

Cập nhật vĩ mô hàng tháng

7/11/2011

Tiêu điểm của tháng

GDP Quý 2 tăng 5.67% so với cùng kỳ năm trước

Quý 2/2011, GDP của Việt Nam tăng 5.67% so với cùng kỳ năm trước (Q1 là 5.43%), chủ yếu vẫn dựa vào các hoạt động phi nông nghiệp. Theo số liệu GDP tổng cung, ngành *nông nghiệp* của nửa đầu năm 2011 chỉ tăng 2.08%, thấp hơn nhiều so với 2 nhóm ngành còn lại là *công nghiệp và xây dựng* + 6.49% và *dịch vụ* +6.12%. Tốc độ tăng trưởng của ngành nông nghiệp đang chậm lại, mức độ đóng góp vào GDP danh nghĩa cũng giảm dần từ bình quân 38% trong những năm 90 xuống chỉ còn 22% trong giai đoạn 2000-2010. Ngược lại, ngành *công nghiệp và xây dựng* lại tăng tỷ trọng từ trung bình 29% lên 40% trong cùng mốc thời gian. Cộng dồn cho 6T2011, GDP tăng 5.57% so với cùng kỳ năm trước và xu hướng này tạo cho chúng tôi sự lạc quan rằng chính phủ sẽ kiên định với mục tiêu ổn định vĩ mô do chúng tôi đã gặp rất nhiều thắc mắc từ các nhà đầu tư rằng liệu chính phủ VN có dừng cầm chấp nhận một mức tăng trưởng thấp hơn kỳ vọng hay không và liệu chính phủ có kiên định đi theo con đường ổn định nền kinh tế (kiềm chế lạm phát) không.

Cầu nội địa đang chứng lại

Tổng giá trị vốn đầu tư trong 6 tháng đầu năm đạt 409.7 ngàn tỷ đồng, tăng 5% so với cùng kỳ năm trước và tương đương với 38.3% GDP danh nghĩa. Mức tăng này là hoàn toàn từ khu vực tư nhân (+14.6% so với cùng kỳ năm trước) vì sự sụt giảm trong khu vực đầu tư của nhà nước (-3%) được bù đắp bằng giải ngân ở khu vực vốn đầu tư nước ngoài (+3.1%). Chúng tôi cho rằng sự sụt giảm trong đầu tư ở khu vực nhà nước là tín hiệu tích cực do sự lạc quan về kinh tế vĩ mô của SBS dựa phần lớn vào việc liệu Chính Phủ có kiên định thực hiện các quyết sách đã đề ra từ đầu năm trong đó có cam kết cắt giảm 10% chi tiêu ngân sách theo nghị quyết 11 (dĩ nhiên là những quyết sách này là đúng hướng và nhận được hầu hết nhiều sự ủng hộ từ các tổ chức trong & ngoài nước). Trong ngắn hạn, cắt giảm ngân sách có thể làm giảm cầu nội địa, tuy nhiên trong trung & dài hạn, nó sẽ giúp giảm đi thâm hụt ngân sách và quan trọng hơn, buộc các đơn vị nhận kinh phí từ ngân sách phải sử dụng một cách hiệu quả hơn nhằm làm tăng hệ số ICOR.

Tuy nhiên, cầu bên ngoài đối với hàng hóa và dịch vụ vẫn còn khá mạnh

Xuất khẩu 6 tháng đầu năm tăng đến 42.3 tỷ USD, tương đương với mức tăng 30.3% so với cùng kỳ năm trước (+33.2% nếu không tính xuất khẩu vàng). Xu hướng tăng mạnh trong xuất khẩu phụ thuộc vào 3 yếu tố: 1) Giá hàng hóa thế giới tăng lên; 2) Sản lượng xuất khẩu của các mặt hàng có tỷ trọng lớn như dầu thô, cao su; nếu loại bỏ yếu tố tăng giá, giá trị xuất khẩu tăng 14.7%; 3) Thay đổi trong tỷ trọng mặt hàng xuất khẩu. Về dịch vụ, khách du lịch quốc tế đến Việt Nam trong 6 tháng đầu năm tăng 18.1% so với cùng kỳ năm trước, trong đó 22% khách quốc tế đến Việt Nam là từ Trung Quốc (+51.5% so với cùng kỳ năm trước).

Trong số này

Trang 1-2 – Tiêu điểm tháng**Page 3** – GDP tăng 5.67% so với cùng kỳ**Page 3-5** – Cầu nội địa chứng lại**Page 6** - Tuy nhiên cầu bên ngoài vẫn mạnh**Page 7-8** lạm phát tiếp tục là mối lo ngại hàng đầu**Trang 9-10** - Thanh khoản tiền VND tốt hơn, LS có thể hạ**Trang 11-12** -Thâm hụt thương mại thấp nhất trong 10 tháng qua

Khối phân tích và nghiên cứu thị trường
Công ty chứng khoán Sài Gòn Thương Tín
278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Q3 Hồ Chí Minh
Việt Nam

ĐT: +84-8-6268 6868**Fax:** +84-8-6268 6868**Email:** sbs.research@sbsc.com.vn

Liên Lạc

*Trưởng Bộ Phận Vĩ Mô*Le Ba Hoang Quang (Mr.), MBA
quang.lbh@sbsc.com.vnNguyen Thi Tuyet (Ms), ACCA
Francois Chassavaeu
Nguyen Hoai Nam

Lạm phát tiếp tục là mối lo hàng đầu

Tốc độ tăng của chỉ số giá tiêu dùng CPI tính theo tháng đã giảm tốc.. Chỉ số CPI tháng 6 tăng 1.09% so với tháng 5 và là tháng thứ hai có xu hướng giảm, gần như củng cố dự báo của SBS rằng lạm phát tính theo tháng đã đạt đỉnh vào T4. Tính từ đầu năm, lạm phát của Việt Nam đang ở mức 20.82%, và khả năng sẽ còn tăng cao hơn trong 2 tháng tới trước khi giảm xuống trong quý 4. Các động thái của NHNN như hạ lãi xuất thị trường mở (OMO) từ 15% xuống 14% khiến những nhà đầu tư lo ngại rằng chính phủ đã lạc quan quá sớm khi nói lỏng chính sách tiền tệ, tuy nhiên, theo SBS, sự lo lắng này là hơi thái quá do lãi suất OMO chỉ là một trong những chỉ báo cho việc thay đổi chính sách tiền tệ.



- ▶ GDP quý 2 của Việt Nam tăng 5.67% so với cùng kỳ năm trước (so với 5.43% trong quý 1), chủ yếu từ khu vực phi nông nghiệp.
- ▶ Nửa đầu năm 2011, GDP theo tổng cung theo khu vực kinh tế chứng kiến xu hướng tăng khá khiêm tốn trong lĩnh vực nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản (+2.08%), đa phần phụ thuộc vào khu vực công nghiệp và xây dựng (+6.49%) và dịch vụ +6.12%
- ▶ Doanh số bán lẻ đạt 463.5 ngàn tỷ trong quý 2, +22.6% so với cùng kỳ năm trước, nhưng chỉ tăng +5.7% nếu loại bỏ yếu tố giá. Tổng đầu tư đạt 409.7 ngàn tỷ đồng, +5% so với cùng kỳ năm trước, đa phần từ sự tăng trưởng trong khu vực tư nhân (+14.6% so với cùng kỳ năm trước). Đầu tư từ khu vực nhà nước giảm 3% so với cùng kỳ năm và chỉ đóng góp 34.4% trong tổng vốn đầu tư toàn xã hội.
- ▶ Như thường lệ, tăng trưởng đi cùng với yếu tố tăng giá. Chỉ số CPI tháng 6 tăng 20.82% so với cùng kỳ năm trước, so với 19.78% (YoY) trong tháng 5. So với các tháng gần đây, lạm phát tăng 1.09%, so với 2.21% (MoM) tháng trước.

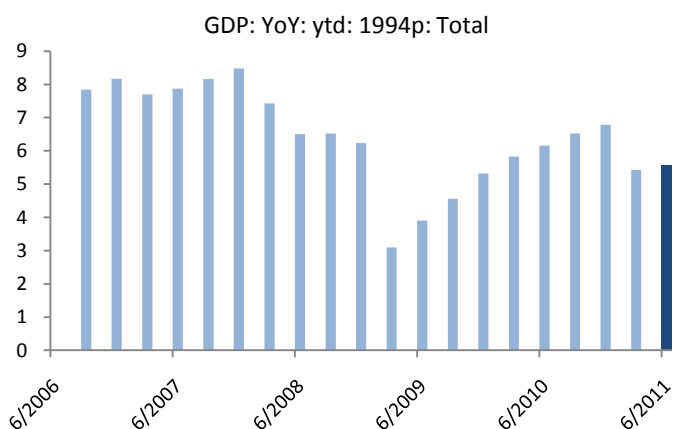
GDP Q2 tăng 5.67% so với cùng kỳ năm trước

GDP Q2 tăng 5.67% so với 5.43% trong Q1, trong đó tỷ trọng đóng góp từ nông nghiệp ngày càng giảm. GDP tổng cung cho thấy 3 khu vực bao gồm *nông nghiệp-lâm nghiệp-thủy sản* tăng nhẹ 2.08%; tăng trưởng khu vực *công nghiệp và xây dựng* là 6.49% và là 6.12%. Hoạt động ngành nông nghiệp tiếp tục giảm tốc, tỷ trọng đóng góp của ngành trên GDP danh nghĩa giảm từ trung bình 38% từ những năm 90 xuống còn 22% trong giai đoạn 2000-2010 (6 tháng đầu năm 2011: 22%). Phần giảm được bù vào từ ngành *công nghiệp và xây dựng* khi ngành này có mức đóng góp tăng trung bình từ 29% lên 40% trong cùng thời kỳ so sánh. Chia theo ngành nhỏ hơn, một vài ngành công nghiệp có mức tăng trưởng mạnh trong nửa đầu năm 2011 là khu vực sản xuất mặc hàng tiện ích (+8.14% YoY, đóng góp 3.93% trên GDP danh nghĩa) và ngành công nghiệp sản xuất, chế tạo (+6.07%, đóng góp 22.96%).

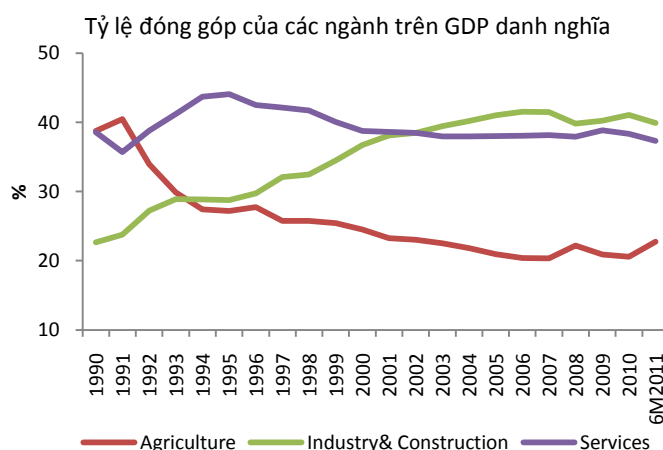
Về cầu nội địa, tiêu thụ trong nước đang có xu hướng chậm lại. Điều này có thể là hậu quả từ xu việc lạm phát cao và giá thành vốn vay quá đắt đang khiến người tiêu dùng hạn chế chi tiêu và doanh nghiệp hạn chế vay mở rộng sản xuất. Doanh số bán lẻ, một chỉ báo cho tiêu dùng cá nhân chỉ tăng 5.7% (YoY) theo giá thực tế. Vốn đầu tư trong 6 tháng đầu năm tăng 409.7 ngàn tỷ, +5% YoY và tương đương tỷ lệ 38.3% trên tổng GDP danh nghĩa, đa phần từ sự tăng trưởng trong khu vực tư nhân (+14.6% so với cùng kỳ năm trước). Đầu tư từ khu vực nhà nước giảm 3% so với cùng kỳ năm và chỉ đóng góp 34.4% trong tổng vốn đầu tư toàn xã hội

Tăng trưởng ngành nông nghiệp đã giảm tốc, giảm tỷ lệ đóng góp trong GDP từ trung bình 30.2% trong những năm 90 xuống 22% trong giai đoạn từ năm 2000-2010

Quý 2 dưới mức 6%



Nguồn: GSO, SBS

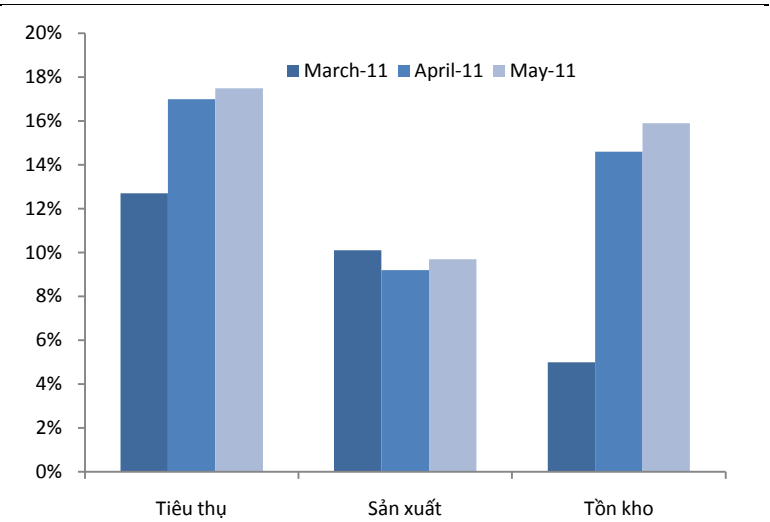


Nguồn: SBS, GSO

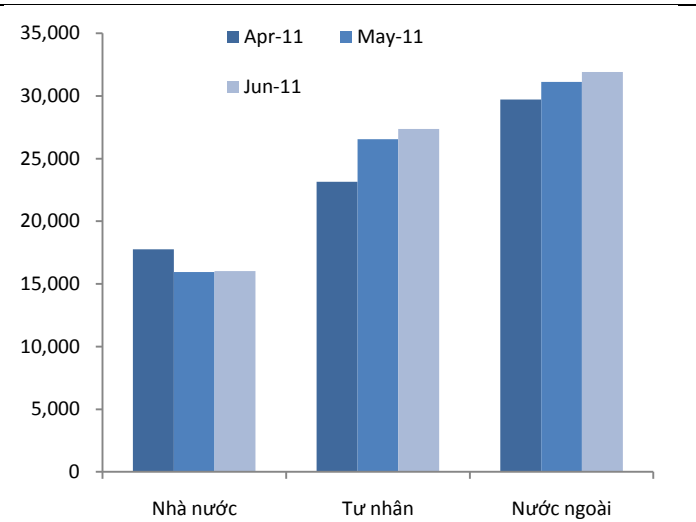
Hỗ trợ các chỉ báo cho thấy sự chứng lại ở khu vực sản xuất và chế tạo

Sản xuất công nghiệp trong tháng 6 đạt mức 75.3 ngàn tỷ (khoảng 3.65 tỷ USD), tăng 9.7% so với cùng kỳ năm trước. Bao gồm sản xuất, chế tạo (chiếm tỷ lệ 21% GDP) tăng 12.7% YoY, khai thác khoáng sản (+2.8%, chiếm 10% GDP) và điện, nước, khí đốt (+10.3%, 3.6%GDP). So với tháng trước, SXCN tăng 2.3% so với số tháng 5 đã điều chỉnh, thấp hơn rất nhiều so với con số 4.8% trong tháng 5. Tốc độ tăng của giá trị SXCN của từ khu vực nhà nước có tăng nhẹ 0.5% trong T6 (T5: giảm 10%) cho thấy xu hướng chuyển dịch từ khu vực nhà nước sang khu vực tư nhân. Nói chung, SXCN đã chuyển dịch dần sang khu vực tư nhân (chiếm 36%) và nước ngoài (42%) và khu vực nhà nước chỉ còn đóng góp tỷ trọng thấp nhất (21%).

Chỉ số Sản xuất, Tiêu dùng và tồn kho trong 3 tháng gần đây



Sản lượng sản xuất chuyển đổi từ khu vực tư nhà nước sang khu vực công và khu vực có vốn đầu tư nước ngoài



Nguồn: SBS, GSO

Nguồn: SBS, GSO

Chỉ số sản xuất công nghiệp tăng trở lại trong tháng 6, +4.6% so với tháng trước (T5: +3.1% so với T4). Đa phần mức tăng này là từ khu vực sản xuất, chế tạo với mức tăng trưởng +7.7% so với tháng trước (Tháng 5: 4.5%). SBS cho rằng điều này có thể liên hệ với nỗ lực của chính phủ trong việc phân bổ lại nguồn vốn từ các khu vực phi sản xuất sang khu vực sản xuất. Đặc biệt hơn, Bộ Tài Chính vừa công bố thông tư 65/2011/TT-BTC vào ngày 17/5 vừa qua nhằm giúp đỡ Ngân Hàng Nông nghiệp và Phát triển nông thôn (Agribank) trong việc cung cấp vốn ưu đãi cho 2 ngành nông nghiệp và thủy sản. Chúng tôi cũng nhận thấy một số xu hướng tích cực từ các ngân hàng khác khi cung cấp vốn ưu đãi với lãi suất thấp cho một số lĩnh vực như (i) HD Bank chi 2,000 tỷ đồng trong khu vực nông nghiệp từ 30/5 đến 31/12/12. Trong năm nay; (ii) VietinBank (CTG) cũng cung cấp 50,000 tỷ đồng cho khu vực nông nghiệp và tài trợ xuất khẩu thêm 30,000 tỷ cho những nhóm hàng như may mặc và máy móc ở mức 2% đến 2.5% và 0.5% thấp hơn mức lãi suất đang thực hiện cho vay cho cả tiền đồng và USD.

Sản xuất gạch ngói và gạch xây dựng ghi nhận mức tăng mạnh nhất, +63% so với tháng trước nhưng xu hướng vẫn là bổ sung hàng tồn kho. Sản xuất xe có động cơ cũng tăng khá mạnh (+50.3%) khi các nhà sản xuất ô tô dự phóng nhu cầu cho xe lắp ráp trong nước sẽ tăng lên khi nhập khẩu ô tô cũ đang sắp phải chịu thêm một loại thuế mới. Xu hướng giảm thì thể hiện rõ nhất ở ngành sản xuất đường và nước uống không cồn.

Chỉ số tiêu thụ các sản phẩm sản xuất và chế biến giảm xuống từ +7.7% trong tháng 4 còn +4.9% trong tháng 5. Tuy nhiên, số liệu về tiêu thụ sản phẩm trong tháng 5 (dữ liệu thường chậm 1 tháng) vẫn tăng nhanh hơn chỉ số sản xuất công nghiệp (+4.5% mom trong tháng 5) và ngăn chặn lượng hàng tồn kho tăng lên đáng kể. Dẫn đầu trong thành phần tăng là sản xuất phân bón (+50.7% mom), sản xuất sắt thép xây dựng (+49.9% mom) và bia (+29.5% mom). Sau khi tăng mạnh trong tháng 4, sản xuất dây điện và cáp dẫn giảm -50.3% mom trong tháng 5. Sản xuất đồ giá dụng trong tháng cho thấy tín hiệu giảm trong tháng (-25.4% mom).

Chỉ số hàng tồn kho tăng 4.8% trong tháng 5 và trong tổng số 32 ngành phụ có số liệu thống kê, thì có đến 19 ngành có chỉ báo rằng việc sản xuất chủ yếu là để bổ sung trong lượng hàng tồn kho chứ không phải do tiêu thụ mạnh. Tồn kho các sản phẩm nhựa và xe gắn máy tăng tương ứng với 21.2% và 18.5% mom giữa lúc nhu cầu các mặt hàng này đang thấp. Dây điện và dây cáp dẫn điện tăng 16% MoM sau khi sức tiêu thụ giảm mạnh hơn 50%. Hiện tại, chúng tôi nhận thấy sự sụt giảm mạnh của lượng hàng tồn kho đường (-14.2% mom) sau khi Trung Quốc nhập khẩu mạnh lượng đường từ Việt Nam trong tháng 5.

Nhìn chung, xu hướng tăng tốc trở lại của chỉ số SXCN là một thông tin tích cực. Theo đó, SXCN có thể phụ thuộc vào sự hỗ trợ của Chính phủ phân bổ lại nguồn vốn vay vào các khu vực sản xuất cũng như cung cấp nguồn vốn giá rẻ cho những khu vực này. Tuy nhiên, nếu sức tiêu thụ của các mặt hàng này không đi theo xu hướng sản xuất, thì việc tăng tồn kho không phải là một dấu hiệu tốt.

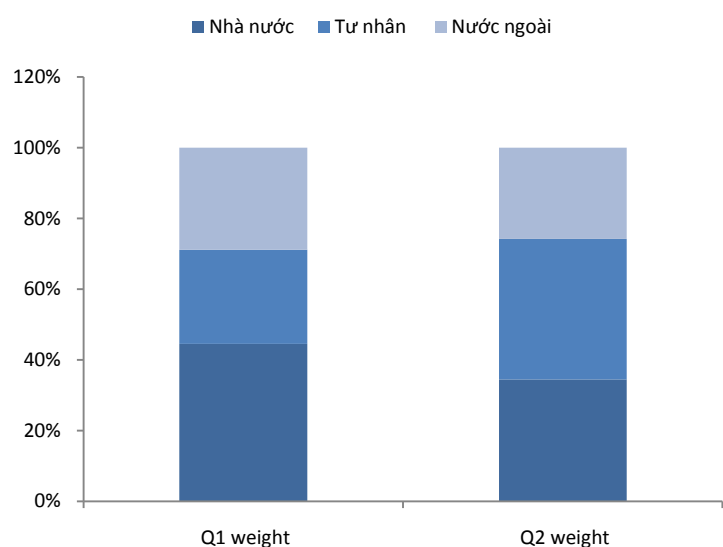
% tăng trưởng mom		Sản Xuất	Tồn Kho	Tiêu Thụ
	Ngành Công Nghiệp Chế biến	107.7	104.8	104.9
Nhóm ngành có tăng trưởng tốt	2412 Ngành sản xuất phân bón và hợp chất ni tơ	111.30	93.70	150.70
	2811 Ngành sản xuất các sản phẩm từ kim loại đúc sẵn.	106.60	97.10	149.90
	2693 Ngành sản xuất gạch ngói và gốm, sứ xây dựng không chịu lửa	163.00	103.00	110.70
	2423 Ngành sản xuất thuốc, hoá dược và dược liệu	100.01	99.10	106.80
	1513 Ngành chế biến và bảo quản rau quả	100.00	104.70	103.10
	3591 Ngành sản xuất mô tô, xe máy	100.70	118.50	101.50
	2899 Ngành sản xuất các sản phẩm khác bằng kim loại chưa được phân vào đầu	105.30	99.20	101.40
Nhóm ngành có rủi ro tồn kho kho tăng cao trong các tháng tới	2520 Ngành sản xuất các sản phẩm khác từ plastic	100.10	121.20	99.10
	1531 Ngành xây sát, sản xuất bột thô	114.70	91.50	84.30
	2710 Ngành sản xuất sắt, thép	102.50	106.70	100.50
	2694 Ngành sản xuất xi măng, vôi, vữa	107.20	107.20	92.10
	2691 Ngành sản xuất đồ gốm sứ không chịu lửa (trừ gốm sứ dùng trong xây dựng)	101.90	102.90	96.10
	2930 Ngành sản xuất các thiết bị gia đình chưa được phân vào đầu	114.20	96.00	74.60
	3130 Ngành sản xuất cáp điện và dây điện có bọc cách điện	103.80	116.00	49.70
Nhóm ngành có tăng trưởng âm	3610 Ngành sản xuất giường, tủ, bàn ghế	105.20	111.60	95.60
	1554 Ngành sản xuất đồ uống không cồn	85.30	91.70	93.50
	1542 Ngành sản xuất đường	50.50	85.80	116.30
	2422 Sản xuất sơn, véc ni và các chất sơn quét tương tự; sản xuất mực in và ma tít	99.60	97.30	101.10

Về lực cầu, vốn đầu tư tăng 5% so với cùng kỳ năm trước, góp phần lớn từ khu vực tư nhân

Vốn đầu tư trong quý 2 tăng 409.7 ngàn tỷ, +5% so với cùng kỳ năm trước (tương đương với 38.3% GDP; đa phần từ sự mở rộng của khu vực tư nhân (+14.6%). Vốn đầu tư khu vực công giảm 141.1 ngàn tỷ (3% Yoy), cho thấy tín hiệu cắt giảm đầu tiên của vốn đầu tư vào khu vực công như đã cam kết trong Nghị quyết 11. Trong tổng giá trị 141.1 ngàn tỷ đồng, vốn đầu tư vào khu vực công chỉ có 73.7 ngàn tỷ, gần như không thay đổi trong tháng 6, chỉ tăng nhẹ 0.4 ngàn tỷ từ tháng 5. Đơn vị nhận vốn từ ngân sách nhiều nhất là Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn và Bộ Công thương. Hiện tại, vốn đầu tư vào xây dựng được cắt giảm 86 tỷ đồng trong tháng 6. Đối với các trường phái hỗ trợ xu hướng giảm đi mức tăng trưởng để duy trì sự ổn định của nền kinh tế, trong đó có SBS, nhận thấy xu hướng giảm 3% YoY từ khu vực công là tin tức tốt, mặc dù vẫn còn rất xa đối với kỳ vọng cắt giảm 10% chi tiêu công. Chúng tôi cho rằng con số này sẽ tiếp tục giảm mạnh hơn trong nửa cuối năm 2011; đưa tỷ lệ đóng góp của đầu tư công trong tổng đầu tư xuống dưới 30% khi đầu tư công so với GDP của Việt Nam đang cao hơn 13%, ngưỡng khá quan trọng đối với nhiều nhà kinh tế học.

Hiện tại, vốn đầu tư từ khu vực tư nhân tiếp tục mạnh, tăng 14.6% YoY và đang lấy lại vị trí dẫn đầu trong tổng nguồn vốn đầu tư. Đầu tư khu vực tư nhân đạt 117.4 ngàn tỷ trong quý 2, tăng 157% so với quý trước.

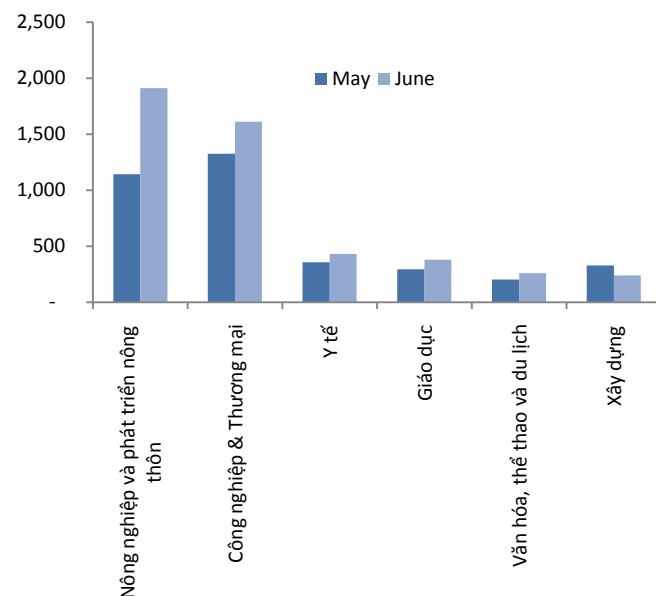
Tỷ trọng đầu tư theo từng khu vực



Nguồn: GSO, SBS

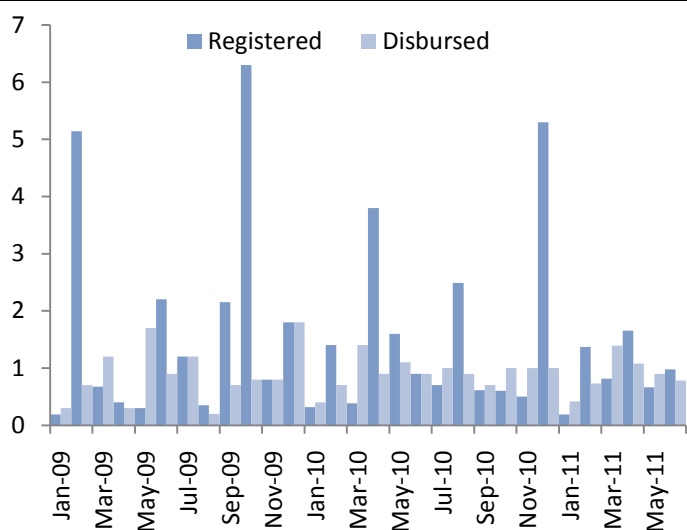
Trong Q2, giải ngân FDI tính theo tiền VND tăng 13% so với quý trước (+3.1% YoY), chiếm 26% tổng nguồn vốn đầu tư trong 6T2011. Tuy nhiên, sự tăng mạnh này chủ yếu lại đến từ việc tăng tỷ giá so với cùng kỳ năm ngoái do con số giải ngân theo USD lại cho thấy sụt giảm 1.9% từ 5.4 tỷ USD xuống còn 5.3 tỷ USD trong 6T2011. Mặc dù con số giải ngân FDI vẫn khá tốt trong bối cảnh hiện tại, tốc độ cam kết FDI đang giảm mạnh. Tính từ đầu năm, cam kết FDI chỉ đạt 5.66 tỷ USD, giảm hơn 40% so với 6T2010/2010, làm chúng tôi lo ngại rằng rất có thể con số giải ngân sẽ bị ảnh hưởng trong những kỳ báo cáo tiếp theo. Có thể nói, mục tiêu FDI của năm 2011 ở mức 11.5 tỷ USD vẫn tiềm ẩn rủi ro.

Giá trị đầu tư trực tiếp từ khu vực nhà nước (VNDBn)



Nguồn: GSO, SBS

Đầu tư trực tiếp từ khu vực nước ngoài (FDI) (\$US bn)

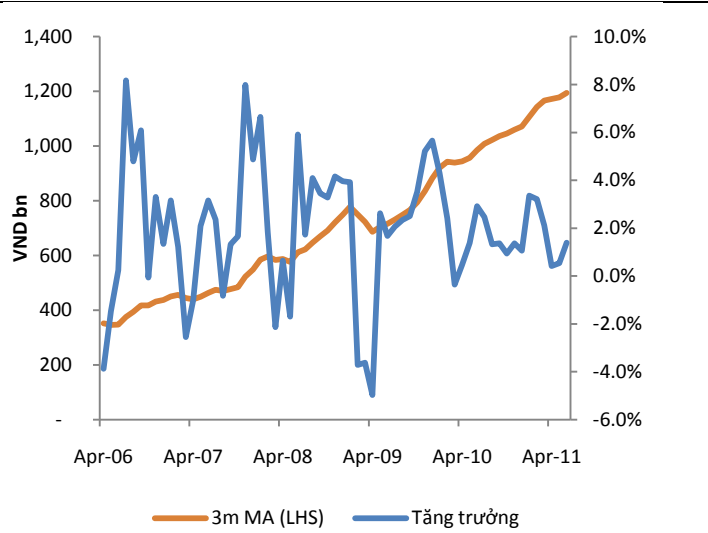


Nguồn: GSO, SBS

Doanh số bán lẻ, chỉ số chỉ báo cho tiêu dùng cá nhân, tăng rất khiêm tốn (1.4% MoM)

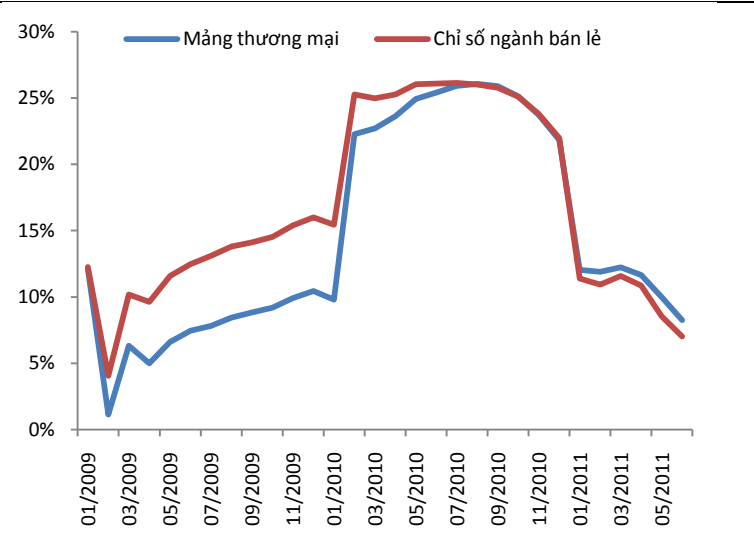
Doanh số bán lẻ tháng 6 có phần tốt hơn so với tháng trước, +1.4% về giá trị; tương đương với 154 ngàn tỷ (7.5 tỷ USD). Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy mảng thương nghiệp (bán lẻ hàng hóa) lại thấp hơn so với tháng 5 (-1.1% MoM) và điều này phản ánh khá thực tế khi tình hình lạm phát cao sẽ làm giảm sức mua. Theo tính toán của chúng tôi, nếu loại bỏ yếu tố tăng giá, cả thương nghiệp nói riêng và doanh số bán lẻ nói chung tiếp tục giảm 8.2% và 7%. Riêng mảng dịch vụ, du lịch và dịch vụ cũng không thoát khỏi xu hướng khi có mức giảm tương đương với 25% và 7%. Điểm sáng duy nhất thuộc về doanh thu của khu vực khách sạn và nhà hàng lại tăng mạnh +41% MoM

Quý 2 dưới mốc 6%



Nguồn: SBS, GSO

Tăng trưởng ngành nông nghiệp đã giảm tốc, giảm tỷ lệ đóng góp trong GDP từ trung bình 30.2% trong những năm 90 xuống 22% trong giao đoạn từ năm 2000-2010



Nguồn: SBS, GSO

Lạm phát vẫn là vấn đề đáng lo ngại

Chỉ số lạm phát theo tháng tiếp tục xu hướng giảm

Chỉ số giá tiêu dùng CPI tháng 6 tăng 1.09% so với tháng trước, tháng thứ hai có xu hướng giảm dường như khẳng định được xu hướng tăng của CPI tính theo tháng đã đạt đỉnh trong T4. Tích lũy từ đầu năm, CPI đang tăng 20.82% và SBS dự báo khả năng sẽ còn tăng cao hơn trước khi giảm xuống trong quý 4.

Chỉ số lương thực chiếm 68% lạm phát trong tháng, các nhóm khác vẫn ổn định

Như mọi khi, CPI tháng 6 ảnh hưởng chủ yếu từ nhóm hàng lương thực, thực phẩm; chiếm trên 68% tỷ trọng trong lạm phát tháng 6. Với tỷ trọng cao, nhóm ngành lương thực, thực phẩm ảnh hưởng lớn đến lạm phát tháng 6, mặc dù các mặt hàng khác có xu hướng giảm nhẹ. Giảm mạnh nhất trong tất cả các nhóm ngành là giao thông vận tải (+0.37% mom, Tháng 5 +2.67%) và nhà ở và vật liệu xây dựng (+0.56% mom, tháng 5 +3.19%). Chỉ có nhóm thông tin liên lạc và giáo dục là tăng nhẹ trong tháng qua.

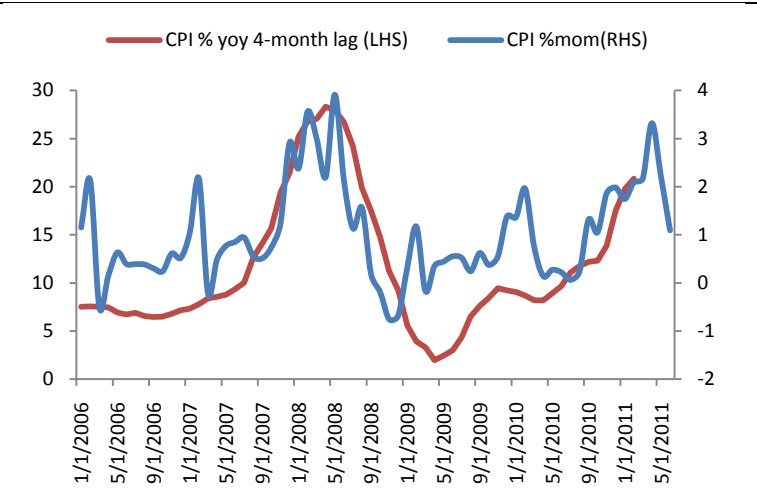
Bên cạnh xu hướng đáng lo ngại của lạm phát, nhóm lương thực, thực phẩm lại cho thấy yếu tố tích cực khi chỉ đứng tại mức +1.79% MoM (Tháng 5: +3.01%). SBS vẫn tiếp tục giữ quan điểm rằng nhóm hàng lương thực, thực phẩm sẽ nhanh chóng quay lại với xu hướng cũ (trung bình +0.5% từ 9 tháng 2008 đến 9 tháng năm 2010, qua đó đưa lạm phát của Việt Nam giảm xuống. Kết luận của chúng tôi dựa trên (i) chỉ số giá cả ở ngành giao thông vận tải giảm xuống sẽ làm cho giảm đi chi phí đầu vào (ii) chúng tôi nhận thấy giá lương thực thế giới bắt đầu có xu hướng giảm. Chỉ số lương thực FAO FOOD INDEX ở mức trung bình 232 điểm trong tháng 5, giảm 1% từ 235 điểm trong tháng 4 (vẫn +37% YoY). Xu hướng tăng giá của các mặt hàng thịt và mặt hàng sử dụng

hàng ngày được bù đắp bởi xu hướng giảm mạnh của các mặt hàng ngũ cốc và đường trên thị trường thế giới khiến chỉ số Index giảm nhẹ trong tháng 5.

Gần chạm đỉnh

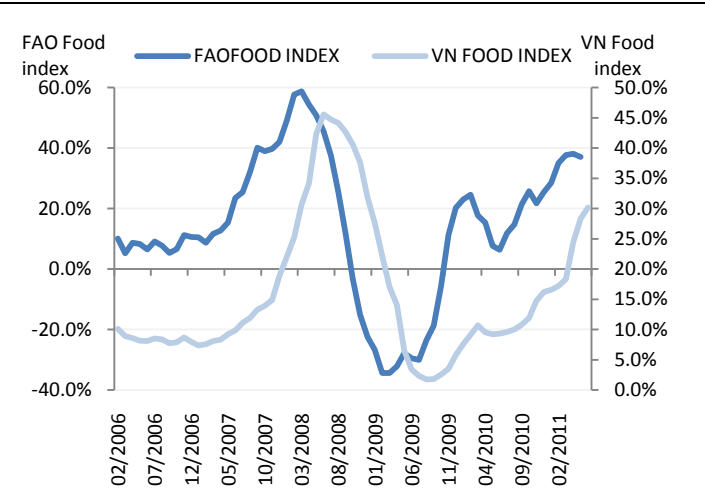
Về cơ bản thì không có gì thay đổi lớn kể từ báo cáo CPI trước của chúng tôi. Trên cơ sở năm, CPI đã phá vỡ ngưỡng 20% và kỳ vọng sẽ còn tăng cao trong 2 tháng tới. Kịch bản của CPI vẫn đang được dự phóng là sẽ cao nhất ở mức 22-22.5% trong tháng 8/2011. Chúng tôi giả định lạm phát tính theo tháng đã đạt đỉnh trong tháng 4, và nếu lịch sử lặp lại, thì đỉnh của lạm phát tính theo năm sẽ xảy ra sau đó 4 tháng, tức là vào T8 và như vậy có khả năng sẽ giảm trong tháng 9. Chúng tôi dự báo rằng, sau khi lạm phát giảm xuống trong quý 4, có thể sẽ về mức 17-18% vào thời điểm cuối năm. Rủi ro duy nhất của kịch bản này là khả năng giá điện sẽ tăng trong thời gian tới. EVN liên tục gửi đơn xin Thủ tướng Chính phủ duyệt tăng giá điện thêm 10% trong tháng 8. Theo nghị quyết 24, từ mừng 1 tháng 6, giá điện sẽ được điều chỉnh cùng với xu hướng thị trường. Nghị quyết 24 nêu rõ rằng, nếu giá tăng quá 5% (trường hợp đang xảy ra), thì EVN sẽ phải báo cáo với Bộ Công thương và Bộ Tài chính để xin chỉ đạo. Hiện tại, Chính phủ vừa bãi bỏ yêu cầu của EVN nhưng chúng tôi không loại trừ khả năng sẽ có một đợt điều chỉnh vào cuối năm.

CPI YoY kỳ vọng sẽ chạm đỉnh trong quý 3



Nguồn: SBS

Chỉ số lương thực thế giới ngừng tăng

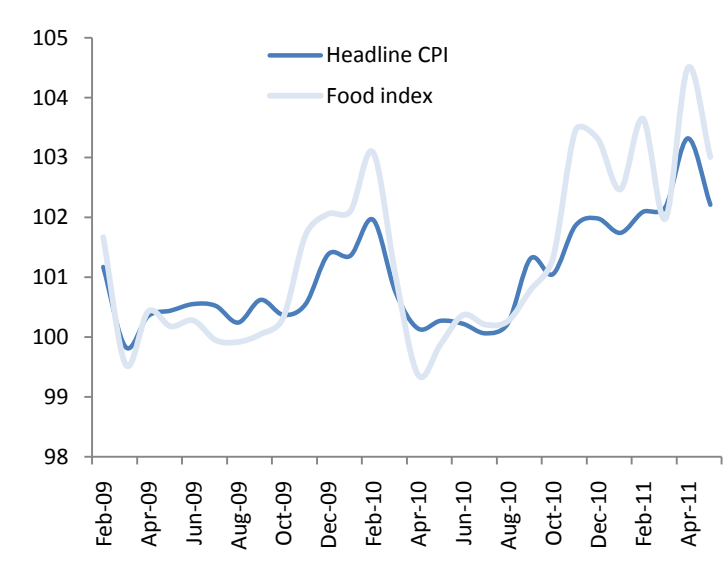


Nguồn: SBS, Bloomberg

Tỷ trọng theo từng nhóm hàng	Tỷ trọng	Jun-10	May-11	Jun-11		
		% MoM	% MoM	index	% MoM	% YoY
CHỈ SỐ GIÁ TIÊU DÙNG		100.37	103.01	122.39	101.79	130.15
Hàng ăn và dịch vụ ăn uống	39.93%	99.17	101.77	120.60	100.33	128.02
Đồ uống và thuốc lá	4.03%	100.33	101.17	110.66	100.62	112.57
Máy mặc, giày dép và mũ nón	7.28%	100.01	103.19	118.04	100.56	121.74
Nhà ở và vật liệu xây dựng	10.01%	100.48	100.97	107.88	100.72	109.25
Thiết bị và đồ dùng gia đình	8.65%	100.21	101.20	105.10	100.25	106.27
Dược phẩm, y tế	5.61%	99.29	102.67	111.85	100.39	120.26
Phương tiện đi lại, bưu điện	8.87%	100.49	98.32	94.69	99.99	93.57
Trong đó: Bưu chính, viễn thông	2.73%	100.09	100.25	124.14	100.47	125.24
Giáo dục	5.72%	100.36	100.88	106.67	100.77	108.14
Văn hoá, thể thao, giải trí	3.83%	100.46	102.06	110.78	100.86	112.15
Đồ dùng và dịch vụ khác	3.34%	103.09	101.43	138.03	100.36	136.33

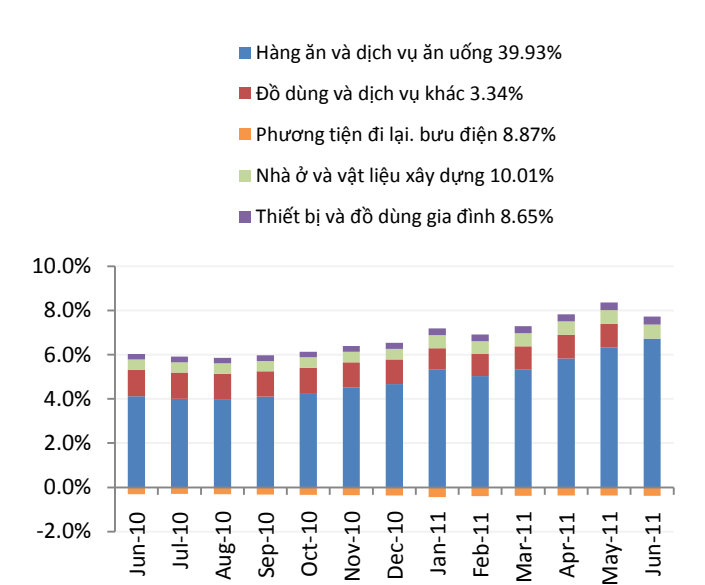
Source: GSO, SBS

Chỉ số lương thực Việt Nam đứng đầu xu hướng giảm



Nguồn: GSO, SBS

Thành phần chính trong giỏ tính CPI của Việt Nam



Nguồn: GSO, SBS

NHNN cắt giảm lãi suất thị trường mở: công cụ tạm thời hay tín hiệu cho việc nới lỏng tiền tệ?

Vẫn còn chưa rõ ràng rằng việc cắt giảm LS này của NHNN là tín hiệu cho thấy chuyển đổi giữa hai chính sách tiền tệ (CSTT) hay chỉ là công cụ điều tiết lãi suất tạm thời. Chúng ta sẽ có câu trả lời trong tháng tới. Nếu đây chỉ là công cụ tạm thời và sử dụng 1 lần thì NHNN sẽ không cắt giảm thêm lãi suất thị trường mở thêm 1 lần nữa mà sẽ chờ tín hiệu từ CPI chậm đỉnh trong tháng 8. Một phương án khác là NHNN đang cố gắng đưa mặt bằng LS xuống bằng các công cụ mà thoát nhìn nó như là điều chỉnh CSTT. SBS hiện đang nghiêng về phương án 2.

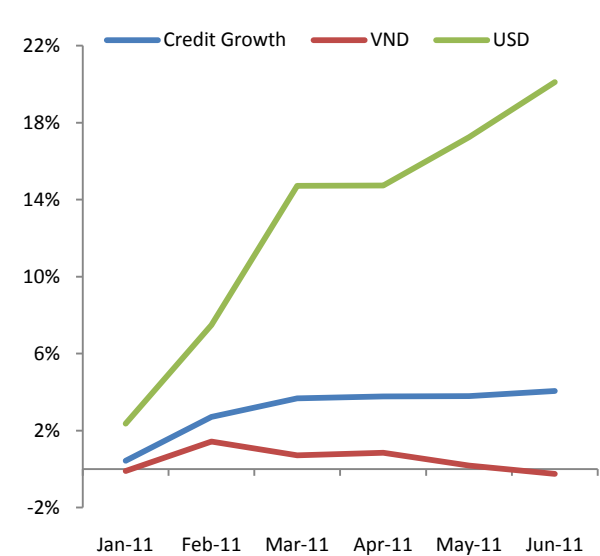
SBS đã phát hành báo cáo riêng cho dự đoán của chúng tôi về LS tiền VND sẽ hạ (tham khảo báo cáo “lãi suất tiền đồng sẽ hạ” ra ngày 15 tháng 6 vừa qua). Trong phần phân tích của báo cáo tháng 6, chúng tôi phân tích thêm về việc hạ LS thị trường mở của NHNN nhưng trên khía cạnh là NHNN đang sử dụng LS này như là công cụ điều tiết mặt bằng LS chung chứ không phải là tín hiệu cho thấy chuyển hướng của CSTT (phương án 2) dựa trên những luận điểm sau:

- ▶ Trước thời gian này, chúng tôi nhận thấy LS liên ngân hàng đang giao dịch ở mức khá thấp, lãi suất 1 tuần giảm dưới LS thị trường mở. Vì vậy, đây có thể là phương pháp mà NHNN sử dụng nhằm xóa bỏ sự chênh lệch của LS 1 tuần và LS thị trường mở.
- ▶ Trong phiên đấu giá TPCP gần đây, Kho bạc Nhà nước đã giảm 140 điểm phần trăm cho trái phiếu kỳ hạn 2 năm. Mặc dù trước đó vài tuần, NHNN vừa tái khẳng định sẽ giữ xu hướng thắt chặt tiền tệ thêm nữa. Chúng tôi cho rằng, kỳ vọng của thị trường vào lãi suất thấp rất mạnh và đang rất nhiều áp lực lên NHNN.

Chúng tôi hiểu rằng, LS cho vay thấp xuống sẽ giải quyết nhiều vấn đề tài chính cho rất nhiều doanh nghiệp của Việt Nam. Thêm vào đó, cần phải xử lý nhằm tránh lặp lại kịch bản đã xảy ra trong năm 2009 khi các nhà đầu tư chuyển mạnh từ vay đồng VND sang vay USD. Cho đến hiện tại, chênh lệch giữa lãi suất tiền VND và USD vẫn khiến doanh nghiệp và cá nhân ưu tiên sử dụng các khoản vay ngoại tệ hơn (theo tính toán của chúng tôi có tới 2/3 số lượng các khoản vay sử dụng đồng ngoại tệ). Mặc dù chính phủ sử dụng khá nhiều cách để làm giảm lực cầu USD, tăng trưởng tín dụng thực tế +23% vẫn cho thấy khả năng giao động vào cuối năm rất cao.

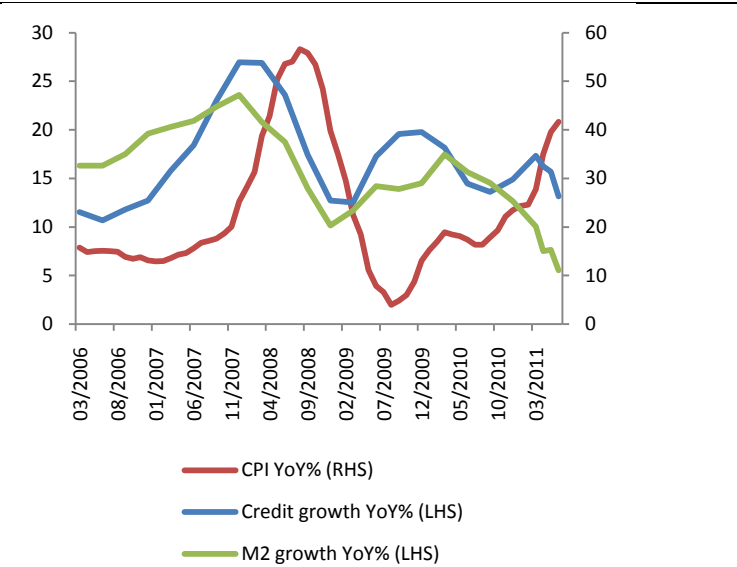
SBS đứng về phía những nhà kinh tế học cho rằng thay đổi CSTT lúc này là quá sớm vì với độ trễ 6-9 tháng, nó sẽ tạo áp lực lên lạm phát trong năm sau. Trong thực tế, NHNN và các bộ ban ngành khác khá tự tin trong việc cầm cương lạm phát (đây là tình thế của bài toán khu vực nội địa, tăng trưởng M2 đang ở +2.45% kể từ đầu năm và lạm phát so với tháng trước đang giảm xuống).

Tăng trưởng tín dụng ngoại tệ tiếp tục tăng mạnh



Nguồn: SBS

Chúng tôi kỳ vọng lạm phát trong cùng kỳ năm sẽ chạm đỉnh trong tháng 8

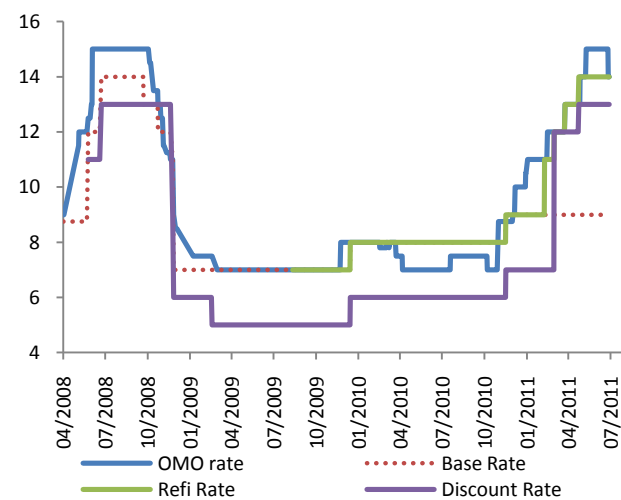


Nguồn: SBS

Ảnh hưởng nhỏ nhưng tín hiệu lớn

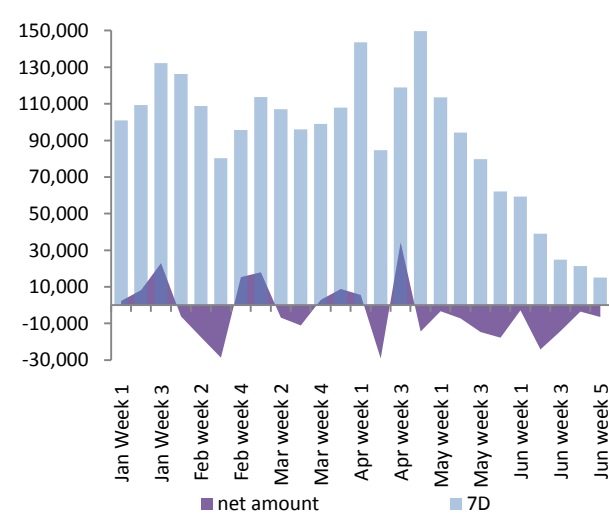
Hiện tại, LS thị trường mở đang ở 14%, bằng với LS tái cấp vốn. LS tái chiết khấu 13% và LS cơ bản đang là 9%. SBS cho rằng 1% trong LS OMO không tạo ra ảnh hưởng lớn như (i) NHNN vẫn siết chặt thanh khoản, giữ vững việc rút ròng tiền mặt liên tục trong 9 tuần. Thanh khoản bị rút ra khoảng 56 ngàn tỷ trong tháng 6 (so với 38 ngàn tỷ trong tháng 5). (ii) Thanh khoản tiền đồng trong hệ thống ngân hàng đang ổn định hơn trong việc đo lường đô la hóa, khiến các ngân hàng không còn quan tâm đến kênh OMO. Do đó, nói về mặt định lượng thì 1% cắt giảm này không phải là tạo hiệu ứng lớn. Tuy nhiên, có thể thông điệp này đã được diễn giải thành sự thay đổi trong điều hành CSTT, là điều mà không một nhà phân tích kinh tế nào mong muốn vì sợ phải đi lại con đường nới lỏng-tăng cung tiền-lạm phát trong thời gian tới. SBS vẫn chưa thực sự tin tưởng vào kịch bản năm 2008 khi NHNN cắt giảm mạnh lãi suất OMO từ 15% xuống 9% trong 3 tháng. Chúng tôi cho rằng, sẽ tốt hơn nếu tất cả các lãi suất điều chỉnh cần phải theo giao động của lạm phát.

Lãi suất reverse-repo giảm 100bps



Nguồn: SBS, Bloomberg

NHNN tiếp tục siết chặt thanh khoản thông qua OMO



Nguồn: SBS, Bloomberg

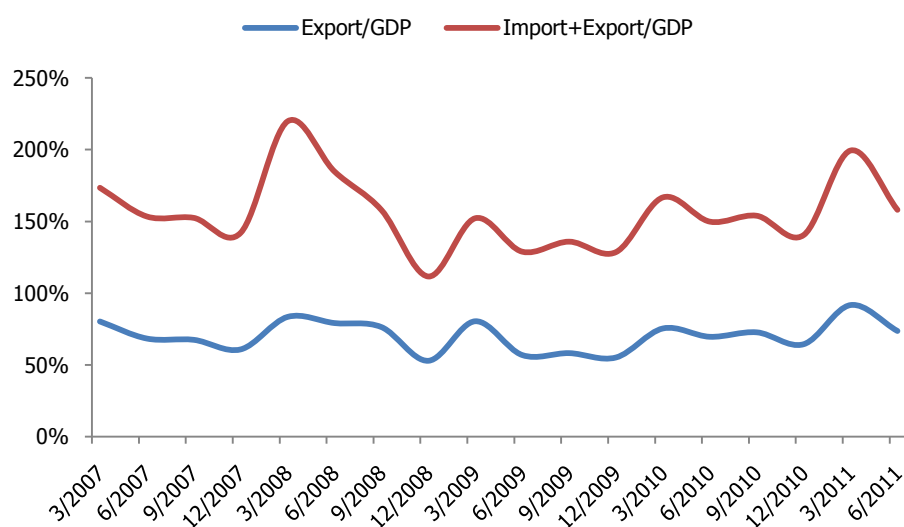
Thanh khoản tiền VND tốt hơn, LS có thể hạ

Chúng tôi nhận thấy huy động tiền USD giảm đáng kể trong khi huy động tiền VND lại tăng lên trong tháng 6. Theo đó phát đi tín hiệu rằng, các đo lường yếu tố giảm đôla hóa của NHNN bắt đầu gặt hái được kết quả. Vì vậy, chúng tôi dự báo rằng, nó sẽ giúp làm tăng thanh khoản tiền đồng thêm VND 15 ngàn tỷ đến VND 20 ngàn tỷ trong tháng còn lại. Nhiều ngân hàng đã có thể huy động thêm tiền đồng với LS liên ngân hàng khá thấp (Khối lượng VND huy động tăng 2.32% trong tháng 6), chúng tôi có thể giả định rằng, các ngân hàng thương mại sẽ bắt đầu giảm lãi suất huy động trong thời gian tới.

Tín dụng chỉ tăng 0.25% trong tháng 6, trong đó tăng trưởng tín dụng tiền VND giảm 0.43% so với tháng trước theo dữ liệu từ NHNN. Điều này cho thấy nhu cầu tiền VND hiện tại còn thấp. SBS cho rằng, các ngân hàng thương mại sẽ cần gia tăng thêm các tài sản sinh lời để đảm bảo giữ các tỷ lệ ROE và ROA hợp lý và chính sự cạnh tranh giữa các NHTM sẽ khiến lãi suất sẽ hạ. Thông tin thêm về chủ đề này, SBS kính mời các nhà đầu tư xem qua báo cáo "Lãi suất tiền đồng sẽ hạ" do SBS phát hành vào ngày 15 tháng 6.

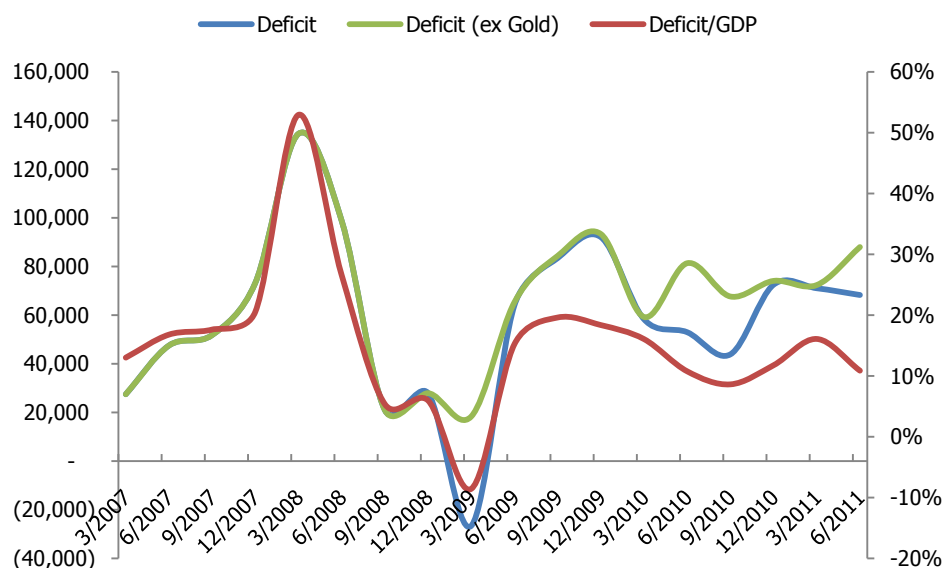
Thâm hụt thương mại của VN thấp nhất trong 10 tháng qua dựa vào một sự kết hợp tuyệt vời của giá trị nhập khẩu giảm và giá trị xuất khẩu tăng lên. Kể từ đầu năm, thâm hụt vẫn cao.

Tăng trưởng trong thương mại (theo Quý)



Nguồn: GSO, SBS

Theo dữ liệu của tổng cục thống kê (GSO), thâm hụt thương mại trong tháng 6 giảm mạnh còn 400 tỷ USD từ 1.400 tỷ trong tháng 5, thấp nhất kể từ tháng 8/2010 với 395 tỷ USD. Xu hướng này có được do xuất khẩu tăng 567 tỷ USD về giá trị (+8% so với tháng 5) trong khi kim ngạch nhập khẩu giảm 454 tỷ USD (-5% so với tháng trước). Về phía xuất khẩu, mức tăng 567 tỷ chủ yếu đến từ 630 tỷ USD xuất khẩu vàng (+388 tỷ USD, tương đương với +160% so với tháng trước). Ngược lại, số liệu nhập khẩu lại cho thấy sự sụt giảm của 24/34 nhóm hàng được công bố bởi GSO từ hàng hóa trung gian cho đến hàng tiêu dùng. và điều này, theo SBS, là do cả sản xuất trong nước (đã phân tích ở trang 4) đang giảm làm cho nhu cầu nhập khẩu MMTB và nguyên vật liệu cũng giảm, đồng thời lạm phát cao cũng phần nào giảm đi nhu cầu tiêu thụ hàng hóa tiêu dùng



Nguồn: GSO, SBS

Nếu loại bỏ vàng và xăng dầu, thì thâm hụt thương mại trong tháng 6 đạt 665 tỷ USD, giảm 48% so với tháng trước (thâm hụt trong tháng 5 là 1.300 tỷ, không bao gồm xăng dầu và vàng). Tuy nhiên, khoảng cách thâm hụt trong 6T2011 vẫn cho thấy mức tăng 15% với cùng kỳ 2010. Thâm hụt cộng dồn đạt 6.7 ngàn tỷ trong nửa 2011, so với 5.8 ngàn tỷ trong nửa đầu 2010.

Xuất khẩu tháng 6 tăng dựa vào giá trị xuất khẩu vàng, nhưng không phải là tác nhân đối với số tích lũy 6 tháng.

Xuất khẩu tháng 6 tăng 7.8 ngàn tỷ đồng, +8% so với tháng trước. Chủ yếu là từ việc xuất khẩu vàng (USD 543 tỷ, Nguồn: Tổng cục hải quan), phần lớn xảy ra vào nửa đầu tháng 6 khi giá vàng trong nước thấp hơn giá vàng quốc tế. Tổng giá trị xuất khẩu vàng cả tháng đạt 630 tỷ USD (đạt tỷ lệ 8% trong tổng giá trị xuất khẩu), +160% so với tháng 5. Trong 6T2011, Việt Nam xuất khẩu trên 1 tỷ USD kim loại quý, -34% so với cùng kỳ năm trước. Xu hướng giảm này là kết quả của nhiều các công cụ mà chính phủ hạn chế buôn bán vàng miếng cũng như ngừng cho phép các NHTM huy động vàng. Tuy nhiên, chúng tôi dự đoán rằng, việc giao dịch vàng sẽ không mạnh như năm trước vì 1) giá vàng thế giới và trong nước không qua chênh lệch nhiều; 2) giao dịch vàng miếng đang bị hạn chế tại Việt Nam; 3) Để điều hành được thị trường ngoại hối, đặc biệt là thị trường không chính thống, sẽ phần nào làm giảm cầu USD của các nhà đầu cơ cần ngoại tệ để nhập khẩu vàng.

Nhu cầu thấp cho nhập khẩu cho cả hàng hóa trung gian lẫn hàng tiêu dùng

Giá trị nhập khẩu giảm từ 8.6 ngàn tỷ đồng trong tháng trước xuống còn 8.2 ngàn tỷ (-5%), tháng thứ 2 sụt giảm sau khi tăng đỉnh điểm trong tháng 4 (8.9 ngàn tỷ). Phần lớn các mặt hàng được nhập khẩu cho thấy giảm về giá trị bao gồm dầu mỡ động thực vật -37% về giá trị so với tháng 5, lúa mì -35%, phân bón -20%, tân dược -18, thức ăn gia súc -14% và sắt thép -12%. Sản phẩm xăng dầu, nhựa, vải, linh kiện và máy móc giảm nhẹ từ 3-7% nhưng khiến giá trị giảm gần 206 tỷ USD, tương đương với 2.5% tổng giá trị nhập khẩu.

Khối lượng nhập khẩu của đa phần các mặt hàng cũng giảm xuống từ vật liệu (lúa mì -24%, phân bón -17%, Cotton -9%, sắt thép -6% và nhựa -4%) đến sản phẩm tiêu dùng (ô tô -9%). Mặt hàng ô tô nguyên chiếc giảm 27% từ 116 tỷ USD xuống còn 85 tỷ USD trong tháng 6 sau khi quy định mới về thuế nhập khẩu đánh trên xe đã qua sử dụng được công bố, điều này khiến nhiều nhà nhập khẩu xe cắt giảm việc nhập xe cũ trong tháng. Trong tháng 5, Quyết định 36 được ban hành trong đó thay đổi mức thuế cho các

xe cũ nhập dưới 9 chỗ ngồi. Theo đó, xe có dung tích si lanh từ 1.5 đến 2.5 lít phải đóng thuế phần trăm của xe mới cộng thêm USD5,000/xe thuế tuyệt đối. Các phương tiện có dung tích si lanh từ 2.5 trở lên cũng sử dụng công thức tương tự; tuy nhiên phải trả USD15,000/xe cho thuế tuyệt đối. Thuế % cho các xe từ 2.0 trở lên giao động từ 77% đến 82. SBS thử làm một phép tính cho xe giá trị là USD25,000, thì giá sau các loại thuế sẽ là khoảng USD83,325-99,825 (giả định 82% thuế nhập khẩu, 50% thuế tiêu thụ đặc biệt và 10% thuế GTGT). Nghị quyết này phần nào khuyến khích hoạt động SXCN mặt hàng ô tô trong tháng năm lên, trong bối cảnh 1) lạm phát cao làm giảm tiêu dùng nội địa và 2) chi phí vay mượn quá lớn khiến các doanh nghiệp giảm sản xuất; chúng tôi dự đoán rằng nhu cầu nhập khẩu sẽ còn thấp trong các tháng tới.



Khuyến cáo

Những thông tin và nhận định mà SBS cung cấp trên đây là dựa trên đánh giá của người viết tại ngày đưa ra bản tin. Bản tin này chỉ mang tính chất tham khảo nhằm giúp nhà đầu tư có đầy đủ thông tin hơn trong việc ra quyết định và có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần thông báo trước. Thông tin trong bản tin này dựa trên những thông tin có sẵn được thu thập từ nhiều nguồn mà được tin là đáng tin cậy, tuy nhiên độ chính xác và hoàn hảo không được đảm bảo. SBS không chịu trách nhiệm cho những khoản lỗ trong đầu tư khi sử dụng những thông tin trong bản tin này.

Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn Thương Tín (Hội sở)

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3 TP HCM Việt Nam
Tel: +84 (8) 6268 6868 Fax: +84 (8) 6255 5957 www.sbsec.com.vn

Singapore DMG & Partner

DMG & Partners
Securities Pte. Ltd.
10 Collyer Quay
#09-08 Ocean Financial Centre
Singapore 049315
Tel : + (65) 6533 1818
Fax : + (65) 6532 6211

Chi nhánh Sài Gòn

63B Đường Calmette Phường Nguyễn Thái
Bình Ward, Quận 1, TP HCM Việt Nam
Tel: +84 (8) 3821 4888
Fax: +84 (8) 3821 3015

Chi nhánh Tây Đô

212A Đường Ba Tháng Hai Quận Ninh Kiều
TP Cần Thơ Việt Nam
Tel: +84 (710) 378 3434
Fax: +84 (710) 378 3436

Cambodia

Sacombank Securities (Cambodia) PLC
56 Preah Norodom Blvd
Sangkat CheyChumneas, Khan Daun Penh,
Cambodia
Tel: +855 23 999 890
Fax: +855 23 999 891

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6-7, 88 Lý Thường Kiệt Quận Hoàn
Kiếm Hà Nội Việt Nam
Tel: +84 (4) 3942 8076
Fax: +84 (8) 3942 8075
Email: hanoi@sbsec.com.vn

Laos

Lanexang Securities Public Company
5th Floor, LSX Building, Ban Phonthan
Vientiane Capital
The Lao P.D.R

Chi nhánh Đà Nẵng

62 Đường Nguyễn Thị Minh Khai Quận Hải
Châu TP Đà Nẵng Việt Nam
Tel: +84 (5113) 81 86 86
Fax: +84 (5113) 81 88 86