

Lạm phát giảm, nhưng kinh tế sản xuất vẫn gặp nhiều khó khăn

Lạm phát chỉ tăng nhẹ +0.36% so với tháng 9, thấp nhất trong 15 tháng

CPI tháng 10 chỉ tăng 0.36% so với tháng 9, thể hiện con số lạm phát thấp nhất trong 15 tháng qua. Chỉ số này thấp hơn dự phóng của SBS là 0.56%. Theo đó, xu hướng giảm -1% cho thấy các tín hiệu tích cực cho Việt Nam sau khi chạm đỉnh +23.02% vào tháng 8). Lạm phát y-o-y đã khẳng định xu hướng giảm khi tiếp tục dựa vào các yếu tố cơ bản như: I) chỉ số CPI các tháng trước đã đứng ở mức rất cao II) áp lực hiện tại đến từ nhóm lương thực, thực phẩm thấp, III) không tăng giá điện và IV) mức độ kiên quyết của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) trong việc giữ vững chính sách thắt chặt tiền tệ. Nhìn chung, hiệu ứng gộp của tất cả những yếu tố trên đã tạo ra con số lạm phát thấp cho tháng 10 và chúng tôi đã điều chỉnh dự phóng lạm phát trong tháng 11 xuống mức +0.6% so với tháng trước và có mức tăng +19.2% y-o-y vào cuối năm 2011. SBS cho rằng chỉ số giá tiêu dùng sẽ tăng lại vào 3 tháng trước Tết âm lịch do chu kỳ. Hiện tại, Mặt khác, giá hàng hoá khả năng sẽ tăng trở lại trong 3 tháng trước tết nguyên đán từ ảnh hưởng của lực cầu nội địa. Thời điểm hiện tại, 2 rủi ro lớn có thể sẽ ảnh hưởng khiến giá lương thực tăng lên là: I) trận lũ lụt từ thượng nguồn sông Mekong có thể sẽ tạo ra các áp lực về giá lương thực khi phần nào ảnh hưởng đến vụ lúa thứ 3 trong năm. II) Khả năng giá điện tăng vẫn hiện hữu.

SXCN sắp chạm đáy. Tồn kho tăng mạnh và tiêu thụ vẫn yếu.

Sản lượng sản phẩm từ sản xuất công nghiệp tăng trở lại trong tháng 10, đạt mức tăng 5.2% so với tháng 9 (tháng 9: +2.1%, là tháng có tăng trưởng thấp nhất trong năm). Chỉ số sản xuất công nghiệp tiếp tục tiếp được dẫn dắt bởi khu vực gia công & chế tạo (+6.1% so với tháng 9, tương đương với +10.2% Y-o-Y) trong khi khu vực khai thác quặng, mỏ chỉ đi ngang trong cả năm 2011 (-0.7% y-o-y). Bên cạnh đó, khu vực điện, nước và khí ga cho thấy xu hướng giảm trong tháng 10 (-4.1% m-o-m). SBS kỳ vọng khu vực mỏ sẽ còn tiếp tục thu hẹp khi thủ tướng vừa và chính quyền địa phương vừa ngừng cấp phép khai thác mỏ kể từ tháng 8 năm 2011. Chỉ số tiêu thụ cho các mặt hàng gia công & chế tạo vẫn giữ tăng trưởng âm tháng thứ 2 liên tiếp (tháng 9: -4.8% m-o-m), tiếp tục khẳng định lực cầu yếu từ phía người tiêu dùng. Chỉ số hàng tồn kho hồi phục từ mức giảm 17.1% trong tháng 8 sau khi lượng hàng tồn kho bị sụt giảm mạnh. Trong bối cảnh giá nguyên vật liệu đang thấp, các doanh nghiệp đã tăng cường sản xuất trở lại nhằm bổ sung lượng hàng tồn kho.

Thâm hụt thương mại thu hẹp về 800 triệu USD từ 1.5 tỷ USD trong tháng 9

Theo số liệu từ GSO, thâm hụt thương mại trong tháng 10 ước tính đạt khoảng 800 triệu USD, giảm từ 1.5 tỷ USD trong tháng 9. Xu hướng giảm này bao gồm mức giảm của nhập khẩu (-300 triệu USD, ~ 3.19% so với tháng trước) và tăng trong xuất khẩu (+400 triệu USD, ~5%). Có nhiều kỳ vọng rằng mức thâm hụt thương mại sẽ tăng lên do chu kỳ cuối năm, tuy nhiên theo chúng tôi, con số này sẽ ở dưới mức 1 tỷ đến 1.2 tỷ USD/tháng dựa vào các lý do sau: I) cơn sốt vàng đã hạ nhiệt trong tháng 10, II) áp lực từ giá lương thực cũng như hàng hóa trên thế giới đang giảm dần và III) tình trạng dự trữ ngoại hối thấp (chỉ đủ cho khoảng 1.5 tháng nhập khẩu theo các tính toán của chúng tôi) có thể sẽ buộc Bộ Công thương đưa ra cách quản lý chặt chẽ và cụ thể hơn các doanh mục mặt hàng được nhập khẩu; trên cơ bản chúng tôi cho rằng, Bộ Công thương đã phần nào áp dụng các hạn ngạch nội bộ đối với các mặt hàng đang được nhập khẩu trong năm nhằm hạn chế việc sử dụng quá nhiều nguồn USD trong nền kinh tế.

Trong số này

Trang 1: Lạm phát giảm, nhưng kinh tế sản xuất vẫn gặp nhiều khó khăn

Trang 2-3: Sản xuất công nghiệp chạm đáy

Trang 3-4: Xu hướng giảm của khu vực bán lẻ chưa dừng lại

Trang 4-6: Lạm phát tiếp tục giảm nhẹ khi giá lương thực giảm

Trang 6: Hạn chế hàng nhập khẩu, thâm hụt thương mại được giữ dưới mức 1 tỷ USD

Trang 7-9: Áp lực của đồng VND đang tăng lên khi lực cầu USD ngày một leo thang

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

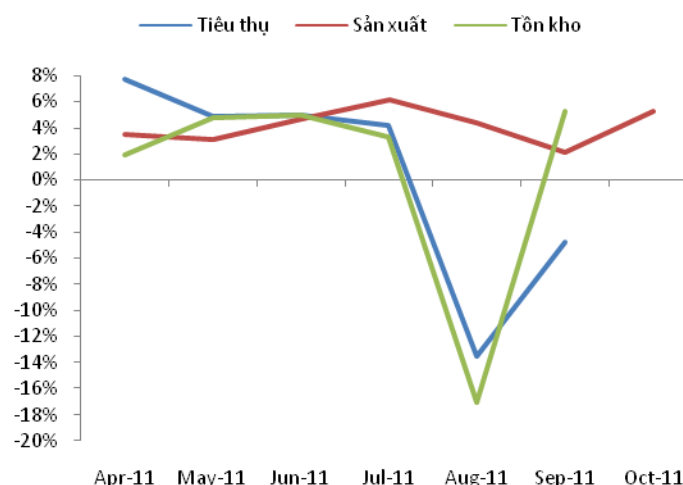
Nguyen Thi Tuyet (Ms), ACCA
Francois Chassavaeu
Nguyen Hoai Nam

Sản xuất công nghiệp chạm đáy

Sản lượng sản phẩm từ sản xuất công nghiệp tăng trở lại trong tháng 10, đạt mức tăng 5.2% so với tháng 9 (tháng 9: +2.1%, là tháng có tăng trưởng thấp nhất trong năm). Chỉ số SXCN tiếp tục tiếp được dẫn dắt bởi khu vực gia công & chế tạo (+6.1% so với tháng 9, tương đương với +10.2% Y-o-Y) trong khi khu vực khai thác quặng, mỏ chỉ đi ngang trong cả năm 2011 (-0.7% y-o-y). Bên cạnh đó, khu vực điện, nước và khí ga cho thấy xu hướng giảm trong tháng 10 (-4.1% m-o-m). SBS kỳ vọng khu vực mỏ sẽ còn tiếp tục thu hẹp khi Thủ Tướng vừa yêu cầu các Bộ và Chính quyền địa phương ngừng cấp phép khai thác mỏ kể từ tháng 8 năm 2011.

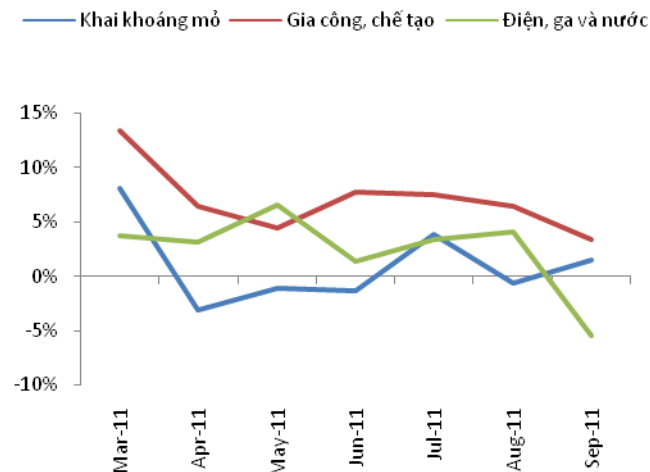
Về cơ bản, mức tăng +6.1% trong khu vực chế tạo có vẻ đã chấm dứt của xu hướng giảm bắt đầu 3 tháng trước; thể hiện qua chỉ số SXCN đã chạm đáy trong tháng 10. Xu hướng này đúng như đã đề cập trong báo cáo tháng 9 (trích từ báo cáo vĩ mô tháng 9 của SBS), trong đó, 2 lý do có thể hỗ trợ dự báo nay của chúng tôi là: I) lực cầu cho sản phẩm công nghiệp thường cao hơn trong quý 4, II) mức hụt tồn kho sẽ khiến các doanh nghiệp hoạt động mạnh sản xuất trở lại để bổ sung tồn kho & tích trữ hàng bán tết. Nếu các luận điểm này được khẳng định thì chỉ số hàng tồn kho sẽ tăng 5.3%; tuy nhiên ngoài mức tăng của chỉ số hàng tồn kho, lực cầu vẫn chưa thấy có xu hướng tăng lên.

Chỉ số hàng tồn kho đang nhiều hơn sức tiêu thụ và sản xuất



Nguồn: GSO, SBS

Thành phần SXCN (m-o-m %)



Nguồn: GSO, SBS

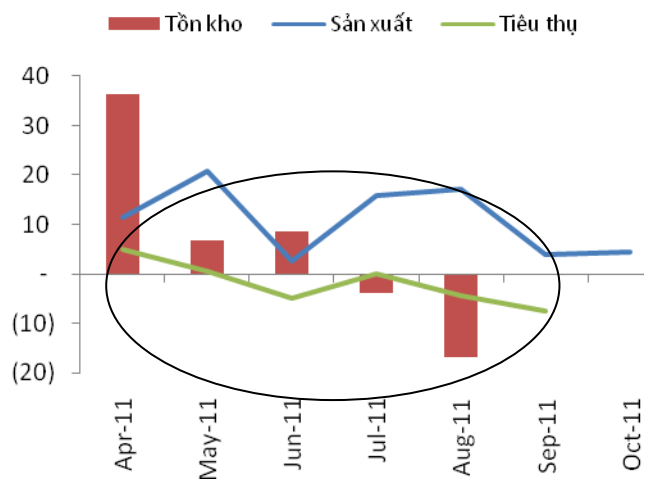
Chỉ số tiêu thụ cho các mặt hàng gia công & chế tạo vẫn giữ tăng trưởng âm tháng thứ 2 liên tiếp (tháng 9: -4.8% m-o-m), tiếp tục khẳng định lực cầu yếu từ phía người tiêu dùng.

Chỉ số hàng tồn kho hồi phục từ mức giảm 17.1% trong tháng 8 sau khi lượng hàng tồn kho bị sụt giảm mạnh. Trong bối cảnh giá nguyên vật liệu đang thấp, các doanh nghiệp đã tăng cường sản xuất trở lại nhằm bổ sung lượng hàng tồn kho.

Nhìn chung, các nhà sản xuất vẫn kỳ vọng vào sự phục hồi của lực cầu nội địa trong 2 tháng cuối năm 2011. Tuy nhiên, theo quan điểm của SBS, đây là một trong những nhận định khá rủi ro của các doanh nghiệp sản xuất về lực cầu hiện tại khi tình hình kinh tế vĩ mô hiện tại đang được đánh giá là tương đối bất ổn. Vì vậy, ngoại trừ ngành sản xuất đường và sản xuất xe gắn máy, đa phần các doanh nghiệp sản xuất chung đều tỏ ra thận trọng và lựa chọn chiến lược hạn chế sản xuất.

Có thể lấy ngành công nghiệp sắt thép như một ví dụ khi ngành này được nhận định là một ngành đang gặp phải khó khăn khi nhu cầu sắt thép đang có xu hướng giảm; trong khi đó, các doanh nghiệp sắt thép lại lựa chọn chiến lược gia tăng sản xuất trong thời điểm đầu năm. Về kết quả, ngành công nghiệp sắt thép đang phải đấu tranh với lượng hàng tồn kho lớn (khoảng 400 ngàn tấn sắt thép và 520 ngàn tấn phôi thép, tương đương với 2.5 tháng tiêu thụ) trong bối cảnh các dự án xây dựng đang bị đình trệ do chính phủ cắt giảm chi tiêu công. [Nguồn: VSA]

Tiêu thụ, sản xuất và tồn kho trong ngành công nghiệp thép



Nguồn: GSO, SBS

% tăng trưởng mom		Sản Xuất	Tồn Kho	Tiêu Thụ
	Ngành Công Nghiệp Chế biến	106.1	105.3	95.2
	1542 Ngành sản xuất đường	168.1	82.4	61.7
	3410 Ngành sản xuất xe có động cơ	120.6	95.6	104.9
	2694 Ngành sản xuất xi măng, vôi, vữa	111.7	110.5	90.7
	2899 Ngành sản xuất các sản phẩm khác bằng kim loại chưa được phân vào đâu	109.1	100.3	101.6
	1711 Ngành sản xuất sợi và dệt vải	107.0	96.6	106.0
	2412 Ngành sản xuất phân bón và hợp chất ni tơ	107.0	106.3	86.7
	2520 Ngành sản xuất các sản phẩm khác từ plastic	106.3	115.3	87.9
	2691 Ngành sản xuất đồ gốm sứ không chịu lửa (trừ gốm sứ dùng trong xây dựng)	105.8		132.7
	2693 Ngành sản xuất gạch ngói và gốm, sứ xây dựng không chịu lửa	104.8	104.9	94.3
	2811 Ngành sản xuất các sản phẩm từ kim loại đúc sẵn.	104.8	99.7	99.5
	2710 Ngành sản xuất sắt, thép	104.2	99.8	92.4
	2422 Sản xuất sơn, véc ni và các chất sơn quét tương tự; sản xuất mực in và ma tít	103.7	102.8	90.5
	3610 Ngành sản xuất giường, tủ, bàn ghế	102.4		97.4
	3591 Ngành sản xuất mô tô, xe máy	102.4	99.9	100.2
	1554 Ngành sản xuất đồ uống không cồn	101.6	98.6	108.6
	1531 Ngành xay xát, sản xuất bột thô	96.0	112.4	94.5
	1513 Ngành chế biến và bảo quản rau quả	90.1	112.6	104.3

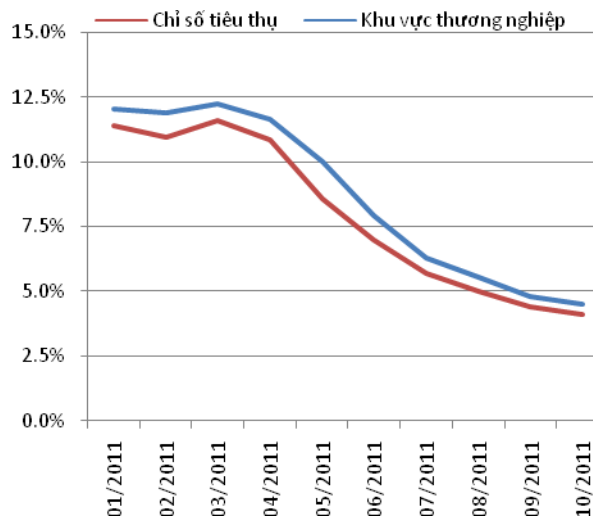
Xu hướng giảm của khu vực bán lẻ chưa dừng lại

Lực cầu chưa tăng mặc dù lạm phát đang hạ nhiệt

Tổng giá trị doanh thu từ khu vực bán lẻ hàng hoá và dịch vụ trong 10 tháng năm 2011 đạt 1,560 tỷ đồng (xấp xỉ 74 tỷ USD), tương đương với 23.1% tăng trưởng trên giá trị danh nghĩa. So với mục tiêu của năm do Bộ Công nghiệp và Công thương đề xuất là 1,880 tỷ đồng thì mục tiêu này vẫn có khả năng đạt được khi nhu cầu trong thời điểm cuối năm được kỳ vọng sẽ tăng cao. Riêng doanh thu tháng 10 đạt 169 ngàn tỷ đồng, tăng 1.5% so với số liệu điều chỉnh 2.2% trong tháng 9. Nhìn chung, khu vực bán lẻ vẫn tăng trưởng khá kém mặc dù đang có nhiều chương trình khuyến mãi, hỗ trợ người tiêu dùng do các doanh nghiệp tổ chức nhằm mục đích kích cầu. Lực cầu yếu trên cả thị trường nội địa lẫn quốc tế tiếp tục ảnh hưởng lớn đến doanh số bán hàng trong tháng.

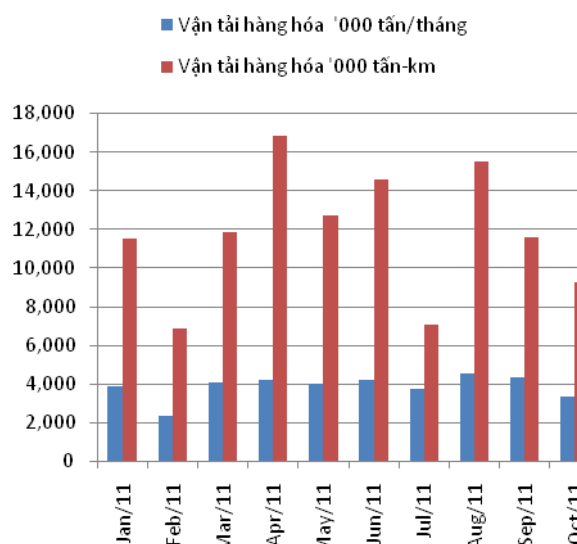
Nếu tính theo giá trị thực tế (loại bỏ yếu tố giá), các tính toán của SBS cho thấy cả 2 chỉ số thương nghiệp và bán lẻ giảm tương đương với 4.5% và 4.1% so với cùng kỳ năm trước, thể hiện mức tăng trưởng thấp nhất trong vòng 2 năm qua. Tuy nhiên, với xu hướng lạm phát đang giảm dần, chúng tôi tin rằng, hoạt động bán lẻ sẽ được hồi phục sớm. Thêm vào đó, với chỉ số giá thành nguyên liệu đầu vào ở mức vừa phải, các doanh nghiệp đã bắt đầu có xu hướng bổ sung nguồn hàng tồn kho. Điều này có thể được đánh giá như một tín hiệu chứng tỏ xu hướng tăng của doanh số bán hàng sắp tới khi doanh nghiệp kỳ vọng vào lực cầu thời điểm trước tết sẽ tăng tốc.

Chỉ số bán lẻ - không tính yếu tố giá (YoY%)



Nguồn: SBS

Vận tải hàng hóa theo tháng



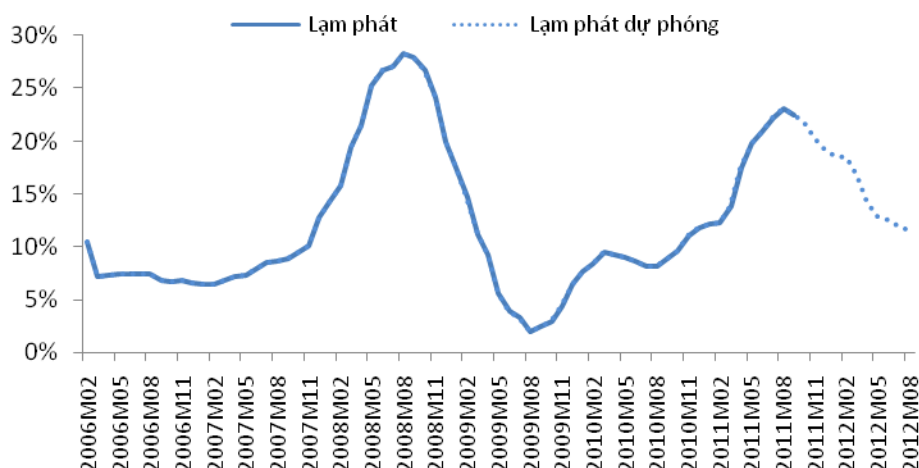
Nguồn: GSO, SBS

Lạm phát tiếp tục giảm nhẹ khi giá lương thực giảm

Chỉ số lạm phát giữ ở mức 21.59% so với cùng kỳ năm ngoái (y-o-y) tháng thứ 2 liên tục.

Nếu trong bối cảnh này có một dấu hiệu vĩ mô nào mang tính tích cực của Việt Nam, thì đó là chỉ tiêu lạm phát đang giảm dần. Cụ thể, chỉ số CPI trong tháng 10 tăng +0.36% so với tháng trước (m-o-m), thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi là 0.56%; và cũng là mức tăng thấp nhất của chỉ số CPI trong 15 tháng qua. Mức giảm -1% lần thứ ba liên tiếp về 21.59% y-o-y được cho là một tín hiệu tốt khẳng định Việt Nam đang thoát khỏi đỉnh lạm phát trong tháng 8 (+23.02%). Lạm phát so với cùng kỳ năm trước đã khẳng định xu hướng giảm khi tiếp tục dựa vào các yếu tố cơ bản như: I) chỉ số CPI các tháng trước đã đứng ở mức rất cao; II) áp lực hiện tại đến từ nhóm lương thực, thực phẩm thấp, III) không tăng giá điện và IV) mức độ kiên quyết của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) trong việc giữ vững chính sách thắt chặt tiền tệ. Nhìn chung, hiệu ứng gộp của tất cả những yếu tố trên đã tạo ra con số lạm phát thấp cho tháng 10 và chúng tôi đã điều chỉnh dự phóng lạm phát trong tháng 11 xuống mức +0.6% so với tháng trước và +19.2% y-o-y vào cuối năm 2011. SBS cho rằng chỉ số giá tiêu dùng sẽ tăng lại vào 3 tháng trước Tết âm lịch do chu kỳ. Mặt khác, giá hàng hoá khả năng sẽ tăng trở lại trong 3 tháng trước tết nguyên đán từ ảnh hưởng của lực cầu nội địa. Thời điểm hiện tại, 2 rủi ro lớn có thể sẽ ảnh hưởng khiến giá lương thực tăng lên là: I) trận lũ lụt từ thượng nguồn sông Mekong có thể sẽ tạo ra các áp lực về giá lương thực khi phần nào ảnh hưởng đến vụ lúa thứ 3 trong năm. II) Khả năng giá điện tăng vẫn hiện hữu.

Lạm phát sẽ hạ nhiệt xuống 19.2% vào cuối năm

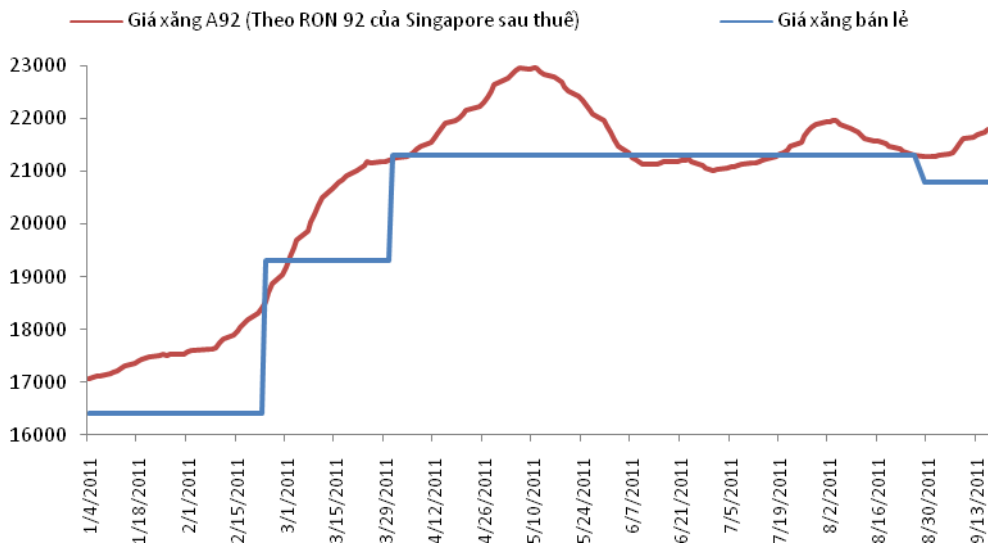


Nguồn: SBS

Giá bán lẻ xăng dầu và điện vẫn tiếp tục bị trì hoãn

SBS vẫn kỳ vọng rằng chính phủ sẽ không thông qua bất cứ thay đổi nào có thể ảnh hưởng đến xu hướng giảm của lạm phát trong giai đoạn hiện tại. Vì vậy, sẽ là khá bất ngờ nếu chính phủ cho phép EVN tăng giá điện lên 10-13%, khi điều này có thể sẽ khiến lạm phát tăng trở lại từ 0.5% đến 1%. (EVN thời gian qua đã kiến nghị lên chính phủ cho phép tăng giá điện lên 10-13% kể từ tháng 11, tương đương với giá thành 1,403 đ/kWh thay vì giá hiện tại là 1,242 đ/kWh). Về cơ bản, việc tăng giá điện sẽ tạo một hiệu ứng dây chuyền khi ảnh hưởng trực tiếp đến đầu vào cho sản phẩm của các ngành công nghiệp khác; theo đó khiến giá thành của hàng hoá nội địa tăng lên. Cho đến nay, chính phủ có vẻ đang cố tình bỏ quên hoạt động điều hoà giá xăng dầu nội địa; theo đó chúng tôi cho rằng, khả năng chính phủ sẽ chưa có quyết định nào trong một thời gian ngắn tới. Tuy nhiên, theo các tính toán của chúng tôi: điều thú vị là giá xăng A92 sau thuế vẫn cao hơn từ 500-600đ so với giá bán lẻ.

Các doanh nghiệp xăng dầu củ Việt Nam vẫn chịu lỗ từ 500-600đ/lít

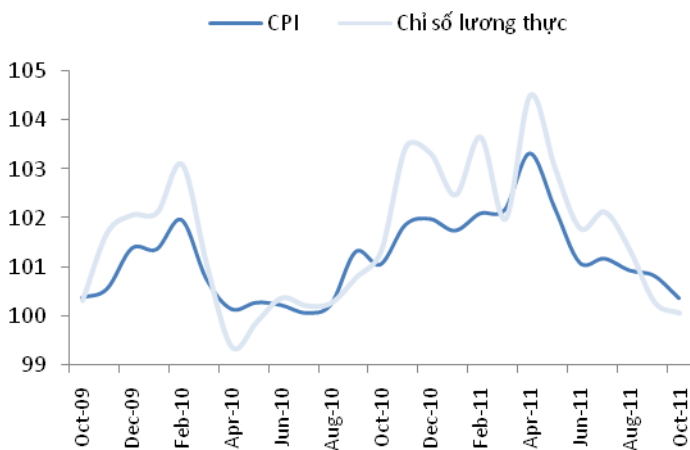


Nguồn: GSO, SBS

Giá lương thực, kịch bản cũ của năm 2008

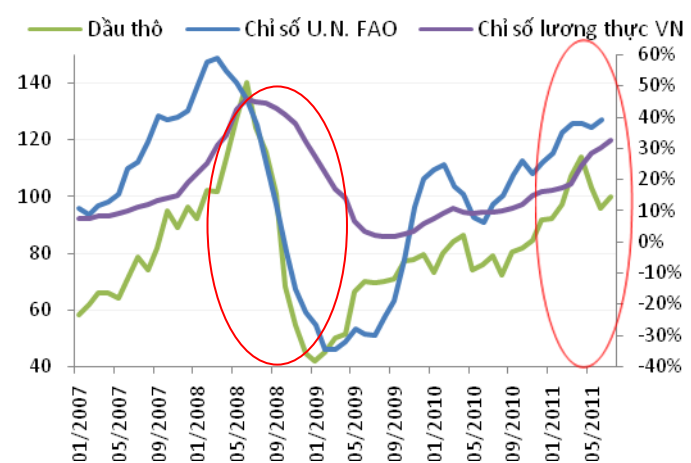
Điều dễ nhận thấy là xu hướng giảm của CPI trong 3 tháng gần đây phụ thuộc chủ yếu vào xu hướng giảm của giá lương thực, thực phẩm trên thị trường. Cụ thể, giá thực phẩm của Việt Nam vẫn giữ được xu hướng giảm, chỉ tăng 0.06% m-o-m trong tháng 10 (tháng 9: +0.28%) giữa bối cảnh lực cầu nội địa thấp và có khá nhiều chương trình bình ổn giá hiện đang diễn ra. Bên cạnh đó, tình trạng suy thoái của kinh tế thế giới đang kéo theo giá hàng hoá quốc tế của nhiều loại mặt hàng giảm mạnh, khiến chỉ số U.N Food cũng đang có xu hướng giảm. Một kịch bản khá giống năm 2008 đang được lặp lại khi giá hàng hoá quốc tế giảm mạnh khi lực cầu bị hụt, điều này có thể nói là một tin tốt cho tình hình lạm phát của Việt Nam trong giai đoạn hiện tại.

Chỉ số lương thực giảm mạnh dưới chỉ số lạm phát



Nguồn: GSO, SBS

Giá lương thực thế giới đang có xu hướng giảm



Nguồn: SBS, Bloomberg

Tỷ trọng CPI theo nhóm	Tỷ trọng	Oct-10	Sep-11	Oct-11		
		% MoM	% MoM	index	% MoM	% YoY
CHỈ SỐ GIÁ TIÊU DÙNG		101.05	100.82	118.50	100.36	121.59
Hàng ăn và dịch vụ ăn uống	39.93%	101.32	100.28	126.51	100.06	131.72
Đồ uống và thuốc lá	4.03%	100.90	100.59	111.78	100.49	112.53
May mặc, giày dép và mũ nón	7.28%	100.40	100.92	111.84	100.63	114.24
Nhà ở và vật liệu xây dựng	10.01%	101.04	100.37	119.90	99.97	121.59
Thiết bị và đồ dùng gia đình	8.65%	100.48	100.51	108.63	100.73	110.10
Dược phẩm, y tế	5.61%	100.27	100.28	105.60	100.45	106.41
Phương tiện đi lại, bưu điện	8.87%	100.20	99.76	115.33	99.87	119.74
Trong đó: Bưu chính, viễn thông	2.73%	99.93	99.93	95.56	99.83	97.92
Giáo dục	5.72%	103.90	108.62	123.74	103.20	120.61
Văn hoá, thể thao, giải trí	3.83%	100.16	100.62	107.45	100.30	108.87
Đồ dùng và dịch vụ khác	3.34%	100.70	101.37	111.81	100.20	113.62

Source: GSO, SBS

Hạn chế hàng nhập khẩu, thâm hụt thương mại được giữ dưới mức 1 tỷ USD

Số liệu từ Cục thống kê công bố ngày 30/10 cho thấy giá trị nhập khẩu (NK) trong tháng 10 được kỳ vọng sẽ giảm xuống 9.1 tỷ USD từ 9.4 tỷ USD trong tháng 9; trong khi giá trị xuất khẩu (XK) được kỳ vọng sẽ tăng lên 8.3 tỷ USD từ 7.9 tỷ USD. Dự phóng ¹này giảm thâm hụt thương mại (THTM) xuống mức 800 triệu USD, thấp hơn gần một nửa so với số liệu điều chỉnh của tháng 9 (thâm hụt tháng 9 đạt 1.5 tỷ USD). Như vậy, kể từ đầu năm, tổng giá trị NK cộng dồn đạt 86.4 tỷ USD, tương đương với 92.4% mục tiêu đặt ra của **tổng cục hải quan**. Tương tự, XK đạt 98.2% mục tiêu với tổng giá trị đạt 78 tỷ USD. Cho đến nay, THTM của năm 2011 đạt 8.4 tỷ USD, đạt 70% con số 12 tỷ USD mục tiêu trong năm nay do Bộ Kế hoạch Đầu tư đặt ra. Nhìn chung, con số THTM cho đến tháng 10 năm 2011 tiếp tục củng cố dự phóng THTM của chúng tôi trong năm nay là 10 tỷ USD.

Hoạt động NK trong tháng 10 đang có xu hướng thu hẹp dần; cụ thể, giá trị NK trong tháng 10 ước tính giảm 3.19% so với tháng 9, trong khi giá trị XK lại tăng 5%. Thị trường cho rằng THTM sẽ tăng trở lại trong hai tháng cuối năm cùng với lực cầu tại thời điểm trước tết nguyên đán; tuy nhiên, chúng tôi lại kỳ vọng con số THTM sẽ được giữ vững dưới 1 tỷ - 1.2 tỷ USD/tháng dựa vào các lý do sau: I) cơn sốt vàng đã hạ nhiệt trong tháng 10, II) áp lực từ nhóm lương thực và hàng hoá trên thế giới đang hạ dần, III) tình trạng dự trữ ngoại hối thấp (chỉ đủ cho khoảng 1.5 tháng nhập khẩu theo các tính toán của chúng tôi) có thể sẽ buộc Bộ Công thương đưa ra cách quản lý chặt chẽ và cụ thể hơn các doanh mục mặt hàng được NK; trên cơ bản chúng tôi cho rằng, Bộ Công thương đã phần nào áp dụng các hạn ngạch nội bộ đối với các mặt hàng đang được nhập khẩu trong năm. Thực tế cho thấy, Bộ Công thương đã công bố điều chỉnh hạn ngạch nhập khẩu xăng dầu từ 11 triệu tấn xuống 9.97 triệu tấn trong năm 2011 trong đó Petrolimex (chiếm 50% tổng hạn ngạch nhập khẩu, giảm 459 ngàn tấn) và MIPECO (giảm 300 ngàn tấn) là hai đơn vị có mức cắt giảm lớn nhất trong 13 đơn vị được cấp hạn ngạch. Nhìn chung, SBS cho rằng đây cũng là một trong những biện pháp mà Bộ Công Thương sử dụng để hạn chế tới mức tối đa nhập khẩu. Cho đến nay, tổng lượng nhập khẩu xăng dầu của năm đã đạt 8.74 triệu tấn, tương đương với khoảng hơn 1 triệu tấn còn lại trong hạn ngạch nhập khẩu xăng dầu từ đầu đến cuối năm. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn lo ngại về khả năng tăng giá xăng dầu trên thế giới có thể sẽ không khiến giá trị nhập khẩu trong năm thấp hơn nhiều so với kỳ vọng từ việc cắt giảm hạn ngạch. Về cơ bản, SBS không điều chỉnh lại dự phóng về THTM về cuối năm do các tín hiệu trái chiều của từng thành phần trong xuất và nhập khẩu, theo đó các ảnh hưởng của từng thành phần có thể sẽ trung hoà lẫn nhau. Mặt khác, chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm tổng thâm hụt thương mại của năm vẫn giữ ở mức 10 tỷ USD sau khi xem xét khả năng của chính phủ trong việc sử dụng dự trữ ngoại hối cũng như tình hình thế giới trong giai đoạn từ giờ đến cuối năm.

¹ Lưu ý: GSO thường công bố các thống kê cũng như số liệu điều chỉnh vào thời gian cuối tháng; số liệu được công bố trong báo cáo của GSO bao gồm số liệu điều chỉnh của tháng trước đó và số liệu dự phóng của tháng hiện tại. Bên cạnh đó, số liệu từ cục hải quan thường được công bố vào thời điểm từ ngày 15 đến ngày 20 của tháng, bao gồm số liệu thực tế của tháng trước và số liệu thực tế của 15 ngày trong tháng hiện tại. Theo quan sát của chúng tôi, GSO thường sử dụng dữ liệu 15 ngày đầu của cục hải quan để dự phóng cho số liệu trong tháng hiện tại và sử dụng số liệu thực tế trong tháng trước như là số liệu điều chỉnh (số liệu này được làm tròn). Tuy nhiên, một số dữ liệu như vàng và một số thành phần khác không được liệt kê trong báo cáo của GSO. Trên cơ sở đó, chúng tôi sử dụng tổng hợp 2 nguồn dữ liệu nhằm đối chiếu và đảm bảo độ chính xác và đầy đủ của nhận định trên.

Áp lực của đồng VND đang tăng lên khi lực cầu USD ngày một leo thang

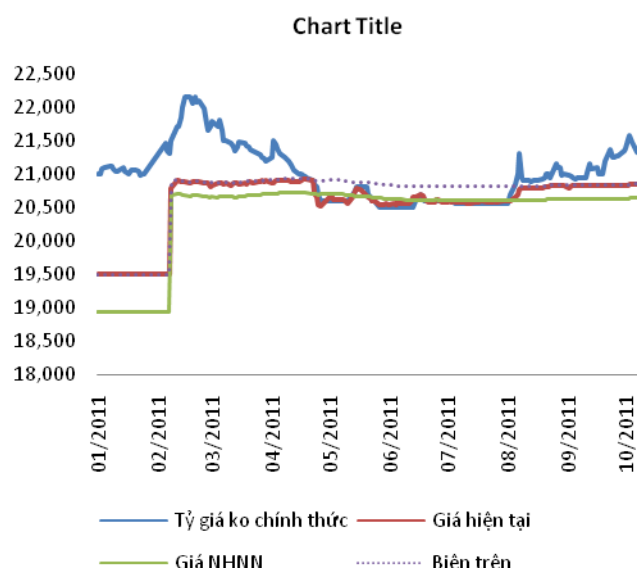
Vào thời gian nửa đầu tháng 10, lực cầu mua USD đa phần là từ việc nhập khẩu vàng khi các doanh nghiệp kinh doanh vàng miếng tích cực nhập khẩu vàng để bắt kịp với lực cầu nội địa. Đến thời điểm nửa cuối của tháng 10 thì một phần lực cầu lại đến từ các doanh nghiệp có nhu cầu vay vốn để trả cho các khoản vay của họ vào thời điểm đầu năm. Thị trường liên ngân hàng đang căng thẳng về thanh khoản, các tổ chức tín dụng nhỏ vẫn phải phụ thuộc vào nguồn USD trên liên ngân hàng thông qua việc hoán đổi USD/VND nhằm cải thiện thanh khoản của tổ chức. Thị trường liên ngân hàng dường như bị chiếm lĩnh bởi các ngân hàng lớn do có nguồn vốn mạnh

NHNN vừa công bố nghị định 95 nhằm thắt chặt các hoạt động của thị trường vàng và ngoại hối. Trong đó, nghị định này áp dụng mức phạt cao hơn 7 lần (từ 70 triệu đến 500 triệu đồng) đối với các trường hợp vi phạm hành chính trong việc giao dịch trên thị trường ngoại hối. Nghị định này còn nêu rõ yêu cầu các tổ chức có giấy phép giao dịch ngoại hối và các chi nhánh ngân hàng nước ngoài phải báo cáo tình hình vòng quay giao dịch ngoại hối đối với khách hàng cũng như giao dịch ngoại hối trên liên ngân hàng và trạng thái tiền tệ vào chậm nhất 27/10.

Nghị định 95 có hiệu lực khiến các ngân hàng nhỏ chịu áp lực nhiều hơn đối với các ngân hàng (NH) lớn khi số lượng khách hàng thân thiết của các NH lớn nhiều hơn so với các NH nhỏ. Trước khi nghị định 95 được áp dụng, các NH thường thu mua USD vượt giá trần tỷ giá chính thức cũng như bán USD cho các doanh nghiệp ở mức giá cao hơn. Tuy nhiên, khi buộc phải tuân theo giá giao dịch trần chính thức theo nghị định 95, thì lượng khách hàng muốn giao dịch USD tại các NH thương mại lớn đủ cho các NH này khớp lệnh mua và bán và hưởng chênh lệch mà không cần thông qua hệ thống NH; điều mà các ngân hàng nhỏ ít có khả năng thực hiện vì thiếu tiềm lực. Như vậy, nhìn chung, các NH nhỏ vẫn chịu tác động lớn nhất từ nghị định này.

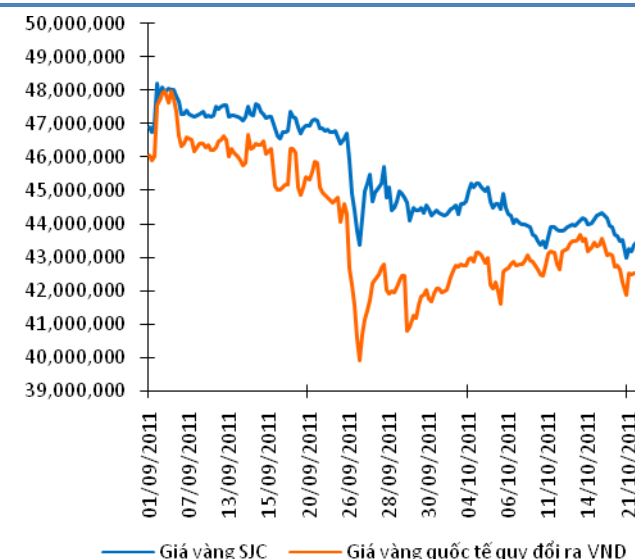
Vào thời điểm giữa tháng 10, khi thanh khoản liên ngân hàng đang khá căng thẳng thì tỷ giá tăng mạnh lên 21,800-21,900 trên cả thị trường chợ đen lẫn liên ngân hàng, cao hơn cả tỷ giá chợ đen. Tuy nhiên, tỷ giá thị trường không chính thức lẫn liên ngân hàng gần đây đã hạ xuống 21,300đ-21,500đ, vẫn còn cao hơn mức giá trần khoảng 2% nhưng trong bối cảnh thị trường vàng trong nước đã trầm lắng. NDF (Hợp đồng kì hạn không chuyển giao) tăng khoảng 500đ trong tháng 10, NDF 1 tháng hiện đang giao dịch quanh vùng 21,600đ.

NHNN đang nâng tỷ giá trung bình liên ngân hàng



Nguồn: SBV, Bloomberg

Giá vàng nội địa đang giao dịch gần bằng giá thế giới



Nguồn: SBV, Bloomberg

Dự trữ ngoại hối ước tính khoảng 14.5 tỷ USD (khoảng 1.5 tháng nhập khẩu) không đủ cho NHNN phòng thủ được tiền đồng. Vì vậy, NHNN đã buộc phải để cho đồng VND trượt giá so với đồng USD thêm 175 đồng (-0.85%) thông qua hệ thống treo giá bán thả nổi (Peg). Chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm rằng, hiện tại sẽ chưa có đợt trượt giá mạnh nào và NHNN vẫn sẽ tiếp tục sử dụng

hệ thống này thay vì điều chỉnh giá một lần như trước đây. NHNN khả năng sẽ tiếp tục thả trượt giá tiền đồng trong một vài tuần tới. Mục tiêu trong ngắn hạn của chúng tôi cho tỷ giá trung bình là 20,900đ (hiện tại: tỷ giá trung bình ở khoảng 20,800đ).

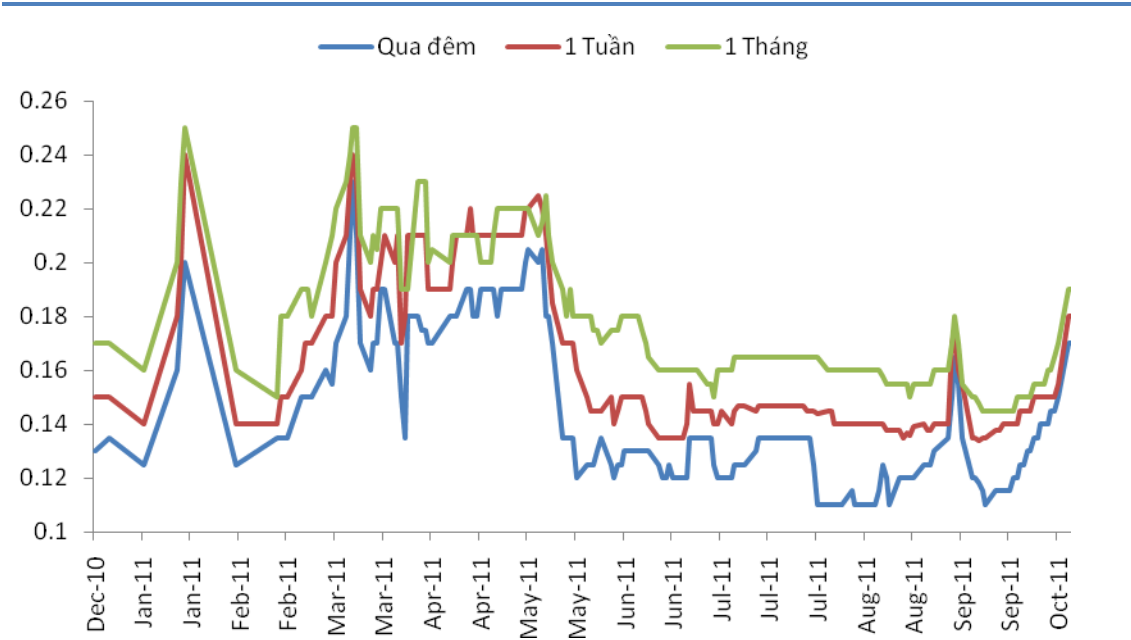
Căng thẳng trên liên ngân hàng quay trở lại

Vấn đề thanh khoản giữa các ngân hàng nhỏ hiện đang là vấn đề đáng lo ngại khi là nguồn gốc của mức tăng mạnh trên thị trường liên ngân hàng. Một số giao dịch liên ngân hàng có lãi suất trên 30% sau khi một tổ chức tín dụng nhỏ thất bại trong việc trả lãi suất qua đêm. Tuy nhiên đa phần các giao dịch vẫn giữ ở mức 20%. Các ngân hàng lớn hầu như đã không cho các ngân hàng nhỏ vay và thà cho vay các ngân hàng lớn với lãi suất qua đêm 15% hơn là cho vay các ngân hàng nhỏ với lãi suất 25%. Với giao dịch liên ngân hàng đa phần chỉ có các ngân hàng lớn, lãi suất liên ngân hàng sẽ hạ nhiệt nhanh chóng vì lượng tiền giao dịch trong hệ thống khá dồi dào.

Đối với các ngân hàng nhỏ, không còn cách khác các ngân hàng này phải lựa chọn 1 trong 2 lựa chọn sau: I) hoán đổi USD hoặc vàng để lấy VND hoặc II) sử dụng kênh tái cấp vốn. Trong số 18 ngân hàng có vốn điều lệ dưới hoặc bằng 3 ngàn tỷ, 5 đến 6 ngân hàng đã đấu giá từ 1 đến 5 ngàn tỷ thông qua kênh tái cấp vốn.

Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng NHNN sẽ có những biện pháp tái cấu trúc hệ thống ngân hàng. Hiện tại, chúng tôi cho rằng việc buộc các ngân hàng nhỏ phải sử dụng kênh tái cấp vốn là cơ hội cho NHNN nắm giữ được quyền chi phối trong hoạt động của các tổ chức tín dụng nhỏ. Vì vậy, NHNN đơn phương cấp vốn cho các ngân hàng nhỏ là điều khá dễ hiểu. Hiện tại, NHNN đã chỉ định các ngân hàng thương mại mà nhà nước nắm cổ phần chi phối và BIDV hỗ trợ thanh khoản cho 2 ngân hàng nhỏ bao gồm NH Bắc Á và NH GP với tổng giá trị tín dụng lần lượt là 3 ngàn tỷ và 5 ngàn tỷ đồng. Đây là một phần của thoả thuận của NHNN và 12 ngân hàng lớn nhằm hỗ trợ thanh khoản cho các ngân hàng nhỏ. Theo một vài tin đồn, NHNN có thể sẽ cụ thể hoá bằng việc yêu cầu từng ngân hàng lớn trong 12 ngân hàng hỗ trợ cho 2 ngân hàng nhỏ.

Lãi suất giao dịch qua liên ngân hàng



Nguồn: Sacombank

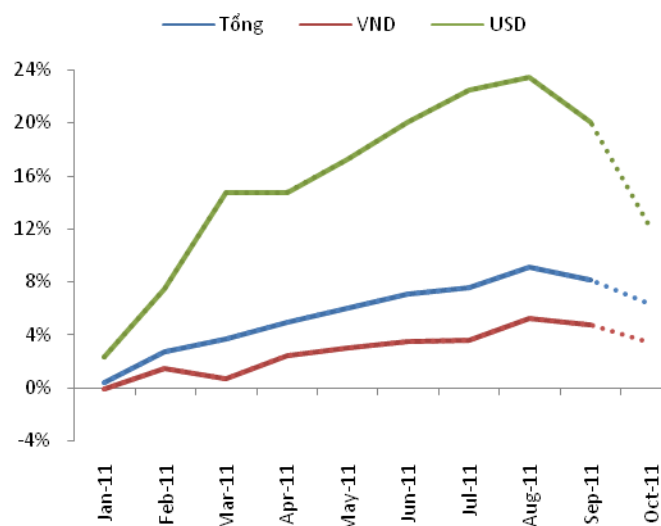
Thanh khoản không chảy vào nền kinh tế sản xuất

Trong quá trình báo cáo này được xây dựng, chúng tôi vẫn chờ đợi những số liệu chỉ báo chính thức liên quan đến vấn đề thanh khoản. Tuy nhiên, số liệu sơ bộ về tiền gửi và tăng trưởng tín dụng đã cho thấy xu hướng giảm trong tháng 10. Tổng dư nợ và huy động tại khu vực Hà Nội và TP. HCM giảm 1.7% và 1.5% so với tháng trước. Xu hướng giảm của tăng trưởng tín dụng tiếp tục được dẫn dắt bởi sự sụt giảm lớn trong tín dụng ngoại tệ (-6.8% MoM của TP.HCM) khi các doanh nghiệp tiếp tục cố gắng hoàn trả các món nợ tín dụng ngoại trong bối cảnh thị trường ngoại hối đang khá căng thẳng.

Hiện tại, việc người dân rút tiền ra khỏi hệ thống ngân hàng trở thành mối lo ngại lớn trong tình hình thanh khoản thiếu hụt trong một bộ phận ngân hàng. Nhìn chung, điều này giải thích lý do tại sao lãi suất vẫn chưa giảm và dòng tiền chảy vào hỗ trợ nền kinh tế thật vẫn chưa xuất hiện.

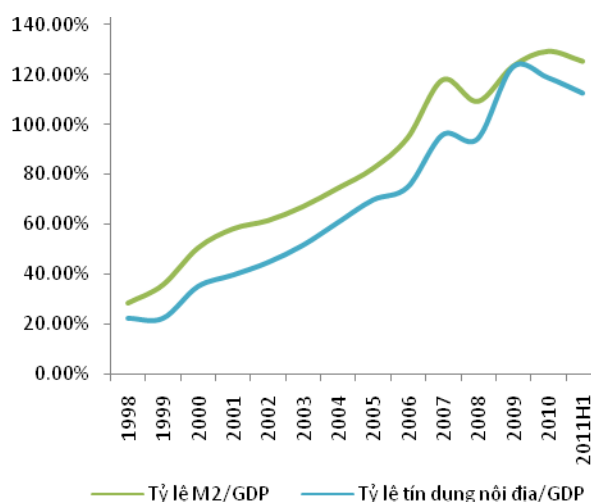
Để hỗ trợ các doanh nghiệp đang khó khăn trong tình trạng hiện tại, các doanh nghiệp vừa và nhỏ được chính phủ dự tính giảm 30% thuế thu nhập trong năm 2012.

Tăng trưởng tín dụng (% kể từ đầu năm)



Nguồn: SBV, SBS

Giảm Tỷ lệ sử dụng đòn bẩy trong nền kinh tế Việt Nam



Nguồn: ADB, IMF

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

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

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

Laos

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

