

## NỬA CUỐI 2012: BÀI TOÁN HÀI HÒA ‘LẠM PHÁT’-‘TĂNG TRƯỞNG’?

■ GDP Q2 tăng 4,6% y-o-y, cải thiện hơn so với Q1 chỉ tăng 4% y-o-y, nhưng vẫn thấp. Nguyên nhân chủ yếu là do: (i) Độ trễ tác động của chính sách thắt chặt trước đây và chỉ nới lỏng hơn sau Quý 1; (ii) Tác động xấu từ thị trường thế giới, làm giảm nguồn vốn và tổng cầu đáng kể. **VCBS tiếp tục duy trì dự báo GDP Q3 tăng 4,9% và cả năm tăng 5,4%.**

■ Mục tiêu kiềm chế lạm phát đã có được kết quả bước đầu. CPI tháng 6 giảm lần đầu tiên kể từ tháng 3/2009. **VCBS tiếp tục duy trì dự báo CPI Q3 tăng 5,2% và cả năm tăng khoảng 8%.**

■ Thị trường ngoại hối ổn định trong 6T2012 do được hỗ trợ từ các yếu tố như (i) NHNN đã thực hiện tốt các biện pháp điều tiết để giữ ổn định giá trị VND, (ii) mức nhập siêu trong suốt nửa đầu năm thấp, (iii) nhu cầu ngoại tệ cho nhập khẩu vàng không lớn do thị trường vàng trầm lắng. Tuy nhiên, những nguy cơ tiềm tàng áp lực lên tỷ giá vẫn tồn tại. **Chúng tôi cho rằng tỷ giá sẽ chịu áp lực điều chỉnh khi thời gian trôi về cuối năm và kinh tế phục hồi dần nhưng là sự điều chỉnh từ từ, nhẹ nhàng.**

■ Trần lãi suất huy động giảm mạnh trong Q2. Việc dỡ bỏ trần lãi suất ngắn hạn chỉ nên được thực hiện khi phương án tái cấu trúc các ngân hàng yếu kém rõ ràng hơn. Lãi suất cho vay vẫn chưa giảm được theo mức tương ứng như lãi suất huy động. **Lãi suất cho vay kỳ vọng sẽ giảm thêm trong Q3.**

■ 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. Tăng trưởng tín dụng trong tháng 6 đã được cải thiện nhưng mới tập trung ở một số NH lớn và cần thêm thời gian để lan tỏa trong toàn hệ thống. Tỷ lệ nợ xấu có thể đã đạt đỉnh trong thời gian vừa qua, do đó lực cân của nợ xấu với tăng trưởng tín dụng sẽ giảm bớt trong Q3. **Chúng tôi kỳ vọng đến cuối Q3 tăng trưởng tín dụng sẽ được cải thiện đáng kể và các DN sẽ có thể tiếp cận với nguồn vốn NH trên phạm vi rộng hơn.**

■ Các chỉ số kinh tế trong Q2 cho thấy mặc dù sức khỏe nền kinh tế đã có dấu hiệu cải thiện nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với kỳ vọng. **Do đó, chúng tôi cho rằng mục tiêu tiên quyết của điều hành chính sách trong 6 tháng cuối năm chính là tập trung tăng trưởng nhưng chỉ trong điều kiện lạm phát ở mức thấp và tỷ giá vẫn nằm trong tầm kiểm soát.**

### Chỉ số kinh tế vĩ mô 6 tháng 2012

GDP: +4,38% (y-o-y)

Lạm phát: +6,9% (y-o-y) và +2,52% (y-t-d)

Xuất khẩu: 53,1 tỷ USD (22,2% y-o-y)

Nhập khẩu: 53,8 tỷ USD (3,6% y-o-y)

Nhập siêu: 685 triệu USD

FDI: Tổng vốn đăng ký 6,384 tỷ USD (-27,7% y-o-y). Tổng vốn thực hiện: 5,4 tỷ USD (+2% y-o-y)

Bội chi ngân sách: 60 nghìn tỷ đồng (42,8% tổng dự toán 2012)

Tăng trưởng tín dụng: +0.76% so với đầu năm

Phạm Thùy Linh  
+84 4 3936 6425 (ext. 123)  
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 9

English summary at Page 10

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)

## Kinh tế vĩ mô

Nền kinh tế trong Q1.2012 gặp nhiều khó khăn khi tốc độ tăng trưởng GDP thấp, các ngành sản xuất bị đình đốn trong khi sức cầu yếu đi do áp lực lãi suất huy động và cho vay cao và do ảnh hưởng của các biện pháp thắt chặt tài khóa và tiền tệ được thực hiện triệt để từ đầu năm 2011. Bước sang Q2, với việc nới lỏng chính sách tiền tệ và tài khóa một cách thận trọng và chính sách hỗ trợ doanh nghiệp, nền kinh tế đã dần được cải thiện trong khi lạm phát vẫn được kiểm soát tốt. **Với độ trễ của chính sách, nền kinh tế được kỳ vọng sẽ tốt hơn trong Q3 tới và bức tranh kinh tế tổng thể năm 2012 sẽ sáng hơn so với năm 2011.**

**GDP 6T2012 được cải thiện nhưng khó khăn vẫn còn nhiều. Đầu tư tư nhân được kỳ vọng là động lực cho tăng trưởng trong Q3.**

*GDP trong Q2 (4,66% y-o-y) cải thiện hơn so với Q1 (4%) nhưng còn thấp so với kỳ vọng. VCBS dự báo GDP Q3 tăng 4,9% và cả năm tăng 5,4%.*

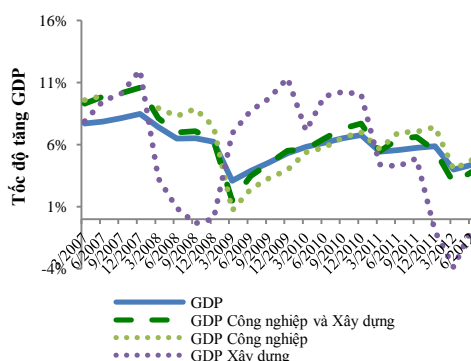
GDP tăng 4,38% y-o-y trong 2Q2012. Q2 tăng 4,66%, cải thiện hơn so với Q1 (4%) nhưng mức tốc độ tăng này vẫn thấp hơn nhiều so với mức tăng 5,57% của năm 2011. Trong đó, tốc độ tăng trưởng của khu vực dịch vụ và công nghiệp trong Q2 (5,57% và 4,76%) tăng nhẹ so với Q1(5,3% và 4,03%), của ngành nông lâm nghiệp và thủy sản vẫn tăng ở mức 2,8% như trong Q1, còn ngành xây dựng mặc dù có nhiều cải thiện nhưng vẫn giảm -0,8% trong Q2 so với -3,85% trong Q1. Có thể thấy mức tăng GDP trong 2Q2012 được cải thiện nhưng khó khăn vẫn còn nhiều.

(1) Chính sách tiền tệ và tài khóa nới lỏng thận trọng được triển khai khá đồng bộ trong Q2 thông qua giảm trần lãi suất huy động, giảm và giãn thuế cho doanh nghiệp... đã phần nào có tác động tích cực đến tâm lý của doanh nghiệp và người dân. Tuy nhiên, tác động và kết quả của việc thực hiện các biện pháp này sẽ thể hiện rõ ràng hơn trong Q3.

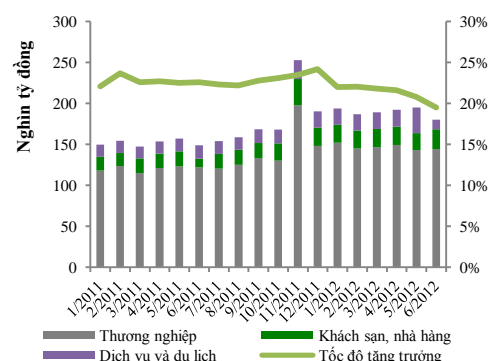
(2) Tổng cầu được cải thiện nhưng còn khá yếu, thể hiện qua kim ngạch xuất nhập khẩu và giá trị bán lẻ trong 6T2012. Về kim ngạch xuất nhập khẩu hàng hóa, tổng kim ngạch xuất khẩu đạt 53,1 tỷ USD(+22,2% y-o-y) chủ yếu là do tăng lượng hàng xuất khẩu trong khi giá cả hàng hóa ít có biến động. Đây là yếu tố tích cực trong bối cảnh một trong những thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam là châu Âu vẫn chìm ngập trong khủng hoảng nợ công. Trong khi đó, kim ngạch nhập khẩu đạt 53,8 tỷ USD (+3,6% y-o-y sau khi đã trừ đi yếu tố giá). Kim ngạch nhập khẩu tăng ít chủ yếu là do lượng hàng tồn kho còn nhiều (+26% y-o-y) và lãi suất còn khá cao (phổ biến ở mức 14% – 17% vào cuối Q2) khiến cho các doanh nghiệp hạn chế nhập khẩu các nguyên liệu đầu vào. Về giá trị bán lẻ, tổng mức hàng hóa bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng chỉ đạt 1.137,4 nghìn tỷ đồng trong 6T2012, với mức tăng trung bình là 21,29%/tháng, thấp hơn mức 22,7%/tháng của 6T2011. Điểm đáng lưu ý là tốc độ tăng trưởng của kinh doanh thương nghiệp và nhà hàng giảm liên tục kể từ đầu năm đã khiến cho tốc độ tăng trưởng của tổng mức bán lẻ và dịch vụ chung giảm.

(3) Tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng được cải thiện từ đầu tháng 5 sau khi lãi suất được điều chỉnh giảm liên tục đã cho thấy các doanh nghiệp phần nào đã phục hồi các hoạt động sản xuất kinh doanh của mình. Như chúng tôi đã đề cập trong Điểm nhấn vĩ mô tháng 5, đầu tư tư nhân là động lực cho sự tăng trưởng. Tuy nhiên, với hơn 26,32 nghìn doanh nghiệp giải thể, ngừng hoạt động trong 6T2012 và có tới 70% doanh nghiệp báo lỗ trong Q1 với tổng mức lỗ lên tới 40 tỷ đồng thì hầu hết các doanh nghiệp vẫn còn gặp khó khăn và hoạt động đầu tư tư nhân chưa thể tăng mạnh. Do vậy, với việc tiếp tục chính sách nới lỏng chính sách tiền tệ và tài khóa, chúng tôi kỳ vọng GDP Q3 tăng 4,9% và cả năm tăng 5,4%. Tuy nhiên, chúng tôi cần quan sát thêm Q3.2012 để có đánh giá bước đầu toàn cảnh kinh tế vĩ mô của năm 2012.

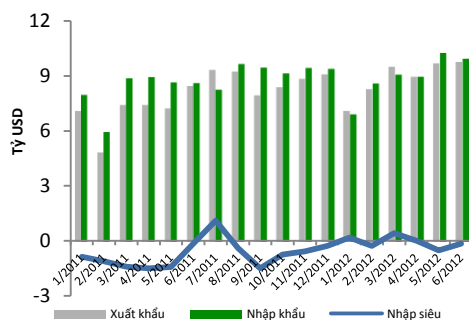
Tốc độ tăng GDP



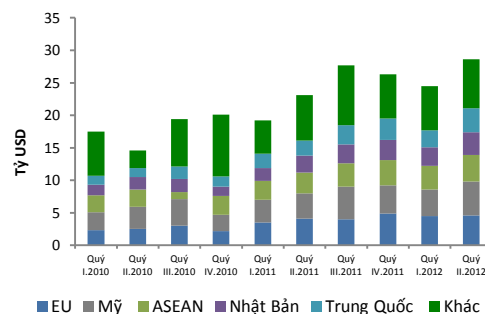
Bán lẻ



Xuất nhập khẩu



Xuất khẩu theo thị trường



Mục tiêu kiềm chế lạm phát đã có kết quả bước đầu. CPI Q3 dự báo tiếp tục ở mức thấp khoảng 5,2% so cùng kỳ.

CPI tháng 6 so với tháng 05 giảm, lần đầu tiên kể từ tháng 3/2009 (-0,26% m-o-m). CPI cả nước tăng 6,9% y-o-y. Dự báo CPI Q3 tăng 5,2% và cả năm tăng khoảng 8%.

Mục tiêu kiềm chế lạm phát theo Nghị quyết 11/NQ-CP năm 2011 đã được hiện thực hóa trong 6T2012 khi CPI cả nước tăng 6,9% y-o-y và CPI của tháng 6 lần đầu tiên kể từ tháng 3 năm 2009 ghi nhận mức giảm -0,26% so với tháng trước. Trong số các nhóm hàng, ngoài giá của nhóm bưu chính viễn thông liên tục giảm trong suốt 3 năm qua, giá của hai nhóm hàng là hàng ăn và dịch vụ ăn uống, và nhà ở và vật liệu xây dựng giảm liên tục trong Q2 đã khiến cho chỉ số CPI trong nửa đầu năm liên tục giảm so với cùng kỳ năm 2011. Nguyên nhân chính làm giảm CPI là do:

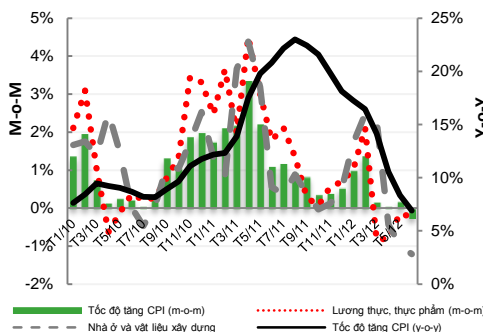
(1) Chính sách thắt chặt tiền tệ và tài khóa trong suốt năm 2011 và những tháng đầu của năm 2012 đã khiến cho tổng cầu - sức mua giảm;

(2) Giá xăng dầu biến động mạnh trong 6T2012. Giá xăng A92 sau khi tăng mạnh 2.100 đồng vào cuối Q1 đã được điều chỉnh tăng lần 2 vào tháng 4. Sau đó, giá xăng dầu được điều chỉnh giảm liên tục 2 lần/tháng kể từ đầu tháng 5 và hiện giá xăng A92 là 21.200 đồng/lít, vẫn cao hơn 400 đồng/lít so với mức 20.800 đồng/lít vào cuối năm 2011. Giá dầu thô trên thế giới liên tục biến động theo chiều hướng giảm trong Q2 và xuống sát mức thấp nhất trong vòng 8 tháng qua vào cuối tháng 6. Nguồn cung dồi dào, cầu yếu và do FED hạ dự báo tăng trưởng GDP xuống mức 1,9% – 2,4% là yếu tố chính khiến giá dầu thô thế giới giảm và kéo theo giá xăng dầu trong nước giảm. Điều này đã khiến cho chi phí đầu vào của nhiều doanh nghiệp giảm;

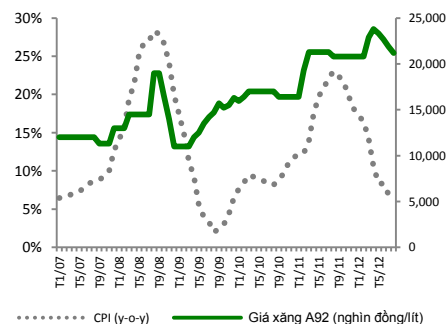
(3) Giá lương thực, thực phẩm giảm tốc do nhu cầu nội địa cũng như xuất khẩu không có biến động lớn trong khi cung khá dồi dào khi đến mùa thu hoạch. Bên cạnh đó, giá cả nhiều loại nông sản thế giới cũng giảm mạnh khi tình hình kinh tế khó khăn ở nhiều nước trên thế giới khiến cầu hàng hóa giảm.

**Việc tăng giá điện lên 5% và tăng giá nước sạch tối đa 50% được áp dụng từ đầu tháng 7, theo chúng tôi, sẽ ít có tác động tới lạm phát trong những tháng tới nhưng lại có tác động đến tổng cung do tổng chi phí vẫn tăng lên so với đầu năm.** Theo chu kỳ của lạm phát với mức tăng CPI tháng 7 và 8 thường thấp hơn tháng 6, chúng tôi dự báo CPI cả nước trong Q3 dự báo trong khoảng 5,2% và CPI năm 2012 sẽ vào khoảng 8%.

Tốc độ tăng CPI



Giá xăng A92 và CPI (y-o-y)



### Thị trường ngoại hối ổn định trong 6T2012 nhưng sức ép tiềm tàng lên tỷ giá vẫn tồn tại.

*Thị trường ngoại hối ổn định trong 6T2012 nhưng vẫn tỷ giá chịu áp lực điều chỉnh.*

Thị trường ngoại hối khá ổn định trong 6T2012 khi tỷ giá USD/VND liên ngân hàng được giữ vững ở mức 20.828 VND/USD và tỷ giá trong ngân hàng thương mại dao động trong khoảng  $\pm 1\%$ . Sự ổn định của thị trường ngoại hối trong suốt thời gian qua là do các yếu tố hỗ trợ: (i) NHNN đã thực hiện tốt các biện pháp điều tiết để giữ ổn định giá trị VND (quản lý chặt chẽ hơn thị trường ngoại tệ và hoạt động cho vay ngoại tệ của các ngân hàng, áp mức lãi suất trần huy động 2% đối với USD - thấp hơn nhiều so với lãi suất VND, tiến hành mua ngoại tệ đưa vào dự trữ ngoại hối) và cam kết chỉ điều chỉnh tỷ giá 2%-3% trong năm 2012 đã tạo được tâm lý tích cực cho doanh nghiệp và người dân cũng như hạn chế được tình trạng đầu cơ ngoại tệ; (ii) Nhập siêu trong 6T2012 chỉ là 685 triệu USD, bằng khoảng 1/10 so với cùng kỳ năm 2011 trong khi nhu cầu ngoại tệ cho hoạt động nhập khẩu hàng hóa không lớn do sự trì trệ của nền kinh tế; (iii) Nhu cầu ngoại tệ cho nhập khẩu vàng (95% lượng vàng tiêu thụ phải nhập khẩu) trong Q2 không lớn khi thị trường vàng bị quản lý chặt hơn và trở nên khá trầm lắng bất chấp việc giá vàng sau biến động với xu hướng tăng mạnh trong nửa đầu Q1.

Việc dự trữ ngoại hối của NHNN không ngừng được cải thiện (tính đến cuối tháng 6 vào khoảng 20 tỷ USD, tương đương với 9 tuần nhập khẩu và cán cân thanh toán tổng thể thặng dư hơn 2 tỷ USD) và nhập siêu dự báo ở mức thấp hơn nhiều so với mức 9,8 tỷ USD của năm 2011 sẽ là những yếu tố tác động tích cực đến sự ổn định của thị trường ngoại hối.

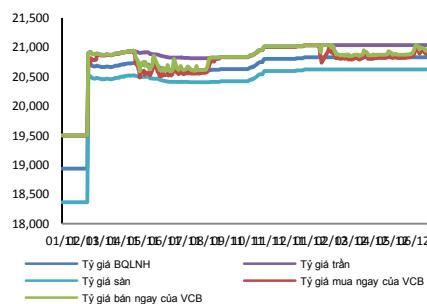
Tuy nhiên, thị trường vẫn còn tiềm ẩn một số rủi ro có thể gây áp lực lên tỷ giá:

(1) Về phía cung ngoại tệ, nguồn ngoại tệ từ vốn FDI và kiều hối có xu hướng giảm mạnh. *Tổng vốn FDI* đăng ký 6 tháng đầu năm đạt 6,384 tỷ USD (-27,7% y-o-y). Trong đó, vốn đăng ký mới của 425 dự án là 4,762 tỷ USD còn vốn bổ sung thêm cho 123 dự án đang hoạt động là 1,621 tỷ USD. Mặc dù lượng hàng tồn kho cho công nghiệp chế biến, chế tạo vẫn còn ở mức cao nhưng các nhà đầu tư FDI vẫn tập trung đầu tư vào lĩnh vực này với lượng vốn chiếm 63% tổng vốn đăng ký. Trong khi đó, vốn FDI giải ngân của tháng 6 chỉ đạt 890 triệu USD đã khiến cho tổng mức vốn FDI giải ngân trong 6T2012 đạt 5,4 tỷ USD, tăng nhẹ 2% y-o-y. Trong khi đó, *lượng kiều hối* tại TPHCM (thường chiếm khoảng 50% lượng kiều hối của cả nước) trong 6T2012 chỉ đạt 1,9 tỷ USD, thấp hơn 500 triệu so với cùng kỳ năm 2011. Khó khăn kinh tế thế giới nói chung, trong đó có sự trầm lắng của thị trường bất động sản và chứng khoán cũng như chính sách khống chế trần lãi suất huy động USD, đã khiến lượng kiều hối gửi về để đầu tư giảm mạnh. Theo đó, nguồn kiều hối trong năm 2012 được dự báo thấp hơn mức 9 tỷ USD của năm 2011 và làm giảm nguồn cung ngoại tệ.

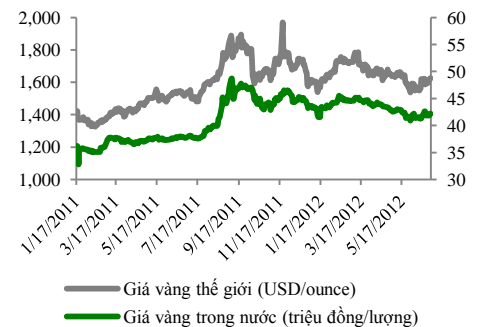
(2) Nhu cầu USD có thể tăng lên khi trần lãi suất VND liên tục hạ. Mức lãi suất huy động USD được áp trần ở mức 2% trong suốt một thời gian dài qua đã khiến cho hoạt động đầu cơ ngoại tệ giảm hẳn, người dân có xu hướng đổi ngoại tệ ra tiền VND để gửi tiết kiệm. Việc NHNN mua tới 9 tỷ USD đưa vào dự trữ chủ yếu thông qua các khoản ngoại tệ mà người dân và doanh nghiệp bán cho hệ thống ngân hàng thương mại. Tuy nhiên, với việc hạ nhanh trần lãi suất huy động VND tới 3% trong vòng 3 tháng qua và vẫn có khả năng giảm tiếp, người dân và doanh nghiệp có khả năng quay trở lại cầm giữ ngoại tệ, trong khi nhu cầu về ngoại tệ cho doanh nghiệp trả các khoản nợ ngoại tệ và thanh toán cho các đơn hàng nhập khẩu có xu hướng tăng cao vào cuối năm sẽ khiến cầu ngoại tệ tăng lên.

**Do vậy, chúng tôi cho rằng tỷ giá sẽ chịu áp lực điều chỉnh trong thời gian tới. Nhưng rõ ràng, với sự biến động lãi suất, lạm phát, thương mại, vốn nước ngoài và dự trữ ngoại hối, tỷ giá chịu áp lực điều chỉnh nhưng vẫn sẽ được quản lý biến động nhẹ nhàng.**

Tỷ giá USD/VND



Giá vàng



## Chuyển hướng trong chính sách: cân bằng lạm phát và tăng trưởng 6 tháng cuối năm

*Đẩy mạnh cầu tư nhân thông qua tăng trưởng tín dụng của hệ thống NH là điểm mấu chốt quyết định tăng trưởng trong 6 tháng cuối năm.*

Các con số về số lượng doanh nghiệp phá sản, giải thể, chỉ số hàng tồn kho, chỉ số bán lẻ như đã đề cập ở trên cho thấy mặc dù sức khỏe nền kinh tế Quý 2 đã có dấu hiệu cải thiện so với Quý 1 nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với kỳ vọng. **Do đó, với việc lạm phát ở mức thấp và tỷ giá vẫn nằm trong tầm kiểm soát, chúng tôi cho rằng mục tiêu tiên quyết của điều hành chính sách trong 6 tháng cuối năm chính là tập trung tăng trưởng.** Chúng tôi nhận thấy sự nới lỏng dần chính sách bắt đầu từ tháng 5 khi trần lãi suất huy động bắt đầu giảm liên tục, đồng thời NHNN yêu cầu các NH cho vay ưu đãi với 4 nhóm đối tượng doanh nghiệp. Kèm theo đó là quyết định tăng đầu tư công của chính phủ vào một số hạng mục cơ sở hạ tầng, cắt giảm thuế thu nhập doanh nghiệp, thuế sử dụng đất và miễn thuế thu nhập các nhân với một số đối tượng. Với việc tăng trưởng tín dụng chỉ tăng 0,76% trong 6T2012, có thể thấy trong 2 tháng nới lỏng gần đây, tiền bơm ra cho nền kinh tế chủ yếu vẫn từ ngân sách thông qua các dự án cơ sở hạ tầng trong khi nguồn vốn từ hệ thống NHTM vẫn chưa được khơi thông đến doanh nghiệp. Theo đó, thúc đẩy hoạt động cho vay của hệ thống ngân hàng nhằm đẩy mạnh hoạt động đầu tư tư nhân sẽ là điểm mấu chốt quyết định sự tăng trưởng của nền kinh tế trong 6 tháng cuối năm. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng, cân bằng tăng trưởng để đảm bảo ổn định các yếu tố vĩ mô khác quan trọng hơn là thúc đẩy tăng đột biến. **Áp bài học 2009 trở lại, chúng tôi cho rằng, gói kích cầu vừa phải cộng với đặc tính tăng trưởng tín dụng thường sẽ từ từ sẽ kéo tăng trưởng tăng dần trở lại. Một cách hợp lý, chúng tôi cho rằng tăng trưởng chỉ có thể đạt 5,4% vào cuối năm nếu muốn giữ lạm phát ở mức quanh 8% cho năm 2012 và tạo tiền đề giữ mức này cho năm 2013.**

## Thị trường tài chính

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

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. Trong khi đó, nhiều nước ở khu vực châu Âu (Tây Ban Nha, Cộng hòa Síp, Bồ Đào Nha, Ý...) và châu Á (Ấn Độ,...) đã bị Fitch Ratings cũng như nhiều tổ chức xếp hạng tín nhiệm khác như Moody's, S&P liên tục hạ triển vọng kể từ đầu năm đến nay. **Việc giữ nguyên mức tín nhiệm cho Việt Nam cho thấy nỗ lực của chính phủ Việt Nam trong việc khắc phục sự mất cân bằng trong kinh tế vĩ mô trong suốt thời gian qua và quá trình tái cơ cấu kinh tế nói chung và tái cơ cấu khu vực ngành ngân hàng và doanh nghiệp nhà nước nói riêng được đánh giá là bước đi cần thiết để củng cố mức tín nhiệm của Việt Nam.** Tuy vậy, rõ ràng, các cải cách hệ thống tài chính của Việt Nam còn rất nhiều thách thức.

## Giao dịch giấy tờ bảo hiểm xu hướng lãi suất. Thanh khoản của hệ thống NH ổn định.

*Thị trường trái phiếu, tín phiếu sôi động trong 6T2012. Lãi suất giảm dần. Thanh khoản trong hệ thống ngân hàng tiếp tục duy trì trạng thái tích cực.*

Thị trường trái phiếu, tín phiếu hoạt động khá sôi động trong 6T2012 chủ yếu là do thanh khoản của các ngân hàng khá dồi dào:

(1) Trên thị trường trái phiếu, tổng lượng trái phiếu Kho bạc Nhà nước và Chính phủ bảo lãnh phát hành trên thị trường sơ cấp đạt 87,464 nghìn tỷ đồng (+22% y-o-y) trong khi có hơn 785 triệu USD trái phiếu được các doanh nghiệp phát hành trên thị trường quốc tế và tổng lượng trái phiếu bằng VND được phát hành cũng khá lớn. Trên thị trường thứ cấp, tổng giao dịch trái phiếu lên tới 71,112 nghìn tỷ đồng, tăng 2,07 lần so với cùng kỳ năm trước. Điểm đáng lưu ý là lãi suất trúng thầu trái phiếu cũng như lợi suất trái phiếu chính phủ ở các kỳ hạn biến động giảm theo lạm phát và hiện đang tiệm cận đến mức giá hợp lý trong trung hạn. **Chúng tôi cho rằng lãi suất trái phiếu trúng thầu và lợi suất sẽ được điều chỉnh dựa trên kỳ vọng mức lạm phát năm 2012 vào khoảng 8%. Đây cũng chính là lý do khiến cho mức lãi suất trái phiếu đưa ra trong các phiên đấu thầu từ giữa tháng 6 trở nên kém hấp dẫn và kết quả đấu thầu không cao như mong đợi.**

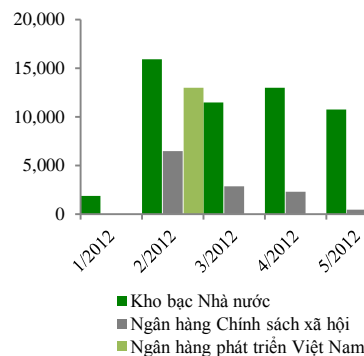
(2) Thị trường tín phiếu sau một thời gian dài chỉ có tín phiếu Kho bạc Nhà nước được phát hành (giá trị 7.371 tỷ đồng với kỳ hạn 1 năm trong 6T2012), kể từ cuối Q1, NHNN cũng đã phát hành tín phiếu với các kỳ hạn 1 tháng, 3 tháng, và 6 tháng nhằm rút một lượng tiền lớn đã cung ra nền kinh tế để mua ngoại hối đưa vào dự trữ. Tuy nhiên, trong nửa cuối tháng 6, NHNN đã ngừng việc phát hành tín phiếu này và tính đến cuối tháng 6, lượng tín phiếu chưa đến hạn vẫn còn lên tới 60 nghìn tỷ đồng. **Cũng giống như lãi suất trái phiếu, lãi suất tín phiếu cũng có xu hướng giảm dần trong Q2. Lãi suất tín phiếu phản ánh xu hướng lãi suất ngắn hạn nhiều hơn và cho thấy lãi suất VND ngắn hạn sẽ tiếp tục ở mức thấp trong thời gian tới.**



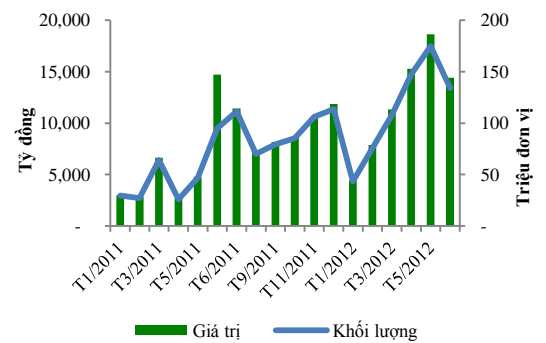
(3) Thị trường mở với hoạt động bơm tiền qua nghiệp vụ thông thường có xu hướng giảm mạnh trong Q2. Sau khi một lượng tiền lớn được cung ra cho dịp Tết Nguyên đán, NHNN đã liên tục rút tiền về trên thị trường mở. Theo đó, số dư trên thị trường này đã giảm mạnh từ mức gần 80 nghìn tỷ đồng sau Tết xuống còn 1 nghìn tỷ đồng vào cuối tháng 6. Lãi suất trên thị trường mở cũng liên tục được điều chỉnh giảm theo mức giảm của trần lãi suất huy động và đứng ở mức 8%/năm vào cuối Q2.

Có thể thấy, thanh khoản của các ngân hàng dồi dào đã khiến cho các thị trường trên sôi động. Tuy nhiên, việc tham gia nhiều vào thị trường trái phiếu của các NH *hơn mức dùng cho quản trị thanh khoản* cũng cho thấy **đồng tiền vẫn quanh quẩn trong hệ thống ngân hàng, chưa đến được với các doanh nghiệp và do đó, không hỗ trợ được nhiều cho mức tăng trưởng tín dụng trong thời gian qua. Tuy vậy, có vẻ tín dụng doanh nghiệp sẽ được mở rộng thêm khi lãi suất cho vay trong tương quan với rủi ro đã bắt đầu hấp dẫn hơn tỷ suất sinh lời đã và đang giảm dần vào cuối Q2.**

Trái phiếu phát hành (tỷ đồng)



Giao dịch trên thị trường thứ cấp

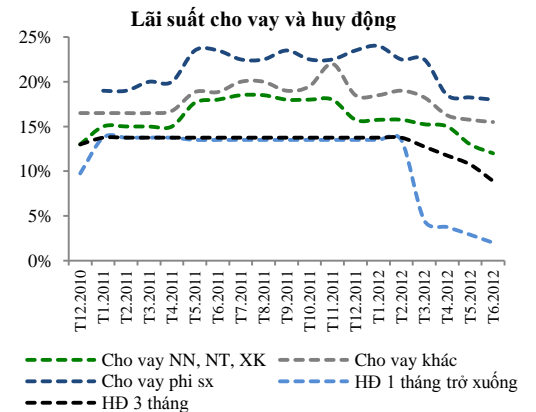
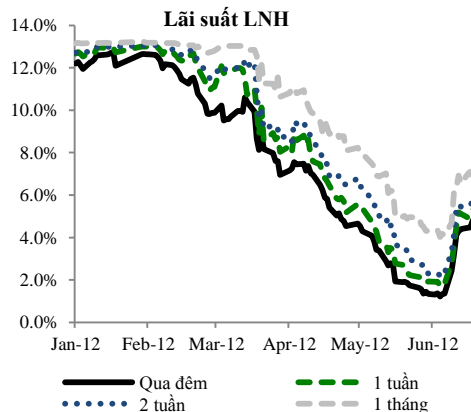


### Lãi suất cho vay đang tiệm cận dần mức chấp nhận của doanh nghiệp.

*Trần lãi suất huy động giảm mạnh 4% trong Q2. Lãi suất cho vay vẫn đang trên đà giảm và dần phù hợp với kỳ vọng của doanh nghiệp.*

Từ giữa tháng 9, mức trần huy động cho các kỳ hạn dưới 1 năm được quy định ở mức 9%/năm. Như vậy, chỉ riêng trong Q2, trần lãi suất đã giảm tới 4%. Cơ sở để giảm lãi suất dựa trên mức tăng CPI thấp kể từ tháng 3 đến nay trong khi tăng trưởng tín dụng vẫn âm tính đến hết tháng 5. Với mức CPI năm 2012 được dự báo ở mức 8%. **VCBS cho rằng mức trần huy động 9% khó có khả năng giảm thêm, thay vào đó, trần lãi suất có khả năng được xóa bỏ. Tuy nhiên chúng tôi nhấn mạnh, động thái này chỉ nên thực hiện khi tình hình thanh khoản tại các ngân hàng yếu kém trở nên thực sự ổn định sau một thời gian dài được kiểm soát đặc biệt.**

Cùng với đà giảm của lãi suất huy động, lãi suất cho vay cũng được các ngân hàng giảm mạnh từ mức 20% - 22%/năm vào cuối Q1 xuống mức 14% - 17%/năm vào cuối Q2. Có thể thấy, lãi suất cho vay đang tiệm cận dần với mức chấp nhận được của doanh nghiệp (14% - 15%) cho các kỳ hạn dài và chúng tôi kỳ vọng mức lãi suất này trở nên phổ biến hơn vào cuối Quý 3.

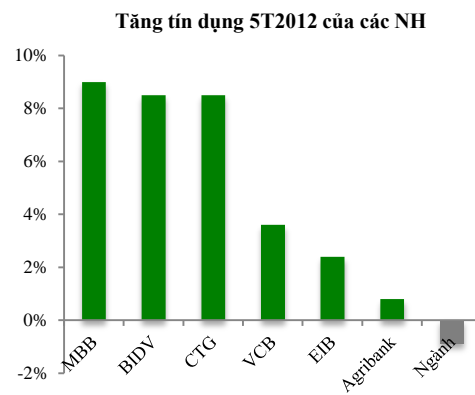
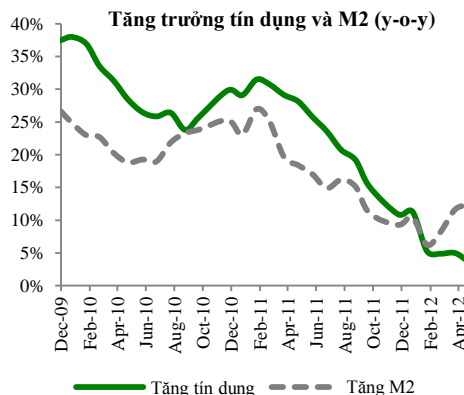


**Tín dụng bắt đầu cải thiện trong tháng 5 và 6 và sẽ tăng trưởng tốt trong Q3.**

*Tín dụng tăng trưởng dương 0,76% trong 6T2012. Tình hình cho vay được kỳ vọng cải thiện đồng đều trên toàn hệ thống để thúc đẩy mạnh tăng trưởng kinh tế trong sáu tháng cuối năm.*

Đúng với dự đoán của VCBS đưa ra trong BCVM T5.2012, số liệu tăng trưởng tín dụng 6T2012 của hai thành phố lớn (Hà Nội: +2,1% và HCM: +1,6%) và số liệu gần đây công bố, tín dụng toàn hệ thống NH đã tăng trưởng 0,76% so với cuối năm 2011. Sự cải thiện trong tăng trưởng tín dụng bắt đầu chuyển biến từ thời điểm tháng 5 khi một loạt các NH lớn công bố mức tăng trưởng tín dụng tương đối khả quan (BIDV: +8,5%, MBB: +9%, CTG: +8,5%, VCB: +3,6%, EIB: +2,4%, Agribank: +0,8%). Tuy nhiên, mức tăng trưởng chung vẫn tương đối thấp so với kỳ vọng, đồng thời tình hình cho vay cải thiện chưa xảy ra đồng đều trên toàn bộ hệ thống. Mức tăng trưởng cao chủ yếu rơi vào các NH có nhiều khoản vay liên quan đến dự án của Chính phủ và các gói hỗ trợ (BIDV, VCB, CTG, MBB) hay một số NH có thế mạnh về bán lẻ (Techcombank). Các NH còn lại vẫn đang cho vay cầm chừng hoặc chỉ tập trung thu hồi nợ xấu. **Cần nhắc độ trễ trong các chính sách kích thích tăng trưởng gần đây của Chính phủ và NHNN, chúng tôi cho rằng cần thêm khoảng 2 tháng nữa để hoạt động cho vay của đại bộ phận các NH có qui mô nhỏ và vừa được cải thiện, từ đó doanh nghiệp có thể tiếp cận với nguồn vốn ngân hàng ở phạm vi rộng hơn và tăng trưởng tín dụng thực sự trở thành động lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong sáu tháng cuối năm.**

Ngoài ra, chúng tôi cũng đánh giá tỷ lệ nợ xấu của hệ thống ngân hàng do NHNN công bố gần đây (4,14% vào cuối tháng 4 và khoảng 10% đến thời điểm tháng 6) là một trong những nguyên nhân chính cản trở sự tăng trưởng của hoạt động cho vay và khiến kinh doanh ngành ngân hàng tiếp tục gặp khó khăn. Tuy nhiên, tỷ lệ này có thể đã đạt mức đỉnh trong thời gian vừa qua và sẽ không có khả năng tăng cao hơn nữa khi nền kinh tế vĩ mô đang có dấu hiệu tốt lên. Do đó, chúng tôi cho rằng lực cản này đối với tăng trưởng tín dụng cũng sẽ giảm bớt trong 2 quý cuối năm 2012.



## PHỤ LỤC

### Các sự kiện vĩ mô chính trong tháng 6/2012

Thời gian	Sự kiện
01/06/2012	NHNN dự kiến thành lập công ty mua bán nợ trong hệ thống ngân hàng với số nợ mua khoảng 100 nghìn tỷ đồng.
08/06/2012	Quyết định số 1196/QĐ-NHNN: Hạ trần lãi suất huy động từ 11% xuống 9%/năm, lãi suất tái cấp vốn sẽ giảm xuống 11%; lãi suất tái chiết khấu còn 9%; trần lãi suất kỳ hạn dưới 1 tháng hạ xuống 2%/năm, trung và dài hạn theo thỏa thuận. Áp dụng từ 11/06/2012.
18/06/2012	Thông tư số 21/2012/TT-NHNN: TCTD có nợ quá hạn từ 10 ngày trở lên không được tham gia vào thị trường liên NH. Hiệu lực từ 1/9/2012.
19/06/2012	Hà Nội 6T2012: tăng trưởng tín dụng đạt 2,1%; CPI tháng 6 giảm 0,17% m-o-m; GDP tăng 7,6% y-o-y.
20/06/2012	TP. HCM 6T2012: tăng trưởng tín dụng đạt 1,6%; CPI tháng 6 giảm 0,43% m-o-m, GDP tăng 8,1% y-o-y
20/06/2012	Bộ Tài chính chính thức khôi phục lại mức thuế suất thuế nhập khẩu từ 0% lên 5% đối với mặt hàng gas (LPG).
21/06/2012	Giá gas tăng 11.000 đồng/bình 12kg.
21/06/2012	NHNN công bố các chỉ tiêu quan trọng: Tính đến 30/04/2012: tín dụng: 2.617.320 tỷ đồng, giảm 0,59% ytd; huy động: 2.533.858 tỷ đồng, tăng 3,6% ytd; M2: 3.035.790 tỷ đồng, tăng 3,14% ytd. Tỷ lệ cấp tín dụng so với nguồn vốn huy động: 94,73%; ROA Q1.2012: 0,32%; ROE Q1.2012: 3,20%.
21/06/2012	Quốc hội thông qua giảm 30% thuế TNDN phải nộp 2012, miễn thuế TNCN từ ngày 1/7/2012 đến hết ngày 31/12/2012 với cá nhân có thu nhập tính thuế ở bậc 1.
21/06/2012	Giá xăng giảm 700 đồng/lít. Dầu diesel giảm 400 đồng/lít; dầu hỏa giảm 350 đồng/lít; dầu mazut giảm 300 đồng/kg. Tăng thuế nhập khẩu xăng thêm 3%, các loại dầu thêm 2%.
24/06/2012	CPI cả nước tháng 6: -0,26% m-o-m, giảm lần đầu tiên sau 38 tháng.
27/06/2012	Tín dụng 6T2012 tăng 1% - 2% so với cuối 2011 nếu loại bỏ yếu tố ảo của cuối 2011.
28/06/2012	Thông tư 88: giá nước tối thiểu tại đô thị đặc biệt, đô thị loại một sẽ tăng từ 3.000 lên 3.500 đồng/m3, mức tối đa có thể lên tới 18.000 đồng, gấp rưỡi so với mức 12.000 đồng được áp dụng từ tháng 7/2009. Áp dụng từ 11/07/2012.
29/06/2012	GDP cả nước tăng 4,38%. Chỉ số tồn kho tại 1/6 tăng 26% y-o-y. Bội chi NSNN: 60.000 tỷ đồng tính đến 15/6, bằng 42,8% dự toán bội chi cả năm. Tổng mức bán lẻ và doanh thu dịch vụ 6T2012: tăng gần 20%, nếu loại bỏ yếu tố giá chỉ tăng 6,5%.
29/06/2012	EVN công bố tăng giá điện thêm 5%, bắt đầu từ 1/7/2012.
29/06/2012	Quyết định số 1289/QĐ-NHNN: Kể từ 1/7 tới, NHNN điều chỉnh giảm các lãi suất điều hành thêm 1%. Theo đó, lãi suất tái cấp vốn là 10%/năm; lãi suất tái chiết khấu là 8%/năm, lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng còn 11%.



## 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 TYCHỨNG 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>**

## MACROECONOMIC REPORT 1H2012

### 2H2012: STRIKING BALANCE BETWEEN INFLATION AND GROWTH?

■ Q2 GDP increased by 4.6% y-o-y, though improved from 4% y-o-y in Q1 but still stayed low. Key explanations included (i) lagging impacts from previous tightening policies which were only loosened after Q1; (ii) negative effects from the global economic downturn, resulting in the recent plunge of capital inflow and aggregate demand. **VCBS keeps the forecast for Q3 GDP at 4.9% and FY2012 GDP at 5.4%.**

■ Initial successes have been recorded for inflation control target. June CPI has posted the first negative m-o-m growth since Mar09. **VCBS keeps estimates for Q3 CPI at 5.2% y-o-y and FY2012 CPI at around 8% y-o-y.**

■ Forex market remained stable in 1H2012 as being supported by (i) SBV's flexible management, (ii) low trade deficit in 1H2012 and (iii) low demand for foreign currency used in gold imports. However, potential pressures on the Dong still exist. **We believe that the exchange rate might be adjusted by year end when the economy recovers but the adjustment would be slight and gradual.**

■ Deposit rate cap was sharply cut in Q2 and not likely to go further down. Instead, the lift of short-term rate cap might be in place but only when the restructuring processes at ailing banks show clear improvements. Lending rate continued to go down but at a slower pace than deposit rate. **This rate is expected to slide further in Q3.**

■ Although banks' liquidity condition stayed comfortable, money stuck in the banking system was still far beyond business reach. Credit growth improvement was observed in 1H2012 but only in large banks and takes time to spread out to the whole system. NPL ratio, as a hurdle to credit growth, seemed to have reached its peak and would probably be reduced in Q3. **We expect credit growth to be significantly improved by the end of Q3 and the list of businesses that can access bank loans to be expanded.**

■ Key economic indicators in Q2 showed that the economy recovered less than expected. **Thus, we believe the priority for policy making in 2H2012 is to boost economic growth in the context of CPI and exchange rate kept under control.**

#### Macroeconomic indicators in June 2012

GDP: +4.38% (y-o-y)

CPI: +6.9% (y-o-y) and +2.52% (y-t-d)

Exports: USD53.1bn (22.2% y-o-y)

Imports: USD53.8bn (3.6% y-o-y)

Trade deficit: USD685mn

FDI: Registered FDI: USD6.384bn (-27.7% y-o-y). Realized FDI: USD5.4bn (+2% y-o-y)

Budget deficit: VND60trn (42.8% of 2012 planned budget deficit)

Credit growth: +0.76% y-t-d

**VCBS maintains Disclaimers at Page 9.**