

VĨ MÔ: SỰ CHẬM CHẠP QUÝ 3 KÉO DÀI SANG QUÝ 4

■ Các chỉ số kinh tế trong Q3 cho thấy mức độ cải thiện sức khỏe nền kinh tế vẫn còn yếu, thấp hơn so với kỳ vọng. **Do đó, chúng tôi cho rằng mục tiêu tiên quyết của điều hành chính sách trong Q4 chính là tập trung ổn định lạm phát, lành mạnh hơn nữa thị trường tài chính để tạo điều kiện cho đầu tư tư nhân lấy lại đà tăng trưởng bên cạnh đầu tư công đã định hình từ trước.**

■ GDP quý 3 tăng 5,35%, một dấu hiệu cải thiện so với mức tăng 4% của quý 1 và 4,66% của quý 2, nhưng thấp hơn Quý 3 năm trước. Tính chung 9 tháng, GDP chỉ tăng khoảng 4,73% so với cùng kỳ năm trước, thấp hơn nhiều so với con số 5,77% của 9T2011. **Theo tính chu kỳ, đầu tư công được kỳ vọng là động lực chính cho tăng trưởng quý 4. Như trong báo cáo Fixed Income, VCBS dự báo tăng trưởng GDP cả năm ở mức 5,2%.**

■ CPI tháng 9 tăng mạnh 2,2% do điều chỉnh mạnh chi phí dịch vụ y tế và tính chu kỳ của mùa tựu trường, khiến lạm phát nhảy lên 5,13% y-t-d. **VCBS tiếp tục duy trì dự báo CPI cả năm tăng khoảng 8%. Nếu cung tiền tiếp tục được kiểm soát hợp lý, rủi ro lạm phát tăng trở lại là thấp.**

■ Cán cân thanh toán quốc tế 9 tháng ước thặng dư khoảng 8 tỷ USD. **Tỷ giá USD/VND sẽ tiếp tục ổn định trong thời gian tới. Tuy nhiên, chúng tôi không loại trừ khả năng về một sự điều chỉnh nhẹ của NHNN đối với tỷ giá chính thức nhằm chuẩn bị trước cho khả năng tiếp tục hạ lãi suất đồng nội tệ để đảm bảo điều kiện cân bằng lãi suất thực, đồng thời cũng giúp tăng tính cạnh tranh về giá của hàng hóa Việt Nam xuất khẩu trong bối cảnh chung về sự suy yếu của tổng cầu các nước.**

■ Trần lãi suất huy động cho kỳ hạn trên 12 tháng được dỡ bỏ và lãi suất cho vay phần lớn đã không cao hơn 15%. **Mức giảm khá lớn so với đầu năm, nhưng tăng trưởng tín dụng Q3 mặc dù có cải thiện so với Q2 nhưng vẫn thấp hơn mong đợi. Nợ xấu và các yếu tố vĩ mô được cải thiện không như kỳ vọng trong khi áp lực lạm phát cao có xu hướng quay trở lại sẽ khiến cho niềm tin kinh doanh không cải thiện lớn, tín dụng vì vậy sẽ vẫn tăng với tốc độ chậm trong Q4 trong khi lãi suất huy động và cho vay trong bối cảnh như vậy sẽ ít biến động so với Q3.**

■ Cú sốc trên thị trường tài chính cuối tháng 8 đã khiến một số ngân hàng nhỏ căng thẳng về thanh khoản nhưng NHNN đã hỗ trợ kịp thời. Trong khi đó, ngân hàng lớn thanh khoản vẫn ổn định. Thông tư 21/TT-NHNN được áp dụng đã khiến cho các ngân hàng chuyển từ việc hoạt động gửi tiền sang hoạt động vay nợ (tín dụng), vì vậy có thể kéo theo việc chuyển từ giao dịch liên ngân hàng sang giao dịch mua bán trên thị trường trái phiếu thứ cấp. **Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng thanh khoản của hệ thống ngân hàng vẫn được ổn định trong Q4. Nhiều khả năng, NHNN sẽ tăng tốc trong hoạt động tái cấu trúc những ngân hàng yếu kém nhằm tăng mức độ ổn định của hệ thống.**

Chỉ số kinh tế vĩ mô 9 tháng 2012

GDP: +4,73% (y-o-y)

Lạm phát: +6,48% (y-o-y) và +5,13% (y-t-d)

Xuất khẩu: 83,8 tỷ USD (18,9% y-o-y)

Nhập khẩu: 83,7 tỷ USD (6,6% y-o-y)

Xuất siêu: 34 triệu USD

FDI: Tổng vốn đăng ký 9,526 tỷ USD (-27,9% y-o-y). Tổng vốn thực hiện: 8,1 tỷ USD (-1,2% y-o-y)

Bội chi ngân sách: 122,32 nghìn tỷ đồng (87,2% dự toán năm)

Tăng trưởng tín dụng: +2,35% (y-t-d)

Phạm Thùy Linh
+84 4 3936 6425 (ext. 123)
ptlinh-pt@vcbs.com.vn

Vương Minh Giang
+84 4 3936 6425 (ext. 117)
vmgiang@vcbs.com.vn

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 8

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

Kinh tế vĩ mô

Tăng trưởng của GDP có cải thiện nhưng thấp hơn kì vọng. Đầu tư sẽ tăng trở lại là động lực chính cho tăng trưởng Q4.

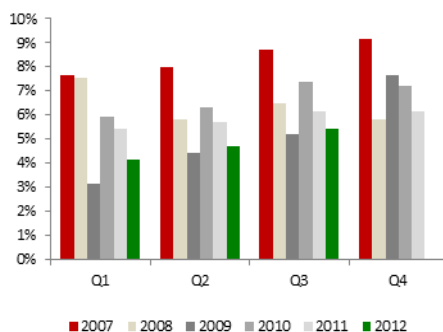
GDP quý 3 tăng 5,35%, một dấu hiệu cải thiện so với mức tăng 4% của quý 1 và 4,66% của quý 2. Tuy nhiên, tính chung 9 tháng, GDP chỉ tăng khoảng 4,73% so với cùng kì năm trước, thấp hơn nhiều so với con số 5,77% của 9T2011.

Những động thái nới lỏng chính sách tiền tệ và tài khóa được thực hiện trong quý 2 đã giúp GDP quý 3 tăng 5,35%, một dấu hiệu cải thiện so với mức tăng 4% của quý 1 và 4,66% của quý 2. Tuy nhiên, tính chung 9 tháng, GDP chỉ tăng khoảng 4,73% so với cùng kì năm trước, thấp hơn nhiều so với con số 5,77% của 9T2011. Mặc dù Chính phủ đã gia tăng một lượng nhất định cho đầu tư công và triển khai các biện pháp hỗ trợ tài chính cho các doanh nghiệp nhằm vực dậy đà tăng trưởng, nhưng tổng cầu vẫn còn rất yếu. Trên thực tế, chính sách tài khóa hỗ trợ tăng trưởng là không lớn do tỷ lệ nợ công đã cao và tăng trưởng dựa vào đầu tư công không tạo nên sự bền vững của tăng trưởng. Hỗ trợ tăng trưởng mặc dù thấp, nhưng rõ ràng có sự gia tăng hỗ trợ của đầu tư tư nhân và duy trì đà tăng của tiêu dùng.

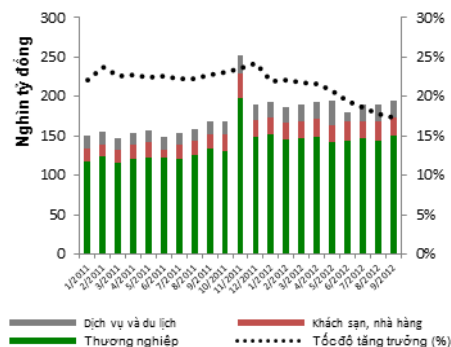
Cụ thể, tổng doanh số bán lẻ trong ba quý đầu năm chỉ tăng khoảng 17,31% y-o-y, thấp hơn các mức tăng cùng kì 22,8% của năm 2011 và 25,4% của năm 2010. Tăng trưởng tín dụng đạt 2,35% y-t-d (con số của cùng kì năm 2011 là 8,16%, năm 2010 là 17,81%). Chỉ số tồn kho sản phẩm công nghiệp có xu hướng giảm nhưng vẫn ở mức cao, tăng trên 20% y-o-y. Tổng giá trị xuất khẩu hàng hóa ròng trong 9T2012 là 34 triệu USD; chủ yếu do mức tăng trưởng của giá trị nhập khẩu rơi xuống rất thấp 8,7% y-o-y (9T2011: 27,71%) trong khi giá trị xuất khẩu vẫn tăng 21,13% y-o-y (mặc dù có giảm đáng kể so với mức 34,59% của năm trước). Hiện tượng xuất siêu này minh họa phần nào về sự giảm sút đáng lưu ý của cầu tiêu dùng và cầu đầu tư trong nước đối với hàng hóa nước ngoài, khi mà 9T2011 chúng ta nhập siêu tới 7,59 tỷ USD.

Với cấu trúc kinh tế chưa có nhiều thay đổi, để đạt được một mức tăng trưởng 5,2% cho cả năm 2012, thì GDP trong quý 4 cần đạt khoảng 188.645 tỷ đồng (theo giá cố định năm 1994), tương đương với mức tăng 21,15% so với giá trị tổng sản phẩm của quý 3. Trong điều kiện hiện tại, với các bộ phận suy yếu của tổng cầu như đã đề cập ở trên, thì là chỉ tiêu Chính phủ sẽ là nhân tố chính cho tăng trưởng trong quý 4. Dù vậy, vấn đề nâng cao hiệu quả đầu tư công, giảm bội chi ngân sách vẫn là yêu cầu cấp thiết. Trong thời gian tới, chúng tôi tiếp tục cho rằng đầu tư tư nhân sẽ dần tăng trở lại và là cứu cánh cho vấn đề tăng trưởng bền vững trong trung hạn.

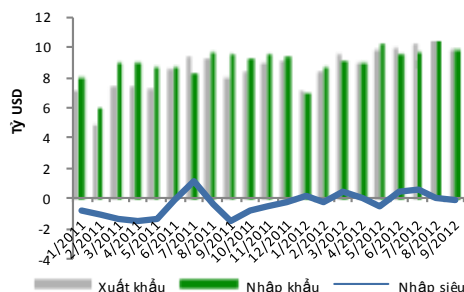
Tốc độ tăng GDP



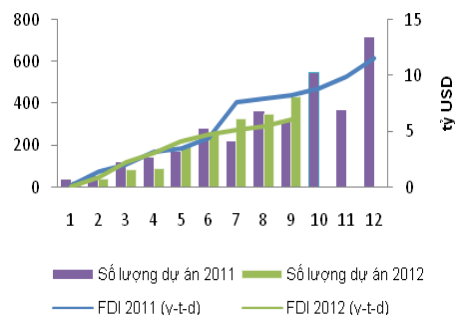
Doanh số bán lẻ



Xuất nhập khẩu



FDI thực hiện



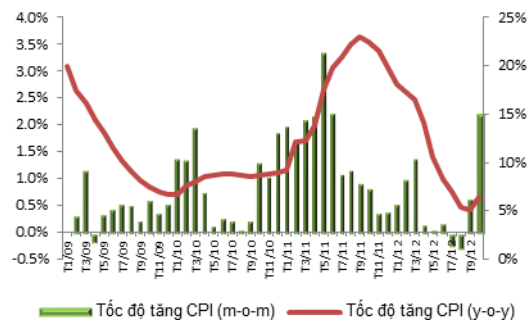
Lạm phát tháng 9 so với đầu năm tăng lên 5,13%. CPI cả nước năm 2012 được dự báo khoảng 8%.

CPI tháng 9 tăng mạnh 2,2% do điều chỉnh mạnh chi phí dịch vụ y tế và tính chu kỳ của mùa tựu trường. Dự báo CPI cả năm tăng khoảng 8%.

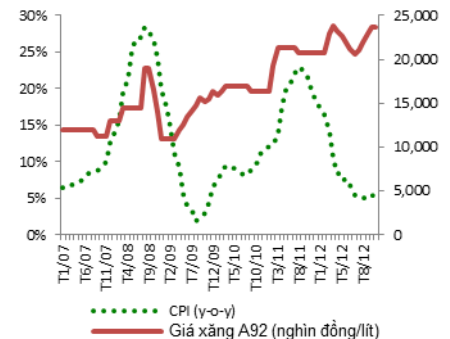
Trong hầu hết quý 2 và quý 3, tỷ lệ lạm phát hàng tháng đã giảm về các mức rất thấp, thậm chí xảy ra giảm phát trong tháng 6 (-0,26% m-o-m) và tháng 7 (-0,29% m-o-m). Thực tế này được xem như là kết quả của những nỗ lực thực hiện mục tiêu kiềm chế lạm phát theo Nghị quyết 11/NQ-CP năm 2011 của Chính phủ, giúp chỉ số giá tiêu dùng cho tới hết tháng 8/2012 chỉ tăng 2,86% so với đầu năm. Tuy nhiên, sang tháng 9, việc điều chỉnh chi phí dịch vụ y tế đã khiến chỉ số giá của nhóm này tăng tới 17,02% m-o-m; bên cạnh đó, tính chu kỳ của mùa tựu trường cũng khiến chỉ số giá của nhóm Giáo dục tăng 10,54% m-o-m. Kết quả là chỉ số giá tiêu dùng cả nước đã tăng tới 2,2% trong tháng 9, đồng thời nâng tỉ lệ lạm phát năm 2012 lên 5,13% y-t-d.

Chúng tôi cho rằng, quá trình tự do hóa giá cả sẽ luôn tạo áp lực thường trực lên rủi ro lạm phát của Việt Nam trong giai đoạn phát triển này. Những quyết định của Chính phủ trong quá trình đó lại mang tính thời điểm và phụ thuộc nhiều vào diễn biến của các yếu tố khác có tác động tới lạm phát, đồng thời dựa trên cơ sở xem xét sức chịu đựng của dân chúng trước rủi ro mất giá sức mua. Thực tế này có thể quan sát thấy qua việc nâng dần mặt bằng giá của một số hàng hóa-dịch vụ như giá điện và giá xăng trong thời gian qua. Sau cú sốc điều chỉnh giá phí dịch vụ y tế vừa qua, chúng tôi nhận định rằng, mức tăng của chỉ số giá tiêu dùng các tháng trong quý 4/2012 sẽ quay về mức dưới 1%. Một số lo ngại rằng yếu tố chu kỳ của giá cả, cũng như rủi ro tăng giá của hàng hóa năng lượng thế giới trước tình hình nhiều quốc gia tiến hành các gói kích thích tài chính và rủi ro tiền tệ trong nước do việc nới lỏng chính sách tiền tệ, sẽ làm gia tăng lạm phát trong những tháng cuối năm. **Tuy nhiên, dưới quan điểm của chúng tôi, trong bối cảnh hiện tại, xác suất tác động mạnh và trực tiếp của những yếu tố này lên mức giá chung của nền kinh tế là không lớn. Trên cơ sở đó, chúng tôi dự báo CPI cả nước năm 2012 sẽ vào khoảng 8% do tác động chu kỳ cuối năm.**

Tốc độ tăng CPI



Giá xăng A92 và CPI (y-o-y)



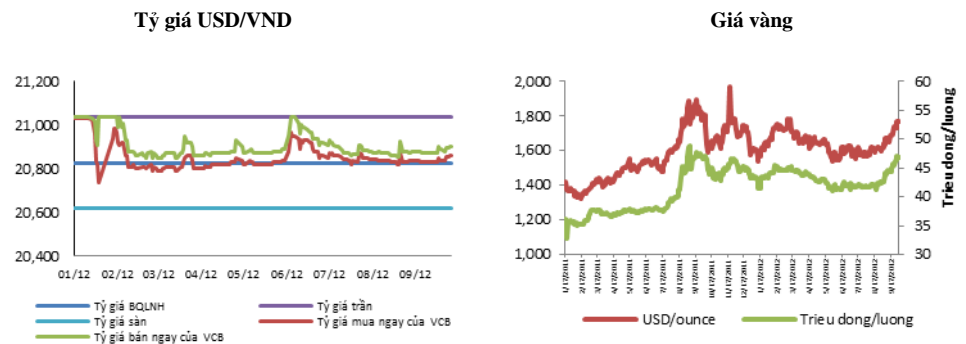
Thị trường ngoại hối tiếp tục ổn định. Cán cân thanh toán thặng dư lớn.

Tỷ giá USD/VND sẽ tiếp tục ổn định trong thời gian tới. Tuy nhiên, chúng tôi không loại trừ khả năng về một sự điều chỉnh nhẹ của NHNN đối với tỷ giá chính thức, nhằm chuẩn bị trước cho khả năng tiếp tục hạ lãi suất đồng nội tệ để đảm bảo điều kiện cân bằng lãi suất thực, đồng thời cũng giúp tăng tính cạnh tranh về giá của hàng hóa Việt Nam xuất khẩu trong bối cảnh chung về sự suy yếu của tổng cầu các nước.

Tỷ giá và thị trường ngoại hối khá ổn định từ đầu năm tới nay, nhờ các biện pháp kiểm soát thị trường được NHNN thực hiện nhất quán từ cuối năm 2011. Tỷ giá USD/VND bình quân liên ngân hàng được duy trì ở mức 20.828 VND/USD trong suốt hơn 9 tháng; tỷ giá trong hệ thống ngân hàng thương mại cũng dao động ổn định trong khoảng +/-1%, nằm sát mức tham chiếu trong suốt quý 3. Bên cạnh cam kết không điều chỉnh tỷ giá quá 3% trong năm 2012 của Thống đốc NHNN, việc duy trì một mức lãi suất VND cao tương đối so với lãi suất USD (áp dụng mức trần lãi suất huy động USD 2%/năm từ tháng 6/2011) đã giúp gia tăng cầu đối với đồng nội tệ, hạn chế tình trạng găm giữ, đầu cơ ngoại tệ, điều hướng dòng ngoại tệ lưu thông tự do đưa vào tăng cường dự trữ ngoại hối chính thức. Theo ước tính, dự trữ ngoại hối hiện nay đã tăng đáng kể lên mức tương đương 11,5 tuần nhập khẩu, từ mức 9 tuần vào cuối tháng 6. Cầu nhập khẩu hàng hóa sụt giảm, như đã đề cập ở phần trên, cũng là một yếu tố đáng lưu ý dẫn tới kết quả này. Bên cạnh đó, cũng nằm trong mảng ngoại hối, thị trường vàng được sắp xếp lại và được quản lý chặt chẽ hơn khiến giao dịch giảm mạnh. Cầu dầu cơ vàng, cũng giống như ngoại tệ, không còn tạo nhiều áp lực lên tỷ giá như những năm trước. Ngoài ra, chính sách duy trì đồng USD yếu của chính phủ Mỹ cũng là một yếu tố hỗ trợ cho sự ổn định tỷ giá của Việt Nam trong thời gian vừa qua cũng như giai đoạn sắp tới.

Xét về nguồn cung ngoại tệ, theo thống kê mới nhất, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) giải ngân trong 9T2012 ước tính đạt 8,1 tỷ USD, giảm nhẹ -1,2% y-o-y. Bên cạnh đó, lượng kiều hối năm nay được dự báo có thể đạt khoảng 10 tỷ USD do xu hướng đón đầu cơ hội đầu tư khi nền kinh tế chậm đáy. Cần nhắc lại rằng, lượng kiều hối chuyển về Việt Nam trong 6 tháng đầu năm nay đã đạt hơn 6,3 tỷ USD, bằng 70% so với cả năm 2011. Mức chênh lệch khá nhỏ giữa tỷ giá hoán đổi ngoại tệ trong hệ thống ngân hàng và ngoài thị trường tự do hiện nay sẽ khiến dòng ngoại tệ này tiếp tục bổ sung cho lượng dự trữ ngoại hối chính thức của quốc gia. Tuy nhiên, cũng đáng lưu ý về sự giảm sút của lượng FDI thu hút được từ đầu năm đến nay chỉ đạt 9.526,4 triệu USD, bằng 72,1% cùng kỳ năm trước; mặc dù sẽ chưa ảnh hưởng lớn tới diễn biến tỷ giá của năm nay. Xét về phía cầu ngoại tệ, nhu cầu của doanh nghiệp về trả các khoản nợ ngoại tệ và thanh toán cho các đơn hàng nhập khẩu thường có xu hướng tăng cao vào cuối năm sẽ khiến cầu ngoại tệ có khả năng tăng lên trong thời gian tới. Yếu tố này vẫn tiềm ẩn rủi ro có thể gây áp lực lên tỷ giá trong quý 4/2012 và quý 1/2013.

Sau khi tổng hợp các yếu tố cung-cầu, cùng với con số thống kê về cán cân thanh toán quốc tế 9 tháng ước thặng dư ở mức khoảng 8 tỷ USD theo báo cáo phục vụ phiên họp Chính phủ thường kỳ tháng 9, chúng tôi nhận định rằng, tỷ giá USD/VND sẽ tiếp tục ổn định trong thời gian tới. Tuy nhiên, chúng tôi không loại trừ khả năng về một sự điều chỉnh nhẹ của NHNN đối với tỷ giá chính thức, nhằm chuẩn bị trước cho khả năng tiếp tục hạ lãi suất đồng nội tệ để đảm bảo điều kiện cân bằng lãi suất thực, đồng thời cũng giúp tăng tính cạnh tranh về giá của hàng hóa Việt Nam xuất khẩu trong bối cảnh chung về sự suy yếu của tổng cầu các nước.



Thị trường tài chính

Các tổ chức xếp hạng tín dụng quốc tế có đánh giá trái chiều về Việt Nam: Standard & Poor's nâng mức độ rủi ro của hệ thống ngân hàng từ nhóm 10 lên nhóm 9; Moody's hạ bậc xếp hạng trái phiếu 1 bậc từ B1 xuống B2

Hai tổ chức xếp hạng tín dụng quốc tế lớn là Standard & Poor's và Moody's đã đưa ra các đánh giá khá khác biệt về hệ thống ngân hàng. Standard & Poor's đã nâng xếp hạng hệ thống ngân hàng Việt Nam, cụ thể là mức độ rủi ro từ nhóm 10 lên nhóm 9 và điều chỉnh mức độ rủi ro kinh tế của Việt Nam từ mức 'rất cao' xuống mức 'cao'. Trong khi đó, Moody's đã hạ xếp hạng trái phiếu nội địa và quốc tế từ mức B1 xuống mức B2, huy động ngoại tệ dài hạn từ mức B2 xuống mức B3, trong khi vẫn giữ nguyên triển vọng 'ổn định'. **Chúng tôi cho rằng các tổ chức này đã nhìn nhận tích cực đối với nỗ lực của chính phủ Việt Nam trong việc khắc phục sự mất cân bằng trong kinh tế vĩ mô ổn định lạm phát, quá trình tái cơ cấu kinh tế, nhất là hệ thống ngân hàng trong thời gian qua. Tuy nhiên, những yếu tố như nợ xấu cao và việc sở hữu chéo nhau trong hệ thống ngân hàng, cũng như những rủi ro vĩ mô (áp lực lạm phát cao, tổng cầu thấp trong khi lượng hàng tồn kho cao) cho thấy quá trình cải cách hệ thống tài chính của Việt Nam còn rất nhiều thách thức trong khi vĩ mô chưa đảm bảo được sự ổn định dài hạn.**

Giao dịch giấy tờ có giá ngắn hạn báo hiệu xu hướng lãi suất. Thanh khoản chung của hệ thống NH vẫn khá ổn định.

Thị trường trái phiếu kém sôi động trong khi thị trường tín phiếu và thị trường mở hoạt động khá mạnh trong Q3. Lợi suất trên thị trường trái phiếu tăng dần còn lãi suất các thị

Thị trường trái phiếu kém sôi động trong khi thị trường tín phiếu và thị trường mở vẫn hoạt động khá tốt trong Q3, chủ yếu là do rủi ro thanh khoản tại một số ngân hàng nhỏ và tâm lý co cụm đảm bảo thanh khoản dài hạn của các ngân hàng lớn:

(1) Trên thị trường trái phiếu sơ cấp, tổng lượng trái phiếu Kho bạc Nhà nước và Chính phủ bảo lãnh phát hành trên thị trường sơ cấp đạt 30,460 nghìn tỷ đồng (-15% q-o-q) và khoảng 5,37 nghìn tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp được phát hành trên thị trường trái phiếu quốc tế và trong nước. Trên thị trường thứ cấp, tổng giao dịch trái

trường còn lại khá ổn định. Thanh khoản chung của hệ thống ngân hàng vẫn ổn định.

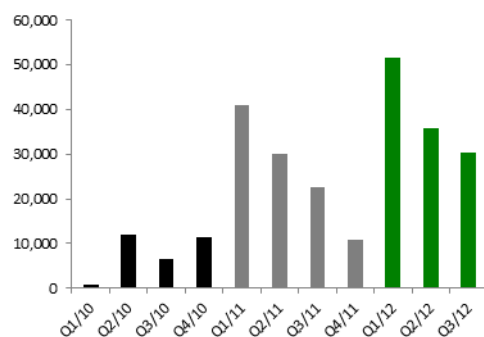
phiếu đạt 66,075 nghìn tỷ đồng (-3% q-o-q). Đồng thời, xu hướng tăng của lãi suất trúng thầu trái phiếu cũng như lợi suất trái phiếu chính phủ vẫn được duy trì từ cuối tháng 6 cho đến hết Q3 với mức tăng của các kỳ hạn ngắn cao hơn các kỳ hạn dài. Điểm đáng lưu ý là sự sôi động của thị trường trái phiếu thứ cấp trong Q3 chủ yếu là do tác động của Thông tư 21/TT-NHNN có hiệu lực ngày 01/09/2012 đã khiến hoạt động vay mượn trên thị trường liên ngân hàng nhằm đảm bảo thanh khoản của các tổ chức tín dụng trở nên khó khăn hơn. Theo đó, các tổ chức tín dụng chuyển sang giao dịch repo trên thị trường trái phiếu thứ cấp. **Chúng tôi cho rằng thị trường thứ cấp sẽ vẫn tiếp tục sôi động trong những tháng cuối năm khi cầu về tiền tại nhiều ngân hàng tăng lên do yếu tố mùa vụ sẽ khiến thanh khoản một số ngân hàng nhỏ căng thẳng và các ngân hàng sẽ tiếp tục tìm kiếm sự hỗ trợ thanh khoản từ thị trường này thay cho thị trường liên ngân hàng. Với áp lực lạm phát gia tăng, chúng tôi cho rằng lãi suất trúng thầu và lợi suất trái phiếu có thể sẽ tiếp tục tăng lên đối với kỳ hạn ngắn và ổn định đối với kỳ hạn dài.**

(2) Trái ngược với thị trường trái phiếu, thị trường tín phiếu lại khá sôi động trong Q3 với lượng tín phiếu Kho bạc Nhà nước phát hành đạt 7,7 nghìn tỷ đồng (bằng 85,8% lượng tín phiếu phát hành trong 6T2012). Tuy nhiên, không có tín phiếu NHNN mới, sau khi được phát hành liên tục từ tháng 3 đến tháng 5, được phát hành trong Q3. **Không giống như lãi suất trái phiếu, lãi suất tín phiếu có xu hướng ổn định ở mức 8,5%/năm trong suốt Q3. Điểm đáng lưu ý là từ cuối tháng 8, tín phiếu Kho bạc Nhà nước đã chính thức được giao dịch trên thị trường thứ cấp, tuy nhiên, các nhà đầu tư trên thị trường thứ cấp vẫn dường như chưa mặn mà lắm với hoạt động giao dịch này.**

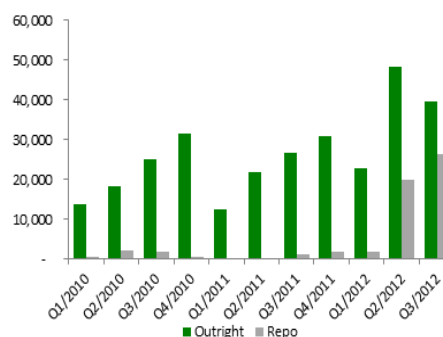
(3) Thị trường mở hoạt động mạnh trong Q3, nhất là sau việc Cựu Phó Chủ tịch Ngân hàng ACB và một số lãnh đạo của ngân hàng này bị bắt vào tháng 8 và khiến cho NHNN đã phải bơm ròng tới hơn 10,9 nghìn tỷ đồng trong tháng này nhằm đảm bảo thanh khoản cho ACB cũng như một số ngân hàng nhỏ khác có liên quan. Tính chung lại, tổng số tiền bơm ròng trong Q3 lên tới 43,5 nghìn tỷ đồng, bao gồm 36,07 nghìn tỷ đồng cho hoạt động reverse repo và gần 7,5 nghìn tỷ đồng từ lượng tín phiếu NHNN đến hạn trong Q3. Lãi suất trên thị trường mở cũng được duy trì liên tục ở mức 8%/năm trong suốt Q3. **Chúng tôi cho rằng lãi suất tín phiếu và lãi suất trên thị trường mở phản ánh xu hướng lãi suất ngắn hạn nhiều hơn và mức ổn định của hai loại lãi suất này cho thấy lãi suất VND ngắn hạn sẽ tiếp tục ổn định trong thời gian tới.**

Việc tăng cường quản lý các tổ chức tín dụng cũng như ‘cú sốc’ nhỏ trên thị trường tài chính trong Q3 đã phần nào cho thấy ‘sức khỏe’ của hệ thống ngân hàng tiềm ẩn nhiều rủi ro, nhất là khả năng thanh khoản của một số ngân hàng, thậm chí là những ngân hàng trước đây được NHNN đánh giá khá tốt, không thực sự tốt như kỳ vọng. Trong khi các ngân hàng lớn có thanh khoản tốt trở nên cần trọng hơn trong việc cho vay và đảm bảo khả năng thanh khoản dài hạn của mình, căng thẳng thanh khoản tại các ngân hàng nhỏ đã khiến cho thị trường trái phiếu thứ cấp và thị trường mở trở nên khá sôi động. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thanh khoản chung của hệ thống ngân hàng vẫn ổn định. Chúng tôi cho rằng thanh khoản của một số ngân hàng nhỏ sẽ tiếp tục căng thẳng trong Q4 do nhu cầu đảm bảo các hệ số an toàn hoạt động vào thời điểm cuối năm và ảnh hưởng từ việc Thông tư 21.

Trái phiếu phát hành (tỷ đồng)



Giao dịch trên thị trường thứ cấp (tỷ đồng)



Lãi suất huy động và cho vay đang ở mức hợp lý, và kỳ vọng sẽ ổn định trong Q4.

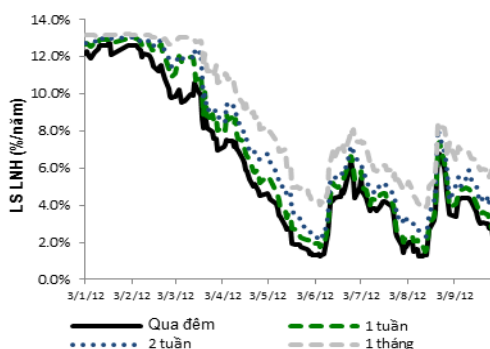
Trần lãi suất huy động cho kỳ hạn dài được xóa bỏ. Lãi suất cho vay giảm nhẹ và sau đó ổn định trong Q3. Lãi suất huy

Sau khi mức trần huy động cho các kỳ hạn được quy định ở mức 9%/năm vào cuối Q2, NHNN đã xóa mức trần lãi suất cho các kỳ hạn trên 1 năm. Theo đó, nhiều ngân hàng như VCB, ACB, Vietbank, BacAbank,... đã áp dụng mức lãi suất từ 11% – 13%/năm cho các khoản huy động có thời hạn trên 1 năm. Mức trần huy động lãi suất huy động ngắn hạn đã được hầu hết các ngân hàng thực hiện tốt trong Q3, tuy nhiên, có một số ngân hàng nhỏ,

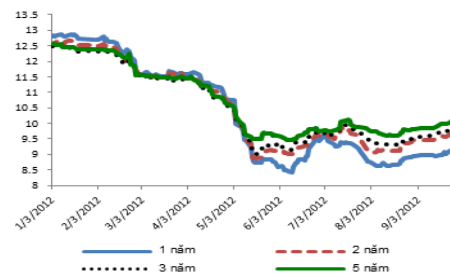
động và cho vay được kỳ vọng tiếp tục ổn định trong Q4.

thanh khoản yếu đã lách trần. Trong khi đó, như dự báo của chúng tôi trong báo cáo tháng 6, mức lãi suất cho vay có xu hướng giảm nhẹ vào đầu tháng 7 và được giữ khá ổn định dưới mức 15% nhất là khi NHNN yêu cầu các ngân hàng giảm lãi suất cho vay đối với các khoản nợ hiện có của doanh nghiệp về dưới mức 15%. Theo đó, tính đến cuối tháng 8, đã có hơn 70% các khoản vay hiện có của doanh nghiệp đã được áp mức lãi suất dưới 15%. Bên cạnh đó, nhiều ngân hàng như VCB, HSCB, HDBank... đã đưa ra nhiều chương trình cho vay ưu đãi với lãi suất thấp trên 9%/năm, xấp xỉ với mức trần lãi suất huy động. **Chúng tôi cho rằng trần lãi suất huy động cho các kỳ hạn ngắn cũng như lãi suất cho vay đang ở mức hợp lý, và sẽ vẫn được duy trì ở mức ổn định khi lạm phát cuối năm được dự báo tăng khoảng 8%.**

Lãi suất liên ngân hàng



Lợi suất trái phiếu chính phủ

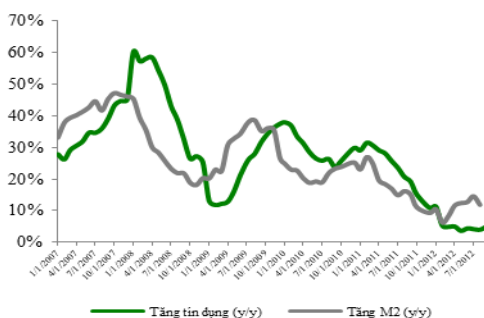


Tín dụng cải thiện chậm hơn mong đợi, nợ xấu vẫn tiếp tục là lực cản tăng trưởng tín dụng trong Q4.

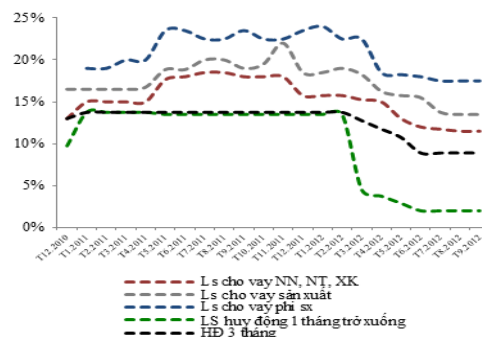
Tín dụng tăng trưởng dương 2,35% (ytd) trong 9T2012. Nợ xấu tiếp tục là lực cản trong tăng trưởng tín dụng. Tăng trưởng tín dụng năm 2012 kỳ vọng tăng 5% - 6%.

Sau khi tăng trưởng âm trong suốt 5 tháng đầu năm, tín dụng bắt đầu dương trở lại từ tháng 6 và tăng dần. Tuy nhiên, số liệu về tăng trưởng tín dụng tính đến cuối T9/2012 không khả quan như mong đợi chỉ tăng 2,35% (y-t-d), thấp hơn nhiều so với mức tăng 8,16% so với cùng kỳ năm 2011. Mặc dù lãi suất cho vay được các NHTM điều chỉnh giảm xuống dưới mức 15% theo yêu cầu của NHNN từ giữa tháng 7 và nhiều gói vay với lãi suất ưu đãi quanh mức 9%, tương đương với trần lãi suất huy động, được các ngân hàng lớn như VCB, ACB... đưa ra, nhưng tình hình tăng trưởng dư nợ vẫn khá chậm chạp. Chúng tôi thấy rằng mức tăng trưởng tín dụng tại các NHTM lớn có nhiều khoản vay liên quan đến dự án của Chính phủ và các gói hỗ trợ vẫn tiếp tục được cải thiện (VCB: +7,2% trong 9T2012, MBB: +11,5% trong 6T2012, CTG: +2%, EIB: +1%) nhưng hoạt động cho vay tại các NHTM khác vẫn ở mức độ cầm chừng hoặc chỉ tập trung thu hồi nợ xấu. **Chúng tôi cho rằng mức lãi suất cho vay hiện nay là khá hợp lý tuy nhiên vấn đề lãi suất không còn đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng tín dụng. Thay vào đó, việc giải quyết nợ xấu trong hệ thống ngân hàng cũng như việc xử lý những yếu tố kìm hãm của nền kinh tế (tổng cầu – sức mua thấp, hàng tồn kho tăng cao) mới là những tác nhân chính thúc đẩy tăng trưởng tín dụng. Tuy nhiên, việc giải quyết bài toán nợ xấu (khoảng 10% tính đến T6/2012) không hề đơn giản khi NHNN hiện vẫn chưa đưa ra được một giải pháp cụ thể nào. Với các yếu tố vĩ mô chưa được cải thiện nhiều như kỳ vọng, chúng tôi ước tính tăng trưởng tín dụng cả năm 2012 có thể đạt 5% - 6%.**

Tăng trưởng tín dụng và M2



Lãi suất huy động và cho vay



PHỤ LỤC

Các sự kiện vĩ mô chính trong tháng 9/2012

Thời gian	Sự kiện
01/09/2012	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.
06/09/2012	Bộ Tài chính ban hành Thông tư miễn thuế thu nhập cá nhân cho cá nhân có thu nhập tính thuế dưới 5 triệu đồng/tháng trong 6 tháng cuối năm 2012.
06/09/2012	Lượng kiều hối trong 6T2012 đạt trên 6 tỷ USD (67% tổng lượng kiều hối năm 2011)
10/09/2012	Giảm thuế nhập khẩu xăng dầu 2%, không tăng giá xăng dầu
19/9/2012	NHNN yêu cầu SJC gia công 350.000 lượng vàng nhằm bổ sung nguồn cung vàng, đáp ứng nhu cầu của người tiêu dùng
24/09/2012	CPI cả nước tháng 9: +2,2% m-o-m, 6,48% (y-o-y).
26/09/2012	Standard and Poor's điều chỉnh đánh giá mức độ rủi ro trong hệ thống ngân hàng của Việt Nam từ nhóm 10 lên nhóm 9, mức độ rủi ro kinh tế từ mức 'rất cao' xuống mức 'cao'. 3 ngân hàng (VCB, Sacombank, Techcombank) được nâng xếp hạng tín nhiệm dài hạn.
27/09/2012	Một số chỉ tiêu vĩ mô quan trọng được công bố: GDP 9T2012: 4,73%; tăng trưởng tín dụng đến 20/9: 2,35% ytd; huy động đến 8T2012: 11,23% ytd; M2: 10,37% ytd; cán cân thanh toán quốc tế 9T2012: + 8 tỷ
27/09/2012	Bộ Tài chính tiếp tục gia hạn nộp thuế VAT thêm 3 tháng cho doanh nghiệp
28/09/2012	Bộ Tài chính cho phép tăng giá bán than cho điện thêm 40%
28/09/2012	Moody's hạ xếp hạng trái phiếu của Việt nam từ mức B1 xuống mức B2, triển vọng 'ổn định'. 8 ngân hàng (ACB, BIDV, MB, SHB, Sacombank, Techcombank, Vietinbank, VIB) cũng bị hạ xếp hạng tiền gửi dài hạn bằng nội và ngoại tệ.
28/09/2012	30.000 trong tổng số 350.000 lượng vàng mà NHNN yêu cầu đã được SJC gia công xong, đưa ra thị trường. Giá vàng tăng gần 3 triệu đồng/lượng trong tháng 9.

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>