

KINH TẾ VĨ MÔ QUÝ III

Tăng trưởng GDP tốt dần qua từng quý. Chính sách ưu tiên nhiều hơn cho tăng trưởng. Chính phủ sẽ tăng chi tiêu nhiều hơn trong quý IV

- Nền kinh tế duy trì được sự ổn định và ghi nhận sự phục hồi khá rõ rệt. GDP quý III tăng 5,54%, một dấu hiệu cải thiện so với mức tăng 4,76% của quý I và 5,0% của quý II. Tính chung 9 tháng, GDP tăng khoảng 5,14% (yoy), tăng nhẹ so với con số 5,1% của 9T2012. Trong Quý IV, theo yếu tố mua vụ, tăng trưởng GDP theo quý được kỳ vọng sẽ đạt mức cao nhất trong năm, GDP 2013 được dự báo tăng khoảng 5,3%.
- Chính phủ đang cho thấy thiên hướng duy trì một mặt bằng lãi suất thấp để hỗ trợ tăng trưởng. Chi tiêu công nhiều khả năng sẽ được đẩy mạnh trong Quý IV và kỳ vọng sẽ là yếu tố hỗ trợ tăng trưởng hoàn thành mục tiêu theo kế hoạch.
- CPI trong Q4 được dự báo tiếp tục tăng qua từng tháng khi sức cầu về cuối năm được kỳ vọng sẽ cải thiện nhưng sẽ khó có khả năng đột biến như giai đoạn nửa cuối Q3. CPI cả năm kỳ vọng từ 7% trở xuống. Diễn biến này vẫn phù hợp với dự báo lạm phát trong Báo cáo 6 tháng của VCBS.
- Mặc dù có những dấu hiệu căng thẳng nhất định tại một số thời điểm trong nửa đầu Quý 3, đặc biệt là tháng 7, nhưng sau đó, tỷ giá đã hạ nhiệt sau những biện pháp can thiệp kịp thời và quyết liệt của NHNN. Thị trường ngoại hối được dự báo sẽ tiếp tục ổn định trong thời gian tới. Nhiều khả năng tỷ giá sẽ được điều chỉnh từ 0,5% đến 1% khi Chính phủ vẫn cố gắng duy trì đồng VND yếu với lãi suất thấp để hỗ trợ tăng trưởng. Tuy nhiên thời điểm điều chỉnh nhiều khả năng sẽ rơi vào đầu năm 2014
- Lãi suất huy động và cho vay ổn định. Theo các động thái mới đây của Chính phủ, chính sách tiền tệ đang có xu hướng nói lỏng hơn và lãi suất được kỳ vọng giảm nhẹ trong thời gian từ đây đến cuối năm, song dư địa giảm không nhiều.
- Thị trường trái phiếu, cả sơ cấp và thứ cấp, trong Quý III diễn ra trầm lắng so với hai Quý đầu năm. Thị trường được kỳ vọng sẽ sôi động hơn trong Quý IV nhưng khó có khả năng được như giai đoạn 6 tháng đầu năm. Dự báo trong thời gian tới, lợi suất trái phiếu kì hạn ngắn sẽ giảm nhẹ trong tháng tới trong khi lợi suất các kì hạn dài sẽ dao động trong biên độ hẹp.

Chỉ số kinh tế vĩ mô 9T2013	Dự báo một số chỉ số kinh tế vĩ mô cả năm 2013
GDP: 5,14% (y-o-y)	GDP: 5,3%
Lạm phát: 6,3% (y-o-y)	Lạm phát: 7%
Tăng trưởng tín dụng: 5,84% (y-t-d)	Tăng trưởng tín dụng: 12% (y-t-d)
Xuất khẩu: 96,5 tỷ USD (+15,7% y-o-y)	
Nhập khẩu: 96,6 tỷ USD (+15,5% y-o-y)	
Nhập siêu: 124 triệu USD	
FDI đăng ký 15,005 tỷ USD, thực hiện: 8,6 tỷ USD.	

BÁO CÁO QUÝ III 2013

Nội dung

- Tâm điểm
- Chỉ số kinh tế vĩ mô
- Thị trường tài chính
- Kinh tế tài chính thế giới

Trần Minh Hoàng
+84 4 3936 6425 (ext. 112)
tmhoang@vcbs.com.vn

Dinh Thị Huyền Trang
+84 4 3936 6425 (ext. 117)
dthtrang@vcbs.com.vn

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 11

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

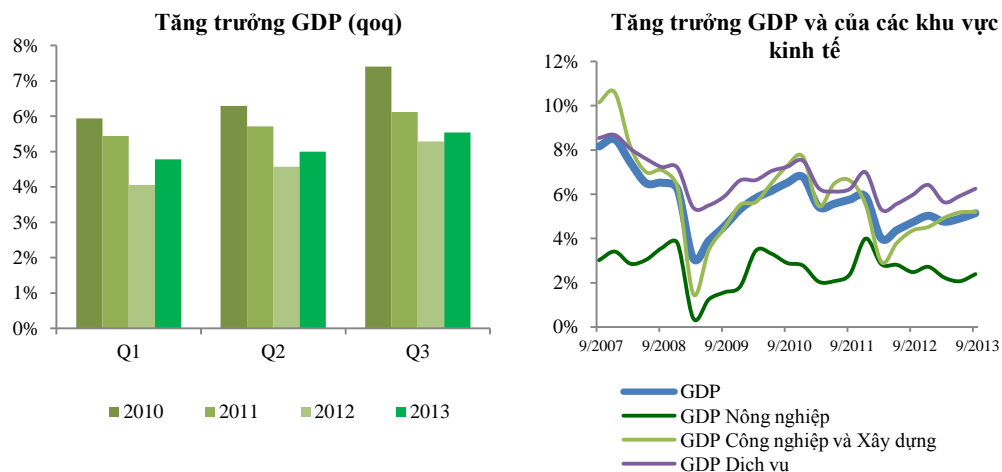
VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

15.10.2013
Research Department
VCBS

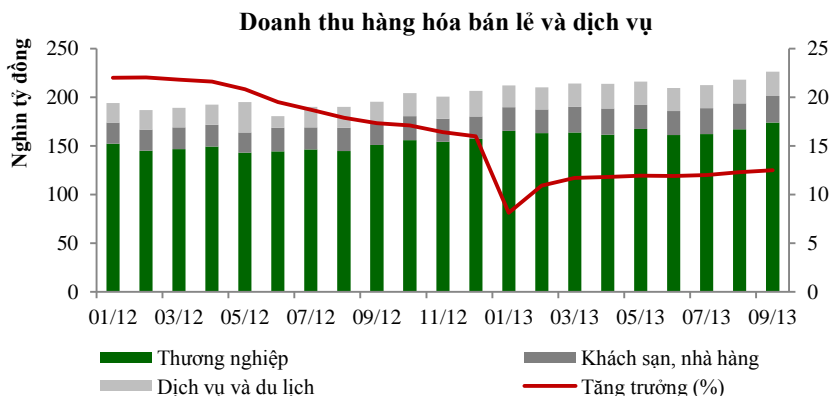
Tăng trưởng phục hồi dần qua từng quý, dù chưa bứt phá nhưng một số tín hiệu tích cực đã được ghi nhận.

GDP Quý III tăng 5,14% (yoy), đóng góp chính vẫn đến từ khu vực dịch vụ. Cầu đầu tư và tiêu dùng vẫn cho thấy tốc độ phục hồi chậm.

Nền kinh tế tiếp tục cho thấy sự cải thiện, dù tốc độ phục hồi còn chậm, chưa thực sự bứt phá nhưng cũng đã có những dấu hiệu tích cực hơn. Tăng trưởng GDP cải thiện và gia tốc qua từng Quý, GDP Quý 3 ghi nhận mức tăng 5,54%, cao hơn đáng kể so với mức tăng 4,76% của Quý 1 và 5,00% của Quý 2. Tính chung cả 9 tháng, GDP ghi nhận mức tăng 5,14% (yoy), tăng nhẹ so với con số 5,10% của cùng kỳ 2012. Đây là tín hiệu tích cực cho thấy việc định hướng và thực thi chính sách với mục tiêu đảm bảo sự ổn định của nền kinh tế đồng thời nới lỏng chính sách tiền tệ và tài khóa một cách thận trọng để hỗ trợ tăng trưởng là hợp lý và đang dần phát huy hiệu quả.

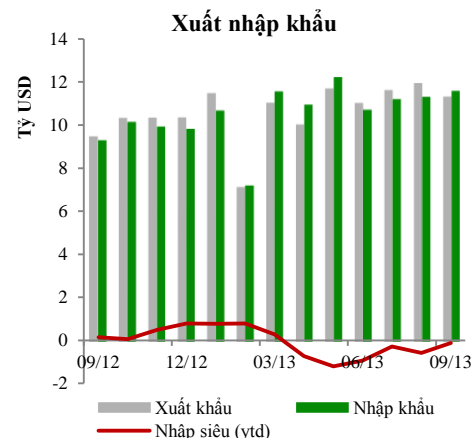
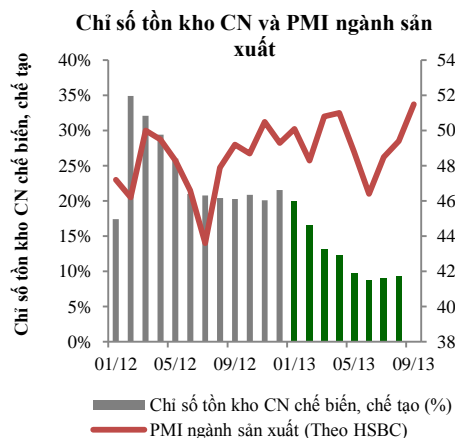


Đóng góp chính cho tăng trưởng của nền kinh tế vẫn đến từ khu vực dịch vụ (2,71%) trong khi khu vực công nghiệp và xây dựng chỉ đóng góp khoảng 1,99%, còn lại là nông nghiệp. Mặc dù sức cầu đã cải thiện nhưng tốc độ vẫn khá chậm. Cụ thể, tốc độ tăng trưởng về cầu tiêu dùng vẫn chỉ ở mức trung bình khi chỉ số chỉ số doanh thu bán lẻ tháng 9 ghi nhận mức tăng 12,5% (yoy) và 5,3% nếu loại trừ yếu tố giá, thấp hơn mức tăng 6,7% của cùng kỳ năm 2012. Đối với lĩnh vực sản xuất, chỉ số sản xuất công nghiệp tiếp tục tăng trong tháng 9 nhưng vẫn chỉ ghi nhận mức tăng nhẹ với con số 5,62% (yoy) và 5,45% (ytd). Trong khi đó, chỉ số tồn kho sau khi giảm mạnh trong 5 tháng đầu năm đã có xu hướng đi ngang và nhích nhẹ trở lại từ tháng 6 với mức tăng 9,3% (yoy) trong tháng 8, đồng thời tỷ lệ tồn kho so với giá trị được sản xuất trong năm tuy đang duy trì xu hướng giảm nhẹ nhưng vẫn ở trên ngưỡng thông thường 65% với con số 74,1% trong 8 tháng đầu năm. Theo đó, có thể thấy với bối cảnh cầu trong nước còn yếu, các doanh nghiệp vẫn hạn chế mở rộng sản xuất và ưu tiên giải phóng hàng tồn kho. Sự phục hồi của đầu tư tư nhân cũng chỉ ở mức yếu.



Một số tín hiệu tích cực được ghi nhận tạo cơ sở cho kỳ vọng về sự phục hồi tốt hơn của nền kinh tế trong Quý IV

Tuy nhiên một số tín hiệu tích cực cũng được ghi nhận, tạo cơ sở cho kỳ vọng về một sự phục hồi tốt hơn của nền kinh tế trong những tháng cuối năm. Theo HSBC, Chỉ số PMI ngành sản xuất tháng 9 của Việt Nam đã vượt ngưỡng 50 điểm lần đầu tiên sau 4 tháng liên tiếp dưới ngưỡng này đạt 51,5 điểm. Trong đó, đáng chú ý là số lượng đơn đặt hàng mới và việc làm đã ghi nhận mức tăng kỷ lục trong lịch sử khảo sát, kéo theo đó nhu cầu hàng hóa đầu vào cũng tăng lên trong tháng 9. Bên cạnh đó, Việt Nam cũng ghi nhận nhập siêu ước tính khoảng 124 triệu USD trong 9 tháng đầu năm và trong 3 tháng của Quý III qua nhập khẩu cũng tăng dần qua từng tháng. Xét về cơ cấu nhập khẩu, các mặt hàng liên quan đến yếu tố đầu vào phục vụ sản xuất như máy móc thiết bị, linh kiện, vải, phụ kiện cho dệt may, giày dép, hóa chất v.v... đều khi nhận mức tăng khá so với cùng kỳ năm 2012. Đây là những dấu hiệu tốt cho thấy sản xuất đã bắt đầu có dấu hiệu được mở rộng hơn để đáp ứng các đơn đặt hàng về cuối năm. Chúng tôi cho rằng ngành sản xuất, nhất là ngành công nghiệp, sẽ tiếp tục cải thiện trong những tháng cuối năm khi nhu cầu trong và ngoài nước được dự báo sẽ tăng lên theo yếu tố mùa vụ trong bối cảnh sự ổn định của nền kinh tế trong nước tiếp tục được duy trì cùng với kỳ vọng về sự phục hồi và khởi sắc của nền kinh tế thế giới với các đầu tàu như Mỹ, Châu Âu, Trung Quốc và Nhật Bản.



Chính phủ đang cho thấy thiên hướng sử dụng chính sách nới lỏng để hỗ trợ tăng trưởng. Chi tiêu công nhiều khả năng sẽ được đẩy mạnh trong Quý IV

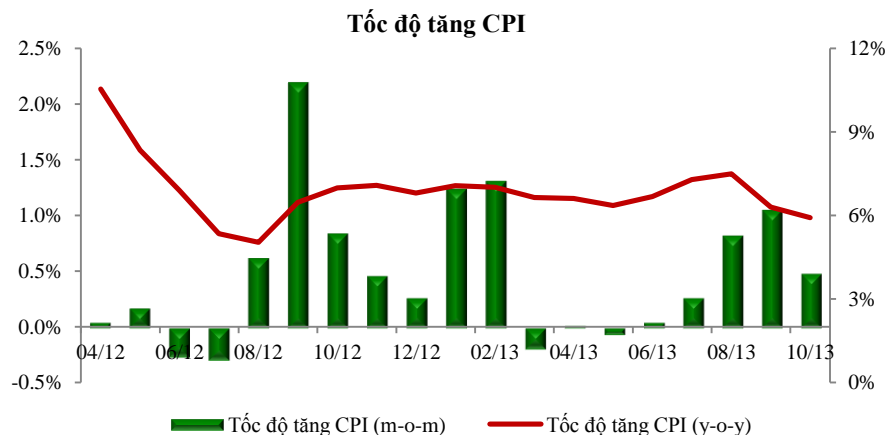
Bên cạnh đó, Chính phủ đang cho thấy những động thái thiên về sử dụng chính sách duy trì một mặt bằng lãi suất thấp để hỗ trợ tăng trưởng. Các tuyên bố mới đây của Thủ tướng Nguyễn Tấn Dũng trong chuyến công du nước ngoài như có thể sẽ điều chỉnh tỷ giá tối đa 2% đã hàm ý Việt Nam sẵn sàng tiếp tục nới lỏng tiền tệ trong thời gian tới nhằm kích cầu thu hút đầu tư. Đồng thời, việc Chính phủ đưa ra đề xuất nới trần bội chi và cam kết sẽ dùng hết số tăng bội chi cho đầu tư phát triển đang cho thấy xu hướng Chính phủ có thể tăng chi tiêu trong giai đoạn cuối năm. Chúng tôi đánh giá điều này, nếu được thông qua, sẽ có tác động tích cực cho nền kinh tế trong ngắn hạn trong bối cảnh tổng cầu còn yếu như hiện nay. Mặc dù vậy, vấn đề giám sát và cải thiện hiệu quả đầu tư công cần phải được đặc biệt chú ý và là yêu cầu cấp thiết. Chúng tôi cho rằng, về trung và dài hạn tăng trưởng dựa vào đầu tư công với một tỷ lệ nợ công lớn không tạo nên sự bền vững của tăng trưởng.

Vào Quý IV, theo yếu tố mua vụ, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP theo quý sẽ đạt mức cao nhất trong năm, GDP cả năm 2013 được dự báo vào khoảng 5,3%. Trong đó, đóng góp từ phía cầu đầu tư và tiêu dùng có thể sẽ được cải thiện hơn nhưng sự phục hồi mạnh từ hai yếu tố này sẽ khó có thể xảy ra. Thay vào đó, chi tiêu Chính phủ được kỳ vọng sẽ là nhân tố quan trọng cho tăng trưởng trong Quý IV khi Chính phủ đã lên kế hoạch chi tiêu vào những ngành có tính lan tỏa cao như xây dựng cơ bản, hạ tầng, vật liệu xây dựng v.v..

Chịu áp lực tăng giá của một số mặt hàng thiết yếu, CPI vẫn trong tầm kiểm soát trong bối cảnh cầu yếu

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) Quý III tăng 6,3% (yoy). CPI tháng 10 tăng 0,49% (mom). CPI cả năm kỳ vọng từ 7% trở xuống.

Trong Quý III, CPI đã có mức tăng khá đột biến so với các tháng trong Quý II, đặc biệt là trong tháng 8 (+0,83% mom) và tháng 9 (+1,09% mom). Điều này chủ yếu là do việc tăng giá mạnh của một số nhóm hàng như dịch vụ y tế, giáo dục vào mùa tựu trường và giao thông sau ảnh hưởng của những đợt điều chỉnh giá xăng dầu. Mặc dù có sự gia tốc qua từng tháng nếu nhìn lại cùng kỳ năm 2012, lạm phát đã được kiểm soát tốt hơn và có dấu hiệu hạ nhiệt.



Trong bối cảnh cầu yếu kết hợp với việc kiểm soát cung tiền hợp lý và linh hoạt dựa theo mục tiêu lạm phát, nguyên nhân gia tốc CPI trong hai tháng cuối Quý III chủ yếu đến từ việc tăng giá của một số mặt hàng thiết yếu. Chúng tôi cho rằng cú sốc từ việc điều chỉnh giá dịch vụ y tế và giáo dục đã phản ánh phần lớn vào mức tăng CPI trong Quý III và yếu tố này khó có khả năng tạo sức ép lên CPI của các tháng trong Quý IV. Điều này cũng được thể hiện khá rõ khi chỉ số CPI tháng 10 công bố chỉ ghi nhận mức tăng nhẹ 0,49% (mom), 5,14% (ytd) và 5,92% (yoy), tiếp tục xu hướng giảm so với con số 6,3% (yoy) của tháng 9.

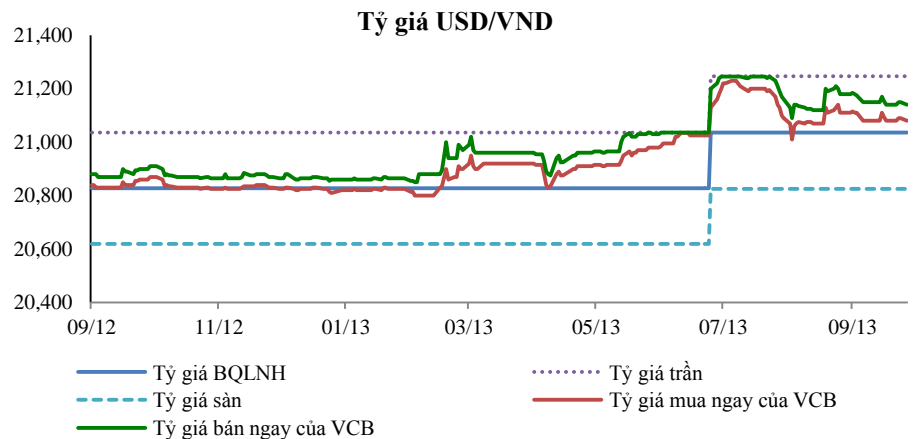
Hiện tại, có một số lo ngại những yếu tố và rủi ro làm gia tăng lạm phát về cuối năm như việc mất bằng giá cả có thể sẽ tăng lên theo yếu tố chu kỳ, rủi ro nhập khẩu lạm phát khi nhiều quốc gia trên thế giới vẫn đang duy trì các gói kích thích kinh tế và rủi ro tiền tệ trong nước với việc duy trì chính sách nới lỏng để hỗ trợ tăng trưởng. Tuy nhiên, theo chúng tôi những rủi ro này chỉ ở mức tiềm ẩn và chưa đáng lo ngại, đồng thời theo định hướng chính sách, NHNN vẫn có nhiều dự địa cũng như các biện pháp linh hoạt để điều tiết cung tiền nhằm kiểm chế lạm phát và ổn định nền kinh tế. Theo đó, **chúng tôi dự báo CPI các tháng trong Quý IV sẽ tiếp tục tăng qua từng tháng nhưng nhiều khả năng không có đột biến như giai đoạn nửa cuối Q3 và đều dưới 1%. Tỷ lệ lạm phát trong năm 2013 được kỳ vọng sẽ từ 7% trở xuống.**

Tỷ giá – Sự ổn định được duy trì, áp lực điều chỉnh giảm. Nếu điều chỉnh khả năng thời điểm điều chỉnh sẽ diễn ra vào đầu năm 2014

Mặc dù có xuất hiện căng thẳng nhẹ ở một số thời điểm nhưng sự ổn định của thị trường ngoại hối tiếp tục được duy trì trong Quý III.

Sau đợt điều chỉnh tỷ giá liên ngân hàng vào cuối tháng 6, tỷ giá liên ngân hàng vẫn được duy trì ổn định ở mức 21.036 VND/USD trong suốt Quý III. Trong nửa đầu của Quý vừa qua, thị trường ngoại hối cũng có những dấu hiệu căng thẳng nhẹ, có một số thời điểm tỷ giá bán của nhiều NHTM cũng tiến sát mức giá trần 21,246 VND/USD. Theo chúng tôi, điều này bắt nguồn từ một số nguyên nhân chính như: (1) các ngân hàng thương mại có xu hướng thay đổi trạng thái ngoại tệ trước (i) áp lực tăng giá USD và tăng lãi suất USD trên thế giới do khả năng thu hẹp chương trình QE3 đồng thời (ii) chênh lệch lãi suất giữa VND và USD không còn hấp dẫn và (2) yếu tố tâm lý và kỳ vọng tỷ giá có thể sẽ tiếp tục được điều chỉnh trong nửa cuối năm

2013. Tuy nhiên, ngay sau đó, NHNN đã nhanh chóng can thiệp kịp thời và đảm bảo sự ổn định của thị trường ngoại hối, đẩy lùi tâm lý đầu cơ ngoại tệ. Theo đó, từ nửa cuối tháng 8 và trong tháng 9, tỷ giá đã hạ nhiệt, thị trường ngoại hối vẫn đang cho thấy **sự ổn định và trong tầm kiểm soát**



Trong Quý IV, xét về cầu ngoại tệ, theo yếu tố chu kỳ, nhu cầu ngoại tệ thường sẽ tăng khi các doanh nghiệp mở rộng sản xuất, thanh toán các đơn hàng nhập khẩu phục vụ cho nhu cầu sản xuất về cuối năm, đồng thời nhập siêu được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì trong những tháng cuối năm cùng với sự phục hồi dần của nền kinh tế. Tuy nhiên, cũng như đã phân tích ở phần trên, chúng tôi cho rằng sản xuất dù được kỳ vọng sẽ cải thiện nhưng khó có khả năng đột phá mạnh, theo đó cầu ngoại tệ có thể sẽ tăng nhưng áp lực không lớn.

Xét về cung ngoại tệ, những số liệu mới nhất đều cho thấy cũng như tạo kỳ vọng về sự ổn định của nguồn cung trong thời gian tới. Vốn FDI giải ngân tiếp tục duy trì đà tăng qua từng tháng, ước đạt 8,62 tỷ USD tính đến hết tháng 9 (+6,4% yoy). Dự trữ ngoại hối của Việt Nam hiện cũng đang tương đối dồi dào, đáp ứng được tiêu chuẩn an toàn tối thiểu 12 tuần theo IMF. Thêm vào đó, lượng kiều hối trong năm nay của Việt Nam được dự báo sẽ tăng khá so với con số 10 tỷ USD của năm 2012 và, theo WB, có thể đạt tới 11 tỷ USD.

Tỷ giá được dự báo sẽ điều chỉnh tăng khoảng 1% nhưng thời điểm điều chỉnh có thể sẽ diễn ra vào đầu năm 2014

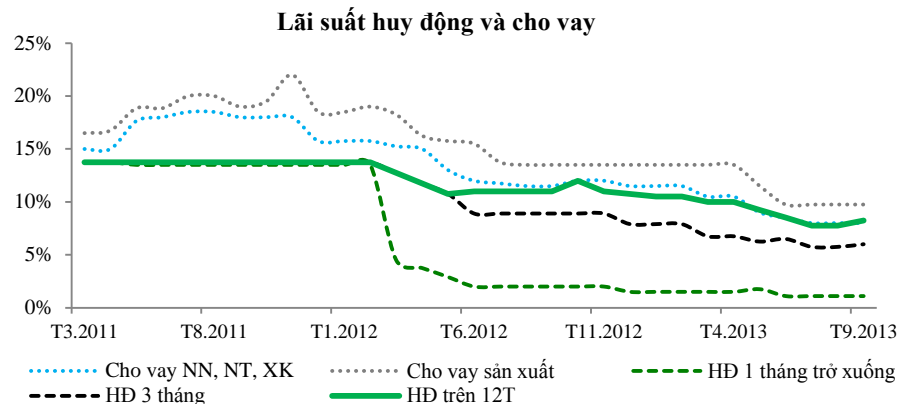
Chúng tôi cho rằng, trong Quý IV căng thẳng về cung cầu trên thị trường ngoại hối sẽ khó có thể xảy ra, trong trường hợp có dấu hiệu này thì NHNN cũng sẽ có nhiều biện pháp để có thể nhanh chóng can thiệp thị trường như trong Quý III vừa qua. Theo đó, chúng tôi duy trì nhận định thị trường ngoại hối sẽ duy trì sự ổn định trong thời gian tới. Bên cạnh đó, như đã đề cập trong các báo cáo trước, tỷ giá được dự báo có thể sẽ được điều chỉnh khoảng 1%. Trong bối cảnh lạm phát đã được kiểm soát tốt, việc điều chỉnh này, theo chúng tôi sẽ là hợp lý và cần thiết nhằm đảm bảo mối tương quan giá trị giữa đồng USD và VND khi các động thái gần đây của Chính phủ cho thấy thiên hướng duy trì chính sách nới lỏng với đồng VND yếu và mặt bằng lãi suất thấp để hỗ trợ tăng trưởng, kích thích và thu hút đầu tư. Tuy nhiên, thời điểm điều chỉnh có thể sẽ không diễn ra trong quãng thời gian từ đây đến cuối năm, mà có thể rơi vào quãng thời gian đầu năm 2014.

Thị trường tài chính - Lãi suất được kỳ vọng giảm nhẹ trong Quý IV, thanh khoản ngân hàng khá dồi dào

Lãi suất huy động và cho vay ổn định. Mặt bằng lãi suất được kỳ vọng giảm nhẹ trong Q4

Sau sự kiện tăng tỷ giá và giảm trần lãi suất huy động dưới 6 tháng xuống 7% vào cuối tháng 6, lãi suất huy động có chiều hướng giảm nhẹ khoảng 0,5%-1% ở các kỳ hạn so với thời điểm cuối Quý II trong tháng 7 và duy trì khá ổn định quanh mức này trong hai tháng còn lại của Quý III. Cụ thể, các NHTM đều tuân thủ duy trì lãi suất huy động các kỳ hạn dưới 6 tháng từ 7% trở xuống trong khi mức trần lãi suất huy động USD cho kỳ hạn trên 1 tháng tiếp tục được duy trì ở

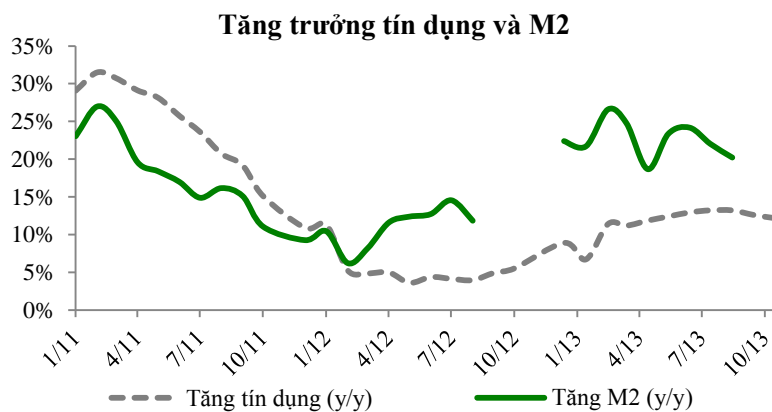
mức 1,25%/năm. Trong khi đó, lãi suất cho vay vẫn phổ biến ở các mức từ 7%-10%/năm cho các kỳ hạn ngắn và 11%-13%/năm cho các kỳ hạn dài trong suốt Quý vừa qua.



Chúng tôi cho rằng trong thời gian tới trần lãi suất huy động khó có cơ hội giảm thêm khi CPI cả năm đang được kỳ vọng vào khoảng 7%. Trong khi đó, lãi suất cho vay có thể sẽ được các NHTM giảm nhẹ sau khi lãi suất huy động được duy trì ổn định ở mức thấp hợp lý trong một thời gian trong bối cảnh rủi ro kinh doanh giảm bớt từ cả phía ngân hàng cũng như doanh nghiệp, đặc biệt là khi việc giải quyết nợ xấu đã có những điểm sáng nhất định với những hoạt động tích cực của VAMC trong thời gian qua.

Tăng trưởng tín dụng đạt 6,48% (ytd) đến cuối tháng 10. Khả năng cuối năm tín dụng tăng trưởng khoảng 10%.

Sau khi tăng mạnh trong tháng 6, tăng trưởng tín dụng tiếp tục được cải thiện dần qua từng tháng trong Quý III. Tính đến 23/10, tín dụng toàn hệ thống tăng 6,48% (ytd), theo chúng tôi quan sát, động lực tăng tín dụng chủ yếu đến từ các NHTMCP tập trung vào mảng bán lẻ và khách hàng SME. Trong bối cảnh cầu yếu, các doanh nghiệp chưa thực sự mở rộng sản xuất thì nhu cầu vay vốn của các doanh nghiệp cũng chưa thể cho thấy sự cải thiện đáng kể dù mặt bằng lãi suất đã được hạ đáng kể so với thời điểm cuối năm ngoái. Bên cạnh đó, tỷ lệ nợ xấu vẫn chưa có dấu hiệu suy giảm cũng là một rào cản khiến cho doanh nghiệp và ngân hàng e dè trong việc đi vay và cho vay.



Tuy nhiên có thể thấy mức tăng 6,48% (ytd) cũng đã có sự cải thiện đáng kể khi cùng giai đoạn 10 tháng 2012, tăng trưởng tín dụng mới chỉ đạt 3,36% (ytd). Như vậy, để đạt được mục tiêu 12% cho cả năm, trung bình mỗi tháng từ giờ đến cuối năm tăng trưởng tín dụng cần đạt hơn 2%. Nếu diễn biến tăng trưởng tín dụng diễn ra đúng như thời điểm cuối năm 2012, chúng tôi cho rằng khả năng hoàn thành mục tiêu tăng trưởng tín dụng 12% cho cả năm 2013 sẽ trở nên khó khăn. Mặc dù vậy, chúng tôi kỳ vọng tín dụng sẽ tăng mạnh trong những tháng cuối năm với (1) thiên hướng duy trì chính sách nới lỏng hỗ trợ tăng trưởng với một mặt bằng lãi suất thấp kết hợp những biện pháp khuyến khích mở rộng tín dụng của Chính phủ và NHNN, (2) nợ

xấu dần được giải quyết với những hoạt động tích cực của VAMC, (3) hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp được đẩy mạnh do đây đang là mùa cao điểm của kinh doanh và (4) gói hỗ trợ 30 nghìn tỷ tiếp tục được giải ngân. Với tốc độ như vậy, tín dụng cuối năm có thể đạt tăng trưởng 10% cho cả năm 2013.

VAMC được chính thức thành lập đi kèm với các quy định cụ thể được ban hành. VAMC chính thức mua nợ xấu từ tháng 10.

VAMC đã chính thức được thành lập vào ngày 09/07/2013 theo tinh thần của Nghị định 53/2013/NĐ-CP. Tuy nhiên đến tháng 9 một số quy định cụ thể về hoạt động của tổ chức này mới được ban hành, bao gồm: Thông tư 19/2013/TT-NHNN (về việc mua, bán và xử lý nợ xấu của VAMC) và Thông tư số 20/2013/TT-NHNN (quy định về cho vay tái cấp vốn trên cơ sở trái phiếu đặc biệt của VAMC).

Theo thông tin mới nhất từ VAMC, từ nay đến cuối năm, VAMC dự kiến phát hành 35 nghìn tỷ đồng trái phiếu đặc biệt (TPĐB) và chia làm 2 đợt. Đợt 1 từ 21/9 đến 30/10, VAMC sẽ phát hành 10 nghìn tỷ đồng TPĐB. Còn đợt 2 bắt đầu từ 1/11 đến hết năm 2013 dự kiến phát hành 20 – 25 nghìn tỷ đồng TPĐB. Hiện đã có một số ngân hàng đã ký hợp đồng bán nợ xấu cho VAMC như Agribank, SHB, PGBank và SCB. Đây là những ngân hàng thuộc nhóm có nợ xấu cao, quản trị chất lượng tài sản chưa tốt. Do đó, có thể thấy việc các NH này chủ động bán nợ cho VAMC cũng là một bước tích cực đối với việc sắp xếp và cơ cấu lại các khoản nợ của ngân hàng. Chúng tôi cho rằng việc mua bán nợ xấu sẽ diễn ra sôi nổi hơn và với qui mô lớn hơn vào nửa đầu năm 2014 do 1/6/2014 là thời điểm áp dụng Thông tư 02 về việc phân loại nợ theo hướng chặt chẽ hơn. Theo chúng tôi, **hiện tại vẫn cần thêm thời gian để có thể đánh giá hiệu quả xử lý nợ xấu của VAMC.**

Quá trình tái cấu trúc hệ thống ngân hàng đạt được những bước tiến mới

Quá trình tái cấu trúc hệ thống ngân hàng đã tiến dần thêm một bước khi đề án hợp nhất PVF và Western Bank được NHNN thông qua và hai ngân hàng này đang tiến hành các bước chuẩn bị cho quá trình hợp nhất, đồng thời NH yếu kém còn lại (trong số 9 NH yếu kém) chưa có phương án tái cấu trúc là GPBank cũng đã hé mở hướng xử lý mới.

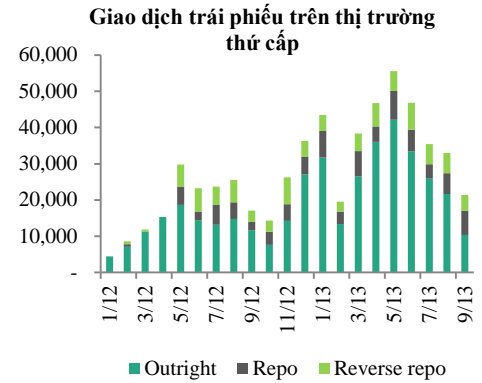
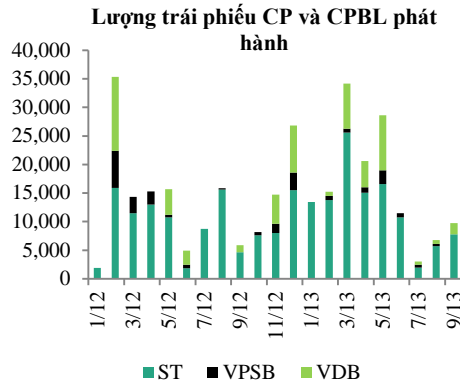
Ngày 08/09/2013, PVF và Western Bank đã tiến hành tổ chức ĐHCĐ lần đầu thảo luận về việc hợp nhất hai ngân hàng sau khi đề án hợp nhất được NHNN phê duyệt. Ngân hàng hợp nhất có tên là PVCombank, vốn điều lệ 9.000 tỷ đồng và tổng tài sản 100.000 tỷ đồng. Ngày 1/10/2013, NH PVCombank đã chính thức đi vào hoạt động. Chúng tôi cho rằng trong 2-3 năm tới, NH sau hợp nhất sẽ cần thời gian để ổn định lại tổ chức, sắp xếp nhân sự cũng như xử lý nợ xấu. Hiệu quả của việc tái cấu trúc thông qua hợp nhất chỉ được đánh giá chính xác sau thời gian này.

Vào thời điểm cuối tháng 9, ĐHCĐ bất thường của NH Đại Á và HDBank đã thông qua việc sáp nhập hai ngân hàng. NH sau sáp nhập sẽ giữ tên HDBank trong khi thương hiệu Đại Á sẽ mất đi. Ngân hàng sau sáp nhập sẽ có vốn điều lệ là 8.100 tỷ đồng, có mạng lưới hoạt động hơn 200 điểm giao dịch trên cả nước và có hơn 3.600 cán bộ nhân viên.

Với GPBank, NH yếu kém duy nhất còn lại trong số 9 NH yếu kém chưa được thông qua phương án tái cấu trúc, NHNN khẳng định đang xem xét, xin ý kiến chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ về việc tái cơ cấu GPBank trên cơ sở có sự tham gia vốn của TCTD nước ngoài. Theo Báo Đầu tư điện tử, TCTD nước ngoài này có thể là United Overseas Bank (UOB), NH của Singapore và hiện đang là cổ đông chiến lược của NH Phương Nam.

Thị trường trái phiếu, tín phiếu kém sôi động trong Quý III. Mặc dù có thể sẽ sôi động hơn trong Quý IV nhưng khó có thể đột biến

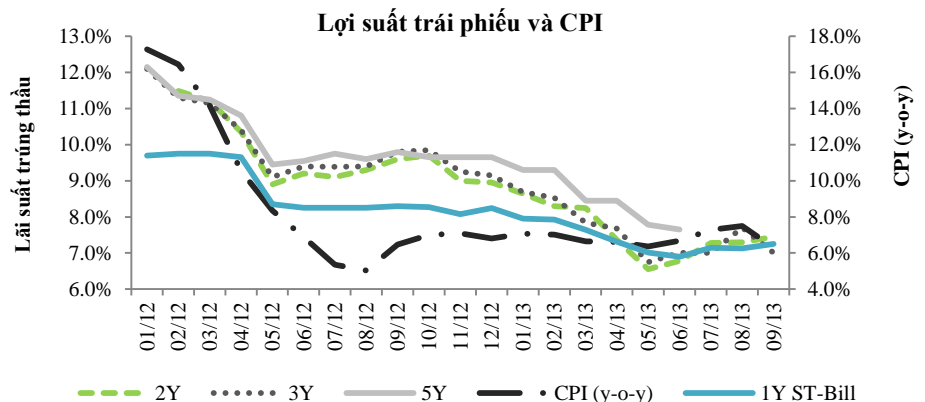
Mặc dù có sự khởi sắc hơn đôi chút vào tháng 9 nhưng nhìn chung, thị trường trái phiếu chính phủ và tín phiếu kém sôi động trong Quý III nếu so với giai đoạn nửa đầu năm 2013 chủ yếu là do sức cầu suy giảm khi mức lợi suất trái phiếu đã có dấu hiệu chạm đáy và dư địa giảm thêm là ít. Trên thị trường trái phiếu sơ cấp, tổng lượng trái phiếu Kho bạc Nhà nước và Chính phủ bảo lãnh phát hành chỉ đạt 19,48 nghìn tỷ đồng (-35% yoy, -67% qoq). Trên thị trường thứ cấp, tổng giá trị giao dịch trái phiếu cũng sụt giảm mạnh so với Quý II khi chỉ ghi nhận 92,58 nghìn tỷ đồng, giảm 39,5%.



Theo thông lệ, quý 4 thường là thời điểm chốt lời của thị trường; do đó, chúng tôi nghĩ rằng sẽ có biến chuyển tích cực trên thị trường thứ cấp trong quý tới đây. Tuy nhiên chúng tôi không đặt nhiều hi vọng vào một sự đột biến bởi lẽ (1) với nguồn lực hữu hạn còn lại sau khi tập trung dồn sức tăng trưởng tín dụng, các ngân hàng có thể chỉ tập trung giao dịch trên thị trường sơ cấp, thay vì chạy theo những giao dịch lô lớn trên thị trường thứ cấp, và (2) trong bối cảnh lượng cầu trên thị trường thứ cấp là không đáng kể, nhà đầu tư sẽ không bán bằng mọi giá. Họ, thay vào đó, có thể lựa chọn tiếp tục nắm giữ và tận dụng diễn biến của lợi suất để tăng phần lợi nhuận chưa ghi nhận trên báo cáo tài chính. Việc hiện thực hóa lợi nhuận sẽ chờ đến các thời điểm thuận lợi hơn.

Lãi suất trúng thầu chứng kiến đà tăng trong Quý III, nhưng có dấu hiệu đảo chiều từ cuối tháng 9. Lãi suất trúng thầu kì hạn ngắn được dự báo sẽ giảm nhẹ trong khi lợi suất trái phiếu kì hạn ngắn sẽ giảm nhẹ tới, lợi suất các kì hạn dài sẽ dao động trong biên độ hẹp.

Trong Quý III, lãi suất trúng thầu trái phiếu và tín phiếu hồi phục từ mức đáy ghi nhận vào khoảng cuối Quý II. Đáng chú ý, việc CPI tăng mạnh trong tháng 8 đã làm nhà đầu tư e ngại áp lực lạm phát, qua đó đẩy lãi suất trúng thầu tăng cao. Trong thời gian này Ngân hàng nhà nước cũng rút bớt thanh khoản qua thị trường OMO để hạn chế các ngân hàng lợi dụng chính sách tỷ giá để đầu cơ ngoại tệ, càng khiến lãi suất trúng thầu trái phiếu có áp lực tăng. Tuy nhiên, đà đi lên của lãi suất trúng thầu kì hạn ngắn có dấu hiệu chững lại và đảo chiều từ cuối tháng 9, khi khởi đầu tháng ở mức 7,5% và kết thúc tháng ở mức 7,45% cho TPKB 2 năm trong khi mức lãi suất trúng thầu các kì hạn dài hầu như đứng yên.



Chúng tôi cho rằng những biến chuyển vĩ mô tích cực thể hiện qua các chỉ số kinh tế công bố gần đây sẽ mở đường cho xu hướng giảm của lãi suất trúng thầu, đặc biệt với kì hạn ngắn. Thêm nữa, chúng tôi cho rằng cầu đối với TPKB kì hạn 1 năm, 2 năm sẽ tiếp tục cao trong thời gian tới, điều này làm cho KBNN không chịu nhiều áp lực phải tăng mức lãi suất lên cao. Xem xét các yếu tố kể trên, chúng tôi kì vọng lãi suất trúng thầu kì hạn ngắn sẽ giảm nhẹ trong tháng tới, đồng thời lợi suất trái phiếu kì hạn ngắn sẽ giảm nhẹ tới trong khi lợi suất các kì hạn dài sẽ dao động trong biên độ hẹp.

NHNN hút ròng trên OMO, thanh khoản hệ thống ngân hàng khá dồi dào củng cố xu hướng giảm lãi suất.

Trong tháng 9, lãi suất bình quân VND liên ngân hàng tiếp tục giảm trong khi lãi suất USD được giữ ổn định. Cụ thể lãi suất VND giảm xuống còn 2,51%-4,71%/năm cho kì hạn qua đêm đến 3 tháng, so với mức của tháng trước là 2,8%-5,0%. Trong khi đó, trên thị trường mở, NHNN hút ròng 12.358 tỷ đồng trong tháng 9. NHNN chủ động trung hòa lượng thanh khoản dồi dào trong hệ thống ngân hàng bằng cách phát hành 16.665 tỷ đồng tín phiếu. Với các dấu hiệu kể trên, có thể thấy thanh khoản của hệ thống ngân hàng đang khá dồi dào. Điều này càng củng cố cho nhận định của chúng tôi về xu hướng giảm nhẹ của lãi suất trong những tháng cuối năm.

Kinh tế - tài chính thế giới

Mỹ

Nền kinh tế Mỹ tiếp tục phát đi tín hiệu phục hồi nhưng vẫn tiềm ẩn nguy cơ bất ổn với căng thẳng giữa 2 đảng phái về vấn đề trần nợ công. Chúng tôi kỳ vọng vấn đề này sẽ được giải quyết và từ đó kinh tế Mỹ sẽ duy trì tốc độ hồi phục như trong Quý III vừa qua

Nền kinh tế Mỹ tiếp tục phát đi các tín hiệu hồi phục với tốc độ chậm trong QIII. Chỉ số PMI sản xuất do Markit công bố luôn ở trên mức 50 trong cả ba tháng (53,7-53,1-52,8) cho thấy khu vực sản xuất tiếp tục mở rộng nhưng với tốc độ chậm dần qua các tháng. Thêm vào đó, những dữ liệu từ Viện nghiên cứu ADP cho thấy số lượng việc làm mới được tạo ra khá đều đặn và tương đối cao trong Q3 cũng bắt đầu xuất hiện dấu hiệu chững lại. Một tín hiệu lạc quan nữa là Tổng thống Mỹ đã quyết định tạm hoãn cuộc tấn công quân sự vào Syria. Điều này đã trấn an các quốc gia về khả năng tăng giá năng lượng và hàng hóa trong thời gian tới. Mặc dù kinh tế Mỹ phát đi nhiều dấu hiệu phục hồi, nhưng dường như các con số chưa đủ lạc quan để FED có thể sớm cắt giảm gói kích thích kinh tế QE3. Như vậy, nền kinh tế Mỹ vẫn giữ được nhịp hồi phục đều đặn và có thể sẽ phát triển nhanh trở lại nếu như không xảy ra các bất đồng giữa hai đảng phái về vấn đề trần nợ công vào cuối tháng 9. Động thái này đã thực sự trở nên căng thẳng khi Chính phủ Mỹ phải đóng cửa bắt đầu từ ngày 1/10 khiến cho nguy cơ vỡ nợ của quốc gia này tăng cao. Chúng tôi cho rằng, sự kiện này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến nền kinh tế Mỹ cũng như các nước trên thế giới và nếu trong trường hợp Mỹ thực sự vỡ nợ, nền kinh tế thế giới nói chung và của các nước nói riêng sẽ phải chịu một cuộc khủng hoảng kinh tế nặng nề hơn cuộc khủng hoảng 2007-2008. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng Mỹ sẽ sớm giải quyết được vấn đề trên và từ đó duy trì tốc độ hồi phục như trong Quý III vừa qua

Châu Âu

Châu Âu ghi nhận sự hồi phục nhẹ trong Quý III. Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế của khu vực Châu Âu sẽ duy trì được đà hồi phục như hiện nay trong các tháng cuối năm.

Châu Âu đang hồi phục nhẹ trong Quý III với các chỉ số tích cực hơn. Theo công bố từ Markit, chỉ số PMI tổng hợp và PMI sản xuất của Châu Âu đã ở trên ngưỡng 50 trong 3 tháng liên tục và tăng dần qua các tháng (50,5-51,5-52,2 và 51,3-51,4-51,1) cho thấy về tổng thể, nền kinh tế Châu Âu đang đi đúng hướng và sản xuất đã mở rộng trong QIII thay vì thu hẹp như trong 6T2013. Nền kinh tế các nước thành viên, cũng cho thấy sự tích cực nhẹ khi Hy Lạp và Síp xa dần vùng khủng hoảng nợ công và giữ đúng cam kết khi nhận gói cứu trợ. Tuy nhiên, vấn đề trọng điểm của Châu Âu vẫn tiếp tục là thất nghiệp. Trong đó, tỷ lệ thất nghiệp tháng 8 năm 2013 tại châu Âu là 12%, ổn định so với tháng 7, với số lượng người thất nghiệp lên đến 19,2 triệu người. Đồng thời, nguồn cung tiền tăng rất ít trong tháng 8 (2,3% so với 2,2% của tháng 7) khiến cho sức ép lạm phát lên khu vực này rất thấp. Chính vì vậy, Ngân hàng Trung Ương Châu Âu nhiều khả năng tiếp tục duy trì mức lãi suất tái cấp vốn ở mức thấp kỷ lục 0,5% hoặc có thể xuống thấp hơn nếu cần nhằm giảm bớt gánh nặng nợ và kích thích tiêu dùng. Chúng tôi kỳ vọng rằng, với các chính sách thắt lưng buộc bụng nới lỏng tiền tệ trên, nền kinh tế của khu vực Châu Âu sẽ duy trì được đà hồi phục như hiện nay trong các tháng cuối năm và giải quyết được vấn đề thất nghiệp cũng như nợ công trong 2 năm tới.

Châu Á

Trung Quốc phát đi tín hiệu ổn định trở lại trong Quý III. Nền kinh tế Trung Quốc

Sau những lo ngại về khủng hoảng thanh khoản trong những tháng trước, Trung Quốc đã cho thấy hiệu quả tức thời của các chính sách điều hành kinh tế vĩ mô, vực dậy nền kinh tế khổng lồ thứ 2 thế giới. Theo HSBC, chỉ số PMI của Trung Quốc tăng tích cực qua các tháng, từ 47,7

được kỳ vọng tiếp tục đi vào ổn định và hồi phục mạnh hơn trong QIV năm 2013 với mức độ tăng không cao so với cùng kỳ 2012.

trong tháng 7 lên 50,1 trong tháng 8 và chạm 50,2 trong tháng 9, cho thấy lĩnh vực sản xuất của nước này bắt đầu tăng trưởng ổn định trở lại nhờ sự hồi phục đáng kể của số đơn đặt hàng mới và xuất khẩu cũng như số việc làm mới tạo ra. Đồng thời, số liệu từ tổng cục tháng 8 chỉ ra thương mại nước này có những dấu hiệu tăng trưởng mạnh mẽ với mức thặng dư thương mại lên tới 28,6 tỷ USD (+8,3% yoy) nhờ xuất khẩu tăng 7,2% (yoy) và nhập khẩu tăng 7%. Trong khi đó, lạm phát của Trung Quốc được kiểm soát tốt, dưới mức mục tiêu 8 tháng liên tiếp (+2,6% trong tháng 8). Chúng tôi cho rằng, với những chỉ số kinh tế tương đối khả quan trên, Trung Quốc đã bước ra khỏi vùng trũng vào cuối QII thông qua các chính sách duy trì cơ chế đa mục tiêu, thận trọng gỡ bỏ mức sàn lãi suất cho vay, chú trọng hơn đến tăng trưởng theo chất lượng và cải cách kinh tế. Chúng tôi cũng kỳ vọng rằng, nền kinh tế Trung Quốc tiếp tục đi vào ổn định và hồi phục mạnh hơn trong QIV năm 2013 với mức độ tăng không cao so với cùng kỳ 2012. Tuy nhiên, những rủi ro từ phía Mỹ, đối tác nhập khẩu lớn nhất của Trung Quốc, cũng cần được lưu ý trong khoảng thời gian này.

Chính sách nới lỏng với đồng Yên yếu tiếp tục phát huy tác dụng tích cực. Kinh tế Nhật Bản được kỳ vọng sẽ hồi phục mạnh mẽ hơn trong các tháng cuối năm 2013 và trong năm 2014.

Nền kinh tế Nhật Bản có nhiều dấu hiệu phục hồi tích cực trong Q3. Theo dữ liệu của Markit, chỉ số sản xuất PMI của Nhật tăng đều đặn và bền vững qua các tháng, từ 50,7 lên 52,2 và đạt 52,5 trong tháng 9 cho thấy khu vực sản xuất tiếp tục mở rộng tốt với sản lượng đầu ra tăng mạnh nhất trong 31 tháng và số lượng đơn đặt hàng xuất khẩu tăng mạnh nhất trong 6 tháng qua. Thêm vào đó, lạm phát lõi (không xét đến giá thực phẩm) của Nhật tăng với tốc độ mạnh nhất 5 năm, (+0,8% yoy trong tháng 8) là dấu hiệu cho thấy các biện pháp nới lỏng tiền tệ mạnh mẽ của NHTW Nhật Bản đã phát huy hiệu quả, giúp đất nước này thoát khỏi thời kỳ giảm phát kéo dài trong suốt 2 thập kỷ qua. Chúng tôi kỳ vọng rằng, với động thái đẩy mạnh hơn nữa chương trình kích thích, nới lỏng trong 10 tháng tới, kinh tế Nhật Bản sẽ hồi phục mạnh mẽ hơn trong các tháng cuối năm 2013 và trong năm 2014.

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>

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367516/17/18/19/20; 39368601/02; 39365094/95; 39367516; 39366990 - Số máy lẻ: 213/218
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1 và 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - - Số máy lẻ: 104 -106
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 2, Toà nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng trệt, Tòa nhà Bưu điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Toà nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
