

**BSC RESEARCH****Trưởng phòng****Trần Thăng Long**

longtt@bsc.com.vn

**Nhóm thực hiện****Bùi Nguyên Khoa**

khoabn@bsc.com.vn

**Vũ Thanh Phong**

phongvt@bsc.com.vn

**Đỗ Nam Tùng**

tungdn@bsc.com.vn

**Nguyễn Quốc Trường**

truongnq@bsc.com.vn

**Mục lục**

I. Diễn biến TTCK Trung Quốc

II. Nguyên nhân

III. Biện pháp của Chính phủ Trung Quốc

IV. Hậu quả

V. Bài học đối với Việt Nam

## NHÀ ĐẦU TƯ NÊN LÀM GÌ KHI FED TĂNG LÃI SUẤT?

### Tháng 9/2015 có lẽ là không nên trì hoãn?

Cuộc họp FOMC diễn ra vào ngày 16-17/9 đang làm nóng dần các tranh cãi xung quanh việc liệu FED có nâng lãi suất lần đầu trong nhiều năm qua kể từ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2008. Từ phía các nhà đầu tư (chứng khoán, hàng hóa...) thì vẫn đang kỳ vọng vào sự trì hoãn. Tuy nhiên, đứng trước 2 lựa chọn (1) Nâng lãi suất dần "ném đá dò đường" để cùng nhịp với nền kinh tế hay (2) trì hoãn nâng lãi suất và sẽ nâng mạnh hơn vào các kỳ sau, khả năng cao là các nhà hoạch định chính sách (không chỉ từ FED) sẽ sẵn sàng chấp nhận phương án 1 hơn. Nên hiểu việc FED nâng lãi suất là điều chắc chắn sẽ diễn ra, nếu không phải kỳ tháng 9/2015 thì cũng sẽ rất nhanh chóng xảy ra trong các kỳ sau do các điều kiện chính là tăng trưởng và lao động đang thẳng thừng yếu tố lạm phát và bất ổn kinh tế Trung Quốc.

### FED tăng lãi suất có thực sự đáng sợ

Điều khá ngạc nhiên là trong các chu kỳ tăng lãi suất của FED từ 1983 đến nay 5/6 lần đa số các kênh đầu tư đều thu được lợi suất dương. Hiệu ứng ngược diễn ra khi sự kỳ vọng về lãi suất tăng đã dần phản ánh vào các tài sản trước đó.

So với những thị trường chứng khoán khu vực, quy mô thị trường chứng khoán Việt Nam khá nhỏ và không thu hút được nhiều dòng vốn quốc tế rẽ từ các chính sách nới lỏng định lượng của FED từ 2008 đến 2015. Do vậy trong các "khoảng trống QE" quy mô rút dòng vốn khi kết thúc QE3 không lớn và mức độ ảnh hưởng đến thị trường Việt Nam ít hơn khá nhiều so với các TTCK ASEAN.

### FED và TTCK Việt Nam

Việc FED nâng lãi suất là điều chắc chắn sẽ diễn ra, nếu không phải kỳ tháng 9/2015 thì cũng sẽ rất nhanh chóng xảy ra trong các kỳ sau. Do vậy cần chuẩn bị cho trường hợp NGĐT ít mong đợi nhất là FED nâng lãi suất ngay ngày 17/09/2015. Điều cần xác định là liệu khi FED công bố nâng lãi suất thì TTCK Việt Nam sẽ phản ứng như thế nào.

Chúng tôi cho rằng thay vì dự báo các yếu tố vốn rất khó lượng hóa như (1) quy mô, tầm ảnh hưởng đến diễn biến của thị trường thế giới mà chúng tôi có rất ít sự hiểu biết; thì việc khảo sát dữ liệu lịch sử và phản ứng của thị trường đưa chúng ta tới gần hơn các yếu tố có thể lượng hóa (2) dòng tiền khối ngoại và diễn biến giao dịch của TTCK và các ngành trong các thời gian FED thực thi hoặc thay đổi chính sách.

- Khối ngoại nhiều khả năng sẽ bán ròng khi có thông tin chính thức. Tuy nhiên quy mô sẽ không lớn, tương đương các lần cắt giảm QE3, trung bình khoảng 2 triệu USD/phần. Hoạt động bán ra của khối ngoại tập trung từ 1 - 3 tuần.
- Thị trường thường có mức điều chỉnh khá mạnh ngay khi FED điều chỉnh chính sách. Quy mô điều chỉnh của chỉ số Vnindex nhiều khả năng sẽ tương tự các đợt giảm/chấm dứt QE, trung bình giảm thấp hơn 5%.
- Các ngành cần lưu ý gồm: CNTT, cảng biển, BDS, bảo hiểm, VLXD...

**Cuộc họp FOMC diễn ra vào ngày 16-17/9 đang làm nóng dần các tranh cãi xung quanh việc liệu FED có nâng lãi suất lần đầu trong nhiều năm qua kể từ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2007-2008.** Như thường lệ, dòng tiền trở nên cân nhắc hơn khi đầu tư vào thị trường hàng hóa, thị trường chứng khoán, đặc biệt là nhóm chứng khoán rủi ro như chứng khoán tại các thị trường mới nổi, mỗi khi lãi suất có xu hướng tăng. Việc bình thường hóa chính sách tiền tệ sẽ nâng mặt bằng chi phí đi vay trên thị trường, khiến cho các biến động trên thị trường tài chính xuất hiện với tần suất ngày càng nhiều hơn, với biên độ ngày càng lớn hơn.

Việc nắm bắt và dự đoán các quyết định của FED cũng như xu hướng vận động về vĩ mô – thị trường là rất khó do sự hạn chế về kiến thức từ phía người làm phân tích và mức độ phức tạp của vấn đề. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thay vì phỏng đoán cảm tính thì việc đánh giá lại lịch sử, số liệu và điều kiện hiện tại sẽ giúp nhà đầu tư có thêm cơ sở trong việc ra quyết định tài chính phù hợp.

Chúng tôi phân tích vấn đề FED theo 2 yếu tố: (1) FED sẽ tăng lãi suất như thế nào, đánh giá lại các điều kiện để FED nâng lãi suất, lịch sử của chính sách nâng lãi suất và tác động đến kinh tế Vĩ Mô, (2) chúng tôi cũng khảo sát lại tác động của các chính sách từ FED đến TTCK Đông Nam Á và Việt Nam qua các thời kỳ từ 2008 đến 2015. Trên cơ sở đó chúng tôi đưa ra (3) những nhận định sơ bộ về tác động khi FED nâng lãi suất đến TTCK Việt Nam.

## FED Sẽ tăng lãi suất như thế nào

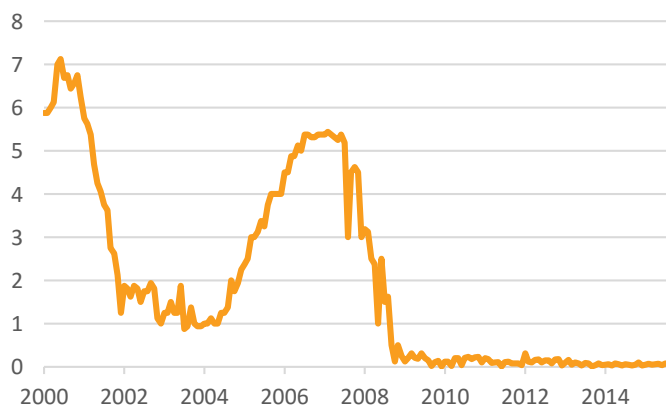
### Các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định nâng lãi suất

**Nền tảng mà FED cho là quan trọng nhất trong việc quyết định tăng lãi suất là sự tăng trưởng ổn định của tình hình kinh tế vĩ mô nói chung,** thể hiện qua các chỉ số chính (1) Thị trường lao động (2) Tăng trưởng GDP và (3) Lạm phát. Trong đó sự phục hồi bền vững của thị trường lao động thường được xem là yếu tố then chốt (thông qua sự hạ nhiệt đều đặn của số liệu băng lương phi nông nghiệp). Bên cạnh đó, GDP và sản lượng sản xuất công nghiệp cũng cần được đảm bảo tăng trưởng ổn định trong một vài quý liên tiếp. Lạm phát gia tăng lên mức mục tiêu cũng là một yếu tố được tính tới, tuy nhiên với mức độ ưu tiên thấp hơn 2 yếu tố đã nói ở trên.

Việc 2 yếu tố quan trọng nhất đều đang ở trạng thái sát mục tiêu dẫn đến các lý luận theo xu hướng FED sẽ không tăng lãi suất sớm do (1) Lạm phát tại Mỹ vẫn ở mức thấp và (2) Biến động mạnh của TTCK toàn cầu (sau khi Trung Quốc phát giá NDT) trở nên không vững chắc.

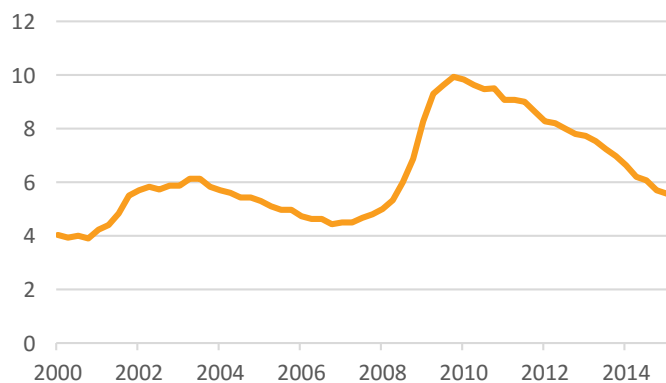
**Do vậy về cơ bản, FED có thể nâng lãi suất vào kỳ họp FOMC tháng 9 này trong bối cảnh tình hình vĩ mô tăng trưởng ổn định.** Nền tảng thị trường lao động, vốn là yếu tố quan trọng nhất trong bộ 3 yếu tố cần thiết: lạm phát – thất nghiệp – tăng trưởng, đã tăng trưởng tích cực trong hơn 27 tháng liên tiếp gần đây (khẳng định tình trạng tích cực kéo dài nhất trong 40 năm trở lại đây). Số liệu tuyển dụng việc làm phi nông nghiệp tháng 7/2015 cũng đạt mức kỷ lục kể từ tháng 12/2000 tới nay. Ngoài ra, các số liệu vĩ mô khác như tiêu dùng, sản xuất cũng hỗ trợ tốt cho khả năng tăng lãi suất của FED.

**Biểu đồ 1 - Lãi suất liên bang (%)**



Nguồn: Bloomberg

**Biểu đồ 2 - Tỷ lệ thất nghiệp Mỹ giảm một nửa so với năm 2009 (%)**



Nguồn: Bloomberg

## FED sẽ nâng lãi suất khi nào?

Đứng trước 2 lựa chọn (1) Nâng lãi suất dần “ném đá dò đường” để cùng nhịp với nền kinh tế hay (2) trì hoãn nâng lãi suất và sẽ nâng mạnh hơn vào các kỳ sau, khả năng cao là các nhà hoạch định chính sách (không chỉ từ FED) sẽ sẵn sàng chấp nhận phương án 1 hơn. Tuy nhiên từ phía các nhà đầu tư (chứng khoán, hàng hóa...) thì vẫn đang kỳ vọng vào sự trì hoãn.

**Trường hợp FED trì hoãn đợt nâng lãi suất.** FED có thêm thời gian đánh giá các biến động thế giới, cũng như có thêm được sự xuất hiện của cái mà FOMC tháng 9 này đang thiếu: sự tự tin về triển vọng lạm phát cũng như tăng trưởng. Hướng đi này sẽ an toàn hơn cho FED trong việc bình thường hóa chính sách tiền tệ mà vẫn đảm bảo nền kinh tế Mỹ đi đúng hướng trong dài hạn. Thời gian kỳ vọng nâng lãi suất do vậy sẽ lùi về cuối năm 2015 và đầu 2016 tùy theo biến động thị trường và các yếu tố Vĩ mô của Mỹ.

**Trường hợp FED nâng lãi suất ngay tháng 9/2015, chúng tôi cho rằng mức độ nâng sẽ rất nhỏ.** Chính sách này sẽ giúp cho nền kinh tế và các thị trường tài chính thích ứng dần dần với chi phí đi vay, đồng thời hạn chế các cú sốc lớn đối với thị trường.

Nên hiểu việc FED nâng lãi suất là điều chắc chắn sẽ diễn ra, nếu không phải kỳ tháng 9/2015 thì cũng sẽ rất nhanh chóng xảy ra trong các kỳ sau. Tất nhiên về ngắn hạn sẽ có tác động khá mạnh, nhưng để dự đoán tác động của chính sách này thì cần nhìn lại vào các sự kiện tương tự và so sánh với điều kiện hiện tại, thay vì chỉ đưa ra các kịch bản phỏng đoán.

## Phản ứng trong 6 kỳ nâng lãi suất gần đây của FED (1983-nay)

**FED nâng trung bình 2,81 điểm phần trăm trong thời gian trung bình là 14 tháng cho mỗi lần nâng lãi suất, dựa trên số liệu của 6 lần FED tăng lãi suất kể từ năm 1983 tới nay.** Dù mỗi lần thay đổi chính sách tiền tệ, độ lớn cũng như thời gian mà FED điều chỉnh lãi suất không hoàn toàn giống nhau. Bối cảnh vĩ mô ở thời điểm hiện tại, yếu tố vốn quyết định tới hành động của FED, không hoàn toàn tương đồng đối với tình trạng vĩ mô tại các lần tăng lãi suất trước. Nhưng điểm chung là tất cả hành động của FED đều nhằm hỗ trợ nền kinh tế Mỹ tăng trưởng phù hợp với mục tiêu đề ra. Dựa trên cơ sở đó, độ lớn ảnh hưởng cũng như thời gian cho lần tăng lãi suất lần này có thể sẽ bám sát với số liệu lịch sử trong 6 lần FED tăng lãi suất trước đó.

**Bảng 1 – Các lần tăng lãi suất của FED kể từ 1983**

| Ngày bắt đầu | Ngày kết thúc | Kéo dài (ngày) | Lãi suất mục tiêu của FED (%) |                  |          |
|--------------|---------------|----------------|-------------------------------|------------------|----------|
|              |               |                | Lãi suất đầu kỳ               | Lãi suất cuối kỳ | Thay đổi |
| 02/05/1983   | 21/08/1984    | 477 ngày       | 8.50                          | 11.75            | +3.25    |
| 16/12/1986   | 04/09/1987    | 262 ngày       | 5.875                         | 7.25             | +1.375   |
| 29/03/1988   | 24/02/1989    | 332 ngày       | 6.50                          | 9.75             | +3.25    |
| 04/02/1994   | 01/02/1995    | 362 ngày       | 3.00                          | 6.00             | +3.00    |
| 30/06/1999   | 16/05/2000    | 321 ngày       | 4.75                          | 6.50             | +1.75    |
| 30/06/2004   | 29/06/2006    | 729 ngày       | 1.00                          | 5.25             | +4.25    |

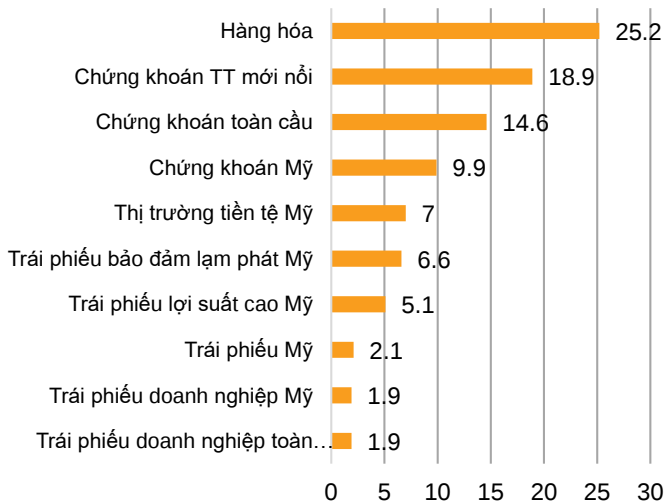
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

**Điều khá ngạc nhiên là trong các chu kỳ tăng lãi suất của FED từ 1983 đến nay 5/6 lần đa số các kênh đầu tư đều thu được lợi suất dương. Hiệu ứng ngược diễn ra khi sự kỳ vọng về lãi suất tăng đã dần phản ánh vào các tài sản trước đó. Sự tích cực xuất hiện với tần suất**

nhiều hơn sau các lần FED chấm dứt các biện pháp kích thích kinh tế bởi lẽ, việc chấm dứt các biện pháp kích thích thường nằm ở giai đoạn đầu tăng trưởng, khi mà nền tảng vĩ mô đi vào ổn định. Sự phục hồi và tăng trưởng trong sản xuất, kinh doanh, tiêu dùng và thương mại là nền tảng

thúc đẩy kinh tế Mỹ, theo sau đó là nền kinh tế các quốc gia khác. Các sản phẩm tài chính từ trái phiếu tới cổ phiếu, và đặc biệt là thị trường hàng hóa đa phần đi vào chu kỳ tăng giá. Đây là cơ sở cho các kỳ vọng về triển vọng tăng trưởng của kinh tế trong tương lai.

**Biểu đồ 2- Biến động của thị trường trong 6 kỳ tăng lãi suất kể từ 1983**



Nguồn: Allianz, BSC Research

**Các thị trường có mức tăng giá tích cực nhất là thị trường hàng hóa** (tiêu biểu là kim loại công nghiệp, dầu và khí đốt) **và thị trường chứng khoán** (đặc biệt là chứng khoán tại các thị trường mới nổi), theo số liệu thu thập được sau 6 kỳ FED tăng lãi suất vừa qua. Điều thú vị là thị trường chứng khoán, vốn là thị trường có phản ứng tiêu cực khi chi phí vay nợ tăng, lại được hưởng lợi trong thời kỳ kinh tế phục hồi, cũng chính là thời kỳ mà FED tự tin với chính sách thắt chặt dòng vốn. Thị trường chứng khoán Mỹ thường là thị trường phản ứng tích cực đầu tiên, với 5/6 lần có hiệu suất dương, trung bình là 10%. Chứng khoán tại các thị trường toàn cầu và mới nổi có hiệu suất cao hơn, lần lượt là 14,6% và 18,9%.

**Thị trường trái phiếu dù là thị trường có hiệu suất thấp nhất khi lãi suất tăng, nhưng điểm ngạc nhiên là các sản phẩm trái phiếu vẫn thu được lợi suất dương**, trung bình khoảng 5%/năm. Thêm vào đó, lợi nhuận trên thị trường trái phiếu có độ trễ hơn so với các sản phẩm trên thị trường tài chính khác.

Dù vậy, cũng cần lưu ý rằng mỗi thời kỳ siết các biện pháp kích thích kinh tế của FED đều có những đặc điểm riêng biệt. Sự kiện bình thường hóa chính sách tiền tệ của FED (có thể) trong tháng 9 hoặc trong năm 2015 không là ngoại lệ, thậm chí nó còn hàm chứa nhiều đặc tính khác biệt hẳn so với các lần trước.

## Tác động đối với kinh tế vĩ mô thế giới và Việt Nam

**FED nâng lãi suất đồng USD sẽ khiến đồng USD mạnh lên**, hấp dẫn hơn cả trên phương diện nắm giữ lẫn đầu tư so với các đồng tiền khác. **Sự dịch chuyển dòng vốn đầu tư gián tiếp** và **biến động tỷ giá** là 2 hệ quả cơ bản theo sau sự thay đổi này.

**Thứ nhất, dòng vốn đầu tư gián tiếp có xu hướng dịch chuyển về Mỹ hoặc các tài sản định giá bằng USD từ các thị trường mới nổi, thị trường cận biên**, vốn là những nơi hưởng lợi trong thời kỳ đồng USD rẻ và dồi dào. Cụ thể, dòng vốn đầu tư gián tiếp tại các thị trường cận biên, mới nổi có xu hướng giảm dần kể từ thời kỳ đầu năm 2015 tới nay, đồng thời xuất hiện trạng thái rút ròng ở nhiều quốc gia, tiêu biểu như Trung Quốc, Indonesia, Malaysia, Thái Lan, Singapore... Thị trường hàng hóa, thị trường vốn sẽ có xu hướng biến động giá lớn trong thời kỳ này.

Nằm trong nhóm thị trường cận biên, Việt Nam đã có khá nhiều thuận lợi trong những năm FED thực hiện QE và nới lỏng tiền tệ. Sự rẻ hơn của đồng USD đã thúc đẩy cả hoạt động đầu tư trực tiếp lẫn gián tiếp nước ngoài vào Việt Nam. Nếu FED nâng lãi suất, nhà đầu tư nước ngoài sẽ cân nhắc hơn trong việc lựa chọn tài sản để đầu tư nếu như Việt Nam không còn đảm bảo tính hấp dẫn và khả năng sinh lợi như trước.

**Thứ hai, tỷ giá có xu hướng biến động hơn trong thời kỳ này** do (1) sự rút vốn ròng trên, (2) khoảng cách lãi suất giữa các đồng tiền với USD nới rộng. Ảnh hưởng từ biến động tỷ giá gia tăng đối với những nước có tỷ lệ nợ nước ngoài lớn, hoặc những nước có thâm hụt thương mại hay thâm hụt tài khoản vãng lai lớn (điển hình là Brazil thời điểm hiện tại).

Cán cân thương mại của Việt Nam có xu hướng quay trở lại tình trạng thâm hụt sau 3 năm thặng dư liên trước. Bên cạnh đó, nợ công gia tăng cũng khiến áp lực tỷ giá sẽ mạnh dần lên.

# FED và thị trường chứng khoán 2008 đến 2015

Chương trình nới lỏng định lượng mua vào trái phiếu để bơm tiền ra nhằm kích thích nền kinh tế (Quantitative Easing) của NHTW Mỹ bắt đầu khởi động từ năm 2008, nhằm giúp vực dậy nền kinh tế Mỹ khỏi cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu. Trong suốt giai đoạn từ 2008 đến 2014, Fed tung ra tổng cộng 3 gói QE, 1 gói Operation Twist và kèm theo đó là không dưới 2 lần cảnh báo sẽ thu hẹp gói QE cũng như nâng lãi suất đồng USD. Với uy thế quyền lực của mình, tất cả các sự kiện đó không chỉ tác động mạnh mẽ đến TTCK Mỹ mà còn khiến thị trường tài chính toàn cầu ít nhiều chao đảo.

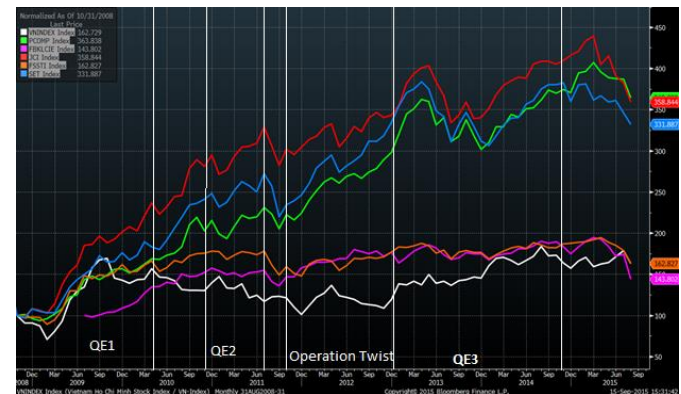
Để đánh giá được bối cảnh hiện tại và ảnh hưởng của chính sách của FED, chúng tôi thực hiện việc nghiên cứu các TTCK khu vực và Việt nam từ 2008 đến 2015. Gồm các giai đoạn khi FED thực hiện các gói nới lỏng định lượng QE1 từ cuối tháng 11 năm 2008, đến kết thúc gói QE3 cuối tháng 10 năm 2014, đây là giai đoạn FED giữ nguyên lãi suất gần mức 0% xuyên suốt.

## Thị trường chứng khoán Đông Nam Á và các QE

Đã có nhiều nghiên cứu về tác động của FED từ sau khủng hoảng 2008 đến TTCK Mỹ, trong phạm vi bài nghiên cứu này chúng tôi khảo sát lại các TTCK Mới nổi

ASEAN gần với TTCK Việt Nam hơn. Nghiên cứu 6/10 thị trường của các Quốc gia Đông Nam Á, tuy có sự khác nhau về quy mô thị trường, cũng như sự khác nhau về mức độ trưởng thành, nhưng nhìn chung, trong giai đoạn FED thực hiện các gói nới lỏng định lượng, thanh khoản, chỉ số và vốn đầu tư gián tiếp tại các thị trường đều tăng trưởng.

**Biểu đồ 3- Tăng trưởng chỉ số thị trường khu vực Đông Nam Á theo hoạt động của FED**



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hoạt động giao dịch ròng khối ngoại có xu hướng tăng trưởng đều trên hầu hết các thị trường Đông Nam Á trong giai đoạn triển khai các gói nới lỏng định lượng của FED. Trong đó có tới 4/5 thị trường là mua ròng, cùng với tăng trưởng kinh tế, thúc đẩy TTCK các quốc gia này vượt xa đỉnh 2007. Rất tiếc trong đó không có TTCK Việt Nam.

Cụ thể 4 giai đoạn triển khai các gói định lượng như sau:

**Bảng 8 – Tăng trưởng thanh khoản các thị trường và quy mô vốn hóa theo hoạt động của FED**

| Tăng trưởng thanh khoản thị trường<br>và quy mô vốn hóa theo hoạt động của FED |                            |           |                          | FED giữ nguyên lãi suất gần 0% |                          |                          |                          |            | Dự kiến nâng lãi suất |                   |  |
|--------------------------------------------------------------------------------|----------------------------|-----------|--------------------------|--------------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|------------|-----------------------|-------------------|--|
|                                                                                |                            |           | Trước QE                 | QE1                            | QE2                      | Operation Twist          | QE3                      | Hiện tại   | Quy mô thị trường     | Quy chiếu với     |  |
|                                                                                |                            |           | 25/11/2006<br>25/11/2008 | 25/11/2008<br>31/03/2010       | 03/11/2010<br>30/06/2011 | 21/09/2011<br>12/12/2012 | 13/09/2012<br>29/10/2014 | 31/08/2015 | ( triệu USD)          | Việt Nam<br>(lần) |  |
| Việt Nam                                                                       | Thanh khoản TB             | Triệu USD | 36,45                    | 79,84                          | 34,89                    | 28,00                    | 56,44                    | 80,06      |                       |                   |  |
|                                                                                | Gia tăng thanh khoản       | lần       | 1                        | 2,19                           | 0,44                     | 0,80                     | 2,02                     | 1,42       |                       |                   |  |
|                                                                                | Gia tăng chỉ số thị trường | (%)       | -                        | 59%                            | -4%                      | -3%                      | 41%                      | -6%        | 48844                 | 1,0               |  |
| Philippine                                                                     | Thanh khoản TB             | Triệu USD | 55,07                    | 43,30                          | 77,19                    | 94,43                    | 131,33                   | 140,50     |                       |                   |  |
|                                                                                | Gia tăng thanh khoản       | lần       | 1                        | 0,79                           | 1,78                     | 1,22                     | 1,39                     | 1,07       |                       |                   |  |
|                                                                                | Gia tăng chỉ số thị trường | (%)       | -                        | 60%                            | 1%                       | 45%                      | 80%                      | -2%        | 175948                | 3,6               |  |
| Malaysia                                                                       | Thanh khoản TB             | Triệu USD | 322,04                   | 185,17                         | 288,13                   | 259,20                   | 300,74                   | 256,28     |                       |                   |  |
|                                                                                | Gia tăng thanh khoản       | lần       | 1                        | 0,58                           | 1,56                     | 0,90                     | 1,16                     | 0,85       |                       |                   |  |
|                                                                                | Gia tăng chỉ số thị trường | (%)       | -                        | 52%                            | 5%                       | 22%                      | 34%                      | -13%       | 225884                | 4,6               |  |
| Indonesia                                                                      | Thanh khoản TB             | Triệu USD | 384,61                   | 301,45                         | 458,95                   | 379,46                   | 438,27                   | 343,50     |                       |                   |  |
|                                                                                | Gia tăng thanh khoản       | lần       | 1                        | 0,78                           | 1,52                     | 0,83                     | 1,15                     | 0,78       |                       |                   |  |
|                                                                                | Gia tăng chỉ số thị trường | (%)       | -                        | 124%                           | 7%                       | 22%                      | 43%                      | -11%       | 306913                | 6,3               |  |
| Singapore                                                                      | Thanh khoản TB             | Triệu USD | 737,58                   | 592,59                         | 766,07                   | 614,49                   | 542,18                   | 567,23     |                       |                   |  |
|                                                                                | Gia tăng thanh khoản       | lần       | 1                        | 0,80                           | 1,29                     | 0,80                     | 0,88                     | 1,05       |                       |                   |  |
|                                                                                | Gia tăng chỉ số thị trường | (%)       | -                        | 67%                            | -1%                      | 18%                      | 22%                      | -11%       | 341377                | 7,0               |  |
| Thái Lan                                                                       | Thanh khoản TB             | Triệu USD | 432,82                   | 481,58                         | 996,25                   | 877,09                   | 1252,29                  | 1182,42    |                       |                   |  |
|                                                                                | Gia tăng thanh khoản       | lần       | 1                        | 1,11                           | 2,07                     | 0,88                     | 1,43                     | 0,94       |                       |                   |  |
|                                                                                | Gia tăng chỉ số thị trường | (%)       | -                        | 96%                            | 6%                       | 52%                      | 73%                      | -13%       | 363664                | 7,4               |  |

dòng vốn ngoại dao động khoảng 0.5 – 2 lần so với lần triển khai QE trước đó.

#### **Giai đoạn QE 2.5 (operational Twist) 21/09/2011 –**

**12/12/2012:** Gia tăng thanh khoản các thị trường trong khu vực rơi vào khoảng 0,8 -1,22 lần thanh khoản giai đoạn liền kề, xuất hiện một sự thu hẹp nhẹ về thanh khoản cũng như chỉ số thị trường trên một số nước trong khu vực. Giai đoạn này kể đến sự bùng nổ của thị trường Philippine, khi thanh khoản tiếp tục gia tăng 94,43 triệu USD tăng thêm 1,12 lần, chỉ số thị trường tăng 45%, thu hút dòng vốn ngoại 3143,6 triệu USD tăng 5,8 lần so với giai đoạn QE trước. Các thị trường còn lại trong khu vực nhìn chung không có sự gia tăng lớn, Việt Nam chỉ số thị trường giảm 4%, thanh khoản chỉ bằng 0,44 lần giai đoạn trước, nước ngoài mua ròng chỉ bằng 1/10 giai đoạn QE2.

**Giai đoạn QE3 13/09/2012 – 29/10/2014:** Là giai đoạn tăng trưởng tốt, ổn định trong suốt 2 năm với hầu hết các thị trường trong khu vực, thanh khoản trung bình tăng 40% - 100%, chỉ số thị trường tăng khoảng 40%-80%, tuy nhiên dòng vốn ngoại lại không thực sự tốt khi giảm sút hoặc rút ròng so với giai đoạn cuối triển khai gói QE3. Thị trường đầu tiên kết thúc triển khai QE3, NĐT NN quay lại mua ròng mạnh ngược với TTCK khu vực.

Giai đoạn hiện tại, FED có thể sẽ thực hiện việc nâng lãi suất, gây nên một hiệu ứng tiêu cực tương tự chấm dứt QE3 cho hầu hết các thị trường. Tuy nhiên việc TTCK Việt Nam không thực sự hút nhiều dòng vốn NĐT NN trong giai đoạn triển khai các gói QE, và cũng không ảnh hưởng quá mạnh khi kết thúc QE3; khiến rủi ro rút vốn và giảm điểm của TTCK Việt Nam thấp hơn so với khu vực.

## Thị trường chứng khoán Việt Nam

### Giai đoạn từ 11/2008 đến 12/2012 QE1, QE2, QE2.5

**Trái với dòng vốn đổ mạnh vào TTCK Mới nổi, trong đó có khu vực ASEAN, TTCK Việt Nam chỉ thu hút lượng vốn ròng không đáng kể trong cả 3 kỳ QE1, QE2 và QE2.5.**

Trong nửa đầu thời gian FED sử dụng QE1, thị trường chứng khoán Việt Nam gần như không có phản ứng rõ rệt. Khối ngoại mua ròng đều nhưng quy mô khá hạn chế trong khi thị trường vẫn đang nằm trong xu hướng giảm kéo dài từ năm 2007. VN-Index mặc dù bật tăng mạnh đến 59% trong giai đoạn này nhưng chủ yếu do ảnh hưởng của gói kích cầu hỗ trợ lãi suất 1 tỷ USD của Việt Nam sử dụng hỗ trợ nền kinh tế vào đầu năm 2009.

thường Việt Nam trong giai đoạn này cho thấy sự cải thiện, NĐT nước ngoài mua ròng 563 triệu USD, tăng trung bình khoảng 7,9 lần so với giai đoạn trước đó.

Qua các lần FED áp dụng các gói định lượng và giữ nguyên mức lãi suất suốt từ giai đoạn 2008, nhận thấy rằng, tất cả các thị trường trong khu vực có 1 sự cải thiện đáng kể về thanh khoản và chỉ số thị trường khi FED thực hiện gói nói lỏng định lượng, tuy nhiên trong giai đoạn hiện tại, khi kết thúc các gói QE và dự kiến nâng lãi suất của FED, thanh khoản và chỉ số thị trường giảm.

Hoạt động giao dịch của khối ngoại có dấu hiệu thu hẹp lại sau khi kết thúc QE sau 1 tháng, 3 tháng và đến thời điểm hiện tại. Chỉ số thị trường khu vực giảm sút trung bình từ 6%-13% kể từ lúc kết thúc triển khai QE3. NĐT Nước ngoài cũng bắt đầu rút ròng trên các thị trường lớn trong khu vực như Indonesia, Singapore, Thái Lan kể từ giai đoạn kết thúc gói QE3 đến nay, trong đó thị trường Singapore rút ròng mạnh nhất khoảng 9,236 triệu USD chỉ trong vòng 10 tháng. Tại Việt Nam, sau khi bán khá mạnh

Giai đoạn QE2, dòng tiền nước ngoài mạnh trở lại do tiền rẻ quốc tế chảy mạnh vào các thị trường biên và thị trường mới nổi. Lượng mua ròng của khối ngoại thời kỳ Q2 gấp 5 lần so với Q1, dù vậy thị trường giai đoạn này giảm điểm do kinh tế vĩ mô bất ổn định. FED bơm tiền nhiều đã xuất khẩu lạm phát ra thế giới, là một trong những nguyên nhân khiến lạm phát trong nước và lãi suất tăng vọt. Thị trường không thể tăng điểm cho dù khối ngoại đẩy mạnh mua vào trên sàn với quy mô mạnh nhất từ trước đến nay.

Giai đoạn gói định lượng Operation Twist, khối ngoại giảm mạnh lượng mua vào nhưng vẫn duy trì vị thế mua ròng. Kinh tế vĩ mô vẫn tiêu cực nhưng dần cải thiện khi mặt bằng lãi suất điều chỉnh giảm dần, thị trường chứng khoán tích lũy đi ngang trong biên độ từ 350 – 480 điểm. FED sử dụng các gói kích cầu định lượng khiến dòng vốn rẻ đã chảy vào các thị trường trên thế giới. Nhiều quỹ mới trong đó có quỹ ETF thành lập mới với quy mô không ngừng tăng, và khối ngoại duy trì vị thế mua ròng liên tục trong suốt giai đoạn này.

### Giai đoạn gói QE3 từ 9/2012 – 10/2014

Khối ngoại tiếp tục đẩy mạnh mua vào ở thị trường Việt Nam giúp thị trường chứng khoán tăng mạnh và KLGD giao bùng nổ. Kinh tế qua đây, doanh nghiệp dần cải thiện và lãi suất liên tiếp giảm là yếu tố thu hút NĐT trong nước và nước ngoài tăng cường đầu tư và giúp thị trường tăng điểm. Ở giai đoạn này ảnh hưởng do điều chỉnh chính sách của FED tác động rõ nét hơn đến thị trường chứng khoán. Các tổ chức tài chính quốc tế liên tiếp đưa dự báo về khả năng dừng QE3 kể từ cuối năm 2013, và FED ngày

19/3 đã chính thức đưa thông điệp nâng lãi suất cơ bản và kết thúc QE trong 6 tháng cuối năm. Phản ứng với thông tin trên, khối đã đẩy mạnh bán ra với bình quân 3.77 triệu USD/phần trong vòng 1 tháng. Khi QE3 được công bố kết thúc vào tháng 10/2014, khối ngoại cũng đẩy mạnh bán ra lần 2 và đẩy thị trường vào chu kỳ giảm điểm kéo dài 2 tháng đến hết năm 2014 (Mức giảm điểm của VN-Index mạnh còn do hiệu ứng giảm giá của nhóm cổ phiếu dầu khí khi giá dầu lao dốc).

Cắt giảm QE3 vào tháng 10/2014 nhưng FED chưa vội vàng tăng lãi suất cho nền kinh tế Mỹ chưa cải thiện rõ rệt. Tháng 3/2015, FED chính thức bỏ cụm từ “kiên nhẫn” trong nhận định về khả năng tăng lãi suất. Đây cũng là thông điệp rõ ràng và tiến gần hơn với việc tăng lãi suất. Khối ngoại đặc biệt dòng vốn nóng từ 2 ETF lập tức thoái mạnh trên thị trường khiến thị trường quay đầu giảm điểm -7% trong vòng 1 tháng.

**Bảng 10 - Thống kê dòng tiền nước ngoài và biến động TTCK Việt Nam theo chính sách của FED**

| Các gói định lượng của FED                                                   | NNMBR/phần (triệu USD) | Giao dịch 2 ETF | VN-Index |               |
|------------------------------------------------------------------------------|------------------------|-----------------|----------|---------------|
|                                                                              |                        |                 | % Chỉ số | % Thanh khoản |
| QE1 (11/2008 – 3/2010)                                                       | 0.47                   | NA              | 59%      | 322%          |
| QE2 (3/2010 – 6/2011)                                                        | 1.97                   | 1.95            | -1%      | -24%          |
| Operation Twist(9/2011 - 12/2012)                                            | 0.13                   | 0.19            | -12%     | 27%           |
| 19/3/2013, FED đưa thông điệp nâng LSCB và kết thúc QE 6 tháng tới (1 tháng) | (3.77)                 | 1.16            | 3%       | 12%           |
| QE3 (9/2012 – 10/2014)                                                       | 1.06                   | 0.46            | 36%      | 202%          |
| 1 tháng sau FED cắt QE3                                                      | (2.02)                 | 1.09            | -6%      | -4%           |
| 2 tháng sau FED cắt QE3                                                      | 0.16                   | 0.03            | -9%      | -20%          |
| 18/3/2015, FED bỏ cụm từ “kiên nhẫn” trong nhận định tăng LS (1 tháng)       | (1.93)                 | (2.38)          | -7%      | 13%           |

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

## Vn-Index, các ngành & các khoảng trống QE

Lật ngược lại vấn đề, chúng ta đã xem lại điều gì xảy ra khi QE bơm tiền vào các quốc gia mới nổi tại Đông Nam Á và tại TTCK Việt Nam. Thay vì tập trung vào thời gian gói QE được bơm ra, chúng tôi sẽ xem xét diễn biến của thị trường và các nhóm ngành trong thời gian trống và “chuyển giao” giữa các gói QE cũng như sau những tuyên bố cắt giảm gói QE của Fed, nhằm đánh giá mức độ phản ứng của thị trường Việt Nam qua những giai đoạn đó và phân hóa của các ngành. Chúng tôi khảo sát 5 giai đoạn, trong đó 4 giai đoạn là khoảng trống QE và công bố sớm thu hẹp và chấm dứt QE, và 1 giai đoạn là thông tin tích cực (chưa chấm dứt QE).

Khác với những thị trường chứng khoán khu vực, quy mô thị trường chứng khoán Việt Nam khá nhỏ và không thu hút được nhiều dòng vốn quốc tế rẽ từ các chính sách nới lỏng định lượng của FED. Dòng vốn ngoại mua ròng trong giai đoạn FED triển khai các gói QE ở mức thấp so với các nước khu vực, quy mô rút dòng vốn khi kết thúc QE3 không lớn và mức độ ảnh hưởng đến thị trường Việt Nam thấp hơn so với TTCK ASEAN.

Sau 5 năm triển khai QE, các tin tức về gói nới lỏng định lượng này dường như không còn quá xa lạ với nhà đầu tư, do đó, các tác động của nó đến thị trường không quá mạnh mẽ và kéo dài. Những lần giảm điểm liên tục chỉ kéo dài trong 2-3 tuần và giảm dần về 1-2 tuần. Các ngành phân hóa khá mạnh, trong các khoảng trống QE và thu hẹp QE, một số ngành phản ứng tốt hơn thị trường chung gồm: CNTT, cảng biển, BĐS, bảo hiểm, ngân hàng, VLXD, xuất bản. Trong khi đó khi có tin tốt (không chấm dứt QE trong năm 2013) thì đa số các ngành đều tăng điểm.

**Bảng 1 – Biến động ngành và VN-Index các kỳ có khoảng trống QE**

| Ngành                             | 31/3/2010 –<br>03/11/2010 | 30/6/2011 –<br>21/9/2011 | 22/05/2013 –<br>26/06/2013 | 18/09/2013 –<br>31/12/2013 | 29/10/2014 –<br>31/12/2014 |
|-----------------------------------|---------------------------|--------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| Bảo hiểm                          | 13%                       | -32%                     | -13%                       | 15%                        | 0%                         |
| Bất động sản                      | -36%                      | -8%                      | 3%                         | 15%                        | 4%                         |
| Công nghệ thông tin - Phần mềm    | -17%                      | 10%                      | 36%                        | -4%                        | -2%                        |
| Công ty chứng khoán               | -44%                      | 8%                       | 2%                         | 23%                        | -13%                       |
| Chế tạo máy, Cơ khí               | -16%                      | -8%                      | -5%                        | -2%                        | -19%                       |
| Dịch vụ giao thông                | -23%                      | -8%                      | -11%                       | -6%                        | -3%                        |
| Dịch vụ hỗ trợ, Tư vấn, Thiết kế  | -23%                      | -1%                      | NA                         | 20%                        | 0%                         |
| Dược phẩm, thuốc thú y, nông dược | 9%                        | -2%                      | -9%                        | 25%                        | -2%                        |
| Hóa chất chuyên dụng              | -9%                       | -13%                     | 9%                         | 7%                         | -11%                       |
| Khai khoáng chung                 | -47%                      | 7%                       | -2%                        | 4%                         | -9%                        |
| Khai thác than                    | -26%                      | -6%                      | -5%                        | 18%                        | 0%                         |
| Nông sản và thủy sản              | -22%                      | -2%                      | 5%                         | -1%                        | -4%                        |
| Ngân hàng                         | -27%                      | 5%                       | -3%                        | 1%                         | 7%                         |
| Sản phẩm nhựa, Cao su, Hóa chất   | -5%                       | 3%                       | -8%                        | -15%                       | -16%                       |
| Thép                              | -38%                      | -9%                      | 2%                         | 8%                         | -6%                        |
| Thiết bị, vật liệu xây dựng       | -19%                      | 1%                       | -16%                       | -1%                        | 12%                        |
| Vận tải, kho bãi                  | -25%                      | -1%                      | -4%                        | 42%                        | -4%                        |
| Xăng dầu, khí đốt                 | -18%                      | 0%                       | 1%                         | 6%                         | -30%                       |
| Xây dựng, Xây lắp                 | -29%                      | -12%                     | -2%                        | 36%                        | 1%                         |
| Xuất bản                          | -9%                       | 10%                      | 0%                         | 61%                        | 16%                        |
| <b>VN-Index</b>                   | <b>-11%</b>               | <b>3%</b>                | <b>-6%</b>                 | <b>6%</b>                  | <b>-12%</b>                |

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

#### Giai đoạn khoảng trống QE1 Từ 31/3/2010 – 03/11/2010

Đây là khoảng thời gian kể từ lúc kết thúc gói QE1 và chờ đợi gói QE2. Thị trường chung phản ứng tiêu cực khi gói QE1 kết thúc. Cụ thể, VN-Index giảm 11% trong 8 tháng, và 18/20 ngành được khảo sát giảm điểm. Nhóm cổ phiếu tài chính (chứng khoán, ngân hàng) và nhóm bất động sản, xây dựng giảm điểm mạnh nhất. Đáng chú ý, nhóm cổ phiếu bảo hiểm và Dược đi ngược thị trường chung khi đạt mức tăng tốt nhất trong số các nhóm ngành, 13%.

#### Giai đoạn khoảng trống QE2 Từ 30/6/2011 – 21/9/2011

Đây là giai đoạn khi gói QE thứ 2 kết thúc và thị trường đang chờ đợi gói Operation Twist – được đánh giá là gói QE 2,5. Khác với lần thứ nhất, thị trường đã phản ứng tích cực hơn trong đợt này, một phần có thể do thời gian ngắn hơn (chỉ kéo dài 3 tháng). VN-Index tăng nhẹ 3%, có 7/20 ngành được khảo sát tăng điểm dẫn đầu bởi CNTT (10%), Ngân hàng (8%) và CK (5%). Nhóm cổ phiếu Bảo hiểm bất ngờ giảm mạnh nhất thị trường với mức giảm 32%.

#### Giai đoạn FED công bố có thể cắt giảm QE3 Từ 22/05/2013 – 26/06/2013

Đây là giai đoạn các thông báo về việc cắt giảm gói QE bắt đầu được đưa ra. Cụ thể, ngày 22/05/2013, chủ tịch Ben Bernanke cho Quốc hội biết ngân hàng trung ương có thể cắt giảm chương trình mua tài sản trong các tháng tới. Còn vào ngày 19/06/2013, chủ tịch Bernanke cho biết Fed có thể cắt giảm chương trình mua trái phiếu trong năm, tùy thuộc vào triển vọng kinh tế. Người đứng đầu ngân hàng trung ương cho biết Fed có thể bắt đầu rút lại chương trình mua trái phiếu vào cuối năm nay nếu nền kinh tế tiếp tục cải thiện với tốc độ như kỳ vọng của các quan chức Fed. Và Fed có thể chấm dứt hẳn chương trình mua trái phiếu vào giữa năm tới nếu mọi việc diễn ra suôn sẻ.

Thị trường chứng khoán Việt Nam đã phản ánh tiêu cực với thông tin này khi giảm 6% chỉ trong vòng 1 tháng. Tuy nhiên độ rộng khá cân bằng khi có 8/20 ngành tăng điểm dẫn đầu bởi CNTT và hóa chất. Nhóm cổ phiếu Bảo hiểm và VLXD tiếp tục thể hiện sức mạnh kém hơn thị trường và nằm trong nhóm cổ phiếu giảm nhiều nhất (giảm 13%).

**Giai đoạn FED công bố chưa rút QE3 Từ 18/09/2013 – 31/12/2013**

Ngược tính chất với các giai đoạn trước, Fed quyết định chưa rút lại QE. Thông báo này của Fed ngay lập tức khiến thị trường ngừng đà rơi và tích lũy tăng nhẹ trong 3 tháng còn lại của năm 2013. Xét theo nhóm ngành 14/20 ngành tăng điểm, đáng chú ý gồm Vận tải – Kho bãi, Chứng khoán, Dược phẩm và Xây dựng, Xây lắp.

**Giai đoạn FED dừng QE3 Từ 29/10/2014 – 31/12/2014**

Đây là thời điểm gói QE3 kết thúc, và cũng không có thêm gói QE nào được tung ra nữa do nền kinh tế Mỹ đang ngày càng cho thấy những dấu hiệu tích cực hơn. Sự kết thúc của gói QE đến cùng lúc với sự giảm giá dầu trên thế giới cũng như sự xuất hiện của Thông tư 36 khiến thị trường giảm sâu trong những tháng cuối năm 2014.

Dường như câu chuyện được thị trường quan tâm lúc bấy giờ không phải là sự kết thúc của gói QE nữa. VN-Index giảm 12%, mức giảm khá mạnh chủ yếu do tác động của nhóm Dầu khí (khoảng 1/2 số điểm giảm) và Thông tư 36. Nhóm cổ phiếu phòng thủ như Nông sản, Dược, Dịch vụ hỗ trợ chỉ biến động nhẹ.

## Dự báo tác động đối với thị trường chứng khoán Việt Nam

Chính sách của FED ảnh hưởng không chỉ đến nền kinh tế Mỹ mà còn đến kinh tế toàn cầu và thị trường chứng khoán thế giới. Riêng với thị trường chứng khoán Việt Nam từ 2007 trở về trước khá sơ khai và quy mô nhỏ những quyết định của FED gần như không có ảnh hưởng đến thị trường. Kể từ 2008, những gói nới lỏng định lượng QE1, QE2, Operation Twist, QE3 và thông điệp tăng lãi suất đã ít nhiều ảnh hưởng lên thị trường ở 2 khía cạnh: (1) Yếu tố cơ bản - ảnh hưởng của FED đến nền kinh tế thế giới, kinh tế trong nước, các doanh nghiệp niêm yết và

qua tác động nên diễn biến thị trường chứng khoán, và (2) Yếu tố thị trường – tỷ giá, dòng tiền của khối ngoại mua vào và rút trong ngắn hạn do quyết định của FED.

Việc FED nâng lãi suất là điều chắc chắn sẽ diễn ra, nếu không phải kỳ tháng 9/2015 thì cũng sẽ rất nhanh chóng xảy ra trong các kỳ sau. Do vậy cần chuẩn bị cho trường hợp NĐT ít mong đợi nhất là FED nâng lãi suất ngay ngày 17/09/2015. Điều cần xác định là liệu khi FED công bố nâng lãi suất thì TTCK Việt Nam sẽ phản ứng như thế nào. Chúng tôi cho rằng thay vì dự báo các yếu tố vốn rất khó lượng hóa như (1) quy mô, tầm ảnh hưởng đến diễn biến của thị trường thế giới mà chúng tôi có rất ít sự hiểu biết; thì việc khảo sát thực hiện qua các mục phía trên đưa chúng ta tới gần hơn các yếu tố có thể lượng hóa (2) dữ liệu lịch sử, dòng tiền khối ngoại và diễn biến giao dịch của TTCK và các ngành trong các thời gian FED thực thi hoặc thay đổi chính sách.

Trên cơ sở khảo sát dữ liệu từ lịch sử tăng lãi suất của FED, TTCK ASEAN từ 2008 đến 2015, phản ứng và mức độ ảnh hưởng của dòng vốn đầu tư gián tiếp NN trên TTCK VN; cũng như các nhóm ngành qua mỗi đợt FED thay đổi chính sách; chúng tôi nhận định như sau về ảnh hưởng khi FED nâng lãi suất đến TTCK Việt Nam.

- Khối ngoại nhiều khả năng sẽ bán ròng khi có thông tin chính thức. Tuy nhiên quy mô sẽ không lớn, tương đương các lần cắt giảm QE3, trung bình khoảng 2 triệu USD/phần. Hoạt động bán ra của khối ngoại tập trung từ 1 - 3 tuần tại các thời điểm khi có FED đưa thông điệp định hướng và thông tin chính thức của FED.
- Thị trường thường có mức điều chỉnh khá mạnh ngay khi FED điều chỉnh chính sách. Quy mô điều chỉnh của chỉ số Vnindex nhiều khả năng sẽ tương tự các đợt giảm/chấm dứt QE, trung bình giảm thấp hơn 5%. Mức độ giảm điểm của thị trường sẽ phụ thuộc vào các yếu tố khác như mức hấp thụ của vốn nội, những thông tin biến động của kinh tế vĩ mô trong nước và quốc tế.
- Các ngành cần lưu ý gồm: CNTT, cảng biển, BĐS, bảo hiểm, VLXD...

## Khuyến cáo sử dụng

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

### BSC Trụ sở chính

Tầng 10& 11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84 4 3935 2722  
Fax: +84 4 2220 0669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84 8 3821 8885  
Fax: +84 8 3821 8510

Website: <http://www.bsc.com.vn>  
Facebook: [www.facebook.com/BIDVSecurities](http://www.facebook.com/BIDVSecurities)  
Bloomberg: BSCV <GO>

