

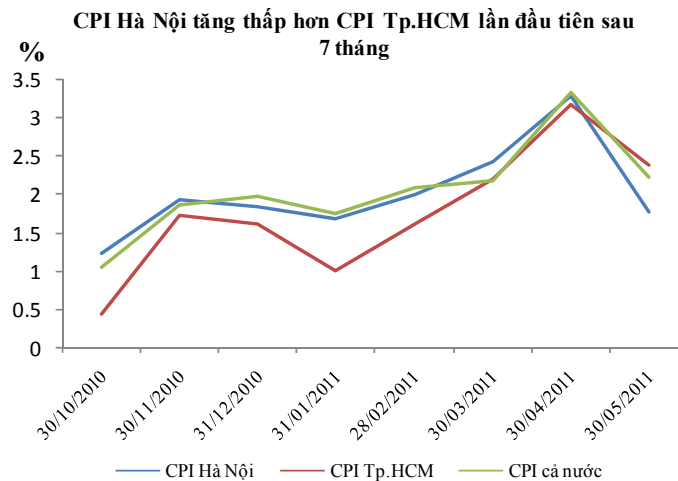
TỔNG QUAN

- **Tình hình lạm phát.**
 - ✓ **Lạm phát tháng 5 giảm tốc.** Giá cả các tỉnh phía Nam có xu hướng tăng cao hơn giá cả các tỉnh phía Bắc.
 - ✓ **Giá dầu thế giới ổn định, chưa giảm giá xăng trong nước.** Giá dầu trong tháng 5 đã giảm so với tháng 4 nhưng Chính phủ vẫn chưa giảm giá bán lẻ xăng dầu trong nước do mức độ giảm của giá dầu chưa thật sự nhiều và Chính phủ vẫn đang ưu tiên cho việc khôi phục các loại thuế và bổ sung quỹ bình ổn.
 - ✓ **BVSC dự báo CPI tháng 6 tăng dưới 1%.**
- **Diễn biến lãi suất.**
 - ✓ **Lãi suất liên ngân hàng hạ nhiệt rõ rệt trong tháng 5.** Sau một thời gian tăng cao kéo dài, lãi suất bình quân trên thị trường liên ngân hàng đã có những chuyển biến tích cực khi có dấu hiệu giảm mạnh ở tất cả các kỳ hạn.
 - ✓ **Bức tranh tiền tệ đang dần được cải thiện? BVSC giữ một quan điểm lạc quan về thị trường tiền tệ trong ngắn hạn.** Có thể thấy các yếu tố mà chúng tôi lo ngại nhất trong suốt thời gian qua là thanh khoản hệ thống ngân hàng, tiền gửi VND giảm sút, cuộc đua lãi suất giữa các ngân hàng... đang dần được giải quyết theo chiều hướng tốt dần lên. Chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất rất có thể đã xác lập vùng đỉnh và sẽ sớm giảm trong thời gian tới.
- **Thị trường ngoại hối.**
 - ✓ **Tỷ giá VND/USD vẫn duy trì sự ổn định.** Bất chấp tình hình thâm hụt thương mại đang có dấu hiệu gia tăng và áp lực lạm phát vẫn ở mức cao, trên thị trường ngoại hối, tỷ giá VND/USD vẫn không có nhiều thay đổi.
 - ✓ **Vẫn cần thận trọng với vấn đề tỷ giá trong trung và dài hạn.** Những biện pháp mạnh tay của NHNN trong thời gian vừa qua đã và đang phát huy tác động tích cực lên tỷ giá. Do đó, **trong ngắn hạn, BVSC bảo lưu quan điểm về sự ổn định của thị trường ngoại hối.** Tuy nhiên, thâm hụt thương mại tiếp tục gia tăng cùng với việc các dòng vốn nước ngoài chảy vào Việt Nam đang mang đến nhiều rủi ro đối với tỷ giá trong trung và dài hạn.

TÌNH HÌNH LẠM PHÁT

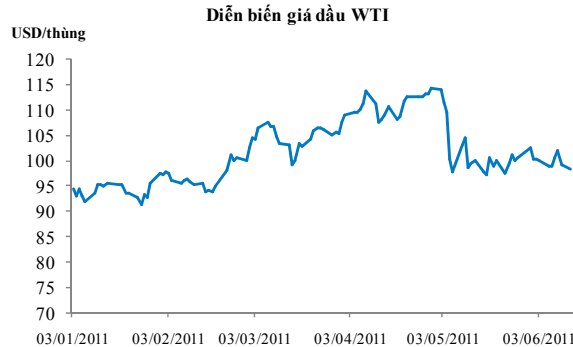
- Lạm phát tháng 5 giảm tốc.** Với mức tăng 2,21% trong tháng 5, chỉ số CPI đã có dấu hiệu giảm tốc so với tháng 4 (tăng 3,32%), tuy nhiên mức độ giảm tốc dường như vẫn chưa thật sự nhiều như kỳ vọng của các nhà đầu tư (1-1,5%). Thủ phạm chính đẩy giá cả tiếp tục tăng trong tháng 5 tiếp tục là nhóm hàng lương thực- thực phẩm (tăng 3%); nhóm hàng nhà ở và vật liệu xây dựng (tăng 3,1%) và nhóm hàng giao thông (tăng 2,67%).

Có một điểm đặc biệt trong diễn biến lạm phát tháng vừa rồi là chỉ số giá cả của các tỉnh phía Nam (đại diện là Tp.HCM tăng 2,38%) có xu hướng tăng cao hơn các tỉnh phía Bắc (đại diện là Hà Nội tăng 1,76%). Điều này có thể được lý giải do trong suốt 7 tháng qua, giá cả ở khu vực phía Nam có xu hướng thấp hơn đáng kể so với phía Bắc, do vậy, rất có thể kể từ tháng 5 trở đi, nếu chỉ số giá cả tiếp tục tăng, các tỉnh phía Nam sẽ có xu hướng tăng giá nhanh hơn; nếu chỉ số giá cả giảm, các tỉnh phía Nam sẽ có xu hướng giảm giá chậm hơn. Điều này sẽ giúp cân bằng mặt bằng giá cả giữa các khu vực trong cả nước.



(Nguồn: GSO, BVSC)

- Giá dầu thế giới ổn định, chưa giảm giá xăng trong nước.** Như chúng tôi đã nhiều lần đề cập, rủi ro lớn nhất đối việc kiểm soát lạm phát trong nước vẫn là diễn biến phức tạp của giá dầu thế giới. Tuy nhiên, tín hiệu đáng mừng là trong thời gian gần đây, giá dầu thế giới đã có xu hướng điều chỉnh nhẹ và bình ổn trở lại do nhà đầu tư thế giới lo ngại về đà hồi phục của kinh tế thế giới. Mặc dù giá dầu trong tháng 5 đã giảm so với tháng 4 nhưng mức độ giảm chưa thật sự nhiều và trong định hướng điều hành của Chính phủ vẫn sẽ ưu tiên cho việc khôi phục các loại thuế và bổ sung quỹ bình ổn trước khi tính đến phương án giảm giá bán lẻ xăng dầu trong nước. Do vậy, chúng tôi cho rằng giá xăng trong nước sẽ chỉ giảm nếu giá dầu thế giới trong thời gian tới điều chỉnh về những mức sâu hơn (quanh mức 90 USD/thùng).

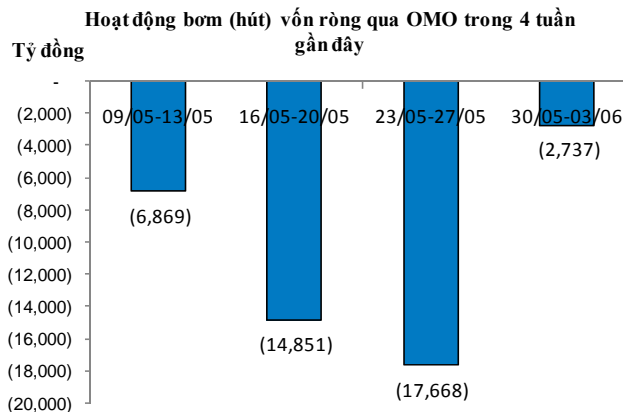


(Nguồn: Bloomberg, BVSC)

- **Dự báo lạm phát tháng 6/2011.** Với diễn biến hiện nay, BVSC dự báo lạm phát trong tháng 6 sẽ tiếp tục giảm tốc. Theo khảo sát của chúng tôi, hiện đa số các mặt hàng lương thực- thực phẩm trên thị trường đều đã đứng giá, thậm chí giảm nhẹ. Ngoài ra, việc tỷ giá liên tục sụt giảm trong thời gian gần đây cũng sẽ có tác động tích cực tới giá cả nhóm hàng nhập khẩu. **BVSC dự báo lạm phát trong tháng 6 sẽ tăng ở mức dưới 1%.**

DIỄN BIẾN LÃI SUẤT

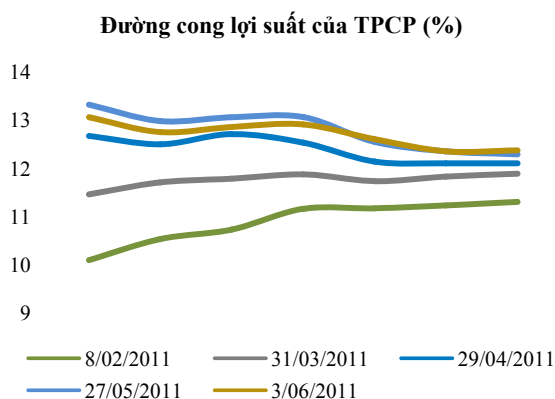
- **Lãi suất liên ngân hàng hạ nhiệt rõ rệt trong tháng 5.** Sau một thời gian tăng cao kéo dài, lãi suất bình quân trên thị trường liên ngân hàng đã có những chuyển biến tích cực khi có dấu hiệu giảm mạnh ở tất cả các kỳ hạn. Theo ghi nhận của chúng tôi, hiện tại, lãi suất kỳ hạn qua đêm đã giảm khoảng 7-8% xuống mức 11,5-13%/ năm, lãi suất kỳ hạn 1 tuần giảm khoảng 6,5-7% xuống mức 12-14%/năm, lãi suất kỳ hạn 1 tháng giảm 5% xuống khoảng 13-15%/năm so với mức trung bình trong tháng 4. BVSC cho rằng lãi suất liên ngân hàng giảm mạnh do những nguyên nhân sau:
 - ✓ **NHNN cung ứng khoảng 21.000 tỷ đồng để mua vào 1 tỷ USD.** Trước diễn biến ổn định của thị trường ngoại hối, trong tháng 5, NHNN đã quyết định mua vào khoảng 1 tỷ USD để tăng dự trữ ngoại hối. Như vậy gần 21.000 tỷ VND đã được cung ứng vào hệ thống ngân hàng, giúp giảm bớt tình trạng căng thẳng về vốn tại một số NHTM, tạo điều kiện để mặt bằng lãi suất trên thị trường liên ngân hàng giảm xuống.
 - ✓ **Một lượng lớn TPCP đáo hạn trong tháng 5.** Theo thống kê của BVSC, trong tháng 5 đã có 2.500 tỷ đồng trái phiếu đáo hạn trong hệ thống ngân hàng. Điều này đã góp phần tạo ra trạng thái dư dả tạm thời về vốn cho một số ngân hàng lớn, khiến cung vốn trên thị trường liên ngân hàng tăng, gây sức ép giảm lãi suất.
 - ✓ **NHNN thực hiện tái cấp vốn đối với một số NHTM.** Theo tìm hiểu của chúng tôi, một khối lượng lớn tiền đồng đã được NHNN bơm ra cho các NHTM thông qua hình thức tái cấp vốn. Số liệu mà chúng tôi có được là khoảng 70.000 tỷ đồng đã được dành cho một số ngân hàng lớn có tỷ trọng cho vay cao trong lĩnh vực sản xuất và nông nghiệp như Agribank, Vietinbank... Việc tái cấp vốn đích danh và có chọn lọc sẽ giúp NHNN nắn dòng vốn tín dụng vào các lĩnh vực ưu tiên. Tuy nhiên, song song với việc tái cấp vốn, NHNN cũng rất thận trọng với việc cung tiền khi liên tục hút ròng tiền về trên thị trường OMO (tổng lượng hút ròng trong tháng 5 đạt hơn 40.000 tỷ đồng).



(Nguồn: Reuters, BVSC)

- ✓ **Ép trần lãi suất huy động USD, tiền gửi VND gia tăng.** Các biện pháp mạnh tay bình ổn thị trường ngoại hối trong đó có việc quy định trần lãi suất huy động USD đối với cá nhân giảm từ 3% xuống 2% đã khuyến khích một bộ phận không nhỏ người dân chuyển từ tiền gửi tiết kiệm ngoại tệ sang VND. Theo thống kê, tính đến ngày 19/05/2011, tổng số dư tiền gửi của khách hàng tại các tổ chức tín dụng ước tăng 0,56% so với tháng trước, trong đó tiền gửi bằng VND tăng 1,32%, tiền gửi bằng ngoại tệ giảm 1,96%.

- **Bức tranh tiền tệ đang dần được cải thiện? BVSC giữ một quan điểm lạc quan về thị trường tiền tệ trong ngắn hạn.** Có thể thấy các yếu tố mà chúng tôi lo ngại nhất trong suốt thời gian qua là thanh khoản hệ thống ngân hàng, tiền gửi VND giảm sút, cuộc đua lãi suất giữa các ngân hàng... đang dần được giải quyết theo chiều hướng tốt dần lên. Chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất rất có thể đã xác lập vùng đỉnh và sẽ sớm giảm trong thời gian tới. Những diễn biến mới nhất trên thị trường trái phiếu Chính phủ gần đây cũng cho thấy kỳ vọng của nhà đầu tư tổ chức về việc lãi suất tiếp tục tăng không còn nhiều (lãi suất trúng thầu đã giảm từ mức 13,2% về mức 13% trong phiên đấu thầu TPCP gần nhất; đường cong lợi suất trên thị trường thứ cấp cũng theo chiều hướng giảm). Ngoài ra, một điểm tích cực khác mà chúng tôi nhận thấy là vị thế của VND đang dần được nâng cao khi đã có sự dịch chuyển từ tiền gửi ngoại tệ sang VND bất chấp lạm phát trong nửa đầu năm nay ở mức rất cao (lạm phát YoY hiện đã lên mức 19%).



Tuần	Lợi suất TPCP kỳ hạn 1 năm (%)			Chênh lệch kết thúc tuần (%)		
	Đầu tuần (%)	Cuối tuần (%)	Chênh lệch (%)	Kỳ hạn 1-3 năm (%)	Kỳ hạn 1-5 năm (%)	Kỳ hạn 1-10 năm (%)
09/05-13/05	13.14	12.98	-0.17	-0.09	-0.04	0.16
16/05-20/05	12.97	13.43	0.46	0.13	0.07	0.02
23/05-27/05	13.43	13.32	-0.11	0.04	0.05	0.06
30/05-03/06	13.32	13.07	-0.26	0.20	-0.15	0.00

(Nguồn: Reuters, BVSC)

Cho dù mức giảm của mặt bằng lãi suất huy động và cho vay trong thời gian tới có thể sẽ không diễn ra nhanh và nhiều nhưng quan trọng hơn là bức tranh tiền tệ đã cho những tín hiệu tích cực đầu tiên sau khoảng thời gian nửa đầu năm nhiều sóng gió.

THỊ TRƯỜNG NGOẠI HỐI

- **Tỷ giá VND/USD vẫn duy trì sự ổn định.** Bất chấp tình hình thâm hụt thương mại đang có dấu hiệu gia tăng và áp lực lạm phát vẫn ở mức cao, trên thị trường ngoại hối, tỷ giá VND/USD vẫn không có nhiều thay đổi. Chênh lệch giá mua-bán ngoại tệ giữa ngân hàng thương mại với thị trường tự do vẫn trong biên độ hẹp. Tỷ giá bình quân liên ngân hàng và tỷ giá trên thị trường tự do tiếp tục ở mức thấp, giao dịch trong khoảng **20.600-20.800 VND/USD**.

Một thông tin tích cực hỗ trợ cho sự ổn định của tỷ giá trong thời gian tới là World Bank chấp thuận cho Việt Nam vay tổng cộng 1,16 tỷ USD để sử dụng cho 3 dự án phát triển. Đây là một con số tương đối lớn và nếu Việt Nam có kế hoạch giải ngân hợp lý thì sẽ là cơ hội để Việt Nam vừa có vốn để phát triển vừa cải thiện được quỹ dự trữ ngoại hối. Có thể nói, việc thị trường ngoại hối bình ổn hiện vẫn là điểm sáng hiếm hoi trong bức tranh kinh tế vĩ mô Việt Nam vốn đang bị phủ bóng đen bởi lo ngại lạm phát và mặt bằng lãi suất.

- **Hạ thấp trần huy động và tăng tỷ lệ DTBB đối với tiền gửi ngoại tệ, thanh khoản hệ thống ngân hàng sẽ cải thiện?** Theo đó, lãi suất huy động tối đa bằng đồng USD đối với tổ chức và cá nhân lần lượt là 0,5%/năm và 2%/năm; tỷ lệ dự trữ bắt buộc bằng ngoại tệ cũng được nâng lên mức mới cụ thể như sau:

Dưới 12 tháng	Trên 12 tháng	Đối tượng áp dụng
7%	5%	- Ngân hàng thương mại nhà nước - Ngân hàng thương mại cổ phần - Ngân hàng 100% vốn nước ngoài - Ngân hàng liên doanh, - Chi nhánh ngân hàng nước ngoài
6%	4%	- Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển nông thôn Việt Nam - Quỹ tín dụng nhân dân trung ương - Ngân hàng hợp tác

Nguồn SBV

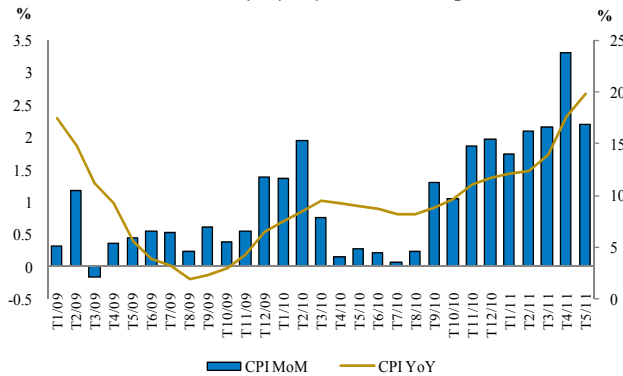
Những động thái trên của NHNN cho thấy cơ quan này đang quyết tâm thiết lập lại sự ổn định của thị trường ngoại hối vốn luôn bị thị trường tự do chi phối trong những năm gần đây. Tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc bằng ngoại tệ, hạ thấp trần lãi suất tiền gửi USD đều là những biện pháp hiệu quả nhằm hạn chế tăng trưởng tín dụng đồng thời giúp khơi thông dòng tiền tiết kiệm chảy vào ngân hàng. Với tỷ lệ dự trữ bắt buộc tăng lên, các ngân hàng sẽ phải xem xét tăng lãi suất cho vay bằng ngoại tệ, buộc các doanh nghiệp phải cân nhắc kỹ hơn khi đi vay vốn bằng đồng tiền này. Với việc giảm trần lãi suất tiền gửi USD đối với tổ chức từ 1% xuống 0,5%; đối với cá nhân từ 3% xuống 2%, các đối tượng trên sẽ không còn nhiều động lực để nắm giữ USD nữa. Trên thực tế, số dư tiền gửi bằng ngoại tệ đã có xu hướng giảm trong tháng 5 (giảm khoảng 2 %) nhưng NHNN có lẽ vẫn muốn thúc đẩy mạnh mẽ hơn nữa quá trình này. Chênh lệch lãi suất giữa tiền gửi USD và VND hiện được nới rộng lên mức 16-17% sẽ thúc đẩy người dân chuyển tiền tiết kiệm từ USD sang

VND. Do đó, chúng tôi đánh giá thanh khoản của hệ thống ngân hàng trong thời gian tới sẽ có sự cải thiện đáng kể (tiền đề cho việc dần hạ mặt bằng lãi suất) sau các quyết định trên của NHNN.

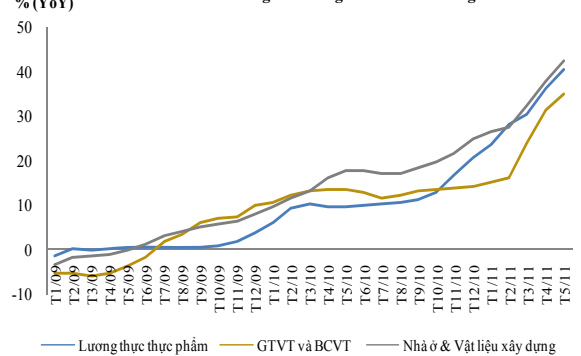
- **Vẫn cần thận trọng với vấn đề tỷ giá trong trung và dài hạn.** Những biện pháp mạnh của NHNN trong thời gian vừa qua đã và đang phát huy tác động tích cực lên tỷ giá VND/USD. Do đó, **trong ngắn hạn, BVSC bảo lưu quan điểm về sự ổn định của thị trường ngoại hối.** Tuy nhiên, thâm hụt thương mại tiếp tục gia tăng cùng với việc các dòng vốn nước ngoài chảy vào Việt Nam đang mang đến nhiều rủi ro đối với tỷ giá trong trung và dài hạn. Cụ thể là:
 - ✓ **Nhập siêu 5 tháng đầu năm xấp xỉ 6,6 tỷ USD** tương đương với 19,5% kim ngạch xuất khẩu. Như vậy, nếu xu hướng này tiếp tục diễn ra trong những tháng tiếp theo thì việc kiểm soát nhập siêu cả năm ở mức 16% kim ngạch xuất khẩu là khó khả thi.
 - ✓ **Thu hút FDI 5 tháng đầu năm giảm sút.** với tổng số vốn đăng ký đạt khoảng **4,7 tỉ USD**, tương ứng ~ 51% so với cùng kỳ năm trước và chỉ bằng ~ 23,5% kế hoạch cả năm. Tình hình kinh tế thế giới còn khó khăn cùng với các điều kiện vĩ mô trong nước còn nhiều bất ổn chính là nguyên nhân khiến lượng vốn FDI giảm mạnh trong 5 tháng đầu năm nay và dự kiến sẽ còn tiếp tục ảnh hưởng trong những tháng cuối năm. Không chỉ vậy, bất ổn chính trị trên thế giới cùng với chính sách giảm trần lãi suất huy động USD cũng có thể sẽ hạn chế lượng kiều hối chảy về Việt Nam.
 - ✓ **Tăng trưởng tín dụng ngoại tệ ở mức cao.** Do chênh lệch lãi suất VND so với USD là khá cao (khoảng 16-17%) nên nhu cầu đi vay bằng ngoại tệ của các doanh nghiệp vẫn gia tăng (tốc độ tăng dư nợ tín dụng ngoại tệ trong tháng 5 mặc dù đã chậm lại nhưng vẫn tăng 2,48% so với tháng trước và tăng 18,87% so với cuối năm 2010 trong khi dư nợ tín dụng VND chỉ tăng tương ứng 0,62% và 2,77%). Điều này hàm ý rằng nhu cầu ngoại tệ khi các hợp đồng tín dụng đến hạn trả nợ sẽ rất lớn.

BÁO CÁO VĨ MÔ THÁNG 5/2011

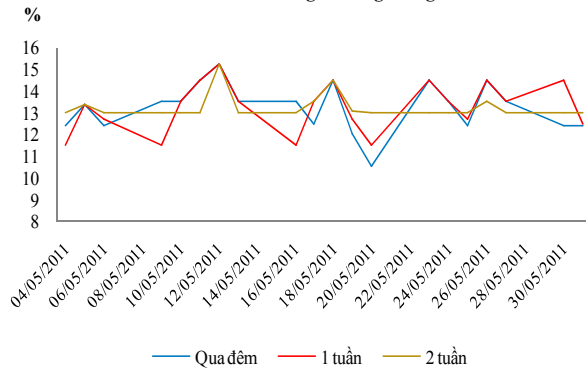
CPI cho dấu hiệu hạ nhiệt lần đầu tiên trong năm



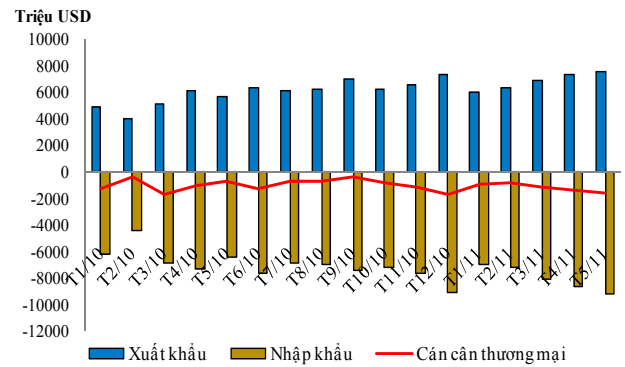
Các nhóm có ảnh hưởng lớn trong rổ tính CPI tháng 5



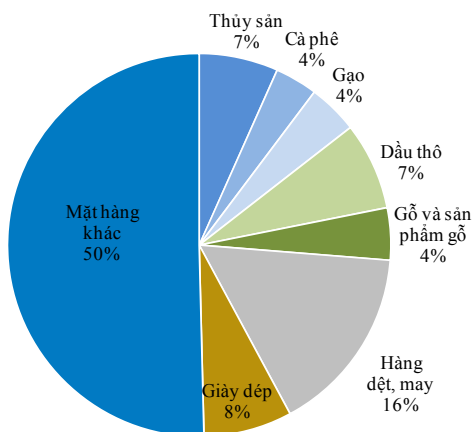
Diễn biến lãi suất liên ngân hàng tháng 5/2011



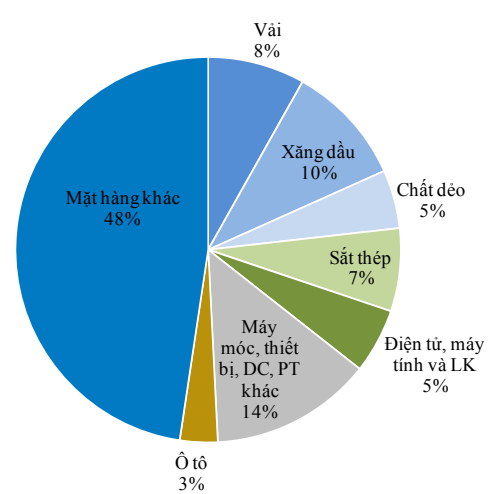
Cán cân thương mại của Việt Nam



Cơ cấu xuất khẩu

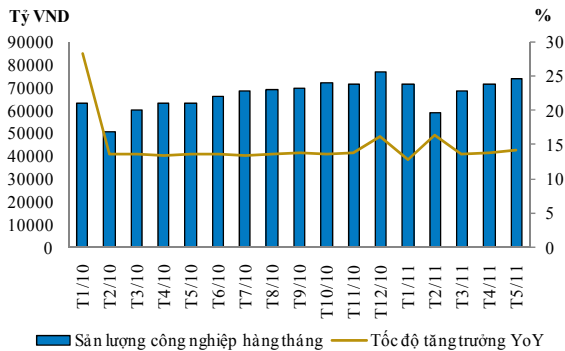


Cơ cấu nhập khẩu

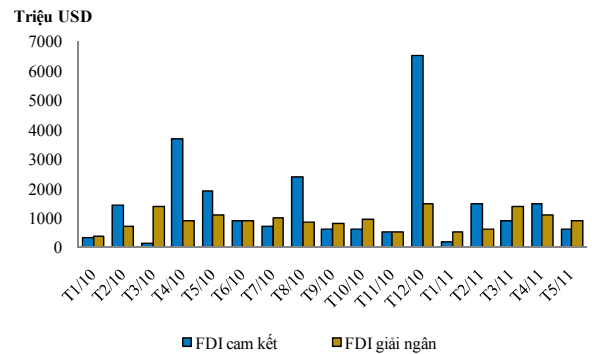


BÁO CÁO VĨ MÔ THÁNG 5/2011

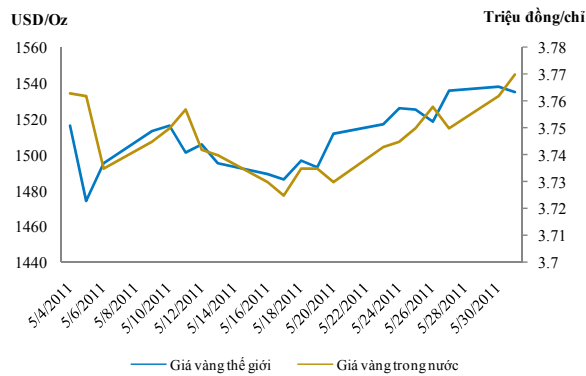
Giá trị sản lượng công nghiệp



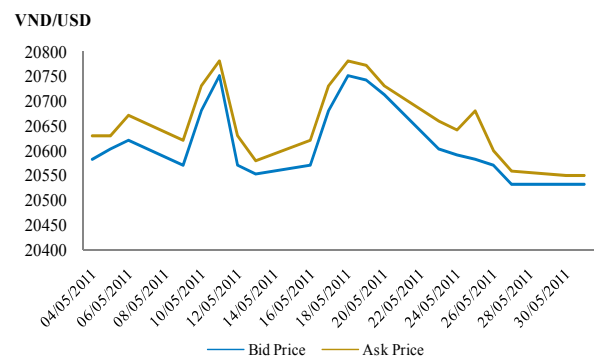
Cam kết và giải ngân vốn FDI



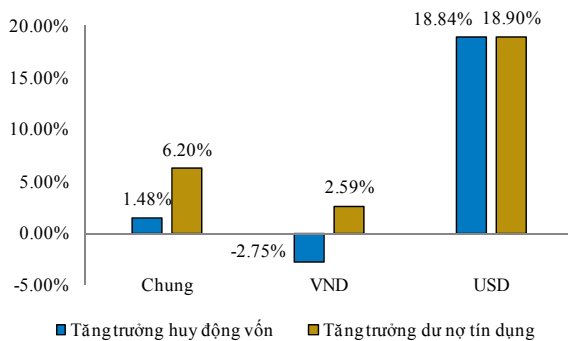
Diễn biến giá vàng trong nước và thế giới



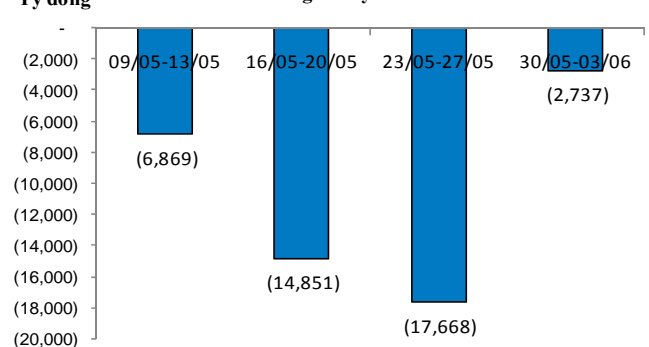
Diễn biến tỷ giá VND/USD trên thị trường tự do



Tăng trưởng huy động vốn và dư nợ tín dụng tính đến 23/5/2011



Hoạt động bơm (hút) vốn ròng qua OMO trong 4 tuần gần đây



(Nguồn : Bloomberg, Reuters, BVSC)

Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong bản tin cũng có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

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

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BVSC đều trái luật. Bản quyền thuộc Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3 928 8080 - **Fax:** (844) 3 928 9888

Chi nhánh: Lầu 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (848) 3 914 6888 - **Fax:** (848) 3 914 7999

Chuyên viên phân tích vĩ mô:

Trần Hải Yến tranhaiyen@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng hathithuhang@baoviet.com.vn

Chịu trách nhiệm nội dung:

TS. Phạm Thành Thái Linh phamthanhtthailinh@baoviet.com.vn

Th.S Lê Chí Thành lechithanh@baoviet.com.vn

