

## **TỔNG QUAN**

- **Tình hình lạm phát.**

- ✓ **CPI tháng 6 tiếp nối xu hướng hạ nhiệt.** Mặc dù giá cả các mặt hàng tiếp tục tăng trong tháng 6 nhưng xu hướng hạ nhiệt của giá cả đã được duy trì tháng thứ 2 liên tiếp. Sau khi tăng 2,21% trong tháng 5, chỉ số CPI của cả nước trong tháng 6 đã tăng chậm lại, chỉ còn **1,09%**.
- ✓ **Chính phủ nới mục tiêu lạm phát cho cả năm 2011 lên mức 17%.** Với mục tiêu mới này, dư địa còn lại cho lạm phát trong 6 tháng cuối năm chỉ còn gần 4%, tương đương với mức tăng CPI trung bình khoảng 0,7%/tháng.
- ✓ **Lạm phát tháng 7: còn nhiều ẩn số.** Diễn biến bất thường của giá cả các mặt hàng lương thực- thực phẩm những ngày cuối tháng 6, đầu tháng 7 có thể sẽ khiến cho CPI tháng 7 đảo chiều xu hướng giảm tốc và tăng từ 1-1,5%.

- **Diễn biến lãi suất.**

- ✓ **Lãi suất huy động và lãi suất cho vay đang dần hạ nhiệt.** Việc chạy đua lãi suất để huy động bằng mọi giá cũng có dấu hiệu bớt căng thẳng khi lãi suất thỏa thuận đã giảm khoảng 1-1,5% so với tháng trước.
- ✓ **NHNN bắt ngờ hạ lãi suất cho vay qua thị trường mở (OMO) từ 15% xuống 14%.** BVSC cho rằng đây chưa phải là tín hiệu của chính sách nới lỏng tiền tệ mà nó chỉ mang tính định hướng, thể hiện nỗ lực của NHNN sẽ cố gắng hạ mặt bằng lãi suất cho vay xuống trong thời gian tới.
- ✓ **Lãi suất đấu thầu TPCP tiếp tục giảm.** Đường cong lợi suất TPCP dốc xuống cũng cho thấy kỳ vọng khá lạc quan của các nhà đầu tư vào triển vọng vĩ mô trong tương lai (lãi suất TPCP kỳ hạn dài thấp hơn kỳ hạn ngắn).

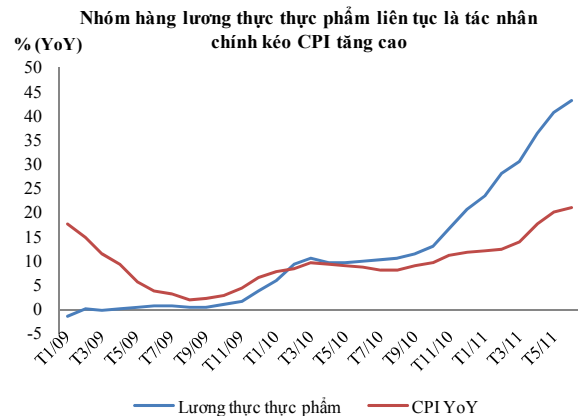
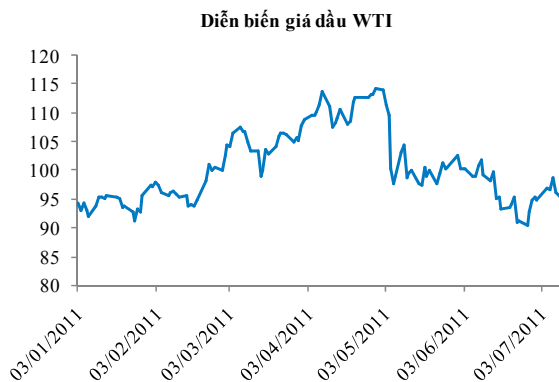
- **Thị trường ngoại hối.**

- ✓ **Tỷ giá VND/USD duy trì sự ổn định.** Trên thị trường ngoại hối, cả tỷ giá liên ngân hàng và tỷ giá tự do đều không có nhiều biến động. Xu hướng tích cực vẫn được duy trì với việc tỷ giá VND/USD được giao dịch ở mức thấp, khoảng 20.600 – 20.750 VND/USD.
- ✓ **BVSC bảo lưu quan điểm về sự ổn định của thị trường ngoại hối trong ngắn hạn.**

## TÌNH HÌNH LẠM PHÁT

- CPI tháng 6 tiếp nối xu hướng hạ nhiệt.** Mặc dù giá cả các mặt hàng tiếp tục tăng trong tháng 6 nhưng xu hướng hạ nhiệt của giá cả đã được duy trì tháng thứ 2 liên tiếp. Sau khi tăng 2,21% trong tháng 5, chỉ số CPI của cả nước trong tháng 6 đã tăng chậm lại, chỉ còn **1,09%**. Tuy vậy, lạm phát YoY vào thời điểm cuối tháng 6 đã lên mức rất cao, đạt 20,82% và lạm phát tích lũy 6 tháng đầu năm (so với thời điểm cuối năm 2010) cũng đã lên ngưỡng 13,29%.

Trong tháng 6, nhìn chung không có thêm yếu tố đột biến nào tác động quá lớn đến giá cả tiêu dùng khi giá điện vẫn được giữ nguyên sau ngày 1/6; giá xăng không thay đổi, thậm chí còn có lúc được kỳ vọng giảm khi giá dầu thế giới trải qua một đợt điều chỉnh khá sâu (khoảng 10%; từ mức 100 USD/thùng về sát 90-91 USD/thùng). Tuy vậy, sự bất thường về thời tiết cũng như mất cân đối tại một số mặt hàng thực phẩm (đặc biệt là thịt lợn) vẫn khiến nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống tăng tới 1,79% và là tác nhân chủ yếu kéo lạm phát tăng trong tháng 6; 10 nhóm hàng hóa còn lại đều có mức tăng dưới 1%; cá biệt nhóm hàng bưu chính viễn thông còn giảm nhẹ (0,01%) so với tháng trước.



(Nguồn: Bloomberg, BVSC)

- Chính phủ nới mục tiêu lạm phát cho cả năm 2011 lên mức 17%.** Sau khi cân nhắc tới tình hình giá cả các mặt hàng trong 6 tháng đầu năm, trong phiên họp thường kỳ mới đây, Chính phủ đã nới mục tiêu kiểm soát lạm phát cho cả năm 2011 lên mức 17% thay cho mức 15% trước đó. Như vậy, với mục tiêu mới này, dư địa còn lại cho lạm phát trong 6 tháng cuối năm chỉ còn gần 4%, tương đương với mức tăng CPI trung bình khoảng 0,7%/tháng. Chúng tôi đánh giá đây là một mục tiêu *vừa sức* của Chính phủ, do vậy nhiều khả năng mục tiêu này sẽ đạt được.
- Lạm phát tháng 7: còn nhiều ẩn số.** Mặc dù vẫn lạc quan vào xu hướng tiếp tục hạ nhiệt của lạm phát trong các tháng cuối năm, tuy nhiên diễn biến giá cả của các mặt hàng lương thực- thực phẩm những ngày cuối tháng 6, đầu tháng 7 (quãng thời gian bao gồm 2 ngày chốt số liệu tính CPI của Tổng cục Thống kê) buộc chúng tôi phải thận trọng hơn trong việc dự báo CPI của tháng 7. Trong khi kỳ vọng giá xăng trong nước giảm ngay trong tháng này đã gần như bị phủ nhận (Bộ Tài chính mới đây yêu cầu giữ nguyên giá bán xăng dầu) thì một vài yếu tố bất thường đã khiến cho CPI tháng 7 có thể sẽ đảo chiều xu hướng:

- ✓ **Thời tiết mưa nắng thất thường** khiến giá cả một vài mặt hàng rau củ ở khu vực phía Bắc khan hiếm hơn. Mức tăng giá ghi nhận là từ 5-10%.

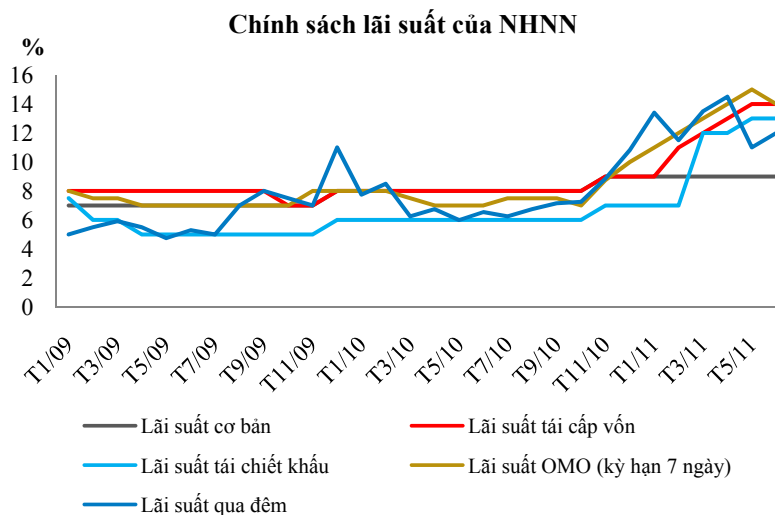
- ✓ **Mặt hàng thực phẩm tiếp tục tăng giá.** Sự mất cân đối giữa cung cầu của mặt hàng thịt lợn trong những tháng gần đây đã kéo giá các loại thực phẩm thay thế khác như thịt bò, thịt gà, thủy sản... tăng theo.
- ✓ **Thương nhân Trung Quốc thu gom đẩy giá các mặt hàng nông sản, thủy sản, trứng gia cầm... tăng đột biến.** Liên tiếp những ngày gần đây báo chí đã phản ánh về hiện tượng này, coi đây là một nhân tố có thể làm trầm trọng thêm vấn đề mất cân bằng cung- cầu trong nước, đẩy giá thực phẩm tăng. Lý do của hiện tượng trên nhiều khả năng xuất phát từ việc giá cả lương thực- thực phẩm của Trung Quốc thời gian qua tăng rất cao, đã thúc đẩy các thương nhân Trung Quốc sang Việt Nam gom hàng với giá rẻ hơn. Dẫu vậy BVSC cho rằng đây chỉ là yếu tố mang tính chất ngắn hạn và sẽ sớm được Chính phủ có biện pháp can thiệp để bình ổn thị trường.
- **BVSC dự báo lạm phát tháng 7/2011.** Như đã nói ở trên, việc giá cả bất ngờ tăng trở lại trong những ngày gần đây buộc chúng tôi phải thận trọng hơn trong việc đưa ra con số dự báo cho lạm phát tháng này. **BVSC dự báo chỉ số CPI trong tháng 7 có thể sẽ tăng từ 1-1,5% và có thể đảo ngược xu thế giảm tốc của 2 tháng trước đó.** Điều này có thể sẽ làm chậm lại nỗ lực sớm hạ mặt bằng lãi suất nhằm tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp và thúc đẩy tăng trưởng của Chính phủ. Tuy nhiên, về trung hạn từ giờ cho tới cuối năm, BVSC tiếp tục tin tưởng lạm phát sẽ duy trì được xu thế giảm tốc dưới tác động của chính sách thắt chặt tiền tệ mà Chính phủ đã áp dụng trong suốt gần 1 năm qua (trên thực tế, tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán M2 trong 6 tháng đầu năm đều ở mức rất thấp khi chỉ đạt lần lượt là 7,05% và 2,33%).

## **DIỄN BIẾN LÃI SUẤT**

- **Lãi suất liên ngân hàng ổn định ở mức thấp tháng thứ 2 liên tiếp.** Trên thị trường liên ngân hàng, mặt bằng lãi suất tiếp tục duy trì những diễn biến tích cực với sự ổn định ở mức thấp tại hầu hết các kỳ hạn. Lãi suất qua đêm thỏa thuận phổ biến ở mức 11-12,5%/năm, lãi suất kỳ hạn 1 tuần dao động từ 12,7-13,5%/năm, lãi suất kỳ hạn 1 tháng từ 13,7-14%/năm. So với cuối tháng trước, các mức lãi suất này đều đã giảm nhẹ từ 0,5-1% cho mỗi kỳ hạn. Điều này cho thấy thanh khoản của hệ thống ngân hàng đang từng bước được cải thiện. Như đã đề cập trong báo cáo tháng trước, chúng tôi cho rằng việc NHNN tiếp tục cung ứng VND để mua vào USD nhằm tăng dự trữ ngoại hối (khoảng 1,2 tỷ USD đã được NHNN mua vào trong tháng 6) cùng với việc thực hiện tái cấp vốn (khoảng 10.000 tỷ đồng) cho một số ngân hàng thương mại trong đầu tháng này đã tạm thời đáp ứng nhu cầu vốn của các NHTM, từ đó giúp lãi suất liên ngân hàng duy trì được sự ổn định.
- **Lãi suất huy động và lãi suất cho vay đang dần hạ nhiệt.** Cùng với việc CPI theo tháng giảm tốc, thanh khoản của hệ thống ngân hàng được cải thiện đáng kể, lãi suất huy động và lãi suất cho vay đã hạ nhiệt. Theo tìm hiểu của chúng tôi, một số ngân hàng đã bắt đầu giảm lãi suất huy động xuống dưới 14%/năm hoặc niêm yết lãi suất kỳ hạn dài ở mức thấp hơn so với trước đó. Việc chạy đua lãi suất để huy động bằng mọi giá cũng có dấu hiệu bớt căng thẳng. Mặc dù trên thực tế tình trạng huy động với lãi suất vượt trần cho những khoản tiền gửi có giá trị lớn (từ 500 triệu đồng trở lên) vẫn đang diễn ra; tuy nhiên lãi suất thỏa thuận đã giảm khoảng 1-1,5% xuống mức 16-18,5%/năm. Cùng với xu hướng trên, lãi suất cho vay cũng giảm nhẹ từ 0,5% -1% dao động quanh mức 16-19% đối với cho vay

sản xuất và trên 20% đối với cho vay phi sản xuất (biểu hiện bằng việc một loạt các CTCK gần đây đã điều chỉnh mức lãi suất ứng trước tiền bán và lãi suất cho vay đối với hoạt động margin).

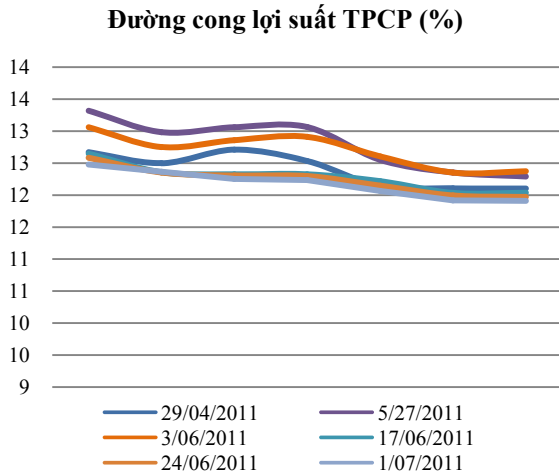
- Mặt bằng lãi suất có thể giảm mạnh hơn?** Trước đây chúng tôi đã từng kỳ vọng thị trường liên ngân hàng và thị trường huy động sẽ hoạt động theo nguyên lý bình thông nhau, tức là mức giảm của lãi suất liên ngân hàng sẽ kéo theo mức giảm tương ứng của lãi suất huy động. Thế nhưng trên thực tế, lãi suất liên ngân hàng đã giảm (khoảng 6-8%) mạnh hơn so với lãi suất huy động (khoảng 1-1,5%). Điều này là do kỳ vọng lạm phát trong nền kinh tế vẫn cao (khoảng 17-18% vào thời điểm cuối năm 2011), vì thế các ngân hàng vẫn chưa thể giảm mạnh lãi suất huy động vì sợ người dân rút tiền hay không cạnh tranh được với ngân hàng khác. Do vậy, BVSC cho rằng bài toán giảm lãi suất trong thời gian tới sẽ chỉ được giải quyết khi đáp ứng được cùng lúc 2 điều kiện: (1) thanh khoản của hệ thống ngân hàng tiếp tục được giữ vững; (2) lạm phát theo năm (YoY) cho dấu hiệu giảm mạnh.
- NHNN bắt ngờ hạ lãi suất cho vay qua thị trường mở (OMO) từ 15% xuống 14%.** Theo BVSC động thái này sẽ không có tác động quá lớn tới chi phí vốn của các ngân hàng, bởi lẽ doanh số giao dịch qua thị trường OMO trong thời gian gần đây đã giảm sút mạnh (khoảng 60-70% so với thời gian trước). Tuy nhiên chúng tôi cũng cho rằng đây chưa phải là tín hiệu của chính sách nới lỏng tiền tệ mà nó chỉ mang tính định hướng, thể hiện nỗ lực của NHNN sẽ cố gắng hạ mặt bằng lãi suất cho vay xuống nhằm hỗ trợ các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh trong thời gian tới. Ngoài ra, điều này dường như hàm ẩn mục tiêu tăng trưởng đang được Chính phủ dần quan tâm trở lại khi mà GDP 6 tháng đầu năm nay chỉ tăng 5,57%, giảm mạnh so với mức tăng 6,18% của cùng kỳ năm ngoái.



(Nguồn: Bloomberg, BVSC)

- Lãi suất đấu thầu TPCP tiếp tục giảm.** Một lượng lớn TPCP đến thời điểm đáo hạn khiến cho nguồn vốn của một số ngân hàng dồi dào hơn. Tuy nhiên, do tăng trưởng tín dụng bị giới hạn dưới 20% nên nguồn vốn này lại đổ vào TPCP khiến nhu cầu TPCP cao và lãi suất đấu thầu TPCP liên tục giảm xuống (khoảng 0,1-0,3%). Điều này lý giải cho các phiên đấu thầu TPCP gần đây liên tục thành công với lượng tham gia đấu thầu tăng mạnh mẽ. Ngoài ra, đường cong lợi suất TPCP dốc xuống cũng cho thấy kỳ vọng khá lạc quan của các nhà đầu tư vào triển vọng vĩ mô trong tương lai (lãi suất TPCP kỳ hạn dài thấp hơn kỳ hạn ngắn). Đây là một trong những cơ sở để chúng tôi kỳ vọng

về việc lãi suất sẽ sớm giảm trong thời gian tới bên cạnh các yếu tố khác như lạm phát, thanh khoản của hệ thống ngân hàng...



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 (%)
<b>06/06-10/06</b>	13.06	12.92	-0.13	0.07	0.02	-0.06
<b>13/06-17/06</b>	12.92	12.64	-0.27	-0.60	-0.29	-0.25
<b>20/06-24/06</b>	12.92	12.64	-0.065	-0.018	-0.027	-0.039
<b>27/06-30/06</b>	12.64	12.58	-0.105	-0.053	-0.062	-0.076

(Nguồn: Reuters, BVSC)

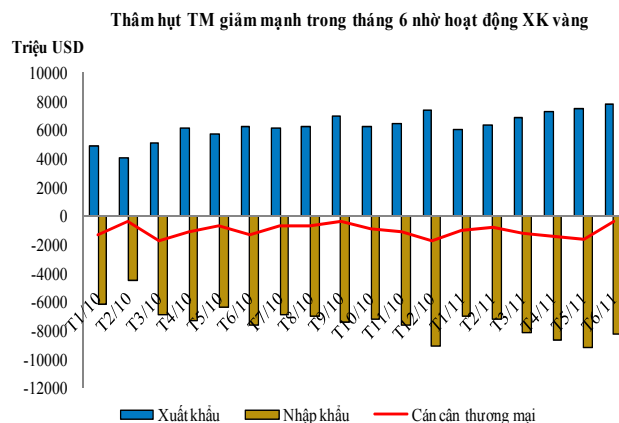
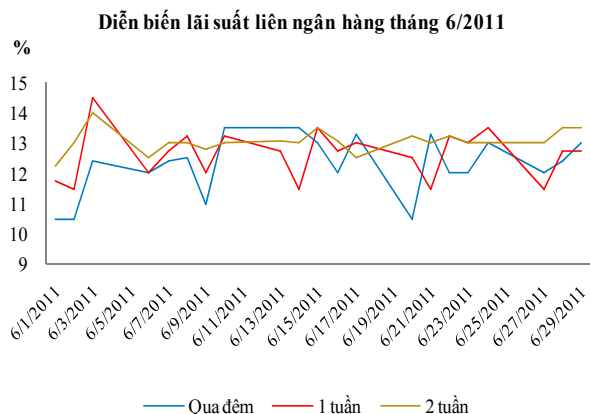
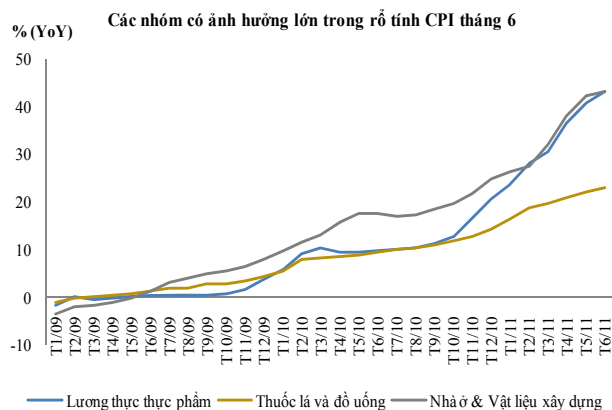
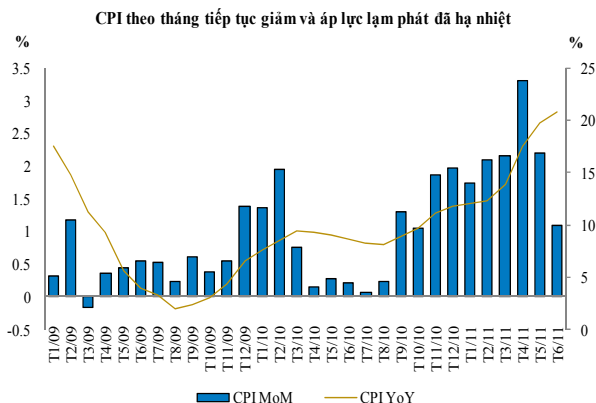
## THỊ TRƯỜNG NGOẠI HỐI

- **Tỷ giá VND/USD duy trì sự ổn định.** Trên thị trường ngoại hối, cả tỷ giá liên ngân hàng và tỷ giá tự do đều không có nhiều biến động. Xu hướng tích cực vẫn được duy trì với việc tỷ giá VND/USD được giao dịch ở mức thấp, khoảng 20.600 – 20.750 VND/USD. Chúng tôi nhận thấy việc 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 của NHNN trong việc ổn định thị trường ngoại hối. Do vậy, **mặc dù vẫn giữ quan điểm thận trọng với tỷ giá trong trung và dài hạn; thế nhưng trong ngắn hạn BVSC bảo lưu quan điểm về sự ổn định của thị trường ngoại hối dựa trên những cơ sở sau:**

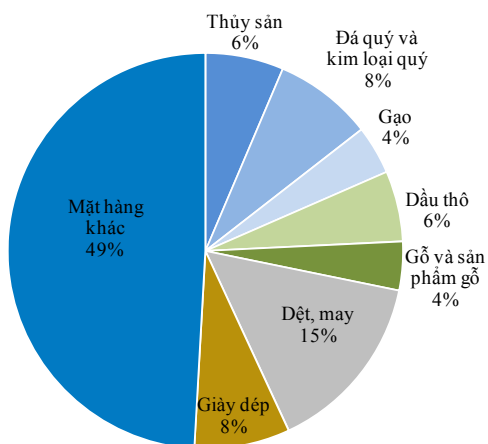
- ✓ **Thâm hụt thương mại giảm mạnh trong tháng 6/2011.** Kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu trong tháng 6 ước đạt lần lượt 7,8 tỷ USD (tăng 8,3% so với tháng trước) và 8,2 tỷ USD (giảm 10,8 % so với tháng trước), góp phần đưa thâm hụt thương mại giảm mạnh xuống mức 400 triệu USD từ mức 1,7 tỷ USD của tháng trước đó. Mặc dù sự sụt giảm của nhập siêu trong tháng 6 có sự đóng góp rất lớn của yếu tố bất thường là hoạt động xuất khẩu vàng (630 triệu USD); tuy nhiên nếu loại bỏ mặt hàng này thì tổng giá trị xuất khẩu các mặt hàng còn lại vẫn tăng 2,6% so với tháng trước. Do đó, trong ngắn hạn, thâm hụt thương mại giảm tốc sẽ là thông tin tích cực củng cố cho xu hướng ổn định của tỷ giá.
- ✓ **Dự thảo về việc giảm trạng thái ngoại hối của tổ chức tín dụng sẽ giúp giảm thiểu hoạt động đầu cơ ngoại tệ.** Theo dự thảo thông tư quy định về việc giảm trạng thái ngoại hối của NHNN đưa ra, trạng thái ngoại hối của các ngân hàng thương mại sẽ giảm từ mức +/-30% vốn tự có hiện hành về +/-20%. Nếu quyết định này được thực hiện sẽ giảm thiểu được hoạt động đầu cơ trên thị trường liên ngân hàng mỗi khi tỷ giá có biến động mạnh. Việc giảm trạng thái ngoại hối từ 30% xuống 20% cũng sẽ khiến những ngân hàng nào đang nắm giữ quá nhiều USD buộc phải bán ra để đáp ứng tỷ lệ trên, góp phần cung ứng thêm một lượng ngoại tệ nhất định ra thị trường.

- ✓ ***Quy định kết hối sau ngày 01/07/2011 sẽ giúp gia tăng nguồn cung USD.*** Theo quy định của Chính phủ, kể từ ngày 01/07/2011, các Tập đoàn, Tổng công ty lớn của Nhà nước sẽ phải bán lại số ngoại tệ có trên tài khoản tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn sau khi đã cân nhắc đến nhu cầu sử dụng USD trong tháng. Quyết định này được dự báo sẽ giúp tăng nguồn cung USD cho hệ thống NHTM (ước tính khoảng trên 1 tỷ USD). BVSC cho rằng, đây là cơ hội rất tốt để NHNN tiếp tục mua USD vào nhằm cải thiện dự trữ ngoại hối. Biện pháp sử dụng rất có thể sẽ như trước đây: bơm tiền đồng ra để mua USD nhưng đồng thời sẽ điều tiết linh hoạt trên thị trường OMO nhằm hút tiền về. Do vậy, BVSC cho rằng áp lực cung VND gây lạm phát hầu như sẽ không có trong thời gian tới. Thay vào đó, thanh khoản của hệ thống ngân hàng sẽ tiếp tục được cải thiện và tỷ giá sẽ vẫn duy trì ở mức thấp như hiện nay (20.600- 20.700 VND/USD).

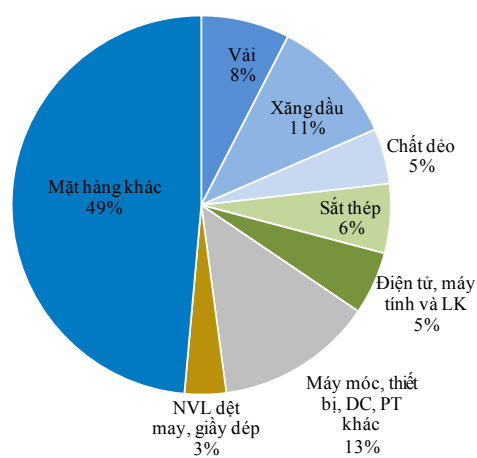
# BÁO CÁO VĨ MÔ THÁNG 6/2011



**Cơ cấu xuất khẩu**



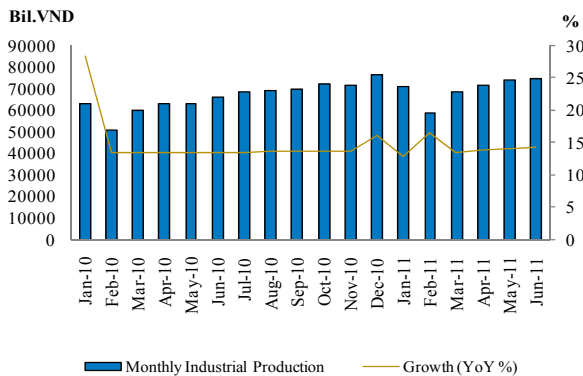
**Cơ cấu nhập khẩu**



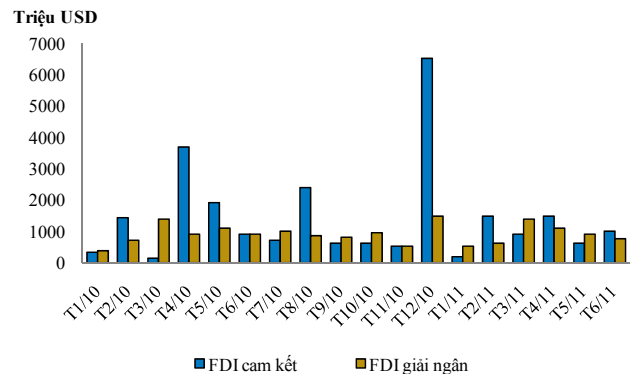


# BÁO CÁO VĨ MÔ THÁNG 6/2011

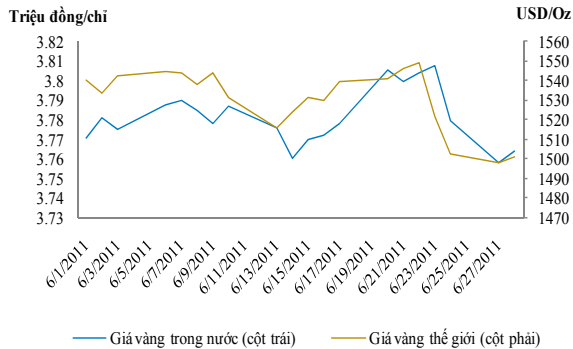
**Industrial production**



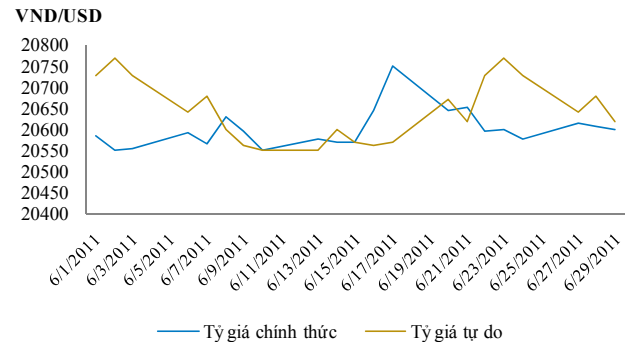
**Vốn FDI cam kết và giải ngân đang có xu hướng giảm**



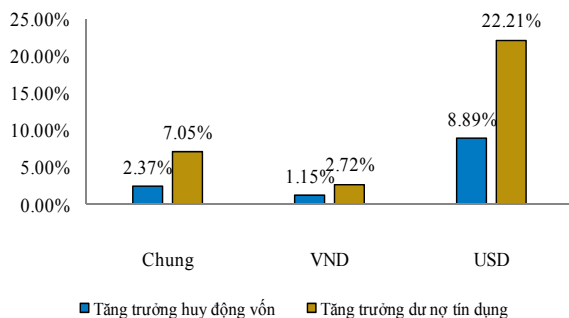
**Giá vàng thế giới và trong nước giảm mạnh**



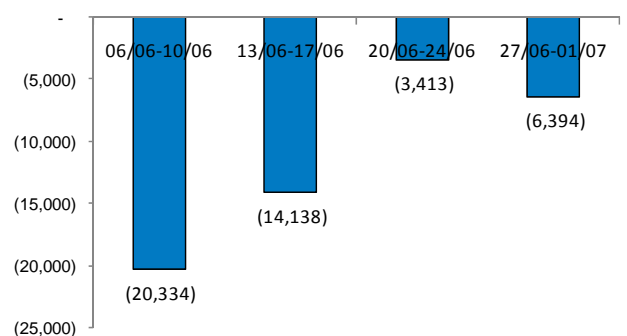
**Diễn biến tỷ giá chính thức và tự do**



**Tăng trưởng huy động vốn và dư nợ tín dụng tính đến 10/6/2011**



**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      phamthanhtailinh@baoviet.com.vn

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

