng khoán cũng như quá trình giảm đầu tư ngoài ngành của nhiều doanh nghiệp khác cũng sẽ tạo nguồn cung lớn cho thị trường.

Nếu như thị trường không thu hút được dòng tiền mới để bù đắp lại thì áp lực giảm giá có thể sẽ còn diễn ra trong thời gian tới.

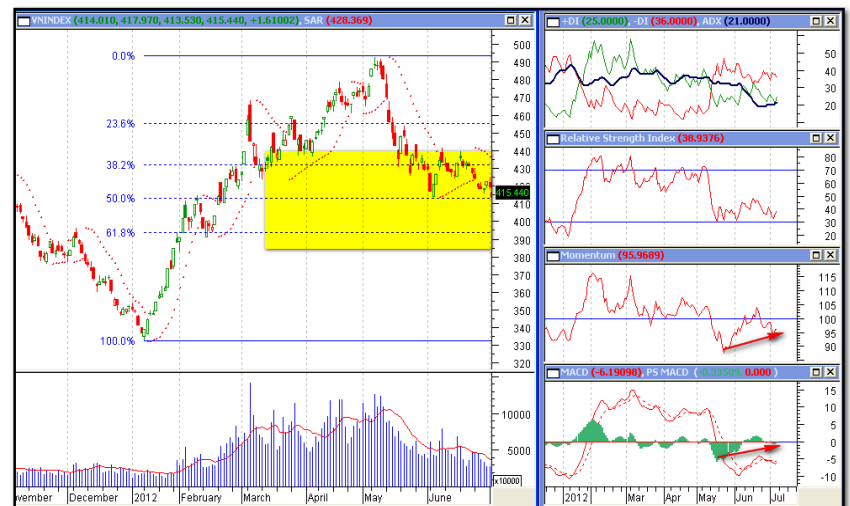
Trong thời gian gần đây, Ủy ban chứng khoán nhà nước cũng đã có một số chính sách mới nhằm hoàn thiện hơn hoạt động của thị trường, nâng cao tính hấp dẫn cho kênh đầu tư chứng khoán như cải thiện quy trình giao dịch (kéo dài thời gian giao dịch, áp dụng các lệnh giao dịch mới, xây dựng các bộ chỉ số để tiến tới xây dựng các công cụ tài chính phái sinh ...), cải thiện các thủ tục pháp lý, tăng cường giám sát, nâng cao tính minh bạch và tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà đầu tư nước ngoài (cải thiện quy trình đăng ký mở tài khoản cho nhà đầu tư nước ngoài). Tuy nhiên, những sự cải tiến này trong ngắn hạn vẫn chưa phát huy tác dụng rõ rệt. Vì vậy, việc thu hút đầu tư trong ngắn hạn sẽ vẫn dựa chủ yếu vào các yếu tố cơ bản của các tài sản giao dịch trên thị trường.

2. Dự báo thị trường:

Căn cứ vào các phân tích trên, chúng tôi cho rằng những khó khăn trước mắt có thể sẽ còn ảnh hưởng tới diễn biến giá cổ phiếu trên thị trường, ít nhất là ở giai đoạn đầu quý III. Nếu như môi trường vĩ mô được cải thiện tốt hơn để hỗ trợ cho hoạt động của doanh nghiệp, có thể những tín hiệu tích cực hơn sẽ xuất hiện vào giai đoạn cuối quý III và đầu quý IV.

Phân tích kỹ thuật:

Diễn biến VNINDEX



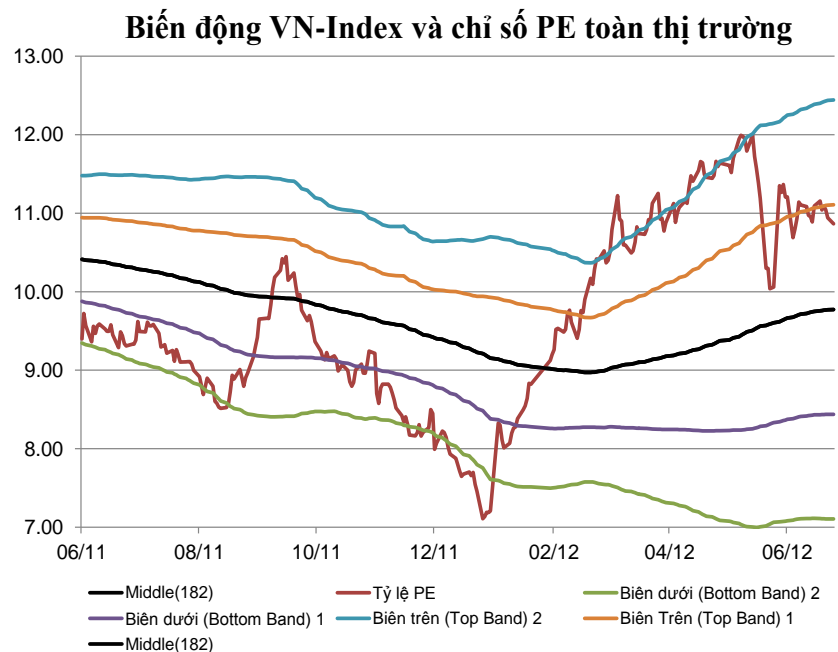
Nguồn: BSC

Sau giai đoạn điều chỉnh từ giữa tháng 5/2012, chỉ số VN-Index đến cuối tháng 6 đã giảm khoảng 15% so với mức đỉnh và đang về gần các vùng hỗ trợ mạnh là 410 điểm tương đương với mức Fibonacci Retracement 50%. Sau đợt sụt giảm mạnh đầu tiên, đà đi xuống của VN-Index đang có xu hướng chững lại với các đợt hồi phục ngắn đan xen. Điều này đã thể hiện qua việc các chỉ số về động lượng như RSI, Momentum, MACD Histogram đang tạo sự phân kỳ với giá. Tuy nhiên, khối lượng giao dịch bình quân vẫn đang sụt giảm và chưa có biểu hiện hồi phục. Nếu ngưỡng hỗ trợ hiện tại không tạo phản ứng hồi phục rõ nét về giá và khối lượng giao dịch thì nhiều khả năng VN-Index sẽ tiếp tục giảm về vùng hỗ trợ tiếp theo ở quanh mức 390 điểm, tương đương với ngưỡng Fibonacci 61.8%.

Trong trường hợp chỉ số này quay trở lại với xu hướng tăng, vùng cản trên chính là vùng sát với mức Fibonacci 38,2% và vùng đỉnh ngắn hạn tạo lập quanh mức 430 - 440 điểm.

2.1. Phân tích cơ bản:

Dựa trên phân tích giá trị cơ bản của thị trường theo chuỗi chỉ số P/E của các cổ phiếu trong rổ tính VN-Index, có thể thấy trong giai đoạn đầu năm, chỉ số P/E ở mức rất thấp so với khoảng giao động của chỉ số này trong quá khứ. Nhờ đó, thị trường đã hồi phục mạnh và đã nhanh chóng tiếp cận biên trên của khoảng dao động (giá trị trung bình + độ lệch chuẩn 2 điểm) vào giữa tháng 5/2012. Do đó, sự điều chỉnh giảm về mặt cơ bản là hoàn toàn hợp lý.



Nguồn: Bloomberg, BSC

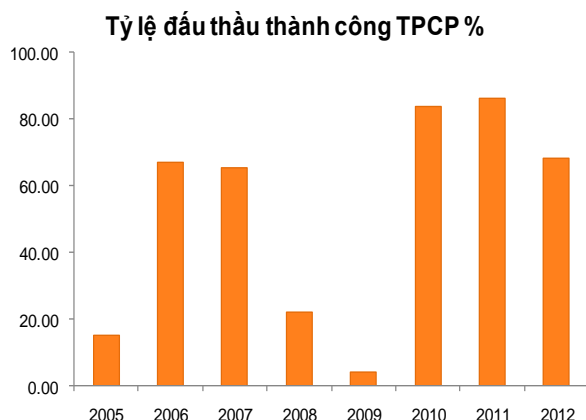
Hiện tại, chỉ số P/E đang tiến dần về ngưỡng trung bình của dải dao động, hiện đang ở mức 9,77 lần tương đương với VN-Index ở khoảng 381 điểm. Đây sẽ là vùng hỗ trợ mang tính cơ bản của thị trường trong trung hạn. Trong trường hợp có thêm các chính sách hỗ trợ tích cực từ vĩ mô, chỉ số này nếu hồi phục có thể sẽ dịch chuyển lên trên với vùng biên trên (giá trị trung bình + độ lệch chuẩn 1 điểm) ở mức 11,1 lần tương đương với VN-Index ở khoảng 433 điểm. Việc chỉ số tiếp cận các khoảng biên rộng hơn sẽ khó có thể diễn ra trong ngắn hạn.

Kết hợp phân tích dựa trên 2 phương pháp chính nêu trên cùng với việc phân tích các yếu tố tác động ở trên, chúng tôi cho rằng vùng dao động hợp lý của VN-Index trong quý III/2012 sẽ là khoảng **380 - 440 điểm**.

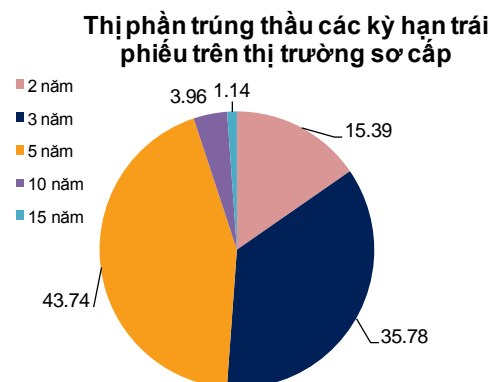
THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

I. TỔNG QUAN

- Giao dịch sôi động cả trên thị trường sơ cấp và thứ cấp:** Thị trường trái phiếu sơ cấp 6 tháng đầu năm 2012 ghi nhận những tín hiệu khá tích cực. Tỷ lệ huy động thành công đã có thời điểm lên tới 80-90% khối lượng gọi thầu trong quý I, tương đương với thời điểm sôi động năm 2011, tỷ lệ này thấp hơn trong quý II do khối lượng phát hành giảm nên và các NHTM đều giảm giao dịch thứ cấp và giữ danh mục. Tuy nhiên, trong 6 tháng đầu năm, tổng khối lượng trái phiếu KBNN huy động 62.895 tỷ đồng (đạt 63% kế hoạch); Ngân hàng Phát triển huy động được 19.960 tỷ đồng (đạt 59,4% so với kế hoạch); và Ngân hàng Chính sách xã hội huy động được 12.680 tỷ đồng (đạt 48,8% so với kế hoạch). Như vậy, tổng khối lượng TPCP, TPCP bảo lãnh huy động được đạt 95.535 tỷ đồng (đạt 69% so với kế hoạch), mục tiêu huy động thành công 140.000 tỷ đồng trở nên khả thi hơn với sự cải thiện của môi trường vĩ mô trong 6 tháng cuối năm.

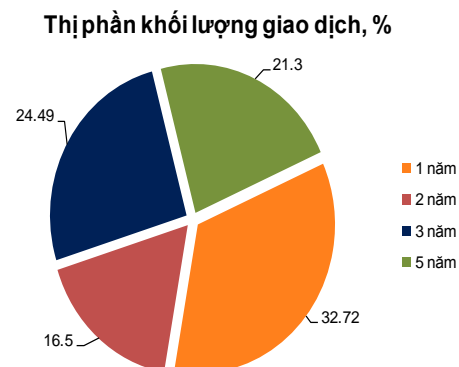
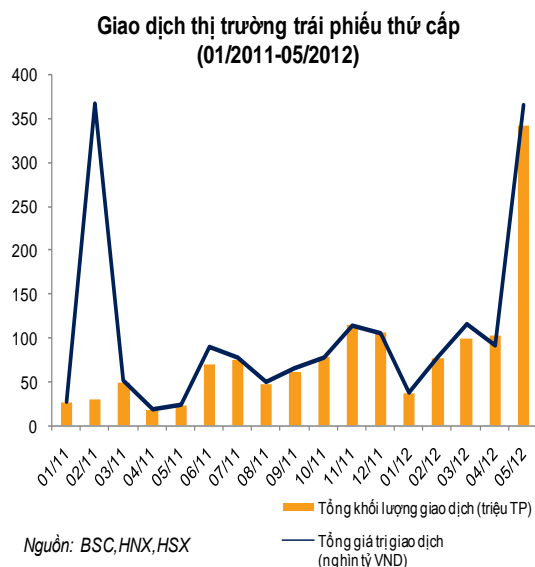


Nguồn: BSC, HNX, IMF



Nguồn: BSC, HNX

- Thanh khoản trên thị trường trái phiếu thứ cấp sôi động** khi thanh khoản của những thành viên chính là các NHTM ngày càng được cải thiện, trong khi tín dụng hầu như không tăng trưởng do lo ngại về nợ xấu cũng như khả năng hấp thụ vốn của doanh nghiệp (ở mức âm 0.89% trong 5 tháng đầu năm). Nhờ đà hạ nhiệt của lạm phát và kỳ vọng lãi suất giảm, khối lượng giao dịch trái phiếu tăng 50% từ đầu năm đến nay, đặc biệt là mức giao dịch đột biến của tháng 5 với 341 triệu trái phiếu và 36.5 nghìn tỷ đồng. Tổng khối lượng và giá trị 6 tháng đầu năm đạt 654.05 triệu và 68.62 nghìn tỷ đồng, gấp 4.5 lần về khối lượng và 1.5 lần về giá trị so với cùng kỳ năm 2011, đặc biệt giá trị trung bình mỗi phiên đạt 686 tỷ đồng cao gấp 2.5 lần mức 280 tỷ đồng/phiên của năm 2011 và sát tới mức đỉnh điểm năm 2008 (800 tỷ đồng/phiên). Tuy nhiên, kỳ hạn chủ yếu vẫn tập trung ở kỳ hạn ngắn, 1-3 năm, các kỳ hạn dài 10-15 năm chiếm tỷ lệ nhỏ



Nguồn: BSC, HNX

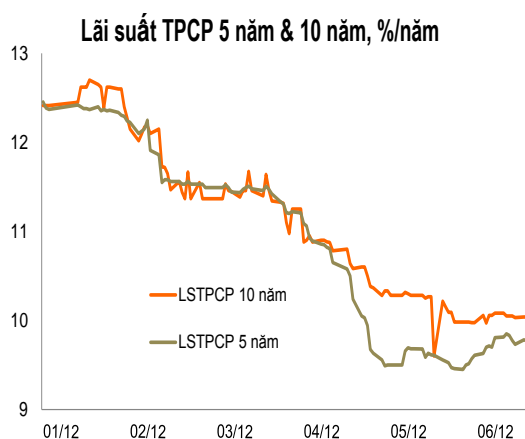
• **Lợi suất trái phiếu giảm mạnh trên cả thị trường sơ cấp và thứ cấp**

+ **Do nhu cầu đầu tư trái phiếu chính phủ tăng mạnh**, lãi suất phát hành TPCP từng bước được điều hành theo xu hướng giảm, dẫn dắt để giảm mặt bằng lãi suất chung của cả thị trường trái phiếu. Tính đến 31/6/2012, lãi suất phát hành TPCP đã giảm khoảng 2,6 - 3% so với thời điểm đầu năm 2012, ở mức 8,5% đối với tín phiếu 364 ngày, 8,89% đối với kỳ hạn 2 năm, 9,00% đối với kỳ hạn 3 năm và 9,45% đối với kỳ hạn 5 năm; thực chất tương đương với mức trần lãi suất huy động 9% từ ngày 11/6 của hệ thống ngân hàng. Cùng thời điểm đó, trên thị trường liên ngân hàng, lãi suất các kỳ hạn dưới 1 tuần đều giảm 2-3%, mức thấp nhất trong vòng 3 năm qua; các kỳ hạn dài hơn giảm chậm hơn, song cũng tương ứng với mức giảm của lãi suất tín phiếu NHNN trên thị trường mở.

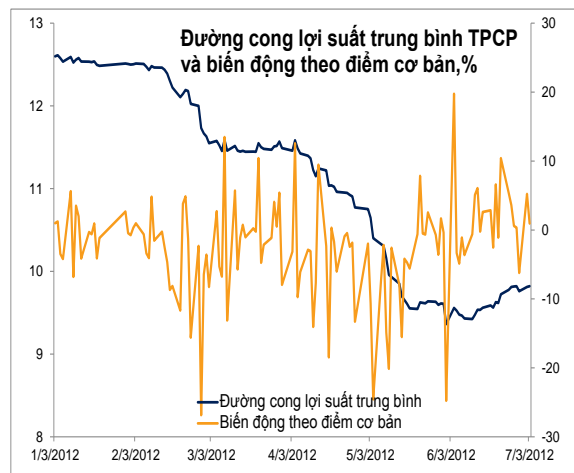
+ **Lãi suất trái phiếu bình quân trên thị trường thứ cấp giảm mạnh nhất là các kỳ hạn ngắn**: Lợi suất trên thị trường thứ cấp cũng đồng thuận với xu hướng giảm của thị trường sơ cấp và hầu như không có chênh lệch. Điểm rơi đầu tiên của đường cong lãi suất trung bình trái phiếu là ngày 28/2, từ mức 11.73% xuống mức 11-11.2%, sau đó, dao động tại mức này trong vòng 2 tháng. Và tiếp tục đánh dấu biến động mạnh vào 4/4 từ mức 11.2% xuống 9.3% ngày 1/6. mức thấp nhất trong vòng 3 năm qua. Cụ thể, kỳ hạn 1-3 năm giảm từ 11.7 xuống dưới 9.5% tức giảm 210 điểm phần trăm, kỳ hạn 5 năm từ mức 12.25% ngày 28/2 xuống 9.5% ngày 15/5, kỳ hạn 10 năm giảm từ mức 12.15% xuống 10.04%, thậm chí dưới 10%. Với mức giảm **200-300 điểm phần trăm**, lần đầu tiên trong vòng 3 năm, các lãi suất kỳ hạn dài cũng có thời điểm ở mức dưới 10%.

Thực chất, xu hướng giảm lãi suất trên thị trường trái phiếu, cả sơ cấp và thứ cấp đều bám sát với xu hướng giảm lãi suất thị trường tiền tệ mà bắt đầu bằng việc hạ nhanh và mạnh của lãi suất thị trường liên ngân hàng nhờ sự cải thiện

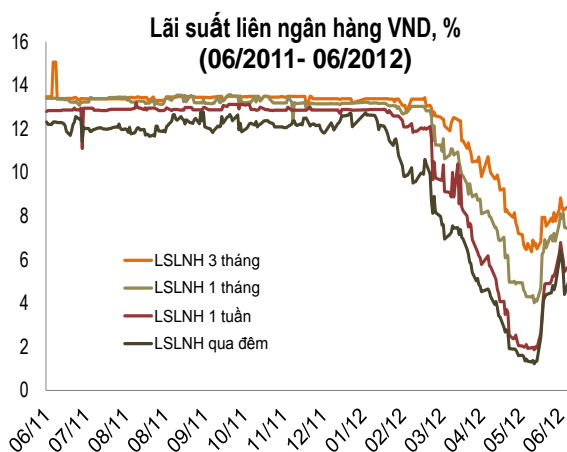
thanh khoản ngân hàng, tiếp đó là xu hướng lãi suất thị trường mở theo định hướng điều hành của chính sách tiền tệ, theo đà giảm của trần lãi suất huy động và các lãi suất chủ chốt.



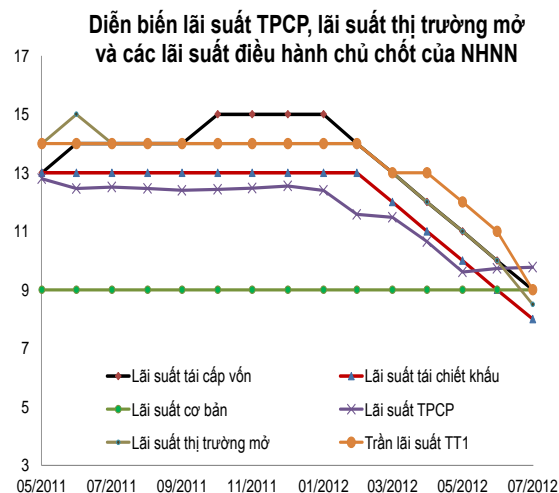
Nguồn: Bloomberg, BSC



Nguồn: Bloomberg, NHNN, BSC



Nguồn: Bloomberg, BSC



Nguồn: Bloomberg, NHNN, BSC

Bên cạnh đó, việc liên tục mua ngoại tệ để tăng cường dự trữ ngoại hối, NHNN cũng phát hành tín phiếu hút tiền về điều hành cung tiền trong nền kinh tế ở mức độ hợp lý, nên thanh khoản của hệ thống NHTM trong 6 tháng đầu năm nay luôn được cân đối, thậm chí dồi dào khi lãi suất liên ngân hàng qua đêm về sát mức 0 (trung tuần tháng 6). Cụ thể, trong 6 tháng đầu năm, NHNN thực hiện hút ròng 122.975 tỷ đồng trên thị trường mở (64.542 tỷ đồng thông qua tín phiếu đến hạn và 60.396 tỷ giao dịch Repos ngược) đồng thời thực hiện hút 9 tỷ ngoại tệ, bơm 130.000 tỷ VNĐ, cộng với 30 nghìn tỷ hỗ trợ thanh khoản và 30 nghìn tỷ hỗ trợ cho NHTM yếu kém qua tái cấp vốn. Nhờ sự đồng thuận về xu

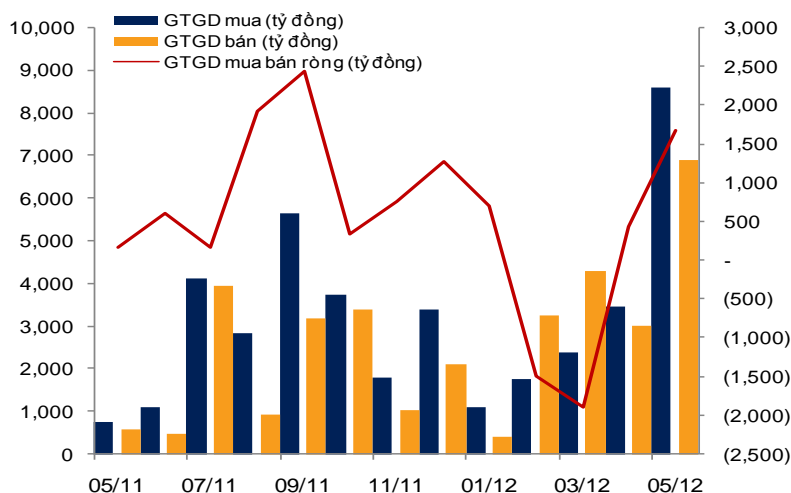
hướng giảm lãi suất, công tác phát hành trái phiếu chính phủ trong 6 tháng đầu năm tương đối thuận lợi và các giao dịch trên thị trường cũng khá sôi động.



Nguồn: Bloomberg

- Giao dịch nhà đầu tư nước ngoài:** So với tổng giá trị của giao dịch toàn thị trường, giá trị giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài được duy trì ở mức bình quân 50%, thậm chí 60-70% trong 3 tháng 2,3,4. Kỳ hạn chủ yếu dưới 3 năm, chiếm 76% tổng giá trị giao dịch, kỳ hạn 3-5 năm chỉ chiếm 19.7%. Đối tượng nhà đầu tư được mở rộng hơn với sự tham gia của các quỹ nước ngoài, các công ty bảo hiểm, các ngân hàng nước ngoài uy tín như: HSBC, Deutsche, Standarder Charted Bank, ANZ chi nhánh Hà Nội, BNP Paribas... Sau động thái chốt lời trong tháng 2 và tháng 3 sau 1 năm mua ròng liên tiếp năm 2011 nhằm cơ cấu danh mục đầu tư, khối ngoại đã chuyển sang mua ròng trong tháng 4 và tháng 5 với những nhận định tích cực về triển vọng cải thiện môi trường kinh tế vĩ mô Việt Nam trong năm 2012, cụ thể là sự ổn định tỷ giá, định hướng và triển vọng hạ nhiệt hơn nữa của mặt bằng lãi suất

Giao dịch trái phiếu Nhà đầu tư nước ngoài (05/2011-05/2012)



Nguồn: BSC, HNX, HSX

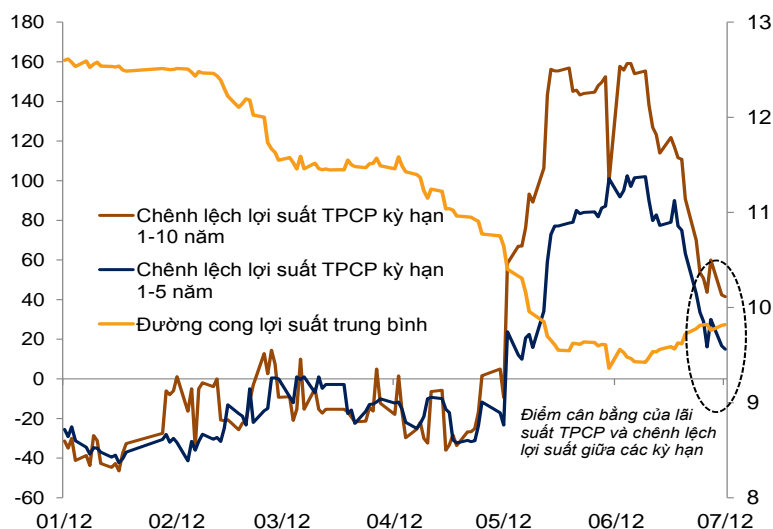
II. Nhận định xu hướng

• **Trong ngắn hạn:** Sự linh hoạt chủ động và có những dự báo trước của chính sách tiền tệ, trong đó định hướng chính là giảm dần, ổn định mặt bằng lãi suất, ổn định tỷ giá sẽ tiếp tục là động lực chính thu hút sự quan tâm của cả chủ thể phát hành và nhà đầu tư trên thị trường trái phiếu. Tuy nhiên, do lãi suất đã được điều chỉnh hạ với tốc độ và mức độ tương đối nhanh và rõ ràng trong 6 tháng đầu năm nên dư địa giảm lợi suất trái phiếu sẽ không còn nhiều nữa. Vì vậy chúng tôi cho rằng, ***giao dịch trái phiếu trong 6 tháng cuối năm dự kiến sẽ ở mức ổn định, không đột biến như 6 tháng đầu năm.***

✓ ***Lợi suất sẽ xác lập sự ổn định theo cung cầu thị trường sau đợt sụt giảm mạnh quý II***

Sự sụt giảm mạnh của lợi suất trái phiếu quý II, về cơ bản, đã góp phần tạo ra lợi thế đáng kể cho những nhà đầu tư trên thị trường trái phiếu, tuy nhiên, ưu thế đó sẽ giảm dần khi lợi suất xác định được điểm cân bằng do tác động của một số yếu tố sau: (1) 6 tháng cuối năm, lượng cung trái phiếu sẽ nhiều hơn lượng cầu; (2) Nếu trần lãi suất được gỡ bỏ, quyết tâm hạ lãi suất của NHNN sẽ khiến cho lãi suất không tăng đột biến, tuy nhiên, các tác động này chủ yếu với các kỳ hạn ngắn, các kỳ hạn dài nói chung sẽ ít được hỗ trợ để tiếp tục giảm. Do đó, dự kiến lãi suất trái phiếu sẽ ở mức 8.5-9.6% kỳ hạn 1-5 năm, kỳ hạn dài trên 5 năm khả năng sẽ vận động quanh mức 10.5-11.5%. Chênh lệch lợi suất các kỳ hạn 1-5 năm và 1-10 năm thực tế đang có sự mở rộng từ trung tuần tháng 6, các lãi suất dài hạn đã cao hơn lãi suất ngắn hạn khi đường cong lợi suất vận động bình thường.

Dự báo lãi suất TPCP và chênh lệch lợi suất giữa các kỳ hạn, %



Nguồn: Bloomberg, BSC

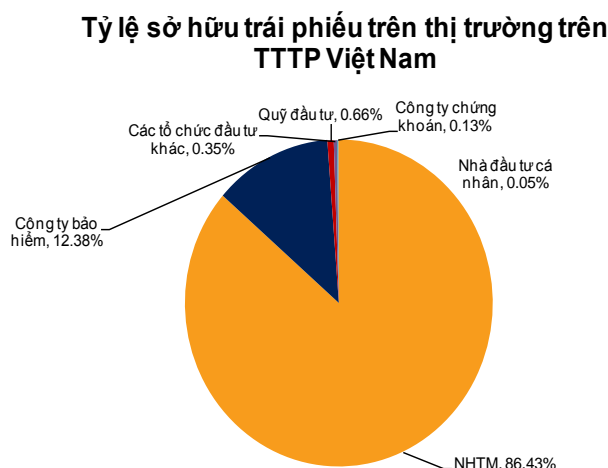
✓ **Ngăn chặn rủi ro tỷ giá “ngầm”, đảm bảo sự ổn định của thị trường ngoại hối:**

Từ đầu năm đến nay, dự trữ ngoại hối tăng 9 tỷ USD trong 6 tháng đầu năm cùng với tâm lý găm giữ ngoại tệ giảm mạnh đã ủng hộ tích cực cho nhu cầu mua ròng của khối ngoại, đặc biệt trong tháng 5, tháng 6. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý về áp lực tỷ giá đang tiềm ẩn: *Thứ nhất*, sự tăng dần nhập siêu khi các đơn hàng tăng dần do tín hiệu phục hồi kinh tế; *Thứ hai*, tỷ lệ tín dụng ngoại tệ so với huy động tăng dần, lên tới 98% cuối tháng 6; *Thứ ba*, khủng hoảng nợ Châu Âu vẫn đang chưa có hồi kết và đe dọa việc rút vốn của các nhà đầu tư nước ngoài để bù đắp rủi ro tại nước bản địa, điều này sẽ ảnh hưởng đến giá đồng đôla và gián tiếp ảnh hưởng đến tỷ giá USD/VND. NHNN cần có biện pháp kiểm soát tín dụng ngoại tệ ở mức hợp lý ngay từ thời điểm này song song với cam kết giữ ổn định tỷ giá trong cả năm 2012, nhiều khả năng không vượt quá 21.500VNĐ. Điều này sẽ góp phần “giữ chân” các nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường trái phiếu và tài chính Việt Nam.

✓ **Giao dịch của khối nhà đầu tư trong nước sẽ vẫn tiếp tục được duy trì với vai trò của các thành viên chính NHTM:**

Hiện tại, tỷ lệ sở hữu trái phiếu trong khối NHTM đã lên tới 90% tổng khối lượng toàn thị trường và nhu cầu nắm giữ trái phiếu vẫn đang tăng dần, đặc biệt trong khối NHTM cổ phần. Việc thống nhất về lịch biểu, phương thức phát hành giữa tín phiếu của Ngân hàng Nhà nước và trái phiếu Chính phủ giữa Bộ Tài chính và Ngân hàng Nhà nước sẽ giúp cho việc tham gia đấu thầu hứa hẹn tỷ lệ thành công cao hơn. Theo tính toán, để đáp ứng được lượng vốn

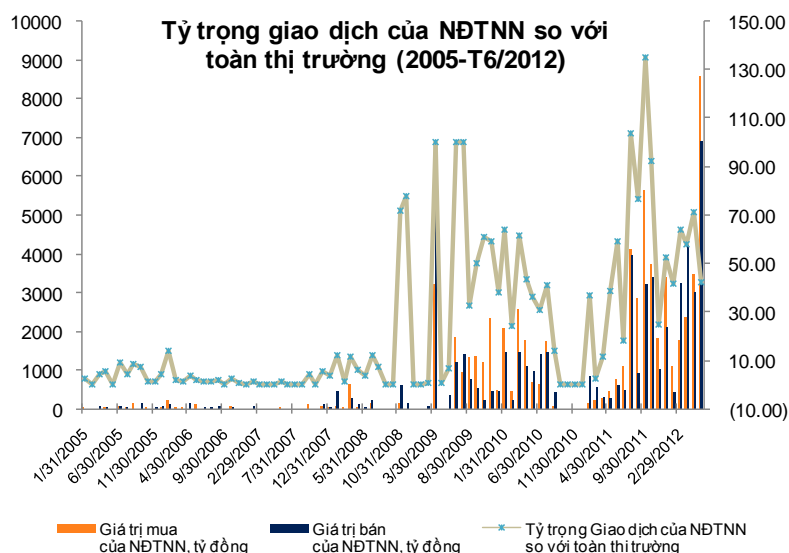
cần huy động 45.000 tỷ đồng vốn trong 6 tháng cuối năm 2012 và cả lượng vốn đến hạn 35.000 tỷ đồng, khả năng tăng trưởng tổng tài sản cùng như tỷ lệ phân bổ để mua trái phiếu Chính phủ của hệ thống NHTM cần đạt khoảng 15-20%. Theo đánh giá của chúng tôi, mức tăng này không quá lớn và có thể đảm bảo được với điều kiện ổn định kinh tế vĩ mô, kết hợp với khả năng xử lý nợ xấu của hệ thống. Khả năng tham gia của các quỹ đầu tư và các công ty chứng khoán cũng sẽ được tăng cường



Nguồn: HNX, BSC, World Bank

- ✓ **Khối nhà đầu tư nước ngoài: Lượng mua ròng của sẽ giảm dần trong 6 tháng cuối năm.**

Sự ổn định của môi trường vĩ mô là yếu tố quan trọng thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường trái phiếu cũng như thị trường tài chính nói chung. Với diễn biến tích cực của lãi suất, sự ổn định tỷ giá đầu năm, NĐTNN đã đẩy mạnh giao dịch, tuy nhiên khi lợi thế về lãi suất không còn nhiều, **chúng tôi cho rằng khối này sẽ thu hẹp giao dịch trong 6 tháng cuối năm.** Với diễn biến tương tự năm 2009, kinh nghiệm giao dịch trái phiếu cho thấy, khối ngoại có khả năng tăng cường tỷ trọng giao dịch vào khoảng tháng 11,12 nếu lạm phát ~ 6-7% và lãi suất thực tế ổn định ở mức thấp. Tuy nhiên mức tăng này sẽ không nhiều khi các nhu cầu chuyển tiền về nước cuối năm tăng cao.

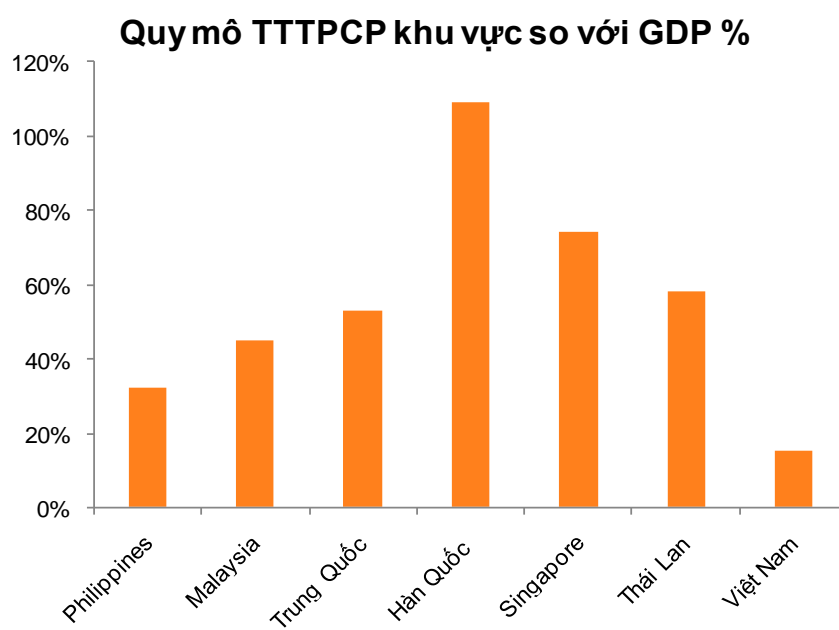


Nguồn: HNX, BSC

✓ Về trái phiếu doanh nghiệp:

Sự kiện nổi bật nhất trong 6 tháng đầu năm là đợt phát hành trái phiếu thành công ra thị trường quốc tế của Vincom (185 triệu USD và 115 triệu USD, trái phiếu chuyển đổi-kỳ hạn 5 năm); Vietinbank (trái phiếu thường – 250 triệu USD- kỳ hạn 5 năm). Tuy nhiên, lãi suất phát hành khá cao, xấp xỉ 11% đối với trái phiếu của Vincom và 8.25% đối với trái phiếu Vietinbank. Do mặt bằng lãi suất huy động trên thị trường còn khá cao nên các doanh nghiệp chưa tích cực trong việc phát hành trái phiếu. Hơn nữa, do kết quả hoạt động kinh doanh trong 6 tháng đầu năm còn nhiều khó khăn nên kết quả phát hành trái phiếu doanh nghiệp còn ở mức khiêm tốn. Tuy nhiên, lãi suất trái phiếu chính phủ giảm sẽ là động lực kích lệ nhu cầu phát hành trái phiếu doanh nghiệp trong thời gian tới.

● **Trong trung và dài hạn**, với mục tiêu phát triển thị trường trái phiếu thành sân chơi chuyên nghiệp của các nhà đầu tư tổ chức, các tổ chức tài chính đồng thời nâng cao tính minh bạch trong giao dịch trái phiếu, đẩy mạnh quy mô giao dịch trái phiếu và tính thanh khoản của thị trường trái phiếu, các tổ chức tạo lập thị trường được đề xuất phát triển từ nhóm thành viên đầu thầu. Việc lựa chọn 8 ngân hàng thành viên chủ chốt trên thị trường trái phiếu Việt Nam theo đề xuất của Hiệp hội Thị trường trái phiếu Việt Nam (VBMA). Chúng tôi cho rằng, đây là những bước đi phù hợp nhằm tạo sự chuyển biến tích cực cho thị trường trái phiếu Việt nam vốn nhiều tiềm năng, với giá trị giao dịch còn ở mức khiêm tốn, chiếm 14-16% GDP, quy mô niêm yết đang có cơ hội được mở rộng, cùng với trái phiếu chính phủ sẽ có sự tham gia ngày càng tích cực của loại hình trái phiếu doanh nghiệp.



Nguồn: IMF, BIDV, BSC



Công ty Cổ phần Chứng khoán
Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam

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 6 tháng đầu năm. 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

Tổng Minh Tuấn
Phụ trách phòng
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 & 11 – Tháp BIDV
35 Hàng vôi – Hoàn Kiếm – Hà nội
Tel: 84 4 9352722
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 chụp 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)