

KINH TẾ VĨ MÔ QUÝ I

Sự ổn định duy trì tốt. Tổng cầu hồi phục ở mức vừa phải

- Nền kinh tế trong Q1.2014 tiếp tục duy trì sự ổn định và phục hồi dần nhưng không tốt hơn kỳ vọng và chưa đột phá. GDP Q1 tăng 4,96%, cao hơn mức 4,76% của cùng kỳ năm 2013 nhưng sự cải thiện này chủ yếu do đóng góp của khu vực dịch vụ. Xuất khẩu tiếp tục là điểm sáng của nền kinh tế trong Q1, tuy nhiên vẫn phụ thuộc nhiều vào khối FDI.
- Lĩnh vực sản xuất tuy tiếp tục phát đi một số tín hiệu tích cực nhưng hàng tồn kho lớn cho thấy sự hồi phục chưa vững. Theo đó, trong Quý 2, chúng tôi cho rằng khả năng nền kinh tế ghi nhận chuyển biến mang tính đột phá là thấp mà thay vào đó vẫn là sự hồi phục dần với sự ổn định được duy trì. Chúng tôi kỳ vọng GDP Q2.2014 sẽ tăng ở mức trung bình, vào khoảng 5,3%.
- Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) cả nước tháng 3 giảm 0,44% (mom), tương ứng tăng 4,39% (yoy), thấp nhất kể từ năm 2010. CPI trong tháng 4 được dự báo sẽ chỉ tăng nhẹ khoảng 0,05% (mom). CPI Quý 2 dự báo tăng 4,6%-4,8% (yoy) và cả năm tăng khoảng 5%-5,5%. Chính phủ hạ mục tiêu tỷ lạm phát năm 2014 từ 7% xuống 6%, mục tiêu này được đánh giá là khả thi.
- Thị trường ngoại hối và tỷ giá ổn định trong Quý 1. Trong Quý 2, chúng tôi cho rằng áp lực điều chỉnh tỷ giá là thấp và kỳ vọng sự ổn định của thị trường ngoại hối sẽ tiếp tục được đảm bảo và duy trì tốt. Chúng tôi duy trì dự báo tỷ giá có thể được điều chỉnh khoảng 1%-2% trong năm 2014 với thời điểm điều chỉnh nhiều khả năng là vào cuối năm.
- Lãi suất huy động và cho vay giảm nhẹ. NHNN hạ các lãi suất chủ chốt. Dự địa để tiếp tục giảm thêm lãi suất huy động là rất ít trong khi động lực để các ngân hàng cắt giảm thêm lãi suất cho vay cũng không nhiều. Quá trình giải quyết nợ xấu chưa có đột phá. NHNN ban hành Thông tư 09 sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư 02 theo hướng chưa thực hiện một số quy định về phân loại tín dụng.
- Thị trường trái phiếu sơ cấp và thứ cấp diễn ra rất sôi động trong Q1.2014. Lãi suất trúng thầu và lợi suất giảm mạnh. NHNN hút ròng trên OMO trong Q1. Thanh khoản của hệ thống ngân hàng rất tốt. Trong Quý 2, nhiều khả năng thị trường trái phiếu sẽ thận trọng và trầm lắng hơn khi nhu cầu về trái phiếu sẽ chững lại cùng với kỳ vọng về sự ấm lên của tăng trưởng tín dụng, theo đó lợi suất trái phiếu được dự báo sẽ dao động trong biên độ hẹp và có thể tăng nhẹ trong tháng 6.

Chỉ số kinh tế vĩ mô Q1.2014	Dự báo một số chỉ số kinh tế vĩ mô 6T.2014
GDP: 4,96% (yoy)	GDP: 5,3%
Lạm phát: 4,39% (yoy)	Lạm phát: 4,6% – 4,8%
Tăng trưởng tín dụng: 0,01% (ytd)	
Xuất khẩu: 33,5 tỷ USD (+14,8% yoy)	
Nhập khẩu: 32,4 tỷ USD (+14,8% yoy)	
Xuất siêu: 1,08 tỷ USD	
FDI đăng ký 3,33 tỷ USD, thực hiện: 2,85 tỷ USD (+5,6% yoy).	

BÁO CÁO QUÝ I 2014

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

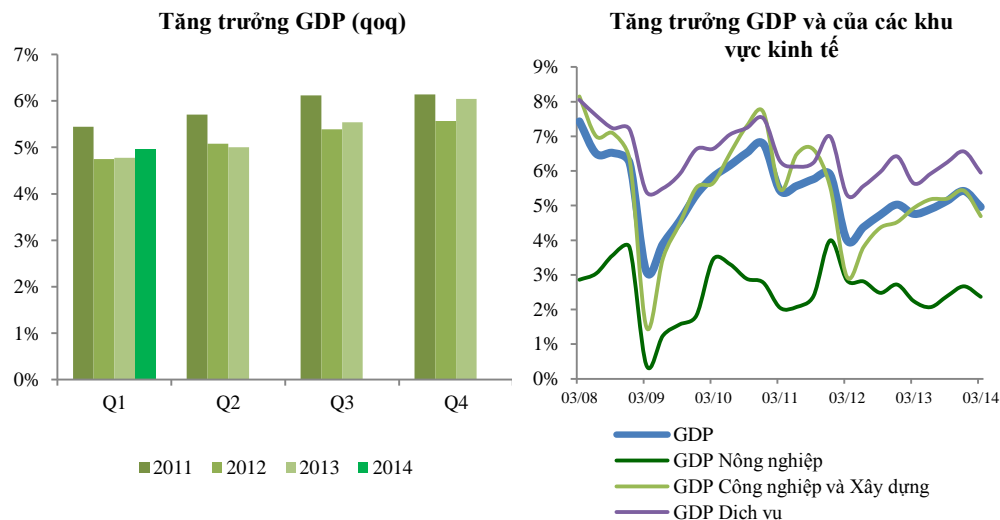
Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại www.vcbs.com.vn

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

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

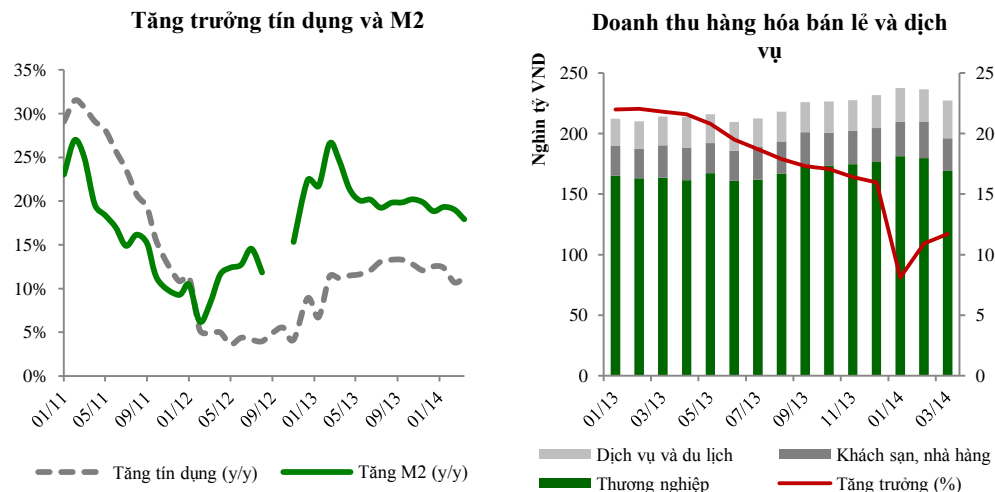
GDP Quý 1 tăng 4,96% (yoy), đóng góp chính vẫn đến từ khu vực dịch vụ. Cầu đầu tư và tiêu dùng vẫn cho thấy tốc độ phục hồi chậm.
GDP Q2.2014 kỳ vọng sẽ tăng ở mức trung bình, vào khoảng 5,3%.

Sau những thành quả đạt được trong năm 2013, nền kinh tế trong Quý 1.2014 tiếp tục duy trì sự ổn định và dần phục hồi nhưng vẫn chưa ghi nhận sự bứt phá. GDP Quý 1 ghi nhận mức tăng 4,96% (yoy) cao hơn mức 4,76% của cùng kỳ năm 2013. Tuy nhiên, sự cải thiện này chủ yếu đến từ khu vực Dịch vụ với mức tăng 5,95% (đóng góp 2,76%). Trong khi đó khu vực Công nghiệp và xây dựng, khu vực cốt lõi phản ánh sự phục hồi của nền kinh tế, chỉ ghi nhận mức tăng 4,69%, tăng nhẹ so với con số 4,61% của cùng kỳ nhưng thấp hơn đáng kể so với tăng trưởng GDP.



Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

Tổng cầu, trong đó gồm cầu đầu tư và cầu tiêu dùng, chỉ phục hồi ở mức vừa phải. Điều này thể hiện trước hết ở con số tăng trưởng tín dụng 3 tháng đầu năm chỉ ở mức +0,01%, thấp hơn khá nhiều so với con số +1,17% của cùng kỳ 2013. Trong khi đó, tốc độ tăng trưởng về cầu tiêu dùng vẫn chỉ ở mức trung bình khi chỉ số chỉ số doanh thu bán lẻ trong Quý 1 chỉ ghi nhận mức tăng 10,2% (yoy) và 5,1% nếu loại trừ yếu tố giá, không thực sự cải thiện nhiều khi cùng giai đoạn năm 2013, mức tăng của chỉ số trên là 11,7% và 4,5% nếu loại trừ yếu tố giá. Ngoài ra, việc tổng cầu phục hồi yếu hơn mong đợi cũng được thể hiện qua việc chỉ số CPI trong 3 tháng đầu năm tăng thấp (sẽ được trình bày chi tiết trong phần sau).

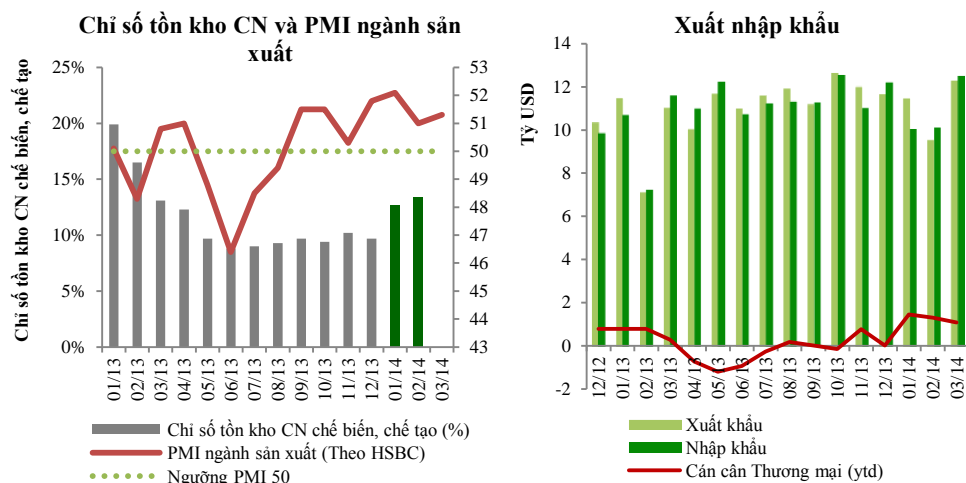


Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

Lĩnh vực sản xuất tiếp tục phát đi một số tín hiệu tích cực nhưng lo ngại về hàng tồn kho lớn vẫn hiện hữu.

Đối với lĩnh vực sản xuất, các tín hiệu tích cực cho thấy sự phục hồi dần tiếp tục được ghi nhận. Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) trong Quý 1 tăng 5,16% (ytd) cao hơn đôi chút so với mức 4,91% của cùng kỳ năm 2013. Trong đó, đáng chú ý là ngành Công nghiệp chế biến, chế tạo ghi nhận mức tăng 7,3%, cao hơn đáng kể so với con số 5,3% của Quý 1.2013. Ngoài ra, PMI tháng 3 của Việt Nam, theo HSBC, đạt 51,3 điểm, tăng nhẹ so với con số 51 của tháng 2, đồng thời cũng là tháng thứ 7 liên tiếp chỉ số này trên mức 50, cho thấy lĩnh vực sản xuất đang trên đà mở rộng. Trong đó, sản lượng và số lượng đơn đặt hàng mới đều tiếp tục tăng với tốc độ nhanh hơn tháng trước, số lượng đơn đặt hàng xuất khẩu mới cũng được cải thiện.

Mặc dù có một số tín hiệu tích cực nhưng lo ngại về hàng tồn kho lớn vẫn còn đó. Chỉ số tồn kho toàn ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tính đến hết tháng 2 tăng 13,4% (yoy), tuy giảm so với mức 16,5% của cùng kỳ 2013 nhưng lại đang cho thấy xu hướng tăng trở lại kể từ đầu năm 2014. Tỷ lệ tồn kho bình quân trong tháng 2 cũng tăng mạnh lên mức 84,4% từ 73,3% của cả năm 2013, cao nhất trong vòng 1 năm trở lại đây.



Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

Xuất khẩu tiếp tục là điểm sáng của nền kinh tế trong Q1, tuy nhiên vẫn phụ thuộc nhiều vào khối FDI

Về xuất nhập khẩu, trong Quý 1.2014, kim ngạch xuất khẩu đạt 33,5 tỷ USD, kim ngạch nhập khẩu đạt gần 32,4 tỷ USD, đều tăng 14,8% so với cùng kỳ 2013. Như vậy, trong 3 tháng đầu năm, Việt Nam xuất siêu 1,08 tỷ USD và riêng tháng 3 nhập siêu 196 triệu USD. Sự tăng trưởng về xuất khẩu cho thấy nhu cầu từ nước ngoài đang được cải thiện đồng thời cũng là động lực cho tăng trưởng kinh tế. **Tổng kim ngạch xuất khẩu tương đương hơn 90% GDP của Quý 1**, tăng mạnh so với tỷ lệ hơn 77% trong năm 2013. Tuy nhiên, đóng góp chính cho tăng trưởng xuất khẩu vẫn đến từ khối doanh nghiệp FDI với giá trị xuất khẩu đạt 20,74% (chiếm gần 62%), tăng 18,6% so với cùng kỳ, trong khi giá trị xuất khẩu của khối doanh nghiệp trong nước chỉ tăng 9,2%.

Việc nhập siêu trong hai tháng trở lại đây đi kèm với nhập khẩu tăng lên tiếp tục thể hiện lĩnh vực sản xuất đang có những chuyển biến tích cực, dù chưa thực sự bứt phá. Điều này cũng được thể hiện khá rõ trong cơ cấu nhập khẩu, các mặt hàng liên quan đến yếu tố đầu vào, phục vụ sản xuất, đều ghi nhận giá trị nhập khẩu tăng mạnh so với cùng kỳ năm 2013. Cụ thể, nhóm Máy móc, thiết bị, dụng cụ và phụ tùng tăng 28,3%, nhóm Xăng dầu tăng 21,1% và nhóm Nguyên phụ liệu dệt may, da, giày tăng 20,6%.

Các số liệu cho thấy tổng cầu chỉ phục hồi ở mức vừa phải. Lĩnh vực sản xuất tuy tiếp tục phát đi một số tín hiệu tích cực nhưng hàng tồn kho lớn cho thấy sự hồi phục chưa vững. Theo đó, trong Quý 2, chúng tôi cho rằng khả năng nền kinh tế ghi nhận chuyển biến mang tính đột phá là thấp mà thay vào đó vẫn là sự hồi phục dần với sự ổn định được duy trì. Chúng tôi kỳ vọng GDP Q2.2014 sẽ tăng ở mức trung bình, vào khoảng 5,3%.

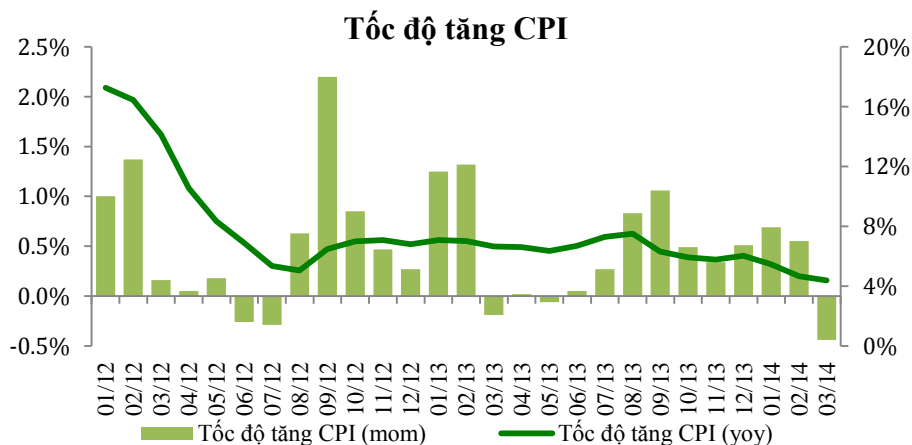
CPI tăng thấp trong Quý 1, kỳ vọng tỷ lệ lạm phát năm 2014 ở mức 5%-5,5%

**Chỉ số giá tiêu dùng (CPI)
Quý 1 tăng 4,39% (yoy). CPI
Quý 2 dự báo tăng 4,6%-
4,8% và cả năm tăng khoảng
5%-5,5%.**

Sau khi được kiểm soát tốt trong năm 2013 với mức tăng chỉ 6,04%, lạm phát trong Q1.2014 tiếp tục ghi nhận mức tăng khá thấp. Trong đó, mặc dù chịu ảnh hưởng của dịp Tết, mức tăng theo tháng của CPI trong tháng 1 và 2 đều chưa đến 0,7% (mom), điều chưa từng xảy ra trong khoảng 5 năm trở lại đây. Không chỉ vậy, CPI tháng 3 còn ghi nhận mức giảm lên đến 0,44% (mom), tương ứng mức tăng chỉ 4,39% (yoy). Tính chung cả Quý 1, CPI chỉ tăng 0,8% so với cuối năm 2013, thấp nhất trong vòng 13 năm.

Nguyên nhân giảm của CPI chủ yếu đến từ hai Nhóm hàng chính: Lương thực thực phẩm và Nhà ở, điện nước, chất đốt và vật liệu xây dựng với mức giảm lần lượt 0,96% và 0,74% trong khi các nhóm hàng khác hầu như không đổi hoặc chỉ tăng rất nhẹ. Điều này là do ảnh hưởng của việc giá gas được điều chỉnh giảm 31.000 đồng từ đầu tháng 3 kết hợp với yếu tố chu kỳ khi giá lương thực thực phẩm thường có xu hướng giảm trở lại sau 2 tháng cao điểm vào dịp Tết.

Việc nhóm lương thực thực phẩm chỉ tăng khoảng 2% trong hai tháng đầu năm, thấp hơn mức trung bình khoảng 4% của cùng kỳ 2 năm trước, và sau đó lại giảm trở lại khá mạnh gần 1% vào tháng sau Tết phản ánh **người dân đang thắt chặt chi tiêu hơn, hay nói cách khác cầu tiêu dùng hồi phục khá yếu.**



Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

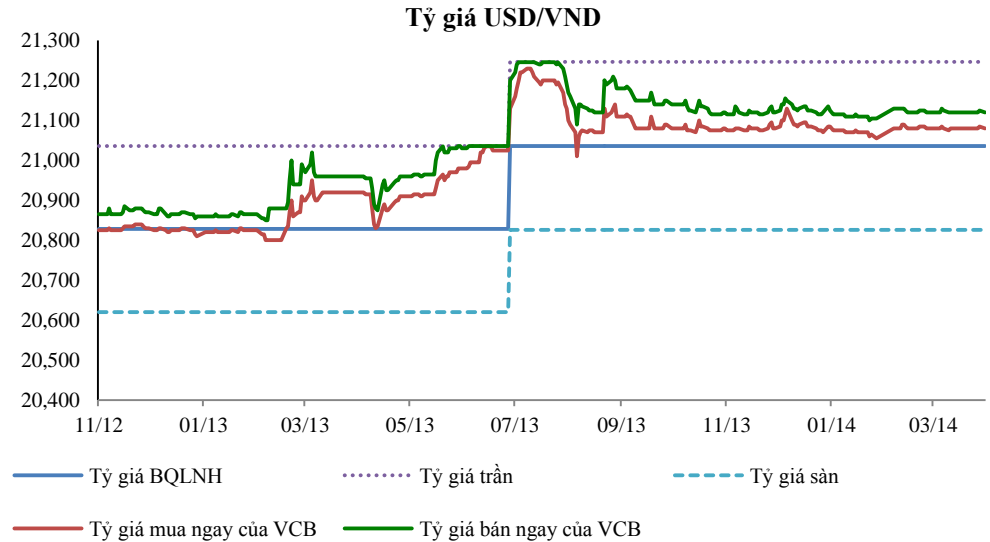
Trong bối cảnh sự phục hồi của sức mua – tổng cầu chỉ ở mức vừa phải kết hợp với việc tăng trưởng tín dụng trong nửa đầu năm 2013 tương đối thấp, chúng tôi duy trì dự báo CPI trong Quý 2 sẽ khó có đột biến và sẽ tiếp tục chịu ảnh hưởng nhiều từ việc điều chỉnh giá các mặt hàng thiết yếu, nếu có. Việc giảm giá gas cùng với hai đợt giảm nhẹ giá dầu vừa qua sẽ có tác động cân bằng lại ảnh hưởng của 2 lần tăng giá xăng dầu trước đó. Như vậy, chúng tôi cho rằng **CPI tháng 4 nhiều khả năng sẽ chỉ tăng nhẹ khoảng 0,05% (mom), CPI Quý 2.2014 vào khoảng 4,6%-4,8% (yoy), đồng thời chúng tôi cũng hạ dự báo tỷ lệ lạm phát cả năm 2014 về mức 5%-5,5%.** Với kỳ vọng như vậy, chúng tôi đánh giá việc Chính phủ hạ mục tiêu lạm phát năm 2014 từ 7% xuống 6% là khả thi.

Tỷ giá – Sự ổn định được duy trì, áp lực điều chỉnh không lớn trong Quý 2.

**Thị trường ngoại hối và tỷ
giá ổn định trong Quý 1 và
kỳ vọng sẽ tiếp tục được duy
trì trong Quý 2.**

Trong Quý 1, thị trường ngoại hối và tỷ giá khá ổn định. Tỷ giá bình quân liên ngân hàng vẫn không thay đổi ở mức 21.036 VND/USD kể từ cuối tháng 6 năm 2013. Tỷ giá bán của nhiều NHTM trong suốt thời gian qua dao động trong biên độ khá hẹp và chỉ cao hơn khoảng 0,35%-0,45% so với tỷ giá liên ngân hàng, phổ biến từ khoảng 21.110-21.130 VND/USD.

Một số nguyên nhân hỗ trợ cho sự ổn định của thị trường ngoại hối cũng như tỷ giá trong Quý 1 có thể kể đến như: (1) thời điểm đầu năm nhu cầu ngoại tệ cho các đơn hàng nhập khẩu đáp ứng sản xuất không đột biến, (2) Việt Nam ghi nhận xuất siêu hơn 1 tỷ USD trong Quý 1 và (3) với ảnh hưởng của dịp Tết nên nhu cầu VND lại thường tăng cao kéo theo xu hướng chuyển từ USD sang VND, đặc biệt trong khoảng nửa đầu Quý 1.



Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

Trong Quý 2, chúng tôi cho rằng áp lực điều chỉnh tỷ giá là thấp và kỳ vọng sự ổn định của thị trường ngoại hối sẽ tiếp tục được đảm bảo và duy trì tốt. Điều này dựa trên cơ sở nguồn cung ngoại tệ vẫn khá ổn định và tương đối dồi dào khi (1) vốn FDI giải ngân duy trì xu hướng tăng tích cực đạt 2,85 tỷ USD (+5,6% yoy) và (2) dự trữ ngoại hối tiếp tục duy trì ở mức trên 12 tuần nhập khẩu, NHNN cũng liên tục mua vào USD, tăng dự trữ ngoại hối thêm khoảng 7,7 tỷ USD trong 3 tháng đầu năm. Trong khi đó, cầu ngoại tệ cũng được đánh giá là khó có đột biến khi tổng cầu phục hồi chưa mạnh. Điểm sáng của lĩnh vực sản xuất và xuất khẩu hiện vẫn chủ yếu đến từ khối doanh nghiệp FDI. Theo đó, nếu cầu USD tăng để đáp ứng cho các đơn hàng nhập khẩu nguyên liệu đầu vào sản xuất thì cũng đồng thời là động lực cho xuất khẩu tăng theo, từ đó tạo thêm nguồn cung USD đối ứng.

Chúng tôi duy trì dự báo tỷ giá có thể được điều chỉnh khoảng 1%-2% trong năm 2014 với thời điểm điều chỉnh nhiều khả năng là vào cuối năm khi (1) lĩnh vực sản xuất được kỳ vọng sẽ tiếp tục phục hồi tốt hơn với hiệu ứng lan tỏa tích cực từ các doanh nghiệp FDI sang các doanh nghiệp trong nước và (2) nền kinh tế Mỹ tiếp tục phát đi các tín hiệu tích cực hơn, FED duy trì tốc độ cắt giảm gói QE3 kéo theo việc tăng giá của đồng USD.

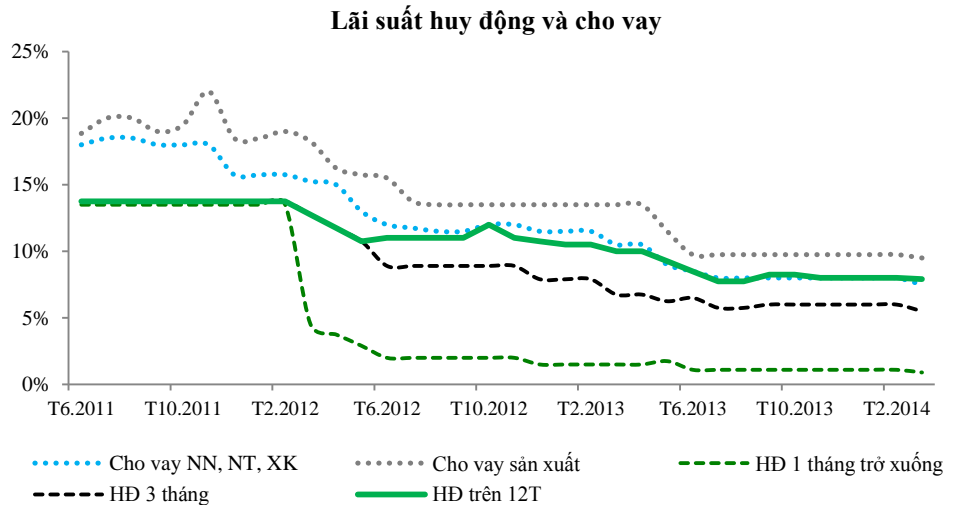
Thị trường tài chính - Lãi suất giảm nhẹ và được kỳ vọng duy trì ổn định, thanh khoản ngân hàng khá tốt

Lãi suất huy động và cho vay giảm nhẹ. NHNN hạ các lãi suất chủ chốt. Dự địa để tiếp tục giảm thêm lãi suất huy động là rất ít trong khi động lực để các ngân hàng cắt giảm thêm lãi suất cho vay cũng không nhiều.

Sau hai lần điều chỉnh giảm trong năm 2013, vào cuối Quý 1.2014, NHNN đã tiếp tục giảm các mức lãi suất chủ chốt. Cụ thể, trần lãi suất huy động các kỳ hạn ngắn xuống còn 6%/năm so với mức 7%/năm, lãi suất tái cấp vốn cũng được hạ xuống mức 6,5%/năm so với mức 7%/năm, lãi suất tái chiết khấu giảm từ 5%/năm xuống 4,5%/năm, lãi suất huy động ngoại tệ USD cũng giảm xuống mức 1%/năm, và trần lãi suất cho vay với 5 lĩnh vực ưu tiên cũng giảm từ 9% xuống 8%/năm. Theo đó, lãi suất huy động và cho vay ổn định và có xu hướng giảm nhẹ. Cụ thể, ở các kỳ hạn ngắn dưới 6 tháng, lãi suất huy động giảm nhẹ 0,5%-1%/năm, trong khi lãi suất cho vay cũng điều chỉnh giảm khoảng 0,5%-1%/năm, phổ biến 7%-10%/năm cho các kỳ

hạn ngắn và 10%-12,5%/năm cho các kỳ hạn dài.

Chúng tôi cho rằng (1) lạm phát được kiểm soát tốt ở mức thấp, như đã trình bày ở phần trên, và (2) thanh khoản hệ thống đang khá tốt trong khi tăng trưởng tín dụng chưa được đẩy mạnh là yếu tố chính hỗ trợ cho việc điều chỉnh giảm lãi suất kể trên, đồng thời, điều này cũng là phù hợp với định hướng duy trì mặt bằng lãi suất thấp để hỗ trợ sự phục hồi và tăng trưởng của nền kinh tế.



Nguồn: NHNN, VCBS tổng hợp

Với dự báo tỷ lệ lạm phát cả năm vào khoảng 5%-5,5%, chúng tôi cho rằng dư địa để tiếp tục giảm thêm lãi suất huy động trong năm 2014 là rất thấp. Đồng thời, với việc mặt bằng lãi suất cho vay hiện đã lùi về ngang với giai đoạn 2005-2006, chúng tôi cũng nhìn nhận rằng **hiện tại động lực để các ngân hàng cắt giảm thêm lãi suất cho vay là không nhiều**.

Như đã nhiều lần đề cập trong các báo cáo trước, việc tín dụng chưa được đẩy mạnh ra nền kinh tế chủ yếu là do vấn đề nợ xấu cũng như sức khỏe và khả năng hấp thụ vốn của các doanh nghiệp nói chung chứ không phải là do lãi suất chưa hợp lý. Hơn thế nữa, theo nguồn tin riêng của chúng tôi, đa số các doanh nghiệp có thể tiếp cận dễ dàng với nguồn vốn ngân hàng trong thời gian qua, yếu tố chính thúc đẩy tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng, phần nhiều được vay với lãi suất khá ưu đãi khoảng 6%-8%, theo đó dư địa để có thể giảm thêm từ mức này là rất ít. Như vậy, nếu việc giải quyết nợ xấu không có những chuyển biến rõ rệt thì việc giảm lãi suất cho vay, nếu có, sẽ chủ yếu đến từ các khoản vay cũ.

Quá trình giải quyết nợ xấu chưa có đột phá. NHNN ban hành thông tư 09/2014/TT-NHNN sửa đổi, bổ sung một số điều của thông tư 02/2013/TT-NHNN, điều này có thể coi như “cực chẳng đã”.

Về nợ xấu, mặc dù tỷ lệ nợ xấu theo báo cáo của các NHTM chỉ ở mức 3,6%-3,9% nhưng theo NHNN tỷ lệ này hiện vẫn vào khoảng 7%, không có nhiều thay đổi so với cuối năm 2013. Trong khi đó, quá trình giải quyết nợ xấu cũng chưa có những bước tiến rõ rệt mặc dù một số Thông tư, dự thảo quy định về hoạt động của VAMC tiếp tục được đưa ra, như thông tư số 04/2014/TT-NHNN quy định báo cáo thống kê và công khai, minh bạch thông tin về hoạt động của VAMC và dự thảo Thông tư hướng dẫn về việc bán đấu giá tài sản bảo đảm (TSBĐ) của VAMC đang được Bộ Tư pháp xây dựng.

Theo kế hoạch, VAMC dự kiến sẽ mua 70.000 – 100.000 tỷ đồng nợ xấu trong năm 2014, riêng quý 1 dự kiến mua vào 10.000 tỷ đồng. Tuy nhiên, tính đến hết Quý 1, VAMC mới chỉ mua được 3.929 tỷ đồng nợ gốc từ các tổ chức tín dụng. Với các thông tin trên, có thể thấy việc giải quyết nợ xấu trong 3 tháng đầu năm, tuy có tiến triển, nhưng vẫn khá chậm và chưa có nhiều đột phá so với thời điểm cuối năm 2013.

Trong bối cảnh nợ xấu vẫn là một bài toán khó giải của các ngân hàng, NHNN cũng đã ban hành

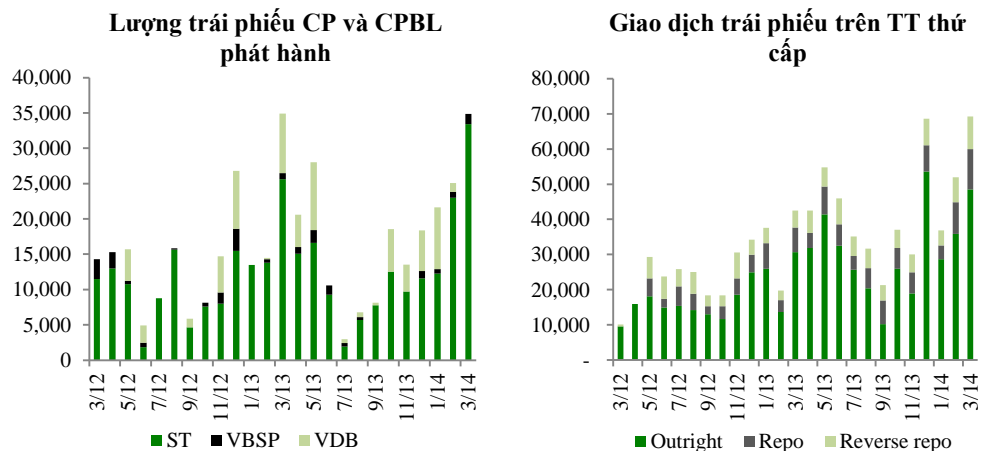
thông tư 09/2014/TT-NHNN sửa đổi, bổ sung một số điều của thông tư 02/2013/TT-NHNN theo hướng chưa thực hiện một số quy định về phân loại tín dụng. Trong đó, có một số điểm chính đáng lưu ý như sau:

- i. Lùi thời hạn áp dụng quy định các TCTD “phải sử dụng kết quả phân loại nhóm nợ do CIC cung cấp” đến hết 31/12/2014.
- ii. Bổ sung quy định: trường hợp các khoản nợ vi phạm pháp luật hoặc các khoản nợ phải thu hồi theo quyết định của thanh tra được phân loại vào các nhóm có mức độ rủi ro khác nhau thì TCTD phải áp dụng mức độ rủi ro cao nhất. Các khoản nợ thuộc đối tượng này tối thiểu được phân loại vào nhóm 3, đồng nghĩa với việc xem là nợ xấu.
- iii. Bổ sung quy định cho phép các TCTD được cơ cấu lại thời hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ như trước khi cơ cấu. Quy định này có hiệu lực kể từ ngày 20/3/2014 đến 01/04/2015.

Chúng tôi đánh giá, ảnh hưởng chung của những điều chỉnh này là tích cực đối với triển vọng của lĩnh vực ngân hàng trong ngắn hạn, cụ thể là năm 2014. Tuy nhiên, cũng phải lưu ý rằng, đánh giá tín nhiệm của Moody's với các ngân hàng Việt Nam hiện ở mức Tiêu cực, một lần nữa thể hiện quan ngại của cộng đồng quốc tế đối với chất lượng tài sản và cũng như tính minh bạch thông tin của hệ thống ngân hàng Việt Nam. Điều này cũng phản ánh ngành ngân hàng Việt Nam còn rất nhiều việc phải làm trong năm 2014 này và **việc sửa đổi thông tư 02 có thể coi như “cực chẳng đã”**.

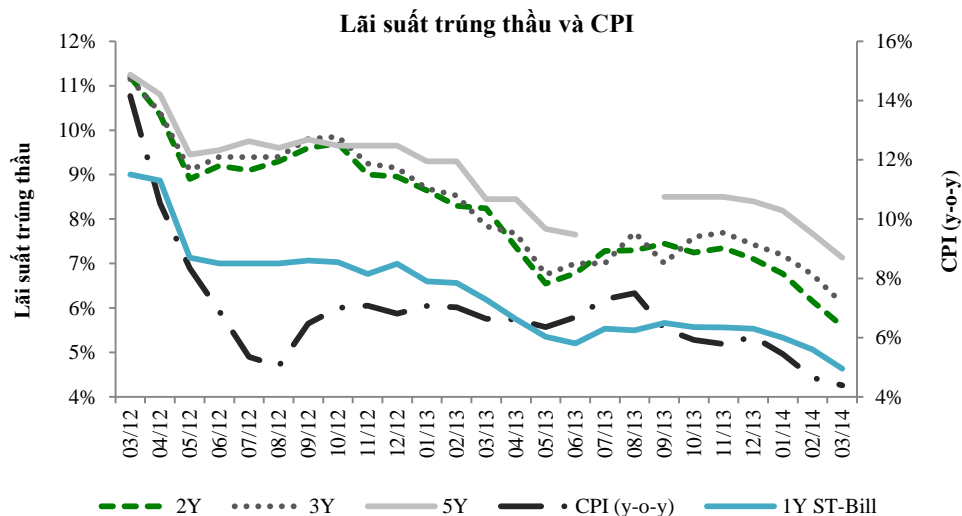
Thị trường trái phiếu diễn ra sôi động trong Quý 1. Lãi suất trúng thầu và lợi suất giảm mạnh. Trong Quý 2, nhiều khả năng thị trường trái phiếu sẽ thận trọng và trầm lắng hơn

Thị trường trái phiếu, cả sơ cấp và thứ cấp, diễn ra khá sôi động trong Quý 1.2014. Trên thị trường sơ cấp, 81.556 tỷ đồng (+29,8% yoy, +66,8% qoq) trái phiếu Kho bạc Nhà nước và Chính phủ bảo lãnh và 13.000 tỷ đồng (-6% yoy, +43,2% qoq) tín phiếu được đấu thầu thành công. Trên thị trường thứ cấp, Quý 1 cũng ghi nhận là quý bùng nổ của thị trường với tổng giá trị giao dịch đạt 159.769 tỷ đồng (+59,9% yoy, +24,5% qoq), tạo nên kỷ lục mới.



Nguồn: HNX, VCBS tổng hợp

Lãi suất trúng thầu (LSTT) của TPKBNN liên tục giảm. Kể từ tháng 1, LSTT các kỳ hạn 2Y, 3Y và 5Y lần lượt giảm về các mức 5,59% (-126 bps), 6,1% (-113 bps) và 7,13% (-112 bps). Diễn biến tương tự, lợi suất trái phiếu đã trên đà giảm mạnh từ đầu năm 2014, hình thành vùng đáy mới trong 5 năm trở lại đây. Đường cong lợi suất trái phiếu, theo đó, cũng nhanh chóng dịch chuyển xuống thấp. Xu hướng đi xuống của lãi suất chủ yếu do tình trạng dư thừa thanh khoản của các tổ chức tín dụng và được củng cố bởi đà giảm của CPI trong thời gian qua.



Nguồn: HNX, VCBS tổng hợp

Trong quý 2, nhiều khả năng thị trường trái phiếu sẽ thận trọng và trầm lắng hơn. Nhu cầu về trái phiếu sẽ chững lại cùng với kỳ vọng về sự ấm lên của tăng trưởng tín dụng trong khi thanh khoản của hệ thống ngân hàng vẫn sẽ tốt nhưng không còn dồi dào như quý 1/2014 nữa. Lợi suất trái phiếu được dự báo sẽ dao động trong biên độ hẹp và khả năng sẽ tăng nhẹ trong tháng 6.

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

Trên thị trường mở, NHNN hút ròng 55.385 tỷ đồng trong tháng 3. Số dư của nghiệp vụ reverse repo trong tháng 3 là 1.000 tỷ đồng và nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp trong quý 2/2014. Lượng tín phiếu NHNN chưa đáo hạn đạt đỉnh mới ở mức 173.804 tỷ đồng. LSTT tín phiếu NHNN kỳ hạn 28 ngày và 91 ngày lần lượt giảm từ 2,8% và 4,2% về 2,7% và 4%. Những số liệu này chỉ ra rằng thanh khoản của hệ thống ngân hàng vẫn được đảm bảo ở mức tốt.

Lãi suất VND liên ngân hàng giảm nhẹ trong khi lãi suất USD liên ngân hàng ổn định trong tháng 3. Tình trạng dư thừa thanh khoản vẫn là nguyên tố chính khiến lãi suất liên ngân hàng ở mức thấp. Với tình hình như hiện tại, lãi suất liên ngân hàng nhiều khả năng sẽ ổn định ở mức thấp. Tuy nhiên, khi tín dụng ấm lên trong quý 2/2014, lãi suất liên ngân hàng nhiều khả năng cũng sẽ nhích lên.

Kinh tế - tài chính thế giới

Mỹ

Nền kinh tế lớn nhất thế giới vẫn đang hồi phục tích cực.

Mặc dù GDP Q4.2013 của Mỹ chỉ tăng 2,6%, thấp hơn đáng kể so với ước tính 3,2% được công bố trước đó do chi tiêu dùng không tăng mạnh như kỳ vọng và chi tiêu Chính phủ bị cắt giảm mạnh tay sau sự kiện Chính phủ Mỹ đóng cửa 15 ngày vào hồi tháng 10; tuy nhiên, các chỉ số về sản xuất như PPI, số liệu của ISM cũng như PMI của HSBC đều chỉ ra tình hình rất lạc quan khi khu vực sản xuất được mở rộng mạnh trong 3 tháng đầu năm.

Thị trường lao động cũng phát đi những dấu hiệu tích cực thể hiện thông qua số việc làm được tạo ra tăng lên trong khi tỷ lệ thất nghiệp đã giảm dần qua các tháng về mức khoảng 6,6% - 6,7% trong Q1.2014 – mức thấp nhất kể từ năm 2008. Bên cạnh đó, niềm tin tiêu dùng của Mỹ đã tăng cao nhất trong vòng 6 năm khi Tổng thống Obama quyết định ký thẳng dự luật tăng lương.

Trước những dấu hiệu hồi phục của nền kinh tế, FED đã quyết định cắt giảm gói kích thích khổng lồ từ 85 tỷ USD xuống còn 55 tỷ USD/tháng qua ba cuộc họp trong ba tháng. Nếu tiếp tục giữ tốc độ cắt giảm QE3 như hiện nay, nhiều khả năng FED sẽ hoàn toàn chấm dứt chương trình

mua trái phiếu vào mùa thu. Mặc dù có một số lo ngại FED có thể sẽ sớm tăng lãi suất vào đầu năm 2015 nhưng trong bài phát biểu mới nhất của mình, Tân chủ tịch FED cũng đã cho biết sẽ chưa tăng lãi suất trong ít nhất 2 năm tới và hiện tỷ lệ thất nghiệp và lạm phát đang còn khá xa so với mục tiêu đề ra của FED.

Như vậy, chúng tôi đánh giá rằng nền kinh tế lớn nhất thế giới vẫn đang hồi phục tích cực thể hiện trên cả phương diện sản xuất, tiêu dùng và việc làm. **Và, việc thu hẹp quy mô QE3 có thể sẽ không ảnh hưởng nhiều đến nền kinh tế Mỹ khi sự phục hồi được chúng tôi kỳ vọng sẽ trở lại mạnh mẽ hơn trong thời gian tới dựa trên căn cứ các số liệu được đưa ra.**

Châu Âu

Nền kinh tế Châu Âu chưa cho thấy sự cải thiện nào đáng kể.

Mặc dù, xét về tăng trưởng, tổng sản phẩm quốc nội (GDP) trong Q4.2013 của khu vực đồng tiền chung châu Âu (Eurozone) tăng 0,3% (qoq) đánh dấu quý thứ ba liên tiếp nền kinh tế Eurozone đạt tỷ lệ tăng trưởng dương sau quãng thời gian suy thoái của 6 quý tăng trưởng âm trước đó. Xét về sản xuất, khu vực này tiếp tục được mở rộng nhưng với tốc độ chậm dần thể hiện qua chỉ số PMI do HSBC công bố đạt trên 54 trong tháng 1 và giảm xuống 53,2 và 53 trong tháng 2 và tháng 3. Kèm theo đó, tỷ lệ lạm phát luôn ở mức thấp dưới 1% trong 6 tháng liên tiếp (từ tháng 10/2013 đến tháng 3/2014) và giảm dần qua từng tháng, khiến cho khoảng cách với mục tiêu 2% đề ra ngày càng xa vời. Điều này làm chúng tôi lo ngại về khả năng giảm phát cao của khu vực EU, đặc biệt là trong bối cảnh Trung Quốc, đối tác chính của EU, phát đi nhiều dấu hiệu không tích cực.

Tỷ lệ thất nghiệp duy trì ở mức cao 12% và 11,9% trong T1 và T2.2014 và tỷ lệ nợ công vẫn khá lớn (92,7% GDP trong khi mục tiêu chuẩn là 60% GDP) cũng làm gia tăng rủi ro của Eurozone. Ngân hàng Trung ương châu Âu (ECB) hôm qua 6/3 đã ra quyết định giữ nguyên lãi suất.

Chúng tôi đánh giá nền kinh tế Châu Âu vẫn đang cố gắng hồi phục, nhưng với tốc độ rất chậm và chính sách nới lỏng, duy trì mức lãi suất thấp chưa cho thấy hiệu quả như kỳ vọng trong thời gian qua. Do đó, **chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế Châu Âu sẽ tăng trưởng chậm trong các tháng tới** (do bản thân nội tại chưa có động lực để có thể phục hồi nhanh hơn trong khi phải ảnh hưởng tiêu cực đáng kể từ Trung Quốc và điểm nóng Nga - Ukraina) và các vấn đề về nợ công, thất nghiệp và giảm phát cần rất nhiều thời gian nữa mới có thể chạm đến các ngưỡng mục tiêu.

Châu Á

Nền kinh tế Trung Quốc tiếp tục tăng trưởng nhưng đã bắt đầu bộc lộ các dấu hiệu bất ổn.

Nền kinh tế lớn thứ 2 thế giới đã cho thấy tín hiệu giảm tốc kể từ Q4.2013 khi chỉ đạt 7,7%, chậm hơn so với mức 7,8% trong quý 3. Kèm theo đó, khu vực sản xuất liên tục thu hẹp trong cả 3 tháng đầu năm khi chỉ số PMI – HSBC dưới mức 50 và giảm dần qua các tháng (lần lượt là 49,5; 48,5 và 48 trong tháng 1, tháng 2 và tháng 3). Ngoài ra, các số liệu về kim ngạch xuất nhập khẩu đang có dấu hiệu kém đi bất chấp việc Chính phủ nới biên độ dao động của đồng Nhân dân tệ nhằm nỗ lực hỗ trợ xuất khẩu.

Rủi ro lớn nhất của nền kinh tế khổng lồ hiện tại nằm ở vấn đề nợ xấu, nợ của chính quyền địa phương và tình hình thanh khoản của hệ thống tài chính cũng như hoạt động của hệ thống ngân hàng ngầm. Theo số liệu thống kê của Ủy ban Pháp chế Ngân hàng Trung Quốc (CBRC), nợ quá hạn của nước này đã tăng thêm 28,5 tỷ nhân dân tệ (4,7 tỷ USD) trong quý cuối cùng của năm 2013 lên 592,1 tỷ nhân dân tệ, mức cao nhất kể từ tháng 9/2008. Kèm theo đó, các vụ vỡ nợ trái phiếu doanh nghiệp trị giá cao đang dần được phanh phui và trở nên “bình thường” ở đất nước này.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, với nguồn dự trữ ngoại tệ ở mức kỷ lục 3.820 tỷ USD vào cuối năm 2013, và các chính sách nới lỏng kinh tế mà Chính phủ Trung Quốc cam kết thực hiện và quyết tâm đảm bảo mục tiêu tăng trưởng, nền kinh tế khổng lồ này có thể dần dần kiểm soát

được những rủi ro này. **Do đó, chúng tôi kỳ vọng vào kịch bản tăng trưởng chậm và chắc hơn của Trung Quốc trong thời gian tới.**

Nền kinh tế Nhật Bản hồi phục không như mong đợi.

GDP Q4.2013 của Nhật Bản chỉ tăng 0,2% khiến cho tốc độ tăng trưởng GDP cả năm 2013 chỉ đạt 1,5%, thấp hơn đáng kể so với dự báo 2,8%. Bên cạnh đó, chính sách duy trì đồng Yên thấp đang có tác dụng ngược lại trong bối cảnh Nhật Bản cần nhập khẩu nhiều (chủ yếu là do nhập khẩu dầu và nhiên liệu nhằm cung cấp cho các nhà máy điện sau sự kiện rò rỉ nhà máy Fukushima) và xuất khẩu không còn nhiều lợi thế như trước khiến cho cán cân thương mại thâm hụt nặng nề và cán cân vãng lai của nước này thâm hụt đến 1,59 nghìn tỷ yên (tương đương 15,4 tỷ USD) trong quý I/2014, mức cao kỷ lục kể từ năm 1985.

Lạm phát của Nhật Bản vẫn chưa cho thấy dấu hiệu lạc quan trong 3 tháng đầu năm 2014 sau những con số ấn tượng vào cuối năm 2013 và còn cách khá xa mức mục tiêu 2%. Niềm tin của người tiêu dùng vào Abenomics đang giảm sút dần, đặc biệt kể từ khi Thủ tướng Abe quyết định tăng thuế tiêu thụ vào 4.2014. Điều này dẫn đến tình trạng cầu tiêu dùng và đầu tư có thể bị hạn chế lại và Nhật Bản có thể gặp nhiều khó khăn hơn trong việc đối phó với tình trạng giảm phát đã kéo dài hai thập niên qua.

Bên cạnh đó, khu vực sản xuất đang chỉ ra dấu hiệu chững lại dần khi chỉ số PMI do Markit công bố giảm dần từ 56,6; 55,5 trong tháng 1 và 2 xuống 53,9 trong tháng 3. Với gói kích thích khổng lồ được bơm ra và BOJ cam kết tăng gấp đôi các chương trình cho vay nhằm tới kích thích tín dụng và tăng trưởng kinh tế, **chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế Nhật Bản sẽ tiếp tục hồi phục tốt hơn trong những tháng tiếp theo, nhưng vẫn chỉ với tốc độ chậm và nền kinh tế vẫn còn gặp không ít thách thức khi tiêu dùng bị kiềm chế bởi luật thuế tiêu thụ áp dụng bắt đầu vào Q2.**

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 – 39 366 990

Fax: 84 - 4 - 39 360 262

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

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367518/19/20
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, Tòa 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	: Tòa 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, Tòa 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
