

Việt Nam: nới lỏng chính sách nhằm bảo đảm tăng trưởng nền kinh tế ở "mức hợp lý".

GDP Việt Nam chỉ tăng khoảng 4,1%, mức thấp nhất kể từ Q1/2009

Do tác động của tình hình lãi suất cao, nền kinh tế đang trong quá trình giảm tỷ lệ đòn bẩy (deleveraging) và sức tiêu thụ giảm, GDP của Việt Nam ghi nhận mức tăng 4.1% y-o-y, mức thấp nhất kể từ quý 1/2009. Điều này buộc Chính phủ cắt giảm mục tiêu tăng trưởng năm 2012 xuống 5.5%-6% từ mức 6-6.5%. *Hoạt động sản xuất nông nghiệp* đã đạt kết quả tốt với mức tăng 4.45% y-o-y so với 2.34% trong cùng kỳ năm trước. Trong khi đó, *hoạt động công nghiệp và xây dựng* chỉ tăng 3.2% y-o-y so với mức tăng 5.4% trong Q1/2011, đóng góp 235 nghìn tỷ đồng vào tổng giá trị GDP (chiếm 43% trong GDP). *Lĩnh vực dịch vụ* cũng suy giảm, chỉ tăng 5% so với mức tăng 6.3% trong cùng kỳ năm trước.

Tăng trưởng tín dụng trong quý 1/2012 giảm 0.4%, cộng với việc đầu tư từ khu vực tư nhân và chi tiêu công vẫn còn yếu, thị trường đã phần nào ước lượng được khả năng tăng trưởng GDP của quý 1 sẽ ở mức thấp. Bên cạnh đó, tăng trưởng GDP thường ở mức thấp trong quý 1 của năm do kỳ nghỉ tết Âm lịch nên các công ty sản xuất tạm ngừng hoạt động trong khoảng 2-3 tuần. Vì vậy, sự suy giảm trong hoạt động sản xuất, dịch vụ thương mại, hàng hóa cá nhân chưa phải là tác nhân chính cho kết quả GDP thấp trong quý này. Chúng tôi nghĩ rằng tăng trưởng GDP chậm lại là do *nhóm ngành xây dựng* giảm mạnh trong quý thứ hai liên tiếp. Thị trường bất động sản đóng băng khiến mảng xây dựng, bất động sản và dịch vụ cho thuê chỉ đạt mức tăng 0.5pp trong Q1 trong khi giai đoạn 2009-2011, *lĩnh vực xây dựng* đóng góp 0.65 pp mức tăng trưởng trung bình mỗi quý.

Nhìn chung, chúng tôi vẫn lạc quan vì chúng tôi tin rằng lạm phát sẽ tiếp tục xu hướng tích cực hiện nay, thị trường ngoại hối ổn định và thương mại vừa sẽ giúp chính phủ Việt Nam thực hiện chính sách tiền tệ theo hướng tăng trưởng, do vậy sẽ giúp Việt Nam quay lại một môi trường kinh tế vĩ mô bền vững. Ngoài ra, chính phủ cũng đang nỗ lực để phục hồi ngành xây dựng/nhà nhằm hỗ trợ tăng trưởng GDP. Vì thế chúng tôi duy trì dự phóng mức tăng trưởng GDP trong năm 2012 là 5.5%.

Tăng cường các biện pháp khắc phục tình trạng nhu cầu tiêu thụ sụt giảm

Từ đầu năm 2012, ngành công nghiệp Việt Nam đã có dấu hiệu không ổn định, trong quý 1 chỉ tăng nhẹ 4.1% so với cùng kỳ năm trước. Trong khi đó, theo thống kê của Bộ Kế Hoạch và Đầu Tư, gần 12,000 doanh nghiệp đã phải ngừng hoạt động hoặc phá sản trong quý 1. Xem xét kỹ các chi tiết trong chỉ số IIP, chúng tôi nhận thấy rằng phân khúc sản xuất chỉ tăng nhẹ 3.2% y-o-y, những khó khăn đáng chú ý hiện nay các công ty sản xuất đang phải đối mặt là phải nỗ lực để duy trì hoạt động sản xuất trong bối cảnh môi trường khắc nghiệt với chi phí lãi vay cao, giá nguyên liệu đầu vào có xu hướng tăng trong khi nhu cầu tiêu dùng thì sụt giảm.

Phân tích kinh tế vĩ mô Việt Nam

Liên hệ:

Francois Chavasseaufrancois.c@sbsc.com.vn

Về nguồn cầu, doanh số bán lẻ hàng hóa và dịch vụ trong tháng 3 đạt 189 nghìn tỷ đồng, tăng 2.1% trong quý 1/2012 và tăng chỉ tăng 1.2% từ tháng 2 trên danh nghĩa. Trên thực tế, *chỉ số doanh số bán lẻ hàng hóa và thương mại* có mức tăng trưởng khá khiêm tốn trong tháng này do lạm phát giảm. Theo tính toán của SBS, cả hai chỉ số trên đều đạt mức tăng 5.9% y-o-y.

Việc hạ lãi suất và nới lỏng tín dụng cho lĩnh vực phi sản xuất (Năm 2011, Chỉ thị 01 yêu cầu tất cả các ngân hàng có tỷ trọng dư nợ cho vay lĩnh vực phi sản xuất trong tổng dư nợ tối đa ở mức 16%), Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã từng bước nới lỏng thêm chính sách tiền tệ. Các ngân hàng đã được phép gia tăng tỷ lệ các khoản cho vay tiêu dùng, tạo ra động lực thúc đẩy tiêu dùng cá nhân hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Vì vậy, chúng tôi tin rằng doanh số bán lẻ hàng hóa đã bắt đầu tăng dần cũng như bắt đầu chứng kiến sự cải thiện hoạt động doanh thu cốt lõi, một nhân tố tốt cho chi tiêu của người tiêu dùng trong những tháng tới.

Thương mại: thâm hụt thương mại thấp nhất trong các năm

Theo báo cáo sơ bộ của Vụ Xuất Nhập Khẩu thuộc Bộ Công Thương, số liệu thâm hụt thương mại trong tháng 3 tiếp tục ghi nhận ở mức thấp. Nhập siêu trong 3 tháng đầu năm ước đạt 251 triệu USD, mức thâm hụt tính theo quý thấp nhất trong 5 năm qua (không tính đến quý 1/2009 với mức thặng dư 1.5 tỷ USD). Mức nhập siêu khiêm tốn này vẫn tiếp tục đi ngược với kỳ vọng của thị trường và cho thấy đến nay đã hỗ trợ rất nhiều cho đồng nội tệ. Số liệu thương mại tháng Ba thực sự là số không bao gồm khoản bất thường nào, và chúng tôi có thể thấy rằng cả hai lĩnh vực nhập khẩu và xuất khẩu hiện nay vẫn đang có những bước tiến khá tốt.

Giá lương thực giảm đã bù lại cho việc tăng giá xăng

Chỉ số tiêu dùng Việt Nam (CPI) có mức tăng trưởng nhẹ +0.16% m-o-m trong tháng 3, thấp hơn so với kỳ vọng của thị trường là +0.5%. Mức lạm phát thấp này là do CPI nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống giảm, giá thực phẩm ghi nhận mức biến động theo tháng thấp trong 6 năm (-0.83% m-o-m, Tháng 2: +2.11%). Do *nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống* chiếm đến 40% trong rổ CPI, giá lương thực giảm trong tháng 3 đã đẩy chỉ số CPI xuống -0.33%, bù đắp hết tác động vòng đầu tiên của việc tăng giá xăng dầu bán lẻ 10% trong tháng 3 (ước tính mức tác động là +0.3%). Tính chung từ đầu năm đến nay chỉ số giá tiêu dùng tăng 2.55%, khá thấp so với mức trung bình +4.32% ghi nhận trong những năm gần đây kể từ 2005.

SBS vẫn giữ quan điểm tích cực về xu hướng lạm phát trong năm nay mặc dù tác động ở vòng thứ 2 đến lạm phát của việc tăng giá xăng chúng tôi dự phóng sẽ ở mức 0.6% trong tháng tới. Do vậy, theo tính toán của chúng tôi CPI tháng tư có thể chạm mức tại 0.6%-1% (y-o-y: +11.9%-12.3%). Tuy nhiên, việc tăng trưởng trở lại của lạm phát cũng không gây ảnh hưởng đến xu hướng giảm hiện tại, lạm phát vẫn được hưởng lợi nhờ tác động tích cực của các yếu tố cơ bản. Điều quan trọng nhất, lạm phát thấp sẽ tiếp tục tăng cường cho sự ổn định kinh tế vĩ mô, đặc biệt là hỗ trợ cán cân thanh toán của Việt Nam và tiền tệ trong nước.



GDP Việt Nam chỉ tăng khoảng 4,1%, mức thấp nhất kể từ Q1/2009

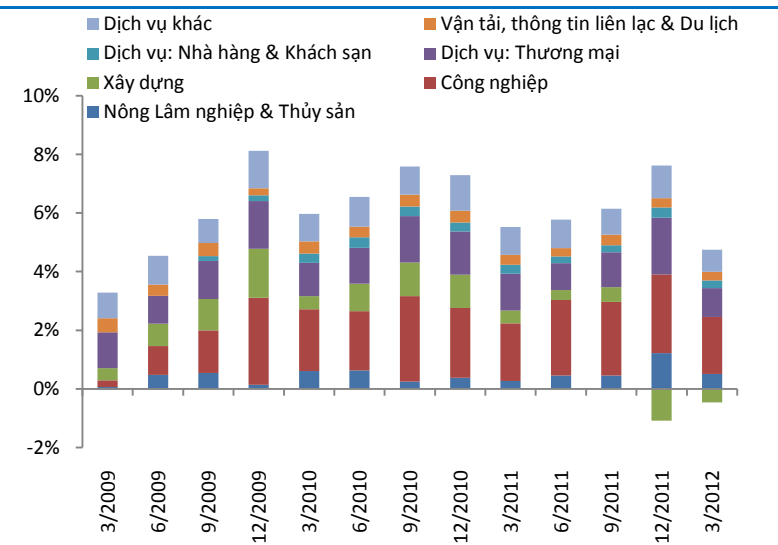
Trong bối cảnh môi trường lãi suất cao, nền kinh tế đang trong quá trình giảm tỉ lệ đòn bẩy (deleveraging) và sức tiêu thụ giảm, kinh tế Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng dưới mức tiềm năng, chỉ tăng 4.1% y-o-y. Hoạt động sản xuất nông nghiệp đã đạt kết quả tốt với mức tăng 4.45% y-o-y so với 2.34% trong cùng kỳ năm trước, đóng góp vào GDP tăng gần gấp đôi đạt 0.51 pp (2010: 0.27pp), nổi bật là những cải thiện trong hoạt động nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản. Xét về giá trị sản xuất tuyệt đối, tỷ trọng giá trị nông nghiệp trong GDP chiếm 15,5% hoặc 85 nghìn tỷ đồng (~4 tỷ USD). Trong khi đó, hoạt động công nghiệp và xây dựng chỉ tăng 3.2% y-o-y so với mức tăng 5.4% trong Q1/2011, đóng góp 235 nghìn tỷ đồng vào tổng giá trị GDP (chiếm 43% trong GDP). Lĩnh vực dịch vụ cũng suy giảm, chỉ tăng 5% so với mức tăng 6.3% trong cùng kỳ năm trước.

Tăng trưởng tín dụng trong quý 1/2012 giảm 0.4%, cộng với việc đầu tư từ khu vực tư nhân và chi tiêu công vẫn còn yếu, thị trường đã phần nào ước lượng được khả năng tăng trưởng GDP của quý 1 sẽ ở mức thấp. Bên cạnh đó, tăng trưởng GDP thường ở mức thấp trong quý 1 của năm do kỳ nghỉ tết Âm lịch nên các công ty sản xuất tạm ngừng hoạt động trong khoảng 2-3 tuần. Vì vậy, sự suy giảm trong hoạt động sản xuất, dịch vụ thương mại, hàng hóa cá nhân chưa phải là tác nhân chính cho kết quả GDP thấp trong quý này. Chúng tôi nghĩ rằng tăng trưởng GDP chậm lại là do nhóm ngành xây dựng giảm mạnh trong quý thứ hai liên tiếp. Thị trường bất động sản đóng băng khiến mảng xây dựng, bất động sản và dịch vụ cho thuê chỉ đạt mức tăng 0.5pp trong Q1 trong khi giai đoạn 2009-2011, lĩnh vực xây dựng đóng góp 0.65 pp mức tăng trưởng trung bình mỗi quý.

Tốc độ tăng trưởng kinh tế của Việt Nam chậm lại còn do giảm đầu tư trong nước và giảm chi tiêu công khi chính phủ Việt Nam phần đầu nâng cao chất lượng tăng trưởng đồng thời kiểm chế/tái cơ cấu đầu tư từ khu vực Nhà nước. Chính phủ Việt Nam đã đặt mục tiêu đầu tư hàng năm khoảng 33,5% GDP hoặc 970 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, sau Quý 1, tổng mức đầu tư chỉ chiếm 197.7 tỷ đồng, không thay đổi so với quý trước. Sau khi giải ngân mạnh cho các dự án đầu tư trong nửa cuối năm 2011, đầu tư từ khu vực nhà nước giảm xuống còn 74 nghìn tỷ từ mức bình quân 100 tỷ trong quý 3 và quý 4/2011. Trong khi đó, tỷ trọng đầu tư từ khu vực tư nhân tăng 36.2% từ mức 22.9% trong quý 4/2011.

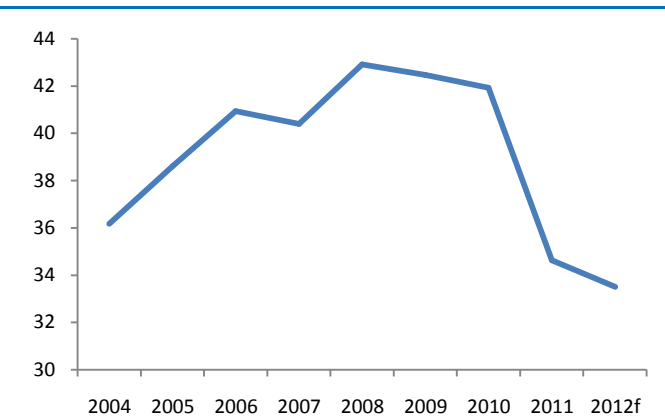
Nhìn chung, chúng tôi vẫn lạc quan vì chúng tôi tin rằng lạm phát sẽ tiếp tục xu hướng tích cực hiện nay, thị trường ngoại hối ổn định và thương mại vừa sẽ giúp chính phủ Việt Nam thực hiện chính sách tiền tệ theo hướng tăng trưởng, do vậy sẽ giúp Việt Nam quay lại một môi trường kinh tế vĩ mô bền vững. Ngoài ra, chính phủ cũng đang nỗ lực để phục hồi ngành xây dựng/nhà nhằm hỗ trợ tăng trưởng GDP. Vì thế chúng tôi duy trì dự phóng mức tăng trưởng GDP trong năm 2012 là 5.5%.

Tỷ lệ đóng góp vào GDP của các nhóm



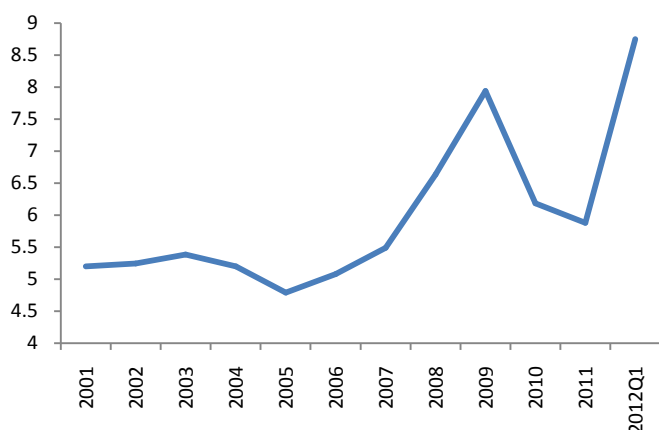
Nguồn: GSO, SBS

Tỷ lệ đầu tư trên GDP (%)



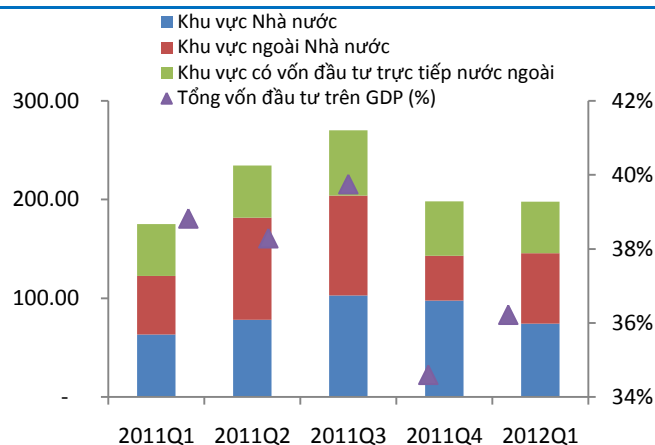
Nguồn: GSO, SBS

Hệ số gia tăng vốn đầu ra



Nguồn: GSO, SBS

Đầu tư từ khu vực tư nhân tăng mạnh



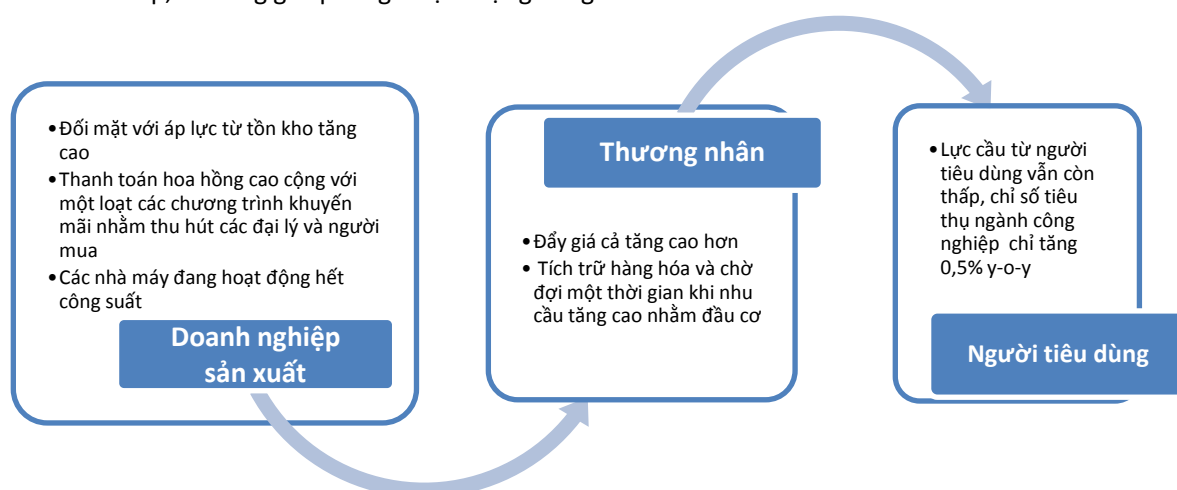
Nguồn: GSO, SBS

Tăng cường các biện pháp khắc phục tình trạng nhu cầu tiêu thụ sụt giảm

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tăng nhẹ 10,2% trong tháng Ba. Tuy nhiên, từ đầu năm 2012, ngành công nghiệp Việt Nam đã có dấu hiệu không ổn định, trong quý 1 chỉ tăng nhẹ 4.1% so với cùng kỳ năm trước. Trong khi đó, theo thống kê của Bộ Kế Hoạch và Đầu Tư, gần 12,000 doanh nghiệp đã phải ngừng hoạt động hoặc phá sản trong quý 1. Xem xét kỹ các chi tiết chỉ số IIP, chúng tôi nhận thấy rằng phân khúc sản xuất chỉ tăng nhẹ 3.2% y-o-y, những khó khăn đáng chú ý hiện nay các công ty sản xuất đang phải đối mặt là phải nỗ lực để duy trì hoạt động sản xuất trong bối cảnh môi trường khắc nghiệt với chi phí lãi vay cao, giá nguyên liệu đầu vào có xu hướng tăng trong khi nhu cầu tiêu dùng thì sụt giảm.

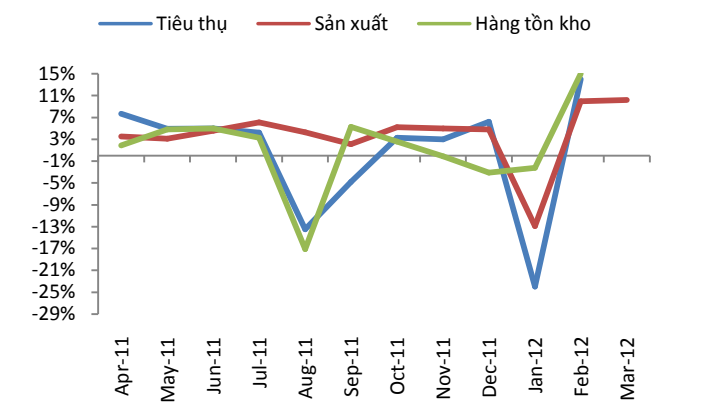
Nhiều ngành vẫn còn bị ảnh hưởng sâu sắc bởi nhu cầu tiêu dùng suy giảm thể hiện ở chỉ số tiêu dùng cho các hạng mục sản xuất được công bố chỉ tăng 0,5% y-o-y sau hai tháng đầu năm nay. Ngoài ra, một số ngành công nghiệp sản xuất phải đối mặt với tình trạng nghẽn cổ chai ở khâu phân phối do có sự xuất hiện của các bên trung gian đã đẩy giá cao. Vì vậy, chúng tôi nhận thấy chỉ số tình trạng hàng tồn kho liên tục tăng lên mức báo động với 34,9% y-o-y.

Mặc dù NHNN đã có những động thái đầu tiên trong việc cắt giảm môi trường lãi suất, chi phí lãi vay vẫn tiếp tục cao (khoảng 20%) ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất và là nguyên nhân chính đằng sau sự sụt giảm của chỉ số IIP. Do vậy, một trong những giải pháp trước mắt để hỗ trợ cho ngành sản xuất công nghiệp là kích cầu. Trong bối cảnh như vậy, việc NHNN tuyên bố cắt giảm lãi suất liên tiếp trong hai tháng không có gì là ngạc nhiên, trần lãi suất huy động đã giảm 1 điểm phần trăm (100bps) xuống còn 12%. Ngoài ra, các nỗ lực nhằm tháo gỡ khó khăn cho lĩnh vực bất động sản đã được thực hiện nhằm tạo điều kiện hỗ trợ các công ty sản xuất sắt thép, xi măng giải phóng được lượng hàng tồn kho khá lớn.



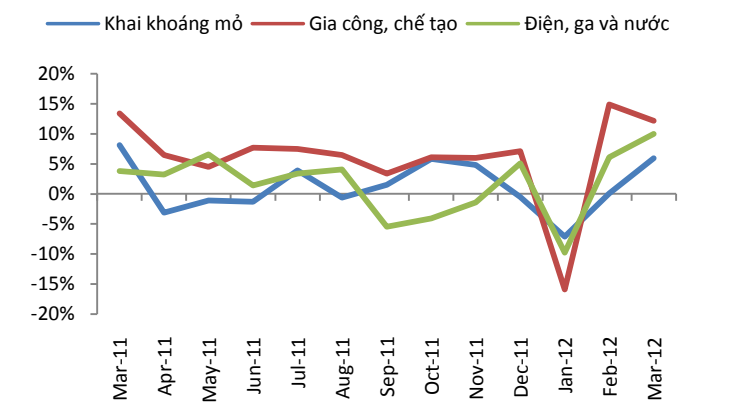
Nguồn: SBS

Chỉ số hàng tồn kho đang tăng



Nguồn: GSO, SBS

Chỉ số IP (m-o-m %)



Nguồn: GSO, SBS

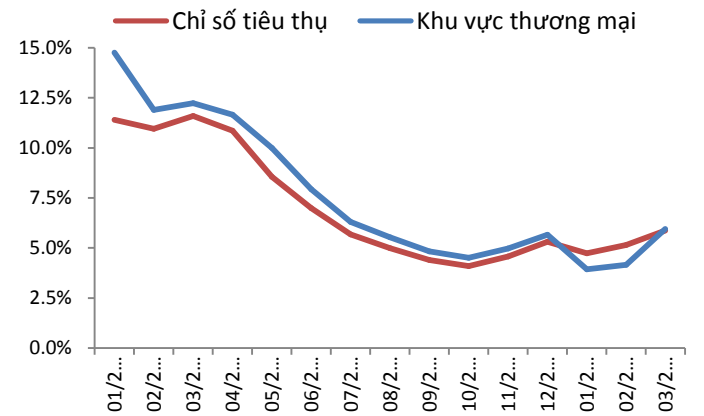
% tăng trưởng mom		Sản Xuất	Tồn Kho	Tiêu Thụ
#	Ngành Công Nghiệp Chế biến	12.2	15.0	14.0
1542	Ngành sản xuất đường	8.7	51.9	30.0
3410	Ngành sản xuất xe có động cơ	6.9	16.8	(13.6)
2691	Ngành sản xuất đồ gốm sứ không chịu lửa (trừ gốm sứ dùng trong xây dựng)	5.3	11.6	
1513	Ngành chế biến và bảo quản rau quả	2.7	8.4	24.2
2520	Ngành sản xuất các sản phẩm khác từ plastic	9.4	6.0	24.2
2422	Sản xuất sơn, véc ni và các chất sơn quét tương tự; sản xuất mực in và ma tít	6.0	4.9	8.3
2694	Ngành sản xuất xi măng, vôi, vữa	37.0	4.1	31.8
1554	Ngành sản xuất đồ uống không cồn	18.6	3.0	(6.7)
3610	Ngành sản xuất giường, tủ, bàn ghế	10.3	2.6	26.0
2412	Ngành sản xuất phân bón và hợp chất ni tơ	5.9	(1.8)	29.1
1531	Ngành xay xát, sản xuất bột thô	43.4	(2.2)	9.6
2693	Ngành sản xuất gạch ngói và gốm, sứ xây dựng không chịu lửa	23.8	(6.2)	14.7
1711	Ngành sản xuất sợi và dệt vải	7.5	(7.0)	34.0
2710	Ngành sản xuất sắt, thép	15.8	(8.3)	43.0
2899	Ngành sản xuất các sản phẩm khác bằng kim loại chưa được phân vào đâu	6.6	(9.3)	30.4

Nguồn: GSO, SBS

Trong tháng 3, doanh thu hàng hóa và dịch vụ đạt 189 nghìn tỷ, tăng nhẹ 2,1% trong quý đầu tiên của năm 2012 và tăng 1,2% so với tháng hai trên danh nghĩa. Trên thực tế, chỉ số thương mại và bán lẻ hàng hóa đều có mức tăng trưởng khá khiêm tốn trong tháng này do tình hình lạm phát suy giảm. Theo tính toán của SBS, hai chỉ số này đã tăng trưởng 5,9% so với cùng kỳ năm trước.

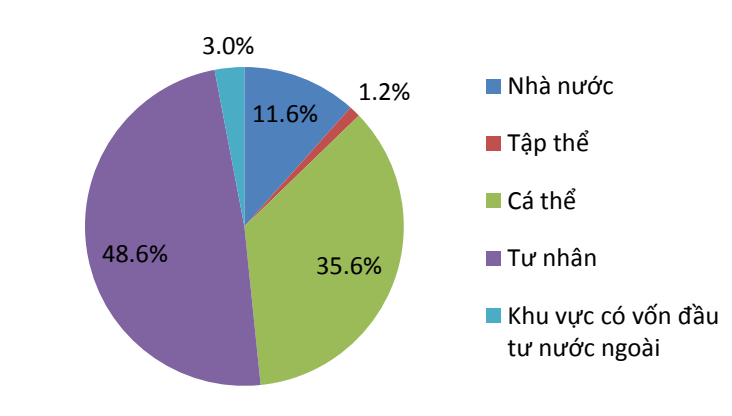
Việc hạ lãi suất và nới lỏng tín dụng cho lĩnh vực phi sản xuất (Năm 2011, Chỉ thị 01 yêu cầu tất cả các ngân hàng có tỷ trọng dư nợ cho vay lĩnh vực phi sản xuất trong tổng dư nợ tối đa ở mức 16%), Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã từng bước nới lỏng thêm chính sách tiền tệ. Các ngân hàng đã được phép gia tăng tỷ lệ các khoản cho vay tiêu dùng, tạo ra động lực thúc đẩy tiêu dùng cá nhân hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Vì vậy, chúng tôi tin rằng doanh số bán lẻ hàng hóa đã bắt đầu tăng dần cũng như bắt đầu chứng kiến sự cải thiện hoạt động doanh thu cốt lõi, một nhân tố tốt cho chi tiêu của người tiêu dùng trong những tháng tới.

Doanh thu bán lẻ - Không tính yếu tố giá (y-o-y %)



Nguồn: SBS

Doanh thu bán lẻ theo thành phần kinh tế (%)



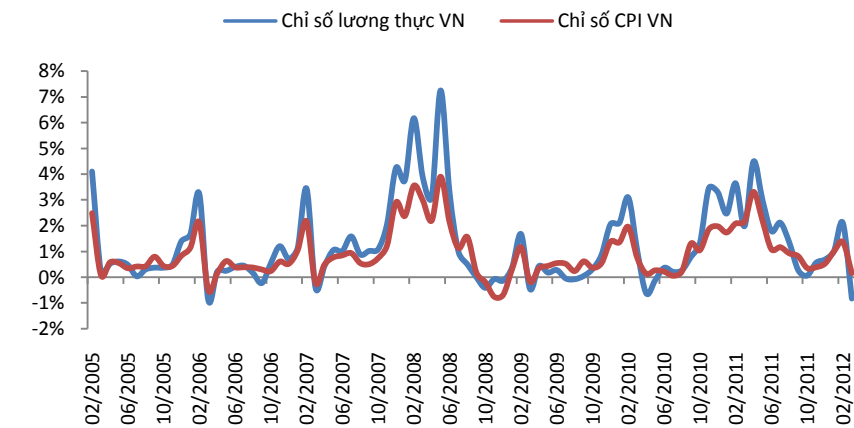
Nguồn: GSO, SBS

Giá lương thực giảm đã bù lại cho việc tăng giá xăng

Chỉ số lạm phát thấp do giá lương thực thực phẩm giảm

Chỉ số tiêu dùng Việt Nam (CPI) có mức tăng trưởng nhẹ +0.16% m-o-m trong tháng 3, thấp hơn so với kỳ vọng của thị trường là +0.5%. Mức lạm phát thấp này là do CPI *nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống* giảm, giá thực phẩm ghi nhận mức biến động trên cơ sở hàng tháng thấp trong 6 năm (-0.83% m-o-m, Tháng 2:+2.11%). Do *nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống* chiếm đến 40% trong rổ CPI, giá lương thực giảm trong tháng 3 đã đẩy chỉ số CPI xuống 0.33%, bù đắp hết tác động vòng đầu tiên của động thái tăng giá xăng dầu bán lẻ 10% trong tháng 3 (ước tính mức tác động là +0.3%). Tính chung từ đầu năm đến nay chỉ số giá tiêu dùng tăng 2.55%, khá thấp so với mức trung bình +4.32% ghi nhận trong những năm gần đây kể từ 2005. SBS vẫn giữ quan điểm tích cực về xu hướng lạm phát trong năm nay mặc dù tác động ở vòng thứ 2 đến lạm phát của việc tăng giá xăng chúng tôi dự phóng sẽ ở mức 0.6% trong tháng tới. Do vậy, theo tính toán của chúng tôi CPI tháng tư có thể chạm mức tại 1% (y-o-y: +12.3%). Tuy nhiên, việc tăng trưởng trở lại của lạm phát cũng không gây ảnh hưởng đến xu hướng giảm hiện tại, lạm phát vẫn được hưởng lợi nhờ tác động tích cực của các yếu tố cơ bản. Điều quan trọng nhất, lạm phát thấp sẽ tiếp tục tăng cường cho sự ổn định kinh tế vĩ mô, đặc biệt là hỗ trợ cán cân thanh toán của Việt Nam và tiền tệ trong nước.

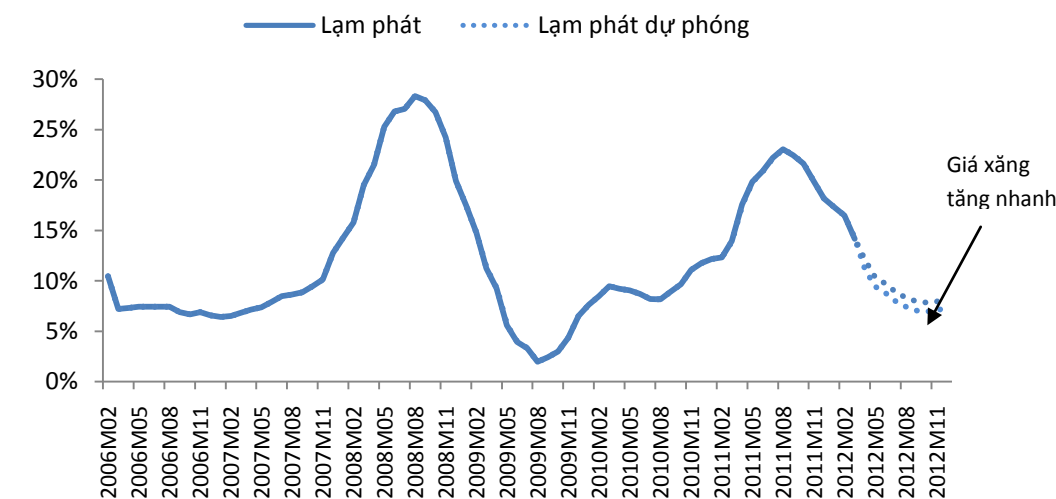
Chỉ số giá lương thực thực phẩm thấp nhất trong các năm



Nguồn: GSO

Trong khi đó, nằm trong dự đoán, chi phí đầu vào tăng cao đã đẩy chỉ số giá của *nhóm giao thông, nhà ở và vật liệu xây dựng*. Chỉ số giá của *nhóm giao thông* tăng 1.08% m-o-m trong khi *nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng* (bao gồm cả chi phí thuê nhà, điện, nước, nhiên liệu và vật liệu xây dựng) tăng tới 2.31% m-o-m. Chúng tôi dự đoán giá của 2 nhóm này sẽ tiếp tục tăng trong tháng tư.

Chỉ số CPI Việt Nam hướng đến mức tăng một con số trong tháng 3 mặc dù giá xăng tăng



Nguồn: SBS

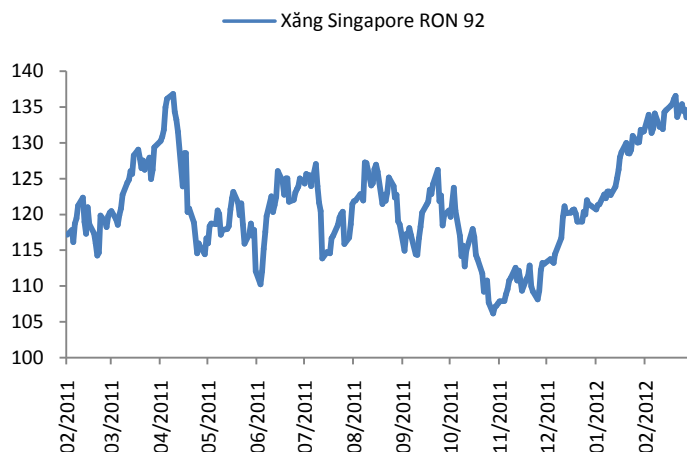
Sau khi buộc phải tăng giá nhiên liệu, Việt Nam có thể xem xét lại việc tăng giá điện

Việt Nam đã nỗ lực rất nhiều để tránh động thái tăng giá xăng dầu nhằm ngăn chặn lạm phát tăng trở lại. Tuy nhiên, Quỹ bình ổn giá xăng dầu đã vơi đi khá nhanh, Chính phủ Việt Nam buộc phải tiến hành điều chỉnh giá bán lẻ các sản phẩm xăng dầu trong nước. Theo tính toán của chúng tôi, trong hai tháng đầu năm 2012 đã sử dụng 50% khoản dự trữ tiền mặt của Quỹ bình ổn giá xăng Việt Nam. Với sự cạn kiệt nhanh chóng nguồn dự trữ của Quỹ trong khi giá xăng dầu trên thế giới lại tiếp tục tăng cao (đã có lúc leo lên đến 130 USD/thùng, các nhà bán lẻ phải đối mặt với khoản lỗ 600-800 đồng/lít), tình hình ngày càng khó khăn, buộc Bộ Tài Chính tăng giá xăng lên 10.1% từ ngày 7 tháng 3.

Tính đến ngày 27 tháng 3, các nhà bán lẻ xăng dầu Việt Nam đang phải đối mặt với khoản lỗ 200 đồng/lít mặc dù nhận được sự hỗ trợ 300 đồng/l từ Quỹ bình ổn, giá cơ bản của xăng A92 là 23,370 đồng trong khi mức giá bán lẻ được thiết lập là 22,900 đồng.

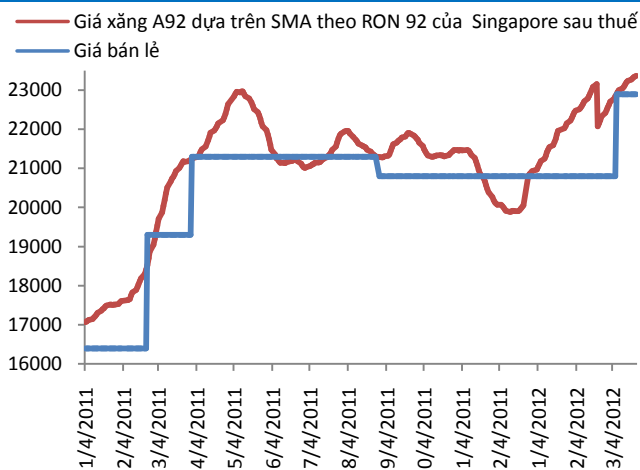
Chúng tôi vẫn lo ngại giá điện có thể tăng trong tương lai. Tập đoàn điện lực Việt Nam (EVN) dường như đang phải gánh áp lực khi mà I) Tập đoàn công nghiệp than & khoáng sản Việt Nam (Vinacomin) vẫn đang cân nhắc tăng giá bán than cho các nhà sản xuất điện từ 10 đến 15% II) chúng tôi ước tính chi phí sản xuất 1kWh điện hiện nay khoảng 7 USD hoặc 1,450 đồng trong khi giá bán điện bình quân của EVN là 1,304 đồng/kWh tính đến thời điểm này. Ước tính sản lượng điện tiêu thụ tăng 10% trong năm 2012, điều này có nghĩa EVN sẽ phải chịu thua lỗ nặng trong năm 2012. Do vậy, chúng tôi tin rằng EVN có thể sẽ sớm đề xuất tăng giá điện. Theo quy định hiện hành của Bộ Công Thương, EVN được phép tăng giá điện tối đa là 5% mà không cần phải thông qua sự chấp thuận của Chính phủ Việt Nam nếu các yếu tố liên quan đến chi phí đầu vào tăng hơn 5% trong ba tháng liên tiếp. Như vậy, từ nay đến cuối năm EVN có thể sẽ tăng khoảng 2 hoặc thậm chí là 3 lần cho mỗi đợt 5%.

Giá xăng RON92 ổn định tại mức 135 USD/thùng



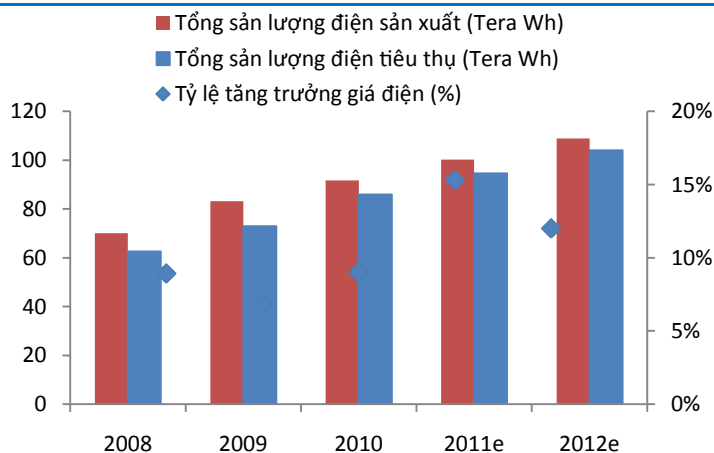
Nguồn: Bloomberg

Mặc dù được hỗ trợ 300 đồng, các nhà bán lẻ xăng dầu Việt Nam vẫn đang lỗ khoảng 200 đồng/lít



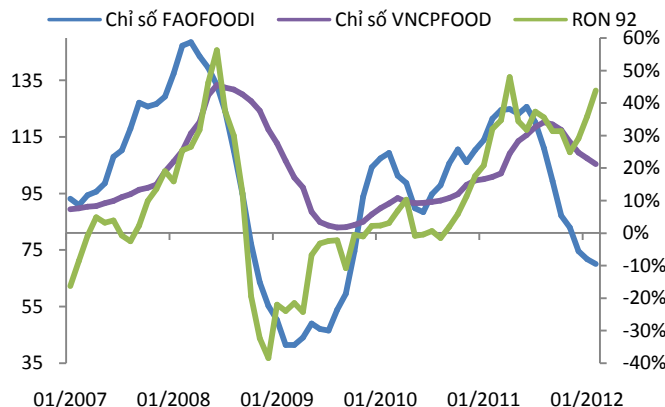
Nguồn: SBS, Bloomberg

Giá điện có thể tăng 10-15% trong năm 2012?



Nguồn: Bộ Công thương, BMI, SBS

Giá lương thực toàn cầu chạm đáy sớm



Nguồn: SBS, Bloomberg

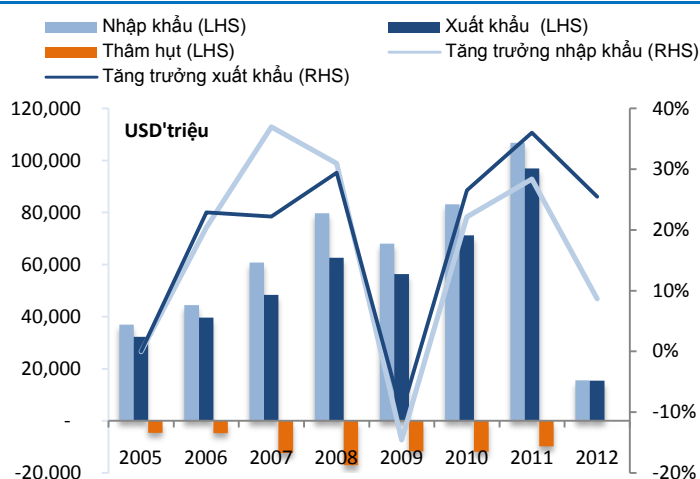
Tỷ trọng CPI theo nhóm	Tỷ trọng	Tháng 3-11	Tháng 2-12	Tháng 3-12		
		% MoM	% MoM	Chỉ số giá	% MoM	% YoY
CPI		102.17	101.37	115.95	100.16	114.15
1. Hàng ăn và dịch vụ ăn uống	39.93%	101.98	102.11	120.67	99.17	117.85
2. Đồ uống và thuốc lá	4.03%	100.88	100.86	109.14	100.16	108.17
3. May mặc, giày dép và mũ nón	7.28%	101.00	100.55	112.24	100.41	111.49
4. Nhà ở và vật liệu xây dựng	10.01%	103.67	102.47	118.48	102.31	118.08
5. Thiết bị và đồ dùng gia đình	8.65%	101.22	100.41	109.55	100.55	108.99
6. Thuốc và dịch vụ y tế	5.61%	100.71	100.29	105.61	100.48	105.45
7. Giao thông	8.87%	106.69	100.23	116.14	101.08	111.74
8. Bưu chính viễn thông	2.73%	100.02	99.84	97.81	99.98	97.73
9. Giáo dục	5.72%	100.90	100.07	116.49	101.11	116.34
10. Văn hoá, giải trí và du lịch	3.83%	100.98	100.52	107.70	100.36	107.01
11. Đồ dùng và dịch vụ khác	3.34%	101.39	100.89	111.93	100.44	111.06

Nguồn: GSO, SBS

Thương mại: Thâm hụt thương mại thấp nhất trong các năm

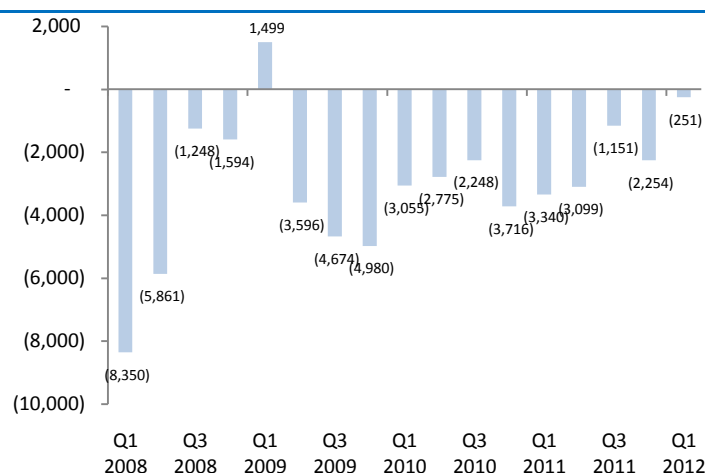
Theo báo cáo sơ bộ của Vụ Xuất Nhập Khẩu thuộc Bộ Công Thương, số liệu thâm hụt thương mại trong tháng 3 tiếp tục ghi nhận ở mức thấp. Nhập siêu trong 3 tháng đầu năm ước đạt 251 triệu USD, mức thâm hụt tính theo quý thấp nhất trong 5 năm qua (không tính đến quý 1/2009 với mức thặng dư 1.5 tỷ USD). Mức nhập siêu khiêm tốn này vẫn tiếp tục đi ngược với kỳ vọng của thị trường và cho thấy đến nay đã hỗ trợ rất nhiều cho đồng nội tệ. Số liệu thương mại tháng Ba thực sự là số không bao gồm khoản bất thường nào, và chúng tôi có thể thấy rằng cả hai lĩnh vực nhập khẩu và xuất khẩu hiện nay vẫn đang có những bước tiến khá tốt. Tổng trị giá hàng hoá nhập khẩu của Việt Nam đạt 9,3 tỷ USD, khá sát với mức dự báo trung bình cho năm 2012 từ 9.5-10 tỷ USD, trong khi tổng kim ngạch hàng hoá xuất khẩu đã chạm mức 9.15 tỷ USD. Điều đáng mừng là việc giảm thâm hụt thương mại trong tháng 3 vừa qua (150 triệu USD), được hỗ trợ bởi: I) kim ngạch xuất khẩu 3 tháng đầu năm tăng trưởng khá ấn tượng (tăng 23,6% y-o-y), II) Đóng góp của các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài (FIEs) đã có những chuyển biến khá tích cực vào hoạt động thương mại tại Việt Nam, mức giải ngân vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) trong tháng 3 là khá đột biến, với hơn 1,5 tỷ USD, là mức khá cao từ trước đến nay (3 tháng đầu, vốn FDI thực hiện ước đạt 2,52 tỷ USD). Các Cục thuế địa phương đã tập trung kiểm tra quyết toán thuế nhằm kiểm soát hiệu quả hơn vấn đề chuyển giá trong hoạt động đầu tư, kinh doanh tại Việt Nam của các DN FDI. Chúng tôi nghĩ rằng điều này đã góp phần cải thiện cán cân thanh toán trong khu vực FDI.

Xuất khẩu có hướng tăng trưởng tốt



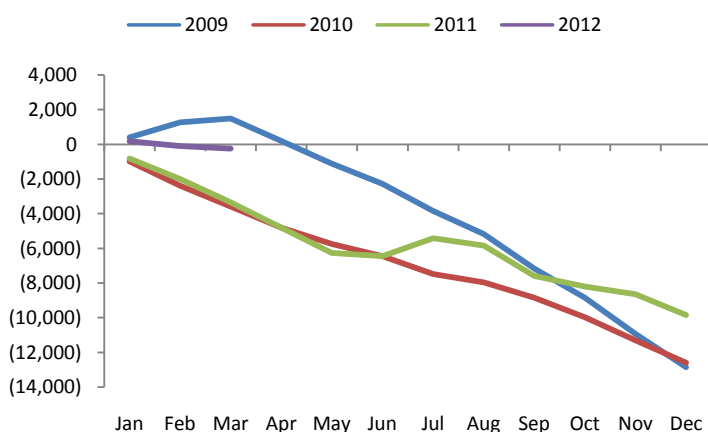
Nguồn: GSO

Cán cân thương mại tại Việt Nam theo quý



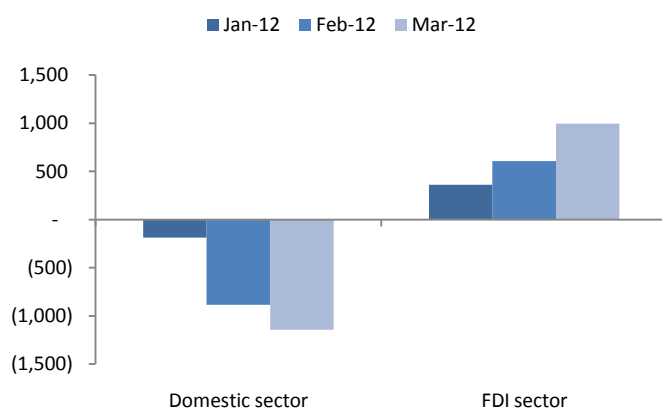
Nguồn: Tổng cục hải quan, GSO

Thâm hụt thương mại lũy kế



Nguồn: Customs

FDI trong tháng 3 đạt hơn 1 tỷ USD



Nguồn: Tổng cục hải quan, GSO

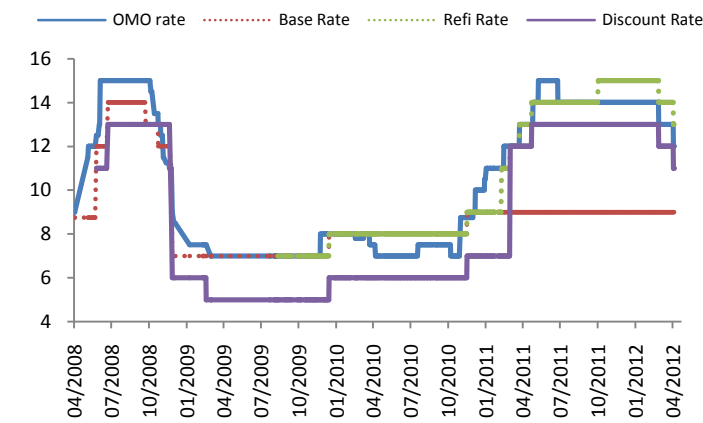
Kinh tế tài chính: Thực hiện các chính sách nới lỏng nhằm kích thích nền kinh tế thực

Cắt giảm lãi suất: càng sớm càng tốt?

Dường như Chính phủ Việt Nam đã sớm nhận thấy chỉ số giá tiêu dùng tháng tư sẽ thấp hơn nhiều so với trước đây (sau động thái giảm trần lãi suất huy động đối với VND xuống 12% cách đây 2 tuần), nhiều tin đồn trên thị trường công khai khẳng định chỉ số giá tiêu dùng tháng tư chỉ nằm trong khoảng 0,5-0,7%. Điều này sẽ giúp giữ chỉ số lạm phát dưới mức 11,5% y-o-y và là động lực thúc đẩy NHNN nhanh chóng quyết định hạ lãi suất. Động thái hạ trần lãi suất huy động lần thứ 2 này được cho là sớm hơn dự kiến, chỉ một tháng sau khi NHNN quyết định giảm lãi suất lần đầu tiên trong năm 2012, cho thấy chính phủ rất sốt ruột đối với mục tiêu giảm mặt bằng lãi suất. Từ 11/4/2012, lãi suất tái cấp vốn giảm từ 14% xuống 13% và lãi suất chiết khấu giảm xuống 11% từ mức 12%, lãi suất repo trên thị trường OMO giảm 100 điểm cơ bản từ 13% xuống 12%. NHNN cũng áp dụng hạ trần lãi suất huy động từ 13% xuống 12%/năm. Theo đó, lãi suất tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng giảm từ 5%/năm xuống 4%/năm.

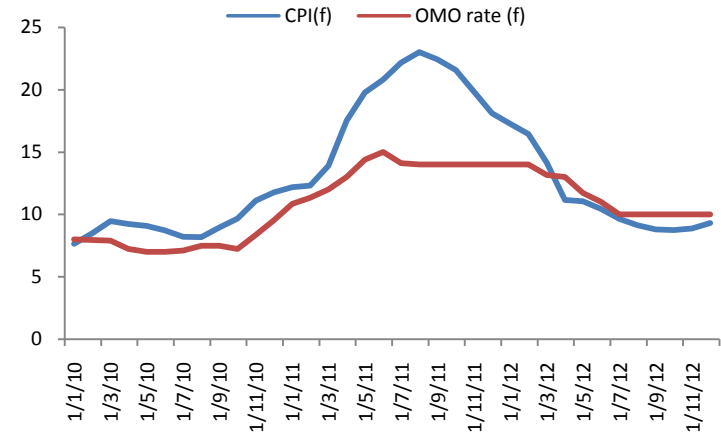
Một số người có thể lập luận rằng, động thái giảm trần lãi suất huy động tiền gửi sẽ gây tác động lên tâm lý của người dân, sự tin tưởng vào đồng nội tệ có thể một lần nữa bị lung lay. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, một kịch bản như vậy khó xảy ra khi mà chỉ số lạm phát giảm nhanh hơn tốc độ giảm lãi suất của NHNN. Lạm phát đang có xu hướng giảm cộng với việc tỷ giá USD/VND được giữ ổn định sẽ hỗ trợ dòng vốn đầu tư quay trở lại các tài sản tiền đồng VND, ngoài ra lãi suất thực dương sẽ có những biến chuyển tích cực vào cuối tháng. Trong thời gian vừa qua, diễn biến tăng trưởng huy động tiền gửi VND vừa qua cho thấy sự tin tưởng vào đồng nội tệ vẫn còn khá tốt. Theo tính toán của chúng tôi, tiền gửi tiết kiệm tại các ngân hàng đã tăng lên 87 tỷ đồng (4.2 tỷ USD) trong khoảng thời gian từ 20/2 đến 21/3.

NHNN công bố chính sách giảm lãi suất 1%



Nguồn: bloomberg

Ước tính chỉ số CPI và lãi suất OMO



Nguồn: SBS

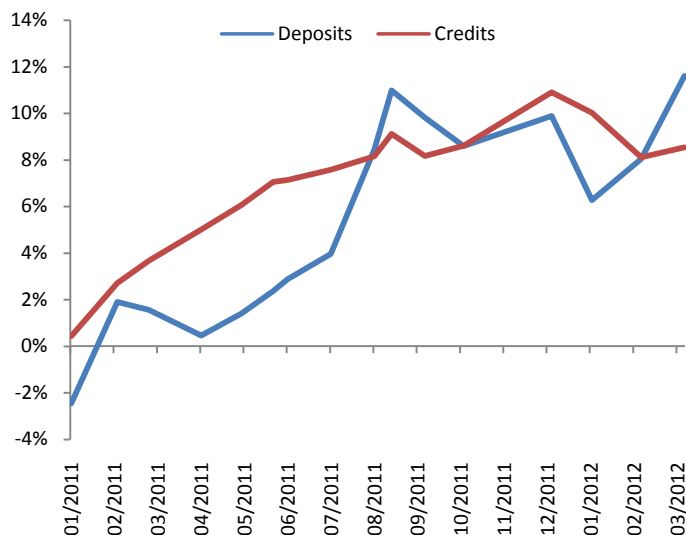
Lượng tiền đồng gửi vào ngân hàng đã tăng nhanh trong tháng 3, điều này đã lý giải cho việc thanh khoản của các ngân hàng được cải thiện trong vài tuần qua. SBS tiếp tục chứng kiến các NHTM dễ dàng tiếp cận nguồn vốn rẻ, bởi lãi suất liên ngân hàng hiện nay chỉ ở mức 8 - 9%, phản ánh sự tin tưởng trên thị trường liên ngân hàng đã quay trở lại. Lãi suất liên ngân hàng qua đêm và 1 tuần tiếp tục giảm 6,5% và 7,5% trong khi mức lãi suất bình quân kỳ hạn 1 tháng phổ biến giao dịch quanh các mức 9.5-10%. Bên cạnh đó, một khi thanh khoản của hệ thống ngân hàng tốt, Chính phủ Việt Nam kêu gọi các ngân hàng lớn đồng thuận hạ lãi suất cho vay. Một tuần trước khi Ngân hàng Nhà nước thông báo chính thức tiếp tục hạ lãi cho vay và tiền gửi nhằm nới lỏng chính sách tiền tệ, phần lớn các ngân hàng thương mại đã dự đoán trước động thái này.

Bổ sung chính sách nới lỏng nhằm hỗ trợ nền kinh tế thực

Sau khi chứng kiến kinh tế Việt Nam tăng trưởng thấp 4% trong quý đầu tiên của năm 2012, Thống đốc NHNN đã phát đi thông điệp khá rõ ràng: Chính phủ Việt Nam sẽ hỗ trợ nền kinh tế thực để bảo đảm tăng trưởng của nền kinh tế ở "mức hợp lý". Cách tốt nhất để đạt được mục tiêu tăng trưởng 6% trong năm nay trong bối cảnh chính sách tiền tệ suy yếu là tiếp tục giảm lãi suất đồng thời nới lỏng hơn nữa tín dụng cho lĩnh vực phi sản xuất nhằm hỗ trợ tăng trưởng tín dụng. Tính đến năm 2012, dòng tiền không chảy vào nền kinh tế thực, tín dụng tăng trưởng âm được cảnh báo là chiều hướng xấu có thể gây bất lợi cho nền kinh tế Việt Nam và cản trở nền kinh tế không tăng trưởng hết tiềm năng. Theo Thống đốc NHNN Việt Nam: tính đến 31/3, tổng dư nợ tín dụng của hệ thống ngân hàng bị âm 0.4%.

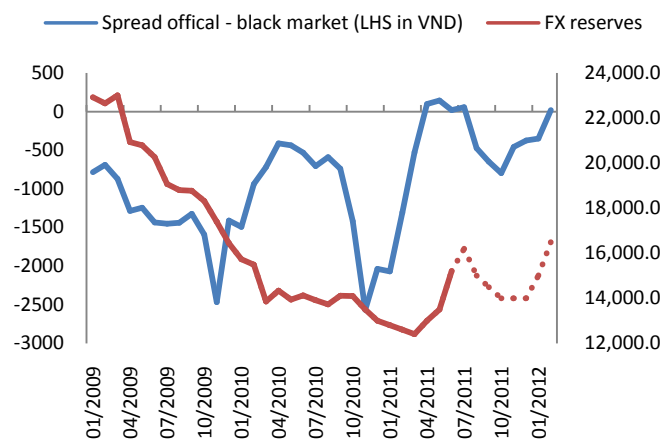
Điều này buộc NHNN phải thực hiện thêm các biện pháp nới lỏng tiền tệ nhằm thúc đẩy trở lại nhu cầu vay vốn của các doanh nghiệp. Khoảng cách chênh lệch giữa lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay dao động khoảng 6%, với mức chênh lệch khá cao như vậy cũng đã làm chùn phần lớn khách hàng vay. Bằng cách nới lỏng những điều kiện cho vay đối với lĩnh vực phi sản xuất (Năm 2011, Chỉ thị số 01/CT-NHNN cắt giảm tỷ trọng dư nợ cho vay lĩnh vực phi sản xuất so với tổng dư nợ tối đa là 16%), tín dụng tiêu dùng tại các ngân hàng bắt đầu có dấu hiệu tăng trưởng, điều này sẽ hỗ trợ nền kinh tế thực bằng cách tạo ra động lực nhằm thúc đẩy tiêu dùng cá nhân. Ngoài ra, tình hình thanh khoản tốt với lượng vốn dồi dào của các ngân hàng sẽ tạo sự kỳ vọng cho các ngân hàng thương mại đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng VND từ nay đến cuối năm.

Tín dụng tăng trưởng âm trong quý 1



Nguồn: SBV, SBS

Dự trữ ngoại hối tăng khoảng 30% y-t-d theo SBV



Nguồn: IMF, SBS

Ngân hàng Nhà nước vẫn mua ròng ngoại tệ từ các ngân hàng

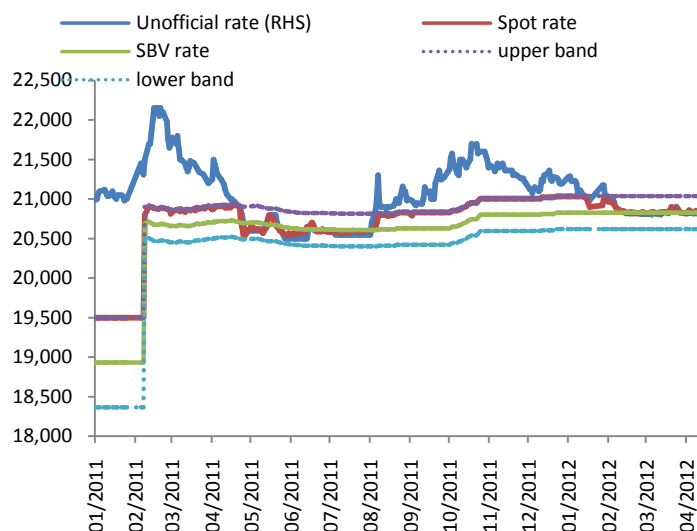
Trong 3 tuần qua, NHNN hút ròng liên tục trên thị trường mở (OMO). Kể từ ngày 15/3, NHNN không chỉ hút tiền thông qua các hợp đồng mua lại (repo)/hợp đồng mua lại đảo ngược mà còn phát hành tín phiếu hút về với kỳ hạn từ 28, 91 và 182 ngày. Hoạt động phát hành tín phiếu dưới dạng bán hẫng này bao gồm hoạt động bán tín phiếu kho bạc với lãi suất được ấn định 11,5%, 12% và 12,5%/năm (lãi suất giảm thêm 100 điểm sau đợt cắt giảm lãi suất lần thứ hai), nhằm hút lượng vốn khả dụng dư thừa từ hệ thống ngân hàng. Thông qua OMO, NHNN vẫn mua ròng ngoại tệ từ các ngân hàng nhằm bổ sung tỷ lệ dự trữ ngoại hối, bên cạnh đó động thái này cho thấy một lượng tiền đồng sẽ được bơm ra cho các Ngân hàng thương mại.

Hoạt động giao dịch ngoại hối khá yên tĩnh so với tháng trước, tỷ giá USD/VND giao dịch quanh mức 20,800 đồng - 20,900 đồng trên cả hai thị trường liên ngân hàng và thị trường tự do. Tiền đồng VND tiếp tục chảy mạnh theo dòng vốn USD trong quý 1/2012, Việt Nam đã giải ngân hơn 2.5 tỷ USD vốn FDI trong 3 tháng đầu năm nay. Song song với đó, lạm phát và thâm hụt thương mại cùng giảm cũng giúp bình ổn tỷ giá đồng nội tệ của Việt Nam (Thâm hụt thương mại ước đạt 251 triệu USD).

Thị trường ngoại hối ổn định cộng với tình hình huy động tiền VND khó khăn của các Ngân hàng thương mại, tính đến 20/3/2012 số dư tiền gửi tiết kiệm chỉ tăng nhẹ 1.56%, đã thúc đẩy các tổ chức tài chính phải bán USD để đổi lấy VND.

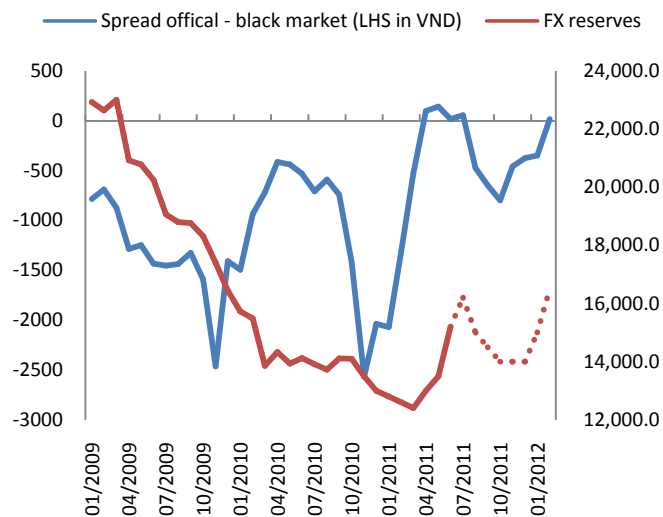
Điều này cho phép NHNN bổ sung dự trữ ngoại hối, theo báo cáo của NHNN, dự trữ ngoại hối đã tăng 30% từ đầu năm đến nay. Nếu chúng tôi tính toán dựa trên giả định NHNN hỗ trợ bù đắp những giao dịch hoán đổi USD/VND bởi đã thu hồi 95 nghìn tỷ đồng trên thị trường mở trong quý 1/2012, sau đó NHNN thực hiện kích bản bổ sung dự trữ USD trong quý đầu tiên từ 3 tỷ - 4 tỷ USD. Do vậy, chúng tôi ước tính trữ lượng hiện tại đang đứng tại mức 18 tỷ USD hoặc 2,1 tháng nhập khẩu.

Tỷ giá USD/VND xuống dưới mức trần chính thức



Nguồn: NHNN, SBS

Theo NHNN dự trữ ngoại hối được cải thiện 20% từ đầu năm đến nay



Nguồn: IMF, SBS



Khuyến cáo

Chúng tôi chỉ sử dụng trong báo cáo này những thông tin và quan điểm được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin trên. Những quan điểm cá nhân trong báo cáo này đã được cân nhắc cẩn thận dựa trên những nguồn thông tin chúng tôi cho là tốt nhất và hợp lý nhất trong thời điểm viết báo cáo. Tuy nhiên những quan điểm trên có thể thay đổi bất cứ lúc nào, do đó chúng tôi không chịu trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư. Tài liệu này sẽ không được coi là một hình thức chào bán hoặc lôi kéo khách hàng đầu tư vào bất kì cổ phiếu nào. Công ty SBS cũng như các công ty con và toàn thể cán bộ công nhân viên hoàn toàn có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư đối với cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này. SBS sẽ không chịu trách nhiệm với bất kì thông tin nào không nằm trong phạm vi báo cáo này. Nhà đầu tư phải cân nhắc kĩ lưỡng việc sử dụng thông tin cũng như các dự báo tài chính trong tài liệu trên, và SBS hoàn toàn không chịu trách nhiệm với bất kì khoản lỗ trực tiếp hoặc gián tiếp nào do sử dụng những thông tin đó. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích lưu hành trong phạm vi hẹp và sẽ không được công bố rộng rãi trên các phương tiện truyền thông, nghiêm cấm bất kì sự sao chép và phân phối lại đối với tài liệu 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.sbsec.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

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

Laos

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

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@sbsec.com.vn