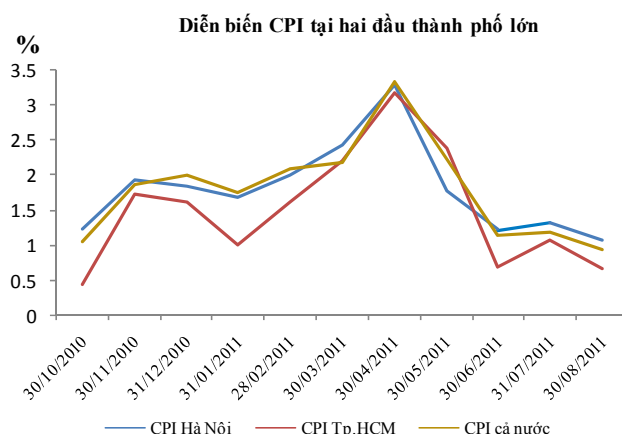


TỔNG QUAN

- **Tình hình lạm phát.**
 - ✓ **CPI MoM tăng 0,93%, lạm phát YoY nhiều khả năng đã đạt đỉnh trong tháng 8/2011.**
 - ✓ **Kỳ vọng lạm phát giảm nhờ giá xăng và lãi suất.** Quyết định giảm giá xăng 500 đồng/lít ngày 26/08 của Bộ Tài chính cùng với những thay đổi về chính sách tiền tệ của NHNN nhằm đưa mặt bằng lãi suất xuống mức 17-19% đang mang đến những hiệu ứng tích cực trong việc giảm kỳ vọng lạm phát trong nền kinh tế.
 - ✓ **BVSC dự báo chỉ số CPI trong tháng 9 có thể sẽ dao động trong khoảng 0,5 - 0,7%**
- **Diễn biến lãi suất.**
 - ✓ **Lãi suất liên ngân hàng bật tăng những ngày đầu tháng 9.** Trên thị trường liên ngân hàng, mặt bằng lãi suất bắt đầu bật tăng ở những kỳ hạn ngắn. Nhiều khả năng diễn biến này xuất phát từ việc NHNN thu hồi lượng tiền tái cấp vốn trước đây cũng như việc hệ thống ngân hàng thực thi nghiêm chỉ thị trần lãi suất huy động 14%.
 - ✓ **BVSC đánh giá Thông tư 22** là một quyết định hợp lý và sẽ góp phần tháo gỡ những khó khăn cơ bản cho hệ thống ngân hàng, nhằm thúc đẩy tăng trưởng tín dụng và giảm lãi suất trong thời gian tới.
- **Thị trường ngoại hối.**
 - ✓ **Tỷ giá VND/USD leo thang theo giá vàng.** Việc thu gom USD để nhập vàng (chính thức hoặc nhập lậu) do giá vàng trong nước đang cao hơn giá vàng thế giới là nguyên nhân chính khiến tỷ giá bật tăng trở lại trong ngắn hạn. Tuy nhiên, về cơ bản, với khả năng thặng dư cán cân thanh toán từ 2,5-3 tỷ USD trong năm nay, Việt Nam sẽ có thêm công cụ để bình ổn thị trường ngoại hối khi cần thiết.
 - ✓ **Quyết định tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc thêm 1% đối với tiền gửi ngoại tệ** sẽ góp phần hạn chế tăng trưởng tín dụng USD, từ đó giảm bớt sức ép lên tỷ giá trong 4 tháng cuối năm.

TÌNH HÌNH LẠM PHÁT

- **CPI MoM tăng 0,93%, lạm phát YoY nhiều khả năng đã đạt đỉnh trong tháng 8/2011.** Sau khi đảo chiều xu thế, bất ngờ tăng vượt dự báo trong tháng 7 do diễn biến phức tạp của giá cả các mặt hàng lương thực- thực phẩm, lạm phát trong tháng 8 ngay lập tức đã có mức tăng chậm lại, đạt **0,93%**. Mặc dù mức độ giảm tốc là không nhiều song việc CPI tăng chậm lại ngay sau khi có dấu hiệu bùng phát vào tháng 7 đã xoa dịu lo lắng cho khá nhiều nhà đầu tư. Với mức tăng này, lạm phát YoY tính đến thời điểm cuối tháng 8/2011 đạt **23,02%** - mức cao nhất kể từ đầu năm trở lại đây. Tuy nhiên, BVSC cho rằng lạm phát YoY đã thiết lập đỉnh trong tháng 8 và sẽ bắt đầu chiều hướng đi xuống kể từ tháng 9/2011.



(Nguồn: GSO, BVSC)

- **Kỳ vọng lạm phát giảm nhờ giá xăng và lãi suất.** Trong ngày 26/08/2011, Bộ Tài chính đã bất ngờ có quyết định giảm giá xăng với mức giảm là 500 đồng/lít. Tuy mức giảm này là không nhiều nhưng nó cũng phần nào đáp ứng được nguyện vọng của người dân cũng như giới đầu tư sau khi giá dầu thế giới liên tục lao dốc mạnh vào nửa cuối tháng 8. Trên thực tế, theo tính toán của chúng tôi, tác động vòng 1 của việc giảm giá 500 đồng/lít xăng như trên tới diễn biến của CPI là không đáng kể (tác động trực tiếp làm giảm CPI chỉ khoảng 0,2%). Mặc dù vậy, điều quan trọng hơn là việc giảm giá xăng đã có tác động khá tích cực tới việc giảm kỳ vọng lạm phát trong nền kinh tế. Bên cạnh giá xăng, những thay đổi trong chính sách tiền tệ của NHNN theo hướng thúc đẩy tăng trưởng tín dụng, giảm lãi suất cũng đang tạo những hiệu ứng tốt đối với giá cả các mặt hàng nói chung. Khi chi phí lãi vay giảm, các doanh nghiệp sẽ có nhiều điều kiện thuận lợi hơn để giảm giá bán hàng hóa, đặc biệt trong bối cảnh hàng hóa tồn kho tăng cao trong 8 tháng đầu năm.
- **BVSC dự báo lạm phát tháng 9/2011.** Theo khảo sát của BVSC, mặt bằng giá cả các mặt hàng lương thực, thực phẩm trong tháng 9 hầu như đứng giá, thậm chí còn có hiện tượng giảm mạnh đối với mặt hàng thực phẩm tại một số địa phương. Tuy nhiên, theo BVSC, vẫn có một số rủi ro đối với tình hình lạm phát tháng 9 như: tình trạng mưa lũ kéo dài trong những ngày gần đây tại một số địa phương; một số mặt hàng tăng giá đột biến trong những ngày lễ lớn như Quốc khánh 2/9, tết Trung thu... Ngoài ra, khả năng Chính phủ điều chỉnh tăng giá điện sau những kiến nghị của EVN do khó khăn tài chính cũng cần được tính đến. Mặc dù vậy, theo quan điểm của BVSC, việc điều chỉnh giá điện theo lộ trình là điều sớm hay muộn cũng phải làm nhưng Chính phủ sẽ cân nhắc kỹ thời điểm điều chỉnh để không gây thêm áp lực cho lạm phát cũng như đời sống của đại bộ phận người dân. Cũng không loại trừ khả năng quyết

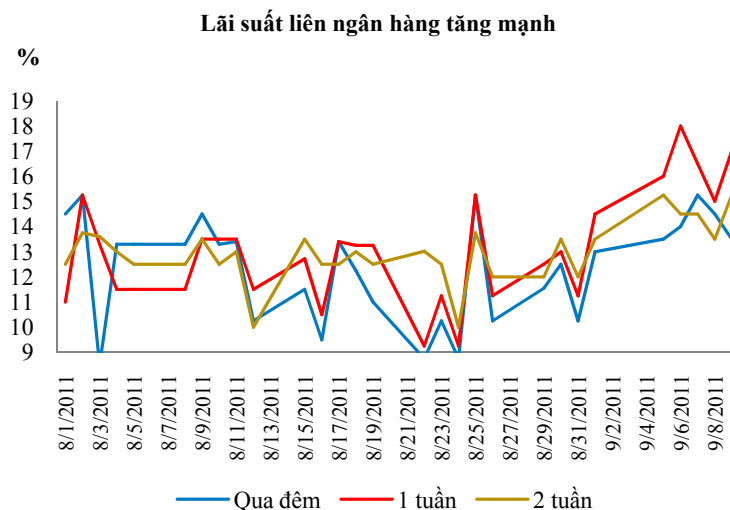
BÁO CÁO VĨ MÔ THÁNG 8/2011

định tăng giá điện (nếu có) sẽ được ban hành đi kèm với một quyết định giảm giá xăng nhằm mang tính trung hòa sao cho tác động tới lạm phát ở mức tối thiểu. **BVSC dự báo chỉ số CPI trong tháng 9 có thể sẽ dao động trong khoảng 0,5 - 0,7%.**

DIỄN BIẾN LÃI SUẤT

- Lãi suất liên ngân hàng bất tăng sau 4 tháng liên tục duy trì ở mức thấp.** Trên thị trường liên ngân hàng, mặt bằng lãi suất bắt đầu bất tăng ở những kỳ hạn ngắn trong tuần đầu của tháng 9. Lãi suất qua đêm tăng 2-3% lên mức 13,5 -14%/năm, lãi suất kỳ hạn 1 tuần tăng 4-5% lên mức 16-18%/năm, lãi suất kỳ hạn 2 tuần tăng 1,5-2% lên mức 14-16%/năm. Như vậy, đây là lần đầu tiên lãi suất liên ngân hàng tăng nóng trở lại sau 4 tháng liên tục ổn định ở mức thấp. Chúng tôi cho rằng nhiều khả năng lãi suất liên ngân hàng tăng là do tính thời điểm và xuất phát từ việc hệ thống ngân hàng đang thực hiện nghiêm chỉ thị về trần lãi suất 14% của NHNN. Những ngân hàng nhỏ đã gặp một số khó khăn nhất định trong việc cạnh tranh huy động vốn với các ngân hàng lớn khi lãi suất được cào bằng. Bên cạnh đó, theo nguồn tin của BVSC, khoảng 15.000 tỷ đồng được NHNN rút ra khỏi hệ thống ngân hàng thông qua hình thức tái cấp vốn vào thời điểm đầu tháng 9 cũng có thể là nguyên nhân góp phần khiến lãi suất liên ngân hàng tăng trở lại.

Nhằm hạ nhiệt lãi suất đồng thời hỗ trợ thanh khoản cho hệ thống ngân hàng, NHNN đã có những phiên bơm ròng liên tiếp trên thị trường OMO (số tiền bơm ròng trong tuần từ 05/09 đến 09/09/2011 lên tới 22.000 tỷ đồng). Đây được coi là một biện pháp kỹ thuật nhằm bù đắp lượng tiền tái cấp vốn bị hút về trước đó. Về cơ bản, chúng tôi tin tưởng NHNN sẽ có các biện pháp điều hành linh hoạt để sớm ổn định lại thị trường liên ngân hàng cũng như hiện thực hóa mục tiêu giảm mặt bằng lãi suất cho vay xuống 17-19%.



(Nguồn: Bloomberg, BVSC)

- Thông tư 22: Kỳ vọng khơi thông dòng tín dụng cho nền kinh tế.** Ngày 30/8/2011, NHNN ban hành Thông tư số 22/2011/TT-NHNN nhằm sửa đổi, bổ sung Thông tư số 13/2010/TT-NHNN ngày 20/5/2010 quy định về các tỷ lệ bảo đảm an toàn trong hoạt động của tổ chức tín dụng. Như vậy, với Thông tư mới này, NHNN đã chính thức cụ thể hóa định hướng đưa ra trước đó bằng việc hủy bỏ tỷ lệ cấp tín dụng (80-85%) từ nguồn vốn huy động như quy định tại Thông tư

BÁO CÁO VĨ MÔ THÁNG 8/2011

13 trước đây. **BVSC cho rằng đây là một quyết định hợp lý và sẽ góp phần tháo gỡ những khó khăn cơ bản cho hệ thống ngân hàng, nhằm thúc đẩy tăng trưởng tín dụng và giảm lãi suất trong thời gian tới.**

- **Về tổng dư nợ tín dụng.** Việc quy định tỷ lệ cấp tín dụng tối đa chỉ từ 80-85% từ nguồn vốn huy động như thông tư 13 trước đây đã khiến cho một lượng vốn khá lớn bị “giam” lại trong hệ thống ngân hàng, khiến các ngân hàng không thể phát triển tín dụng mà chỉ sử dụng được số tiền bị giam này dưới dạng tiền gửi tại NHNN hoặc đầu tư vào các loại trái phiếu với lãi suất không hấp dẫn. Trong khi đó, chi phí vốn của các ngân hàng đã bị đội lên một khoản không cần thiết do vẫn phải trả lãi khá cao cho người gửi tiền cho khoản vốn huy động bị giam này.

Theo ước tính của BVSC, tổng vốn huy động của nền kinh tế tính đến hết tháng 7/2011 vào khoảng 2,3 triệu tỷ đồng. Như vậy, với 20% vốn được giải phóng, ước tính hệ thống ngân hàng sẽ có thêm khoảng **460.000 tỷ đồng** để phát triển tín dụng với chi phí vốn rẻ hơn. Việc bao nhiêu trong số 460.000 tỷ đồng này được bơm thêm vào nền kinh tế còn phụ thuộc vào giới hạn tăng trưởng tín dụng mà NHNN đặt ra trong năm nay (dưới 20%) cũng như mức lãi suất mà các doanh nghiệp chấp nhận khi vay vốn, tuy nhiên dù sao việc các ngân hàng có thêm nguồn vốn khả dụng cũng là tín hiệu tích cực cho dòng chảy tín dụng thời gian tới.

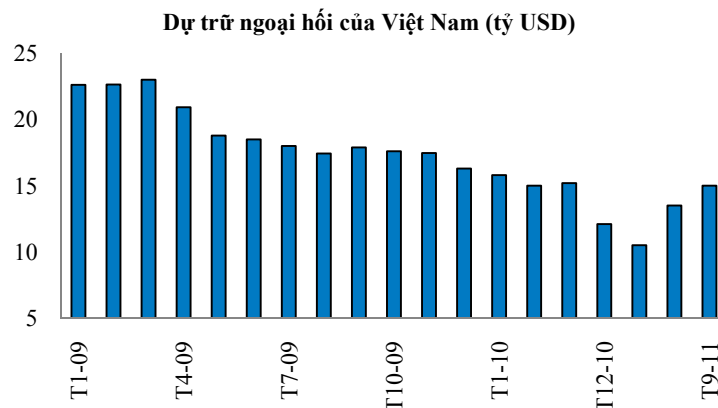
- **Giải quyết vấn đề thanh khoản cho ngân hàng nhỏ, tránh việc chạy đua lãi suất.** Trong 8 tháng đầu năm nay, một trong những lý do khiến lãi suất luôn ở mức cao là do thanh khoản của các ngân hàng nhỏ vẫn chưa được đảm bảo, khiến các ngân hàng này luôn phải chặt vật huy động vốn bằng cách đẩy lãi suất huy động lên cao, buộc các ngân hàng lớn cũng phải tham gia vào cuộc đua lãi suất. Với việc ban hành thông tư 22, BVSC cho rằng thanh khoản của các ngân hàng nhỏ sẽ được đảm bảo tốt hơn, giúp cho lãi suất huy động của cả hệ thống ngân hàng sớm bình ổn trở lại – tiền đề để thực hiện mục tiêu giảm mặt bằng lãi suất cho vay.
- **Tác động đối với TTCK và bất động sản.** Theo ước tính của BVSC, tổng dư nợ tín dụng của nền kinh tế hiện đạt khoảng 2,4 triệu tỷ đồng (tăng khoảng 8% so với thời điểm cuối năm 2010). Như vậy, nếu tăng trưởng tín dụng đạt mục tiêu 20% như NHNN đề ra thì tổng dư nợ tín dụng vào cuối năm 2011 sẽ vào khoảng gần 2,7 triệu tỷ đồng. Khi đó, với dư nợ của lĩnh vực phi sản xuất vào thời điểm cuối tháng 5/2011 khoảng 390 nghìn tỷ đồng (tương đương 17% tổng dư nợ tín dụng) thì tỷ trọng cho vay lĩnh vực phi sản xuất vào thời điểm cuối năm 2011 sẽ chỉ còn trên 14% (dưới mức mục tiêu 16% mà NHNN đề ra). Như vậy, khả năng toàn bộ hệ thống ngân hàng phải thắt chặt thêm vốn nhằm đưa tỷ trọng cho vay lĩnh vực phi sản xuất xuống dưới 16% sẽ không cần thiết nữa (tất nhiên điều này loại trừ đối với một số ngân hàng nhỏ, mang tính riêng lẻ vẫn còn tỷ trọng cho vay phi sản xuất ở mức cao). Không những được hưởng lợi từ việc tín dụng không bị thắt chặt thêm, việc mặt bằng lãi suất ở mức thấp hơn (17-19%) cũng sẽ mang đến nhiều thuận lợi cho TTCK và bất động sản. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng để hai lĩnh vực này hồi phục thật sự mạnh mẽ thì lãi suất sẽ phải giảm xuống mức sâu hơn nữa (13-15%).

Do vậy, nhìn chung, với thông tư 22 mới được NHNN ban hành, thị trường chứng khoán và bất động sản sẽ có thêm nhiều hi vọng để hồi phục, tuy vậy, kỳ vọng của chúng tôi vào sự hồi phục này chỉ ở mức trung bình, trừ khi mặt bằng lãi suất phải có mức giảm thật sự lớn chứ không chỉ dừng lại ở mức 17-19%.

THỊ TRƯỜNG NGOẠI HỐI

- **Tỷ giá VND/USD leo thang theo giá vàng.** Trong tháng 8, tỷ giá VND/USD vẫn ở mức cao so với những tháng trước đó, dao động quanh mức 20.850 (tăng từ 150-200 VND/USD) trên thị trường chính thức và 21.100 (tăng 200 – 300 VND/USD) trên thị trường tự do. Chúng tôi cho rằng việc thu gom USD để nhập vàng (chính thức hoặc nhập lậu) do giá vàng trong nước đang cao hơn giá vàng thế giới là nguyên nhân chính khiến tỷ giá VND/USD bất tăng trở lại. Tuy nhiên nhiều khả năng đây chỉ là phản ứng ngắn hạn của giá USD với giá vàng. Về cơ bản, chúng tôi vẫn bảo lưu quan điểm là thị trường ngoại hối sẽ không biến động quá mạnh từ giờ cho tới cuối năm dựa trên hai cơ sở sau:

- ✓ **NHNN định hướng điều hành tỷ giá ổn định, mức biến động không quá 1% trong các tháng cuối năm.**
Theo tìm hiểu của chúng tôi, từ giữa tháng 8/2011, NHNN đã bán ra khoảng 1,5 tỷ USD nhằm giảm bớt căng thẳng trên thị trường ngoại hối. Mặc dù trên thực tế, việc mua bán vượt trần vẫn xảy ra ở một vài NHTM, tuy nhiên mức độ vượt trần là không quá lớn (dưới 1%). Đối với các giao dịch có biên độ vượt trần ngoài mức cho phép, NHNN đã có can thiệp ngay sau đó. Động thái này cho thấy NHNN đang rất kiên quyết trong việc thực hiện mục tiêu bình ổn tỷ giá.
- ✓ **Dự trữ ngoại hối liên tục được cải thiện.** Với 6,5 tỷ USD tăng thêm trong dự trữ ngoại hối cùng khả năng cán cân thanh toán quốc tế có thể thặng dư từ 2,5 - 3 tỷ USD trong năm nay (theo dự báo của NHNN) thì Việt Nam sẽ có thêm công cụ để bình ổn thị trường ngoại hối khi cần thiết. Việc giảm giá VND từ nay đến cuối năm (nếu có) nhiều khả năng cũng sẽ chỉ ở mức rất khiêm tốn (1-2%).



Nguồn: IMF, SBV, BVSC

- **NHNN tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc ngoại tệ nhằm hạn chế tăng trưởng tín dụng USD.** Ngày 26/08/2011 NHNN đã ban hành Quyết định số 1925/QĐ-NHNN về việc tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc (DTBB) đối với tiền gửi ngoại tệ tại các tổ chức tín dụng (TCTD) thêm 1%. Theo đó, DTBB đối với tiền gửi không kỳ hạn, có kỳ hạn dưới 12 tháng tăng từ 7% lên 8%, với tiền gửi có kỳ hạn từ 12 tháng trở lên tăng từ 5% lên mức 6%.

Dưới 12 tháng	Trên 12 tháng	Đối tượng áp dụng
8%	6%	- 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

BÁO CÁO VĨ MÔ THÁNG 8/2011

7%	5%	- Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển nông thôn Việt Nam
		- Quỹ tín dụng nhân dân trung ương
		- Ngân hàng hợp tác

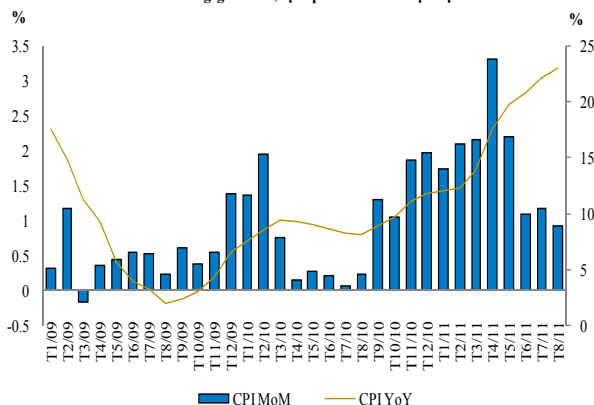
Nguồn: SBV, BVSC

Như vậy đây là lần thứ 3 trong năm nay, NHNN tăng DTBB đối với tiền gửi ngoại tệ. Trước động thái này, BVSC có một số đánh giá như sau:

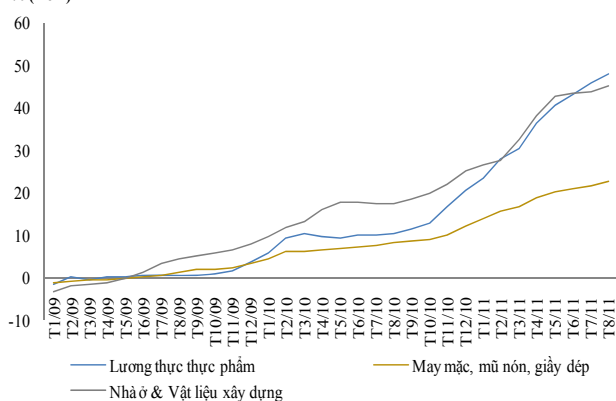
- ✓ **Giảm cung tín dụng ngoại tệ nhằm giảm sức ép lên tỷ giá.** Việc tăng DTBB với đồng ngoại tệ sẽ khiến lượng ngoại tệ khả dụng cho vay của các TCTD giảm xuống. Theo ước tính của chúng tôi, tính đến cuối tháng 8/2011, tổng huy động ngoại tệ của toàn hệ thống ngân hàng đạt khoảng 23 tỷ USD. Như vậy, khi DTBB tăng 1%, lượng vốn ngoại tệ cho vay sẽ giảm tương ứng khoảng 230 triệu USD. Điều này cũng hàm ý rằng lượng vốn dự phòng cho rủi ro thanh khoản ngoại tệ cũng tăng lên tương ứng.
- ✓ **Thu hẹp chênh lệch giữa lãi suất cho vay VND và USD.** Khoảng cách chênh lệch lớn (13-14%) giữa lãi suất cho vay VND (20-22%) với USD (7-8%) khiến nhiều doanh nghiệp lựa chọn hình thức đi vay bằng USD thay vì vay bằng đồng nội tệ. Đây chính là nguyên nhân làm cho tăng trưởng tín dụng ngoại tệ hiện ở mức khá cao (khoảng 23,91% so với cuối năm 2010). Tỷ lệ DTBB ngoại tệ tăng lên sẽ làm tăng chi phí vốn ngoại tệ của các NHTM, do đó họ sẽ phải lựa chọn một trong hai cách là giảm lãi suất huy động hoặc tăng lãi suất cho vay. Tuy nhiên, lãi suất huy động USD đã khá thấp, nếu tiếp tục giảm có thể khiến việc gửi ngoại tệ kém hấp dẫn hơn. Vì thế, chúng tôi cho rằng việc tăng lãi suất cho vay ngoại tệ sẽ được nhiều ngân hàng cân nhắc. Cùng với quyết tâm kéo mặt bằng lãi suất cho vay bằng VND về mức 17-19% của NHNN, lãi suất cho vay bằng ngoại tệ tăng lên sẽ giúp thu hẹp khoảng cách chênh lệch giữa lãi suất cho vay VND và USD, từ đó làm giảm nhu cầu vay ngoại tệ của các doanh nghiệp.

BÁO CÁO VĨ MÔ THÁNG 8/2011

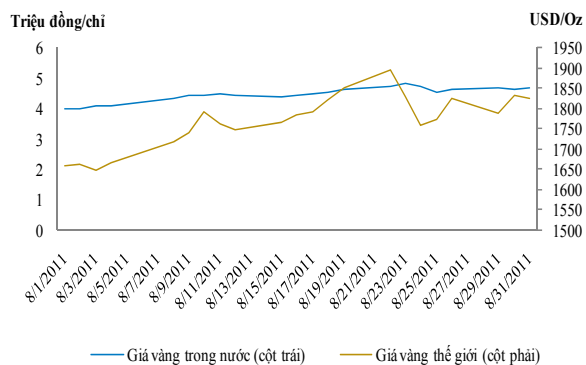
CPI theo tháng giảm tốc, lạm phát cho dấu hiệu đạt đỉnh



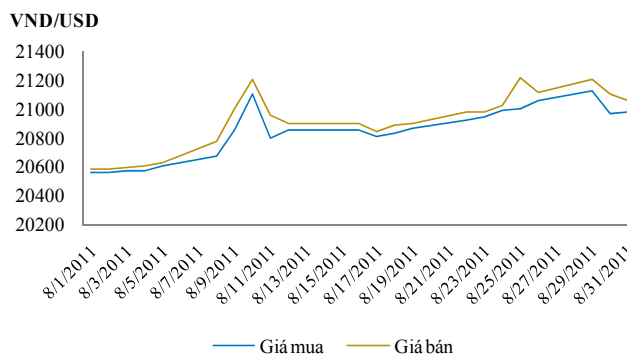
Các nhóm có ảnh hưởng lớn trong rổ tính CPI tháng 8



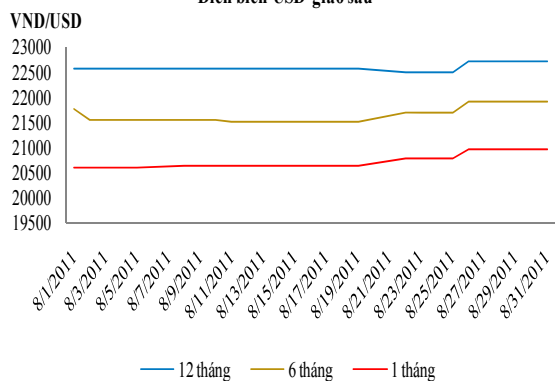
Giá vàng trong nước và thế giới tăng mạnh



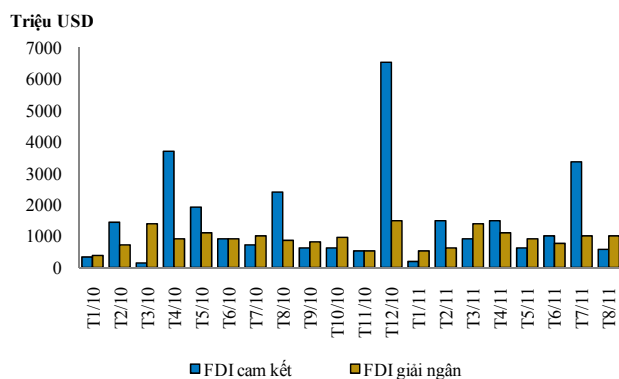
Diễn biến tỷ giá trên thị trường tự do



Diễn biến USD giao sau

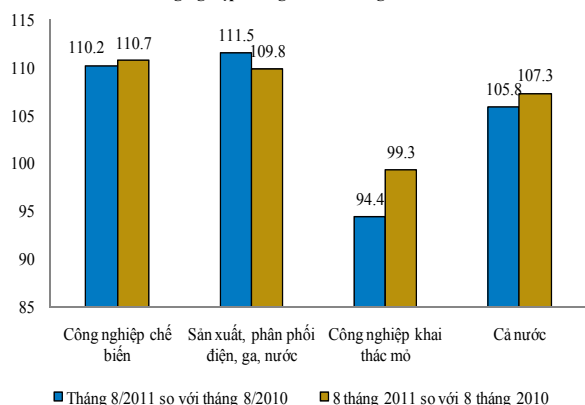


FDI giải ngân tích cực, FDI đăng ký âm ảm

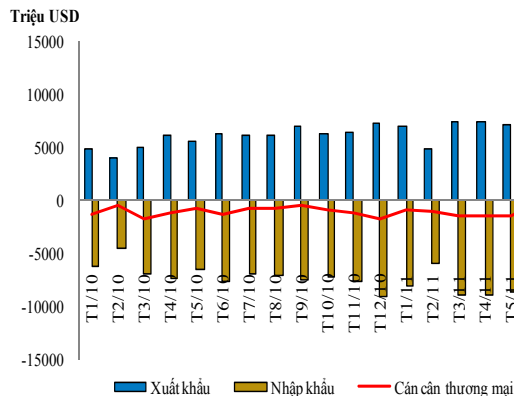


BÁO CÁO VĨ MÔ THÁNG 8/2011

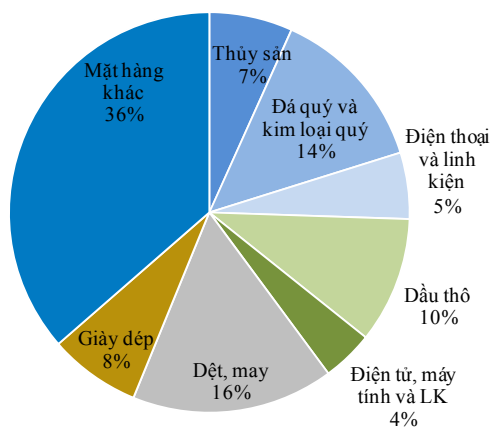
Chỉ số công nghiệp tháng 8 và 8 tháng đầu năm 2011



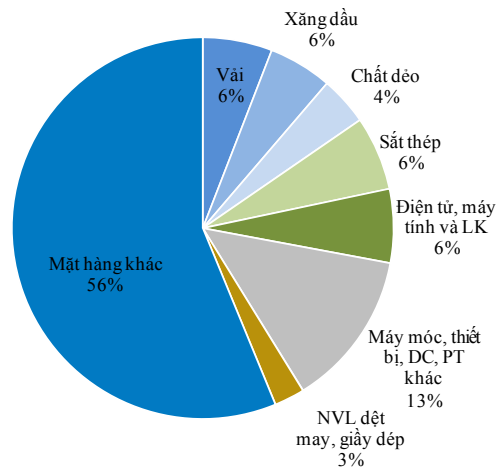
Thâm hụt thương mại tăng trở lại trong tháng 8



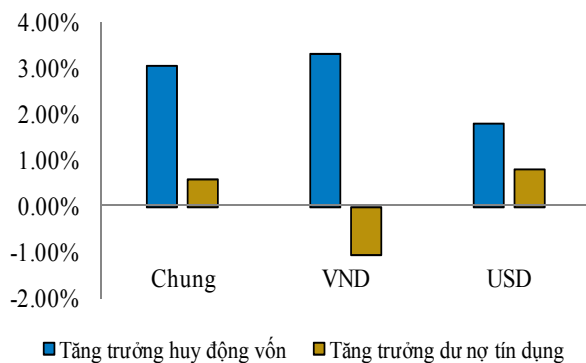
Cơ cấu xuất khẩu



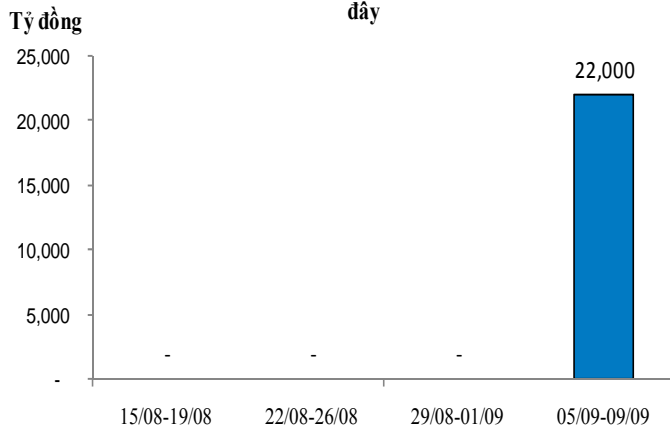
Cơ cấu nhập khẩu



Tăng trưởng huy động vốn và dư nợ tín dụng tháng 8/2011 so với tháng 7/2011



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 Lĩnh phamthanhtailinh@baoviet.com.vn

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