

TỔNG QUAN

- **Tình hình lạm phát.**

- ✓ **CPI tháng 9 tăng 0,82% đưa lạm phát theo năm giảm xuống 22,24% từ mức 23,02% ở tháng 8.** Đóng góp vào mức tăng của CPI tháng 9 chủ yếu là nhóm hàng giáo dục do chịu ảnh hưởng bởi việc tăng học phí.
- ✓ **BVSC dự báo chỉ số CPI trong tháng 10 có thể sẽ dao động trong khoảng 0,6 - 0,8%.**

- **Diễn biến lãi suất.**

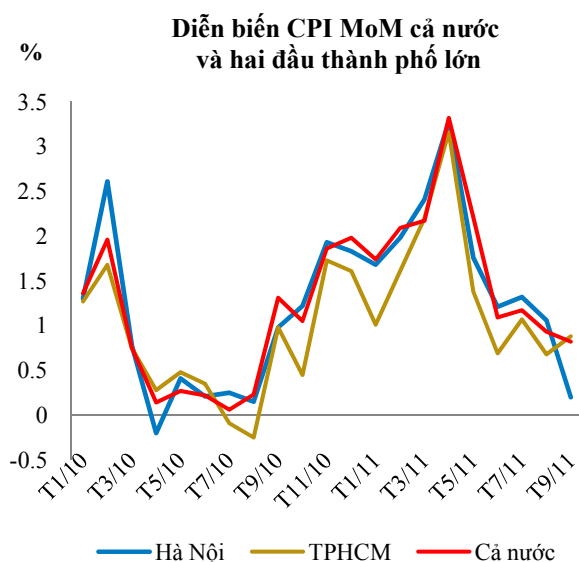
- ✓ **Lãi suất liên ngân hàng nhìn chung là ổn định tuy vẫn còn những ngày biến động mạnh ở tuần đầu và tuần cuối của tháng.** Chúng tôi cho rằng lãi suất liên ngân hàng tăng có thể là do: (1) Một lượng tiền đã được NHNN hút ra khỏi hệ thống ngân hàng (chủ yếu là ngân hàng quốc doanh) từ kênh tái cấp vốn do các khoản vay này đã đáo hạn; (2) Tiền gửi tại một số NHTM giảm do các ngân hàng thực hiện nghiêm túc theo chỉ thị 02 và thông tư 30 của NHNN.
- ✓ **Lãi suất huy động giảm nhanh tuy nhiên lãi suất cho vay vẫn ở mức cao.** Điều này được giải thích là do chi phí huy động vốn của các ngân hàng vẫn chưa giảm đáng kể và hiện tại thị giá vốn của các ngân hàng đang ở mức 16,5-17%. BVSC cho rằng nếu NHNN tiếp tục duy trì được việc thực hiện nghiêm túc trần lãi suất huy động 14%/năm thêm vài tháng nữa thì có khả năng lãi suất cho vay sẽ giảm xuống mức 17-19%/năm vào quý 1/2012.

- **Thị trường ngoại hối.**

- ✓ **Tỷ USD tự do tăng mạnh:** Trong tháng 9, tỷ giá VND/USD vẫn tiếp tục xu hướng tăng khi đạt mức 20.880 (tăng 80 VND/USD) trên thị trường chính thức và 21.570 (tăng 470 VND/USD) trên thị trường tự do. Chênh lệch lớn giữa giá vàng trong nước và giá vàng thế giới; cùng với mức lãi tiền gửi VND không còn hấp dẫn là nguyên nhân đẩy tỉ giá tự do tăng.

TÌNH HÌNH LẠM PHÁT

- CPI theo tháng tăng 0,82% đưa lạm phát theo năm giảm xuống 22,24% từ mức 23,02% ở tháng 8:** Trong tháng 9, chỉ số tiêu dùng của cả nước tiếp tục duy trì xu hướng hạ nhiệt với mức tăng 0,82% so với tháng trước, thấp hơn cả mức tăng 1,31% của CPI tháng 9/2010. Theo đó đây là tháng ghi nhận mức tăng thấp nhất của CPI sau 12 tháng liên tục tăng cao. Mặc dù mức độ giảm tốc là không nhiều thế nhưng việc tăng chậm lại của CPI được coi như một tín hiệu quan trọng trong việc củng cố kỳ vọng giảm lạm phát YoY cho khá nhiều nhà đầu tư. Thêm vào đó, nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống-nhóm chiếm tỷ trọng cao trong rổ tính CPI (39,93%) cũng đã cho dấu hiệu hạ nhiệt đáng kể khi mà chỉ tăng nhẹ 0,28% so với mức tăng 1,35% trước đó. Đóng góp vào mức tăng của CPI tháng 9 chủ yếu là nhóm hàng giáo dục (tăng 8,62%) do chịu ảnh hưởng bởi việc tăng học phí. Tính đến cuối tháng 9/2011 lạm phát theo năm đã giảm về mức 22,4% từ mức 23,02% trong tháng 8 và lạm phát tích lũy 9 tháng đầu năm (so với thời điểm cuối năm 2010) đạt 16,63%.



Nhóm hàng có CPI tăng	Tỷ trọng (%)	9/2011 (%)	8/2011 (%)	Thay đổi (%)
Đồ uống và thuốc lá	4.03	0.59	0.55	+0.04
May mặc, mũ nón, giày dép	7.28	0.92	0.79	+0.13
Thuốc và dịch vụ y tế	5.61	0.28	0.25	+0.03
Giáo dục	5.72	8.62	1.13	+7.49
Văn hoá, giải trí và du lịch	2.83	0.62	0.34	+0.28
Hàng hoá và dịch vụ khác	4.34	1.37	1.01	+0.36
Nhóm hàng có CPI giảm				
Hàng ăn và dịch vụ ăn uống	39.93	0.28	1.35	-1.07
Nhà ở và vật liệu xây dựng	10.01	0.37	0.89	-0.52
Giao thông	8.87	-0.24	0.21	-0.45
Bưu chính viễn thông	2.73	-0.07	-0.06	-0.01

(Nguồn: GSO, BVSC)

Đặc biệt, trong tháng này có một sự chênh lệch đáng kể giữa mức tăng chỉ số giá tiêu dùng tại Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh khi mà CPI Hà Nội chỉ tăng 0,2% (giảm mạnh so với mức tăng 1,06% trong tháng 8) và CPI Thành phố Hồ Chí Minh lại bất ngờ leo lên mức 0,88% từ mức 0,68% ở tháng trước. Diễn biến này đã làm phá vỡ xu hướng tăng giá cao hơn của khu vực phía Bắc so với khu vực phía Nam trong quá khứ. BVSC lý giải điều này do một số nguyên nhân sau:

- ✓ **Nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống giảm mạnh là đầu tàu kéo CPI tháng 9 tại Hà Nội giảm tốc:** Với tỷ trọng cao trong rổ tính CPI, chỉ số hàng ăn và dịch vụ ăn uống đột ngột giảm 0,02% từ mức tăng 1,89% ở tháng trước chính là lý do khiến CPI của Thủ đô giảm tốc. Phân tích chi tiết cho nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống, chúng tôi thấy rằng hai thành tố nhỏ trong nhóm này là lương thực và thực phẩm đều giảm lần lượt 0,26% và 0,34%, kéo theo nhóm ăn uống ngoài gia đình cũng tăng thấp hơn ở mức 1,02% từ mức 1,75% so với tháng trước. Chịu ảnh hưởng từ hiệu ứng mùa khai trường cũng như nhu cầu tiêu dùng tăng cao vào dịp nghỉ lễ vào ngày 2-9 và tết trung thu chính là nguyên nhân giải thích cho các nhóm hàng giáo dục, du lịch,

BÁO CÁO VĨ MÔ THÁNG 9/2011

văn hóa giải trí và nhóm hàng khác vẫn trong xu hướng tăng ở tháng 9. Do đó tác động của những yếu tố này lên CPI tháng 10 có thể sẽ giảm dần. Nhìn vào số liệu lịch sử chúng tôi thấy rằng CPI tháng 10 thường tăng thấp hơn so với tháng 9 (ngoại trừ năm 2010 do ảnh hưởng của Đại lễ kỷ niệm 1.000 năm Thăng Long-Hà Nội), do vậy BVSC dự báo CPI của Hà Nội nhiều khả năng sẽ tiếp tục hạ nhiệt trong tháng 10 sau đó sẽ tăng trở lại vào hai tháng cuối năm do yếu tố mùa vụ.

✓ **Nhóm hàng giáo dục tăng mạnh là nhân tố ảnh hưởng lớn đến CPI tháng 9 tại TPHCM:** Với đặc thù là một trung tâm giáo dục, tập trung nhiều trường đại học lớn nên tỷ trọng của nhóm hàng giáo dục tại Thành phố Hồ Chí Minh chiếm 5,99% - cao hơn so với cơ cấu giáo dục 5,72% trong rổ tính CPI của cả nước. Do đó việc điều chỉnh mạnh (tăng 4,54% từ mức 0,96% của tháng 8) của nhóm hàng giáo dục được coi như là nhân tố có ảnh hưởng lớn đến mức tăng của CPI trong tháng này. Ngoài ra, việc tiếp tục xu hướng tăng của các nhóm hàng khác như lương thực, thực phẩm, may mặc, giải trí du lịch cũng là nguyên nhân đẩy chỉ số giá tiêu dùng tháng này tăng cao. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy rằng xu hướng tăng giá của các nhóm hàng trên có chịu tác động khá lớn bởi tính thời điểm (may mặc, giải trí du lịch), và theo tìm hiểu của chúng tôi thành phố Hồ Chí Minh đang thực hiện khá nhiều chương trình bình ổn giá đối với một số mặt hàng thiết yếu (lương thực, thực phẩm). Do đó khả năng điều chỉnh giá trong thời gian tới sẽ không quá lớn. BVSC cho rằng CPI tại Thành phố Hồ Chí Minh có thể cũng sẽ giảm tốc trong tháng 10 sau đó sẽ tăng trở lại vào hai tháng cuối năm do yếu tố mùa vụ.

- **CPI tháng 10 có thể dao động trong khoảng 0,6-0,8%:** Theo khảo sát của BVSC, mặt bằng giá cả các mặt hàng trên thị trường trong cuối thời gian từ 25-27/9 hầu như đứng giá tại một số địa phương, tuy nhiên vẫn còn một số mặt hàng như gạo và một số loại rau củ quả tăng giá do chịu ảnh hưởng từ cơn bão Nalgae trong những ngày vừa qua. Như vậy CPI tháng 10 sẽ chịu ảnh hưởng của đợt tăng giá này nếu số liệu dùng để tính CPI vào ngày 25/9. Ngoài ra, chúng tôi cũng không loại trừ khả năng giá cả vẫn tiếp tục chịu ảnh hưởng bởi tình trạng mưa lũ kéo dài vào hai ngày khảo sát số liệu của tổng cục thống kê là 5/10 và 15/10. Tuy nhiên việc Bộ tài chính bác đề nghị tăng giá điện dựa trên cơ chế tính giá mới của EVN từ tháng 9 khiến chúng tôi suy luận rằng thời điểm tăng giá điện có thể lùi sang năm sau. Dẫu biết rằng việc điều chỉnh giá điện theo lộ trình là điều sớm hay muộn cũng phải làm thế nhưng giá điện không tăng trong năm nay sẽ có tác động tích cực tới lạm phát trong 3 tháng cuối năm. Bên cạnh đó, BVSC cũng không loại trừ quyết định giảm giá xăng có thể được ban hành trong thời gian tới khi mà giá dầu thô đã liên tục giảm mạnh và duy trì dưới 80 USD/thùng. **BVSC dự báo chỉ số CPI trong tháng 10 có thể sẽ dao động trong khoảng 0,6 - 0,8%,** theo đó dựa trên mô hình đơn giản của mình, chúng tôi dự báo lạm phát cho cả năm 2011 là 19,5-20,5% .

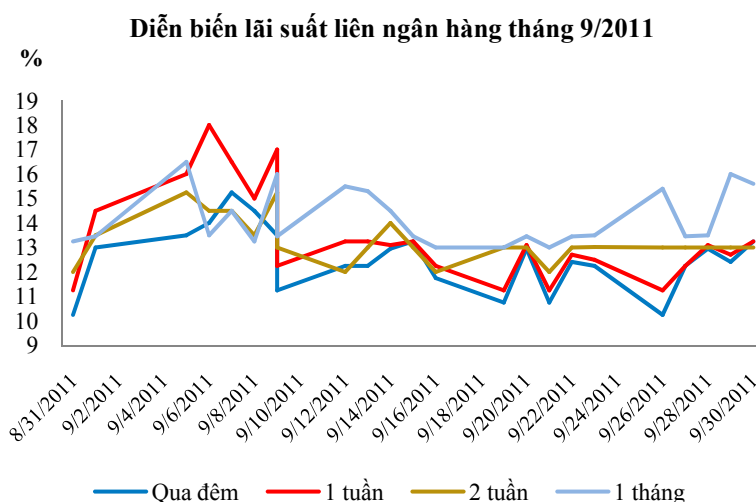
DIỄN BIẾN LÃI SUẤT

- **Lãi suất liên ngân hàng nhìn chung là ổn định tuy vẫn còn những ngày biến động mạnh ở tuần đầu và tuần cuối của tháng:** Theo tìm hiểu của chúng tôi thanh khoản tiền đồng trên thị trường liên ngân hàng vẫn khá ổn định với diễn biến lãi suất liên ngân hàng hầu như là không biến động nhiều so với tháng trước. Lãi suất qua đêm phổ biến ở mức 12,5-13,5%/năm, lãi suất kỳ hạn 1 tuần quanh mức 13-14,3%, kỳ hạn 2 tuần từ 14-14,5%, kỳ hạn 1 tháng trong khoảng 14,5 – 15%. Tuy nhiên trong một vài ngày ở tuần đầu và tuần cuối cùng của tháng, lãi suất liên ngân hàng bất ngờ bật mạnh khi mà lãi suất kỳ hạn qua đêm đã tăng lên đến 16%/năm và kỳ hạn 1 tuần là 16,5%/tháng sau đó lần

BÁO CÁO VĨ MÔ THÁNG 9/2011

lượt hạ nhiệt xuống mức 12,5%/năm và 15,6%/năm vào ngày cuối cùng của tháng. Chúng tôi cho rằng, việc lãi suất liên ngân hàng tăng nóng trong một số ngày có thể là do: (1) Một lượng tiền (khoảng 15.000 tỷ đồng) đã được NHNN hút ra khỏi hệ thống ngân hàng (chủ yếu là ngân hàng quốc doanh) từ kênh tái cấp vốn do các khoản vay này đã đáo hạn; (2) Tiền gửi tại một số NHTM giảm do các ngân hàng thực hiện nghiêm túc theo chỉ thị 02 và thông tư 30 của NHNN. Ngoài ra việc lãi suất liên ngân hàng có biến động mạnh vào cuối tháng cũng chỉ là hiệu ứng thông thường trên thị trường liên ngân hàng vì nhu cầu vay tiền thường tăng vào thời điểm này.

Nhằm hạ nhiệt lãi suất cũng như hỗ trợ thanh khoản cho hệ thống ngân hàng, NHNN đã bơm ròng 29.000 tỷ đồng trên thị trường OMO đồng thời tái cấp vốn mới khoảng 2.000 tỷ đồng trong tháng 9. Đây được coi là một biện pháp kỹ thuật nhằm bù đắp lượng tiền tái cấp vốn bị hút về trước đó. Ngoài ra, việc thay đổi kỳ hạn cho vay qua OMO được nâng từ 7 ngày lên 14 ngày cũng là một động thái giúp làm tăng thanh khoản cho hệ thống. Nhìn chung, chúng tôi tin tưởng NHNN sẽ có những biện pháp linh hoạt trong việc ổn định thị trường liên ngân hàng cũng như đảm bảo thanh khoản cho hệ thống trong thời gian tới, tuy nhiên BVSC cũng không loại trừ khả năng lãi suất liên ngân hàng sẽ lại tăng nóng vào khoảng giữa tháng 10 khi mà các khoản tái cấp vốn đáo hạn.



(Nguồn: Bloomberg, BVSC)

- Lãi suất huy động giảm nhanh tuy nhiên lãi suất cho vay vẫn ở mức cao:** Trong tháng 9, NHNN đã ban hành đồng thời chỉ thị 02 và thông tư 30 (lãi suất trần 6%/năm cho huy động kì hạn dưới 1 tháng và không kì hạn) nhằm yêu cầu các tổ chức tín dụng thực hiện nghiêm túc quy định lãi suất huy động bằng đồng Việt Nam và đồng đô la Mỹ từ đó hiện thực hóa mục tiêu đưa lãi suất cho vay về mức 17-19% như mục tiêu của NHNN. Theo đó lãi suất huy động hầu hết đã được các ngân hàng đưa về mức 14%, giảm khoảng 4-5% so với mức lãi suất huy động trong thời gian trước. Như vậy, tốc độ giảm lãi suất nhanh và mức độ giảm khá mạnh, hệ quả là một lượng tiền gửi đã bị rút ra khỏi hệ thống ngân hàng để chuyển sang các kênh đầu tư khác như vàng, chứng khoán, USD từ đó tạo sức ép lên thị trường vàng và ngoại hối. Mặc dù lãi suất huy động đã giảm đáng kể, tuy nhiên lãi suất cho vay vẫn ở mức cao (dao động khoảng 20%/năm). Điều này được giải thích là do chi phí huy động vốn của các ngân hàng vẫn chưa giảm đáng kể bởi vì lãi suất huy động trong thời gian trước đã lên mức 19-20%, do đó tính đến thời điểm hiện tại thì giá vốn của các ngân hàng đang ở mức 16,5-17%. Với mức chi phí vốn này, hầu hết các ngân hàng đều muốn kéo dài thời gian cho việc giảm lãi suất cho vay để có thể giảm chi phí vốn bình quân xuống mức thấp hơn. Tuy rằng trên thực tế vẫn có một số doanh nghiệp vay được vốn với lãi suất 17-19%/năm (chủ yếu là doanh nghiệp nhà nước hoạt động trong

BÁO CÁO VĨ MÔ THÁNG 9/2011

lĩnh vực sản xuất, xuất khẩu vay vốn từ các ngân hàng quốc doanh), thế nhưng vẫn rất nhiều doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc tiếp cận vốn hoặc là phải đi vay vốn với lãi suất cao. Do vậy, ***BVSC cho rằng nếu NHNN tiếp tục duy trì được việc thực hiện nghiêm túc trần lãi suất huy động 14%/năm thêm vài tháng nữa thì có khả năng lãi suất cho vay sẽ giảm xuống mức 17-19%/năm vào quý 1/2012.***

THỊ TRƯỜNG NGOẠI HỐI

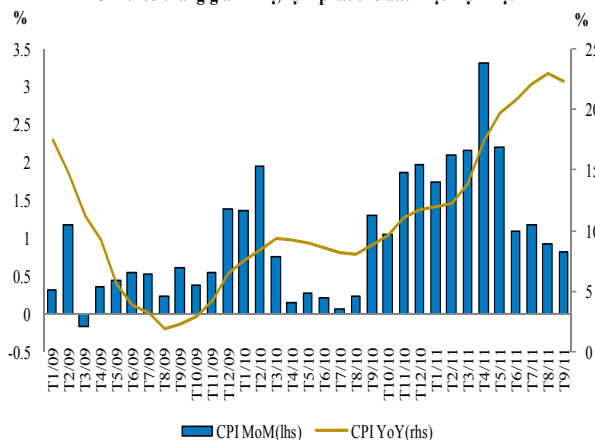
- **Giá USD tự do tăng mạnh:** Trong tháng 9, tỷ giá VND/USD vẫn tiếp tục xu hướng tăng khi đạt mức 20.880 (tăng 80 VND/USD) trên thị trường chính thức và 21.570 (tăng 470 VND/USD) trên thị trường tự do. Chúng tôi cho rằng việc tỷ giá tự do tăng mạnh xuất phát từ những nguyên nhân sau:

- ✓ **Chênh lệch lớn giữa giá vàng trong nước và giá vàng thế giới:** Kinh tế thế giới chưa có dấu hiệu phục hồi, tình hình nợ công Châu Âu chưa có nhiều khả quan, các chỉ số tài chính của các quỹ đầu tư và ngân hàng trong khu vực Á, Âu sụt giảm cùng với chỉ số US Dollar Index trong ngắn hạn vẫn giữ đà tăng là những nguyên nhân chính ảnh hưởng tới diễn biến giá vàng trong thời gian vừa qua. Kết thúc tháng 9, giá vàng thế giới có sự sụt giảm mạnh và đóng cửa ở mức 1.623,75 USD/oz, giảm 10,97% so với cuối tháng trước. Tuy nhiên, bất chấp sự lao dốc mạnh của giá vàng thế giới, giá vàng trong nước vẫn duy trì ở mức rất cao (45-46 triệu đồng/lượng) và đang cao hơn từ 2,5-3 triệu đồng/lượng so với giá thế giới quy đổi. Chênh lệch lớn giữa giá vàng trong nước và giá vàng thế giới khuyến khích việc thu gom USD để nhập lậu vàng từ đó khiến cầu USD tăng cao là nguyên nhân chính đẩy tỷ giá VND/USD tăng.
- ✓ **Mức lãi suất huy động VND không còn hấp dẫn như những tháng đầu năm:** Như chúng tôi đã phân tích trước đây, giữa lãi suất huy động VND tăng cao (19-20%) đã khiến một dòng tiền lớn chuyển từ USD sang VND nhằm hưởng chênh lệch lãi suất. Do đó khi lãi suất huy động đột ngột giảm mạnh, xu hướng dịch chuyển ngược lại từ VND sang USD sẽ diễn ra. Điều này cũng tạo điều kiện để giới đầu cơ USD đẩy giá lên.

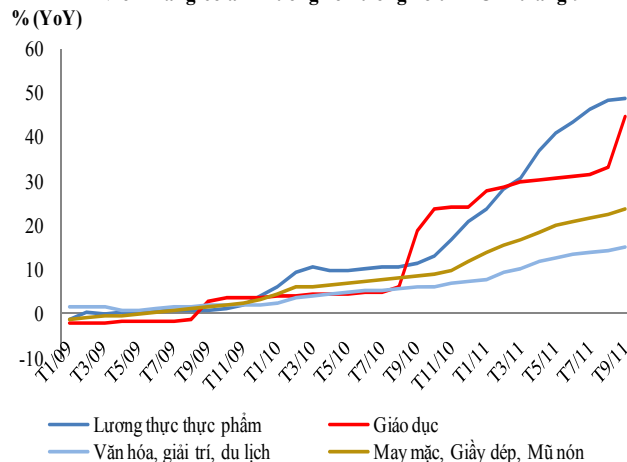
Theo tìm hiểu của chúng tôi, NHNN đang rất nỗ lực trong việc phối hợp với các cơ quan chức năng để đưa ra một giải pháp toàn diện để bình ổn thị trường vàng trong nước nhằm hạn chế những tác động quá lớn của thị trường vàng đối với thị trường ngoại hối. Ngoài ra một điểm tích cực khác là dự trữ ngoại hối của Việt Nam đã được cải thiện đáng kể từ đầu năm đến nay. Đây sẽ là công cụ để NHNN bình ổn thị trường ngoại hối khi cần thiết. Do vậy, chúng tôi dự báo thị trường ngoại hối sẽ không biến động quá mạnh trong những tháng cuối năm.

BÁO CÁO VĨ MÔ THÁNG 9/2011

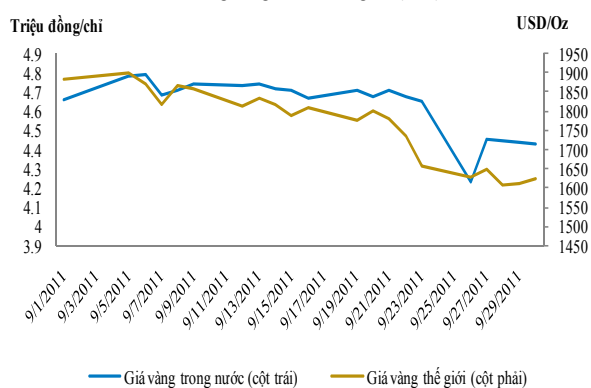
CPI theo tháng giảm nhẹ, lạm phát cho dấu hiệu hạ nhiệt



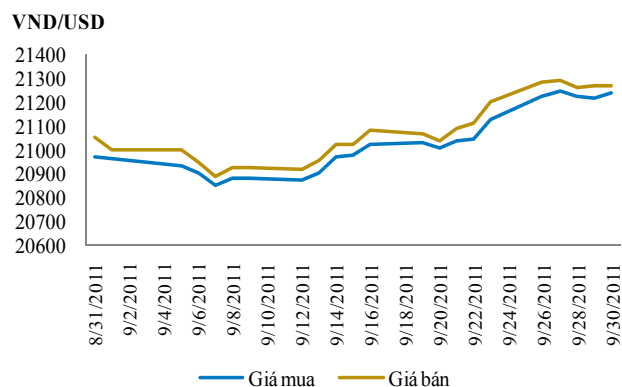
Nhóm hàng có ảnh hưởng lớn trong rổ tính CPI tháng 9



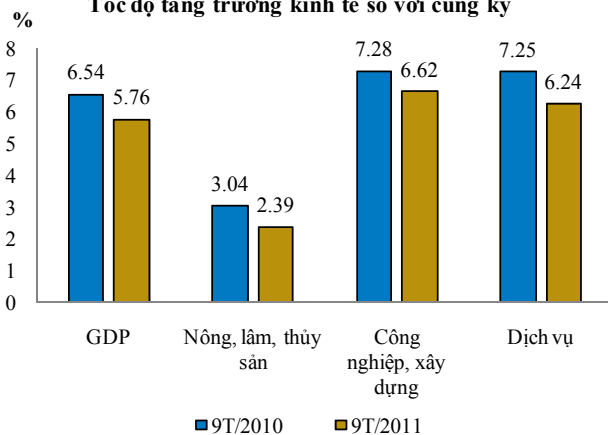
Giá vàng trong nước và thế giới hạ nhiệt



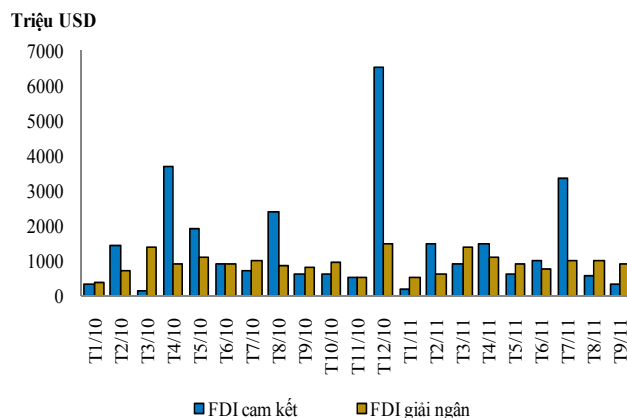
Diễn biến tỷ giá trên thị trường tự do



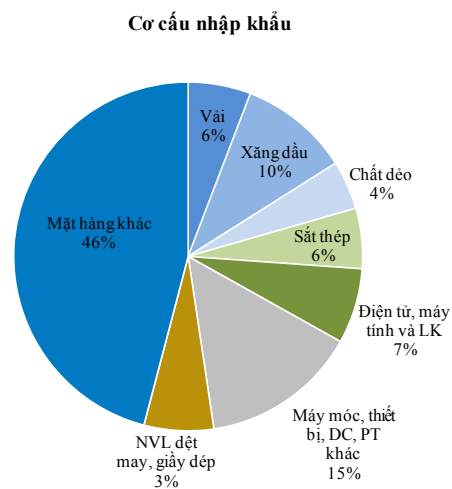
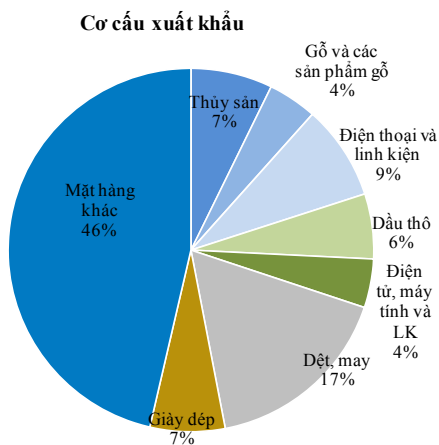
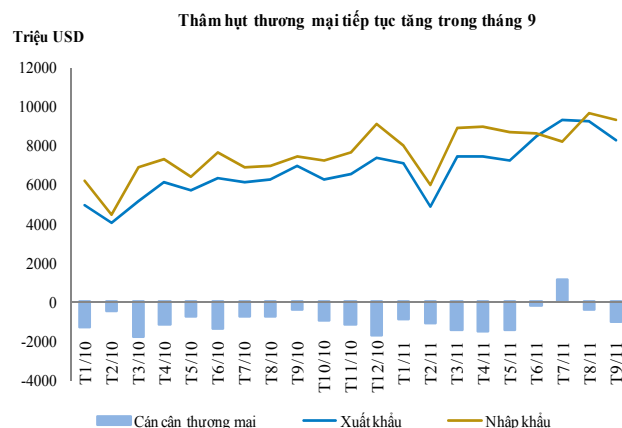
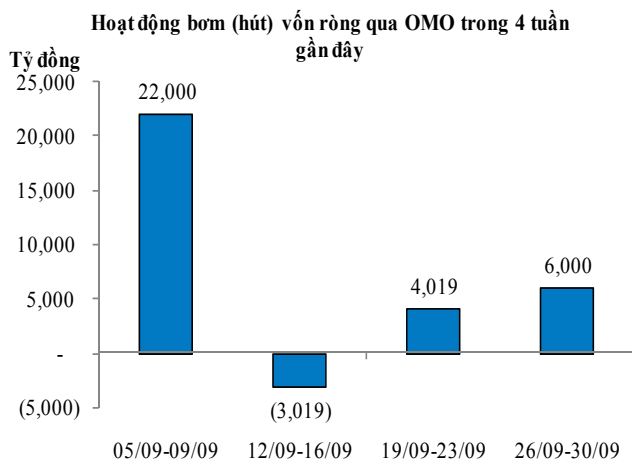
Tốc độ tăng trưởng kinh tế so với cùng kỳ



FDI giải ngân tích cực, FDI đăng ký âm ảm



BÁO CÁO VĨ MÔ THÁNG 9/2011



(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 phamthanhthailand@baoviet.com.vn

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