

## Cập nhật vĩ mô hàng tháng

10/12/2011

### GDP tăng trưởng nhờ thâm hụt thương mại giảm. Lạm phát hạ. Sức ép lên tỷ giá tăng

#### **GDP của Việt Nam trong Q3 tăng 6.1% so với cùng kỳ năm trước, do thâm hụt thương mại giảm mạnh**

GDP của Việt Nam trong quý 3 tăng 6.1% so với cùng kỳ năm ngoái (Q2: 5.7% y-o-y), chủ yếu do thâm hụt thương mại giảm mạnh từ trung bình 3 tỷ USD/quý xuống còn 291 triệu USD trong quý 3. Trung bình, khoảng 10-15% GDP dành để bù đắp cho thâm hụt thương mại trong khi con số này chỉ là 1% trong Q3. Giá trị sản xuất công nghiệp thấp và lực cầu nội địa yếu do ảnh hưởng từ tác động trễ của việc giảm cơ cấu đòn bẩy (deleveraging) từ đầu năm nay.

#### **Sản xuất công nghiệp chỉ tăng nhẹ trong tháng 9; chỉ số SXCN sắp chạm đáy**

Sản lượng SXCN chỉ tăng 2.1% trong tháng 9, trong khi tháng 8 +4.3% so với tháng trước. Các doanh nghiệp đang tiếp tục thu hẹp sản xuất do lực cầu vẫn đang chưa hồi phục. Tuy nhiên, SBS cho rằng chỉ số này đang chạm đáy do : I) Lực cầu cho SXCN thường tăng lên trong Q4, II) sự sụt giảm của hàng tồn kho trong tháng 8 sẽ thúc đẩy sản xuất để lấp đầy trở lại đón đầu cho cầu tăng vào quý 4 và III) hoạt động thương mại (mua bán) thường diễn ra mạnh mẽ vào quý 4.

#### **Quá trình giảm cơ cấu đòn bẩy đang kéo chậm lực cầu nội địa**

Chỉ số tiêu thụ chỉ tăng 2.06% so với quý trước tính theo giá trị thực tế; tổng đầu tư tăng 13%. Tổng đầu tư trong Q3 đạt 270 ngàn tỷ đồng, dẫn đầu bởi khu vực nhà nước. Việc giảm cơ cấu đòn bẩy tài chính một cách toàn diện đã không chỉ làm giảm sức tiêu thụ mà còn làm cho khu vực tư nhân ngưng mở rộng sản xuất, kết quả là tổng đầu tư từ khu vực này giảm từ 117 ngàn tỷ trong Q2 xuống còn 101 ngàn tỷ trong Q3, tương đương với mức giảm 14%. Khối doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài vẫn ổn định với trung bình 25% trong tổng vốn đầu tư và tăng khoảng 15% so với quý trước.

#### **Thâm hụt thương mại trong Q3 thấp nhất trong 9 quý**

Giá trị xuất khẩu trong tháng 9 đạt 8.3 tỷ USD, giảm 10.2% so với tháng trước, nhưng tăng 33.6% so với cùng kỳ năm trước. Kể từ đầu năm, tổng giá trị xuất khẩu danh nghĩa đạt trên 70 tỷ USD, tăng 35.4% so với cùng kỳ năm trước chủ yếu dựa vào xu hướng tăng mạnh của giá cả hàng hoá trên thế giới như dầu thô (+46.5%), cao su (+56%). Loại trừ yếu tố giá, kim ngạch xuất khẩu chỉ tăng 13.3% so với cùng kỳ năm trước. Mặc dù có căng thẳng ở Châu Âu, khu vực này vẫn là thị trường xếp thứ hai của hàng xuất khẩu Việt Nam với tổng giá trị xuất khẩu đạt 10.2 tỷ USD, tăng 48.2% so với cùng kỳ năm trước.

### Trong số này

**Trang 1-2:** GDP tăng trưởng nhờ thâm hụt thương mại giảm. Lạm phát hạ. Sức ép lên tỷ giá tăng.

**Trang 3-5:** Tăng trưởng GDP trong Q3 nhờ thâm hụt thương mại giảm mạnh

**Trang 5-6:** Chỉ số bán lẻ hầu như không tăng trưởng

**Trang 6-7:** Lạm phát giảm xuống 22.42% so với cùng kỳ sau 14 tháng tăng liên tục

**Trang 8-9:** Thâm hụt thương mại trong Q3 đạt 291 triệu USD, thấp nhất trong 9 quý gần đây

**Trang 9-13:** Thị trường tiền tệ thiếu bình ổn trong Q4

#### **Khối phân tích**

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**

*Kinh tế trưởng*

Le Ba Hoang Quang (Mr.), MBA  
[quang.lbh@sbsc.com.vn](mailto:quang.lbh@sbsc.com.vn)

Nguyen Thi Tuyet (Ms), ACCA  
Francois Chassavaeu  
Nguyen Hoai Nam

### **Lạm phát theo năm giảm xuống còn 22.42% so với cùng kỳ sau 14 tháng tăng liên tục.**

Chỉ số CPI tháng 9 chỉ tăng nhẹ 0.82% so với tháng trước, củng cố dự báo của chúng tôi rằng tốc độ tăng CPI theo tháng đã đạt đỉnh trong tháng 8. So với cùng kỳ năm ngoái, lạm phát giảm xuống còn 22.42% từ 23.02% trong tháng 9, tháng sụt giảm đầu tiên từ 8/2010. Sự giảm nhiệt này phần lớn do giá lương thực, thực phẩm bắt đầu hạ nhiệt, chỉ tăng nhẹ 0.28% so với tháng trước. Ngoài ra, quyết định của Bộ Tài chính trong việc cắt giảm giá xăng dầu 500 đồng/lít phần nào góp phần làm giảm chỉ số giá cả nhóm ngành vận tải -0.26% trong tháng trong khi tăng 0.21% trong tháng 8. Nhóm ngành giáo dục tăng mạnh 8.87%, chiếm trên 59% trên tổng giá trị tăng của lạm phát trong tháng không nằm ngoài kỳ vọng của SBS và thị trường do đây là mùa khai giảng. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng lạm phát sẽ còn giảm trong tháng 10 dựa trên các quan điểm như sau: I) Áp lực từ giá lương thực, thực phẩm sẽ ở mức thấp; II) Giá cả tăng từ khu vực giáo dục sẽ không khiến lạm phát tăng mạnh như tháng 9. Dựa vào mô hình dự phóng của SBS, CPI tháng 10 kỳ vọng sẽ dưới 0.6% và tiếp tục giảm trong quý 4 với mục tiêu là 19.5-20% cho đến cuối năm.

### **Tiền đồng đang chịu áp lực lớn từ lực cầu USD khá mạnh do I) nhập khẩu vàng II) trả nợ vay ngoại tệ trong Q4; tuy nhiên SBS tin rằng sẽ không có đợt điều chỉnh tỷ giá nào từ đây đến cuối năm**

Sự bình ổn của thị trường ngoại hối, thành công đáng kể nhất của chính phủ Việt Nam trong năm 2011 hiện đang quay trở lại tình thế bất ổn. Bên cạnh vấn đề đang tiếp diễn như thâm hụt ngoại hối, giá trị đồng VND thiếu bền vững, môi trường đầu cơ cao, 2 thành phần chính thể hiện trong 9 tháng đầu năm 2011 là:

- Lực cầu cho USD để nhập khẩu vàng: NHNN đã cho phép nhập khẩu gần 20 tấn vàng kể từ đầu năm cho các ngân hàng và SJC (doanh nghiệp quốc doanh có thị phần lớn nhất trong kinh doanh vàng miếng) để nhập khẩu vàng, nhằm tăng cung và làm hạ nhiệt của thị trường vàng hiện tại; theo đó, các khả năng NHNN sẽ cấp thêm phép nhập khẩu thêm vàng khi lực cầu vẫn còn cao. Kể từ đầu năm, tổng giá trị vàng nhập khẩu lên tới 1.5 tỷ USD; SBS cho rằng, cho phép nhập khẩu vàng vật chất qua quota không phải là một biện pháp tốt vì: I) sử dụng quá nhiều nguồn USD trong dự trữ ngoại hối được cho là khá mỏng; II) thị trường chính thống có khả năng bám đuôi thị trường chợ đen như ngoại tệ trước đây, đây chính là lý do thị trường ngoại hối đang phải chịu đựng sự chênh lệch về biên độ một thời gian dài.
- Lực cầu đồng USD tăng khi tín dụng ngoại tệ đáo hạn: tăng trưởng tín dụng ngoại tệ cho đến nay đạt 20.1%, cao hơn tăng trưởng tín dụng nội tệ là 4.75%. Lực cầu tín dụng ngoại tệ mạnh trong khi khu vực sản xuất yếu và tăng trưởng nội tệ kém là do ảnh hưởng của khoảng cách khá lớn giữa huy động tiền đồng (trung bình 18%) và lãi suất cho vay USD chỉ có 5-6%.

Trên thực tế cho thấy, dự trữ ngoại hối của Việt Nam đã được củng cố thêm 4-5 tỷ USD, đưa tổng dự trữ lên khoảng 16-17 tỷ USD (IMF: 15.2 tỷ USD, theo số liệu cuối tháng 6); chính phủ tiếp tục công bố với báo chí là sẽ sẵn sàng bán USD để giữ vững tiền đồng.

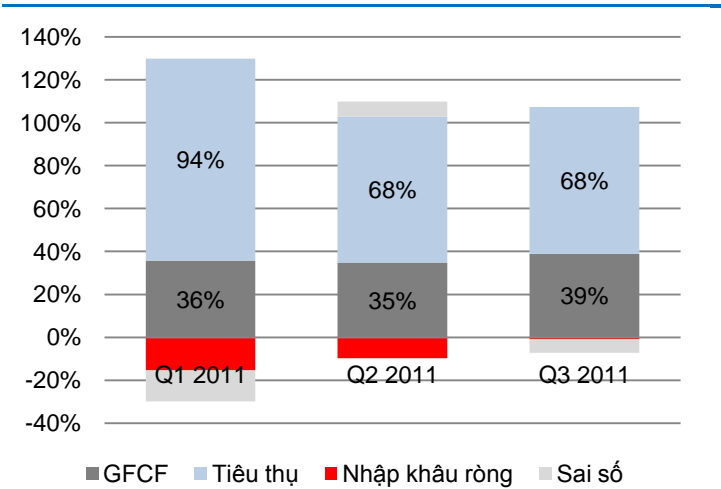


## Tăng trưởng GDP trong Q3 nhờ thâm hụt thương mại giảm mạnh

GDP của Việt Nam trong quý 3 tăng 6.1% so với cùng kỳ năm ngoái (Q2: 5.7% y-o-y), chủ yếu do thâm hụt thương mại giảm mạnh từ trung bình 3 tỷ USD/quý xuống còn 192 triệu USD trong quý 3. Trung bình, khoảng 10-15% GDP dành để bù đắp cho thâm hụt thương mại trong khi con số này chỉ là 1% trong Q3. Giá trị sản xuất công nghiệp thấp và lực cầu nội địa yếu do ảnh hưởng từ tác động trễ của việc giảm cơ cấu đòn bẩy (deleveraging) từ đầu năm nay.

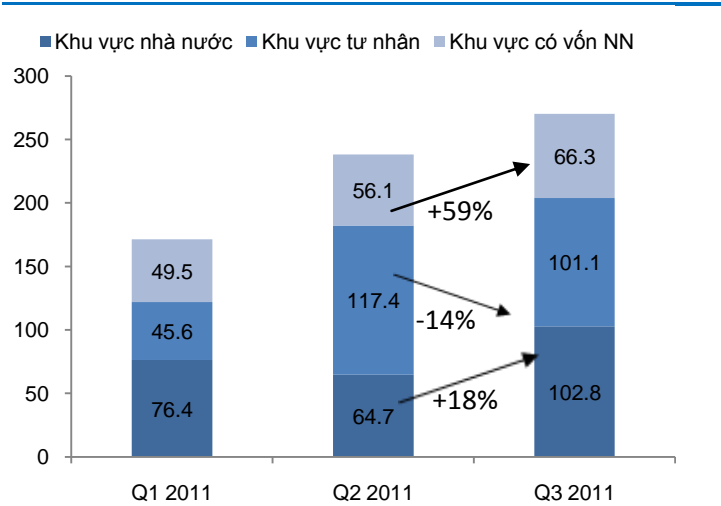
Thắt chặt tiền tệ hạn chế tăng trưởng tín dụng, theo đó cũng giảm thiểu các nguồn vốn đầu tư từ khu vực tư nhân cũng như giảm đi lực tiêu thụ của nền kinh tế. Tuy nhiên, đầu tư từ khu vực nhà nước lại tăng mạnh +59% so với quý trước; theo đó SBS kỳ vọng sẽ chứng kiến một lượng tiền lớn được giải ngân vào các dự án nhằm đạt mục tiêu 400 ngàn tỷ (số điều chỉnh sau khi giảm 10%). Trong tháng 9, tổng giá trị giải ngân đạt 243 ngàn tỷ, tương đương với 55% kế hoạch, vì vậy chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng trong giải ngân sẽ còn tăng trong quý 4, lên tới +51% tăng trưởng so với quý 3.

### Nhập khẩu ròng giảm trung bình -10% GDP xuống -1%GDP trong quý 3



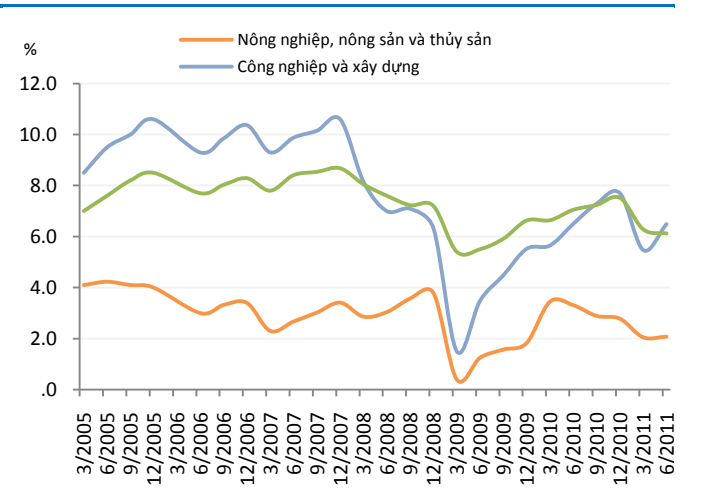
Nguồn: GSO, SBS's calculation

### Đầu tư trong Q3 tăng 13%, dẫn đầu từ khu vực nhà nước



Nguồn: GSO, SBS's calculation

### Tăng trưởng GDP theo quý, yoy



Nguồn: GSO, SBS

### SBS dự phóng đầu tư Q4 sẽ giảm 9%, do khu vực tư nhân và khu vực có vốn NN

	Mục tiêu 2011	9M2011	% mục tiêu	Tăng trưởng Q4 2011E vs Q3
Đầu tư (nghìn tỷ VND)				
Nhà nước	398.9	243.9	61%	155.0
Tăng trưởng YoY	40.1%			51%
Tư nhân	305.7	264.1	86%	41.6
Tăng trưởng YoY	2.1%			-59%
Nước ngoài	220.0	171.9	78%	48.1
Tăng trưởng YoY	2.6%			-27%
	924.6	679.9	74%	244.7
				-9%

Nguồn: GSO, SBS's calculation

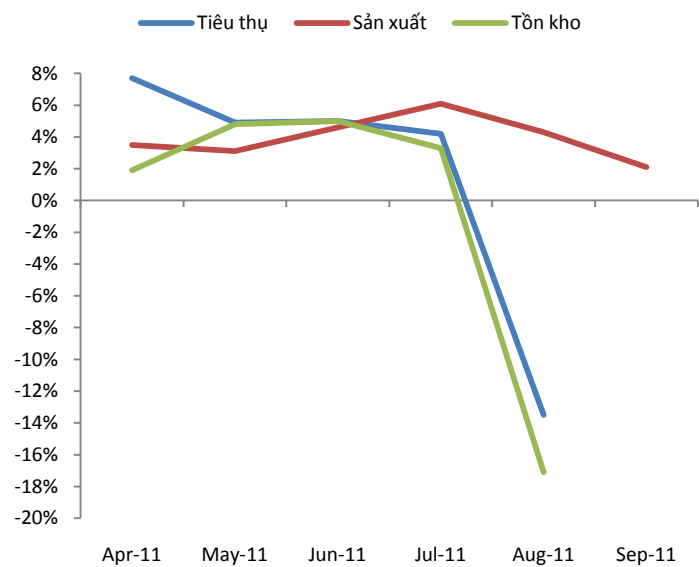
Sản lượng SXCN tăng nhẹ trong tháng 9. SBS dự báo chỉ số sản xuất theo tháng đã chạm đáy

Sản lượng SXCN chỉ tăng 2.1% trong tháng 9, trong khi tháng 8 +4.3% so với tháng trước. Chi tiết hơn, khu vực SX chế tạo giảm tháng thứ 4 liên tiếp. Khai thác mỏ vẫn tăng trưởng được nhưng khá yếu, chỉ tăng +0.8% so với cùng kỳ năm trước. Trong khi khu vực điện, ga và nước giảm mạnh xuống tăng trưởng âm lần đầu tiên kể từ đầu năm, thể hiện mức giảm -5.5% so với tháng trước.

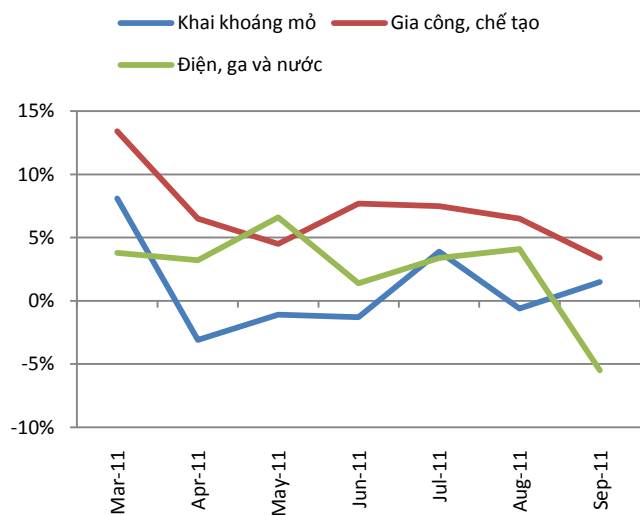
Chỉ số SXCN tiếp tục giảm trong tháng 9, các doanh nghiệp tiếp tục thu hẹp quy mô SX do lực cầu trên thị trường vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi mạnh. Tuy nhiên, SBS dự báo rằng chỉ số SXCN +2.1% MoM sẽ là mức tăng thấp nhất theo tháng. Dự báo này là dựa trên cơ sở (I) lực cầu cho các ngành sản xuất thường tăng mạnh trong quý 4, II) sự thiếu hụt của lượng hàng tồn kho hiện tại sẽ khiến hoạt động sản xuất tăng trở lại khi nhu cầu tăng lên và III) các tiểu thương, đóng vai trò giao dịch giữa doanh nghiệp sản xuất và người tiêu dùng có thể sẽ tác động cho sản xuất công nghiệp tăng trở lại.

Ngoại trừ khu vực sản xuất đường và gốm sứ, đa phần các khu vực sản xuất khác đều khá thận trọng trong việc lựa chọn trong việc giữ hoặc cắt giảm sản xuất.

Sản xuất và tiêu thụ thu hẹp lại khi khi tồn kho giảm



Sản xuất theo khu vực (m-o-m%)



Nguồn: GSO, SBS

Nguồn: GSO, SBS

Chỉ số tiêu thụ sản phẩm SXCN tháng 8 giảm mạnh 13.5% so với tháng trước (Tháng 7: +4.2% MoM), vẫn chịu sự ảnh hưởng của lực cầu yếu từ phía người tiêu dùng. Điều này hạn chế sự phát triển của các ngành công nghiệp phụ trợ, ví dụ như sản xuất xe gắn máy và nước uống khi chỉ tăng trưởng nhẹ từ 6-13%. Trong khi đó, sản xuất gạch ngói, đồ gỗ và sơn tiếp tục tăng trưởng yếu với mức giảm 50% trong tiêu thụ.

Tồn kho đến 9/2011 giảm 17.1% so với tháng trước, chủ yếu là nhờ vào các doanh nghiệp liên tục đưa ra các hình thức giảm giá, khuyến mãi, kích thích người tiêu dùng. Theo SBS, đây sẽ là một trong 2 yếu tố thúc đẩy sản xuất tăng trở lại trong Q4 cùng với yếu tố thứ 2 là kỳ vọng vào sức tiêu thụ tăng vào mùa cuối năm.



% tăng trưởng mom		Sản xuất	Tồn kho	Tiêu Thụ
Sản xuất công nghiệp theo ngành		103.4	82.9	86.5
1542	Ngành sản xuất đường	210.6	96.8	69.0
2693	Ngành sản xuất gạch ngói và gốm, sứ xây dựng không chịu lửa	118.3	84.7	100.1
2691	Ngành sản xuất đồ gốm sứ không chịu lửa (trừ gốm sứ dùng trong xây dựng)	111.8		28.5
1554	Ngành sản xuất đồ uống không cồn	108.0	83.2	106.6
3410	Ngành sản xuất xe có động cơ	107.2	92.1	113.1
2811	Ngành sản xuất các sản phẩm từ kim loại đúc sẵn.	106.7	82.4	85.2
2694	Ngành sản xuất xi măng, vôi, vữa	106.2	106.9	97.2
1711	Ngành sản xuất sợi và dệt vải	104.1	79.8	97.3
2710	Ngành sản xuất sắt, thép	103.9	83.0	95.6
2899	Ngành sản xuất các sản phẩm khác bằng kim loại chưa được phân vào đâu	102.7	84.4	69.8
3610	Ngành sản xuất giường, tủ, bàn ghế	101.8	49.6	49.7
1513	Ngành chế biến và bảo quản rau quả	100.8	106.5	74.1
2422	Sản xuất sơn, véc ni và các chất sơn quét tương tự; sản xuất mực in và ma tít	98.8	72.2	55.3
2520	Ngành sản xuất các sản phẩm khác từ plastic	95.0	18.7	101.2
3591	Ngành sản xuất mô tô, xe máy	94.9	108.9	106.5
1531	Ngành xay xát, sản xuất bột thô	94.7	103.9	80.0
2412	Ngành sản xuất phân bón và hợp chất ni tơ	92.5	34.8	93.0

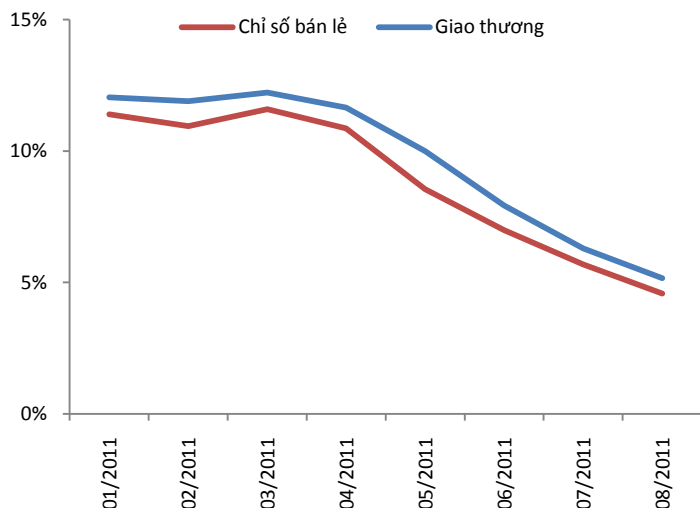
## Chỉ số bán lẻ hầu như không tăng trưởng

**Chỉ số bán lẻ chỉ tăng 1.9% so với tháng trước tuy nhiên SBS kỳ vọng sẽ tăng trong Q4**

Doanh số bán lẻ tháng 9 tăng nhẹ 1.9%, đạt 164 ngàn tỷ đồng (~ USD8 tỷ), thấp bằng nửa tốc độ tăng trong tháng 8 (+3.7% MoM, theo số liệu điều chỉnh). SBS cho rằng trong tháng 8, tiêu thụ bán lẻ tăng mạnh do mùa trung thu & mua sắm cho mùa khai giảng và do vậy không kéo dài sang tháng sau. Qua tháng 9, hàng loạt doanh nghiệp thực hiện các hình thức giảm giá & chương trình khuyến mãi để tiêu thụ hàng tồn kho. Theo Bộ Thương mại, doanh số bán lẻ và dịch vụ của Việt Nam trong năm nay dự báo sẽ tăng 22% so với năm ngoái, đạt 1,880 ngàn tỷ (~ USD 90 tỷ ).

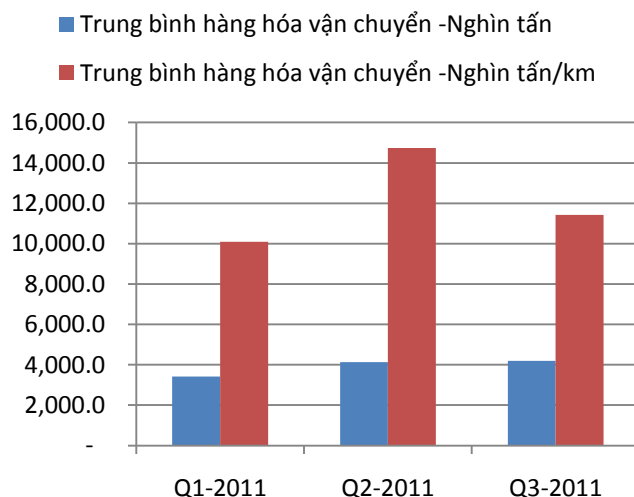
Trên giá trị thực tế (sau khi loại trừ yếu tố lạm phát), các tính toán của SBS cho thấy tăng trưởng trong lĩnh vực thương nghiệp và bán lẻ vẫn nằm trong xu hướng giảm, giảm xuống còn +4.9% và +4.3% từ 5.5% và 5% so với cùng kỳ năm trước. Nếu lạm phát tiếp tục tác động vào lượng hàng được bán, lực cầu sẽ còn bị áp lực mạnh trong các tháng tới. Khu vực bán lẻ sẽ phải phụ thuộc vào I) xu hướng giảm của CPI và II) các chương trình giảm giá kéo dài cho đến hết Q4. Thêm vào đó, SBS nhận thấy chỉ số giá của nguyên vật liệu thô được sử dụng trong sản xuất (PPI) đã chạm đỉnh trong Q3; đây là một tin tức tốt kỳ vọng rằng giá thành sản xuất sẽ giảm. PPI của nguyên vật liệu giảm xuống +4.78% so với +7.76% trong Q2 và khả năng sẽ còn giảm về cuối năm trong bối cảnh lực cầu toàn cầu giảm.

## Bản lẻ - loại bỏ yếu tố giá (y-o-y%)



Nguồn: GSO

## Vận tải biển

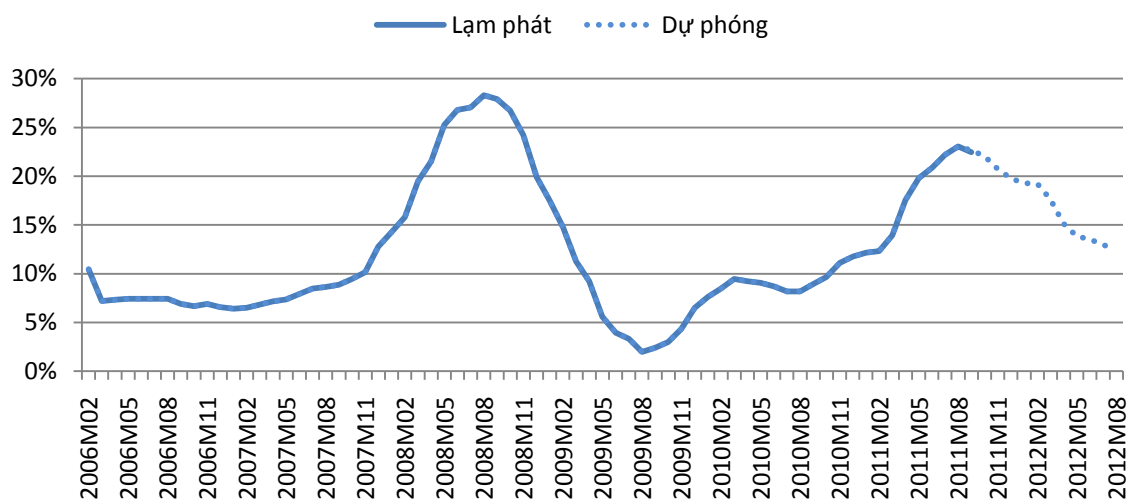


Nguồn: SBS

## Lạm phát giảm xuống 22.42% so với cùng kỳ sau 14 tháng tăng liên tục.

Chỉ số CPI tháng 9 chỉ tăng nhẹ 0.82% so với tháng trước, củng cố dự báo của chúng tôi rằng tốc độ tăng CPI theo tháng đã đạt đỉnh trong tháng 8. So với cùng kỳ năm ngoái, lạm phát giảm xuống còn 22.42% từ 23.02% trong tháng 9, tháng sụt giảm đầu tiên từ năm 2010. Lạm phát giảm xuống khi giá lương thực, thực phẩm bắt đầu hạ nhiệt, chỉ tăng nhẹ 0.28% so với tháng trước. Ngoài ra, quyết định của Bộ Tài chính trong việc cắt giảm 500đ giá xăng dầu phần nào góp phần làm hạ nhiệt lạm phát với nhóm ngành vận tải giảm 0.26% trong tháng trong khi tháng 8 tăng 0.21%. Nhóm ngành giáo dục tăng mạnh 8.87%, chiếm trên 59% trên tổng giá trị tăng của lạm phát trong tháng không nằm ngoài kỳ vọng của SBS và thị trường do đây là mùa khai giảng. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng lạm phát sẽ còn giảm trong tháng 10 dựa trên các quan điểm như sau: I) Áp lực từ giá lương thực, thực phẩm sẽ ở mức thấp; II) Giá cả tăng từ khu vực giáo dục sẽ không khiến lạm phát tăng mạnh như tháng 9. Dựa vào các mô hình dự phóng của SBS, CPI tháng 10 kỳ vọng sẽ dưới 0.6% và tiếp tục giảm trong quý 4 với mục tiêu là 19.5-20% cho đến cuối năm.

## SBS dự phóng lạm phát sẽ giảm xuống 19.5-20% vào cuối năm



Nguồn: SBS

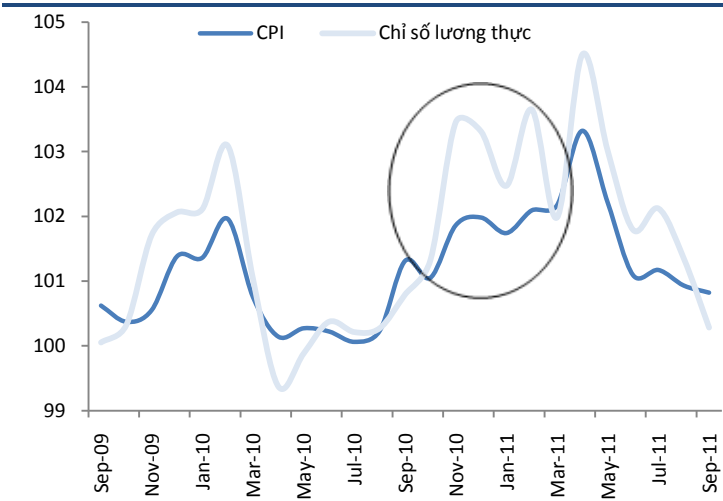


Và vấn đề từ phía nguồn cung

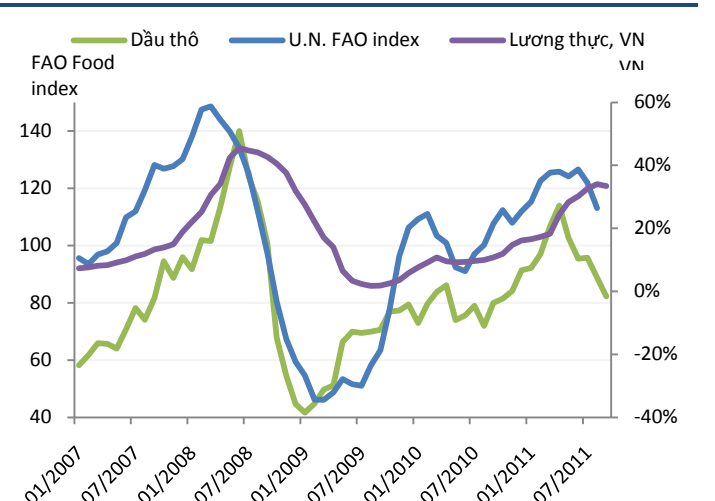
Chỉ số lương thực của Việt Nam vẫn giữ xu hướng giảm, chỉ tăng có +0.28% m-o-m trong tháng 9 (Tháng 8: +1.35%) tương đương với mức thấp nhất trong 14 tháng qua. Có nhiều kỳ vọng giá lương thực sẽ tăng mạnh khi Tết sắp đến, nhưng chúng tôi giữ quan điểm rằng, thành phần lương thực sẽ ảnh hưởng nhỏ đến CPI dựa trên các lý do sau: I)khả năng khủng hoảng toàn cầu có thể sẽ kéo lực cầu cho hàng hóa, lương thực xuống, II) Bộ công thương vừa phát động trương trình bình ổn giá cho dịp tết 2012 và yêu cầu MOIT gồm 22 doanh nghiệp (chủ yếu là các siêu thị và công ty phân phối) tăng lượng hàng tồn kho thêm +20% so với năm trước và đảm bảo giá cả thị trường không tăng mạnh trong dịp tết.

Nhóm lương thực cho thấy tín hiệu ổn định hơn trong tháng; các nhóm khác hầu như vẫn đi ngang. Chúng tôi nhận thấy một phần áp lực từ nhóm ngành giáo dục (+1.13% MoM, tháng 7 +0.26%) do chu kỳ ngành. Giá của nhóm nhà và vật liệu xây dựng trong tháng 8 (+0.89% MoM, tháng 7 +0.36%), cho thấy thực tế rằng các nhóm ngành này ảnh hưởng trực tiếp từ biến động giá hàng hoá thế giới.

Khả năng giảm của giá lương thực còn tiếp tục



Giá hàng hóa thế giới giảm khi lực cầu giảm



Nguồn: SBS

Nguồn: SBS, Bloomberg

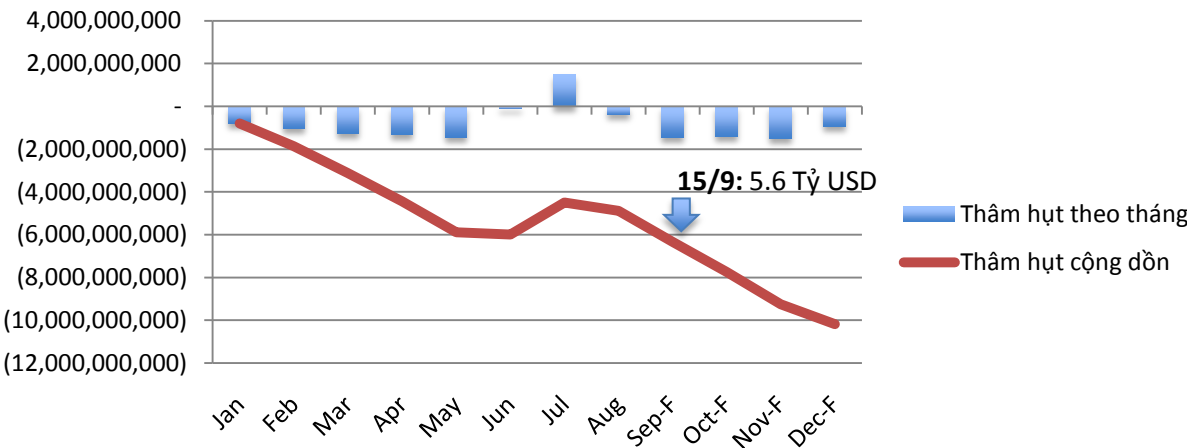
Tỷ trọng CPI theo nhóm	Tỷ trọng	Sep-10	Aug-11	index	Sep-11	
		% MoM	% MoM		% MoM	% YoY
<b>CHỈ SỐ GIÁ TIÊU DÙNG</b>		<b>101.31</b>	<b>100.93</b>	<b>118.16</b>	<b>100.82</b>	<b>122.42</b>
Hàng ăn và dịch vụ ăn uống	39.93%	100.79	101.35	125.94	100.28	133.38
Đồ uống và thuốc lá	4.03%	100.44	100.55	111.69	100.59	112.99
May mặc, giày dép và mũ nón	7.28%	100.34	100.79	111.58	100.92	113.98
Nhà ở và vật liệu xây dựng	10.01%	101.08	100.89	119.72	100.37	122.89
Thiết bị và đồ dùng gia đình	8.65%	100.34	100.51	108.46	100.51	109.82
Dược phẩm, y tế	5.61%	100.35	100.25	105.51	100.28	106.21
Phương tiện đi lại, bưu điện	8.87%	100.91	100.21	114.86	99.76	120.13
Trong đó: Bưu chính, viễn thông	2.73%	99.93	99.94	95.30	99.93	98.02
Giáo dục	5.72%	112.02	101.13	124.10	108.62	121.43
Văn hoá, thể thao, giải trí	3.83%	100.48	100.34	107.29	100.62	108.71
Đồ dùng và dịch vụ khác	3.34%	100.57	101.01	111.61	101.37	114.19

Nguồn: GSO, SBS

### Thâm hụt thương mại trong Q3 đạt 291 triệu USD, thấp nhất trong 9 quý gần đây

Giá trị xuất khẩu trong tháng 9 đạt 8.3 tỷ USD, giảm 10.2% so với tháng trước, nhưng tăng 33.6% so với cùng kỳ năm trước. Kể từ đầu năm, tổng giá trị xuất khẩu danh nghĩa đạt trên 70 tỷ USD, +35.4% so với cùng kỳ năm trước chủ yếu dựa vào xu hướng tăng mạnh của giá cả hàng hoá trên thế giới như dầu thô (+46.5%), cao su (+56%). Loại trừ yếu tố giá, kim ngạch xuất khẩu chỉ tăng 13.3% so với cùng kỳ năm trước. Mặc dù có căng thẳng ở châu Âu, khu vực này vẫn là thị trường xếp thứ hai của hàng xuất khẩu Việt Nam với tổng giá trị xuất khẩu đạt 10.2 tỷ USD, tăng 48.2% so với cùng kỳ năm trước.

Trong quý 3, thâm hụt thương mại thu hẹp về 291 triệu USD, giảm từ 3.3 tỷ USD trong quý 1 và 3 tỷ USD trong quý 2, phần lớn nhờ vào thặng dư xuất khẩu vàng, chiếm khoảng 300 triệu USD.

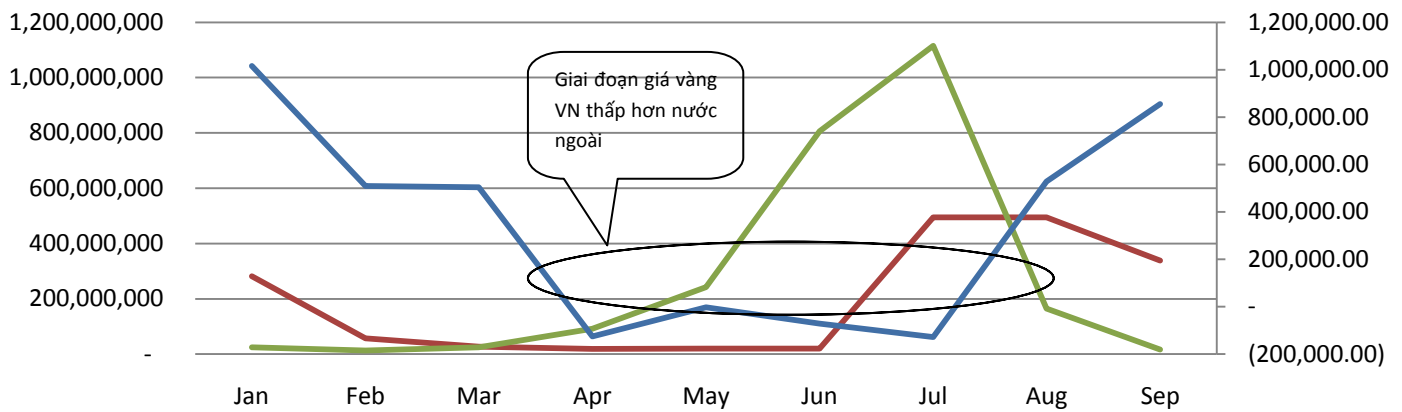


### Thặng dư xuất khẩu vàng đạt 748 triệu USD trong tháng 9, tiếp tục ăn mòn cán cân thương mại của Việt Nam

Giá trị nhập khẩu vàng trong nửa cuối tháng 8 cao hơn nhiều so với nửa đầu tháng. Có khoảng 9 tấn vàng, giá trị ~ 495 triệu USD được nhập về VN trong tháng 8, cao hơn nhiều so với 5 tấn hạn ngạch được cấp trước đó. Thâm hụt có khả năng đã tăng trên 1 tỷ USD trong tháng nếu không dựa vào xu hướng tăng mạnh đột ngột trong xuất khẩu (đưa thâm hụt tháng 8 về còn 400 triệu USD). Theo quan sát của SBS, lực cầu vàng trong nước trở nên rất mạnh sau khi chứng kiến xu hướng tăng đột ngột của giá vàng thế giới trong tháng 8. Thống kê cho đến 15 tháng 9, có tới 338 triệu USD giá trị vàng được nhập khẩu vào Việt Nam trong 15 ngày đầu tháng, theo đó SBS kỳ vọng con số này sẽ còn cao hơn trong tháng 9 do lực cầu trong tháng 9 vẫn đang mạnh. Một số kênh thông tin đại chúng đã công bố tổng giá trị nhập khẩu vàng tháng 9 sẽ lên tới 600 triệu USD (dẫn lời từ Bộ Công thương), mặc dù chưa có số liệu chính thức để xác nhận thông tin trên, chúng tôi có lý do để tin tưởng vào số liệu này khi chứng kiến lực cầu cao đang tồn tại trên thị trường.

Cho đến ngày 26 tháng 9, NHNN công bố sẽ cung cấp thêm hạn ngạch cho việc nhập khẩu vàng, khẳng định kiên quyết trong việc bình ổn thị trường vàng. Cho đến nay, tổng giá trị tiền được sử dụng để nhập vàng lên tới 1.5 tỷ USD trên 4.5 tỷ USD thặng dư kể từ đầu năm (số liệu này loại trừ lượng vàng nhập lậu, khi thông số này không thể thống kê). Giá vàng hạ nhiệt trong tháng hầu như không có nhiều ảnh hưởng đến thị trường vàng khi các nhà đầu tư vàng cho đây là một cơ hội để mua thêm vàng mặc dù giá vàng Việt Nam vẫn cao hơn giá vàng thế giới. Vì vậy, sẽ mất một khoảng thời gian để có thể thấy thị trường vàng hạ nhiệt. Theo SBS, nhập khẩu vàng hiện tại không phải là một biện pháp khá hay cho thị trường nhiều tính đầu cơ như Việt Nam; nhập khẩu vàng này sinh nhiều mối đe dọa đến đồng nội tệ, hiện đang ở trong xu hướng xấu.





### Xuất khẩu xăng dầu thu hẹp khi Dung Quất hoạt động trở lại

Xuất khẩu tháng 8 vẫn tiếp tục tăng trưởng tốt với một phần giá trị lớn từ việc xuất khẩu dầu thô (tháng 8: 813 triệu USD). Giá trị xuất khẩu của mặt hàng này trong tháng 9 kỳ vọng sẽ giảm xuống còn 50% tổng khối lượng xuất khẩu nhằm mục đích sử dụng lượng dầu thô còn lại cung cấp cho nhà máy Dung Quất vừa quay trở lại hoạt động thời điểm đầu tháng 9. Lần nâng cấp nhà máy này giúp Dung Quất mở rộng kho chứa dầu; qua đó hiện tại chưa có thông tin chính xác về nguồn gốc của lượng dầu được nhập thêm là từ Petrolimex hay nhập khẩu từ nước ngoài. Tuy nhiên, điều này cũng chỉ gây ảnh hưởng nhỏ.

### Thị trường tiền tệ thiếu bình ổn trong Q4

Bình ổn thị trường ngoại hối, thành công đáng kể nhất của chính phủ Việt Nam trong năm 2011 hiện đang quay trở lại tình thế bất ổn. Bên cạnh vấn đề đang tiếp diễn như thâm hụt ngoại hối, giá trị đồng VND thiếu bền vững, môi trường đầu cơ cao, 2 thành phần chính thể hiện trong 9 tháng đầu năm 2011 là:

- Lực cầu cho USD để nhập khẩu vàng: NHNN đã cho phép nhập khẩu gần 20 tấn vàng kể từ đầu năm cho các ngân hàng và SJC (doanh nghiệp quốc doanh có thị phần lớn nhất trong kinh doanh vàng miếng) để nhập khẩu vàng, nhằm tăng cung và làm hạ nhiệt của thị trường vàng hiện tại; theo đó, các khả năng NHNN sẽ cấp thêm phép nhập khẩu thêm vàng khi lực cầu vẫn còn cao. Kể từ đầu năm, tổng giá trị vàng nhập khẩu lên tới 1.5 tỷ đô; SBS cho rằng, nhập khẩu vàng không phải là một biện pháp tốt khi: I) sử dụng quá nhiều nguồn đô trong kho dự trữ ngoại hối được cho là khá mỏng; II) thị trường chính thống có khả năng bám đuôi thị trường chợ đen, đây chính là lý do thị trường ngoại hối đang phải chịu đựng sự chênh lệch về biên độ một thời gian dài.
- Lực cầu đồng USD tăng khi tín dụng ngoại tệ đáo hạn: tăng trưởng tín dụng ngoại tệ cho đến nay đạt 20.1%, cao hơn tăng trưởng tín dụng nội tệ là 4.75%. Lực cầu tín dụng ngoại tệ mạnh trong khi khu vực sản xuất yếu và tăng trưởng nội tệ kém là do ảnh hưởng của khoảng cách khá lớn giữa huy động tiền đồng (trung bình 18%) và lãi suất cho vay USD chỉ có 5-6%.

### Ảnh hưởng từ thị trường vàng

Trong các tháng gần đây, theo ước tính, các công ty vàng bạc đá quý đã bán ròng từ 250-500kg vàng mỗi ngày, buộc các công ty này phải nhập một lượng vàng rất lớn. Trong tình thế đó, điều không thể tránh khỏi là chứng kiến thị trường không chính thống quay trở lại hoạt động mạnh với tỷ giá USD/VND tăng lên 21,500đ/USD, cao hơn 3% so với tỷ giá trần.

Nhằm hạ nhiệt thị trường ngoại hối, NHNN đã nhanh chóng áp dụng:

1. Cấp hạn ngạch cho các đơn vị nhập khẩu trong nước nhằm hạn chế cơ bản vàng. Việt Nam ước tính đã nhập hơn 1.5 tỷ USD giá trị vàng trong 9 tháng đầu năm; bao gồm 600 triệu USD trong tháng 9, NHNN đã cấp hạn ngạch lên tới 20 tấn kể từ đầu năm.
2. Cấp phép cho 6 tổ chức mở tài khoản giao dịch vàng ở nước ngoài sau 15 tháng kể từ ngày phát hành lệnh cấp giao dịch vàng nhằm đẩy mạnh nguồn cung vàng trong nước. 5 ngân hàng trong danh sách này gồm (Đông Á, Eximbank, Sacombank, ACB và Techcombank); theo đó 5 ngân hàng này còn được phép bán vàng vật chất mà họ đã huy động và dự trữ.

Chúng tôi không cho rằng việc nhập khẩu thêm vàng sẽ ổn định được thị trường ngoại hối khi vấn đề chủ chốt nằm ở việc các nhà đầu tư thiếu tự tin vào tiền đồng. Kiểm chế được lạm phát và yếu tố đầu cơ là yếu tố quan trọng nhằm giữ chân các nhà đầu tư không bán VND và nhanh chóng chuyển đổi giữa các tài sản có giá trị khác. Chúng tôi kỳ vọng cán cân thanh toán sẽ có đủ khả năng chịu được hậu quả từ việc có thêm hạn ngạch nhập khẩu vàng. Nhìn chung, thâm hụt thương mại cao, đi kèm với dự trữ ngoại hối yếu sẽ còn áp lực mạnh hơn vào tiền VND.

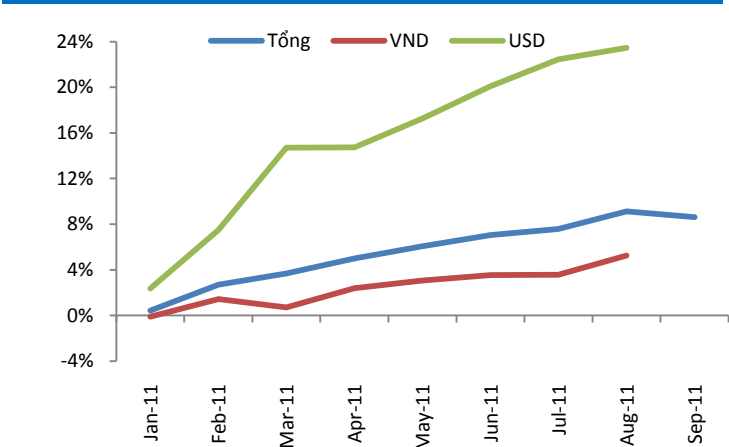
**Tiền đồng vẫn yếu trong khi doanh nghiệp tiếp tục ưu tiên vay USD.**

Xu hướng đầu cơ khởi nguồn cho lực cầu vàng mạnh lên; theo đó chúng tôi cho rằng đây không phải là lý do duy nhất dẫn đến nhiều lực cầu bất thường hiện có trên thị trường. SBS tin rằng, việc thiếu tự tin vào tiền đồng đã đẩy bộ phận dân cư ưu tiên việc giữ vàng như một tài sản đảm bảo.

Quyết định của NHNN đã khiến các tổ chức tín dụng buộc phải theo lãi suất huy động được đặt bởi NHNN (14%/năm) trong khi đặt mức lãi suất huy động trần không kỳ hạn và lãi suất có kỳ hạn (dưới 1 tháng) ở mức 6%/năm sẽ tiếp tục khiến tiền đồng mất đi sức hấp dẫn. Trong tháng 9, sau khi thông qua thông tư 02/CT-NHNN, chúng tôi nhận thấy tổng huy động đã giảm 1.07% so với tháng trước (-23 ngàn tỷ đồng).

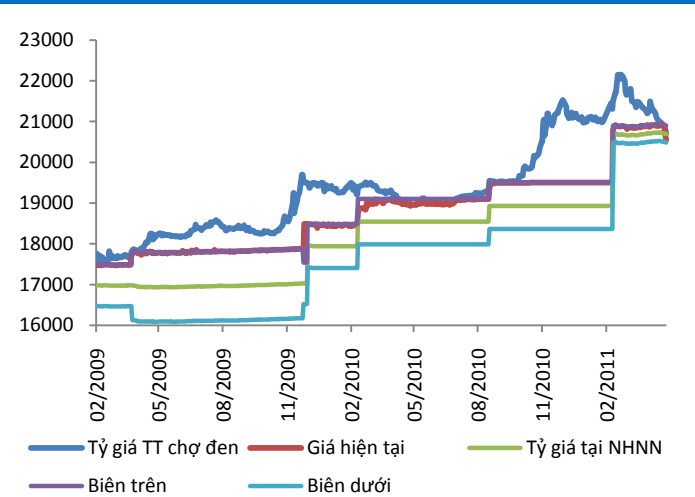
Thêm vào đó, chúng tôi cũng nhận thấy tín hiệu trả nợ từ các doanh nghiệp vay ngoại tệ thời gian đầu năm. Với mức giảm 2.71% trong tăng trưởng tín dụng ngoại tệ trong tháng 9, đi kèm với sự sụt giảm nhanh 16.6 ngàn tỷ (800 triệu USD), cho thấy tín hiệu các doanh nghiệp sẽ bắt đầu chạy đua với tín dụng ngoại tệ.

**Vàng làm gia tăng căng thẳng tiền tệ**



Nguồn: SBS, Bloomberg

**Giá hàng hóa thế giới hạ nhiệt khi nhu cầu giảm**

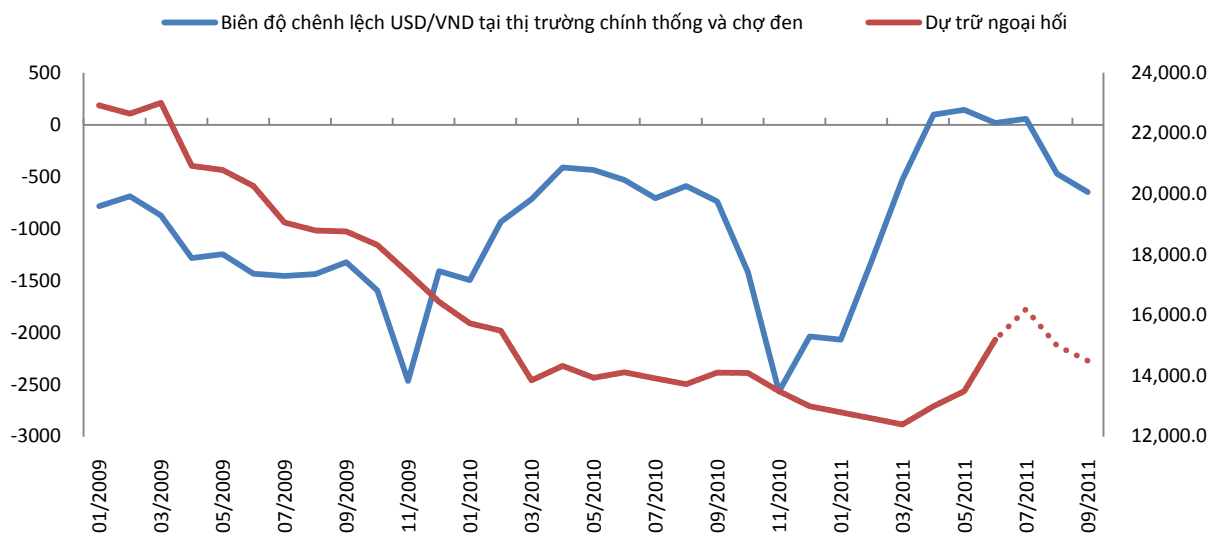


Nguồn: SBS, Bloomberg

Xu hướng này cho thấy kỳ vọng của các doanh nghiệp về thị trường ngoại hối là khá rủi ro. Vì vậy, đa phần bộ phận người dân cũng như các nhà đầu tư nước ngoài đều kỳ vọng đồng tiền sẽ mất giá thêm nữa.

**Sẽ chưa điều chỉnh tỷ giá vào thời điểm này**

NHNN vẫn đang giữ tỷ giá trung bình ở mức 20,628đ/USD không thay đổi trong suốt tháng 9. Động thái này đi cùng với mục tiêu của NHNN là không để tiền đồng mất giá quá 1% cho đến cuối năm. SBS tin rằng, sẽ không có đợt điều chỉnh tỷ giá trong năm nay. NHNN khả năng sẽ ưu tiên sử dụng các biện pháp khác để hỗ trợ tiền đồng. NHNN khả năng sẽ sử dụng đến dự trữ ngoại hối, đổi đồng lấy USD như thời điểm tháng 8-9 với tổng giá trị khoảng 2 tỷ USD theo tính toán của chúng tôi.



### Chính sách tiền tệ làm gì để hỗ trợ nền kinh tế thật

Dù đồng ý với chính sách thắt chặt tiền tệ, nhưng một vài động thái hiện tại đang khiến chúng tôi khó hiểu về chính sách hiện tại. Đến cuối tháng 8, kỳ vọng của chúng tôi sẽ nhìn thấy chính sách được nới lỏng và mềm dẻo hơn để giúp kinh tế tài chính hỗ trợ kinh tế sản xuất nhưng cho đến nay, những diễn biến trái ngược đang khiến chúng tôi tự hỏi liệu đây có phải là mục tiêu quan trọng của NHNN

### NHNN tiếp tục hỗ trợ thanh khoản ngắn hạn của các ngân hàng

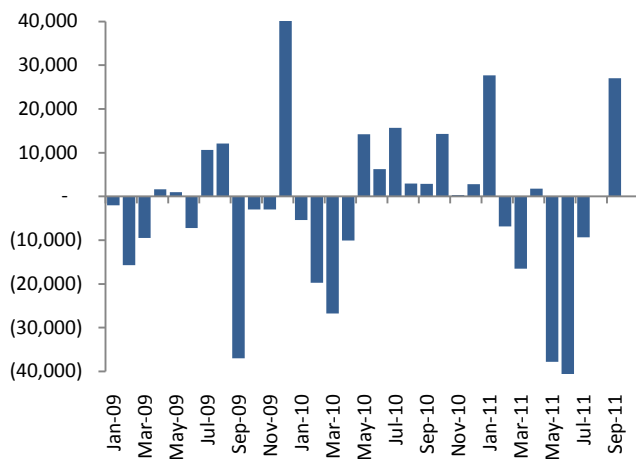
NHNN giữ xu hướng hỗ trợ thanh khoản giữa các ngân hàng nhằm tăng cường dòng vốn vào nền kinh tế thật. Trong 2 tuần đầu tháng 9, NHNN sử dụng kênh OMO để bơm gần 16 ngàn tỷ vào hệ thống ngân hàng, và thêm khoảng 1 ngàn tỷ vào 2 tuần cuối. Không những thế, NHNN cũng hỗ trợ một số các tổ chức thông qua kênh tái cấp vốn. VietinBank nhận 19 ngàn tỷ đồng vốn vay, Agribank nhận 5 ngàn tỷ và Sài Gòn Công thương cũng nhận 9 ngàn tỷ.

### ....nhưng lại tăng lãi suất tái cấp vốn cũng như lãi suất qua đêm cho các giao dịch liên ngân hàng

Tăng lãi suất tái cấp vốn (lãi suất chính sách) tăng 100bps lên 15% trong tháng 10; và tăng lãi suất qua đêm từ 14% lên 16%, NHNN dường như đang đi ngược với mục đích nới lỏng tiền tệ. Quyết định này khiến lãi suất liên ngân hàng ngay lập tức tăng trung bình 2%. Thêm vào đó, quyết định đưa ra lãi suất trần cho kỳ hạn ngắn dưới 1 tháng và ko kỳ hạn ở dưới mức 6% đang ảnh hưởng nặng nề đến với ngân hàng và khả năng huy động VND.

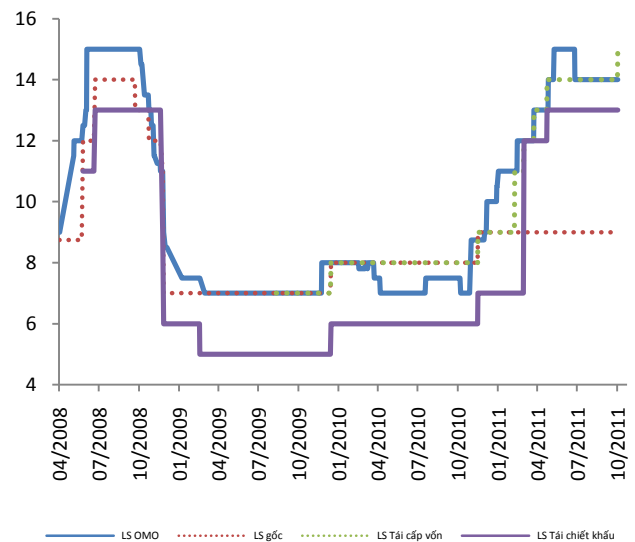
NHNN hầu như không còn mấy hỗ trợ thị trường tài chính như 1 tháng trước đây. Điều này có thể sẽ dẫn đến ảnh hưởng trực tiếp đến tổng nguồn vốn vay cho doanh nghiệp cũng như cản trở lãi suất giảm xuống.

## Giao dịch ròng tại thị trường OMO (Tỷ VND)



Nguồn: SBS

## Các lãi suất chính sách của NHNN



Nguồn: SBS, Bloomberg

## Nhìn chung, dòng tiền vẫn chưa chảy vào nền kinh tế thật

Mặc dù, tín dụng tháng 9 giảm 1% trên tổng dư nợ, SBS cho rằng, dòng tiền này phần nào đang bị đóng băng. Chúng tôi vẫn chưa nhận thấy tín hiệu nào cho việc lãi suất sẽ hạ xuống, lực cầu tiền đồng thấp (tăng trưởng tiền VND giảm 0.49% MoM trong tháng 9). Khoảng cách giữa huy động và cho vay vẫn ở mức 5-7%, ở mức không mấy hấp dẫn đối với doanh nghiệp.

Tuy nhiên, vẫn còn quá sớm để khẳng định là cầu tiền Đồng sẽ được cải thiện do I) Chỉ mới vài tuần khi NHNN công bố tăng thanh khoản; II) gói vay 55 nghìn tỷ từ các ngân hàng thương mại cho khu vực xuất khẩu và sản xuất ở mức 15-18% (tương đương với 2-3% tăng trưởng tín dụng) còn khá mới; và III) thực tế cho thấy, lạm phát chỉ mới khẳng định xu hướng giảm. Có khá nhiều lý do để có thể thấy được lãi suất thấp và tăng trưởng tín dụng tăng hơn trong tháng 10.

# 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.sbbsc.com.vn](http://www.sbbsc.com.vn)

### Singapore DMG & Parner

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

### 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@sbbsc.com.vn](mailto:hanoi@sbbsc.com.vn)

### Laos

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