

ĐIỂM NHẤN VĨ MÔ

LẠM PHÁT VÀ TĂNG TRƯỞNG: KIẾN NHÃN VỚI ĐẦU TƯ TƯ NHÂN

Tóm tắt

- Chúng tôi dự báo lạm phát đến cuối Quý 2.2012 so với cùng kỳ dự kiến ở quanh mức 8%. Nếu cung tiền cuối Quý 2.2012 chỉ tăng khoảng 10% so với cùng kỳ năm trước thì lạm phát hết Quý 3.2012 dự báo sẽ chỉ tăng khoảng 5,2% so với cùng kỳ.
- Lạm phát ổn định sau giai đoạn thắt chặt là yếu tố tiền đề để kích thích tăng trưởng trở lại. Bất kỳ sự vội vàng đẩy mạnh kích thích tăng trưởng nào cũng có thể khiến giá cả tăng mất kiểm soát trở lại và chi phí để kiềm chế lạm phát lúc này sẽ hết sức đắt đỏ. Nguy hiểm hơn, thị trường cũng sẽ mất niềm tin vào chính sách.
- Việt Nam có được mức lạm phát ổn định và thấp ở một con số trong giai đoạn 2001-2003 và 2005-2007, vì vậy tăng trưởng kinh tế ở mức khá cao. Gói kích thích kinh tế bằng hỗ trợ lãi suất năm 2009 đã giúp tăng trưởng mạnh trở lại nhưng kèm ngay sau đó là lạm phát tăng phi mã, buộc Chính phủ phải triển khai các biện pháp thắt chặt mạnh trong các năm tiếp theo.
- Chúng tôi cho rằng động lực chính cho sự tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn này không phải từ đầu tư công, mà chính từ đầu tư tư nhân.
- Đầu tư tư nhân có mối quan hệ mật thiết với lạm phát. Khi lạm phát tăng thì đầu tư tư nhân suy giảm và ngược lại, khi lạm phát được duy trì ở mức thấp sẽ là tiền đề thúc đẩy cầu đầu tư tư nhân trở lại.
- Việc tăng trưởng trong nửa đầu năm được dự báo thấp có nhiều nguyên nhân, trong đó nguyên nhân quan trọng là lãi suất cao của năm 2011 kéo dài sang nửa đầu năm 2012 cùng với chính sách áp hạn mức tín dụng, đã làm giảm đầu tư tư nhân, kéo theo việc sụt giảm GDP khá mạnh các kỳ tiếp theo.
- Với mức độ giảm lãi suất nhanh như hiện nay cầu đầu tư tư nhân có thể sẽ gia tăng sau khi lạm phát được duy trì ổn định trong một khoảng thời gian đủ dài. Việc tăng trưởng tín dụng được dự báo sẽ dương trở lại trong cuối Quý 2.2012 cũng hàm ý có thể đã có sự chuyển biến tích cực của đầu tư tư nhân ở mức độ nhất định.
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng sẽ quay trở lại và đạt 5,4% cho năm 2012 trong khi lạm phát cuối Quý 4.2012 sẽ ở mức 7% tới 8%, cao hơn mức dự báo lạm phát cuối Quý 3.2012. Động lực cho sự hồi phục tăng trưởng kinh tế là đầu tư tư nhân nhưng chúng ta cần kiên nhẫn hơn chút nữa.

Nhóm Thị trường và Kinh tế Vĩ mô
research@vcbs.com.vn

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 5

Thông kê cổ phiếu theo một số tiêu chí của VCBS
cập nhật tại
www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại
www.vcbs.com.vn

Một nền tảng vững luôn cần thời gian

Lạm phát ổn định là tiền đề cho sự khôi phục tăng trưởng của nền kinh tế.

Kiểm soát lạm phát tốt sẽ giúp lãi suất cho vay giảm, là động lực cho đầu tư tư nhân.

VCBS dự báo lạm phát cuối Quý 3.2012 sẽ tăng khoảng 5,2% y.o.y nếu cung tiền không tăng mạnh vào cuối Quý 2.2012

Bất kỳ sự nóng vội đẩy mạnh kích thích tăng trưởng, có thể khiến chi phí kiểm chế lạm phát trở lại lớn hơn và thị trường mất niềm tin vào chính sách.

Trong giai đoạn cuối của chính sách tiền tệ thắt chặt, cân bằng thời gian cho chính sách *ổn định* lạm phát ở mức thấp và *duy trì* sức tăng trưởng lâu dài cần được tính tới. Phân tích dữ liệu tại các thời kỳ tăng trưởng trước đây, chúng tôi nhận thấy sự tăng trưởng bền vững song hành với điều kiện ổn định của lạm phát. Chẳng hạn như các năm 2002-2003 và 2005-2007, lạm phát ổn định là tiền đề để kinh tế khôi phục đà tăng trưởng sau đó. Hiện nay, chính sách kiểm chế lạm phát đang có kết quả bước đầu, bắt đầu giảm lạm phát so với cùng kỳ năm trước về một con số. Tuy vậy, câu chuyện chưa kết thúc. Việc giữ vững cam kết ổn định lạm phát ở mức một chữ số (có thể hợp lý ở mức 7% tới 8%) cũng quan trọng không kém và là tiền đề có sự tăng trưởng *bền vững* trở lại. Do vậy, hãy kiên nhẫn với thị trường để có sự phục hồi tăng trưởng hợp lý vì cần có thời gian để tạo nên một xu hướng ổn định lạm phát lâu dài.

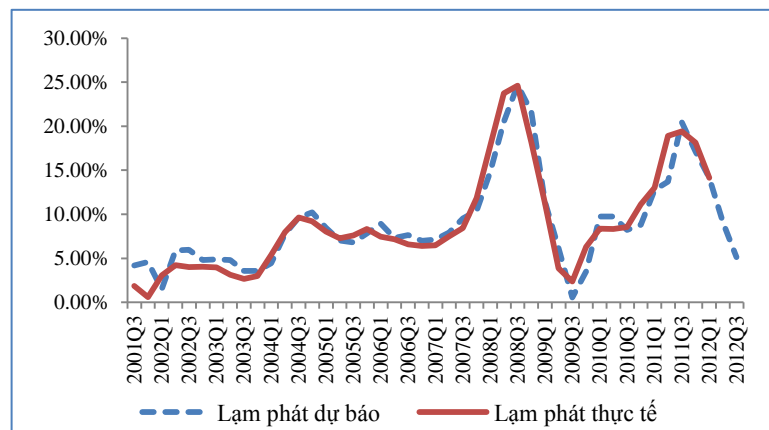
Chúng ta đều quan sát thấy việc kiểm soát lạm phát tốt sẽ kéo lãi suất cho vay đi xuống. Lãi suất cho vay đã giảm khá lớn (khoảng từ 3% tới 5%) so với đầu năm 2012 nhưng sẽ giảm hơn nữa khi lạm phát thực sự giảm và ổn định. Khi lạm phát ổn định và lãi suất cho vay dài hạn phổ biến bắt đầu chạm khoảng 15% và ngắn hạn khoảng 12% hoặc thấp hơn, chúng tôi tin rằng cầu đầu tư tư nhân sẽ tăng dần lên (có thể từ Quý 3.2012) và yếu tố này đóng góp quan trọng cho tăng trưởng trong năm nay. **Chúng tôi lưu ý hai yếu tố: Lạm phát thấp ổn định kéo theo lãi suất cho vay giảm và Động lực cho tăng trưởng nên là Đầu tư tư nhân.**

Lãi suất giảm về mức ổn định khi lạm phát được duy trì ổn định ở mức thấp

Theo dự báo của chúng tôi, lạm phát của cuối Quý 2 năm 2012 so với cùng kỳ năm 2011 có thể về mức quanh 8%-9%. Mở rộng hơn, nếu cung tiền không tăng mạnh vào cuối Quý 2.2012 thì lạm phát cuối Quý 3.2012 có thể sẽ rất thấp. Chẳng hạn, nếu cung tiền cuối Quý 2.2012 chỉ tăng khoảng 10% so với cùng kỳ năm trước, chúng tôi dự báo rằng lạm phát cuối Quý 3 năm nay sẽ chỉ tăng khoảng 5,2% so với cùng kỳ. Do vậy, sẽ không ngạc nhiên nếu lạm phát so với tháng trước sẽ âm với một số tháng trong Quý 3 (mặc dù vẫn dương nếu so với cùng kỳ năm trước.)

Chi phí điều chỉnh kinh doanh theo lạm phát không dự tính trước được là rất lớn. Do vậy, sự ổn định lạm phát và có thể dự đoán được trong một phạm vi nào đó là hết sức quan trọng. Thông thường, các chủ thể kinh tế, đặc biệt trong điều kiện lãi suất có xu hướng giảm, sẽ chờ đợi cho tới khi lạm phát ổn định trở lại trước khi quyết định gia tăng đầu tư. Tất nhiên sự sụt giảm mạnh của lạm phát không phải luôn luôn là điều tốt. Những cú sốc dễ hiểu sẽ là bình thường nếu có sự giảm quá đà của lạm phát trong giai đoạn cuối của thắt chặt chính sách tiền tệ.

Lạm phát ổn định sau khi thắt chặt là yếu tố tiền đề để kích thích tăng trưởng sau đó. Chúng ta có thể có thêm một số chính sách kích thích tăng trưởng ở mức độ vừa phải để đảm bảo vẫn kiểm soát được lạm phát thấp. Nếu một sự vội vàng đẩy mạnh kích thích tăng trưởng, giá cả tăng mất kiểm soát trở lại và chi phí để kiểm chế lạm phát sẽ lại trở nên hết sức đắt đỏ và thị trường sẽ lại mất niềm tin vào chính sách.



Thực tế chứng minh, sau gói kích thích kinh tế năm 2009, lạm phát quay trở lại với tốc độ phi mã, kéo theo các chính

Chúng tôi nhận thấy, trong hai giai đoạn 2001 tới 2003 và 2005 tới 2007, Việt Nam có được mức lạm phát ổn định và thấp ở một con số, vì vậy tăng trưởng kinh tế ở mức khá cao. Tuy nhiên, trong năm 2009, khi lạm phát giảm nhưng tăng trưởng gặp vấn đề, chúng ta đã kích thích kinh tế bằng hỗ trợ lãi suất (và về bản chất không khác nhiều việc giảm lãi suất cho vay trong thời gian ngắn hạn hợp lý) và vì vậy

sách thắt chặt được áp dụng trong các năm tiếp theo.

Duy trì lạm phát ở mức thấp do vậy cần phải được đảm bảo trong một khoảng thời gian đủ dài với cung tiền được kiểm soát ở mức hợp lý.

Lạm phát giảm, kéo theo lãi suất giảm, là tiền đề hợp lý cho tăng trưởng đầu tư tư nhân, động lực cho sự đi lên của nền kinh tế.

Thực tế cho thấy, lợi suất trái phiếu chính phủ biến động cùng chiều với lạm phát.

...trong khi lãi suất và đầu tư tư nhân biến động ngược chiều.

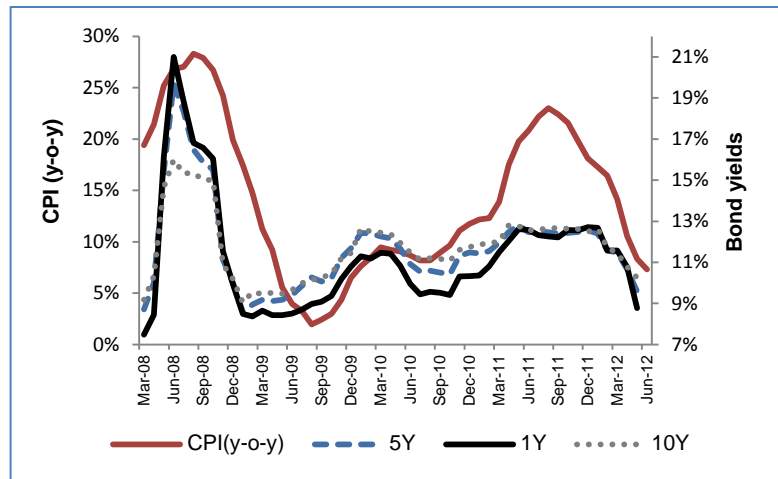
Đầu tư tư nhân giảm mạnh trong thời kỳ thắt chặt, lãi suất ở mức cao và tăng

kích thích tăng trưởng mạnh ngay trở lại, nhưng kèm ngay sau đó là lạm phát tăng phi mã trở lại. Sau đó các chính sách thắt chặt được đưa ra năm 2011 để giảm lạm phát. Tăng trưởng vì thế đương nhiên bị ảnh hưởng.

Chúng tôi cho rằng lạm phát sẽ tiếp tục giảm thêm vào Quý 3.2012. Và có lẽ đây là thời điểm rất quan trọng để NHNN đảm bảo rằng lạm phát được kiểm soát và ở mức thấp. Muốn vậy, việc duy trì lạm phát ở mức thấp phải được đảm bảo trong một khoảng thời gian và mức cung tiền cũng cần được kiểm soát hợp lý. Vì vậy, lạm phát mới bắt đầu giảm về mức mong đợi và cần có một sự kết hợp chính sách để đảm bảo sự ổn định lạm phát trong mức mục tiêu.

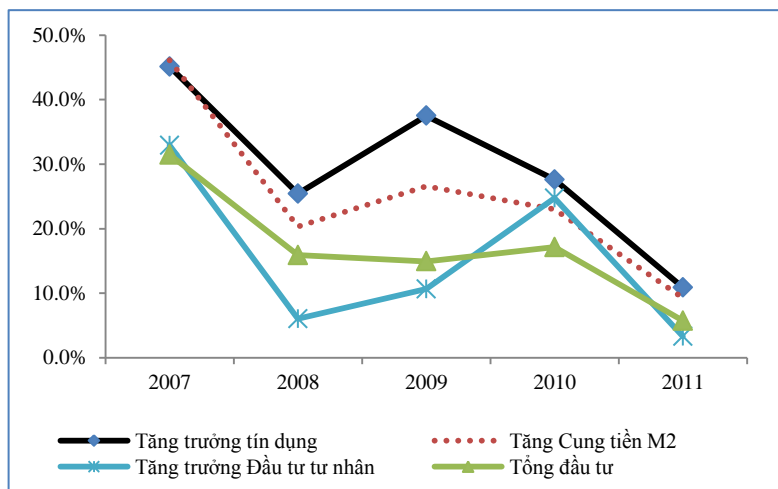
Kỳ vọng đầu tư tư nhân sẽ là động lực cho sự tăng trưởng

Về mặt lý thuyết, trong giai đoạn cuối của thắt chặt tiền tệ sẽ có sự giảm sút mạnh của mức giá, tức lạm phát giảm nhanh do sự chùn bước của đầu tư trước mức lãi suất cao trước đó. Tuy nhiên, khi lạm phát giảm sẽ kéo theo lãi suất giảm dần trong điều kiện kỳ vọng lạm phát tiếp tục thấp.



Chẳng hạn, với dữ liệu trong quá khứ cho thấy, tỷ suất trái phiếu chính phủ chuyển động khá cùng chiều với lạm phát. Khi tỷ suất trái phiếu chính phủ giảm sẽ kéo theo lãi suất thị trường giảm. Trong năm 2011 với trần lãi suất được áp dụng, tỷ suất trái phiếu đi khá ngang bằng ở các kỳ hạn. Khi lạm phát bắt đầu giảm rõ rệt vào Quý 1.2012, tỷ suất trái phiếu chính phủ cũng giảm cùng chiều và đường tỷ suất đã đồng thời đi xuống tại các kỳ hạn.

Lãi suất và đầu tư tư nhân (bao gồm cả đầu tư cá nhân, doanh nghiệp mà không xuất phát từ Chính phủ) có mối quan hệ mật thiết: khi lãi suất giảm thì đầu tư tăng lên và ngược lại.



Chẳng hạn, lãi suất tăng mạnh trong thời kỳ thắt chặt tiền tệ 2007-2008 đã kéo theo đầu tư tư nhân giảm mạnh và tổng đầu tư giảm. Năm 2009 chứng kiến gói kích cầu rất lớn và hỗ trợ lãi suất mạnh, kéo theo

trong thời kỳ lãi suất giảm thấp.

Theo chúng tôi khó có thể kỳ vọng đầu tư công sẽ đóng góp cho tăng trưởng kinh tế trong thời gian tới.

Các chính sách tài khóa hỗ trợ doanh nghiệp hiện tại được đánh giá là vừa phải và ở mức độ hợp lý.

Mặt bằng lãi suất cao đã làm giảm đầu tư tư nhân trong nửa đầu năm 2012 kéo theo GDP giảm mạnh.

Tuy nhiên, lãi suất giảm, và khả năng tăng tín dụng trở lại từ cuối Quý 2.2012 cho thấy đầu tư tư nhân đã có chuyển biến tích cực ban đầu.

Chúng tôi cho rằng lạm phát giảm thấp và ổn định sẽ là tiền đề cho cầu đầu tư tư nhân quay lại.

đầu tư tư nhân tăng mạnh trở lại. Và từ giữa năm 2011 tới nay với lãi suất rất cao kéo theo đầu tư tư nhân giảm mạnh.

Nếu lạm phát vào khoảng 5,5% vào cuối Quý 3 và Ngân hàng Nhà nước đảm bảo rằng sự ổn định của lạm phát ở mức 7% tới 8%, rất có thể lãi suất cho vay kỳ hạn dưới 1 năm sẽ phổ biến ở mức quanh 12%. Vì vậy, khi lãi suất thị trường giảm sẽ kéo theo đầu tư tư nhân tăng trở lại làm động lực thúc đẩy tăng trưởng cao hơn trong các kỳ tiếp theo.

Trong cấu phần của GDP, động lực cho tăng trưởng thời gian tới sẽ khó có thể là đầu tư công hoặc gia tăng chi tiêu chính phủ. Với cấu trúc và tốc độ giải ngân chi ngân sách như hiện nay sẽ tương đương với tốc độ năm 2011 và sẽ khó có một kỳ vọng về sự đột biến đóng góp của chi tiêu công cho tăng trưởng cho tới cuối năm cho dù dư địa còn khá nhiều.

Chi ngân sách nhà nước qua các năm (nghìn tỷ VND)

Năm tài khóa	5 tháng	% dự toán	6 tháng	% dự toán	Dự toán cả năm
2009	138,5	28,2%	197,5	40,2%	491,3
2010	196,8	33,8%	249,2	42,8%	582,2
2011	270,3	37,3%	331,5	45,7%	725,6
2012	338	37,4%			903,1

Nguồn: GSO

Chúng tôi đánh giá khá tích cực chính sách tài khóa hỗ trợ doanh nghiệp gần đây của chính phủ như giãn thuế hoặc cắt giảm một số loại thuế. Mức hỗ trợ như vậy là vừa phải và khó gây nên sức cầu đột biến, ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả của chính sách tiền tệ cắt giảm lạm phát. Sự mở rộng mạnh mẽ tài khóa tại thời điểm này là chưa nên do cần phải nuôi dưỡng nguồn gốc tăng trưởng từ chính nền kinh tế.

Qua kiểm tra số liệu với tiêu dùng được giả định sát với tốc độ tăng trưởng của chi tiêu theo doanh số bán lẻ thực tế, chúng tôi không nhận thấy có sự đột biến về tiêu dùng cá nhân. Và cũng dễ hiểu, trong điều kiện kinh tế hiện nay, việc kỳ vọng tăng trưởng từ tiêu dùng cá nhân là không có cơ sở. Chúng tôi đánh giá cao việc giảm thâm hụt thương mại, trực tiếp làm giảm mức khấu trừ vào GDP do thâm hụt các năm khá cao (mặc dù sẽ giảm ảnh hưởng gián tiếp của hàng hóa XNK vào sản xuất trong nước).

Việc tăng trưởng Quý 1. 2012 thấp hơn so với Quý 1. 2011 có nhiều nguyên nhân, trong đó nổi lên nguyên nhân quan trọng là lãi suất cao của các năm 2011 và nửa đầu năm 2012 (cùng với chính sách áp hạn mức tín dụng) đã làm giảm đầu tư tư nhân, kéo theo việc sụt giảm GDP khá mạnh các kỳ tiếp theo. Một mặt do lượng tồn kho vẫn tiếp tục chưa tiêu thụ được, trong khi lãi suất vẫn cao, dẫn tới khả năng tăng trưởng của hai quý đầu năm 2012 vẫn sẽ ở mức thấp.

Tuy nhiên, với mức độ giảm lãi suất nhanh như hiện nay và qua quan sát chúng tôi nhận thấy, cầu đầu tư tư nhân có thể sẽ gia tăng sau khi lạm phát ổn định. Việc tăng trưởng tín dụng được dự báo sẽ dương trở lại cũng hàm ý rằng có thể đã có sự chuyển động của đầu tư tư nhân ở mức độ nào đó. Chẳng hạn, trong năm 2009, chính sách hỗ trợ lãi suất kéo theo việc lãi suất thực trả rất thấp và do vậy, mặc dù cung tín dụng giảm nhưng cầu đầu tư tư nhân vẫn tăng khá mạnh và kéo nền kinh tế tăng trưởng trên 6%. Với lãi suất cho vay kỳ hạn dưới 1 năm được dự tính về khoảng 12% trong Quý 3.2012, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng sẽ tăng trở lại bắt đầu từ cuối Quý 2 này và chúng ta sẽ chứng kiến sự tăng trưởng trở lại bắt đầu từ Quý 4.

Do vậy, hãy cho đầu tư tư nhân thời gian và hãy tạo cho đầu tư tư nhân một cơ hội bằng một chính sách duy trì lạm phát ở mức thấp và ổn định. Một gói kích cầu tài khóa như hiện nay có lẽ là hợp lý và vừa đủ để tránh triệt tiêu hiệu quả chính sách kìm chế lạm phát. Mức lạm phát giảm quá đà về khoảng 5% cũng không đáng lo ngại vì cầu đầu tư tư nhân khi quay trở lại sẽ kéo theo sự hồi phục mức tăng giá ở mức độ nhẹ. Chúng tôi dự báo, nếu có được cơ hội nuôi dưỡng, tăng trưởng sẽ quay trở lại và đạt 5,4% cho năm 2012 trong khi lạm phát cuối Quý 4 sẽ ở mức 7% tới 8%, cao hơn mức dự báo lạm phát cuối Quý 3.2012 một chút. Động lực cho sự hồi phục tăng trưởng là đầu tư tư nhân nhưng chúng ta cần kiên nhẫn chờ đợi thêm chút nữa.

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.

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>