

## TỔNG HỢP VĨ MÔ: ÁNH SÁNG CUỐI ĐƯỜNG HẠM ĐANG ĐỢI

■ GDP quý II được dự báo tăng trưởng 4,5%; CPI tháng 5 tăng 0,18% (m-o-m) và 8,14% (y-o-y). Chúng tôi dự báo lạm phát Quý 2.2012 (y-o-y) ở mức dưới 9%. Lạm phát tiếp tục đà giảm thể hiện tính hiệu quả của chính sách tiền tệ, nhưng do tổng cầu của nền kinh tế chưa được cải thiện kéo theo tăng trưởng chưa tích cực. **Bức tranh kinh tế vĩ mô sẽ cần thêm thời gian để cải thiện hơn.**

■ Trần lãi suất huy động tiếp tục giảm, tuy nhiên mặt bằng lãi suất cho vay vẫn chưa về mức như kỳ vọng. Tăng trưởng tín dụng vẫn âm trong 5T.2012. Chúng tôi dự báo dương nhẹ trong 6T.2012 dưới tác động của một số chính sách hỗ trợ gần đây của NHNN và Chính phủ. Tuy nhiên thực tế cho thấy doanh nghiệp vẫn phải tự vượt qua nhiều khó khăn. **Xu thế “co cụm” tiếp tục xảy ra trong cả khu vực doanh nghiệp và khu vực ngân hàng trong ngắn hạn.**

■ Thị trường trái phiếu sơ cấp và thứ cấp, tín phiếu NHNN vẫn thu hút được sự quan tâm của các tổ chức tín dụng, giao dịch vẫn tiếp tục sôi động trong tháng 5 trong khi lãi suất trúng thầu và lợi suất trái phiếu tiếp tục với xu hướng giảm. **Việc tái cấu trúc hệ thống ngân hàng có vẻ đang đi đúng hướng, thanh khoản hệ thống ngân hàng được cải thiện, thậm chí thừa ngắn hạn. Bất đối xứng cung - cầu tín dụng sẽ dần được cải thiện.**

### Chỉ số kinh tế vĩ mô 5 tháng 2012

Lạm phát: 8,4% (y-o-y) và 2,78% (y-t-t)

Xuất khẩu: 42,9 tỷ USD (24,1% y-o-y)

Nhập khẩu: 43,5 tỷ USD (6,6% y-o-y)

Nhập siêu: 622 triệu USD

FDI: Tổng vốn đăng ký 5,329 tỷ USD (-31,8% y-o-y). Tổng vốn thực hiện: 4,5 tỷ USD (-0,2% y-o-y)

Bộ chỉ ngân sách: 46,7 nghìn tỷ đồng (100% y-o-y)

Tăng trưởng tín dụng: -0,89% (y-o-y); Tăng trưởng huy động: 5,42% (y-o-y); Tăng trưởng M2: 4,47% (y-o-y)

### Thời gian Sự kiện

**04/05/2012** Thông tư số 14/2012/TT-NHNN: Áp trần lãi suất cho vay với 4 nhóm ngành kinh tế, chênh lệch lãi suất cho vay ngắn hạn bằng VND không quá 3% so với tiền gửi.

**09/05/2012** Bộ Tài chính đề xuất giãn 64.000 tỷ tiền sử dụng đất cho doanh nghiệp.

**09/05/2012** Giá xăng giảm 500 đồng/lít và giảm tiếp 600 đồng/lít, thuế nhập khẩu xăng dầu tăng từ 0% lên 3%. Trước đó giá xăng được điều chỉnh tăng 2 lần vào 7/3 và 20/4 (tổng cộng tăng 3.000 đồng/lít).

**10/05/2012** Nghị quyết số 13/NQ-CP: Về một số giải pháp tháo gỡ khó khăn cho sản xuất kinh doanh, hỗ trợ thị trường: (1) Gia hạn 6 tháng thời hạn nộp thuế GTGT, (2) Giảm 50% tiền thuê đất phải nộp năm 2012, (3) Gia hạn 9 tháng nộp thuế TNDN, (4) Gia hạn tối đa 12 tháng thời hạn nộp tiền sử dụng đất đối với các chủ đầu tư dự án có khó khăn về tài chính,...

**16/05/2012** NHNN ra văn bản số 2871/NHNN-TD yêu cầu một số NH lớn (Agribank, BIDV, VietinBank, Vietcombank...) hỗ trợ vốn các dự án có hiệu quả, đẩy nhanh tiến độ xử lý nợ của TCTD.

**18/05/2012** Tính đến cuối tháng 4/2012, tín dụng toàn hệ thống giảm 0,66% so với cuối năm 2011.

**23/05/2012** Bộ Tài chính ban hành Thông tư 83/2012/TT-BTC hướng dẫn thực hiện Nghị quyết số 13/NQ-CP.

**25/05/2012** NHNN hạ trần lãi suất huy động từ 12% xuống 11%/năm, lãi suất tái cấp vốn từ 13%/năm xuống 12%/năm, lãi suất tái chiết khấu từ 11%/năm xuống 10%/năm. Hiệu lực từ 28/05/2012. Trần lãi suất huy động có thể giảm thêm 1% (xuống 10%) vào tháng 6, và xuống 8-9% trong thời gian tới.

**31/05/2012** Theo Thứ trưởng bộ Xây dựng, trong số 180.000 tỷ đồng đầu tư công dành riêng cho năm 2012, Chính phủ mới dùng 60.000 tỷ đồng. Vì thế trong 7 tháng còn lại của năm, 120.000 tỷ đồng nữa sẽ được bơm vào thị trường nhằm kích thích tăng trưởng kinh tế.

**Phạm Thùy Linh**  
+84 4 3936 6425 (ext. 113)  
ptlinh-pt@vcbs.com.vn

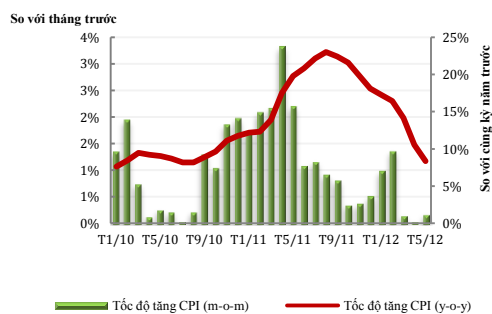
**Quách Thùy Linh**  
+84 4 3936 6425 (ext. 120)  
qtlinh@vcbs.com.vn

**Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 4**

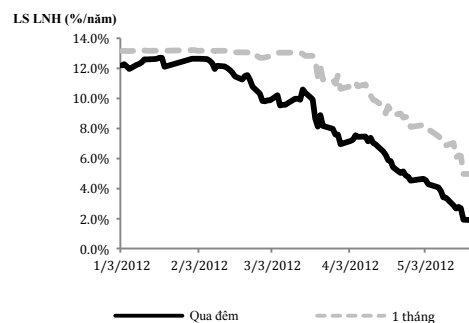
**Thông kê cổ phiếu** theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại  
[www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx](http://www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx)

**Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp** cập nhật tại  
[www.vcbs.com.vn](http://www.vcbs.com.vn)

## Tốc độ tăng CPI



## Lãi suất liên ngân hàng



## Chỉ số kinh tế vĩ mô và thị trường tài chính

Chính phủ dự báo GDP quý II tăng trưởng 4,5%. VCBS dự báo 5,4% cho cả năm 2012.

CPI tháng 5 tăng 8,4% so với cùng kỳ năm trước. CPI tháng 6 kỳ vọng tăng thấp. VCBS dự báo CPI Quý 2 tăng dưới 9% so với cùng kỳ.

Chỉ số tồn kho công nghiệp giảm dần nhưng doanh nghiệp vẫn gặp khó khăn.

Fitch giữ định mức tín nhiệm Việt Nam ở mức B+, triển vọng ổn định dựa trên sự cải thiện về vĩ mô.

Trần lãi suất huy động giảm tiếp xuống 11%/năm.

Lãi suất cho vay giảm nhưng chưa tới mức kỳ vọng của doanh nghiệp.

Tăng trưởng tín dụng 5 tháng đầu

Tổng cầu suy giảm trong khi các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn trong sản xuất và tiêu thụ hàng hóa do lãi suất cho vay cao tại các quý trước (Q4.2011 và Q1.2012) đã khiến cho GDP quý I chỉ đạt 4%. Chính phủ dự báo GDP quý II tăng trưởng 4,5%, trong khi trước đó các định chế tài chính lớn nước ngoài đều có dự báo tăng trưởng GDP quý 2 của Việt Nam vào khoảng trên 5%. Với các chính sách Chính phủ đang triển khai thực hiện như tăng đầu tư công, giảm thuế cho doanh nghiệp, nới lỏng chính sách tiền tệ thì GDP quý II có thể được cải thiện chút ít và chúng tôi cho rằng dự báo của Chính phủ khá gần với con số dự báo của chúng tôi. **Nếu vậy, bức tranh kinh tế vĩ mô chưa cho thấy một bức tranh hoàn chỉnh: CPI giảm nhưng tăng trưởng chưa trở lại. Chúng tôi cần quan sát thêm Quý 3.2012 để có đánh giá cụ thể hơn.**

CPI cả nước tháng 5 tăng 0,18% so với tháng trước và tăng 8,4% so với cùng kỳ năm 2011. Trong đó, nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống và nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng tiếp tục giảm với mức giảm là 0,14% và 0,97%. CPI chỉ tăng nhẹ, thanh khoản của các ngân hàng khá dồi dào là tín hiệu tích cực hỗ trợ cho việc giảm lãi suất cho vay hơn nữa trong thời gian tới. Trong khi khung giá điện đang được Chính phủ và Quốc hội xem xét và giá nước sạch được đề xuất tăng khoảng 30 – 35% nhưng chưa được sự chấp thuận của Chính phủ, CPI tháng 6 được kỳ vọng có mức tăng thấp khoảng 0,3% khi giá xăng dầu vẫn có xu hướng giảm còn giá lương thực có dấu hiệu giảm nhẹ sau khi thu hoạch. **Theo đó, CPI cả nước trong nửa đầu năm dự báo dưới 9%, Quý 3 tăng dưới 5,5% và CPI năm 2012 sẽ ở mức 1 con số.**

Trong 5 tháng đầu năm, chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp chỉ tăng 4,2% so với cùng kỳ năm trước. Chỉ số tồn kho của ngành công nghiệp chế biến mặc dù vẫn còn cao với mức tăng 29,4% so với cùng kỳ năm trước nhưng đã giảm dần so với những tháng đầu năm 2012 (34,9% trong tháng 3 và 32,1% trong tháng 4). Hàng tồn kho lớn trong khi đang chịu mức lãi suất cao dẫn đến việc các doanh nghiệp khó cạnh tranh trên thị trường. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng gặp khó khăn trong việc tìm kiếm thị trường để tiêu thụ sản phẩm do nhu cầu tiêu thụ nội địa thấp trong khi tình hình kinh tế kém lạc quan ở nhiều nước khu vực Eurozone, châu Á và châu Phi khiến cho việc xuất khẩu gặp khó khăn. **Khi tác động của các chính sách hỗ trợ doanh nghiệp của NHNN và BTC chưa rõ ràng trong một vài tháng tới, các doanh nghiệp sẽ vẫn còn phải đương đầu với nhiều khó khăn và cần tự lực để phát triển khi lãi suất cho vay dự kiến sẽ giảm nhiều trong thời gian tới. Chúng tôi cho rằng, khó khăn này sẽ bớt đi rõ ràng hơn vào cuối Quý 3.**

Fitch Ratings giữ nguyên định mức tín nhiệm đối với các khoản vay bằng ngoại tệ và đồng nội tệ của Việt Nam ở mức B+, với triển vọng cho cả hai giữ ở mức “ổn định”, nguồn ngoại tệ ngắn hạn IDR ở mức B. **Đánh giá này cho thấy tổ chức này đã ghi nhận những nỗ lực của chính phủ Việt Nam trong việc khắc phục sự mất cân bằng trong kinh tế vĩ mô diễn ra trong các năm 2010 và 2011 và cho rằng quá trình tái cơ cấu khu vực ngành ngân hàng và doanh nghiệp nhà nước cần được đẩy mạnh hơn nữa để củng cố mức tín nhiệm của Việt Nam.**

Kể từ đầu năm, trần lãi suất huy động đã được điều chỉnh giảm 3%/năm. Việc điều chỉnh này được dựa trên số liệu CPI thấp và là tiền đề giảm lãi suất cho vay. Hiện nay nhiều ngân hàng thương mại đã đưa ra các gói tín dụng ưu đãi cho một số đối tượng cụ thể như bất động sản với mức lãi suất cho vay khoảng 13% - 15%/năm. Tính từ đầu năm đến nay, tại các ngân hàng lớn, lãi suất cho vay đã giảm khoảng 4%, về khoảng 16%-18%: đây vẫn là mức khá cao với doanh nghiệp.

Theo số liệu sơ bộ, tăng trưởng tín dụng 5 tháng đầu năm vẫn là -0,89% so với cuối năm 2011. Nguyên nhân

*năm vẫn âm so với 2011, kỳ vọng tăng trưởng dương vào cuối tháng 6.*

*Lãi suất trái phiếu, lãi suất tín phiếu, lãi suất liên ngân hàng liên tục giảm: tiệm cận mức hợp lý trong trung hạn.*

*Thị trường trái phiếu, tín phiếu vẫn sôi động. Thanh khoản trong hệ thống ngân hàng tiếp tục duy trì trạng thái tích cực.*

*Thị trường ngoại hối ổn định.  
Thị trường vàng trầm lắng.*

*Giá xăng được điều chỉnh giảm 1.100 đồng/lít trong tháng. Kỳ vọng giảm tiếp.*

chủ yếu vẫn xuất phát từ: (1) vấn đề hàng tồn kho của doanh nghiệp vẫn chưa được cải thiện nhiều, do đó NH thận trọng trong việc giải ngân do lo ngại về nợ xấu; (2) mặt bằng lãi suất vẫn còn cao so với nhu cầu của DN (75% DN chấp nhận mức lãi vay 14% - 15%) trong khi rất ít doanh nghiệp có thể đáp ứng được điều kiện để vay với mức lãi suất ưu đãi. **Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tín dụng sẽ tăng trưởng dương nhẹ vào thời điểm cuối tháng 6 do một loạt các biện pháp nhằm hỗ trợ và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế đã được thực hiện trong thời gian vừa qua.** Theo đó, khả năng tiếp cận nguồn vốn của doanh nghiệp có thể được cải thiện phần nào.

Lãi suất trái phiếu Kho bạc Nhà nước tháng 5 giảm mạnh từ 1,03% - 1,45%/năm so với cuối tháng 4 cho các kỳ hạn ngắn trong khi lãi suất tín phiếu NHNN cũng giảm từ 2,52% - 3,2%/năm cho các kỳ hạn khác nhau trong khi lãi suất liên ngân hàng giảm từ 0,8% - 3,8%/năm với lãi suất qua đêm xuống tới mức dưới 1%/năm vào cuối tháng. Theo nguồn Bloomberg, lợi suất trái phiếu Chính phủ Việt Nam giảm 53-199 điểm ở các kỳ hạn. **Chúng tôi cho rằng, lạm phát tháng 06 và các chính sách tài khóa trong thời gian tới sẽ là cơ sở để các loại lãi suất giảm về mức hợp lý.** Chúng tôi dự kiến, mức lãi suất đã gần đạt tới điểm hợp lý cho biến động trung hạn.

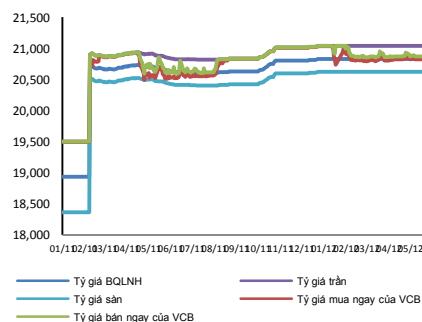
Tổng lượng trái phiếu Kho bạc Nhà nước và Chính phủ bảo lãnh phát hành trong tháng 5 đạt 11.950 tỷ đồng, bằng 53,6% so với lượng trái phiếu phát hành trong tháng 4. Trong khi đó, trên thị trường trái phiếu thứ cấp, tháng 5 là tháng có tổng giá trị trái phiếu giao dịch lớn nhất kể từ đầu năm: đạt 19,303 nghìn tỷ đồng, tương đương 33,2% tổng giá trị giao dịch từ đầu năm. Khối lượng ròng tín phiếu NHNN (kỳ hạn 1 tháng, 3 tháng và 6 tháng) phát hành đạt 942 tỷ đồng còn khối lượng tín phiếu Kho bạc Nhà nước (kỳ hạn 1 năm) là 3.937 tỷ đồng. So với tháng 4, lượng trái phiếu và tín phiếu phát hành không nhiều chủ yếu là do mức lãi suất quá thấp không hấp dẫn các nhà đầu tư. **Mặc dù thanh khoản của nhiều ngân hàng khá dồi dào, tuy nhiên dòng tiền vẫn quanh quẩn trong hệ thống ngân hàng, chưa đến được với các doanh nghiệp.**

Tỷ giá USD/VND và thị trường ngoại hối tiếp tục ổn định, nhu cầu về ngoại tệ cho hoạt động xuất nhập khẩu hàng hóa và vàng không lớn khi mức nhập siêu của tháng chỉ là 600 triệu USD và vốn FDI giải ngân trong 5 tháng đầu năm đạt 4,52 tỷ USD. Hiện dự trữ ngoại hối của VN đã trên 20 tỷ USD. Với các chính sách quản lý tín dụng ngoại tệ và vay nợ nước ngoài, khả năng ổn định của thị trường ngoại hối cho đến cuối năm có xác suất cao. **Vì vậy, chúng tôi cho rằng cho tới cuối năm, có sự dịch chuyển một trong ba yếu tố: tỷ giá tăng lên, lãi suất VND thấp hơn hoặc lãi suất USD cao lên. Một cách hợp lý, chúng tôi cho rằng, tỷ giá sẽ tăng lên một chút, lãi suất ngoại tệ sẽ tăng nhẹ và lãi suất VND sẽ giảm tương đối.**

Trong khi đó, đà giảm của giá vàng trong nước từ tháng 4 vẫn tiếp tục với mức giảm khoảng 1,6 triệu đồng/lượng so với cuối tháng 4 do giá vàng thế giới mất tới 100 USD/ounce (-6% m-o-m), thị trường trầm lắng. **Trong tháng tới thị trường vàng sẽ tiếp tục kém hấp dẫn khi các nhà đầu tư vẫn lo ngại giá vàng thế giới giảm tiếp và khi bị quản lý chặt hơn theo Nghị định 24.**

Sau khi tăng liên tiếp trong 2 tháng trước, giá xăng dầu trong nước đã được điều chỉnh giảm 2 lần trong tháng 5. Cụ thể giá xăng A92 đã được điều chỉnh giảm tổng cộng 1.100 đồng/lít sau khi tăng 3.000 đồng/lít ở những tháng trước. Trong khi đà giảm của giá dầu thô trên thế giới chưa dừng lại, giá xăng dầu trong nước cũng được kỳ vọng sẽ giảm tiếp trong thời gian tới. **Việc giảm giá xăng sẽ giúp giảm bớt gánh nặng chi phí đầu vào của doanh nghiệp và là yếu tố để lạm phát trong những tháng tới tăng ở mức thấp.**

**Tỷ giá USD/VND**



## CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank  
198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024

Fax: 84 - 4 - 39 360 262

<http://www.vCBS.com.vn>