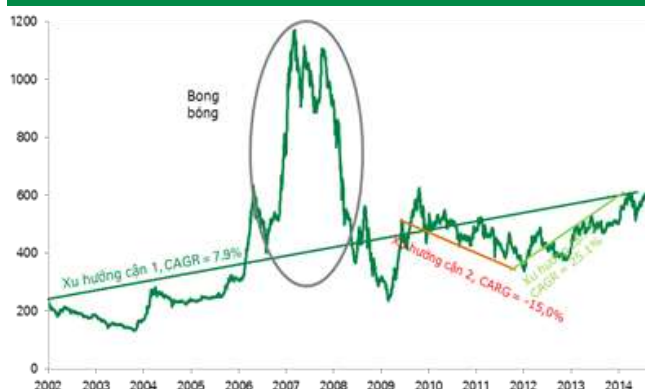


Báo cáo triển vọng thị trường

19 Tháng 1, 2015



Xu hướng dài hạn của VN-Index



Nguồn: Bloomberg, HSX, VPBS

Tổng quan:

- Tăng trưởng GDP:** Do tình hình giá cả hàng hóa thế giới đang giảm, khu vực công nghiệp sẽ được hỗ trợ khi chi phí sản xuất thấp. Chúng tôi nhận định GDP tăng khoảng 5,3% trong Quý 1 và đạt 6,2% cho cả năm 2015.
- Cán cân thanh toán:** Xuất khẩu được kỳ vọng sẽ tăng do các Hiệp định tự do thương mại được ký trong năm 2015. Tuy nhiên nhập khẩu máy móc và nguyên vật liệu sẽ tăng cao hơn đến từ đầu tư của khối doanh nghiệp nước ngoài. Cùng với sự gia tăng ở cả hai phía của cán cân, chúng tôi dự báo bội chi sẽ ở mức thấp, khoảng 1 đến 1,5 tỷ USD.
- Thâm hụt ngân sách:** Thu ngân sách dự phóng sẽ đạt được kế hoạch của năm đã đề ra nhờ vào nguồn thu tăng lên mạnh từ xuất khẩu trong khi chi ngân sách có thể sẽ bị kiểm chế. Điều đó dẫn đến thâm hụt ngân sách ít hơn trong năm 2015. Chúng tôi cho rằng khoản thâm hụt này so với GDP sẽ nhỏ hơn 5% là mức mục tiêu của năm.
- Tỷ giá:** Ngân hàng Nhà nước hạ giá tiền đồng thêm 1% trong ngày 7/1, khiến tăng tỷ giá liên ngân hàng lên 21.458 đồng mỗi USD. Chúng tôi cho rằng tỷ giá VND/USD sẽ ổn định trong giới hạn 21.450 – 21.550 đồng mỗi USD.
- Lạm phát:** Giá các mặt hàng và dịch vụ giảm khuyến khích người dân tăng chi tiêu, hỗ trợ lạm phát trong năm 2015. Hết tháng 3, lạm phát sẽ có chiều hướng tăng do nhu cầu trước Tết, với mức tăng 0,8% và lạm phát của năm khoảng 3,24%. Trong năm 2015, lạm phát sẽ ổn định quanh mức 5%.
- Lợi suất trái phiếu chính phủ:** Chúng tôi kỳ vọng lợi suất trái phiếu 5 năm tăng lên mức cao ở ngưỡng 6,3 – 6,6% trong Quý 1 do lãi suất kỳ vọng tăng sẽ đẩy lợi suất cao hơn so với ngưỡng vào cuối năm 2014.
- Thị trường chứng khoán:** Với lợi suất không thay đổi và tình hình kinh tế ổn định, chúng tôi kỳ vọng hệ số P/E tăng nhẹ trong khi đó tăng trưởng lợi nhuận có thể khiến VN-Index tăng 25% đạt 660-680 điểm trong năm 2015.

Chỉ số vĩ mô	Quý 1/2015	Năm 2015
Tăng trưởng GDP (so với cùng kỳ)	5,3%	6,2%
Xuất khẩu ròng (so với cùng kỳ)	1,0-1,5 tỷ USD	
Thâm hụt ngân sách / GDP	<5%	<5%
Tỷ giá liên ngân hàng (VND/USD)	21.450 – 21.550	
Lạm phát (so với cùng kỳ)	3,6%	5,0%
Lợi suất trái phiếu 5 năm	6,3 – 6,6%	
VN-Index	630 - 650	660 - 680

Nguồn: VPBS



Nguồn: TCTK, VPBS

Vui lòng đọc khuyến nghị ở cuối báo cáo này

Nội dung

LỜI MỞ ĐẦU.....	3
TĂNG TRƯỞNG GDP.....	3
Tiêu dùng	5
Chi tiêu ngân sách nhà nước.....	6
Đầu tư	7
Xuất nhập khẩu	9
NHỮNG YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN NỀN KINH TẾ.....	11
Giá dầu.....	11
Thông tư 36.....	13
Kinh tế Mỹ.....	15
Cổ phần hóa DNNN và thoái vốn của các Tập đoàn.....	15
Nợ công và nợ chính phủ	20
CHỈ TIÊU KINH TẾ	24
Tỷ giá	24
Lạm phát	25
Lãi suất ngân hàng.....	26
Tăng trưởng tín dụng và tổng phương tiện thanh toán	27
Lợi suất trái phiếu chính phủ.....	29
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN.....	30
Thị trường Quý 4/2014.....	30
Triển vọng trong năm 2015.....	32
DIỄN BIẾN THEO NGÀNH LỰA CHỌN	34
Ngành bất động sản.....	34
Ngành logistics.....	36
Ngành cao su tự nhiên.....	37
Ngành ngân hàng.....	39
LIÊN HỆ.....	41

LỜI MỞ ĐẦU

Việt Nam đang bước vào thời kỳ tăng trưởng dài hạn

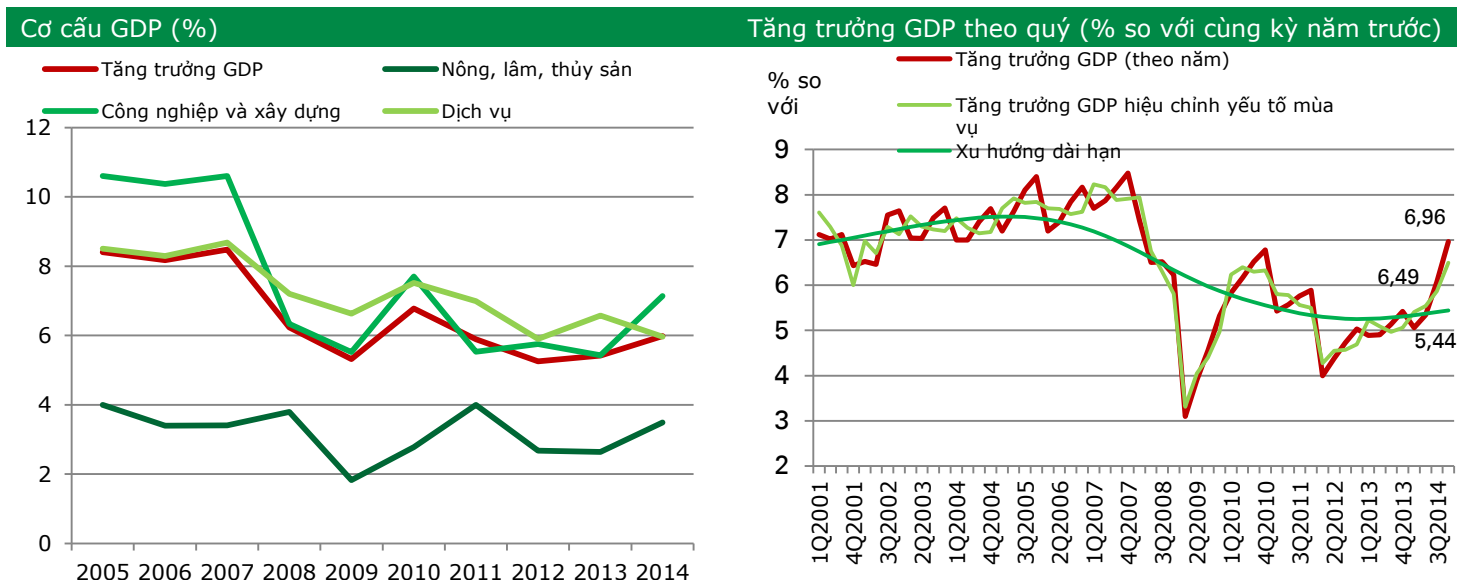
Mười năm trước, khi Việt Nam bước đầu hòa nhập với kinh tế toàn cầu, Việt Nam đã tăng trưởng ở mức rất cao, một phần là do xuất phát điểm ở mức thấp. Sau đó, cuộc khủng hoảng tài chính năm 2007-2008 và khủng hoảng Châu Âu năm 2009-2010 khiến những khuyết điểm của kinh tế Việt Nam bộc lộ rõ ràng hơn và Việt Nam bước vào giai đoạn năm năm suy giảm tăng trưởng và bất ổn định về kinh tế. Cuối cùng, vào năm 2013, quá trình tái cơ cấu được bắt đầu nhằm ổn định nền kinh tế, nhưng tăng trưởng Việt Nam vẫn giảm, về gần mức 5%, giống như sự suy thoái tại một nền kinh tế mới nổi. Cho mãi tới năm 2014, Việt Nam mới sang giai đoạn tăng trưởng kinh tế được cho là bền vững. Hiện nay, với quá trình tăng cường tái cơ cấu cùng với triển vọng sáng sủa của kinh tế toàn cầu đang ấm dần lên (chủ yếu đến từ nền kinh tế Mỹ), Việt Nam có thể hưởng lợi từ nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài và xuất khẩu gia tăng. Rất có thể Việt Nam sẽ duy trì tăng trưởng GDP trên 6% trong một vài năm tới, dựa trên xuất khẩu của khu vực sản xuất chứ không phải từ chi tiêu chính phủ. Điều này sẽ giúp giữ giá trị cổ phiếu ở mức tương đối cao do triển vọng tăng trưởng doanh thu được cải thiện tại nhiều ngành nghề.

TĂNG TRƯỞNG GDP

GDP 2014 vượt kế hoạch tăng trưởng 5,8% nhờ khu vực công nghiệp và xây dựng

Mặc dù căng thẳng Biển Đông gia tăng trong nửa cuối Quý 2 khiến một số tổ chức trong nước hạ dự báo tăng trưởng kinh tế Việt Nam năm nay, tuy nhiên GDP cả năm 2014 vẫn tăng 5,98%, vượt kế hoạch 5,8% của Quốc hội và Chính phủ đặt ra

Theo số liệu của Tổng cục thống kê, GDP năm nay cao hơn so với 3 năm trước khi năm 2011 tăng 5,89%, 2012 tăng 5,25% và 2013 tăng 5,42%. Số liệu năm nay cho thấy nền kinh tế không những không bị ảnh hưởng nhiều bởi căng thẳng Biển Đông mà còn cải thiện đáng kể.



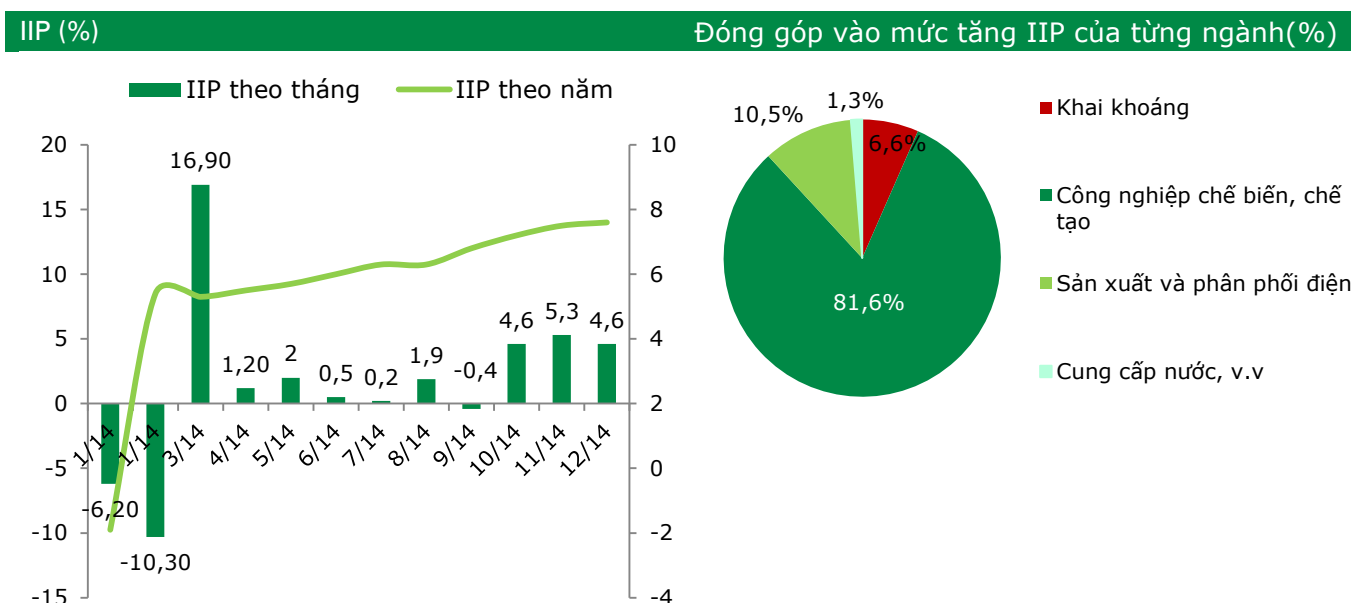
Nguồn: TCTK, VPBS

Khu vực dịch vụ tăng 5,96% so với năm ngoái, chiếm 43,8% của mức tăng GDP, giảm so với mức đóng góp 53% của năm ngoái. Giống như những năm trước, khu vực nông - lâm - thủy sản là khu vực tăng trưởng thấp nhất trong 3 khu vực. Tuy nhiên năm nay khu vực này tăng trưởng 3,49%, cao hơn khá nhiều so với mức tăng 2,46% của năm ngoái.

Khu vực công nghiệp và xây dựng – khu vực đóng góp lớn nhất cho kết quả ấn

tượng của năm nay, vượt qua các khu vực khác với mức tăng 7,14% so với năm ngoái, cao hơn so với mức tăng 5,43% năm 2013. Khu vực công nghiệp và xây dựng đóng góp 45,99% vào mức tăng GDP năm nay, cao hơn mức 39% ghi nhận trong năm ngoái.

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) cho cả năm 2014 ước tăng 7,6%, cao hơn nhiều so với mức 5,9% của năm 2013. Như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo Quý 3, số liệu IIP tăng 7,8% trong Quý 3 cho thấy sự cải thiện đáng kể so với mức 5,2% của Quý 1 và 5,8% của Quý 2. Quý 4 thậm chí còn vượt trội với mức tăng 10,1%. Đáng chú ý là khu vực công nghiệp chế biến chế tạo tăng 8,7% từ mức 7,3% của năm 2013, đóng góp 81,6% vào tăng trưởng của toàn ngành công nghiệp.



Nguồn: TCTK, VPBS

HSBC: hoạt động sản xuất của Việt Nam tăng mạnh nhất kể từ tháng 4/2014

Chỉ số Nhà quản trị mua hàng HSBC PMI tháng 12 đạt mức 52,7 điểm, tăng từ mức 52,1 điểm ghi nhận trong tháng 11. Đây cũng là mức cao nhất trong 8 tháng qua và là tháng thứ 16 liên tiếp PMI đạt trên 50 điểm.

Nhu cầu khách hàng tăng trên cả hai thị trường quốc tế và nội địa, thúc đẩy nhu cầu sản xuất và sức mua hàng của các công ty. Lượng công việc mới đã tăng trong tháng thứ tư liên tiếp nhờ nhu cầu khách hàng và số lượng đơn đặt hàng tăng cao.

Chi phí vận chuyển và giá từ các nhà cung cấp giảm do giá xăng lao dốc, đã khiến giá trung bình nguyên liệu đầu vào giảm nhiều nhất kể từ tháng 7/2012. Giá nguyên liệu đầu vào giảm và môi trường cạnh tranh cao cũng khiến giá thành sản phẩm theo đó giảm xuống.

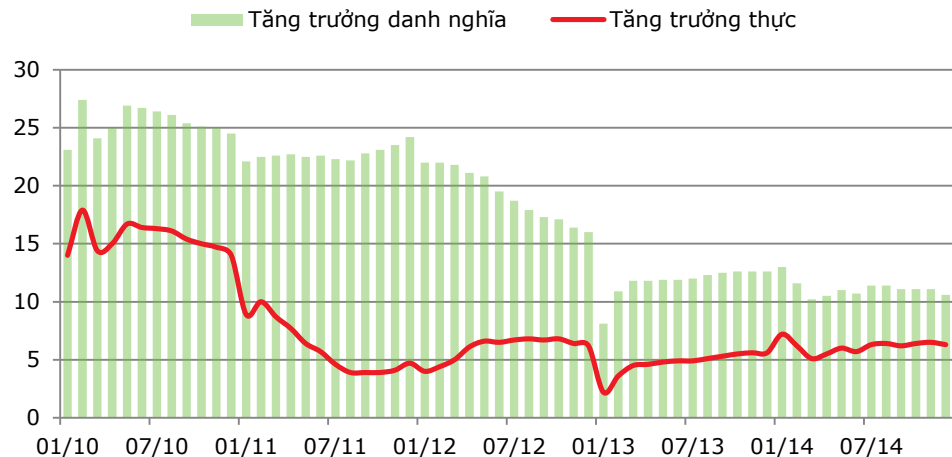
Triển vọng: Chúng tôi tin rằng xu hướng giảm giá của các loại hàng hóa cơ bản đang diễn ra trên toàn cầu sẽ giúp giảm chi phí đầu vào, do đó sẽ tiếp tục hỗ trợ khu vực công nghiệp. Sản lượng sản xuất được kỳ vọng sẽ tiếp tục xu hướng tăng, ngoại trừ tháng 2 do ảnh hưởng của kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán.

Chúng tôi kỳ vọng GDP sẽ tăng trưởng 5,3% trong Quý 1/2015 và sẽ hoàn thành chỉ tiêu 6,2% cho cả năm 2015.

Tiêu dùng

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ, chỉ tiêu đại diện cho tiêu dùng, năm 2014 đạt 2.945 nghìn tỷ đồng, tăng 10,6% theo năm, thấp hơn mức tăng 12,6% trong năm 2013. Tuy nhiên, nếu loại trừ yếu tố giá thì tăng 6,3%, cao hơn mức tăng 5,6% trong năm 2013.

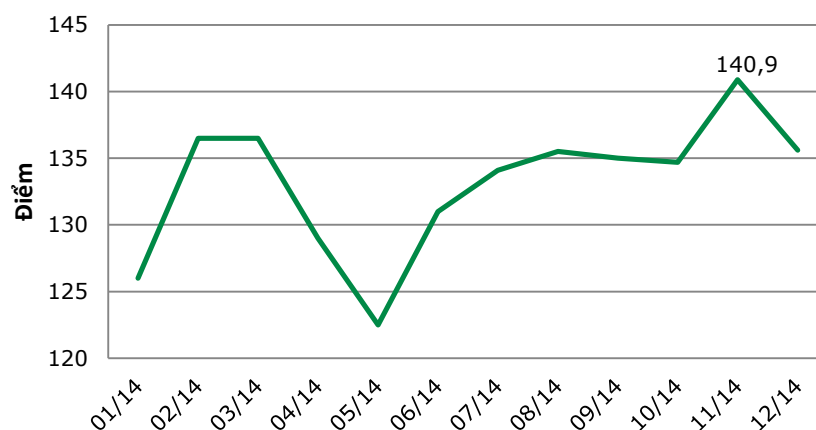
Tăng trưởng tổng mức bán lẻ theo năm (%)



Nguồn: TCTK, VPBS

Tốc độ tăng trưởng phục hồi nhẹ so với năm ngoái nhờ niềm tin người tiêu dùng phần nào cải thiện. Theo báo cáo khảo sát của ANZ, chỉ số niềm tin người tiêu dùng Việt Nam trung bình trong Quý 4 đạt 137 điểm, cao hơn mức trung bình năm 2014 là 133 điểm. Chỉ số này tăng vọt lên mức 141 điểm trong tháng 11 do phần lớn người trả lời bảng khảo sát tự tin về tình hình kinh tế Việt Nam trong năm 2015.

Chỉ số niềm tin người tiêu dùng ANZ-Roy Morgan Việt Nam (CCI)



Nguồn: ANZ-Roy Morgan

Nếu chúng ta nhìn vào bảng cơ cấu:

Thành phần tổng bán lẻ (tỷ trọng)	Năm 2014 (nghìn tỷ đồng)	Tăng trưởng theo năm (%)
Tăng trưởng bán lẻ hàng hóa (75%)	2.216	11,3
Dịch vụ lưu trú, ăn uống (12%)	356	12,6
Du lịch lữ hành (1%)	32	31,0
Dịch vụ khác (12%)	341	27,2

Nguồn: TCTK, VPBS

Tăng trưởng bán lẻ hàng hóa, ước tính ở mức 2.216 nghìn tỷ (104 tỷ USD), tăng khoảng 11,3% theo năm. Điều này phần lớn nhờ tăng doanh số bán lẻ ô tô, tăng 27,9% so với cùng kỳ năm trước.

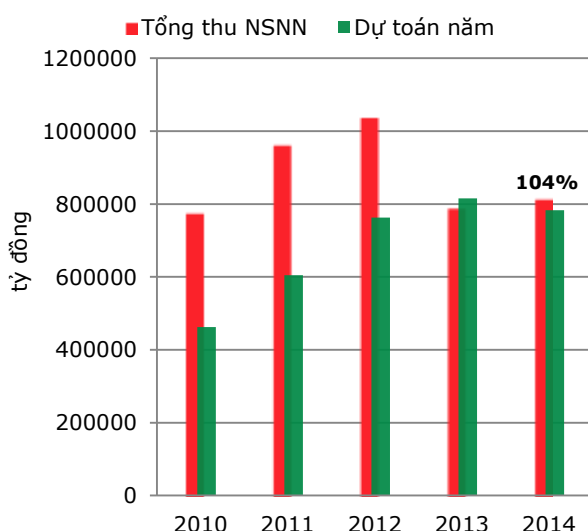
Khách quốc tế đến Việt Nam, mặc dù chỉ chiếm 1% trong tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ, nhưng là lĩnh vực có mức tăng trưởng cao nhất: 31%. Khách đến từ Trung Quốc chiếm khoảng 25% trong tổng doanh thu du lịch, tuy nhiên chỉ tăng 2,1% theo năm. So với năm 2013, du khách đến từ Đức và Hồng Kông tăng mạnh nhất với mức 45,7% và 42,7%. Du khách đến từ Nga đứng thứ 3, tăng 22,4% so với năm ngoái. Trong năm 2015, do điều kiện kinh tế có phần yếu hơn đối với Nga và Trung Quốc nói chung, nhiều khả năng lượng du khách từ những quốc gia này sẽ giảm trong năm 2015. Doanh thu lĩnh vực du lịch giảm, sẽ làm giảm doanh thu tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng.

Triển vọng: Chúng tôi nhận thấy tăng trưởng danh nghĩa có phần giảm tuy nhiên tăng trưởng thực lại tăng, cho thấy cầu nội địa đang phục hồi, nhưng vẫn còn ở mức thấp. Giá xăng dầu hiện nay đang giảm, phần nào làm giảm chi phí vận chuyển hàng hóa và làm giảm giá hàng hóa trong nước. Chúng tôi kỳ vọng rằng lạm phát sẽ vẫn ở mức thấp, mặc dù sẽ tăng nhẹ so với năm 2014 (chúng tôi sẽ phân tích kỹ hơn ở phần sau của báo cáo). Niềm tin người tiêu dùng vẫn khá tốt. Do đó, chúng tôi tin rằng trong năm tới, doanh số bán lẻ sẽ tiếp tục tăng khoảng 11,0 – 11,5% theo giá hiện hành, và nếu loại trừ yếu tố giá, tăng 6,0 – 6,5% so với cùng kỳ trong Quý 1/2015.

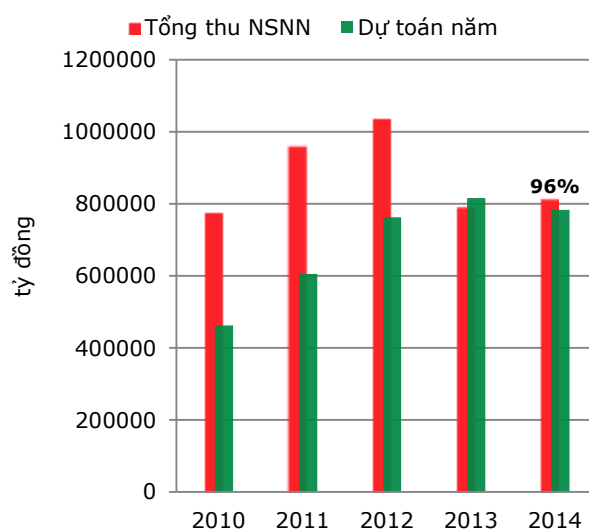
Chi tiêu ngân sách nhà nước

Tính đến 15/12/2014, thu ngân sách Nhà nước (NSNN) ước đạt 814,1 nghìn tỷ đồng (38,3 tỷ USD), tương ứng 104% kế hoạch năm. Trong đó thu nội địa ước tính đạt 551,4 nghìn tỷ đồng (102,3% kế hoạch năm). Thu từ dầu thô đạt 98,1 nghìn tỷ (115,2% kế hoạch năm), trong khi thu từ hoạt động xuất nhập khẩu đạt 160,3 nghìn tỷ đồng (104,1% kế hoạch năm).

Tổng thu NSNN và dự toán năm



Tổng chi NSNN và dự toán năm



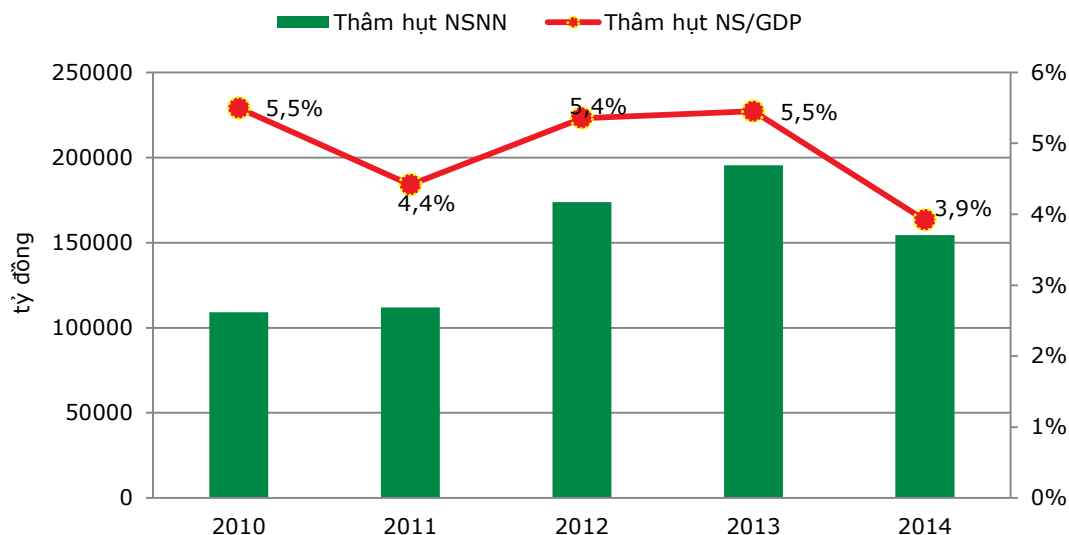
Nguồn: Bộ Tài Chính, VPBS

Chi NSNN ước đạt 968,5 nghìn tỷ đồng (45,59 tỷ USD), tương ứng 96,2% kế hoạch năm. Trong đó chi đầu tư phát triển đạt 158 nghìn tỷ đồng (97% kế hoạch) và chi trả nợ gốc ở mức 120 nghìn tỷ (100% kế hoạch).

Do đó bội chi NSNN tính đến 15/12 ước khoảng 154,1 nghìn tỷ đồng (7,25 tỷ USD), bằng 3,9% GDP, giảm mạnh so với bội chi NSNN/GDP năm ngoái là 5,5%. Mức bội chi thấp có thể nói là dấu hiệu tích cực do nó có thể giảm mức gia tăng nợ

công. Tuy nhiên, chúng ta cũng nên nhìn vào những khoản chi không được ghi nhận vào chi ngân sách như đầu tư sử dụng trái phiếu Chính phủ. Theo chúng tôi, nếu tính cả khoản này thì mức bội chi sẽ rất cao. Nợ công dự báo sẽ tiến gần mức trần quy định 65% GDP trong năm tới. Khi đó rủi ro tín dụng quốc gia sẽ tăng lên và lợi suất trái phiếu Chính phủ sẽ tăng theo.

Thâm hụt ngân sách và thâm hụt ngân sách/GDP



Nguồn: Bộ Tài Chính, VPBS

Tháng 11 năm 2014, Quốc hội thông qua dự toán NSNN năm 2015. Theo đó, tổng thu cân đối NSNN là 911,2 nghìn tỷ đồng và tổng chi cân đối NSNN là 1.147 nghìn tỷ đồng. Như vậy, dự toán bội chi NSNN cho năm tới sẽ ở mức 226 nghìn tỷ đồng (10,6 tỷ USD), chiếm hơn 5% GDP.

Mới đây Bộ Tài chính cũng công bố kế hoạch phát hành 441 nghìn tỷ đồng trái phiếu Chính phủ trong năm 2015 nhằm cân đối các khoản bội chi, đảo nợ và chi đầu tư phát triển. Trong đó 226 nghìn tỷ đồng sẽ dùng để cân đối bội chi, 130 nghìn tỷ đồng dùng để đảo nợ và 85 nghìn tỷ cho đầu tư phát triển.

Triển vọng: Trước tình hình giá dầu thô giảm mạnh ở thời điểm hiện tại, thu NSNN có thể bị ảnh hưởng tiêu cực. Khi giá dầu ở mức 50 USD/thùng, thu ngân sách sẽ giảm khoảng 50.000 tỷ (2,34 tỷ USD), với điều kiện số lượng dầu thô bán ra không đổi so với Quý 4/2014. Tuy nhiên, theo chúng tôi, nguồn thu NSNN vẫn được đảm bảo, do mục Thu từ hoạt động xuất nhập khẩu sẽ tăng đáng kể trong năm 2015.

- (i) Thuế nhập khẩu xăng dầu sẽ tăng từ mức 27% lên mức 35% theo Thông tư số 03/2015/TT-BTC mới được Bộ tài chính ban hành ngày 06/01/2015. Đây được xem như một tín hiệu tích cực đối với NSNN
- (ii) Tại hội nghị tổng kết năm 2014, Phó thủ tướng Nguyễn Văn Ninh đã giao Tổng cục Hải quan phấn đấu thu NSNN đạt 275 nghìn tỷ đồng (12,9 tỷ USD).
- (iii) Do lợi suất trái phiếu vẫn ở mức thấp kỷ lục, Chính phủ đã quyết định tăng khối lượng phát hành trái phiếu năm 2015 để giảm chi phí trả lãi vay. Điều này cũng sẽ giúp tiết kiệm chi tiêu Chính phủ trong năm nay.

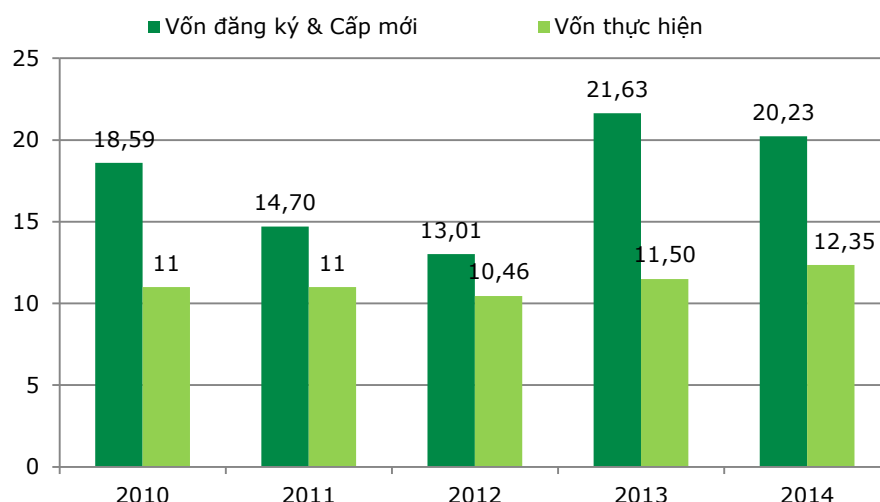
Đầu tư

FDI vượt kế hoạch nhờ Sam Sung

Nhờ Sam Sung, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) cấp mới và tăng thêm từ đầu năm đến 15/12 đạt 20,23 tỷ USD, thấp hơn 6,5% so với cùng kỳ năm ngoái,

nhưng cao hơn 19% so với kế hoạch. Vốn FDI giải ngân đạt 12,35 tỷ USD, tăng 7,4% so với cùng kỳ, tăng 2,9% so với kế hoạch.

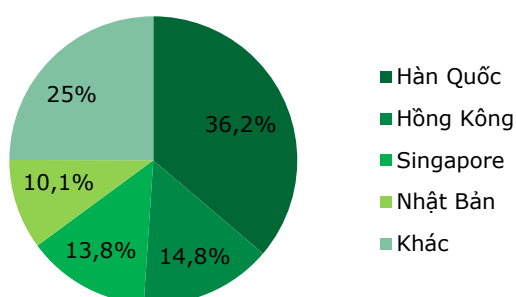
Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI (tỷ USD)



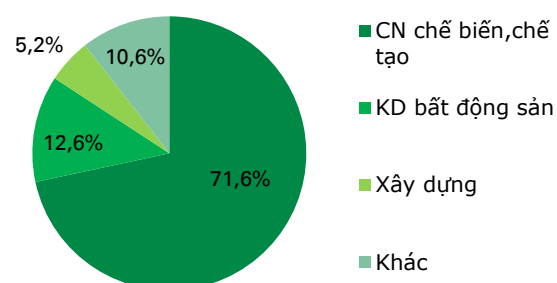
Nguồn: Cục đầu tư nước ngoài - Bộ KH&ĐT

Ngành công nghiệp chế biến và chế tạo, động lực chính cho tăng trưởng kinh tế năm nay, là ngành thu hút phần lớn vốn FDI, với tổng vốn FDI cấp mới và tăng thêm đạt 14,49 tỷ USD, chiếm 71,6% tổng vốn FDI. Trong khi đó, ngành bất động sản và ngành xây dựng ghi nhận kết quả ấn tượng với tổng vốn FDI cấp mới và tăng thêm đạt lần lượt 2,55 tỷ USD và 1,06 tỷ USD, chiếm 12,6 và 5,2% tổng vốn FDI.

Đầu tư nước ngoài theo đối tác



Đầu tư nước ngoài theo lĩnh vực



Nguồn: Cục đầu tư nước ngoài - BKHTD, VPBS

Hàn Quốc là nhà đầu tư lớn nhất trong tổng số 60 quốc gia và vùng lãnh thổ đầu tư vào Việt Nam trong năm 2014, với tổng vốn đăng ký và cấp mới đạt 7,32 tỷ USD, chiếm 36,2% tổng FDI. Hồng Kông đứng thứ 2 (3 tỷ USD), theo sau là Singapore (2,79 tỷ USD) và Nhật Bản (2,05 tỷ USD).

Samsung

3 trong 4 dự án có vốn đầu tư trên 1 tỷ USD trong năm 2014 đều thuộc về Samsung, đưa tổng số vốn Samsung đã đăng ký đầu tư tại Việt Nam trong năm 2014 lên 5,4 tỷ USD. Các dự án tỷ đô gồm có: Dự án tổ hợp Samsung Thái Nguyên – giai đoạn 2 (3 tỷ USD), dự án Samsung CE Complex tại T.P Hồ Chí Minh (1,4 tỷ USD), Dự án Samsung Display Bắc Ninh (1 tỷ USD). Dự án còn lại không thuộc Samsung là dự án công ty TNHH Dewan International của Hồng Kông (1,25 tỷ USD).

Samsung hiện là nhà đầu tư nước ngoài lớn nhất tại Việt Nam với tổng vốn đầu tư

tính đến tháng 12/2014 đạt 12,6 tỷ USD. Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Samsung hiện đang có kế hoạch mở rộng đầu tư sang nhiều lĩnh vực khác nhau và nếu các dự án đang xúc tiến cho kết quả thuận lợi, vào cuối năm 2017, vốn FDI của Samsung vào Việt Nam có thể đạt 20 tỷ USD.

Triển vọng: Nền kinh tế ổn định, lạm phát được kiểm soát ở mức thấp, lực lượng lao động trẻ năng động và chi phí nhân công thấp sẽ giúp Việt Nam tiếp tục là điểm đến đầu tư hấp dẫn hơn so với nhiều nước trong khu vực. Bên cạnh Samsung, Intel cũng có kế hoạch đưa Việt Nam thành trung tâm sản xuất CPU của Intel, với 80% CPU của Intel trên toàn cầu sẽ được sản xuất tại Việt Nam từ năm 2015. Tháng 8/2014 vừa qua, Microsoft cũng tiết lộ kế hoạch dịch chuyển hầu hết các dây chuyền sản xuất của Nokia từ nhiều nước khác sang Việt Nam.

Thêm vào đó, đàm phán FTA Việt Nam – Hàn Quốc và FTA Việt Nam – Liên minh hải quan Nga, Belarus và Kazakhstan đã kết thúc thành công. Đàm phán TPP và FTA Việt Nam – Liên minh Châu Âu cũng được kỳ vọng sẽ sớm kết thúc. Những hiệp định thương mại tự do này cùng với TPP sẽ giúp các nhà đầu tư nước ngoài hưởng rất nhiều lợi ích khi đầu tư vào hoặc mở rộng đầu tư tại Việt Nam.

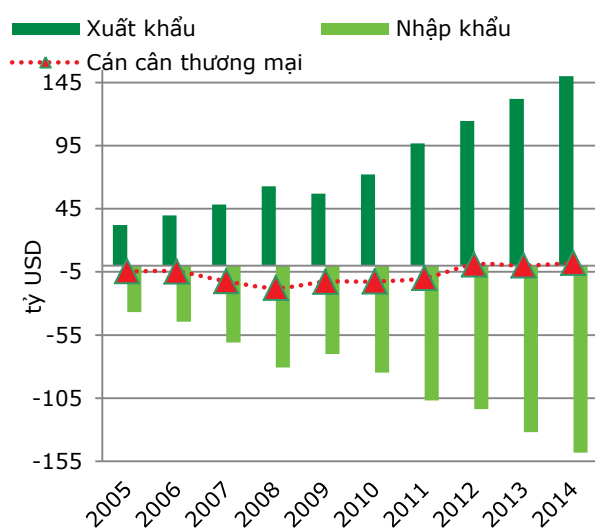
Do vậy, chúng tôi tin rằng Việt Nam sẽ tiếp tục thu hút lượng lớn vốn đầu tư nước ngoài trong năm tới.

Xuất nhập khẩu

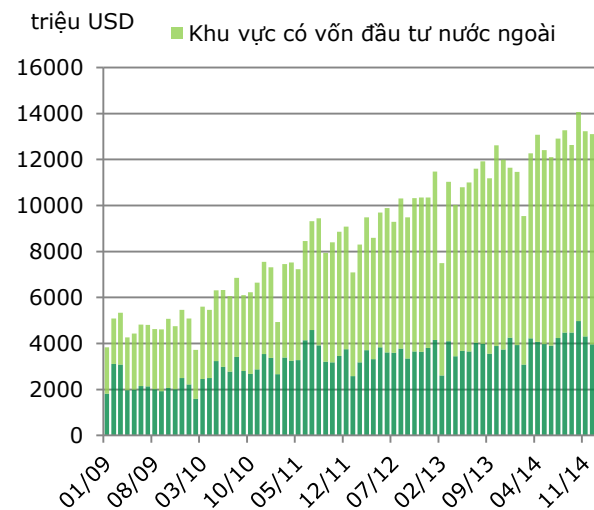
Kim ngạch xuất khẩu tăng 13,6% so với năm 2013 lên 150 tỷ USD. Trong đó, các mặt hàng xuất khẩu chính vẫn là: điện thoại các loại và linh kiện (+10% theo năm), hàng dệt may (+18% theo năm), máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện (+7% theo năm) và giày dép các loại (+25% theo năm).

Kim ngạch nhập khẩu tăng 12,1% so với năm 2013 lên 148 tỷ USD. Trong đó, các mặt hàng nhập khẩu chính vẫn là: máy móc, thiết bị và phụ tùng (+20% theo năm), máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện (+5% theo năm), xăng dầu các loại (+15% theo năm). Ô tô nhập khẩu nguyên chiếc là mặt hàng nhập khẩu tăng nhiều nhất trong năm 2014. Số lượng đạt hơn 62.000 chiếc năm 2014, tăng 100% so với năm 2013 và giá trị tăng gần 110% so với năm 2013.

Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu hàng hóa



Kim ngạch xuất khẩu theo khu vực kinh tế



Nguồn: TCTK, VPBS

Cán cân thương mại thặng dư ở mức kỷ lục là 2 tỷ USD năm 2014

Khu vực doanh nghiệp nước ngoài vẫn là trụ cột chính, đóng góp 68% kim ngạch xuất khẩu năm 2014. Khu vực này xuất siêu khoảng 17 tỷ USD (kể cả dầu thô), tăng gần gấp 3 so với năm ngoái. Trong khi đó, khu vực doanh nghiệp trong nước

vẫn tiếp tục nhập siêu 15 tỷ USD, tăng gấp đôi giá trị nhập siêu so với năm 2013.

Về thị trường, Hoa Kỳ là đối tác xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam với tổng giá trị xuất khẩu là 28,5 tỷ USD, tăng 19,6% so với năm 2013. Theo sau là Liên minh Châu Âu và khu vực ASEAN với giá trị xuất khẩu lần lượt là 27,9 tỷ USD và 19 tỷ USD, tăng 14,7% và 3,1% theo năm.

Về thị trường hàng hóa nhập khẩu, Trung Quốc vẫn là thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch ước tính đạt 43,7 tỷ USD, tăng 18,2% so với năm 2013. Nhập siêu từ Trung Quốc năm 2014 đạt gần 29 tỷ USD, tăng 22% so với năm ngoái. Khu vực ASEAN chiếm 15,6% tổng giá trị nhập khẩu với kim ngạch đạt 23,1 tỷ USD, tăng 8,2% so với năm 2013.

Kim ngạch xuất nhập khẩu theo đối tác (tỷ trọng - %)

	Xuất khẩu		
	2012	2013	2014
Hoa Kỳ	17,3	18,2	19,0
Liên minh Châu Âu	17,1	18,0	18,6
ASEAN	15,1	13,7	12,7
Trung Quốc	10,8	10,0	9,9
Nhật Bản	11,4	10,3	9,8
	Nhập khẩu		
	2012	2013	2014
Trung Quốc	25,3	28,0	29,5
ASEAN	17,7	15,6	15,6
Hoa Kỳ	4,2	4,0	3,
Liên minh Châu Âu	7,7	7,1	6,0
Nhật Bản	10,2	8,8	8,6

Nguồn: TCTK, VPBS

Triển vọng: Chúng tôi nhận thấy cán cân thương mại Việt Nam còn nhiều hạn chế như sau:

- (i) Phụ thuộc nhiều vào khu vực doanh nghiệp nước ngoài trong khi khu vực doanh nghiệp trong nước vẫn tiếp tục nhập siêu với giá trị lớn.
- (ii) Mặc dù xuất khẩu tăng nhưng hàng hóa xuất khẩu chủ yếu vẫn là dạng thô nên giá trị gia tăng vẫn ở mức thấp.
- (iii) Xuất nhập khẩu phụ thuộc vào các thị trường cụ thể. Ví dụ, gần 50% lượng hàng hóa Việt Nam nhập khẩu là từ Trung Quốc và khu vực ASEAN. Khoảng gần 40% lượng hàng hóa xuất khẩu sang Hoa Kỳ, Châu Âu và Nhật Bản.

Năm 2014, xuất siêu đạt khoảng 2 tỷ USD, chỉ chiếm 1,3% trong tổng kim ngạch xuất khẩu. Do đó, chỉ cần nhập khẩu tăng nhẹ đã khiến cán cân thương mại thành nhập siêu. Theo dự báo của Ngân hàng Thế giới (WB) và Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB), Việt Nam sẽ nhập siêu mạnh trong năm 2015. Chúng tôi cũng đồng ý với quan điểm đó.

- Xét về xuất khẩu. Xuất khẩu trong năm tới dự kiến sẽ tăng nhờ các Hiệp định thương mại được ký kết. Ngoài ra, xuất khẩu còn được hỗ trợ do cầu tiêu dùng tại Mỹ hồi phục do Mỹ là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam.

Tuy nhiên, kim ngạch xuất khẩu từ Châu Âu và Nhật Bản, những thị trường xuất khẩu hàng đầu của Việt Nam, có thể sẽ giảm do những quốc gia này đang thực hiện các gói hỗ trợ để kích thích nền kinh tế, họ sẽ chú trọng xuất khẩu để tăng trưởng và không tập trung nhập khẩu. Ngoài ra, việc đồng USD mạnh lên so với đồng Euro và Yên Nhật cũng khiến giá trị xuất khẩu giảm.

- Xét về nhập khẩu: Nhập khẩu nhiều khả năng lấn át xuất khẩu, khiến cán cân thương mại trở nên nhập siêu.

Nhập khẩu máy móc và nguyên phụ liệu tăng nhằm phục vụ nhu cầu đầu tư sản xuất để đón đầu các cơ hội mà các hiệp định thương mại mang lại.

Ô tô nguyên chiếc là loại hàng hóa nhập khẩu nhiều nhất năm 2014 với mức tăng trưởng mạnh. Điều này cho thấy cầu về loại hàng hóa này đang được ưa chuộng và dự báo sẽ tiếp tục tăng trong năm 2015.

Trong năm 2010 và 2011, Việt Nam nhập siêu khoảng hơn 3 tỷ USD trong Quý 1 do nhập khẩu hàng hóa và nguyên vật liệu tăng mạnh. Trong năm 2015, chúng tôi nghĩ rằng Việt Nam sẽ trở lại nhập siêu trong Quý 1, tuy nhiên do xuất khẩu cũng sẽ tăng mạnh, giá trị nhập siêu sẽ không quá lớn, khoảng 1,0 – 1,5 tỷ USD.

NHỮNG YẾU TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN NỀN KINH TẾ

Giá dầu

Năm vừa qua, giá dầu thô đã giảm từ mức 105 USD/thùng vào tháng 7/2014 xuống còn 56 USD/thùng vào cuối năm. Đây là mức giảm trong năm mạnh nhất kể từ năm 2008. Theo dự báo của Cơ quan Thông tin năng lượng Mỹ (EIA) công bố ngày 13/1/2015, giá dầu ngọt nhẹ WTI sẽ có mức giá trung bình 54,58 USD/thùng trong năm 2015, giảm so với mức giá trung bình 93,26 USD/thùng của năm 2014.

EIA cũng hạ dự báo giá dầu Brent năm 2015 xuống mức 57,58 USD/thùng, giảm so với mức 99,02 USD/thùng của năm 2014.

Điều này sẽ tác động đến nền kinh tế của Việt Nam như thế nào? Chúng tôi xem xét các tác động trên ba khía cạnh: tăng trưởng kinh tế, tỷ giá và ngân sách chính phủ.

Tác động đến tăng trưởng kinh tế và tỷ giá

Việt Nam là nước xuất khẩu dầu thô, đồng thời nhập khẩu các sản phẩm có nguồn gốc dầu mỏ. Doanh thu xuất khẩu, sau khi được chi cho nước chủ nhà, sẽ được phân chia giữa Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) và ngân sách nhà nước theo tỷ lệ 25/75.

Theo số liệu của Tổng cục Thống kê, sản lượng khai thác dầu thô năm 2014 đạt hơn 15,5 triệu tấn, tăng gần 2% so với năm 2013. Xuất khẩu dầu thô ước đạt hơn 9,1 triệu tấn, trị giá gần 7,2 tỷ USD, tăng 9% về lượng nhưng lại giảm 0,7% về giá trị so với năm ngoái. Tính bình quân, giá xuất khẩu dầu thô đã giảm từ mức đỉnh 129 USD một thùng hồi tháng 7 về còn 73,3 USD một thùng trong hai tháng cuối năm.

Trong khi đó, Việt Nam nhập khẩu 8,9 tỷ USD dầu thô và khí hóa lỏng các loại. Đồng thời, Việt Nam còn nhập khẩu rất nhiều nguyên vật liệu đầu vào cho sản xuất có nguồn gốc từ dầu mỏ, mà giá cả của chúng cũng gắn chặt với giá dầu, bao gồm: hơn 1 tỷ USD sản phẩm từ dầu mỏ (chẳng hạn nhựa đường); hơn 9,5 tỷ USD chất dẻo nguyên liệu và thành phẩm; trên 1,5 tỷ USD xơ sợi tổng hợp; 6,5 tỷ USD hóa chất và 654 triệu USD nguyên liệu cao su tổng hợp; hơn 2 tỷ USD phân bón và thuốc trừ sâu, v.v.

Nhìn vào những con số trên, dễ dàng nhận thấy Việt Nam nhập khẩu ròng từ những sản phẩm có nguồn gốc dầu mỏ và việc giá dầu giảm có lợi cho kinh tế Việt Nam nói chung. Sự sụt giảm nguồn thu của ngân sách và PVN nhỏ hơn sự sụt giảm chi phí năng lượng cho giao thông vận tải và sản xuất công nghiệp, và chi phí nguyên liệu đầu vào cho sản xuất, là điều sẽ giúp tăng thu nhập và tiêu dùng của cả người dân và doanh nghiệp.

Tại thời điểm báo cáo này được phát hành, giá dầu đã giảm mạnh xuống 48,78 USD/thùng, tương ứng giảm 12,9% so với cuối năm 2014.

Theo ông Chủ tịch Hội đồng thành viên PVN, chi phí bình quân tại các mỏ dầu lớn của VN như Bạch Hổ là 35USD/thùng, còn bình quân các mỏ có điều kiện địa chất phức tạp hơn, nước sâu xa bờ, trữ lượng thấp có khi lên đến 60 - 70USD/thùng. Nếu giá dầu xuống 40USD/thùng, PVN sẽ cân nhắc ngừng khai thác tại các mỏ dầu có chi phí cao, hiện đang đóng góp 1,6% tổng sản lượng trong năm 2014.

Trong năm 2015, cả hai yếu tố giá dầu giảm và giảm sản lượng khai thác dầu thô có thể làm giảm đáng kể doanh thu xuất khẩu dầu mỏ. Trong khi đó, dự kiến mặc dù giá các nguyên vật liệu có nguồn gốc dầu mỏ giảm, nhưng do nhu cầu nhập khẩu nguyên vật liệu cho sản xuất gia tăng, năm 2015 Việt Nam sẽ có thâm hụt thương mại 6-8 tỷ USD. Điều này sẽ gây áp lực phá giá tiền đồng hơn nữa.

Việc giá dầu giảm cũng ảnh hưởng tích cực đến chỉ số giá tiêu dùng của Việt Nam do giá xăng dầu và dịch vụ vận tải chiếm tỷ trọng đáng kể trong rổ hàng hóa tính CPI. Tuy nhiên, Việt Nam đã tăng thuế nhập khẩu xăng dầu, có hiệu lực từ ngày 7/1/2015. Theo đó, khi giá dầu thô dưới 60 USD/thùng, thuế suất tối đa sẽ là 40%, tăng so so với mức trần 25-30% ở quy định cũ.

Với mức giá dầu thô dự báo cho năm 2015 và mức thuế mới, chúng tôi ước tính trung bình xăng dầu trong nước sẽ giảm khoảng 18% so với năm 2014.

Theo Chủ tịch Ủy ban giám sát tài chính quốc gia, ước tính, năm 2014, các mặt hàng xăng dầu và các sản phẩm hóa dầu chiếm 14,6% chi phí trung gian của nền kinh tế, tương đương 8,8% tổng giá trị sản xuất của nền kinh tế. Giá thành sản xuất công nghiệp năm 2015 sẽ giảm 3% nếu như giá dầu thô giảm 33%.

Theo Bộ trưởng Bộ Kế hoạch và Đầu tư, nếu giá xăng dầu trong nước giảm khoảng 10% thì chi phí sản xuất sẽ giảm khoảng 0,57%, chỉ số giá tiêu dùng (CPI) giảm khoảng 0,55% và kinh tế có thể tăng trưởng thêm 0,91%. Theo đó, chúng tôi ước tính giá dầu giảm trong năm 2015 sẽ đóng góp 1,64% vào tăng trưởng GDP và giúp CPI giảm đi 0,99%.

Theo chúng tôi, nhiều ngành kinh tế sẽ hưởng lợi từ việc giá dầu thế giới giảm, nhất là các ngành giao thông vận tải, nhựa, may mặc, hóa chất, sản xuất sản phẩm từ cao su, và nông nghiệp.

Tác động đến ngân sách chính phủ

Bộ Tài chính ước tính trong năm 2014, thu ngân sách từ xuất khẩu dầu thô đạt 107 nghìn tỷ, giảm 11,2% so với cùng kỳ năm trước, đóng góp 12,6% tổng thu ngân sách. Tỷ lệ này giảm so với mức đóng góp 15% năm 2011 và 19% năm 2012 và 2013. Việc giá dầu giảm trong sáu tháng cuối năm không ảnh hưởng đến doanh thu xuất khẩu vì giá xuất khẩu dầu thô trung bình của Việt Nam đứng ở mức cao 100 USD/thùng.

Theo dự báo của Bộ Tài chính, giá dầu thô thế giới giảm đi 1 USD/thùng sẽ khiến thu ngân sách bị hụt 1.000 tỷ đồng. Tại mức giá 85 USD/thùng, thu ngân sách sẽ hụt 20 nghìn tỷ đồng.

Quốc hội đã thông qua kế hoạch ngân sách năm 2015, theo đó thu ngân sách ở mức 911 nghìn tỷ, trong đó thu từ xuất khẩu dầu thô đạt 93 nghìn tỷ, đóng góp

10,2%. Những con số này được tính toán với sản lượng khai thác dầu thô ở mức 14,74 triệu tấn, giảm 480 nghìn tấn so với 2014, và giá dầu thô trung bình 100 USD/thùng.

Tuy nhiên, trên thực tế hiện tại giá dầu đã giảm xuống dưới 50 USD/thùng, tương ứng ngân sách hụt thu 50 nghìn tỷ đồng. Tuy vậy, đại diện Bộ Tài chính khẳng định sẽ tăng thu nội địa để bù lại, từ hai nguồn chính là các khoản nợ đọng thuế và tăng thuế nhập khẩu xăng dầu như đã đề cập phần trên. Hiện tại, các khoản nợ thuế vào khoảng 70 nghìn tỷ đồng, trong đó 45-50 nghìn tỷ đồng có khả năng thu hồi. Ngoài ra, việc tăng thuế nhập khẩu xăng dầu được kỳ vọng sẽ giúp tăng thu ngân sách, mặc dù có thể làm suy giảm khả năng cạnh tranh của khu vực sản xuất so với các đối thủ nước ngoài, nơi giá xăng dầu giảm mạnh hơn.

Bên cạnh đó, ngày 7/1/2015, NHNN điều chỉnh tăng tỷ giá liên ngân hàng VND/USD thêm 1%, từ mức 21.246 VND/USD lên 21.458 VND/USD. Sau đó ngày 12/1, NHNN niêm yết giá mua bán USD trở lại ở mức 21.350 VND/USD mua vào và 21.400 VND/USD bán ra. Việc phá giá VND so với USD đã làm tăng doanh thu xuất khẩu dầu thô khi tính ra VND, trực tiếp cải thiện thu ngân sách.

Do đó trong năm 2015, chúng tôi tin rằng chính phủ có thể đạt được kế hoạch thu ngân sách đề ra.

Về chi ngân sách, doanh thu và lợi nhuận từ nhiều doanh nghiệp trong ngành dầu khí dự kiến sẽ suy giảm. Mặt khác, căn cứ vào kế hoạch sửa đổi của ngành dầu khí trong giai đoạn 2011-2015, dự kiến trong năm 2015, sẽ cần một lượng vốn lớn đầu tư vào các dự án của ngành dầu khí. Do đó, kế hoạch phát hành trái phiếu trong năm 2015 có thể sẽ tăng đáng kể cho mục đích này.

Thông tư 36

Ngày 20/11/2014, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) đã ban hành Thông tư số 36/2014/TT-NHNN Quy định các giới hạn, tỷ lệ bảo đảm an toàn hoạt động của các tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài (Thông tư 36), có hiệu lực từ ngày 1/2/2015. Thông tư 36 đã sửa đổi, thay thế một số nội dung cơ bản trong các quy định trước đây, bao gồm: Quyết định số 03/2008/QĐ-NHNN; Thông tư 15/2009/TT-NHNN; Thông tư 13/2010/TT-NHNN, Thông tư 19/2010/TT-NHNN và Thông tư 22/2011/TT-NHNN, tác động lớn tới hoạt động của tổ chức tín dụng (TCTD), thị trường chứng khoán cổ phiếu và trái phiếu.

Với ngành ngân hàng, theo chúng tôi ảnh hưởng của Thông tư là rất lớn trên nhiều khía cạnh. Chúng tôi xin đề cập một số tác động mà theo chúng tôi là quan trọng nhất như sau:

Thứ nhất là các quy định chặt chẽ hơn về giới hạn cho vay. Theo VPBS, những giới hạn tín dụng mới này, đặc biệt là giới hạn với những cổ đông lớn, thành viên hội đồng quản trị và các doanh nghiệp do những người này sở hữu sẽ giúp hạn chế sự lũng đoạn của các nhóm lợi ích trong nội bộ ngân hàng, đồng thời hạn chế rủi ro của hoạt động tín dụng và giảm đáng kể tác động của việc một khách hàng vỡ nợ đến TCTD, vốn từng xảy ra trong quá khứ. Đây là một bước đi tích cực trong quá trình tái cơ cấu dài hạn ngành ngân hàng.

Thứ hai, Thông tư 36 thắt chặt kiểm soát đối với sở hữu chéo giữa các TCTD bằng việc giới hạn ngân hàng thương mại chỉ được mua nắm giữ cổ phần tối đa 02 tổ chức tín dụng khác, trừ tổ chức tín dụng là công ty con; và chỉ mua, nắm giữ tối đa 5% vốn cổ phần có quyền biểu quyết tại tổ chức tín dụng khác. quy định này có thể khiến nhiều cổ đông của ngân hàng phải thoái vốn đầu tư vào ngân hàng so với hiện tại, tăng nguồn cung cổ phiếu ngân hàng, khiến giá một số cổ phiếu ngân hàng giảm, trong đó có một số ngân hàng niêm yết và điều này sẽ ảnh hưởng đến chỉ số chung của thị trường chứng khoán. Thêm vào đó, quy định

này có thể thúc đẩy quá trình mua bán và sáp nhập giữa các ngân hàng trong nước để xử lý vấn đề sở hữu chéo. Ngoài ra, nhiều khoản đầu tư lẫn nhau giữa các công ty con, công ty liên kết, người có liên quan của các TCTD cũng sẽ phải thay đổi chủ sở hữu.

Với thị trường cổ phiếu, ngay từ trước khi Thông tư 36 được ban hành, tâm lý của thị trường đã bị ảnh hưởng. Điều 14 của Thông tư quy định tín dụng cho vay đầu tư cổ phiếu không được vượt quá 5% vốn điều lệ của TCTD (giảm từ mức 20% vốn điều lệ cho vay đầu tư chứng khoán trước đó). Ngoài ra, TCTD chỉ được cho vay đầu tư chứng khoán khi đáp ứng được đầy đủ các tỷ lệ an toàn hoạt động và có tỷ lệ nợ xấu dưới 3%.

Hiện nay tổng vốn điều lệ của toàn hệ thống ngân hàng là 435.243 tỷ đồng. Nếu loại trừ 86.636 tỷ đồng vốn điều lệ của các ngân hàng nước ngoài, vốn lâu nay không tham gia vào thị trường cho vay chứng khoán, thì tổng vốn điều lệ của các ngân hàng cho vay đầu tư chứng khoán là 348.607 tỷ đồng. Trước khi thông tư 36 được ban hành, hạn mức tối đa đặt ra là 20% vốn điều lệ, tương đương với 69.721 tỷ đồng. Giờ đây, chúng tôi sẽ loại trừ vốn điều lệ của các ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu trên 3% - ước tính khoảng 86.449 tỷ đồng. 5% của số vốn điều lệ còn lại của các ngân hàng đủ tiêu chuẩn để cho vay đầu tư chứng khoán đạt khoảng 13.108 tỷ đồng, giảm 81% so với giá trị trước đây là 69.721 tỷ đồng. Số ngân hàng có nợ xấu trên 3% dự kiến còn tăng lên từ đầu năm 2015 sau khi Thông tư 02/2013 và Thông tư 09/2014 của NHNN có hiệu lực, sẽ tiếp tục khiến lượng vốn có thể cho vay suy giảm. Thị trường vì vậy, đã phản ứng mạnh mẽ vì cho rằng một lượng vốn lớn sẽ bị rút ra khỏi thị trường. Chỉ số VN-Index giảm 35 điểm (5,8%) trong vòng 10 ngày, từ ngày 18/11 đến 28/11/2014.

Tuy nhiên, vì các số liệu của các ngân hàng cho vay đầu tư, kinh doanh cổ phiếu, chứng khoán không được công bố đầy đủ, rất khó có thể đánh giá tác động cụ thể của Thông tư 36 đến từng ngân hàng và đến thị trường chứng khoán. Theo quan chức của NHNN, toàn hệ thống các TCTD chưa bao giờ dùng đến 5% vốn điều lệ để cho vay kinh doanh chứng khoán. Mặc dù có một số ngân hàng lớn không tham gia nhiều hoạt động kinh doanh này, chúng tôi tin rằng có một số ngân hàng nhỏ hiện đang có mức dư nợ cho vay kinh doanh chứng khoán cao hơn nhiều mức 5% vốn điều lệ. Các ngân hàng này sẽ phải giảm lượng cho vay này của mình, qua đó ảnh hưởng tiêu cực tới thị trường chứng khoán.

Theo số liệu thống kê của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (SSC), tổng dư nợ cho vay ký quỹ tính đến cuối tháng 10 đạt 17.000 tỷ đồng. Con số này được lấy từ báo cáo tài chính của các công ty chứng khoán, nên có nhiều khả năng đã không tính đến những khoản vay trực tiếp từ ngân hàng cho nhà đầu tư chứng khoán, với tài sản thế chấp là cổ phiếu. Một vấn đề nữa đó là 17.000 tỷ đồng cho vay margin chủ yếu từ vốn sở hữu của các công ty chứng khoán hay từ các khoản vay ngân hàng. Theo những đánh giá của chúng tôi về 20 công ty chứng khoán lớn nhất thị trường tính theo vốn điều lệ, tổng nợ (các khoản vay ngắn hạn và dài hạn từ ngân hàng, trái phiếu doanh nghiệp) chỉ đạt hơn 5.600 tỷ đồng, bằng một phần ba tổng các khoản cho vay ký quỹ của họ. Như vậy hai phần ba tổng các khoản cho vay ký quỹ chủ yếu đến từ vốn sở hữu của các công ty chứng khoán.

Trong tương lai, các công ty chứng khoán có thể sẽ nâng vốn chủ sở hữu và giảm cổ tức tiền mặt để tăng khả năng cho vay ký quỹ, hiện đang bị giới hạn ở mức 200% vốn điều lệ của công ty chứng khoán theo Quyết định số 637/2011 của SSC, bù đắp sự sụt giảm nguồn vốn cho vay từ ngân hàng cho hoạt động đầu tư chứng khoán. Chúng tôi cho rằng trong những năm tới các công ty chứng khoán sẽ phát hành thêm cổ phiếu mới hoặc tăng vay nợ (đối với các công ty cổ phần), hoặc được ngân hàng mẹ bơm thêm vốn (đối với các công ty trực thuộc ngân hàng). Tạo điều kiện thuận lợi cho việc này, Thông tư 36 đã loại bỏ hạn mức 25%

vốn điều lệ đầu tư vào các công ty trực thuộc. Hiện nay hạn mức của tất cả các khoản đầu tư vốn của một ngân hàng là 40% vốn điều lệ. Chính vì vậy, ngân hàng có thể tăng vốn cho các công ty chứng khoán trực thuộc.

Kinh tế Mỹ

Tăng trưởng mạnh nhất trong 11 năm qua

Kinh tế Mỹ đã tăng trưởng ngoạn mục trong Quý 3/2014, sau khi tăng trưởng âm trong Quý 1. Nhờ chi tiêu tiêu dùng, GDP của Mỹ Quý 3/2014 đã tăng 5%, mức cao nhất trong 11 năm qua. Chi tiêu từ các hộ gia đình (chiếm 70% toàn nền kinh tế) đã tăng 3,2%, cao hơn mức 2,2% ước tính trước đó.

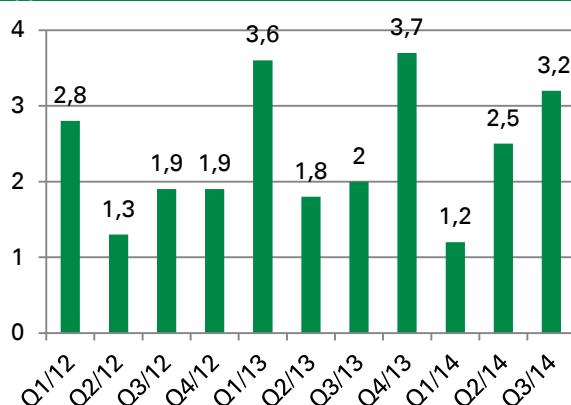
Chi tiêu tiêu dùng được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng do giá nhiên liệu giảm sẽ có ảnh hưởng tích cực lên túi tiền của người tiêu dùng và đồng thời sẽ giúp giảm giá hàng hóa.

Mỹ hiện là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch xuất khẩu từ Việt Nam qua Mỹ đạt 28,5 tỷ USD, chiếm 19% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam. Chi tiêu tiêu dùng tăng cùng với Hiệp định TPP sắp tới sẽ giúp thúc đẩy xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ.

Bên cạnh đó, một số số liệu kinh tế lạc quan của Mỹ bao gồm:

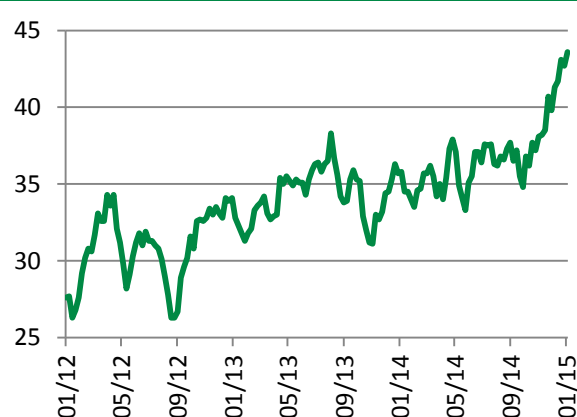
- Nền kinh tế Mỹ đã tạo thêm 321.000 việc làm trong tháng 11/2014, đưa trung bình số việc làm mới được tạo thêm trong năm 2014 lên 241,000 /tháng, mức cao nhất từ năm 1999.
- Trong năm 2014, trung bình mỗi tuần có 308.500 đơn xin trợ cấp thất nghiệp, mức thấp kỷ lục trong 14 năm qua.
- Chỉ số đo lường niềm tin người tiêu dùng Mỹ của Bloomberg (Bloomberg Consumer Comfort Index) ghi nhận mức trung bình 36,7/tuần, mức cao nhất trong 7 năm qua.

Chi tiêu tiêu dùng Mỹ (% tăng trưởng theo quý)



Nguồn: Cục phân tích kinh tế Mỹ

Chỉ số Bloomberg Consume Comfort



Nguồn: Bloomberg

Những kết quả vượt xa kỳ vọng này có thể sẽ khiến Cục dự trữ Liên bang Mỹ (FED) nâng lãi suất trước giữa năm 2015, và điều này có thể sẽ làm dòng vốn đầu tư rút bớt từ các thị trường mới nổi, trong đó có Việt Nam.

Tuy nhiên, những chương trình nới lỏng định lượng sắp tới của Liên minh Châu Âu EU và Nhật Bản có khả năng sẽ phần nào giúp bù đắp lại tác động của việc tăng lãi suất điều hành tại Mỹ.

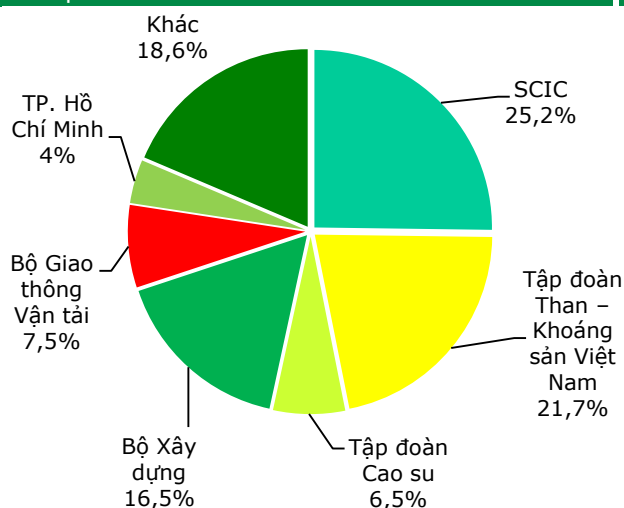
Cổ phần hóa DNNN và thoái vốn của các Tập đoàn

Việt Nam đã và đang thể hiện sự quyết tâm thực hiện tái cơ cấu kinh tế,

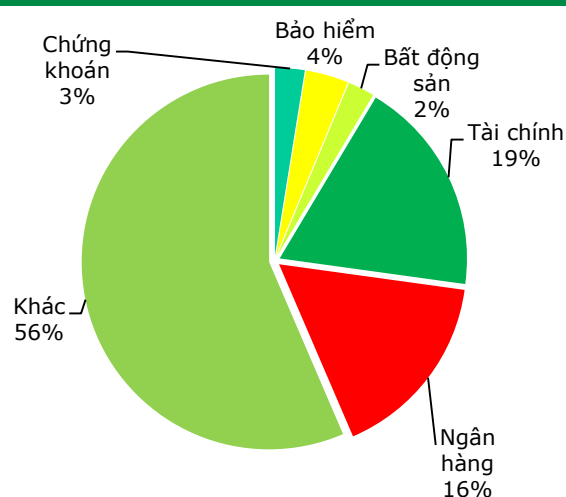
trong đó bao gồm ba trụ cột chính là tái cơ cấu đầu tư công, tái cơ cấu ngành tài chính và tái cơ cấu các doanh nghiệp nhà nước (DNNN).

Tái cơ cấu DNNN được coi là phần quan trọng nhất trong ba trụ cột này, do DNNN đang nắm giữ phần lớn nhất của nền kinh tế (chiếm 28% GDP nếu không tính các ngân hàng do Nhà nước nắm giữ, và 34% nếu tính cả các ngân hàng này).

Doanh thu thoái vốn nhà nước theo cơ quan chủ quản



Doanh thu thoái vốn nhà nước theo ngành



Nguồn: Bộ Tài Chính, VPBS

Theo kế hoạch cổ phần hóa các DNNN được cơ quan có thẩm quyền phê duyệt, trong giai đoạn 2011-2015 dự kiến cổ phần hóa 531 DNNN. Tuy nhiên trên thực tế, tiến độ thực hiện khá chậm chạp.

Trong giai đoạn 2011-2013, chỉ có 180 DNNN được cơ cấu lại, trong đó có 99 doanh nghiệp được cổ phần hóa và 81 doanh nghiệp được chuyển đổi bằng các hình thức khác. Theo đó, chính phủ đã đặt mục tiêu cổ phần hóa 432 DNNN trong khoảng thời gian hai năm 2014-2015. Trong khi đó, Tổng Công ty Kinh doanh Vốn Nhà nước (SCIC) được giao nhiệm vụ thoái vốn tại 376 doanh nghiệp.

Tiến độ cổ phần hóa các doanh nghiệp trực thuộc các Tập đoàn/Tổng công ty Bộ Công thương tính đến hết năm 2014

STT	Tập đoàn/Tổng công ty	Kế hoạch	Hoàn thành
1	Tập đoàn Dệt May Việt Nam	5	5
2	Tập đoàn Than - Khoáng sản Việt Nam	8	3
3	Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	6	3
4	Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	3	1
5	Tổng công ty Thuốc lá Việt Nam	1	0
6	Tổng công ty Giấy Việt Nam	4	1

Nguồn: Bộ Công thương, VPBS

Trong năm 2014, các con số tương ứng là 167 DNNN được tái cơ cấu (tăng 65% so với cùng kỳ), trong đó có 143 DNNN được cổ phần hóa (tăng 100% so với cùng kỳ). Số tiền chính phủ thu được ước đạt 8 nghìn tỷ đồng, tăng 500% so với năm 2013, gấp 1,3 lần giá vốn.

Trong Quý 4 năm nay, chính phủ đã thực hiện cổ phần hóa thành công một số doanh nghiệp lớn, chẳng hạn như Việt Nam Airlines và Công ty Phân đạm

Cà Mau, trong đó số tiền thu được từ mỗi doanh nghiệp lên đến 1.200 tỷ đồng (56 triệu USD). Tuy nhiên, tiến độ vẫn chậm so với kế hoạch của chính phủ.

Tiến độ thoái vốn các doanh nghiệp thuộc Bộ Công thương tính đến hết năm 2014

STT	Tập đoàn/Tổng công ty	Kế hoạch	Hoàn thành	Số tiền thu được
1	Tập đoàn Dệt May Việt Nam	37	21	1.012
2	Tập đoàn Than - Khoáng sản Việt Nam	9	6	1.791
3	Tập đoàn Điện Lực Việt Nam	7	3	387
4	Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	13	7	407
5	Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	10	3	474
6	Tổng công ty Thuốc lá Việt Nam	8	1	20
7	Tổng công ty Giấy Việt Nam	9	1	33
8	Tổng công ty Máy và Thiết bị công nghiệp	3	1	13
	Tổng cộng			4.130

Nguồn: Bộ Công thương, VPBS

Để thúc đẩy quá trình cổ phần hóa và thoái vốn, các cơ quan chức năng đã ban hành nhiều văn bản pháp luật. Trong đó đáng chú ý nhất là Nghị quyết số 15/NQ-CP ngày 06 tháng 3, 2014 về đẩy mạnh cổ phần hóa và thoái vốn nhà nước tại doanh nghiệp. Theo đó, có nhiều quy định mới làm cho quá trình này dễ dàng hơn nhiều so với trước đây, chẳng hạn như cho phép giá bán thấp hơn giá trị sổ sách, cho phép thoái vốn toàn bộ với giá thương lượng đối với một số loại hình doanh nghiệp, chào bán cổ phiếu tại các doanh nghiệp công, v.v.

STT	Tên văn bản	Ngày ban hành	Nội dung
1	Nghị định 59/2011/NĐ-CP	18/7/2011	Về chuyển doanh nghiệp 100% vốn nhà nước thành công ty cổ phần thay thế Nghị định 109/2007/NĐ-CP ngày 26/6/2007
2	Quyết định 929/QĐ-TTg	17/7/2012	Phê duyệt Đề án "Tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước, trọng tâm là tập đoàn kinh tế, tổng công ty nhà nước giai đoạn 2011-2015"
3	Nghị quyết 26/NQ-CP	9/7/2012	Một số giải pháp đẩy mạnh cổ phần hóa, thoái vốn nhà nước tại doanh nghiệp
4	Nghị định 71/2013/NĐ-CP	11/7/2013	Đầu tư vốn nhà nước vào doanh nghiệp và quản lý tài chính đối với doanh nghiệp do Nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ
5	Nghị định 151/2013/NĐ-CP	1/11/2013	Chức năng, nhiệm vụ và cơ chế hoạt động của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn nhà nước
6	Nghị quyết 15/NQ-CP	6/3/2014	Một số giải pháp đẩy mạnh cổ phần hóa, thoái vốn nhà nước tại doanh nghiệp
7	Quyết định 51/2014/QĐ-TTg	15/9/2014	Một số nội dung về thoái vốn, bán cổ phần và đăng ký giao dịch, niêm yết trên thị trường chứng khoán của doanh nghiệp nhà nước
8	Thông báo 334/TB-VPCP	21/8/2014	Kết luận của Thủ tướng tại Hội nghị giao ban về tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước
9	Quyết định 37/2014/QĐ-TTg	18/6/2014	Ban hành tiêu chí, danh mục phân loại doanh nghiệp nhà nước
10	Luật Nhà ở số 65/2014/QH13	25/11/2014	
11	Luật Kinh doanh Bất động sản số 66/2014/QH13	25/11/2014	
12	Luật Đầu tư số 67/2014/QH13	26/11/2014	
13	Luật Doanh nghiệp số 68/2014/QH13	26/11/2014	
14	Luật Quản lý, sử dụng vốn nhà nước đầu tư vào sản xuất, kinh doanh tại doanh nghiệp, số 69/2014/QH13	26/11/2014	

Chính phủ đã thực hiện các biện pháp đặc biệt để khuyến khích các tổng công ty thoái vốn đầu tư vào các ngân hàng. Lượng cổ phần này có thể được các ngân hàng thương mại có sở hữu lớn của nhà nước, hoặc NHNN mua lại. Trong trường hợp những biện pháp này không thành công, SCIC được giao nhiệm vụ xem xét mua lại các khoản đầu tư của các tập đoàn nhà nước tại các ngân hàng và công ty bảo hiểm và trong các lĩnh vực khác theo giá thị trường, nhưng không cao hơn giá trị sổ sách ròng sau khi đã trích lập dự phòng theo quy định.

Một cột mốc pháp luật quan trọng là Quyết định 51/2014/ QĐ-TTg về một số quy định về thoái vốn, bán cổ phiếu và đăng ký giao dịch và niêm yết tại thị trường chứng khoán của DNNN. Theo đó, việc thoái vốn dưới mệnh giá, dưới giá trị sổ sách kế toán phải đảm bảo hạn chế tối đa tổn thất đầu tư và bảo toàn vốn nhà nước ở mức cao nhất. Việc chuyển nhượng vốn theo hình thức thỏa thuận chỉ được thực hiện sau khi bán đấu giá cổ phần không thành công hoặc không bán hết số cổ phần, phần vốn nhà nước chào bán qua đấu giá.

Trường hợp bán thỏa thuận không thành công thì doanh nghiệp phải báo cáo chủ sở hữu vốn Nhà nước đề nghị Tổng công ty Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) mua lại.

Đồng thời doanh nghiệp có trách nhiệm trích lập bổ sung cho đủ dự phòng tổn thất các khoản đầu tư tài chính theo quy định.

Giá khởi điểm để tổ chức bán đấu giá công khai được xác định trên cơ sở kết quả của đơn vị chức năng thẩm định nhưng không thấp hơn giá trị sổ sách của khoản đầu tư trừ đi dự phòng tổn thất đầu tư tài chính đã được trích lập bổ xung đầy đủ theo quy định.

Một nội dung quan trọng khác được nhắc đến trong quyết định này là về việc đăng ký giao dịch và niêm yết của DNNN cổ phần hóa. Điều này cũng được quy định chi tiết hơn trong Thông tư 01/2015/TT-BTC mới được ban hành.

Theo đó, đối với doanh nghiệp chính thức chuyển thành công ty cổ phần sau ngày 1/11/2014, trong thời hạn 90 ngày sau khi được cấp giấy chứng nhận đăng ký doanh nghiệp, doanh nghiệp cổ phần hóa phải hoàn tất thủ tục đăng ký công ty đại chúng, đăng ký cổ phiếu để lưu ký tập trung tại trung tâm lưu ký chứng khoán và đăng ký giao dịch trên hệ thống giao dịch UPCoM.

Nếu đáp ứng được đầy đủ các điều kiện niêm yết tại sở giao dịch chứng khoán, doanh nghiệp cổ phần hóa phải thực hiện các thủ tục để đưa cổ phiếu vào giao dịch trên thị trường chứng khoán, trong thời hạn tối đa một năm kể từ ngày được cấp giấy chứng nhận đăng ký doanh nghiệp.

Đối với DNNN đã chính thức chuyển thành công ty cổ phần trước ngày 1/11/2014, DNNN cổ phần hóa phải đăng ký giao dịch và niêm yết trong vòng 1 năm tính từ ngày 1/11/2014. Việc thực hiện các quy định này sẽ giúp cải thiện thanh khoản của các cổ phiếu của DNNN được cổ phần hóa, và qua đó khuyến khích nhà đầu tư mua cổ phần qua đấu giá.

Theo chúng tôi, các điều kiện kinh tế vĩ mô trong năm 2014 rất thuận lợi cho quá trình cổ phần hóa và thoái vốn DNNN. Cụ thể:

- Cả lãi suất huy động và cho vay đều đã giảm thấp về mức của các năm 2005-2006. Trong khi đó, Thông tư 02/2013/TT-NHNN về phân loại tài sản ngân hàng được trì hoãn cho đến năm 2015. Điều này làm giảm áp lực trích lập dự phòng nợ xấu và nhờ đó các ngân hàng dễ dàng tăng trưởng tín dụng hơn. Trong những quý đầu năm việc tăng tín dụng rất khó khăn và điều này khuyến khích dòng vốn từ ngân hàng chảy vào thị trường

chứng khoán và vào các thương vụ cổ phần hóa.

- Chính phủ sẽ tăng vốn của SCIC lên 50 nghìn tỷ vào năm 2015. Tính đến ngày 9/9/2013, vốn chủ sở hữu của SCIC đã tăng lên hơn 30.000 tỷ đồng, tăng gấp 8 lần từ 3.000 tỷ kể từ khi thành lập vào năm 2006, trong đó 13.000 tỷ đồng là từ lợi nhuận của SCIC. Theo Nghị định 151 ban hành cuối năm 2013, SCIC sẽ dành ít nhất 70% vốn đầu tư vào các công ty nhà nước, theo như quyết định của Chính phủ. Và SCIC có đề cập trong một báo cáo hồi đầu năm rằng trong năm nay, tổ chức này sẽ tăng cường mua cổ phần do các tổng công ty nhà nước thoái vốn.
- Chúng tôi cũng nhận thấy rằng ngân hàng đã và đang mua cổ phần của các doanh nghiệp được cổ phần hóa để trở thành cổ đông chiến lược. Trong một số trường hợp, đây có thể là một hình thức cơ cấu lại các khoản nợ quá hạn.

Ngân hàng	Doanh nghiệp
Ngân hàng Sài Gòn Hà Nội (SHB)	CIENCO 4
	CIENCO 8
	Tổng Công ty Xây dựng Thăng Long
Vietcombank	Tổng công ty Hàng không Việt Nam (Vietnam Airlines)
Techcombank	
Vietinbank	Tổng công ty Hàng hải Việt Nam (Vinalines)

Nguồn: Cafef, VPBS

Triển vọng: Theo Bộ Tài chính, tính đến cuối năm 2014, có 90/108 Tập đoàn, Tổng công ty nhà nước đã được phê duyệt Đề án tái cơ cấu, còn 18/108 Tập đoàn, Tổng công ty nhà nước chưa được phê duyệt Đề án tái cơ cấu.

Trong năm 2015, chính phủ sẽ tiếp tục rà soát doanh sách các DNNN để phân loại lại theo Quyết định 37/2014/QĐ-TTg. Các DNNN sẽ được phân loại theo các tiêu chí về giới hạn nắm giữ cổ phần của nhà nước.

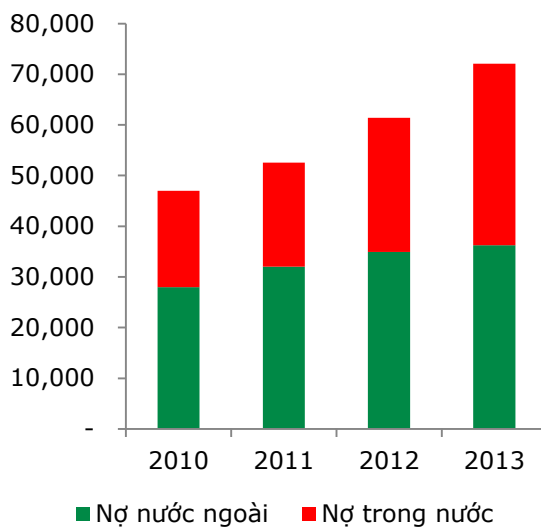
Bộ Tài chính cũng cho biết số lượng DNNN cổ phần hóa năm 2015 là khá lớn, gần 300 doanh nghiệp. Trong số các DNNN lớn thực hiện cổ phần hóa năm 2015 sẽ có Tổng Công ty Hàng hải Việt Nam (Vinalines), Tổng Công ty Đường Sắt Việt Nam và Tổng Công ty Công nghiệp Tàu thủy (SBIC – hậu thân của Vinashin).

Chúng tôi tin rằng với việc ban hành nhiều quy định pháp luật như Luật Quản lý và sử dụng nguồn vốn nhà nước đầu tư vào doanh nghiệp, Luật Đầu tư, Luật Kinh doanh bất động sản và Luật Nhà ở, và với sự quyết tâm của chính phủ và điều kiện vĩ mô thuận lợi, quá trình cổ phần hóa và thoái vốn trong năm 2015 sẽ được tăng tốc để hoàn thành kế hoạch đề ra. Thị trường chứng khoán sẽ có thêm nhiều hàng hóa mới. Khi các doanh nghiệp cổ phần hóa lên sàn niêm yết, mức vốn hóa thị trường sẽ tăng lên và cơ cấu hàng hóa của các chỉ số chính trên hai sàn chứng khoán niêm yết có thể có thay đổi.

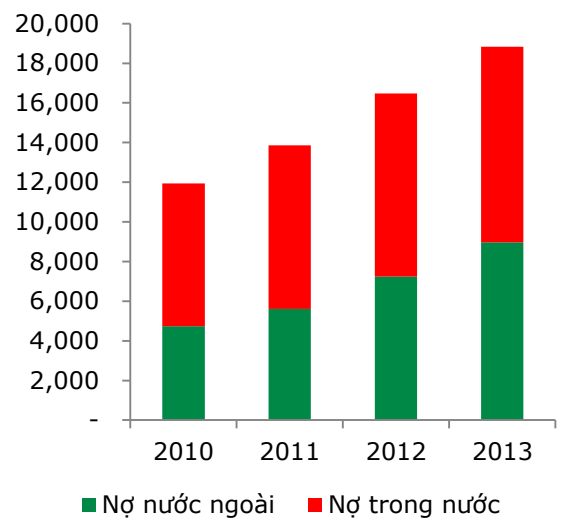
Nợ công và nợ chính phủ

Bộ Tài chính gần đây đã công bố số liệu về nợ công trong giai đoạn 2010-2013.

Dư nợ chính phủ 2010-2013 (triệu USD)



Dư nợ chính phủ bảo lãnh 2010-2013 (triệu USD)



Nguồn: Bộ Tài chính, VPBS

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015F
Nợ công/ GDP	56,3	54,9	55,7	54,2	60,3	64,0
Nợ nước ngoài của quốc gia/ GDP	42,2	41,5	41,1	37,3	39,9	
Dư nợ chính phủ/ GDP	44,6	43,2	43,3	42,3	46,9	
Dư nợ chính phủ/ Thu ngân sách	158	162	172	198	253	
Nghĩa vụ trả nợ trực tiếp và gián tiếp của chính phủ/ Thu ngân sách	23,1	22,3	24,4		26,2	30

Nguồn: Bộ Tài chính, VPBS

Đồng thời, trong năm 2014 đã có nhiều thay đổi về quy định pháp luật về việc vay nợ của chính phủ và được chính phủ bảo lãnh.

Thay đổi kế hoạch vay của Chính phủ năm 2014 so với trước đây

Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định 477/QĐ-TTg ngày 7/4/2014 phê duyệt kế hoạch vay và trả nợ trong nước của Chính phủ và nợ nước ngoài của quốc gia. Chúng tôi tóm tắt nội dung của kế hoạch này, cùng với những nội dung tương đương được quy định tại Quyết định 689/QĐ-TTg ngày 4/5/2013 về chương trình quản lý nợ trung hạn giai đoạn 2013 - 2015 trong bảng dưới đây.

Đơn vị: tỷ VND

	Kế hoạch năm 2014 điều chỉnh	Kế hoạch năm 2014 trước đó	% Thay đổi	Kế hoạch năm 2013	% Thay đổi
Tổng	462.800	303.702	52,4%	290.897	59,1%
Vay trong nước	367.000	227.000	61,7%	222.000	65,3%
Bù đắp bội chi ngân sách	197.000	149.000	32,2%	135.000	45,9%
Đầu tư	100.000	45.000	122,2%	60.000	66,7%
Đào nợ	70.000				
Vay nước ngoài	95.800	76.702	24,9%	68.897	39,0%

Đối với các khoản nợ trong nước, số tiền vay để bù đắp thâm hụt ngân sách tăng 32,2%, do hai lý do. Thứ nhất, mức thâm hụt ngân sách đã được điều chỉnh tăng từ 4,8% GDP lên 5,3% GDP từ năm ngoái. Thứ hai, giá trị GDP tăng thêm khoảng 9% đến 10% so với trước sau khi phương pháp thống kê mới được áp dụng năm ngoái.

Vay để đầu tư đã được điều chỉnh tăng 122,2% do chủ trương kích cầu của Chính phủ nhằm thực hiện mục tiêu tăng trưởng GDP 5,8% trong năm nay, và được hiện thực hóa bằng kế hoạch phát hành 170 tỷ đồng trái phiếu trong giai đoạn 2014 - 2016.

Đối với các khoản nợ trong nước: các khoản nợ trong nước được Chính phủ bảo lãnh đã được điều chỉnh giảm 21,7% so với kế hoạch trước đó. Thay vào đó, Chính phủ tăng tổng các khoản vay nợ chính phủ thêm 52,4%, một phần để bù đắp cho việc giảm các khoản nợ được Chính phủ bảo lãnh do chi phí vay nợ của Chính phủ luôn luôn thấp hơn so với các tổ chức khác, bao gồm Ngân hàng Phát triển Việt Nam (NHPT), Ngân hàng Chính sách xã hội Việt Nam (NHCSXH), và Tổng Công ty đường cao tốc Việt Nam.

Vay trong nước được Chính phủ bảo lãnh

Đơn vị: tỷ VND

	Kế hoạch năm 2014 điều chỉnh	Kế hoạch năm 2014 trước đó	% Thay đổi	Kế hoạch năm 2013	% Thay đổi
Tổng	70.492	90.000	-21,7%	70.343	0,2%
Trái phiếu NHPT VN	40.000	45.000	-11,1%	40.000	0,0%
Trái phiếu NHCSXH	15.492	19.000	-18,5%	17.000	-8,9%
Các dự án trọng điểm	15.000	26.000	-42,3%	13.343	12,4%

Đối với vay ròng nước ngoài, tổng hạn mức vay của quốc gia đã được tăng thêm 11,2% so với kế hoạch trước đó. Trong khi giới hạn cho vay thương mại nước ngoài không được Chính phủ bảo lãnh vẫn giữ nguyên, giới hạn vay nước ngoài của Chính phủ và vay nước ngoài được Chính phủ bảo lãnh cùng đã được tăng thêm 18% so với kế hoạch trước đó.

Vay nước ngoài

Đơn vị: tỷ VND

	Kế hoạch năm 2014 điều chỉnh	Kế hoạch năm 2014 trước đó	% Thay đổi	Kế hoạch năm 2013	% Thay đổi
Tổng	11.120	10.000	11,2%	9.200	20,9%
Các khoản vay của Chính phủ	4.520	3.500	29,1%	3.150	43,5
Vay thương mại nước ngoài được Chính phủ bảo lãnh	2.800	1.400	100%	1.350	107,4%
Vay thương mại nước ngoài không được Chính phủ bảo lãnh	3.800	3.800	0%	3.500	8,6%
Vay ngắn hạn nước ngoài		1.300		1.200	

Hạn mức nợ công theo Quyết định 689 như sau:

	Thực tế năm 2012	2020	2030
Tỷ lệ trên GDP			
Nợ công (nợ Chính phủ, nợ Chính phủ bảo lãnh và dư nợ Chính quyền địa phương)	56%	< 65%	< 60%
Nợ Chính phủ	43%	< 55%	< 50%
Nợ nước ngoài của Quốc gia	41%	< 50%	< 45%
Nghĩa vụ trả nợ trực tiếp của Chính phủ (không kể cho vay lại) so với tổng thu ngân sách Nhà nước	15%	< 25%	
Nghĩa vụ trả nợ trực tiếp của Chính phủ (bao gồm cho vay lại) so với tổng thu ngân sách Nhà nước	24%		
Nghĩa vụ trả nợ nước ngoài của quốc gia so với giá trị xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ	4%	< 25%	
Dự trữ ngoại hối Nhà nước so với tổng dư nợ nước ngoài ngắn hạn		> 200%	

Chúng tôi cũng thấy nghĩa vụ trả nợ trực tiếp của Chính phủ, bao gồm cả cho vay lại đã đạt 25% nguồn thu ngân sách trong năm 2013 và ước tính tăng lên 26,2% trong năm 2014. Mặc dù mục tiêu đề ra dưới 25% không bao gồm nghĩa vụ phát sinh từ việc cho vay lại, nhưng những khoản vay về cho vay lại này vẫn liên quan đến Chính phủ và Chính phủ sẽ phải trả trong trường hợp bên đi vay lại không trả được. Do đó, ngưỡng 25% có thể được áp dụng cả với nghĩa vụ trả nợ trực tiếp của Chính phủ, bao gồm cả cho vay lại.

Kế hoạch phát hành trái phiếu chính phủ được điều chỉnh tăng 2 lần trong năm

Chiều 10 tháng 11 năm 2014, Quốc hội đã thông qua Nghị quyết 78/2014/QH13 về Dự toán ngân sách nhà nước năm 2015 với 83,13% đại biểu quốc hội tán thành. Theo đó, dự toán khoản vay để bù đắp bội chi ngân sách nhà nước trong năm 2015 là khoảng 226.000 tỷ đồng (tương đương 5% GDP), tăng 2.000 tỷ đồng so với dự toán bội chi năm 2014, tuy nhiên lại giảm 0,3% so với tỷ lệ 5,3% GDP của năm 2014.

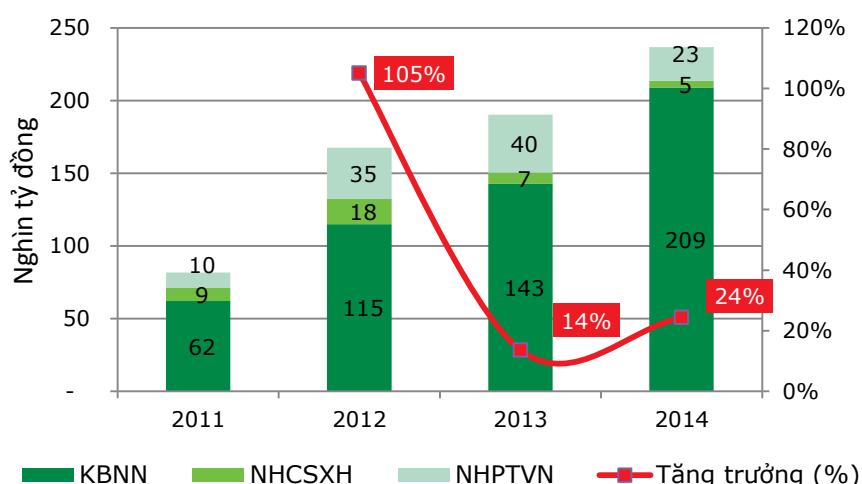
Kỳ hạn	Kế hoạch phát hành lần đầu (tỷ đồng)	Thay đổi lần thứ nhất kế hoạch phát hành của năm ngày 29/8/2014 (tỷ đồng)	Thay đổi lần thứ hai kế hoạch phát hành năm ngày 20/11/2014 (tỷ đồng)	Khác biệt giữa thay đổi lần 1 và lần 2 (%)	Khối lượng đã phát hành so với thay đổi lần 2 kế hoạch của cả năm tại ngày 26/11 (%)	Khối lượng phát hành còn lại năm 2014 (%)
	(1)	(2)	(3)	(3) – (2)		
Ít hơn 1 năm	40.000	26.000	26.000	0%	100%	-
2 năm	55.000	34.000	34.000	0%	100%	-
3 năm	60.000	65.000	61.000	-6%	92%	4.742
5 năm	40.000	67.000	80.000	19%	72%	22.362
10 năm	10.000	30.000	41.000	37%	68%	13.180
15 năm	5.000	10.000	20.000	100%	69%	6.132
Tổng cộng	210.000	232.000	262.000	13%	72%	46.416

Cũng theo Nghị quyết 78, kể từ năm 2015, phát hành trái phiếu chính phủ kỳ hạn từ 5 năm trở lên, không thực hiện các khoản vay có kỳ hạn ngắn cho bù đắp bội chi ngân sách nhà nước, giảm mức vay đảo nợ.

Trước triển vọng phải tăng phát hành trái phiếu kỳ hạn dài từ năm 2015, để tận dụng mức lợi suất đang thấp kỷ lục hiện nay, ngày 20/11, Kho bạc Nhà nước thông báo thay đổi khối lượng phát hành của năm 2014, tăng thêm 30 nghìn tỷ đồng so với thông báo thay đổi lần thứ nhất. Cụ thể: kỳ hạn 5 năm tăng thêm 13.000 tỷ, kỳ hạn 10 năm tăng thêm 11.000 tỷ, kỳ hạn 15 năm tăng thêm 10.000 tỷ, và kỳ hạn 3 năm giảm đi 4.000 tỷ đồng. Như vậy năm nay, KBNN sẽ phát hành tổng cộng 262.000 tỷ đồng TPCP để cho đầu tư công, bù đắp bội chi ngân sách và đảo nợ.

Tính hết năm 2014, tổng lượng phát hành trái phiếu và tín phiếu chính phủ và chính phủ bảo lãnh đạt 267.343 tỷ đồng, tăng 16% so với giá trị cuối năm 2013. Tuy nhiên tốc độ tăng trưởng của tổng khối lượng trái phiếu và tín phiếu phát hành trong năm qua đã giảm gần một nửa so với tốc độ tăng trưởng của năm 2013. Giá trị trái phiếu phát hành năm 2014 đạt 240.841 tỷ đồng, tăng 24% so với năm 2013, đạt giá trị cao nhất trong vòng bốn năm trở lại đây. Kho bạc Nhà nước huy động được 26.502 tỷ đồng tín phiếu năm 2014, giảm 27% so với năm 2013.

Phát hành trái phiếu Chính phủ và Chính phủ bảo lãnh



Nguồn: HNX, VPBS

Việc Nam phát hành thành công 1 tỷ USD trái phiếu quốc tế

Ngày 6/11, Chính phủ Việt Nam phát hành thành công 1 tỷ USD trái phiếu kỳ hạn 10 năm ra thị trường vốn quốc tế. Đây là đợt phát hành lần thứ 3 trong lịch sử nhằm mục đích thực hiện một số nghĩa vụ nợ. Trước đó, Việt Nam đã phát hành thành công 2 lô trái phiếu kỳ hạn 10 năm trị giá 750 triệu USD năm 2005 và 1 tỷ USD năm 2010. Hai đợt phát hành này sẽ đáo hạn năm 2016 và 2020, và nhà đầu tư có thể cân nhắc chuyển đổi sang trái phiếu mới trong kỳ phát hành này hoặc quy đổi về tiền mặt.

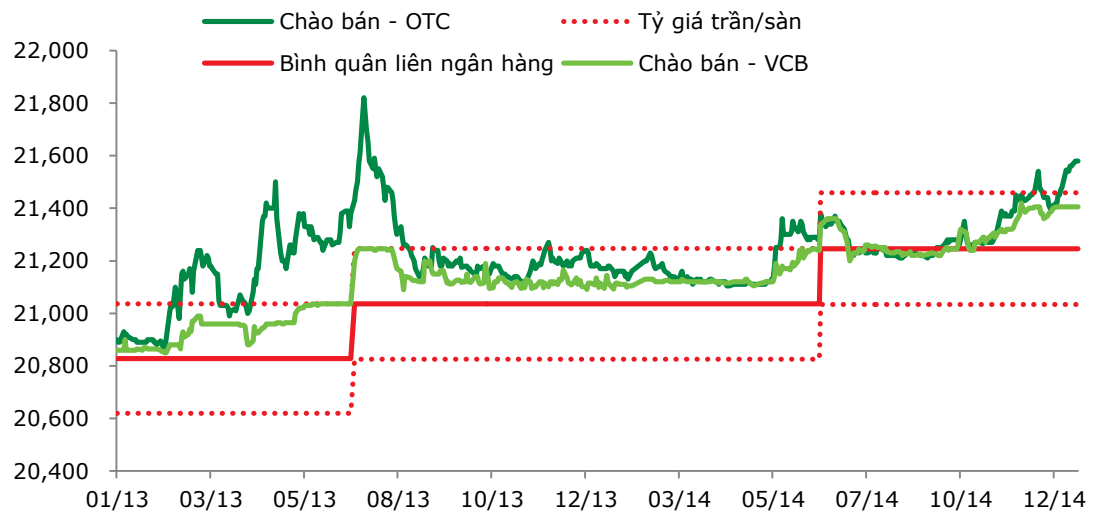
Trong đợt phát hành này, lãi suất trái phiếu ở mức 4,8%, cao hơn 242 điểm cơ bản so với trái phiếu cùng kỳ hạn của Chính phủ Mỹ. Tổng khối lượng đặt mua là 10,6 tỷ USD, cao hơn 10 lần khối lượng chào bán.

Có 3 lý do khiến đợt chào bán này khá thành công, đó là: lợi suất trái phiếu Mỹ vẫn ở mức thấp, điều kiện kinh tế vĩ mô của Việt Nam đã phần nào cải thiện và độ "hiếm" của trái phiếu Việt Nam trên thị trường quốc tế.

CHỈ TIÊU KINH TẾ

Tỷ giá

Tỷ giá ngoại hối



Nguồn: Bloomberg, VCB, VPBS

Tỷ giá theo ngân hàng Vietcombank niêm yết và trên thị trường tự do đều liên tục tăng mạnh từ nửa sau tháng 10 đến cuối tháng 12. Trong giai đoạn đó, có lúc tỷ giá đã dịu lại vào đầu tháng 12 do NHNN công bố đã bán ra khoảng 1,1 tỷ USD tính đến chiều 1/12. Tuy nhiên, tỷ giá trên thị trường tự do lại quay đầu tăng mạnh ngay sau đó, giao dịch ở mức 21.570 – 21.580 VND/USD ngày 31/12, tăng 320 đồng mỗi chiều so với ngày 15/10. Tỷ giá do ngân hàng Vietcombank niêm yết dao động ở mức ổn định hơn, khoảng 21.380 – 21.405 ngày 31/12, tăng 150 đồng so với ngày 15/10. Chênh lệch giữa 2 thị trường ở mức cao 200 đồng, so với thời điểm tỷ giá bắt đầu leo thang (15/10) ở mức 30 đồng.

Chúng tôi nhận thấy có một vài nguyên nhân khiến tỷ giá tăng như sau:

- (1) Chỉ số đồng US dollar đạt mức đỉnh trong 12 năm (92,3) ngày 7/1/2015, tăng 14% so với cùng kỳ năm 2014. Đồng USD ngày càng mạnh lên chủ yếu nhờ kinh tế Mỹ đang trên đà hồi phục.
- (2) Nhu cầu USD tăng lên khi các doanh nghiệp xuất khẩu cần ngoại tệ để thanh toán các khoản vay, các doanh nghiệp FDI chuyển lợi nhuận về nước. Các doanh nghiệp nhập khẩu trả tiền hàng.
- (3) Cuối tháng 10, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam giảm một số lãi suất chủ chốt lần thứ 2 trong năm 2014. Theo đó, trần lãi suất tiền gửi VND đối với kỳ hạn 1 đến dưới 6 tháng giảm 0,50 điểm phần trăm xuống mức 5,5%/năm. Điều này làm giảm độ hấp dẫn các tài sản bằng đồng nội tệ.
- (4) Nhiều ngân hàng đầu cơ vào khả năng NHNN sẽ sớm tăng tỷ giá VND/USD vào đầu năm 2015 và họ gia tăng mua vào USD, khiến tỷ giá tăng.

Triển vọng: Trong năm 2015, thống đốc NHNN đã phát biểu tỷ giá sẽ không tăng quá 2%. Tuy nhiên, vào thời điểm chúng tôi viết báo cáo, tỷ giá đã tăng 1% trong ngày 7/1, do đó dư địa còn lại khoảng 1% từ giờ đến cuối năm. Theo chúng tôi, việc Chính phủ có thể bảo vệ tiền đồng hay không, phụ thuộc vào những yếu tố sau:

- (i) Xuất khẩu: Trong khoảng thời gian từ năm 2009 đến 2011, Chính phủ Việt Nam thường xuyên phá giá tiền đồng để hỗ trợ xuất khẩu. Hiện nay, tình thế hoàn toàn khác. Như chúng tôi đã đề cập ở trên, chúng tôi kỳ vọng kim ngạch xuất khẩu tiếp tục tăng trưởng trong năm 2015, nhờ cầu tiêu dùng tại Mỹ tăng. Mặc dù Việt Nam sẽ trở lại nhập siêu, phần lớn khối lượng

nhập khẩu sẽ vẫn là hàng hóa và phụ tùng để hỗ trợ sản xuất. Do đó, Chính phủ sẽ không cần thiết phải phá giá tiền đồng để hỗ trợ xuất khẩu.

(ii) Độ mạnh USD so với các loại tiền khác: Mặc dù đồng VND trở nên yếu hơn so với USD, tuy nhiên những loại tiền khác cũng vậy. Do khu vực Châu Âu và Nhật Bản đã bắt đầu gói hỗ trợ kinh tế, tiền đồng sẽ vẫn mạnh so với Euro và Yên Nhật. Châu Âu và Nhật Bản là 2 thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam, NHNN vì vậy có thể phá giá tiền đồng để hỗ trợ xuất khẩu nếu kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ không bù đắp thiệt hại từ giá trị xuất khẩu của hai thị trường này.

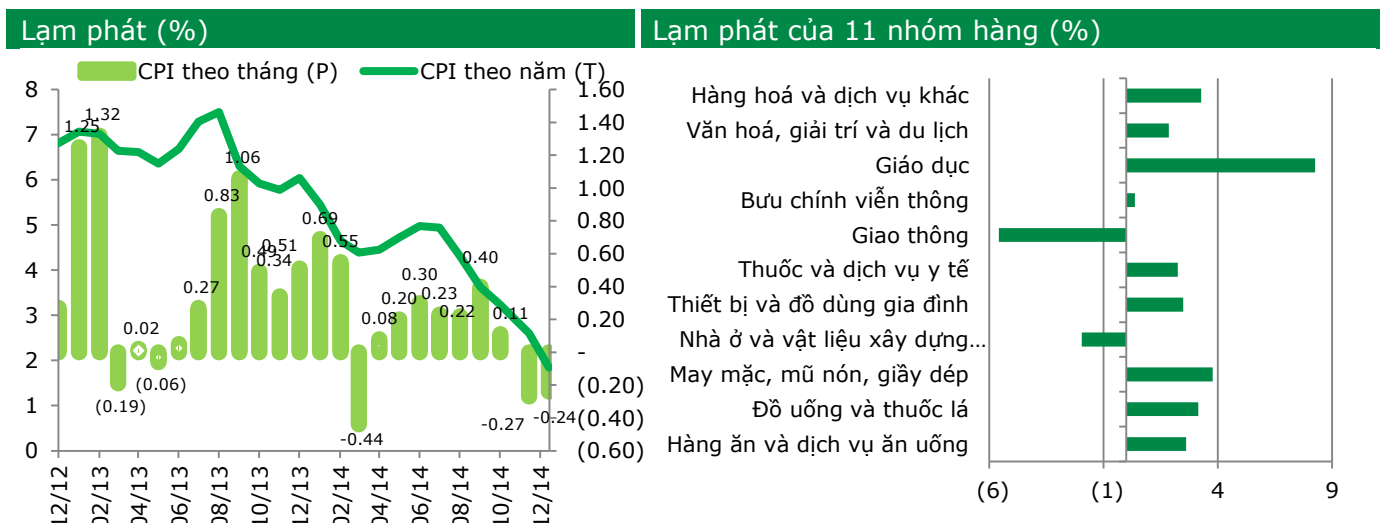
(iii) Dự trữ ngoại hối: hiện nay dự trữ ngoại hối của Việt Nam khoảng hơn 35 tỷ USD. Nếu Việt Nam tiếp tục giữ mức được dự trữ ngoại hối ở mức này, Chính phủ sẽ vẫn có khả năng bảo vệ tiền đồng. Như chúng tôi đã đề cập, chúng tôi kỳ vọng vào kịch bản này. Mặc dù nhập siêu, Việt Nam sẽ vẫn nâng mức dự trữ ngoại hối từ kiều hối và đầu tư nước ngoài.

Do đó, tỷ giá VND/USD sẽ tiếp tục giảm giá trong năm nay, tuy nhiên mức giảm sẽ không nhiều. Trong Quý 1/2015, chúng tôi kỳ vọng tỷ giá vẫn ổn định ở mức 21.450 – 21.550 VND/USD.

Lạm phát

Lạm phát cả năm 2014 ở mức 1,84%

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) năm nay ước tính đạt 1,84%, mức thấp nhất trong vòng hơn 10 năm qua (theo Ủy ban giám sát tài chính Quốc gia – UBGSTCQG). Giá nhiên liệu giảm là nguyên nhân chính dẫn đến mức lạm phát thấp kỷ lục. Bên cạnh đó, giá các loại hàng hóa cơ bản giảm trên toàn cầu cũng là một trong những nguyên nhân dẫn tới lạm phát thấp.

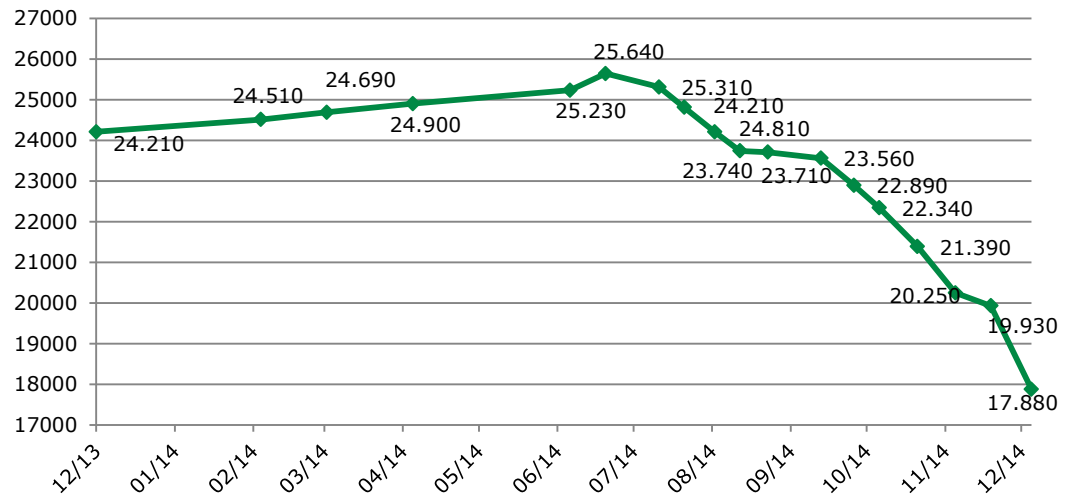


Nguồn: TCTK, VPBS

Trong nửa cuối năm 2014, giá dầu thô đã lao dốc 50% do nhu cầu tiêu thụ giảm tại Châu Âu và Trung Quốc và nguồn cung dồi dào từ Mỹ, các nước OPEC, đặc biệt là Ả-Rập Xê-Út.

Do ảnh hưởng của giá dầu thô thế giới, từ tháng 7/2014 đến tháng 12/2014, giá xăng dầu trong nước đã được điều chỉnh giảm 12 lần. Giá xăng RON92 đã giảm 30% từ mức 25.640 VND/lít xuống còn 17.880 VND/lít. Giá xăng dầu trong nước giảm mạnh làm CPI của nhóm giao thông vận tải và nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng (bao gồm giá điện, nước và nhiên liệu) giảm lần lượt 5,57% và 1,95% trong cả năm 2014.

Giá xăng RON92 – Tháng 12/2013 đến Tháng 12/2014 (VND/lít)



Nguồn: Petrolimex, VPBS

Giá của nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống (nhóm chiếm quyền số gần 40% trong rổ tính CPI) tăng 2,61%, thấp hơn khá nhiều so với mức 5,08% của năm 2013, một phần do nguồn cung dồi dào. Tuy tăng thấp nhưng nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống vẫn đóng góp gần 60% vào mức tăng CPI.

Dịch vụ giáo dục ghi nhận mức tăng cao nhất 8,25% trong rổ CPI do học phí tăng mạnh vào tháng 9 trước thềm năm học mới, trong khi đó nhóm viễn thông chỉ tăng nhẹ 0,38%. CPI của các nhóm hàng khác tăng trong khoảng 1,86% đến 3,77%.

Triển vọng: Theo Bộ công thương, nhập khẩu máy móc và thiết bị dự báo sẽ tăng mạnh trong thời gian tới do nhu cầu được kỳ vọng sẽ tăng cao (nhờ các Hiệp định Thương mại tự do sắp tới). Việc tăng tỷ giá mới đây của NHNN sẽ làm chi phí nhập khẩu tăng lên, dẫn đến giá thành sản phẩm sẽ chịu áp lực tăng theo.

Lạm phát năm 2015 được kỳ vọng sẽ ổn định quanh mức 4,5%. Xu hướng giảm giá của các loại hàng hóa cơ bản trên toàn cầu, đặc biệt là dầu thô, sẽ giúp giảm chi phí sản xuất đầu vào, và do vậy sẽ giúp giảm giá hàng hóa và dịch vụ. Chúng tôi kỳ vọng giá hàng hóa và dịch vụ thấp hơn, cùng với những cải thiện vượt dự báo của kinh tế vĩ mô, số liệu tích cực của ngành bán lẻ và niềm tin người tiêu dùng sẽ đẩy mạnh tiêu dùng trong năm tới.

Như thường lệ, lạm phát Quý 1 thường tăng chủ yếu do Tết Nguyên Đán. Tuy nhiên, kỳ này lạm phát sẽ được kìm hãm một phần bởi giá dầu lao dốc. Do vậy chúng tôi kỳ vọng CPI từ đầu năm đến hết Quý 1/2015 sẽ tăng khoảng 0.8%.

Tuy nhiên, do giá dầu có khả năng phục hồi trong nửa cuối năm 2015 như nhiều chuyên gia nhận định, đồng thời một số yếu tố mùa vụ khác như tăng giá dịch vụ y tế và giá học phí sẽ đẩy lạm phát cao hơn trong nửa cuối năm nay.

Lãi suất ngân hàng

Ngày 28/10, Ngân hàng Nhà Nước (NHNN) ra một loạt các quyết định điều chỉnh giảm lãi suất trần đối với tiền gửi bằng tiền đồng và USD, lãi suất cho vay ngắn hạn bằng tiền đồng với hiệu lực kể từ ngày 29/10. Như vậy, đây là lần thứ 2 trong năm 2014, NHNN đã có những động thái rõ ràng trong việc giảm mật bằng lãi suất kể từ lần thứ nhất điều chỉnh giảm trong tháng 3. Lạm phát thấp tạo điều kiện hỗ trợ để giảm lãi suất trong Quý 4.

Theo thông cáo báo chí thông báo tình hình chính sách tiền tệ và hoạt động ngân hàng năm 2014, định hướng giải pháp điều hành năm 2015 của cơ quan này, mật bằng lãi suất đã giảm từ 1,5% - 2%/năm so với cuối năm 2013, trong đó lãi suất

huy động giảm 1,5% - 2%/năm, lãi suất cho vay giảm khoảng 2%/năm.

	30/12/2013- 3/1/2014	31/03- 4/4/2014	8-12/12/2014 (*)
<u>Lãi suất huy động VND</u>			
Tiền gửi không kỳ hạn	1 - 1,2%	0,8 - 1%	0,8 - 1%
Tiền gửi kỳ hạn dưới 6 tháng	5 - 7%	5 - 6%	5 - 5,5%
Tiền gửi kỳ hạn từ 6 đến 12 tháng	6,5 - 7,5%	6 - 7,5%	5,7 - 6,8%
Tiền gửi kỳ hạn trên 12 tháng	7,5 - 8,5%	7,5 - 8,3%	6,8 - 7,5%
<u>Lãi suất cho vay VND</u>			
<u>NHTM Nhà nước</u>			
- Sản xuất kinh doanh thông thường (trung, dài hạn)	11,5 - 12,8%	10,5-11,5%	9,5 - 11%
- Nông nghiệp, nông thôn, xuất khẩu, DN vừa và nhỏ...(trung, dài hạn)	11 - 12%	10 - 11%	9 - 10%
<u>NHTM cổ phần</u>			
- Sản xuất kinh doanh thông thường (trung, dài hạn)	12 - 13%	11 - 12,5%	10 - 11%
- Nông nghiệp, nông thôn, xuất khẩu, DN vừa và nhỏ...(trung, dài hạn)	11 - 12%	10 - 12%	10 - 11%

Nguồn: NHNN, VPBS

(*) Thông cáo báo chí mới nhất của NHNN ban hành ngày 25/12

Lãi suất của các khoản vay cũ tiếp tục được các tổ chức tín dụng tích cực điều chỉnh giảm; dư nợ cho vay bằng VND có lãi suất trên 15%/năm chiếm khoảng 3,9% tổng dư nợ cho vay VND, giảm so với tỷ trọng 6,3% cuối năm 2013; dư nợ có lãi suất trên 13%/năm chiếm 10,65%, giảm so với tỷ trọng 19,72% cuối năm 2013. Giảm lãi suất cho vay là động lực tích cực cho các doanh nghiệp gia tăng đầu tư sản xuất trong năm tới.

Trên thị trường mở, lãi suất trúng thầu đang trên đà giảm cho đến hết tháng 9, nhưng tăng trở lại trong ba tháng cuối cùng của năm. Cụ thể, lãi suất của tín phiếu 91 ngày, 56 ngày và 28 ngày lần lượt ghi nhận 4,0% (+58 điểm cơ bản so với cuối quý trước), 3,6% (+60 điểm cơ bản so với Quý 3) và 3,5% (+90 điểm cơ bản so với Quý 3) tại thời điểm cuối năm.

Triển vọng: Chúng tôi cho rằng, với mức lạm phát thấp trong Quý 1 ở mức 0,8% so với đầu năm, một số lãi suất điều hành có thể được điều chỉnh giảm thêm trong Quý 1, ví dụ trần lãi suất huy động kỳ hạn dưới 6 tháng (giảm 0.5%), lãi suất cho vay một số lĩnh vực ưu tiên (giảm 1%), và sau đó gia tăng trở lại. Nhìn chung mặt bằng lãi suất trong năm 2015 sẽ không thay đổi nhiều so với năm 2014.

Tăng trưởng tín dụng và tổng phương tiện thanh toán

Tăng trưởng tín dụng đến 24/12 tăng 12,62% so với đầu năm, cao hơn mức tăng 12,51% của năm 2013. Như vậy, mục tiêu tăng trưởng trong năm 2014 được ban hành bởi Ngân hàng Nhà nước đã được hoàn thành.

Tăng trưởng một số chỉ tiêu ngành ngân hàng so với cùng kỳ

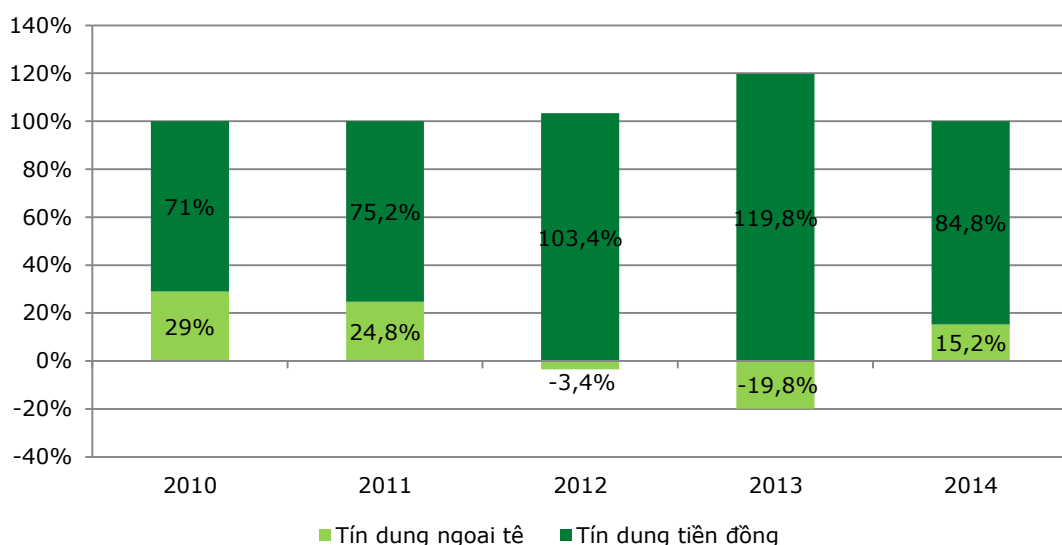
	2013	2014	Mục tiêu 2015
Tổng phương tiện thanh toán	16,13%	15,99%	18%
Huy động vốn	17,23%	15,76%	
Tín dụng	12,51%	12,62%	15%
Tín dụng VND	18,59%	12,59%	
Tín dụng ngoại tệ	-12,80%	12,80%	

Tốc độ tăng tín dụng năm 2014 có tính mùa vụ tương tự như năm trước đó, khi

tăng thấp vào các quý đầu và tăng mạnh hơn trong hai quý cuối năm. 35% của mức tăng trưởng tín dụng của cả năm được thực hiện vào Quý 4 khi hoạt động sản xuất kinh doanh, nhất là sản xuất công nghiệp, được mở rộng. Chỉ số sản xuất công nghiệp năm 2014 ước tính tăng 7,6% so với năm ngoái. Chiều hướng tăng dần được tăng tốc trong các quý gần cuối năm (Quý 1 tăng 5,3%, Quý 2 tăng 6,9%, Quý 3 tăng 7,8% và Quý 4 ước tính tăng 10,1%). Thêm vào đó, tăng trưởng tín dụng trong ba tháng cuối năm thường do nhu cầu tiêu dùng tăng trước dịp lễ Tết Nguyên Đán.

Trong năm 2014, NHNN đã bật đèn xanh cho tăng trưởng tín dụng bằng ngoại tệ, vốn có lãi suất cho vay thấp hơn tín dụng VND khoảng 4-5%. Do vậy, tín dụng ngoại tệ tăng trưởng mạnh 12,8% tính đến cuối năm, đóng góp 84,8% vào tổng tăng trưởng tín dụng.

Đóng góp vào tổng tín dụng



Nguồn: NHNN

Triển vọng: Bước vào năm 2015, Chính phủ ban hành Nghị Quyết 01/NQ-CP kế hoạch kinh tế cho năm tới. Theo đó, mục tiêu tăng trưởng tín dụng sẽ là 13-15% trong năm 2015.

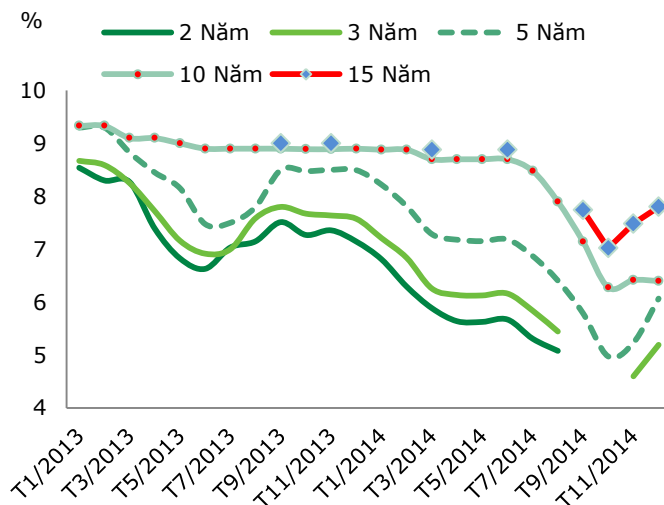
Như đã đề cập ở phần trên, chúng tôi dự báo một số lãi suất điều hành có thể được điều chỉnh giảm thêm trong Quý 1, qua đó thúc đẩy hơn nữa dòng vốn đi vào thị trường. Quyết định này được cho là cố gắng đầu tiên của chính phủ để có thể đạt được mục tiêu tăng trưởng trong năm 2015. Chúng tôi cho rằng mục tiêu này là khả quan dưới sự giám sát chặt chẽ của chính phủ.

Về tín dụng ngoại tệ, NHNN đã ban hành Thông tư 43/2014/TT-NHNN quy định cho vay bằng ngoại tệ của tổ chức tín dụng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài đối với khách hàng vay là người cư trú, thay thế Thông tư 29/2013/TT-NHNN. Theo đó, việc cho vay bằng ngoại tệ với các đối tượng được phép vay sẽ được gia hạn thêm một năm nữa. Do đó, chúng tôi tin rằng với sự cho phép của NHNN, tín dụng ngoại tệ sẽ tiếp tục tăng đáng kể trong năm 2015.

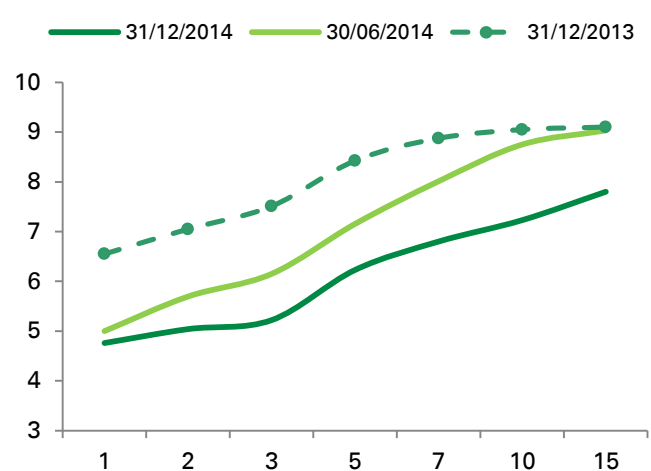
Lợi suất trái phiếu chính phủ

Tăng trở lại từ ngưỡng thấp nhất trong lịch sử

Lãi suất trúng thầu theo kỳ hạn (%)



Lợi suất trái phiếu trên thị trường thứ cấp (%)



Chú ý: Không có phiên đấu thầu của trái phiếu kỳ hạn 2 và 3 năm trong tháng 9 và 10.

Nguồn: HNX, VPBS

Lợi suất trúng thầu trái phiếu trên thị trường sơ cấp giảm liên tục từ đầu năm cho đến tháng 10/2014, trước khi tăng vọt trở lại trong hai tháng cuối năm. Lợi suất trái phiếu 5 năm giảm sâu trong tháng 10, giảm 325 điểm cơ bản so với đầu năm và chạm đáy ở mức thấp kỷ lục trong vòng hai năm qua với mức trung bình 4,98%/năm. Chỉ riêng lợi suất trái phiếu 10 và 15 năm gần như đi ngang trong nửa đầu năm, trước khi giảm sâu trong tháng 10, lần lượt đạt mức trung bình 6,28%/năm và 7,02%/năm. Tuy vậy lợi suất trong hai tháng cuối năm tại tất cả các kỳ hạn đã tăng vọt, đặc biệt là lợi suất trái phiếu 5 năm tháng 12 đã tăng 114 điểm cơ bản so với hai tháng trước, trung bình mỗi tuần tăng hơn 14 điểm cơ bản, đạt mức lợi suất trung bình tháng 12 là 6,11%/năm.

Một trong những nguyên nhân chính khiến lợi suất đã liên tục giảm trong mười tháng đầu năm là chỉ số kinh tế vĩ mô đã được cải thiện rõ rệt trong năm qua, các nhà xếp hạng tín nhiệm Moody's và Fitch do đó đã phải lần lượt nâng mức hạng tín nhiệm quốc gia của Việt Nam. Fitch đã nâng hạng tín nhiệm của Việt Nam thêm 1 bậc thành BB- từ mức B+ vào tháng 11, khiến lợi suất trái phiếu ghi nhận tuần sụt giảm nhiều nhất trong khoảng thời gian này.

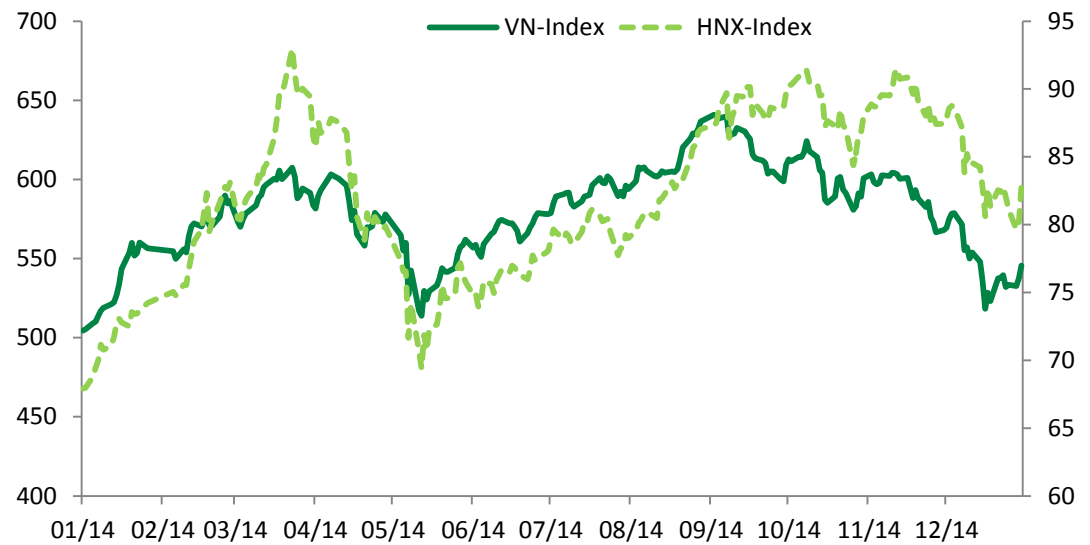
Tuy nhiên, do ảnh hưởng của Thông tư 36, nguồn cung trái phiếu tăng mạnh trên thị trường và việc giá dầu lao dốc tạo áp lực lên nguồn thu ngân sách nhà nước đã tác động mạnh mẽ tới thị trường trái phiếu hai tháng cuối năm. Việc Thông tư 36 bổ sung quy định tỷ lệ tối đa so với nguồn vốn ngắn hạn để sử dụng mua trái phiếu Chính phủ có thể khiến một số ngân hàng phải bán ra trái phiếu. Bên cạnh đó, theo kế hoạch phát hành được điều chỉnh lần 3 trong tháng 11 năm 2014, khối lượng phát hành tăng thêm 30 nghìn tỷ đồng, chủ yếu tại các kỳ hạn trung và dài hạn để tranh thủ mức lợi suất thấp kỷ lục. Điều này đã gây áp lực tới lợi suất trái phiếu hai tháng cuối năm tăng mạnh để thu hút các nhà đầu tư.

Triển vọng: Theo Nghị quyết 78/2014/QH13 về chi tiêu ngân sách năm 2015, kể từ năm 2015, Kho bạc nhà nước sẽ chỉ phát hành trái phiếu kỳ hạn 5 năm trở lên, sẽ không thực hiện các khoản vay ngắn hạn để bù đắp bội chi ngân sách, giảm đáo hạn các khoản vay. Như vậy, các ngân hàng, lực lượng mua chính trên thị trường trái phiếu sẽ dịch chuyển từ kỳ hạn 2 năm sang 5 năm. Thêm vào đó, lạm phát 5% trong năm tới sẽ khiến lợi suất tăng so với thời điểm kết thúc năm 2014.

Chúng tôi kỳ vọng lợi suất trái phiếu 5 năm sẽ đạt 6,3 đến 6,6% hết Quý 1.

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Diễn biến thị trường Quý 4/2014



Nguồn: Bloomberg, VPBS

Thị trường Quý 4/2014

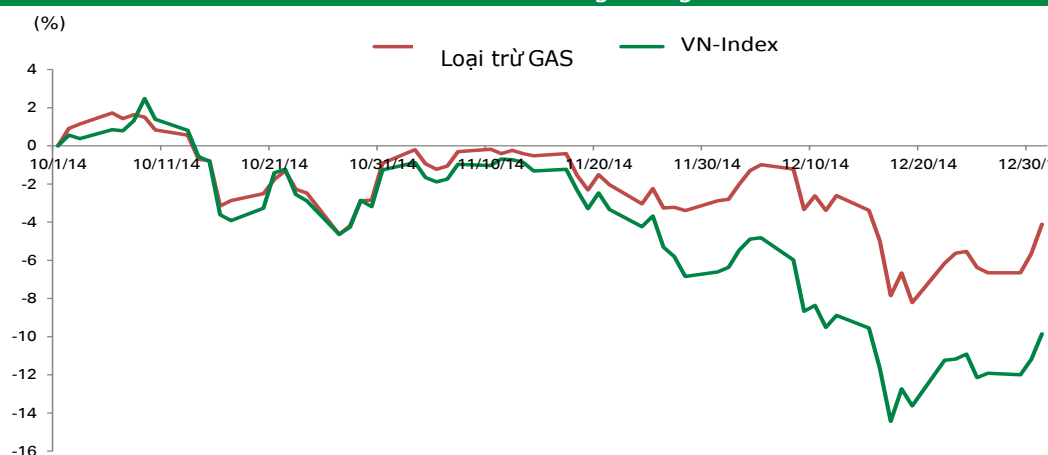
Trong báo cáo quý trước, chúng tôi dự báo rằng chỉ số VN-Index sẽ đóng cửa ở mức 600 – 620 điểm. Nhưng thực tế cho thấy nhận định của chúng tôi đã không chính xác. Tuy nhiên, chúng tôi không cảm thấy quá buồn do Quý 4/2014 đã có rất nhiều sự kiện bất ngờ, đẩy thị trường xuống mức mà không chuyên gia nào dự báo được.

Trong Quý 4, chỉ số VN-Index đã giảm 16% từ mức đỉnh, mất hầu hết thành quả của cả năm. Sau đó, thị trường hồi phục nhẹ trong 2 tuần cuối và đóng cửa ở mức 545,63 ngày 31/12. Vì thế, nhà đầu tư có lẽ không cảm thấy quá hứng thú khi thị trường kết thúc năm với mức tăng chỉ khoảng 8%. Chỉ số HNX khá hơn, giảm 8% trong Quý 4 nhưng tăng gần 24% trong cả năm.

Trong những ngày đầu quý, Cục dự trữ liên bang Mỹ (Fed) đã ngừng gói mua trái phiếu QE3. Chúng tôi quan ngại rằng dòng vốn ngoại sẽ thoát ra khỏi thị trường tuy nhiên thông tin này dường như không có nhiều ảnh hưởng. Đầu tiên, việc ngừng gói mua trái phiếu đã được dự báo trước. Hơn nữa, mặc dù Fed chấm dứt gói QE3 này, Mỹ vẫn dè dặt trong việc tăng lãi suất, vì vậy các nhà đầu tư tổ chức vẫn chưa chuyển dịch vốn trở về Mỹ. Bên cạnh đó, Liên minh Châu Âu và Nhật Bản cũng đã bắt đầu chương trình kích thích kinh tế riêng của họ, bù đắp phần nào ảnh hưởng từ những động thái của Mỹ.

Ngoài ra, còn 2 yếu tố khác nữa đã đề cập ở phía trên khiến thị trường sụt giảm sâu trong Quý 4, mà không ai, bao gồm cả chúng tôi có thể ngờ đến. Thứ nhất đó là Thông tư 36. Thông tư này thậm chí đã ảnh hưởng tiêu cực đến tâm lý thị trường từ trước khi nó được công bố chính thức do quy định trong thông tư khiến thanh khoản thị trường sẽ giảm mạnh.

Diễn biến chỉ số VN-Index và VN-Index không bao gồm GAS



Nguồn: Bloomberg, VPBS

Giá dầu thô giảm sâu xuống dưới 60 USD/thùng là yếu tố thứ hai kéo giá cổ phiếu giảm. Giá dầu giảm đã nhanh chóng ảnh hưởng tới ngành dầu khí, đặc biệt là các doanh nghiệp vận chuyển và lưu trữ và doanh nghiệp thăm dò khai thác dầu khí. Giá cổ phiếu, vì vậy đã giảm sâu cùng với sự sụt giảm của GAS và PGS. Sự mất điểm đáng kể này đã ảnh hưởng lớn tới tâm lý của nhà đầu tư và tạo ra những quan ngại về tăng thâm hụt ngân sách nhà nước do nguồn thu từ việc bán dầu thô giảm. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy rằng nếu không tính GAS, chỉ số VN-Index sẽ giảm với mức nhẹ hơn rất nhiều, chỉ 4,1%.

Thông tin tích cực trong Quý 4 vừa qua đến từ khu vực bất động sản. Cuối tháng 11, Quốc hội đã thông qua sửa đổi Luật Nhà Ở, cho phép người nước ngoài được sở hữu nhà mà không bị hạn chế về số lượng loại nhà ở. Quy định này là một trong những lý do khiến ngành bất động sản là một trong bốn ngành được đề cập trong phần sau đây của báo cáo này.

Tuy vậy, không có những thông tin tốt tương tự như vậy đối với vấn đề nâng mức sở hữu chứng khoán của nhà đầu tư nước ngoài. Trong Quý 4, chủ tịch Ủy ban Chứng khoán nhà nước đã nói với Bloomberg về việc sẽ hoãn đề trình bản dự thảo tăng giới hạn sở hữu cổ phiếu của khối ngoại cho tới ít nhất là tháng 10 năm sau. Kế hoạch nới giới hạn sở hữu nước ngoài từ 49% lên tới 60% cho một số ngành nghề là một trong những yếu tố chính thúc đẩy thị trường chứng khoán năm ngoái và đầu năm nay. Sự trì hoãn kéo dài này có vẻ đã khiến các nhà đầu tư thất vọng, nhưng dường như không ảnh hưởng tới diễn biến của thị trường vì vấn đề này đã không còn được đề cập tới nhiều trong một thời gian khá dài. Các nhà đầu tư nước ngoài đã bán ròng mạnh mẽ trong thời gian qua nhưng có thể vì những yếu tố khác, và các chỉ số thực ra đã tăng nhẹ.

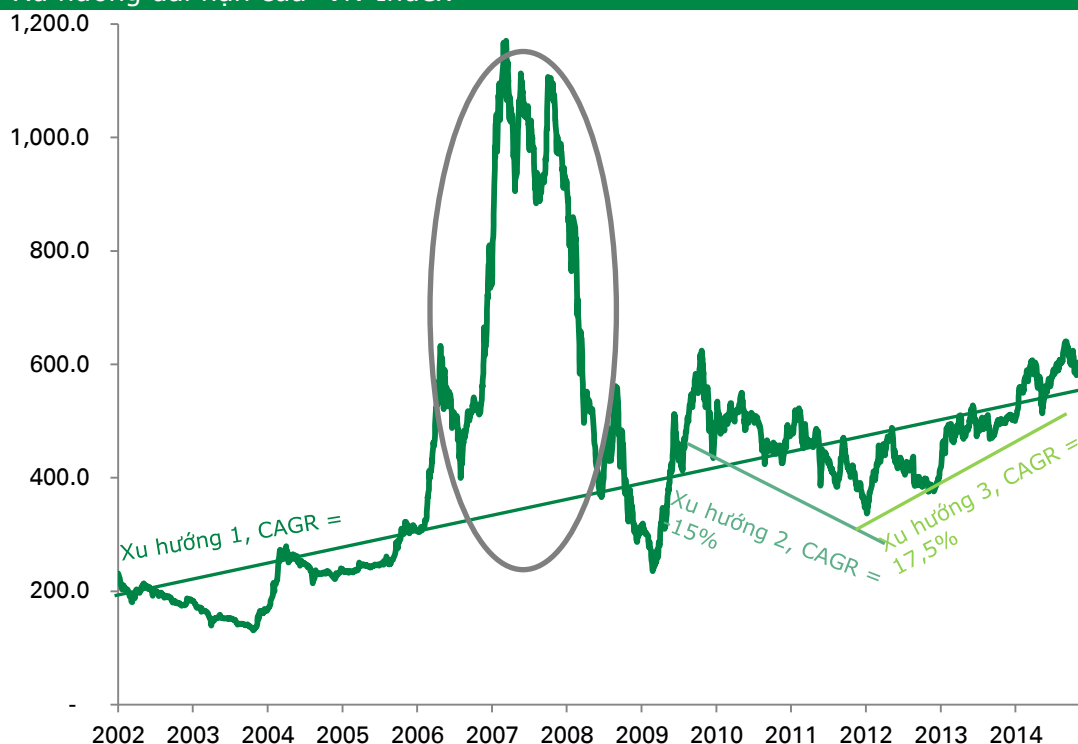
Ngành	Thị phần	P/B (31/12)	P/E (TTM @ 31/12)	% Thay đổi (12T @ 31/12)	% Thay đổi (90N @ 31/12)	% TT lợi nhuận (12T @ 31/12)
Tiêu dùng	235.373	19,2	2,89	3,9	(3,9)	-24,7%
Năng lượng	179.820	11,0	3,03	14,1	(31,3)	-5,9%
Tài chính	388.842	13,0	1,47	9,6	(0,1)	-31,4%
Y tế	14.968	13,0	2,14	14,4	3,6	-25,7%
Công nghiệp	76.902	11,9	1,11	27,5	(2,0)	1,1%
Vật liệu	67.056	10,8	1,34	19,2	(2,4)	-8,8%
Công nghệ	31.378	10,1	2,72	67,6	(1,3)	-17,0%
DV Tiện ích	19.673	10,6	1,39	24,8	7,5	-44,8%

Nguồn: Bloomberg, VPBS

Ngoài cổ phiếu ngành năng lượng, cổ phiếu các ngành khác cũng ghi nhận sự sụt giảm nhẹ, riêng nhóm dịch vụ tiện ích lại tăng. Cổ phiếu ngành công nghệ đã tăng giá tốt nhất trong năm qua, nhưng ngành công nghiệp cũng ghi nhận những thành quả vững chắc từ tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ.

Triển vọng trong năm 2015

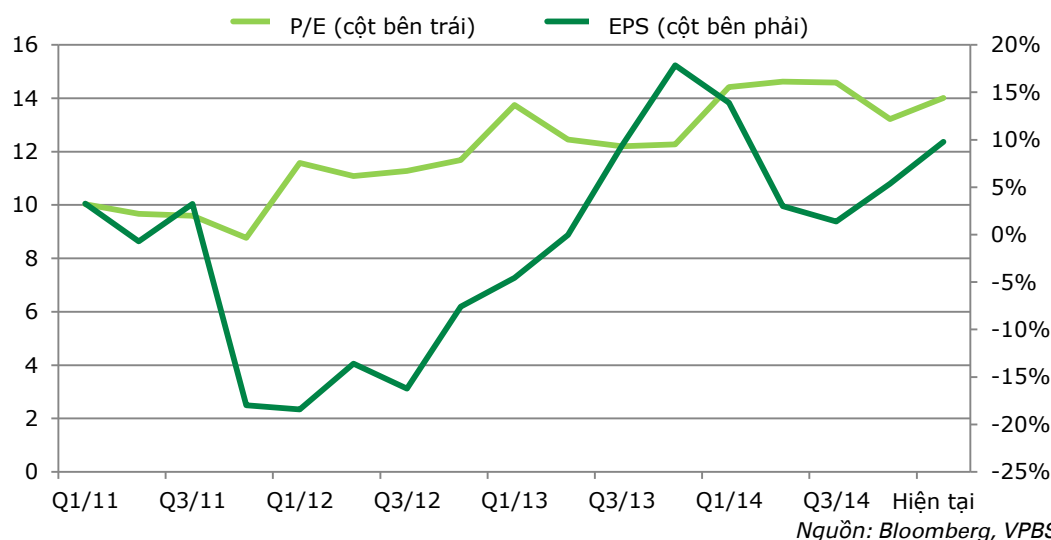
Xu hướng dài hạn của VN-Index



Nguồn: Bloomberg, VPBS

Đầu tiên chúng tôi nhận thấy sự sụt giảm trong Quý 4 đã kéo chỉ số VN-Index xuống dưới đường xu hướng dài hạn. Câu hỏi đặt ra sau đó là giá dầu thô giảm và Thông tư 36 sẽ là những yếu tố chính ảnh hưởng lâu dài tới thị trường chứng khoán Việt Nam, hay thị trường đã phản ứng quá mạnh. Quan điểm của chúng tôi cho rằng phần lớn thị trường đang phản ứng như vậy. Thông tư 36 sẽ ảnh hưởng đến thanh khoản nhưng cũng sẽ hỗ trợ nâng cao chất lượng bảng cân đối kế toán của các ngân hàng. Những ảnh hưởng tiêu cực đã được phản ánh vào việc giá cổ phiếu giảm, trong khi những ảnh hưởng tích cực lại không. Trong khi đó, giá dầu thô giảm mạnh có thể ảnh hưởng tới một số công ty trong thời gian dài, nhưng một số khác lại được hưởng lợi. Và chúng tôi không nghĩ rằng đây sẽ là xu hướng trong dài hạn trên toàn bộ thị trường. Trên thực tế, khi chúng tôi thực hiện báo cáo này, GAS đang phục hồi nhờ việc thu mua cổ phiếu quỹ. Điều đó càng củng cố niềm tin thị trường sẽ phục hồi trở lại đường xu hướng dài hạn.

Hệ số P/E và EPS của VN-Index



Chúng tôi giữ vững quan điểm rằng giá cổ phiếu chịu ảnh hưởng lớn từ lãi suất – lợi suất trái phiếu chính phủ, lãi suất huy động và lãi suất cho vay. Các nguồn thu nhập cố định là những khoản đầu tư thay thế cho cổ phiếu. Vì vậy nếu lãi suất giảm, dòng tiền sẽ chảy vào thị trường chứng khoán. Như chúng tôi đề cập ở trên, lãi suất huy động đã giảm đáng kể trong năm 2014 và sẽ tiếp tục giảm. Điều này sẽ thúc đẩy thị trường chứng khoán.

Lãi suất trái phiếu chính phủ có mối tương quan trực tiếp nhiều với hệ số P/E hơn là với giá cổ phiếu. Quan hệ này khá hợp lý do những yếu tố kinh tế vĩ mô khiến lãi suất trái phiếu thấp cũng tác động tích cực đến thị trường chứng khoán trong dài hạn. Ví dụ như lạm phát thấp, tăng trưởng bền vững với dự trữ ngoại hối dồi dào, thâm hụt ngân sách thấp v.v. Chúng tôi nhận thấy mối tương quan ngược chiều này trong suốt bốn năm vừa qua và xu hướng này càng rõ nét hơn trong Quý 4/2014. Khi lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm tăng lên 6%, hệ số P/E của chỉ số VN-Index giảm từ đỉnh điểm 16,3 lần trong ngày 28/8 xuống còn 13,2 lần tại thời điểm cuối năm. Trong khi chúng tôi kỳ vọng lạm phát vẫn ở mức thấp, ít nhất trong nửa đầu năm 2015, chúng tôi thấy không có lý do nào để lãi suất trái phiếu giảm xuống mức thấp kỷ lục trong năm 2014. Trên thực tế, chúng tôi dự đoán ở trên rằng lãi suất trái phiếu chính phủ 5 năm sẽ khoảng 6,3 - 6,6% cuối quý đầu tiên. Theo đó, hệ số P/E có thể vẫn duy trì ở khoảng từ 14 lần đến 15 lần.

Điều này liên quan đến ý định của Chính phủ về việc dừng phát hành trái phiếu có kỳ hạn dưới 5 năm. Nếu đúng như kế hoạch đó, các ngân hàng sẽ đổ xô vào trái phiếu kỳ hạn này khiến lãi suất tăng lên. Nhưng chúng tôi cho rằng khả năng cao hơn là các ngân hàng sẽ dịch chuyển hướng đầu tư sang cho vay và đây sẽ là thông tin tích cực.

Lãi suất cho vay tại ngân hàng sẽ giúp cải thiện tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp. Chúng tôi đã nhận thấy một vài doanh nghiệp ghi nhận mức tăng trưởng tốt chỉ do chi phí lãi vay thấp trong suốt năm 2014. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này tiếp tục trong năm 2015. Bên cạnh đó, tăng trưởng tín dụng sẽ cao hơn trong năm 2015 do lãi suất thấp hỗ trợ nhiều dự án có tính khả thi hơn. Hi vọng rằng nhiều khoản vay cho đầu tư sẽ đóng góp vào tăng trưởng lợi nhuận. Tăng trưởng lợi nhuận được cải thiện lên gần 10% trong Quý 4, dựa vào những diễn biến trong quý và chúng tôi nghĩ nó còn tăng mạnh trong năm tới. Chắc chắn rằng, tăng trưởng lợi nhuận sẽ có thể sẽ không đồng đều giữa các ngành giống như năm 2014. Vì vậy, các nhà đầu tư nên cân nhắc xem xét tăng trưởng thực chất đến từ đâu.

Tóm lại, hệ số P/E tăng từ 5% lên 10% (13,9 lần lên 14,5 lần) đi kèm với sự gia tăng 15% trong lợi nhuận sẽ mang đến sự gia tăng 26,5% đối với VN-Index, đẩy chỉ số lên ngưỡng 680 điểm vào cuối năm 2015. Lẽ dĩ nhiên, rất nhiều điều có thể xảy đến trong năm, tuy nhiên xét tại thời điểm hiện tại điều này là có thể.

Chúng tôi lưu ý rằng trong lịch sử, thị trường chứng khoán Việt Nam thường tăng điểm mạnh nhất trong Quý 1. Ngày 24/3/2014, chỉ số VN-Index đạt ngưỡng 608, không cách xa nhiều so với đỉnh 640 điểm trong tháng 8. Sàn HNX thực sự đã vượt lên vùng đỉnh tại 93 điểm trong cùng ngày. Thị trường ghi nhận xu hướng tương tự trong năm 2014 và các năm khác. Chính vì thế chúng tôi không loại trừ các khả năng vượt qua ngưỡng 650 điểm trong Quý 1, trong khi các quý tiếp theo thị trường có thể có những biến đổi khó đoán.

Đã có nhiều phân tích nhận định khi Hiệp định Đối tác xuyên Thái Bình Dương (TPP) được ký, chỉ số VN-Index có thể "bắn" lên ngưỡng 900 điểm. Chúng tôi không quá lạc quan với quan điểm đó. Nhưng chúng tôi sẽ theo dõi thị trường một cách sát sao. Nếu đàm phán có thể hoàn thành và Quốc Hội Mỹ ủng hộ Tổng thống Obama về hiệp định này (đây đều là hai giả thiết khó thành hiện thực), chúng tôi sẽ xem xét lại dự báo.

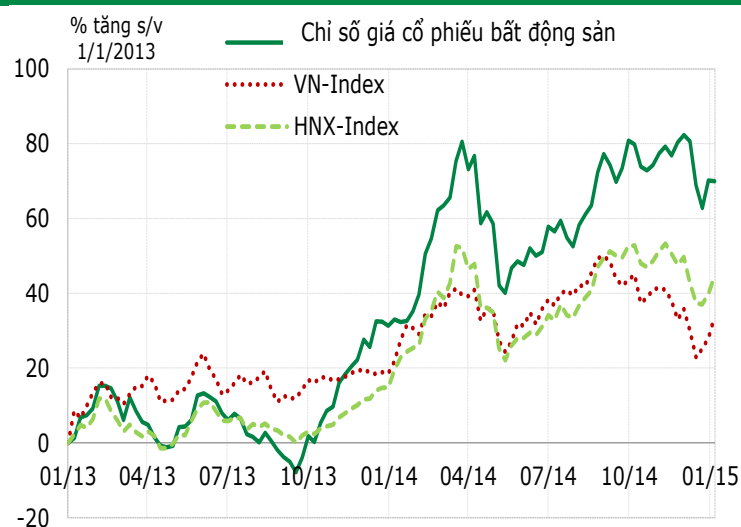
DIỄN BIẾN THEO NGÀNH LỰA CHỌN

Trong khi chúng tôi khá lạc quan về giá cổ phiếu trong năm 2015, sẽ vẫn có một vài sự khác biệt. Các doanh nghiệp sẽ cần chứng minh tăng trưởng lợi nhuận, hoặc ít nhất là tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ, để nhà đầu tư nhìn thấy xu hướng tăng giá cổ phiếu. Với mục đích đó, chúng tôi trình bày những ngành được lựa chọn như sau.

Ngành bất động sản

Nhóm cổ phiếu bất động sản tăng trưởng vượt trội so với thị trường trong năm 2014, tăng 37% so với mức tăng 8% của chỉ số VN-Index và 22% của HNX-Index. Tốc độ tăng trưởng doanh thu và lãi ròng 9T2014 của 20 công ty bất động sản đang niêm yết có vốn hóa lớn nhất lần lượt đạt mức trung vị là 29% và 18%.

Chỉ số giá cổ phiếu bất động sản



10 công ty bất động sản đang niêm yết có vốn hóa lớn nhất

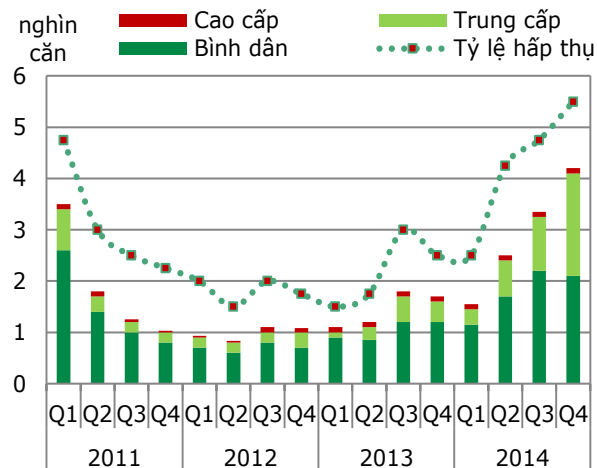
Mã cp	Vốn hóa	Lãi ròng 9T2014			Nợ vay/ VCSH	Chỉ số P/E trượt	Chỉ số P/B trượt
	tỷ đồng	tỷ đồng	% tăng trưởng	% kế hoạch			
VIC	68.510	2.824	-52%	63%	172%	18,7	3,72
KBC	6.197	165	NM	103%	68%	16,9	1,19
ITA	5.751	97	618%	116%	22%	33,6	0,73
IJC	3.729	51	16%	16%	52%	22,1	1,29
FLC	3.338	240	421%	91%	23%	11,4	0,88
SJS	2.506	28	-19%	28%	129%	39,4	1,54
DIG	2.342	22	-13%	24%	63%	45,7	0,98
PDR	2.187	8	483%	21%	191%	NM	1,52
HDG	2.183	61	6%	36%	2%	17,3	2,81
NLG	2.142	(17)	NM	NM	42%	52,6	1,27

Dữ liệu tại ngày 13/1/2015. Nguồn: Bloomberg, Báo cáo tài chính công ty

Năm 2014 – Người mua nhà đang quay trở lại thị trường

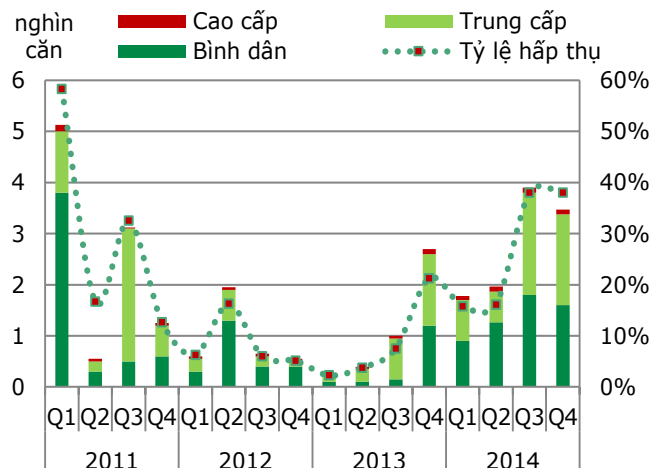
Theo thống kê sơ bộ của Savills, trong năm 2014, số căn hộ bán được tại TP.HCM đạt khoảng 11.600 căn, tăng 100% so với năm trước; trong đó chủ yếu là những căn hộ thuộc phân khúc bình dân và trung cấp, lần lượt chiếm 62% và 35% số căn hộ bán được trong năm. Tại Hà Nội, số căn hộ bán được ước đạt 11.120 căn, tăng 150% so với năm trước. Tỷ lệ hấp thụ tại TP.HCM tăng cao nhất trong Quý 4/2014 và đạt 22%; và tại Hà Nội giữ mức cao là 38% trong hai quý gần đây. Những căn hộ diện tích vừa và nhỏ có giá bán hợp lý, chất lượng và tiến độ xây dựng tốt và chủ đầu tư uy tín là phân khúc có tính thanh khoản tốt nhất.

Số lượng căn hộ bán được và tỷ lệ hấp thụ theo phân khúc tại TP.HCM



Nguồn: Savills Research Q1/2011 – Q4/2014

Số lượng căn hộ bán được và tỷ lệ hấp thụ theo phân khúc tại Hà Nội



Nguồn: Savills Research Q1/2011 – Q4/2014

Nhà đầu tư nước ngoài cũng đang quay trở lại với thị trường bất động sản Việt Nam. Theo thống kê của Cục Đầu tư Nước ngoài, trong năm 2014, lĩnh vực bất động sản đứng thứ hai và chiếm 12,6% tổng vốn FDI đăng ký, với 35 dự án được chấp thuận và số vốn đăng ký là 2,5 tỷ USD, tăng 167% so với năm trước.

Những tín hiệu tích cực kể trên cho thấy nhà đầu tư trong và nước ngoài đang quan tâm trở lại đối với kênh đầu tư bất động sản. Tuy nhiên, nhìn tổng thể cả thị trường bất động sản thì vẫn còn nhiều khó khăn. Theo thống kê của Hiệp hội Bất động sản TP.HCM (HoREA), đến hết năm 2014, TP.HCM có khoảng 1.400 dự án phát triển nhà ở thì mới có 426 dự án đã hoàn thành; trong khi 689 dự án ngừng triển khai đầu tư và 85 dự án bị thu hồi hoặc hủy bỏ chủ trương đầu tư. Ngoài ra, tiến độ giải ngân gói tín dụng ưu đãi 30.000 tỷ đồng vẫn còn chậm.

Năm 2015 – Tác động tích cực từ các chính sách mới

Chính phủ ban hành ba chính sách mới trong vòng hai tháng cuối năm 2014, bao gồm Luật Nhà ở (sửa đổi), Luật Kinh doanh bất động sản (sửa đổi) có hiệu lực từ 1/7/2015, và Thông tư 36 có hiệu lực từ 1/2/2015. Chúng tôi cho rằng ba chính sách này sẽ có tác động tích cực đến thị trường bất động sản và giúp gia tăng tính thanh khoản của thị trường, tính chuyên nghiệp của chủ đầu tư, cân đối nguồn cung cầu; từ đó thị trường sẽ phát triển ổn định hơn trong những năm tới.

- **Luật Nhà ở:** Chúng tôi nhận thấy không còn sự hạn chế nào đối với quyền sở hữu nhà của đối tượng người Việt Nam định cư ở nước ngoài. Tuy nhiên, vẫn còn một số hạn chế đối với người nước ngoài được phép nhập cảnh vào Việt Nam cũng như doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài, bao gồm: (1) tổng số lượng sở hữu không quá 30% số căn hộ trong một tòa chung cư hoặc không quá 250 nhà trong một phường, và (2) thời hạn sở hữu không quá 50 năm.

Chúng tôi cũng kỳ vọng ngành bất động sản sẽ thu hút được lượng kiều hối

nhiều hơn khi mà kênh gửi tiết kiệm kém hấp dẫn do lãi suất tiền gửi bằng USD ổn định ở mức thấp và được kiểm soát tốt bởi NHNN trong hai năm qua. Trong năm 2014, lượng kiều hối đổ về trên địa bàn TP.HCM chủ yếu chảy vào ngành sản xuất kinh doanh với 71,4% (năm 2013 là 70,2%), theo sau là bất động sản với 22,1% (năm 2013 là 20%).

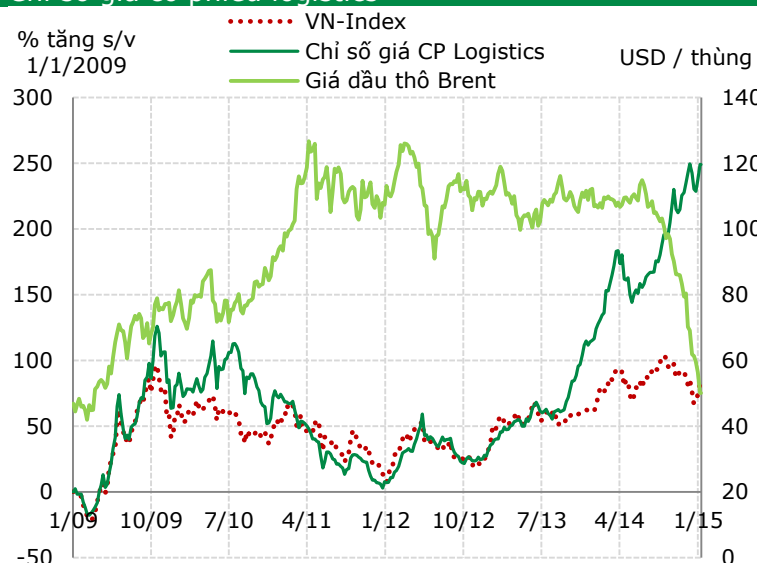
- **Luật Kinh doanh bất động sản:** Luật mới đã đưa ra nhiều quy định nhằm bảo vệ quyền lợi của người mua nhà và giúp thị trường phát triển chuyên nghiệp hơn trong thời gian tới. Trong đó, đáng chú ý là quy định chủ đầu tư phải được tổ chức tín dụng bảo lãnh khi muốn kinh doanh nhà ở hình thành trong tương lai. Chủ đầu tư chỉ được thu tiền ứng trước của khách hàng khi đã xây dựng xong móng, hoàn thành giấy phép xây dựng và hạ tầng kỹ thuật xung quang dự án. Chủ đầu tư không được thu quá 30% giá trị hợp đồng trong lần thu tiền đầu tiên, và không quá 70% (hoặc không quá 50% nếu chủ đầu tư là doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài) khi chưa bàn giao nhà.
- **Thông tư 36:** NHNN đã phát đi thông điệp mở rộng tăng trưởng tín dụng cho lĩnh vực bất động sản. Theo đó, NHNN nới lỏng hai quy định quan trọng trong Thông tư 13/TT-NHNN, cho phép các ngân hàng giảm hệ số rủi ro từ 250% xuống 150% đối với khoản cho vay đầu tư bất động sản, và tăng gấp đôi tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn, từ 30% lên 60%. Chúng tôi cho rằng việc điều chỉnh này sẽ giúp các ngân hàng có thêm nguồn vốn để giải ngân cho vay lĩnh vực bất động sản, trong khi vẫn giữ được hệ số an toàn vốn tối thiểu (CAR) ở mức 9%.

Hiện nay, mặt bằng lãi suất tiền gửi ngân hàng 6%/năm là mức thấp nhất kể từ năm 2005, nên bất động sản đang được xem là kênh đầu tư hấp dẫn khi tỷ suất lợi nhuận cho thuê của thị trường căn hộ duy trì ổn định ở mức 4% đến 6%/năm theo khảo sát của Savills. Chúng tôi kỳ vọng lạm phát thấp giúp giảm lãi suất trong năm 2015 sẽ góp phần tiếp tục thúc đẩy thị trường bất động sản.

Ngành logistics

Trong năm 2014, các nhà đầu tư vào cổ phiếu ngành logistics đã ghi nhận khoản lời 56%, cao hơn mức sinh lợi của chỉ số VN-Index (8%) và HN-Index (22%). Kết quả kinh doanh 9T2014 của các công ty logistics niêm yết cho thấy mức trung vị của tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 9% và 25%.

Chỉ số giá cổ phiếu logistics



Một số các công ty logistics lớn

Mã cp	Vốn hoá (tỷ đồng)	Biến động giá trong 3 tháng	Chỉ số P/E trượt	Chỉ số P/B trượt	Chỉ số ROE hiện tại	Tăng trưởng lãi ròng 9T2014
Nhóm khai thác cảng						
VSC	1.753	-13%	7,3	1,7	27%	0,5%
DVP	1.880	4%	8,8	2,3	29%	11,5%
CLL	768	-14%	10,1	2,1	21%	-9,8%
Nhóm vận tải biển đầu khí						
PVT	3.505	-24%	12,1	1,1	9%	35,5%
VIP	851	-1%	23,0	0,9	4%	-82,2%
VTO	686	9%	11,5	0,6	6%	71,6%
Nhóm vận tải hàng rời và container						
GMD	3.496	-12%	5,9	0,7	13%	221,5%
TMS	1.246	20%	10,6	1,8	18%	29,5%
VOS	882	5%	n/m	0,7	n/m	n/m
Nhóm dịch vụ						
SFI	279	-5%	5,3	1,0	20%	91,1%
VNL	237	5%	7,6	1,4	19%	18,9%
VNT	263	24%	9,3	2,3	26%	5,9%

Dữ liệu tại ngày 13/1/2014. Nguồn: Bloomberg, báo cáo tài chính các công ty

Cơ hội năm 2015 đến từ tăng trưởng thương mại và sự sụt giảm giá dầu

Chúng tôi kỳ vọng các công ty nhóm ngành logistics sẽ hưởng lợi từ điều kiện kinh tế trong năm 2015:

- **Tăng trưởng xuất nhập khẩu:** Hoạt động xuất khẩu, đặc biệt là đến thị trường Mỹ, sẽ tiếp tục tăng mạnh trong năm 2015. Các hiệp định thương mại tự do, như Hiệp định Đối tác Xuyên Thái Bình Dương (TPP), hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Hàn Quốc, hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Châu Âu và cộng đồng kinh tế ASEAN, sẽ thúc đẩy hoạt động xuất khẩu hàng dệt may và những ngành công nghiệp khác của Việt Nam. Tất cả những nhân tố này sẽ thúc đẩy sự tăng trưởng nhu cầu cho ngành logistics.
- **Chi phí nhiên liệu:** Chi phí nhiên liệu đóng vai trò chủ đạo trong chi phí đầu vào của các công ty logistics. Do vậy, các công ty được hưởng lợi khá lớn nhờ vào xu hướng giá dầu giảm mạnh trong thời gian gần đây, ngoại trừ các công ty cảng do hầu hết đã chuyển sang sử dụng các thiết bị điện.
- **Chất lượng cơ sở hạ tầng:** Chính phủ đã và đang cấu trúc và nâng cấp hệ thống cơ sở hạ tầng lên một cấp độ mới, kéo theo chất lượng cơ sở hạ tầng được cải thiện và rút ngắn thời gian vận chuyển. Nhờ đó, chất lượng dịch vụ logistics cũng được nâng cao.

Trong năm 2015, nhờ vào tốc độ tăng trưởng GDP và các hoạt động xuất nhập khẩu, chúng tôi tin rằng các công ty nhóm cảng sẽ được hưởng lợi nhiều nhất do hầu hết 90% hàng hoá xuất nhập khẩu của Việt Nam đều thông qua hệ thống cảng. Trong đó, các cảng ở khu vực Hải Phòng và TP.HCM sẽ ghi nhận tốc độ tăng trưởng nhanh hơn vì các vùng này là cửa ngõ giao thương của Việt Nam với quốc tế.

Chúng tôi tin rằng giá cước của các công ty logistics sẽ không giảm nhanh hơn độ sụt giảm sâu của chi phí nhiên liệu trong năm 2015. Theo như Tổng cục Thống kê (GSO), chỉ số giá cước vận tải năm 2014 tăng 3,1% trong khi giá dầu, phần chi phí đầu vào lớn nhất, đã giảm hơn 25% (đối với xăng A92 và dầu diesel DO 0,25S). Vì vậy, trong một mức độ nào đó, việc giá dầu giảm sẽ là quan điểm hỗ trợ đầu tư cho những cổ phiếu này. Tuy nhiên, biến động của giá dầu có những ảnh hưởng khác nhau đối với từng phân khúc cụ thể của ngành logistics:

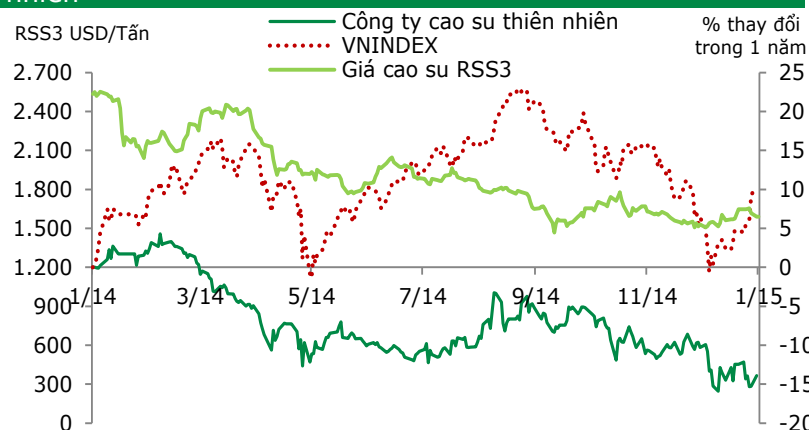
- **Khai thác cảng:** Tác động rất ít do hầu hết các cảng đều sử dụng thiết bị chạy điện thay vì chạy dầu.
- **Vận tải biển dầu khí:** Trên phương diện cung và cầu, việc giá dầu giảm sẽ đẩy mạnh nhu cầu vận chuyển dầu khí, dẫn đến doanh thu tăng trong những tháng cuối năm 2014 và tiếp tục trong năm 2015.
- **Vận tải hàng rời và container:** Đây là nhóm được hưởng lợi nhiều nhất do chi phí nhiên liệu thường chiếm tỷ trọng cao trong tổng chi phí. Việc giá dầu giảm sẽ giúp tăng biên lãi gộp và đem lại lợi nhuận cho các công ty đang thua lỗ như Vosco (VOS), Vinaship (VNA).
- **Ngành hàng không:** Nhờ giá nhiên liệu máy bay giảm xuống dưới mức 100 USD/thùng, Vietnam Airlines và hầu hết các hãng hàng không Đông Nam Á sẽ ghi nhận nhiều lợi nhuận hơn trong năm 2014 và năm 2015.

Ngành cao su tự nhiên

Trong năm 2014, chỉ số giá cổ phiếu các công ty cao su thiên nhiên đang niêm yết giảm 21% phần lớn do xu hướng giảm của giá cao su, trong khi chỉ số VN-Index tăng 8% và HN-Index tăng 22%.

Diễn biến giá cao su và chỉ số cổ phiếu ngành cao su tự nhiên

Công ty cao su thiên nhiên niêm yết



Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá thay đổi 1 năm	LTM P/E	LTM P/B
PHR	2.001,5	-13,3%	5,7	0,9
DPR	1.564,9	-11,0%	5,8	0,7
TRC	830,1	-29,3%	4,7	0,6
HRC	742,2	-6,1%	13,9	1,5
TNC	227,2	-7,8%	15,3	0,8
Trung bình		-13,6%	9,1	0,9

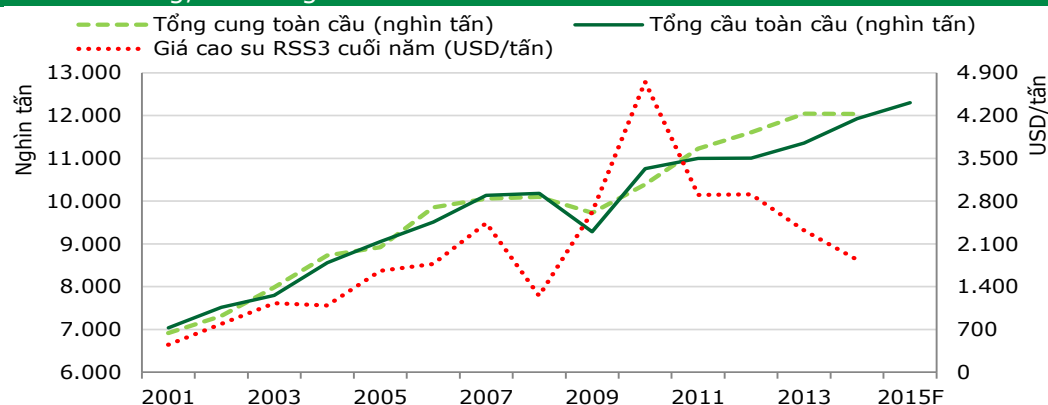
Dữ liệu ngày 13/1/2015. Nguồn: Bloomberg, Báo cáo tài chính của công ty

Nhiều công ty cao su có kết quả kinh doanh tốt trong nửa đầu năm 2014, nhưng phải bán cao su với mức giá bằng giá thành sản xuất trong nửa cuối của năm 2014. Nếu giá bán cao su không phục, lợi nhuận của những công ty này sẽ giảm mạnh trong năm 2015. Hiện tại, một vài công ty cao su đã triển khai áp dụng nhiều biện pháp để giảm giá thành sản xuất như: cắt giảm lao động, giảm lương, giảm lượng phân bón v.v. Tuy nhiên, những biện pháp này chỉ mang tính tạm thời và không phù hợp với sự phát triển lâu dài. Mặc dù vậy, chúng tôi tin tưởng rằng thị trường đã phản ánh giá bán cao su thấp vào giá cổ phiếu, và chúng tôi kỳ vọng ngành cao su thiên nhiên sẽ tích cực hơn từ sự phục hồi của giá bán từ năm 2015.

Giá cao su thiên nhiên ở mức thấp nhất trong vòng năm năm qua và dự báo sẽ hồi phục từ năm 2015

Giá cao su thiên nhiên đã giảm 21% trong năm 2014 và hiện đang ở mức thấp nhất trong vòng năm năm gần đây. Mức giá bán cao trong năm 2010 đã đẩy nguồn cung cao su tăng mạnh sau đó, trong khi nhu cầu cao su đã giảm nhịp tăng do sự chững lại của kinh tế Trung Quốc là quốc gia tiêu thụ cao su lớn nhất thế giới và chiếm khoảng 30%-40% nhu cầu cao su toàn cầu.

So sánh cung, cầu và giá cao su thiên nhiên



Nguồn: Bloomberg, IFSG; giá trị năm 2014 và 2015 được ước tính bởi IFSG

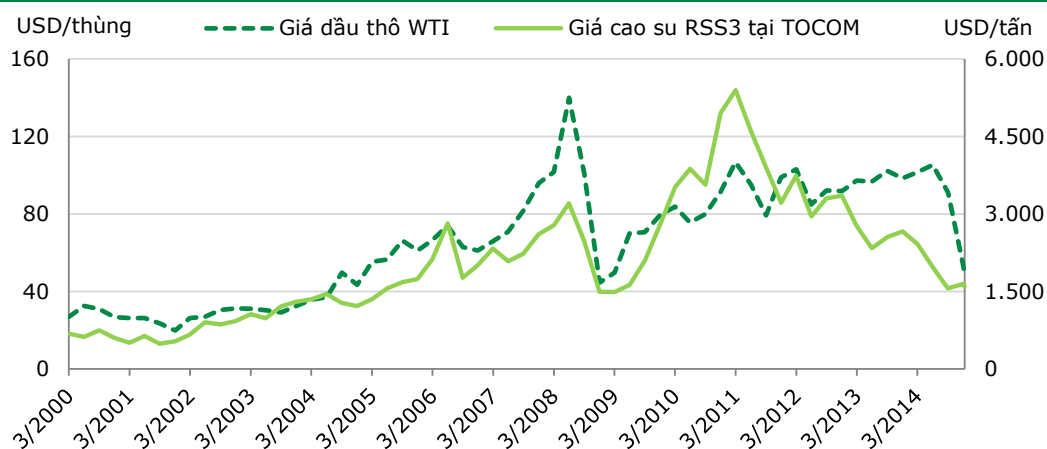
Theo báo cáo của Ngân hàng Thế giới vào tháng 10 năm 2014, giá trung bình cao su RSS3 được dự báo sẽ hồi phục về mức 2.100 USD/tấn trong năm 2015 và sẽ tiếp tục tăng đến năm 2025 với tốc độ CAGR là 2,9%. Trong tình hình giá dầu lao dốc trong những tuần vừa qua, cơ quan thông tin kinh tế Economist Intelligence Unit (EIU) đã cập nhật giá cao su tự nhiên và những ước tính này giảm nhẹ so với giá được dự báo trước đó.

Giá RSS3 trung bình (USD/tấn)	2012A	2013A	2014E	2015F	2016F
World bank (Báo cáo T10/2014)	3.380	2.790	1.980	2.100	2.160
EIU (Báo cáo ngày 16/12/2014)		2.790	2.306	2.706	2.706
EIU (Báo cáo ngày 19/11/2014)		2.790	2.369	2.731	3.379

Nguồn: Ngân hàng Thế giới, EIU

Ba nước Thái Lan, In-đô-nê-xi-a và Ma-lai-xi-a đại diện cho khoảng 70% sản lượng sản xuất cao su thiên nhiên toàn cầu, đã đồng ý cắt giảm xuất khẩu cao su thiên nhiên trong năm 2015 để giảm nguồn cung và hỗ trợ giá bán. Mặc dù vậy, ba nước này sẽ phải đối mặt với sự bất lợi do giá dầu thô ở mức thấp như hiện nay (dầu thô là nguyên liệu để sản xuất cao su nhân tạo – sản phẩm thay thế của cao su tự nhiên). Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng mức giá dầu thấp cũng sẽ thúc đẩy ngành sẫm lốp tăng trưởng và làm tăng nhu cầu tiêu thụ cao su bao gồm cả cao su thiên nhiên.

Mối quan hệ giữa giá cao su thiên nhiên và giá dầu thô



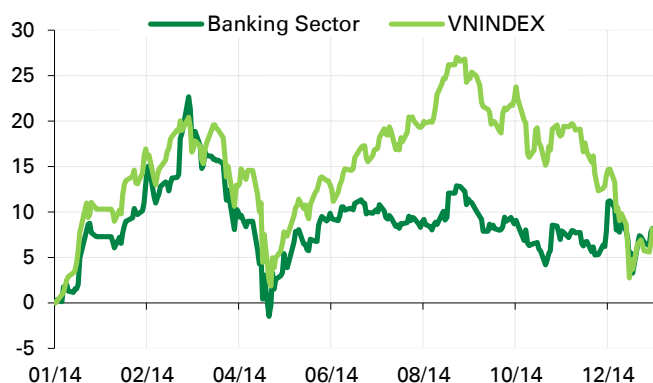
Nguồn: Bloomberg

Ngành ngân hàng

Trong năm 2014, cổ phiếu ngành ngân hàng nhìn chung tăng trưởng thấp nhưng đã bắt kịp với VN-Index trong vài tuần cuối năm với mức tăng trưởng xấp xỉ 8%.

Diễn biến cổ phiếu Ngân hàng năm 2014

Các chỉ tiêu quan trọng của các NH niêm yết trong 9T2014



Mã	Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ) 01/13/2014	Tăng trưởng tín dụng	NIM	NPL	P/E	P/B
VCB	98,07	10,16%	2,45%	2,54%	20,14	2,26
CTG	56,97	6,00%	3,22%	1,75%	11,96	1,04
BID	45,26	5,47%	2,80%	1,93%	10,12	1,42
STB	21,71	12,58%	4,68%	0,98%	8,83	1,33
MBB	16,58	5,30%	3,93%	3,06%	6,87	1,09
EIB	16,35	-3,94%	2,12%	3,36%	31,87	1,11
ACB	14,92	5,57%	2,91%	3,07%	27,34	1,23
SHB	7,89	25,61%	1,87%	3,69%	9,74	0,76

Năm 2014 - Xuất hiện những dấu hiệu tích cực vào thời điểm cuối năm

- Tăng trưởng tín dụng: Mặc dù ngành ngân hàng có một khởi đầu tương đối chậm chạp trong 6T2014, tăng trưởng tín dụng gần đây đã khởi sắc và đạt 12,62% tính đến ngày 22 tháng 12 năm 2014. Với kết quả này, toàn hệ thống đã hoàn thành mục tiêu tăng trưởng tín dụng cả năm là 12%. Trong khi đó, tổng huy động tăng trưởng tương ứng 15,15%. Trong năm 2015, mục tiêu tăng trưởng tín dụng được đề ra là từ 13% đến 15%.
- Nợ xấu đã giảm: Tỷ lệ nợ xấu của hệ thống ngân hàng đã giảm xuống

5,3% vào cuối tháng 11, thấp hơn đáng kể so với tỷ lệ 9,1% được báo cáo từ đầu năm. Các tỷ lệ nợ xấu này đã được tính toán áp dụng phân loại các khoản cho vay của CIC. Trong năm 2014, VAMC đã mua khoảng 83.000 tỷ đồng nợ xấu, đạt kế hoạch đề ra cho năm 2014. Tuy nhiên, VAMC mới chỉ xử lý được 4.000 tỷ đồng nợ xấu, con số này là không đáng kể so với tổng số nợ xấu mà VAMC đã mua.

- Triển vọng ổn định: Nhờ tăng trưởng kinh tế ổn định và giảm căng thẳng thanh khoản, hệ thống ngân hàng Việt Nam đã được Moody's nâng triển vọng lên mức ổn định trong tháng 12 năm 2014.
- Các ngân hàng lớn công bố lợi nhuận cao: Một số ngân hàng lớn đã chính thức công bố kết quả kinh doanh ấn tượng cho năm 2014, bao gồm Agribank, BIDV, và Vietcombank. Một số ngân hàng nhỏ hơn, chẳng hạn như Ngân hàng Tiên Phong, Ngân hàng Nam Á cũng công bố kết quả kinh doanh vượt chỉ tiêu.

Năm 2015 - Tăng trưởng cao hơn, chất lượng tài sản được nâng cao và dự kiến các hoạt động M&A sẽ bùng nổ

- Tăng trưởng GDP năm 2015 dự kiến là 6,2%, cao hơn so với những năm gần đây. Do đó, tín dụng có thể sẽ tăng trưởng mạnh hơn, tương ứng với mức tăng trưởng của GDP.
- Chất lượng tài sản của các ngân hàng đã được cải thiện với giá trị nợ xấu tuyệt đối và tỷ lệ nợ xấu giảm do các ngân hàng đã tích cực trích lập dự phòng. Luật nhà ở sửa đổi cho phép người nước ngoài sở hữu bất động sản ở Việt Nam và Thông tư 53 sửa đổi được chờ đợi lâu nay trao quyền chủ động nhiều hơn cho VAMC sẽ tạo điều kiện thuận lợi hơn cho việc bán nợ xấu. Mặc dù vẫn có những bất ổn liên quan đến chất lượng tài sản của các ngân hàng khi Thông tư 02 và Thông tư 09 hoàn toàn có hiệu lực, nhưng chúng tôi cho rằng những quan ngại này đã được phản ánh vào giá cổ phiếu ngân hàng.
- Với quyết tâm của Chính phủ để đẩy nhanh việc tái cơ cấu hệ thống tổ chức tín dụng, các hoạt động M&A trong lĩnh vực ngân hàng được dự báo sẽ bùng nổ trong những năm tới. Theo công bố của đại diện NHNN vào ngày 12 tháng 01 năm 2014, năm 2015 sẽ có khoảng sáu thương vụ sáp nhập, hợp nhất ngân hàng để loại bỏ các ngân hàng yếu kém, đồng thời tăng cường thể trạng của hệ thống ngân hàng. Theo lộ trình tái cơ cấu các tổ chức tín dụng, số lượng ngân hàng thương mại sẽ được giảm từ trên 30 xuống còn 15-17 NH vào cuối năm 2017. Bên cạnh đó, hai thương vụ đã được phê duyệt năm ngoái nhưng vẫn chưa được thực hiện (Sacombank và Ngân hàng Phương Nam; Maritime Bank và Ngân hàng Phát triển Mê Kông), ngoài ra gần đây trên thị trường còn có tin đồn về bốn thương vụ M&A khác, trong đó có một số thương vụ nhiều khả năng là sẽ xảy ra hơn những tin đồn khác: (1) Vietcombank và Ngân hàng Sài Gòn Công thương, (2) BIDV và MHB, (3) Ngân hàng Bưu điện Liên Việt và Ngân hàng Dầu khí toàn cầu, và (4) Vietinbank và Ocean Bank và PG Bank.

Những yếu tố trên đây có thể sẽ là động lực chính để thúc đẩy cổ phiếu ngân hàng tăng trưởng tốt hơn trong năm 2015.

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh

Giám đốc – Vĩ mô & Tài chính
linhntt@vpbs.com.vn

Hoàng Thúy Lương

Chuyên viên phân tích
luonght@vpbs.com.vn

Phạm Trần Hương Giang

Chuyên viên phân tích
giangpth@vpbs.com.vn

Nguyễn Bảo Ngọc

Trợ lý phân tích
ngocnb@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Lý Đức Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân
dungld@vpbs.com.vn
+844 3974 3655 Ext: 335

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1
Thành phố Hồ Chí Minh
phuongvv@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 130

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ
Hà Nội
vinhtd@vpbs.com.vn
+844 3835 6688 Ext: 369

Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2
Thành phố Hồ Chí Minh
domalux@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 128

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai
Thành phố Hồ Chí Minh
vinhnd@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 146



Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,
Quận Hải Châu, Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418



KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.