

Triển vọng kinh tế vĩ mô Quý 4/2020

Việt Nam đã chứng kiến mức tăng trưởng GDP 9 tháng đầu năm so với cùng kỳ ở mức thấp nhất trong vòng 20 năm qua. Dù vậy, sự hồi phục của ngành nông nghiệp, hoạt động sản xuất và đặc biệt tiêu dùng nội địa trong bối cảnh dịch Covid-19 bùng phát trở lại là điểm sáng và giúp Việt Nam trở thành một trong số ít quốc gia hiếm hoi trên thế giới vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng dương. Thành quả trên đến từ những nỗ lực chống dịch của Chính phủ, cùng với chính sách mở rộng tiền tệ và tài khóa phù hợp, giúp hỗ trợ tăng trưởng kinh tế nhưng vẫn kiểm soát tốt lạm phát và duy trì tỷ giá ổn định.

Một số dự báo của KBSV về kinh tế Việt Nam trong Quý 4 như sau:

- 1) Tăng trưởng GDP năm 2020 ở mức 2.5%, với sự hồi phục của nhu cầu tiêu dùng nội địa, giải ngân đầu tư công, EVFTA và gói chính sách hỗ trợ lần 2;
- 2) CPI bình quân ở mức 3.5% cho cả năm 2020, nằm trong mục tiêu lạm phát mà Chính phủ đề ra;
- 3) Chính sách tiền tệ duy trì trạng thái nới lỏng có kiểm soát, với cung tiền và tín dụng lần lượt là 11% và 9%. Tỷ giá USD/VND được kỳ vọng sẽ duy trì ổn định ở mức 23,200 đồng vào cuối năm, hầu như không thay đổi so với đầu năm. Rủi ro lớn nhất với tỷ giá trong thời gian tới là bị Mỹ đánh giá “thao túng tiền tệ”.

Mục lục	I. Tóm tắt tổng quan	3
	II. Tăng trưởng GDP	4
	III. Lạm phát	10
	IV. Chính sách tiền tệ	12
	V. Tỷ giá hối đoái	15

Triển vọng Kinh tế Việt Nam Quý 4/2020

Kinh tế Việt Nam đã cho thấy những tín hiệu phục hồi sau khi dịch Covid-19 đã dần được kiểm soát lần thứ hai. Với đánh giá tác động của làn bùng phát này thấp hơn lần trước và niềm tin vào việc kiểm soát và ngăn chặn dịch bệnh của Chính phủ, chúng tôi tin rằng các tín hiệu phục hồi sẽ rõ nét hơn trong Quý 4 năm 2020. Trong đó, có 3 động lực tăng trưởng chính của nền kinh tế là sự phục hồi của nhu cầu tiêu dùng trong nước, đẩy mạnh đầu tư công của Chính phủ và tác động từ hiệp định thương mại EVFTA.

Mặc dù NHNN đã hạ lãi suất điều hành lần thứ 3 trong năm nay và Chính phủ triển khai 2 gói chính sách tài khóa hỗ trợ doanh nghiệp và người dân, sự ổn định vĩ mô vẫn được chú trọng và duy trì trong những tháng còn lại của năm 2020. Kết hợp với 1 số yếu tố thuận lợi khách quan bên ngoài, KBSV nhận định tỷ giá và lạm phát sẽ tiếp tục biến động trong tầm kiểm soát và không vượt ra ngoài mức mục tiêu Chính phủ đề ra ngay từ đầu năm.

Bảng 1 . Một số chỉ tiêu vĩ mô năm 2020

	Đơn vị	KBSV			
		3Q2020	Tháng 4/2020	Tháng 7/2020	Tháng 10/2020
Tăng trưởng GDP	% YoY	2.12	4.50	3.00	2.50
Lạm phát bình quân	% YoY	3.85	3.50	4.00	3.50
Tăng trưởng tín dụng	% YTD	5.12*	13.00	10.00	9.00
Tăng trưởng M2	% YTD	7.74*	13.00	12.00	11.00
Lãi suất tái cấp vốn	%/năm	4.00	4.50	4.50	4.00
Tỷ giá	VND	23,184	23,750	23,500	23,200

Nguồn: KBSV

*Tính đến ngày 22/9/2020

TĂNG TRƯỞNG GDP

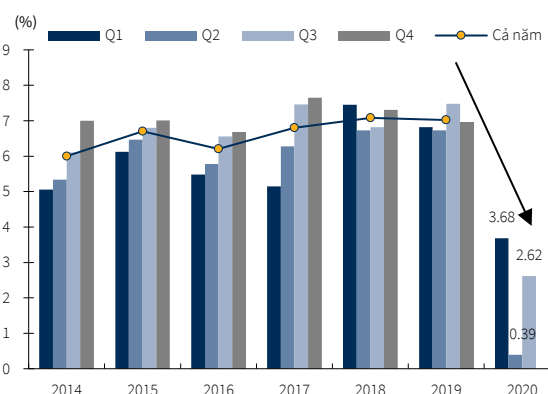
❖ Diễn biến tăng trưởng GDP 9 tháng đầu năm 2020

Tăng trưởng GDP 9 tháng đầu năm xuống mức thấp nhất trong vòng 20 năm qua do tác động của dịch Covid-19

Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê (TCTK), **GDP trong 9 tháng đầu năm ước tính tăng 2.12% YoY, mức tăng trưởng thấp nhất trong vòng 20 năm trở lại đây**. Mặc dù vậy, tính riêng theo Quý, tăng trưởng GDP Quý 3 đạt 2.62%, tích cực hơn kỳ vọng và cho thấy sự hồi phục trong ngành nông nghiệp, tiêu dùng nội địa và hoạt động xuất nhập khẩu trong bối cảnh dịch Covid-19 bùng phát lần thứ hai vào cuối tháng 7.

Biểu đồ 1. Tăng trưởng GDP theo Quý (% YoY)

Tăng trưởng GDP trong Quý 3 của Việt Nam vẫn tương đối tích cực so với các nước trong khu vực và thế giới mặc dù chịu ảnh hưởng bởi dịch Covid-19 bùng phát lần thứ hai



Nguồn: TCTK, KBSV

Xét từ phía cầu, tác động của Covid-19 lần thứ hai không quá mạnh tới tiêu dùng nội địa trong khi đầu tư tư nhân và FDI vẫn chưa thấy nhiều dấu hiệu hồi phục tích cực. Trong đó:

Tăng trưởng tiêu dùng giảm mạnh trong 9 tháng đầu năm do nhu cầu nội địa bị ảnh hưởng bởi lệnh cách ly xã hội

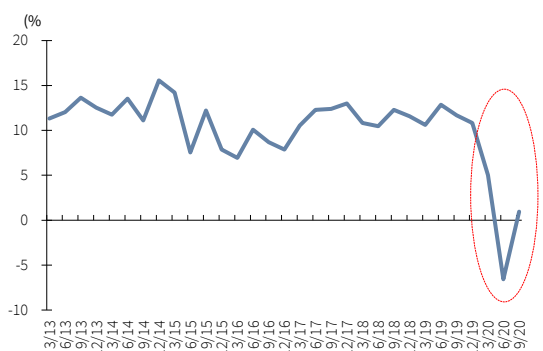
- Tiêu dùng trong 9 tháng đầu 2020 chỉ tăng 0.86% so với cùng kỳ và thấp hơn nhiều so với mức tăng trung bình 7.50% của giai đoạn 2015 – 2019, trong đó chủ yếu là giảm mạnh trong Quý 2 do ảnh hưởng bởi lệnh cách ly xã hội vào cuối tháng 4. Sang Quý 3, tiêu dùng đã phục hồi với mức tăng đạt 1.19% YoY trong bối cảnh dịch Covid-19 bùng phát lần thứ hai. Diễn biến này tương đồng với tăng trưởng doanh thu bán lẻ và dịch vụ đã hồi phục nhẹ trong Quý 3 (+0.96% YoY, Biểu đồ 2).

Vốn đầu tư toàn xã hội có mức tăng trưởng thấp nhất trong vòng 10 năm qua dù có lực đỡ từ khu vực nhà nước

- Vốn đầu tư toàn xã hội trong 9 tháng đầu năm có mức tăng trưởng thấp nhất trong vòng 10 năm nay do mức sụt giảm nghiêm trọng từ đầu tư của khối doanh nghiệp tư nhân và FDI mặc dù có lực đỡ từ khu vực nhà nước (Biểu đồ 3). Tốc độ tăng vốn thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước (NSNN) trong 9 tháng đạt mức cao nhất trong giai đoạn 2016-2020 (33.3%)

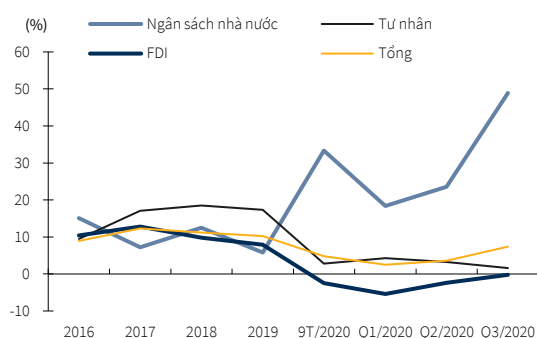
và là tín hiệu phản ánh kết quả việc quyết tâm thúc đẩy giải ngân vốn đầu tư công của Chính phủ, đặc biệt ở trong Quý 3 với mức tăng lên tới 48.9% YoY. Vốn đầu tư từ khu vực tư nhân tiếp tục suy giảm theo Quý trong khi vốn đầu tư từ khu vực FDI chỉ phục hồi nhẹ, mặc dù tốc độ tăng trưởng vẫn còn cách xa giai đoạn trước dịch.

Biểu đồ 2. Tăng trưởng doanh thu bán lẻ và dịch vụ (% YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 3. Tăng trưởng vốn đầu tư xã hội 9 tháng đầu năm (% YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Xét từ phía cung, ghi nhận sự hồi phục của ngành nông nghiệp, dịch vụ và hoạt động sản xuất công nghiệp, bất chấp tác động dù dịch Covid-19 bùng phát lần thứ 2, là điểm sáng trong 9 tháng đầu năm. Cụ thể:

Tăng trưởng khu vực dịch vụ hồi phục mạnh trong Quý 3, tập trung ở ngành bán buôn, bán lẻ và tài chính ngân hàng

- Khu vực dịch vụ tăng 1.37% trong 9 tháng đầu năm, trong đó đáng chú ý Quý 3 tăng tới 2.75% YoY từ mức suy giảm -1.93% trong Quý 2. Trong Quý 3, sự hồi phục trong nhu cầu tiêu dùng nội địa hỗ trợ mạnh cho tăng trưởng ngành bán buôn và bán lẻ (+6.04%) và hoạt động tài chính, ngân hàng (+6.60%). Trong khi đó, lệnh cấm khách quốc tế đến Việt Nam vẫn được duy trì xuyên suốt trong hơn 6 tháng qua và tác động mạnh tới tăng trưởng ngành lưu trú và ăn uống (-17.03%), vận tải, kho bãi (-4%).

Xuất khẩu tôm và gạo hồi phục giúp tăng trưởng khu vực nông lâm thủy sản ở mức khá trong 9 tháng đầu năm

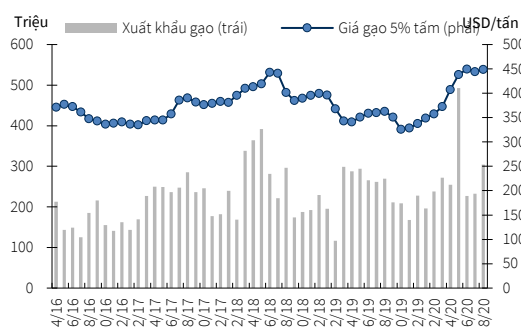
- Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 1.84% trong 9 tháng đầu năm (tính riêng quý 3 tăng 2.93%). Nhu cầu tích trữ tăng cao giúp cho hoạt động xuất khẩu sôi động và giá các mặt hàng nông thủy sản tăng. Cụ thể, giá lúa gạo duy trì mức cao nhất 8 năm trong vòng 4 tháng qua và xuất khẩu gạo 8 tháng tăng 11% YoY trong khi xuất khẩu tôm tăng trưởng mạnh tại thị trường Mỹ (8 tháng tăng 32% YoY) giúp tăng trưởng ngành nông nghiệp và thủy sản trong 9 tháng đầu năm lần lượt đạt 1.65% và 2.44%.

Ngành công nghiệp chế biến chế tạo tiếp tục duy trì là động lực cho tăng trưởng GDP

- Khu vực công nghiệp và xây dựng tăng trưởng 3.09% trong 9 tháng đầu năm (riêng quý 3 tăng 2.95%). Trong đó, ngành chế biến chế tạo tiếp tục là động lực chính trong tăng trưởng ở khu vực này, cũng như GDP Việt Nam 9 tháng (đóng góp 1.02 điểm phần trăm). Dữ liệu về chỉ số sản xuất công nghiệp tiếp tục cho thấy sự phân hóa sâu sắc của các nhóm ngành dưới tác động của Covid-19 lần thứ hai. Một số ngành vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng tốt như dược phẩm, nội thất, sản phẩm điện tử,... trong khi các ngành xuất khẩu truyền thống như dệt may vẫn chưa lấy lại được đà tăng

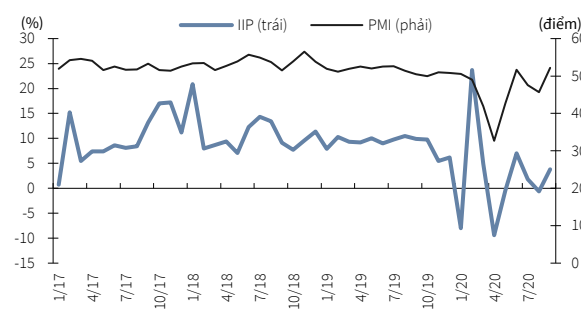
trường. Tín hiệu đáng mừng là chỉ số PMI trong tháng 9 hồi phục về trên ngưỡng 50 trung tính, đạt 52.2 điểm, mức cao nhất kể từ tháng 7/2019. Các chỉ số quan trọng như sản lượng, số lượng đơn hàng mới và niềm tin kinh doanh tăng trở lại sau 3 tháng bị gián đoạn.

Biểu đồ 4. Giá gạo 5% tằm xuất khẩu và xuất khẩu gạo (triệu USD, USD/tấn)



Nguồn: TCHQ, KBSV

Biểu đồ 5. Chỉ số sản xuất công nghiệp IIP và PMI (% YoY, điểm)



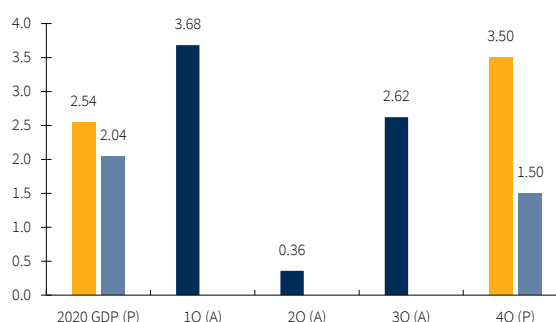
Nguồn: TCTK, IHS Markit, KBSV

❖ Dự báo tăng trưởng GDP 2020

Tăng trưởng GDP năm 2020 ước tính đạt 3.0%

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng GDP xuống còn khoảng 2.5% từ mức 3.0% trước đó, do tác động của làn sóng Covid-19 lần thứ 2 tới Việt Nam và các đối tác thương mại và làm chậm lại mức độ hồi phục của nền kinh tế. Động lực tăng trưởng chính của Việt Nam trong Quý 4 năm 2020 bao gồm nhu cầu tiêu dùng hồi phục, EVFTA, gói hỗ trợ Covid lần 2 cũng như các chính sách hỗ trợ của Chính phủ thông qua đẩy nhanh giải ngân vốn đầu tư công. Tuy nhiên, việc Bộ Thương mại Mỹ quyết định điều tra thương mại Việt Nam là yếu tố khó lường cho tăng trưởng GDP, đặc biệt là khu vực FDI.

Biểu đồ 6. Ước tính tăng trưởng GDP trong Quý 4/2020 (% YoY)



Nguồn: KBSV

Nhu cầu tiêu dùng trong nước được kỳ vọng là yếu tố thúc đẩy tăng trưởng trong Quý 4

- Việc Chính phủ tiếp tục kiểm soát hiệu quả dịch bệnh trong làn bùng phát mới đây là yếu tố then chốt giúp nhu cầu tiêu dùng nội địa hồi phục trở lại. Thêm vào đó, Chính phủ lần này đã thực hiện kiểm soát một cách chọn lọc

thay vì cách ly toàn xã hội như đợt 1, giúp giảm thiểu tối đa tác động của đợt Covid-19 lần 2. Một số đường bay thương mại quốc tế cũng đã được khôi phục trở lại với một số quốc gia như Nhật Bản, Hàn Quốc và dự kiến có thêm Trung Quốc và Đài Loan được kỳ vọng sẽ tác động phần nào tới các ngành dịch vụ, du lịch như lưu trú, vận tải.

Hiệp định EVFTA được kỳ vọng giúp hoạt động sản xuất và xuất khẩu hồi phục

- Hiệp định EVFTA có hiệu lực từ 1/8 giúp hàng hóa của Việt Nam mở rộng thị phần tại các thị trường đối tác Châu Âu, là động lực thúc đẩy tăng trưởng xuất khẩu trong thời gian tới. Nhiều mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam đã có những chuyển biến tích cực tại thị trường EU sau gần 2 tháng EVFTA được thực thi. Báo cáo từ Bộ Công Thương cho thấy, chỉ tính riêng tháng 8, kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang thị trường EU đạt 3.25 tỷ USD, tăng 4.65% so với tháng 7 và tăng 4.2% so với cùng kỳ. Sang tháng 9, kim ngạch xuất khẩu sang thị trường này tiếp tục duy trì đà tăng mạnh, +14.4% YoY. Đóng góp lớn cho mức tăng này là xuất khẩu thủy sản, với số lượng đơn hàng tăng khoảng 10% so với tháng 7 và kim ngạch xuất khẩu tháng 8 tăng 1.7% YoY, trong đó xuất khẩu tôm tháng 8/2020 tăng tới 15.7% YoY. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng trong thời gian tới, các mặt hàng khác như điện thoại và linh kiện, máy móc, thiết bị phụ tùng, dệt may, da giày, thủy sản, đồ gỗ, cà phê... sẽ được gia tăng kim ngạch xuất khẩu vào thị trường này.

Các điều kiện trong gói hỗ trợ lần 1 được nới lỏng hơn và gói hỗ trợ lần 2 tập trung nhiều vào doanh nghiệp nhỏ thông qua các khoản vay ưu đãi là yếu tố hỗ trợ doanh nghiệp

- Sau khi dịch bùng phát lần thứ hai, gói hỗ trợ thứ 2 được đưa ra nhằm hỗ trợ nhóm người chịu ảnh hưởng mới (lao động thất nghiệp sống trong hoàn cảnh khó khăn) và tập trung vào việc thúc đẩy niềm tin của các doanh nghiệp nhỏ bằng cách cung cấp các khoản vay ưu đãi. Bên cạnh đó, với tỉ lệ giải ngân của gói hỗ trợ thứ nhất đang ở mức thấp (chỉ có 28.5% gói hỗ trợ đầu tiên được giải ngân tính đến cuối tháng 7 năm 2020 (~ 17.500 tỷ đồng), bộ LĐTBXH cũng đề xuất gia hạn các biện pháp từ gói hỗ trợ đầu tiên, bao gồm mở rộng nhóm đối tượng thụ hưởng và sửa đổi điều kiện cho vay đối với khoản vay lãi suất 0% cho các doanh nghiệp để trả lương cho người lao động.

Bảng 2. Các gói hỗ trợ lần 1 và lần 2

	Chi phí (Tỷ VND)	
	Kế hoạch	Giải ngân
Gói hỗ trợ I		
Hỗ trợ thu nhập đối với nhóm chịu ảnh hưởng của dịch bệnh		
Hộ nghèo/cận nghèo	4,842	
Người thụ hưởng trợ cấp xã hội	6,473	11,690
Người có công trong cách mạng và chiến tranh	1,703	
Người lao động trong ngành không chính thức chịu ảnh hưởng	15,000	
Hộ kinh doanh đã đăng ký thuế có thu nhập hàng năm <100 triệu đồng	2,280	68
Hỗ trợ doanh nghiệp		
Người lao động bị chấm dứt hợp đồng không đủ điều kiện hưởng bảo hiểm thất nghiệp	5,400	403
Tạm hoãn đóng BHXH đối với doanh nghiệp có 50% lao động nghỉ việc tạm thời	6,500	603
Hỗ trợ đào tạo sử dụng Quỹ bảo hiểm thất nghiệp	3,000	
Cho doanh nghiệp vay với lãi suất 0% trong thời hạn tối đa 12 tháng để trả lương cho người lao động, (50% lương tối thiểu x 3 tháng)	16,200	

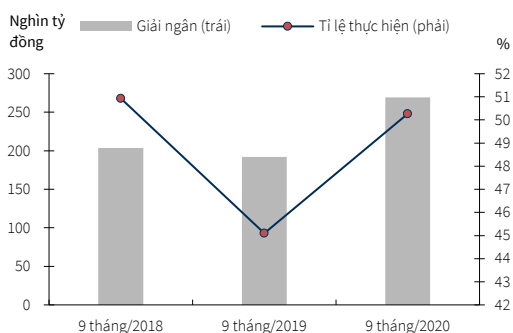
Tổng	61,398	17,500
Gói hỗ trợ II		
Hỗ trợ thu nhập đối với nhóm chịu ảnh hưởng của dịch bệnh		
Người lao động bị ảnh hưởng bởi đại dịch Covid-19 đang thuê nhà hoặc nuôi con nhỏ dưới sáu tuổi, áp dụng từ tháng 9 năm 2020 đến tháng 12 năm 2020	3,600	
Hỗ trợ doanh nghiệp		
Cho vay DN vừa và nhỏ, HTX, hộ kinh doanh và người lao động nông thôn với lãi suất ưu đãi (3.96%/ năm), áp dụng từ tháng 9/2020 đến tháng 9/2021	15,000	
Tổng	18,600	

Nguồn: WB, Bộ LĐ và TBXH, KBSV

Đầu tư công, đặc biệt là dự án xây dựng đường cao tốc Bắc – Nam sẽ là điểm nhấn trong nửa cuối năm 2020

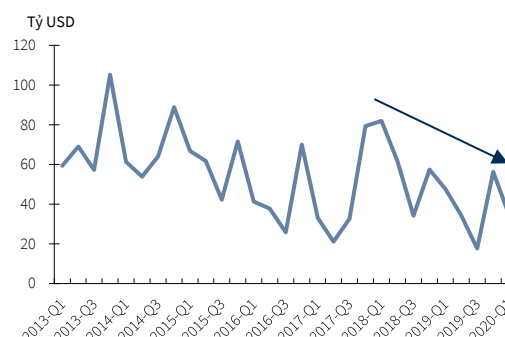
- Chúng tôi tin rằng giải ngân vốn đầu tư công sẽ tiếp tục được đẩy mạnh trong Quý 4. Đầu tư công đã tăng trưởng mạnh mẽ trong Quý 3 với mức giải ngân đạt hơn 100 nghìn tỷ đồng, nâng tổng mức giải ngân trong 9 tháng đầu năm lên gần 270 nghìn tỷ đồng, đạt 50% kế hoạch chính phủ đặt ra. Trong Quý 4, chúng tôi kỳ vọng giải ngân vốn đầu tư công sẽ được đẩy nhanh hơn nữa, đặc biệt là ở 3 dự án cao tốc Bắc – Nam đã chính thức được khởi công: dự án cao tốc Bắc Nam gồm đoạn Mai Sơn - quốc lộ 45, Vĩnh Hảo - Phan Thiết, Phan Thiết - Dầu Giây.

Biểu đồ 9. Giải ngân vốn đầu tư công 9 tháng đầu năm 2018-2020 (Nghìn tỷ đồng, %)



Nguồn: Bộ Tài Chính, KBSV

Biểu đồ 10. Diễn biến FDI vào Trung Quốc trong giai đoạn điều tra Mục 301 của Mỹ



Nguồn: OECD, KBSV

Ở chiều ngược lại, chúng tôi đánh giá rủi ro dịch Covid-19 diễn biến phức tạp và việc Bộ Thương mại Mỹ chính thức điều tra thương mại Việt Nam là 2 yếu tố chính tác động đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong giai đoạn tới:

Nhu cầu từ các đối tác thương mại tiếp tục suy yếu là yếu tố tác động tiêu cực với ngành sản xuất trong 3 tháng cuối năm

- Diễn biến khó lường của dịch Covid-19 và vaccin vẫn chưa được thử nghiệm thành công là yếu tố khiến nhu cầu từ các đối tác thương mại chính tiếp tục dự báo suy yếu. Tuy nhiên, hiện nay, hầu hết các quốc gia trên thế giới theo đuổi chính sách “sống chung” với Covid-19, thay vì thực hiện các biện pháp cách ly xã hội chặt chẽ như Quý 2 và do vậy tác động tới tâm lý và nhu cầu tiêu dùng của người dân sẽ không quá lớn như trước đó.

Dòng vốn FDI dự báo sẽ bị ảnh hưởng khi Bộ thương mại Mỹ thực hiện điều tra mục 301 Đạo luật

- Bộ Thương Mại Mỹ đã thông báo chính thức điều tra thương mại theo Mục 301, Đạo luật Thương Mại 1974 về việc nhập khẩu và sử dụng gỗ khai thác và hành vi của Việt Nam vào việc định giá thấp đồng tiền và hậu quả gây ra

thương mại 1974 đối với Việt Nam

cho thương mại Mỹ. Chúng tôi quan sát thấy sự sụt giảm đáng kể khi quan sát số liệu dòng vốn FDI giải ngân vào Trung Quốc sau thời gian Bộ Thương mại Mỹ quyết định điều tra thương mại Trung Quốc theo Mục 301, Đạo luật Thương Mại 1974 (Biểu đồ 10). Do vậy, rủi ro dòng vốn FDI vào Việt Nam sẽ bị gián đoạn trong thời gian điều tra của Mỹ là hiện hữu.

LẠM PHÁT

❖ Diễn biến lạm phát 9 tháng đầu năm 2020

Lạm phát bình quân 9 tháng mặc dù vẫn ở mức cao nhưng có xu hướng giảm dần đều

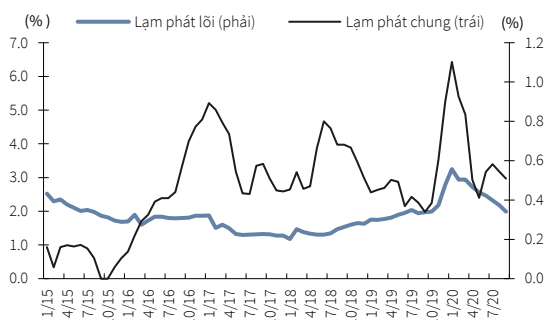
Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê (TCTK), **chỉ số CPI bình quân trong 9 tháng đầu năm ước tính tăng 3.85% YoY**. Nếu tính riêng theo Quý, chỉ số lạm phát bình quân hạ nhiệt tương đối mạnh xuống chỉ còn 3.18% trong Quý 3 từ mức 5.56% vào Quý 1. Lạm phát cơ bản cũng có xu hướng giảm dần, với tốc độ chậm hơn. Lạm phát cơ bản bình quân 9 tháng đầu năm đạt 2.82%, trong đó lạm phát cơ bản bình quân Quý 3 là 2.16%, giảm từ mức 3.04% vào Quý 1.

Giá thịt lợn tăng mạnh và giá dầu giảm là 2 yếu tố gây ảnh hưởng mạnh tới CPI 9 tháng đầu năm

Trong 9 tháng đầu năm 2020, các yếu tố chính tác động tới CPI bao gồm:

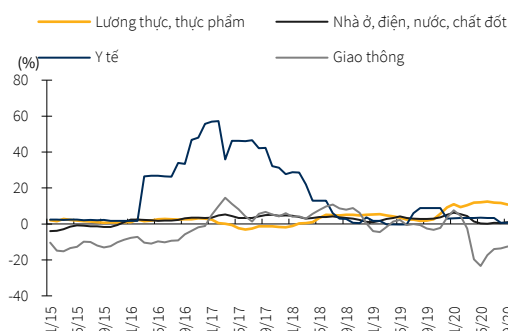
- 1) Giá nhóm thực phẩm tăng 14.31% YoY, chủ yếu do giá thịt lợn đã tăng hơn 70.55% YoY, làm CPI chung tăng 2.39%;
- 2) Giá nhóm lương thực tăng 4.03% và làm CPI chung tăng 0.15%;
- 3) Giá nhóm giao thông giảm 10.66% do giá xăng dầu giảm 22.11%, giúp CPI chung giảm 0.8%.

Biểu đồ 11. Lạm phát và lạm phát cơ bản (% YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 12. Biến động các nhóm ngành chính (% YoY)



Nguồn: TCTK, KBSV

❖ Dự báo lạm phát 2020

Chúng tôi giảm dự báo lạm phát trong năm 2020 xuống còn 3.5%, do diễn biến của giá thịt lợn hiện đã trong đà kiểm soát nhờ nguồn cung được cải thiện và giá xăng dầu và dịch vụ công tiếp tục là yếu tố thuận lợi giúp kiềm chế lạm phát:

Biến động hàng hóa, bao gồm giá thịt lợn sẽ không mạnh như lo ngại trước đó

- Trong vòng 3 năm trở lại đây, biến động của giá thịt lợn vào dịp cuối năm luôn là yếu tố rủi ro nhất cho lạm phát. Tuy nhiên, với mức độ tái đàn tương đối nhanh như hiện nay (số liệu từ Bộ NN và PTNT cho biết tổng đàn lợn cả nước hiện đã tương đương với 82% thời điểm trước dịch tả lợn Châu

Phi) và dịch tả lợn đã được kiểm soát, chúng tôi dự báo biến động của giá thịt lợn sẽ chỉ dao động quanh mức 70,000 – 80,000 đồng/kg – tương đương giai đoạn với Quý 4/2019.

Mặt bằng giá xăng dầu thấp hơn nhiều so với cùng kỳ

- Mặc dù giá dầu thô là yếu tố khó lường do các yếu tố chính trị khó kiểm soát và dự báo, chúng tôi kỳ vọng mặt bằng giá xăng dầu trong giai đoạn 3 tháng cuối năm vẫn duy trì ở mức thấp hơn so với cùng kỳ nhờ: 1) Mặt bằng giá dầu thô quốc tế hiện tại ở mức thấp, chỉ bằng 2/3 so với cùng kỳ; 2) Quỹ Bình ổn xăng dầu ước tính đạt khoảng gần 6,000 tỷ đồng, do vậy dư địa để Chính phủ can thiệp vào giá xăng dầu trong trường hợp giá thế giới tăng mạnh trở lại là tương đối dồi dào và 3) Nhu cầu đi lại và vận chuyển nội địa vẫn chưa khôi phục lại hoàn toàn.

Giá dịch vụ công sẽ không tăng nhiều trong 2H2020 như các năm trước

- Yếu tố giá dịch vụ công như y tế không phải là yếu tố đáng lo ngại cho lạm phát Quý 4 khi yêu cầu hoãn tăng lương cơ sở của Chính phủ sẽ giúp cho giá nhóm y tế không còn có áp lực tăng như các năm trước. Ngoài ra, trong bối cảnh lạm phát gia tăng mạnh, Chính phủ sẽ yêu cầu các Bộ phối hợp để không tăng giá các nhóm hàng dịch vụ Nhà nước trong Quý 4.

Bảng 3. Ước tính chỉ số CPI bình quân trong năm 2020

	Các nhóm hàng và dịch vụ	Quyền số (%)	+/- (% YoY)	CPI 2020(%)
1	Hàng ăn và dịch vụ ăn uống			
	Lương thực	4.46	3.5	0.16
	Thực phẩm	22.60	11	2.49
	Ăn uống ngoài gia đình	9.06	7	0.63
2	Đồ uống và thuốc lá	3.59	1	0.04
3	May mặc, mũ nón, giày dép	6.37	0.5	0.03
4	Nhà ở, điện nước, chất đốt và VLXD	15.73	2.5	0.39
5	Thiết bị và đồ dùng gia đình	7.31	1	0.07
6	Thuốc và dịch vụ y tế	5.04	2	0.10
7	Giao thông	9.37	-7	-0.66
8	Bưu chính viễn thông	2.89	-0.5	-0.01
9	Giáo dục	5.99	4	0.24
10	Văn hóa, giải trí và du lịch	4.29	-0.5	-0.02
11	Khác	3.30	3	0.10
	Tổng			3.56

Nguồn: KBSV

LÃI SUẤT

❖ Diễn biến mặt bằng lãi suất 9 tháng đầu năm 2020

Bảng 4. Cung - cầu trên thị trường tiền tệ

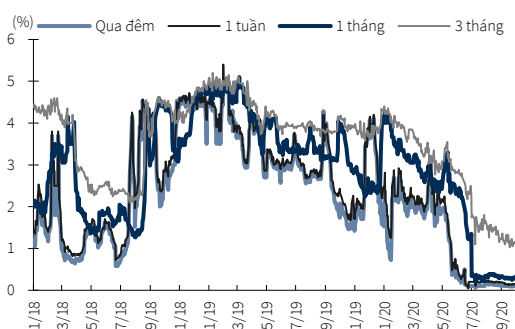
Tỷ VND	31/3/2019	30/6/2019	30/9/2019	31/12/2019	30/3/2020	30/6/2020	22/9/2020
Tổng phương tiện thanh toán	9,478,157	9,866,810	10,083,289	10,573,725	10,755,572	11,118,423	11,392,131
Tăng trưởng M2 YTD (%)	2.89	7.11	9.46	14.78	1.72	5.15	7.74
Tăng trưởng M2 QoQ (%)	2.89	4.10	2.19	4.86	1.72	3.37	2.46
Phần tăng thêm M2 trong Quý	266,309	388,653	216,478	490,436	181,847	362,851	273,708
Dư nợ tín dụng	7,437,086	7,742,083	7,888,910	8,195,393	8,302,412	8,494,504	8,614,997
Tăng trưởng tín dụng YTD (%)	3.13	7.36	9.40	13.65	1.31	3.65	5.12
Tăng trưởng tín dụng QoQ (%)	3.13	4.10	1.90	3.88	1.31	2.31	1.42
Phần tăng thêm tín dụng trong Quý	225,911	304,997	146,827	306,483	107,019	192,092	120,493
Chênh lệch giữa phần tăng thêm M2 và tín dụng YTD	40,398	124,054	193,706	377,659	74,828	245,587	323,974
Chênh lệch giữa phần tăng thêm M2 và tín dụng theo Quý	40,398	83,656	69,651	183,953	74,828	170,759	153,215

Nguồn: NHNN, KBSV

Thanh khoản dư thừa khiến lãi suất liên ngân hàng và lợi suất trái phiếu kho bạc xuống mức thấp nhất trong vòng nhiều năm qua

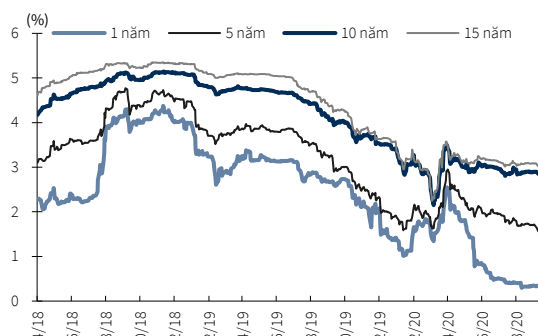
Thanh khoản hệ thống trong 9 tháng đầu năm 2020 dồi dào, với mức chênh lệch phần tăng thêm M2 và tín dụng luôn duy trì ở mức cao (Bảng 4). Diễn biến này chủ yếu là do: 1) dịch bệnh khiến cầu tín dụng yếu đi rõ rệt do các doanh nghiệp đang gặp nhiều khó khăn, phải thu hẹp hoạt động sản xuất kinh doanh. Tăng trưởng tín dụng tính đến ngày 22/9 chỉ đạt 5.12% YTD, thấp hơn nhiều so với mức hơn 8.51% cùng kỳ năm 2019 và 2) NHNN thực hiện nghiệp vụ mua ngoại tệ bổ sung dự trữ ngoại hối với ước tính đạt gần 10 tỷ USD, tương đương với bơm ra thị trường hơn 23 nghìn tỷ đồng. Thanh khoản dư thừa đã khiến lãi suất liên ngân hàng và suất TPCP duy trì ở mức thấp trong vòng kể từ tháng 5/2020 (Biểu đồ 13, 14).

Biểu đồ 13. Lãi suất liên ngân hàng (%)



Nguồn: NHNN, KBSV

Biểu đồ 14. Biến động lợi suất TPCP (%)



Nguồn: TCTK, KBSV

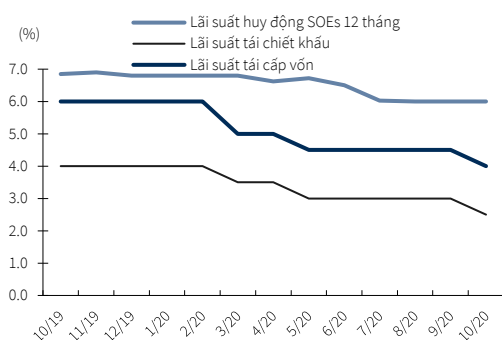
Chính sách tiền tệ mang xu hướng nới lỏng có kiểm soát

Để đối phó với dịch Covid-19 và kích cầu tín dụng, NHNN đã quyết định hạ lãi suất điều hành 3 lần liên tiếp vào tháng 3 và tháng 5 và 10 với tổng mức giảm là 150 bps đối với lãi suất tái cấp vốn, cũng như hạ trần lãi suất huy động dưới 6 tháng từ 80- 100bps. Bên cạnh đó, NHNN hoãn siết tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn thêm 1 năm để cho các ngân hàng không bị chịu áp lực cơ cấu lại nguồn vốn trong bối cảnh các NHTM đã phải hỗ trợ doanh nghiệp gặp khó khăn về mặt thanh khoản, thông qua việc giảm lãi suất cho vay, giãn nợ và cơ cấu lại nợ. Xét về tổng thể, các chính sách tiền tệ nhằm đối phó với dịch Covid-19 của NHNN chủ yếu sử dụng nguồn lực từ các NHTM, do vậy mức tác động đến cung tiền là không quá lớn (so với các công cụ bơm tiền trực tiếp thông qua việc mua trái phiếu của các NHTW khác).

Mặt bằng lãi suất huy động giảm mạnh kể từ sau lần cắt lãi suất điều hành vào tháng 5

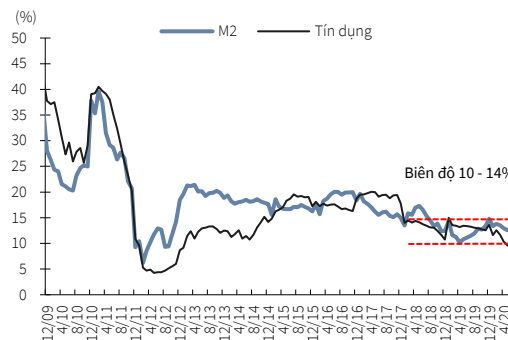
Trên thực tế, mặt bằng lãi suất huy động đã liên tục giảm mạnh kể từ sau lần cắt lãi suất điều hành vào tháng 5/2020. Lãi suất huy động ở mức thấp và trong xu hướng giảm xuất phát từ hai nguyên nhân: 1) thanh khoản hệ thống duy trì ở trạng thái dư thừa khi mà nguồn cung dồi dào (NHNN mua vào ngoại tệ, huy động vốn 9 tháng tăng khá ở mức 7.7%), trong khi phía cầu chưa có nhiều tín hiệu khởi sắc (tín dụng 9 tháng chỉ tăng 5.12%); và 2) áp lực giảm lãi suất huy động để duy trì tỷ lệ NIM phù hợp trong bối cảnh các ngân hàng phải cắt giảm lãi suất cho vay nhằm hỗ trợ khách hàng bị ảnh hưởng trong dịch COVID-19.

**Biểu đồ 15. Mặt bằng lãi suất huy động bình quân kỳ hạn
12 tháng (%)**



Nguồn: NHNN, KBSV

Biểu đồ 16. Tăng trưởng tín dụng và M2 (% YoY)



Nguồn: NHNN, KBSV

❖ Dự báo mặt bằng lãi suất 2020

Tăng trưởng tín dụng sẽ ở mức quanh 8-10% trong năm 2020

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ phục hồi nhẹ trong Quý 4 năm 2020 khi quan sát thấy các chỉ số chỉ báo như IIP, PMI cho thấy hoạt động sản xuất đang dần phục hồi, cũng như mặt bằng lãi suất cho vay đang ở mức thấp trong nhiều năm qua nhờ định hướng chính sách của NHNN. Mặc dù vậy, nhu cầu tín dụng của nền kinh tế sẽ khó có thể phục hồi về trạng thái bình thường như trước khi dịch diễn ra và chúng tôi tiếp tục hạ dự báo tăng trưởng tín dụng trong năm nay xuống quanh mức 8-10% (so với dự báo 10% đưa ra trước đó).

Lãi suất huy động được kỳ vọng sẽ tiếp tục xu hướng giảm sau lần hạ

Tính đến thời điểm hiện tại, mặt bằng lãi suất huy động đã giảm tổng cộng 50-200bps ở tất cả các kỳ hạn so với đầu năm nay. Lãi suất tiền gửi kỳ hạn dưới 6

lãi suất điều hành lần này, tuy nhiên tốc độ sẽ không rõ rệt như trước đó do mặt bằng hiện đã duy trì ở mức thấp

tháng hiện phổ biến ở mức 2.50%- 4.00%/năm, đã thấp hơn khá nhiều mức trần mới 4.00%/năm của NHNN, do vậy dư địa lãi suất kỳ hạn dưới 6 tháng để tiếp tục giảm mạnh sẽ không còn nhiều. Xu hướng giảm cũng rõ rệt hơn ở lãi suất huy động trung và dài hạn trong vòng 3 tháng qua, với mặt bằng lãi suất huy động kỳ hạn hơn 12 tháng hiện phổ biến ở 6.00 – 7.00%. Dù kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ hồi phục trở lại phần nào trong 3 tháng cuối năm, chúng tôi kỳ vọng mặt bằng lãi suất huy động trung và dài hạn vẫn sẽ có xu hướng giảm nhẹ (10-20 bps).

TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI

❖ Diễn biến tỷ giá USD/VND 9 tháng đầu năm 2020

Tỷ giá nhìn chung ổn định trong 9 tháng đầu năm

Tỷ giá USD/VND sau khi biến động mạnh trong 2 tuần cuối của tháng 3 đã quay trở lại trạng thái ổn định với xu hướng giảm trong Quý 2 và Quý 3. Tính đến ngày 30/9, tỷ giá trên thị trường liên ngân hàng và chợ đen lần lượt tăng 0.1% và 0.3 % so với cuối năm ngoái trong khi tỷ giá trung tâm tăng 0.3% YTD. Nếu so với các đồng tiền khác trong khu vực, VND vẫn tiếp tục được đánh giá là đồng tiền ổn định trong 9 tháng đầu năm.

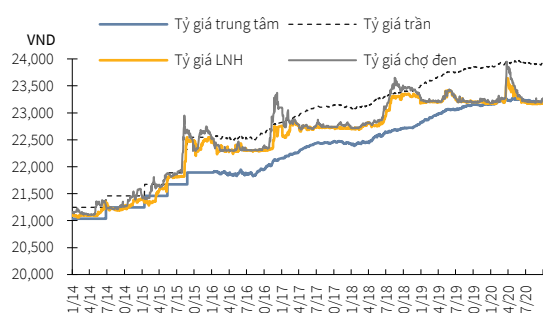
NEER và REER giảm mạnh và xuống mức thấp nhất trong vòng 1 năm qua

Lần đầu tiên trong vòng 3 năm qua, xu hướng giảm của đường NEER và REER trở nên rõ rệt hơn. NEER hiện đã giảm xuống còn 97.9 điểm, từ mức 118 điểm vào cuối Quý 2 và xuống mức thấp nhất trong vòng 1 năm qua. Đường NEER và REER giảm là tín hiệu tốt cho hoạt động xuất khẩu, nhưng cũng tạo áp lực điều hành cho NHNN khi hiện tại VND đang nằm trong diện cáo buộc “thao túng tiền tệ”.

Đồng USD giảm mạnh trên thị trường quốc tế nhờ chính sách nới lỏng của FED là nguyên nhân giúp tỷ giá ổn định trong thời gian qua

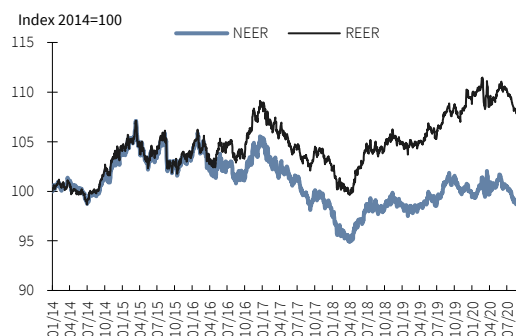
Nguyên nhân chính giúp tỷ giá USD/VND ổn định trong Quý 2 và Quý 3 và diễn biến giảm giá của NEER và REER là nhờ xu hướng giảm giá rõ rệt của đồng USD trên thị trường quốc tế. Cụ thể, sau khi tăng vọt hơn 8% trong khoảng thời gian từ ngày 9 đến ngày 20 tháng 3, chỉ số DXY hiện đã giảm mạnh về mức thấp nhất trong vòng 4 năm qua, nhờ các chính sách nới lỏng tiền tệ của FED và các gói hỗ trợ tài khóa. Ngoài ra, việc NHNN ấn định tỷ giá mua vào ở Sở giao dịch NHNN tại 23,175 và tích cực mua tăng dự trữ ngoại hối trong vòng gần 1 năm qua cũng đã phần nào chặn đà giảm của tỷ giá USD/VND trên thị trường liên ngân hàng và giúp đồng VND giảm giá tương đối so với các đồng tiền khác trong 8 đồng tiền tham chiếu, đặc biệt là với các đồng như CNY, EUR, JPY

Biểu đồ 17. Tỷ giá USD/VND (%)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 18. NEER và REER (điểm)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

❖ Dự báo tỷ giá hối đoái 2020

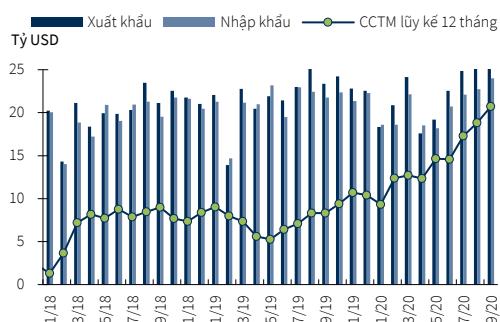
Tỷ giá USD/VND được dự đoán đi ngang so với đầu năm

Nguồn cung ngoại tệ vẫn duy trì tích cực

Chúng tôi điều chỉnh kịch bản của đồng VND trong năm 2020 sẽ đi ngang – thay đổi so với dự báo trước đó nhờ nguồn cung USD dồi dào và xu hướng giảm giá của đồng USD trên thị trường quốc tế. Rủi ro lớn nhất của VND hiện tại là bị Mỹ đánh giá là “thao túng tiền tệ” trong kỳ đánh giá tháng 10 sắp tới.

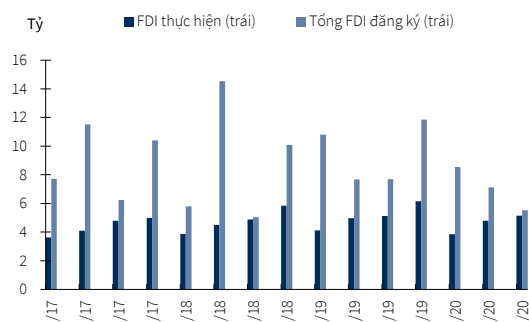
- Nguồn cung ngoại tệ được đánh giá vẫn duy trì trạng thái dồi dào trong Quý 4 năm 2020, khi hoạt động xuất nhập khẩu hồi phục và vốn FDI giải ngân vẫn tương đối tốt. Trên thực tế, trái với lo ngại trước đó của chúng tôi, hoạt động xuất khẩu trong 9 tháng đầu năm của Việt Nam vẫn tương đối tích cực và tính đến cuối tháng 9, cán cân thương mại thặng dư tới gần 17 tỷ USD với tăng trưởng vượt bậc ở nhóm điện tử, máy tính và linh kiện (+25.9% YoY). Trong khi đó, lượng kiều hối thường tăng mạnh giai đoạn cuối năm nhằm phục vụ nhu cầu mua sắm trước Tết Nguyên Đán. Tuy nhiên, với việc Mỹ điều tra thương mại đối với Việt Nam, dòng vốn FDI nhiều khả năng sẽ bị gián đoạn trong ngắn hạn.

Biểu đồ 19. Cán cân thương mại (tỷ USD)



Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 19. FDI giải ngân và đăng ký (tỷ USD)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Xu hướng của USD nghiêng nhiều về phía giảm trong thời gian tới

Việc Fed khẳng định vẫn duy trì quan điểm nới lỏng tiền tệ ít nhất cho đến 2021 và chính sách tài khóa mở rộng, có thể bao gồm gói hỗ trợ Covid-19 mới trị giá gần 2,200 tỉ USD mới được thông qua bởi Hạ viện Mỹ là yếu tố hỗ trợ xu hướng của đồng USD tiếp tục nghiêng về phía giảm trong Quý 4/2020. Tuy nhiên, diễn biến của đồng USD sẽ khó lường trong giai đoạn bầu cử Mỹ vào tháng 11 năm nay.

VND chịu áp lực tăng giá trong ngắn hạn từ cảnh báo “thao túng tiền tệ” của Mỹ

Bộ Thương Mại Mỹ đã chính thức điều tra thương mại theo Mục 301, Đạo luật Thương Mại 1974 về việc nhập khẩu và sử dụng gỗ khai thác và hành vi của Việt Nam vào việc định giá thấp đồng tiền và hậu quả gây ra cho thương mại Mỹ. Trước đó, trong cuộc điều tra chống trợ cấp lốp xe ô tô hạng nhẹ của Việt Nam, Bộ Tài chính Hoa Kỳ xác định rằng Việt Nam đã cố tình định giá thấp đồng tiền của mình bằng 4.7% so với USD vào năm 2019) để đạt được lợi thế cạnh tranh trong hoạt động xuất khẩu. Hai điều trên là yếu tố bất lợi và là cảnh báo sớm rằng sau đó Mỹ có thể coi Việt Nam là nước thao túng tiền tệ. Nhiều khả năng NHNN sẽ phải giảm tỷ giá mua vào tại Sở giao dịch NHNN để có thể điều chỉnh

tỷ giá về mức hợp lý hơn trong thời gian tới. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ quan điểm rằng trường hợp xấu nhất mà Mỹ sẽ gán cho Việt Nam là nước thao túng tiền tệ vào tháng 10 là rất khó xảy ra vì: (1) Việt Nam đã rất nỗ lực để giảm thặng dư thương mại trong thời gian gần đây; (2) Chính sách tăng cường dự trữ ngoại tệ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) là cần thiết do dự trữ ngoại hối của Việt Nam vào cuối tháng 7 chỉ ở mức 86 tỷ USD, tương đương với 4.3 tháng về giá trị nhập khẩu (chỉ cao hơn không đáng kể so với mức tối thiểu 3 tháng mà IMF khuyến nghị) và thấp hơn nhiều so với mức trung bình của khu vực là 10.9 tháng; (3) Trong vòng 20 năm qua, chỉ có Trung Quốc là quốc gia bị Mỹ đánh giá là “thao túng tiền tệ” vào tháng 8/2019, mặc dù chỉ có 1 tiêu chí vi phạm; (3) Thời gian điều tra theo Mục 301 thường sẽ kéo dài hơn 6 tháng (tương tự như trường hợp Trung Quốc vào năm 2017-2018), trong đó sẽ có một buổi điều trần để Việt Nam có thể tận dụng nhằm tránh cáo buộc trên.

Bảng 5. Tiêu chí đánh giá thao túng tiền tệ 2019 và 2020

	Cán cân thương mại hàng hóa với Mỹ		Cán cân vãng lai		Can thiệp thị trường ngoại hối	
	Tỷ USD	% GDP	Tỷ USD	% GDP	Tỷ USD	Mua ròng 6 trong 12 tháng
4 Quý đến tháng 12/ 2019	61.3	23.6	12.5	4.8	22.9	Có*
4 Quý đến tháng 6/2020	65.4	24.7	13.9	5.3	19.1	Có**
Tiêu chí đánh giá	Lớn hơn 20.0 tỷ USD		Lớn hơn 2.0% GDP			Có

Nguồn: KBSV

*Tiêu chí đánh giá cho kỳ đánh giá tháng 5 năm 2020, cho khoảng thời gian Quý 1 – 2019 đến Quý 4 – 2019, tuy nhiên hiện tại Bộ Tài Chính Mỹ vẫn chưa công bố đánh giá chính thức.

**Tiêu chí đánh giá cho kỳ đánh giá tháng 10 năm 2020, cho khoảng thời gian Quý 3 – 2019 đến Quý 2 – 2020.

KHOẢNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược Thị trường

Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh
anhdt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Vĩ mô – Thái Thị Việt Trinh
trinhhtt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng
tungla@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu
hieudd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng
tungna@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga
ngaphb@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Lê Thành Công
congtl@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Ngân hàng Tài chính – Nguyễn Thị Thu Huyền
huyenntt@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh) – Harrison Kim
harrison.kim@kbf.com

Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ – Đào Phúc Phương Dung
dungdpp@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Thủy sản & Dược phẩm – Nguyễn Thanh Danh
danhnt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Hóa chất – Nguyễn Vinh
vinhn@kbsec.com.vn

Bộ phận Marketing Research

Chuyên viên Marketing Hàn Quốc – Seon Yeong Shin
shin.sy@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.