

KINH TẾ VĨ MÔ THÁNG 5

Tổng cầu hồi phục ở mức vừa phải. Rủi ro từ phía Trung Quốc và căng thẳng ở biển Đông cần theo dõi

- Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) cả nước tháng 5 tăng nhẹ 0,2 % (mom), 4,72% (yoy). CPI tháng 6 được dự báo tăng đáng kể 0,5%-0,6% (mom), tương đương 5,2%-5,3% (yoy) do ảnh hưởng từ việc điều chỉnh giá Dịch vụ y tế ở TP. HCM từ 01/06. Chúng tôi duy trì kỳ vọng tỷ lệ lạm phát cả năm 2014 sẽ vào khoảng 5%.
- Nền kinh tế trong tháng 5 vẫn duy trì sự ổn định nhưng chưa cho thấy sự đột phá. Tổng cầu chỉ hồi phục ở mức vừa phải. Lĩnh vực sản xuất tuy vẫn đang duy trì đà phục hồi nhưng sự phục hồi này không đều, chủ yếu do đóng góp của các doanh nghiệp có yếu tố xuất khẩu, nhất là khối FDI. GDP Q2.2014 kỳ vọng sẽ tăng ở mức trung bình, vào khoảng 5,3%.
- Căng thẳng ở biển Đông kết hợp với việc giảm tốc của nền kinh tế Trung Quốc là một rủi ro cần xem xét do có thể tác động xấu lên nền kinh tế Việt Nam trong trung và dài hạn. Tăng trưởng GDP năm 2014 có thể thấp hơn kỳ vọng 5,7%.
- Chịu ảnh hưởng từ căng thẳng biển Đông, tỷ giá có dấu hiệu nóng lên trong tháng 5. Kỳ vọng thị trường sẽ dần ổn định trở lại và sẽ không điều chỉnh tỷ giá trong Quý 2.
- Với dự báo tỷ lệ lạm phát năm 2014 vào khoảng 5%, mặt bằng lãi suất huy động và cho vay được kỳ vọng tiếp tục ổn định và khó giảm thêm. Việc tín dụng chưa được đẩy mạnh là do rào cản nợ xấu và sức hấp thụ vốn của nền kinh tế còn yếu.
- Thị trường trái phiếu sơ cấp ít biến động trong khi thị trường thứ cấp có phần sôi nổi hơn với động thái bán ròng mạnh của khối ngoại. Trong tháng 6, lãi suất trúng thầu nhiều khả năng sẽ dao động trong biên độ hẹp, lợi suất trái phiếu có thể sẽ tăng nhẹ vào cuối tháng.
- NHNN bơm ròng trên OMO. Thanh khoản của hệ thống ngân hàng khá tốt.

Chỉ số kinh tế vĩ mô 5 tháng năm 2014

Lạm phát: +0,2% (mom) và 4,72% (yoy)
 Xuất khẩu: 12 tỷ USD (+3,5% yoy)
 Nhập khẩu: 12,4 tỷ USD (+0,9% yoy)
 Nhập siêu: 400 triệu USD (mom); Xuất siêu : 1,6 tỷ USD (ytd)
 FDI: Tổng vốn đăng ký 4 tháng : 5,51 tỷ USD (-34,3% yoy). Tổng vốn thực hiện: 4,6 tỷ USD
 Tăng trưởng tín dụng: +1,31% (ytd)

Thời gian	Sự kiện nổi bật trong tháng
02/05/2014	PMI tháng 4 đạt 53,1 điểm.
06/05/2014	Chỉ số niềm tin người tiêu dùng, theo Nielsen, trong Q1.2014 tăng nhẹ lên 99 điểm.
08/05/2014	Căng thẳng biển Đông bùng nổ
13/05/2014	NHNN công bố về kế hoạch triển khai sản phẩm liên kết 4 Nhà
24/05/2014	CPI tháng 5 tăng 0,2% (mom)
28/05/2014	Tính đến 23/05, tăng trưởng tín dụng đạt +1,31%

BÁO CÁO THÁNG

05/2014

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

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

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 10

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

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

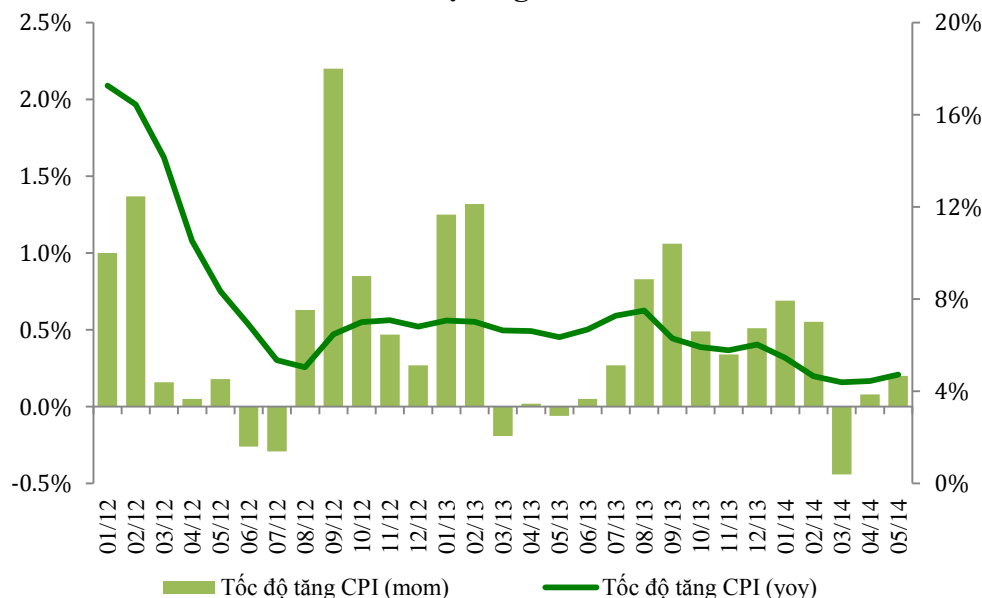
06.06.2014
Research Department
VCBS

Lạm phát ở mức thấp, phụ thuộc nhiều vào việc điều chỉnh giá của các mặt hàng thiết yếu

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) cả nước tháng 5 tăng nhẹ 0,2 % (mom), 4,72% (yoy). CPI tháng 6 được dự báo tăng đáng kể 0,5%-0,6% (mom).

Trong tháng 5, CPI tiếp tục duy trì đà tăng nhẹ với mức tăng 0,2% (mom), tương ứng 4,72% (yoy). Trong đó 10/11 nhóm hàng cùng ghi nhận mức tăng nhẹ, chỉ riêng nhóm Bưu chính viễn thông giảm 0,03% (mom). Đóng góp chính cho mức tăng chung của chỉ số đến từ một số nhóm hàng được hưởng lợi và tăng giá từ hiệu ứng kỳ nghỉ lễ 30/04-01/05 như Giao thông (+0,36%); Văn hóa, giải trí và du lịch (+0,26%); Thực phẩm (+0,37%); Ăn uống ngoài gia đình (+0,21%) và Nhà ở và vật liệu xây dựng (+0,43%).

Tốc độ tăng CPI



Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

Việc CPI tiếp tục tăng nhẹ tháng thứ hai liên tiếp cùng có thêm cho nhận định nền kinh tế không rơi vào giảm phát, tuy nhiên cũng đồng thời phản ánh tổng cầu phục hồi chưa mạnh. Trong bối cảnh (1) tổng cầu yếu và (2) cung tiền trong năm 2013 được điều tiết tốt, chúng tôi cho rằng diễn biến của CPI trong các tháng tới sẽ phụ thuộc nhiều vào việc điều chỉnh giá của các mặt hàng thiết yếu. Trong tháng 6, Thành phố Hồ Chí Minh tăng mạnh giá Dịch vụ y tế (DVYT) và theo ước tính của chúng tôi, việc điều chỉnh này sẽ làm CPI cả nước tăng thêm khoảng 0,25%-0,3%. Do đó, CPI tháng 6 được dự báo sẽ tăng đáng kể khoảng 0,5%-0,6% (mom), đẩy mức tăng theo cùng kỳ lên 5,2%-5,3% (yoy) từ con số 4,72% của tháng 5.

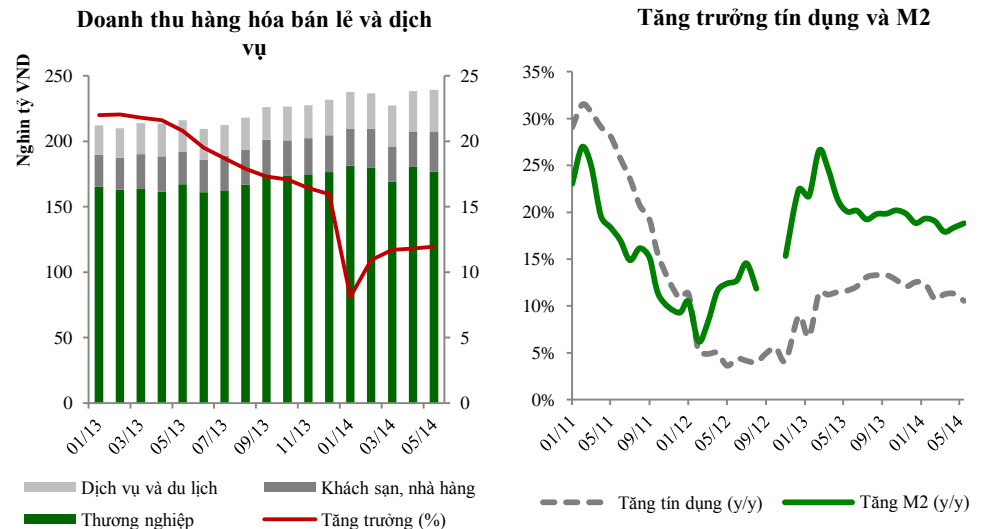
Trong những tháng tiếp theo, mức tăng của CPI theo cùng kỳ (yoy) được kỳ vọng sẽ giảm trở lại do (1) hiệu ứng từ việc điều chỉnh tăng giá DVYT ở TP. Hồ Chí Minh qua đi; (2) Hà Nội cũng đề trình tiếp tục tăng giá DVYT nhưng kỳ vọng mức tăng sẽ không nhiều như tháng 8 năm 2013; (3) lộ trình tăng giá Dịch vụ Giáo dục sẽ tiếp tục diễn ra ở các tỉnh thành nhưng không mạnh và đột biến như năm 2013, đặc biệt là ở TP. Hồ Chí Minh.

Nhìn nhận chung cho cả năm 2014, chúng tôi cho rằng tác động việc điều chỉnh giá các dịch vụ thiết yếu như Y tế và Giáo dục cũng sẽ gần tương tự như năm 2013. Tuy nhiên do việc điều chỉnh có khác biệt về thời điểm nên diễn biến CPI theo tháng sẽ có những biến động nhất định (tăng mạnh trong tháng 6 và giảm dần trở lại trong các tháng tiếp theo). Chúng tôi duy trì kỳ vọng tỷ lệ lạm phát cả năm 2014 sẽ vào khoảng 5%.

Nền kinh tế trong tháng 5 vẫn duy trì sự ổn định nhưng chưa cho thấy sự đột phá. Tổng cầu chỉ hồi phục ở mức vừa phải. GDP Q2.2014 kỳ vọng sẽ tăng ở mức trung bình, vào khoảng 5,3%.

Tổng cầu chỉ hồi phục ở mức vừa phải

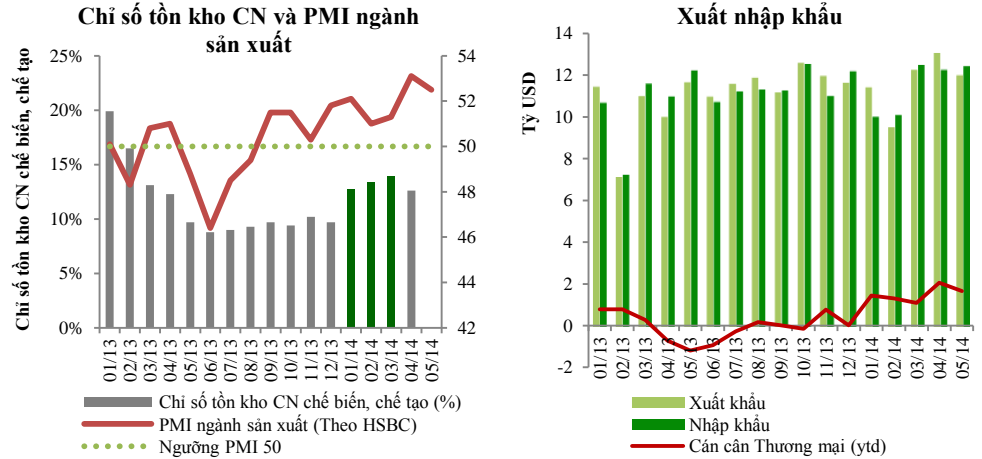
Các chỉ báo kinh tế trong tháng 5 chưa cho thấy các chuyển biến rõ nét so với giai đoạn trước. Tổng mức hàng hóa bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng, thể hiện cầu tiêu dùng, trong 5 tháng đầu năm ghi nhận mức tăng 11% (yoy) và 6% nếu loại trừ yếu tố giá, không có nhiều sự khác biệt so với cùng giai đoạn năm 2013 (11,94% yoy và 4,8% loại trừ yếu tố giá) và vẫn thấp hơn nhiều so với mức trung bình khoảng 20% trong giai đoạn sức cầu được đánh giá có tăng trưởng tốt vào những năm 2011 trở về trước. Như vậy, kể từ năm 2012 khi bắt đầu có dấu hiệu suy yếu, sức cầu trong nước vẫn chỉ duy trì một đà hồi phục chậm.



Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

Cầu đầu tư cũng chỉ ghi nhận mức tăng vừa phải. Cụ thể:

- Tăng trưởng tín dụng, tính đến 23/5, chỉ ở mức khiêm tốn 1,31% (ytd), tăng nhẹ so với mức 1,1% vào cuối tháng 4 và cũng thấp hơn khá nhiều so với con số hơn 3% của tháng 5 năm 2013. Tăng trưởng tín dụng thấp hơn kỳ vọng cho thấy đầu ra của các ngân hàng và khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế vẫn còn yếu, dù rằng mặt bằng lãi suất đã lùi về mức khá thấp. Mặc dù chưa có sự gia tốc thực sự tốt như kỳ vọng nhưng chúng tôi vẫn duy trì nhận định tín dụng sẽ được đẩy mạnh hơn nữa trong tháng cuối cùng của Quý 2 dựa trên các cơ sở (i) trên thị trường tài chính, các ngân hàng thương mại có một số động thái thu xếp vốn nhằm mục đích đẩy mạnh đầu ra của tín dụng và (ii) tháng 6, theo yếu tố chu kỳ, thường là thời điểm các doanh nghiệp chuẩn bị cho kế hoạch sản xuất kinh doanh của nửa cuối năm.
- Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) trong tháng 5 tăng 5,6% (ytd), chỉ cải thiện nhẹ so với mức 5,2% của cùng kỳ 2013. Trong đó, dẫn đầu là ngành Công nghiệp chế biến, chế tạo với mức tăng 7,5%, tuy nhiên điểm sáng này cũng được nhìn nhận khá rõ từ cuối năm 2013 cũng như những tháng đầu năm 2014 và hiện chưa cho thấy chuyển biến tốt hơn.
- Tình trạng tồn kho ở mức cao vẫn chưa được giải quyết. Chỉ số tồn kho toàn ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tính đến hết tháng 4 tăng 12,6% (yoy) cao hơn mức 12,3% của cùng kỳ 2013, đồng thời tỷ lệ tồn kho bình quân trong 4 tháng đầu năm cũng đạt 78,7% lớn hơn con số 76,7% của 4 tháng đầu năm 2013. Như vậy, có thể thấy các doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp với thị trường nội địa, vẫn đang gặp nhiều khó khăn trong việc tiêu thụ hàng hóa.



Nguồn: CEIC, HSBC, VCBS tổng hợp

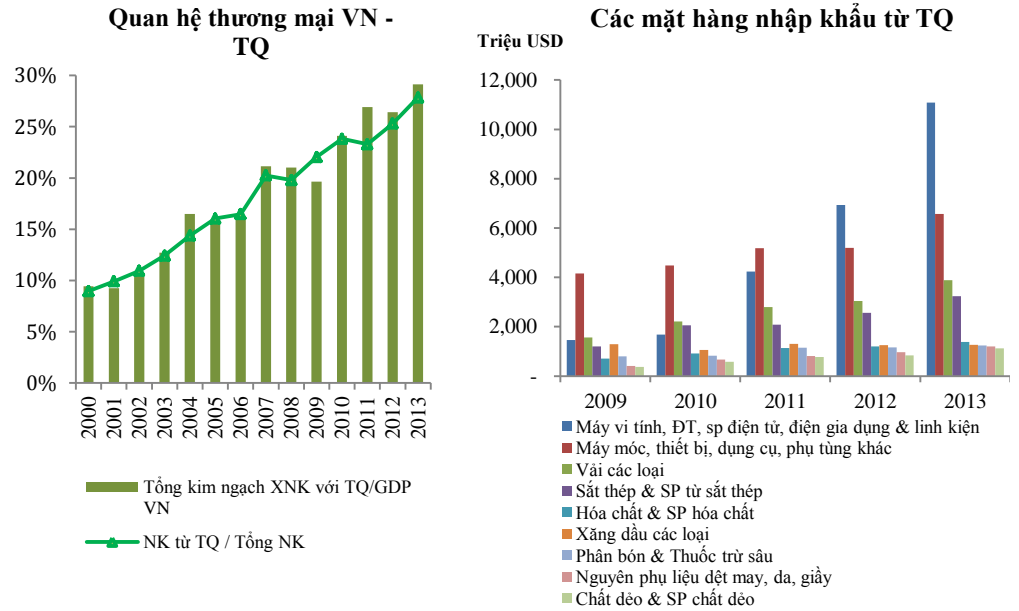
Về hoạt động xuất nhập khẩu, ước tính trong tháng 5, Việt Nam sẽ ghi nhận nhập siêu trở lại khoảng 400 triệu USD. Theo đó 5 tháng đầu năm, cán cân thương mại thặng dư khoảng 1,6 tỷ USD. Trong đó, kim ngạch xuất khẩu đạt 58,5 tỷ USD, tăng 15,4% (yoy), và kim ngạch nhập khẩu đạt 56,8 tỷ USD, tăng 9,6% (yoy). Khối FDI tiếp tục là nhân tố chính đóng góp cho tăng trưởng của cả xuất khẩu (+17,1%) và nhập khẩu (+11,4%) trong khi tăng trưởng xuất và nhập khẩu khối doanh nghiệp trong nước chỉ ghi nhận con số khá khiêm tốn, lần lượt +11,9% và +7,2%. Với việc đầu vào của nền kinh tế Việt Nam phụ thuộc nhiều vào nhập khẩu thì sự chênh lệch khá rõ về tăng trưởng nhập khẩu giữa khối FDI và khối doanh nghiệp trong nước đã cho thấy sự phân hóa trong lĩnh vực sản xuất với sự nổi trội của khối FDI.

Như vậy, giống như nhận định trong các báo cáo trước, chúng tôi đánh giá rằng lĩnh vực sản xuất tuy vẫn đang duy trì đà phục hồi nhưng sự phục hồi này không đều. Với các chỉ báo như (1) tăng trưởng tín dụng 5 tháng đầu năm tương đối thấp (+1,31% ytd), (2) hàng tồn kho lớn trong bối cảnh cầu trong nước yếu và (3) xuất siêu 5 tháng đầu năm ước tính khoảng 1,6 tỷ USD, có thể thấy các doanh nghiệp trong nước vẫn chưa ghi nhận sự phục hồi tốt. Theo đó, việc chỉ số PMI tháng 5 của Việt Nam đạt 52,5 điểm, trên ngưỡng 50 tháng thứ 9 liên tiếp, dù tiếp tục cho thấy khu vực sản xuất của nước ta tiếp tục mở rộng nhưng sự mở rộng này chủ yếu đến từ các doanh nghiệp có yếu tố xuất khẩu, đặc biệt là khối FDI. Nói cách khác, nền kinh tế vẫn đang cho thấy sự hồi phục, tuy nhiên, sự hồi phục chưa thực sự đến từ nội lực bên trong mà còn phụ thuộc đáng kể vào bên ngoài.

Căng thẳng ở biển Đông kết hợp với việc giảm tốc của nền kinh tế Trung Quốc là một rủi ro cần xem xét do có thể tác động xấu lên nền kinh tế Việt Nam trong trung và dài hạn. Tăng trưởng GDP năm 2014 có thể thấp hơn kỳ vọng 5,7%.

Hiện tại, độ mở của nền kinh tế Việt Nam là tương đối lớn, theo đó những diễn biến của nền kinh tế thế giới (sẽ được trình bày chi tiết hơn trong phần [Kinh tế - tài chính thế giới](#)) cũng sẽ có tác động đáng kể lên nền kinh tế trong nước. Nếu như nền kinh tế Mỹ, Nhật Bản, Châu Âu được kỳ vọng sẽ dần phục hồi, giúp cải thiện triển vọng xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2014 thì những căng thẳng ở biển Đông và dấu hiệu giảm tốc của nền kinh tế Trung Quốc là một rủi ro cần xem xét khi có thể sẽ tác động xấu lên nền kinh tế Việt Nam trong trung và dài hạn.

Các số liệu cho thấy **nền kinh tế Việt Nam chịu nhiều ảnh hưởng từ nền kinh tế Trung Quốc với quan hệ thương mại song phương ở mức khá lớn**. Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu giữa Việt Nam và Trung Quốc tăng qua từng năm và hiện đang tương đương gần 30% GDP của Việt Nam. Đầu vào của lĩnh vực sản xuất cũng như nền kinh tế Việt Nam phụ thuộc nhiều vào nhập khẩu. Trong đó, Trung Quốc là thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam, kim ngạch nhập khẩu từ Trung Quốc có xu hướng tăng và chiếm khoảng 30% tổng kim ngạch nhập khẩu của Việt Nam trong năm 2013 và theo số liệu mới nhất thì trong 5 tháng đầu năm 2014, Trung Quốc tiếp tục là thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam với tổng giá trị nhập khẩu 16,1 tỷ USD (tương đương hơn 28% tổng kim ngạch nhập khẩu), tăng 14,5% (yoy).



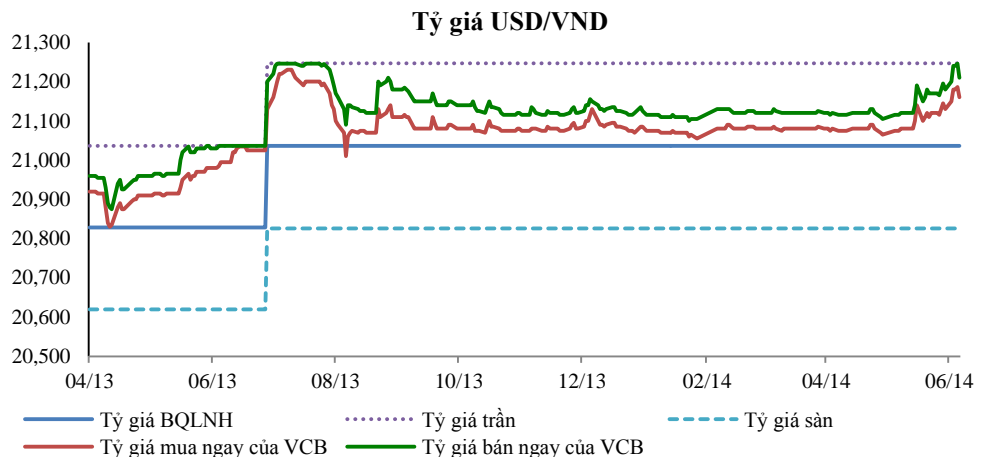
Nguồn: GSO, VCBS tổng hợp

Chúng tôi đánh giá nền kinh tế trong tháng 5 vẫn duy trì sự ổn định và đà phục hồi dần, tuy nhiên các chuyển biến tích cực rõ nét mang tính đột phá hoặc vượt kỳ vọng vẫn chưa xuất hiện. Lĩnh vực sản xuất với tâm điểm là các doanh nghiệp có yếu tố xuất khẩu, nhất là khối FDI, được kỳ vọng sẽ tiếp tục dẫn dắt cho sự phục hồi của tăng trưởng trong Quý 2. Chúng tôi duy trì dự báo GDP Q2.2014 sẽ có cải thiện nhẹ từ mức 4,96% của Q1 lên khoảng 5,3%, tương ứng mức tăng khoảng 5,1% trong 6 tháng đầu năm. Tuy nhiên về trung và dài hạn, vụ việc ở biển Đông kết hợp với việc giảm tốc của nền kinh tế Trung Quốc được đánh giá sẽ có tác động xấu nhất định lên nền kinh tế Việt Nam. Điều này có thể sẽ được phản ánh trong giai đoạn 6 tháng cuối năm dẫn đến tăng trưởng GDP năm 2014 có thể thấp hơn kỳ vọng 5,7%.

Tỷ giá nóng lên trong tháng 5 trước căng thẳng ở biển Đông

Chịu ảnh hưởng từ căng thẳng biển Đông, tỷ giá có dấu hiệu nóng lên trong tháng 5. Kỳ vọng thị trường sẽ dần ổn định trở lại và sẽ không điều chỉnh tỷ giá trong Quý 2.

Sau khi liên tục duy trì sự ổn định trong suốt Quý 1 cũng như tháng 4, thị trường ngoại hối có dấu hiệu nóng lên và đã có những biến động khá mạnh trong tháng 5, đặc biệt là về cuối tháng, và những ngày đầu của tháng 6. Có những thời điểm, tỷ giá bán tại nhiều NHTM được treo ở mức giá trần 21.246 VND/USD. Cùng với đó, trên thị trường tự do, tỷ giá cũng tăng mạnh, phổ biến ở mức 21.280-21.300 VND/USD mua vào và 21.330-21.350 VND/USD bán ra.



Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

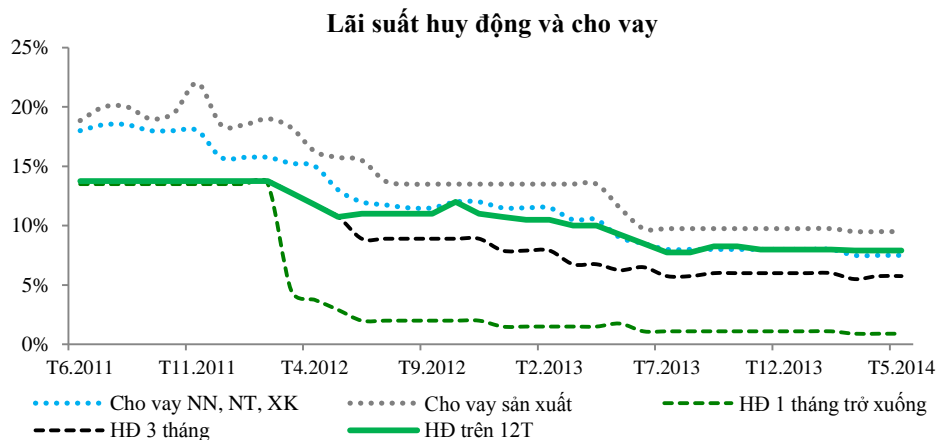
Những biến động trên thị trường ngoại hối trước hết là do yếu tố tâm lý khi căng thẳng ở biển Đông bất ngờ nổ ra. Ngoài ra, theo nguồn tin của chúng tôi, vào đầu tháng 6, một số ngân hàng lớn còn chịu áp lực rút USD của một doanh nghiệp lớn để phục vụ nhu cầu hoạt động kinh doanh, từ đó cũng tạo áp lực nhất định lên thị trường ngoại hối.

Chúng tôi cho rằng, mặc dù căng thẳng ở biển Đông có thể chưa sớm được giải quyết nhưng khả năng căng thẳng leo thang hoặc có chuyển biến xấu hơn nữa là khó xảy ra. Thêm vào đó, những biến động về cầu ngoại tệ như trong đầu tháng 6 được đánh giá sẽ chỉ xảy ra trong ngắn hạn. Chúng tôi duy trì kỳ vọng tỷ giá và thị trường ngoại hối sẽ dần ổn định trở lại do cung ngoại tệ vẫn tương đối dồi dào với (1) vốn FDI giải ngân duy trì xu hướng tăng và đạt 4,6 tỷ USD (+0,4% yoy) và (2) dự trữ ngoại hối đạt mức kỷ lục 35 tỷ USD, đảm bảo trên 12 tuần nhập khẩu. Theo chúng tôi, NHNN hiện vẫn có nhiều dư địa cũng như các biện pháp để có thể can thiệp nhằm đảm bảo sự ổn định của thị trường nếu cần thiết. Chúng tôi vẫn giữ nguyên dự báo tỷ giá sẽ không điều chỉnh trong Quý 2.

Thị trường tài chính - Lãi suất ổn định trong tháng 5, thanh khoản của hệ thống ngân hàng khá tốt

Với dự báo tỷ lệ lạm phát năm 2014 vào khoảng 5%, mặt bằng lãi suất huy động và cho vay được kỳ vọng tiếp tục ổn định và khó giảm thêm.

Sau lần điều chỉnh giảm nhẹ vào cuối Quý 1, mặt bằng lãi suất huy động và cho vay khá ổn định trong hai tháng đầu Quý 2. Lãi suất huy động các kỳ hạn ngắn dưới 6 tháng được duy trì mức trần 6%/năm, trong khi các kỳ hạn từ 6 tháng trở lên phổ biến từ 6%-8,3%. Trong khi đó, lãi suất cho vay cũng được các NHTM tiếp tục duy trì ở các mức 7%-10%/năm cho các kỳ hạn ngắn và 10%-12%/năm cho các kỳ hạn dài. Đáng chú ý, trong bối cảnh thanh khoản hệ thống ngân hàng khá tốt và cầu tín dụng tương đối yếu, một số NHTM áp dụng mức lãi suất cho vay ưu đãi chỉ 6%-7%/năm cho một số doanh nghiệp có tình hình tài chính lành mạnh, minh bạch, phương án sản xuất kinh doanh hiệu quả. Khi so sánh với đầu vào của các ngân hàng, chúng tôi cho rằng, mặt bằng lãi suất cho vay này khá thấp và hợp lý, tương đương như giai đoạn 2005-2006.



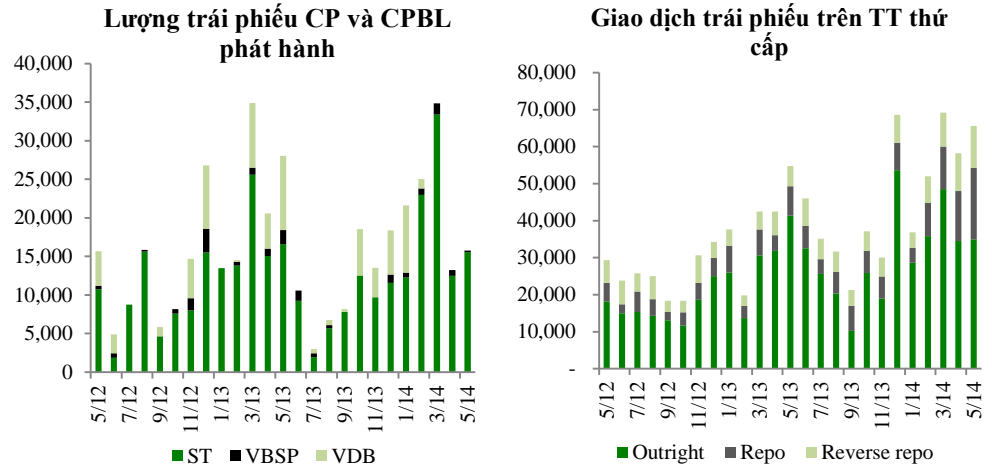
Với việc tăng trưởng tín dụng 5 tháng đầu năm khá thấp (+1,31% ytd) thì hệ thống ngân hàng cũng đang chịu sức ép lớn với mục tiêu tăng trưởng tín dụng 12%-14% trong năm 2014. Tuy nhiên việc tín dụng chưa thể đẩy mạnh, theo chúng tôi, không phải là do mặt bằng lãi suất cho vay chưa hợp lý mà chủ yếu là do (1) rào cản nợ xấu và (2) sức hấp thụ vốn của nền kinh tế hay cụ thể hơn là sức khỏe của các doanh nghiệp còn yếu.

Với dự báo lạm phát cả năm 2014 chỉ vào khoảng 5%, chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất huy động khó có khả năng giảm thêm trong thời gian tới. Trong trường hợp đầu vào của các ngân hàng không có nhiều biến động thì nhiều khả năng mặt bằng lãi suất cho vay như hiện tại sẽ tiếp

tục được duy trì, việc điều chỉnh giảm lãi suất cho vay, nếu có, sẽ chỉ đến từ các khoản vay cũ với lãi suất cao (trên 13%).

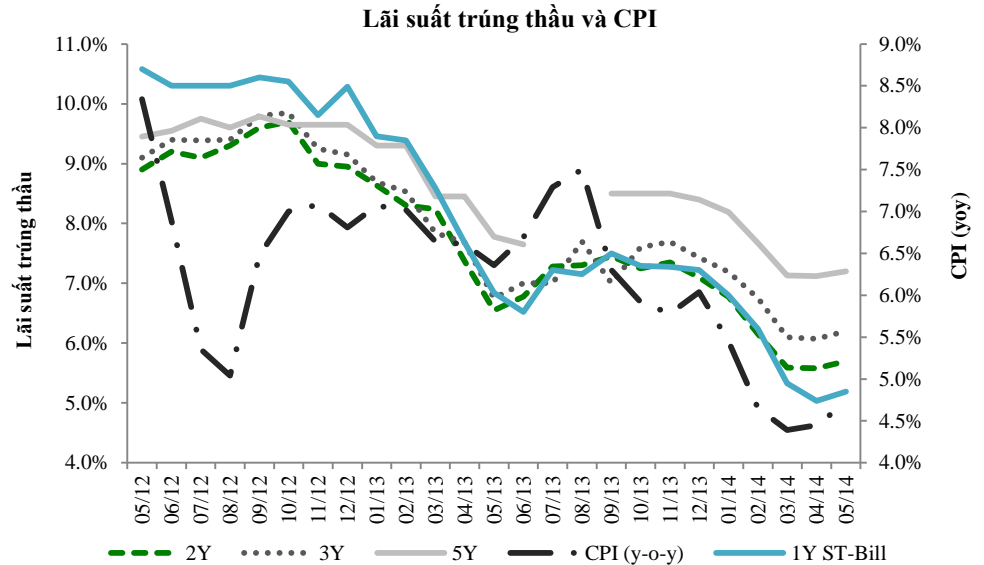
Thị trường trái phiếu sơ cấp ít biến động trong khi thị trường thứ cấp có phần sôi nổi hơn với động thái bán ròng mạnh của khối ngoại. Trong tháng 6, lãi suất trúng thầu nhiều khả năng sẽ dao động trong biên độ hẹp, lợi suất trái phiếu có thể sẽ tăng nhẹ vào cuối tháng.

Nhu cầu trái phiếu trên thị trường sơ cấp tháng 5 nhìn chung ở mức trung bình, trong khi đó thị trường thứ cấp ghi nhận những diễn biến khá sôi động nhờ vị thế bán ròng mạnh mẽ từ khối ngoại. Trên thị trường sơ cấp, 15.750 tỷ đồng (+19% mom, -17% yoy) trái phiếu Kho Bạc Nhà Nước và trái phiếu chính phủ bảo lãnh, cùng với 2.517 tỷ đồng (-37% mom, -16% yoy) tín phiếu Kho Bạc Nhà Nước đã được phát hành. Trong khi đó, tổng giá trị giao dịch trên thị trường thứ cấp đạt 66.202 tỷ đồng (+12,3% mom, +18,1% yoy).



Nguồn: HNX, VCBS tổng hợp

Trong tháng 5, lãi suất trúng thầu (LSTT) tăng nhẹ khoảng 8-12 điểm cơ bản ở các kỳ hạn khi Kho Bạc Nhà Nước muốn duy trì độ hấp dẫn của thị trường sơ cấp. Trong khi đó, đường cong lợi suất trái phiếu cũng dịch chuyển lên trên.



Nguồn: HNX, VCBS tổng hợp

Chúng tôi cho rằng LSTT trong tháng 6 nhiều khả năng sẽ dao động trong biên độ hẹp khi bên cung không quá vội vàng và muốn duy trì môi trường lãi suất thấp, còn bên cầu thì vẫn sẽ quan tâm hơn đến việc đẩy mạnh tín dụng truyền thống trong thời gian tới. Trong khi đó, với dự báo CPI tháng 6 có thể tăng lên 5,2% do điều chỉnh giá dịch vụ y tế ở TP. Hồ Chí Minh, sau đó có thể hạ xuống khoảng 5% trong tháng 7, lợi suất trái phiếu trên thị trường thứ cấp có thể sẽ tăng

nhẹ vào cuối tháng 6. Tuy nhiên, mức độ sẽ không quá lớn do tâm lý lưỡng lự vẫn đang bao trùm thị trường và vị thế bán rông của khối ngoại thời gian qua đã phần nào phản ánh vào lợi suất.

**NHNN bơm ròng trên OMO.
Thanh khoản của hệ thống
ngân hàng khá tốt.**

Trên thị trường mở, NHNN chuyển sang bơm ròng 6.101 tỷ đồng trong tháng 5. Trong khi đó, thị trường liên ngân hàng tiếp tục ghi nhận những biến động mạnh, lãi suất VND liên ngân hàng tăng cao vào giai đoạn đầu tháng 5 và sau đó hạ nhiệt dần trở lại. Theo chúng tôi, việc lãi suất VND liên ngân hàng tăng cao tại một số thời điểm là do ảnh hưởng từ những căng thẳng ở biển Đông. Tuy nhiên, ngay sau đó, với vai trò điều tiết thị trường, NHNN cũng đã và được kỳ vọng sẽ tiếp tục có những can thiệp kịp thời và linh hoạt để bình ổn thị trường. Hiện tại, thanh khoản của hệ thống ngân hàng được đánh giá là khá tốt.

Kinh tế - tài chính thế giới

Mỹ

**Nền kinh tế lớn nhất thế giới
phục hồi mạnh.**

Nền kinh tế Mỹ tiếp tục phát đi những tín hiệu phục hồi mạnh mẽ. Mặc dù GDP Q1.2014, theo báo cáo của Bộ Thương mại Mỹ, chỉ tăng 0,1% sau khi tăng 2,6% trong quý trước khiến nền kinh tế Mỹ hầu như không tăng trưởng trong quý này; tuy nhiên chúng tôi cũng nhận thấy khá nhiều tín hiệu tích cực của nền kinh tế Mỹ như: (1) sự trưởng mạnh mẽ của chi tiêu tiêu dùng trong tháng 3 (+1,5% mom) và chậm lại trong tháng 4 (+0,1% mom); (2) sự cải thiện đáng kể của các con số về thị trường lao động (tỷ lệ thất nghiệp giảm mạnh từ 6,7% trong tháng 3 xuống 6,3% trong tháng 4); (3) niềm tin tiêu dùng tăng lên mức cao kỷ lục thứ 2; và (4) khu vực sản xuất liên tiếp mở rộng nhiều tháng liên tiếp thể hiện qua chỉ số PMI - HSBC tăng dần và đạt mức cao nhất 56,4 trong tháng 5 kể từ tháng 2 năm 2011. Những số liệu kể trên là cơ sở để chúng tôi tin tưởng vào kịch bản tăng trưởng tươi sáng hơn của nền kinh tế lớn nhất thế giới trong Q2.

Bên cạnh đó, gói QE3 đang tiếp tục được rút thêm 10 tỷ USD/tháng qua cuộc họp mỗi tháng của FED và nhiều khả năng sẽ sớm kết thúc vào cuối năm 2014 cho thấy sự hồi phục của nền kinh tế Mỹ đang đúng hướng và dần vững vàng hơn để FED có thể ra quyết định này. Mặc dù vậy, nhằm hỗ trợ cho sự tăng trưởng của nền kinh tế, Chủ tịch FED cũng nhấn mạnh về việc giữ mức lãi suất thấp trong một thời gian đáng kể sau khi gói QE3 chấm dứt hoàn toàn.

Như vậy, với sự hỗ trợ của chương trình mua trái phiếu trị giá 45 tỷ USD/tháng cùng với sự phục hồi mạnh của khu vực sản xuất, tiêu dùng và lao động, **chúng tôi kỳ vọng rằng nền kinh tế Mỹ sẽ chứng kiến bước tiến nhanh hơn nữa trong Q2.**

Châu Âu

**Nền kinh tế Châu Âu phục hồi
yếu. ECB quyết định hạ các lãi
suất chủ chốt.**

Nền kinh tế Châu Âu tiếp tục phục hồi yếu khi các số liệu đều đang không đạt được kỳ vọng và tăng trưởng rất thấp. Cụ thể, tăng trưởng GDP của khu vực đồng euro chỉ đạt 0,2% trong Q1 do nền kinh tế Pháp bất ngờ ngưng trệ trong khi nền kinh tế Ý và Hà Lan suy yếu khi nhu cầu nội địa không cải thiện. Cùng với đó, khu vực sản xuất mở rộng với tốc độ chậm dần thể hiện thông qua chỉ số PMI được HSBC công bố giảm từ 53,4 trong tháng 4 xuống 52,2 trong tháng 5. Tổng thặng dư thương mại của 18 nước trong khu vực đồng euro giảm từ 21,9 tỷ euro xuống 17,1 tỷ euro (23,4 tỷ USD) trong tháng 3 và tiếp tục giảm trong các tháng tiếp theo dưới sức ảnh hưởng tiêu cực của sự kiện căng thẳng Nga - Ukraine. Vấn đề nổi cộm của Châu Âu tiếp tục là (1) tỷ lệ thất nghiệp vẫn chưa có dấu hiệu cải thiện và giữ ở mức cao 11,8% trong tháng 4; và (2) tỷ lệ lạm phát neo ở mức rất thấp 0,7% và cách rất xa mục tiêu 2% đề ra.

Trước tình hình này, ECB đã ra quyết định hạ hàng loạt lãi suất chủ chốt như cắt giảm lãi suất cơ bản từ 0,25% xuống 0,15% (mức thấp kỷ lục mới), lãi suất cho vay qua đêm giảm 35 điểm

cơ bản xuống còn 0,4% và tỷ lệ lãi suất huy động đối với tiền gửi của các ngân hàng tại ECB từ 0% giảm xuống mức âm -0,1% lần đầu tiên trong lịch sử. **Chúng tôi kỳ vọng rằng, chính sách đặc biệt của ECB sẽ giúp cho nền kinh tế Châu Âu sớm thoát khỏi nguy cơ giảm phát và tiếp tục hồi phục trở lại với tốc độ như Q4.2013 trong Q3 và Q4.2014.**

Châu Á

Trung Quốc tiếp tục tồn tại nhiều rủi ro.

Nền kinh tế Trung Quốc tiếp tục dần bộc lộ rõ nét các dấu hiệu giảm tốc. Khu vực sản xuất thu hẹp trong 5 tháng liên khi chỉ số PMI – HSBC luôn nằm dưới ngưỡng 50 và chỉ đạt 49,4 trong tháng 5 trong khi doanh số bán lẻ chỉ tăng 11,9% trong tháng 4, thấp hơn so với mức 12,2 % của tháng 3 chỉ ra rằng nhu cầu nội địa của Trung Quốc đã chững lại. Bên cạnh đó, khu vực bất động sản, đã từng là động lực tăng trưởng cho nền kinh tế lớn thứ hai thế giới, nay thực sự chững lại và trở thành mối đe dọa kìm hãm sự hồi phục của Trung Quốc. Đánh giá mức độ rủi ro này, Moodly's đã hạ triển vọng tín dụng của các hãng bất động sản nước này xuống tiêu cực khi sau khi doanh số bán nhà tại đây giảm 10% trong 4 tháng đầu năm.

Rủi ro nợ xấu tiếp tục tăng cao và trở thành mối lo ngại của không chỉ nền kinh tế Trung Quốc mà còn của các quốc gia đã và đang đầu tư vào Trung Quốc. Theo Ủy ban Điều hành Ngân hàng Trung Quốc (CBRC), trong 3 tháng đầu năm 2014, tổng nợ xấu của nước này tăng thêm 54 tỷ Nhân dân tệ (8,7 tỷ USD) lên 646,1 tỷ Nhân dân tệ, mức cao nhất từ tháng 9/2008 nâng tỷ trọng nợ xấu tăng từ 1% trong Q4.2013 lên 1,04%. Tuy nhiên, theo một số nghiên cứu của bên thứ 3, tỷ lệ nợ xấu có thể cao hơn mức này rất nhiều.

Chúng tôi cho rằng, các số liệu hiện nay cho thấy các chính sách đề ra của Chính phủ Trung Quốc như lên kế hoạch giãn thuế và đẩy mạnh chi tiêu công vào xây dựng đường sắt và nhà đất chưa phát huy được hiệu quả và tình hình suy thoái của khu vực Bất động sản có thể sẽ khiến cho tăng trưởng chậm lại trong Q2 cũng như khiến cho **Trung Quốc khó có thể đạt được mục tiêu 7,5% trong năm 2014.**

Nền kinh tế Nhật Bản: nền kinh tế hồi phục chậm.

Sự hồi phục của nền kinh tế Nhật Bản tiếp tục chững lại. Mặc dù GDP Q1 ghi nhận mức tăng 5,9%, cao hơn khá nhiều so với kỳ vọng của nhiều chuyên gia kinh tế, nhưng các số liệu tiếp theo đang phản ánh chiều ngược lại. Khu vực sản xuất của Nhật Bản thu hẹp tháng thứ hai liên tiếp, cả về số đơn đặt hàng mới và xuất khẩu, sau 14 tháng liên tiếp mở rộng. Điều này thể hiện qua khảo sát của HSBC – chỉ số PMI tháng 5 chỉ đạt 49,9, nằm dưới ngưỡng 50. Tình hình xuất nhập khẩu của Nhật Bản vẫn chưa có dấu hiệu lạc quan hơn khi chính sách duy trì đồng Yên yếu tiếp tục tạo ra hiệu ứng ngược trong bối cảnh nhập khẩu ngày càng nhiều hơn xuất khẩu khiến mức thâm hụt thương mại của nước này đang tăng lên nhanh chóng trong 22 tháng liên.

Bên cạnh đó, chịu áp lực từ việc chính sách thuế tiêu thụ được chính thức áp dụng từ 01/04, tình hình tiêu dùng cũng như niềm tin của người dân đang ghi nhận sự giảm sút kỷ lục. Theo số liệu của Bộ Thương mại Nhật Bản, doanh số bán lẻ tháng 4 tại Nhật Bản giảm 13,7%, mức giảm sâu nhất của tháng 4 trong khoảng 14 năm trở lại đây.

Chúng tôi kỳ vọng rằng, nền kinh tế Nhật sẽ tiếp tục hồi phục chậm khi tác động của gói kích thích được phản ánh dần và tâm lý tiêu cực của người dân đối với chính sách thuế tiêu thụ được giảm bớt trong các tháng tiếp theo.

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 kinh tế vĩ mô và 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 nền kinh tế và thị trường.

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, Toà 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, 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
