A Monthly Publication. Vol. 04 published on Monday, March 01, 2010

The Anh Pham, PhD
Chief Economist
Email: anhpt@thanglongsc.com.vn

Tóm tắt

Chỉ số giá tiêu dùng CPI tăng 1,96 so với tháng 1. Tỉ lệ lạm phát tính theo cùng kì năm ngoái vẫn tiếp tục xu hướng gia tăng kể từ tháng 8.

Giá lương thực và thực phẩm là những nhân tố chính đóng góp và tỉ lệ lạm phát cao của tháng 2.

Sản xuất công nghiệp ngưng trệ do kì nghỉ Tết kéo dài. Sản lượng công nghiệp tháng 2 ước tính giảm 1,3% so với cùng kì năm ngoái.

Thâm hụt thương mại chính thức của tháng 1 vào khoảng 0,945 tỉ USD, thấp hơn 0,355 tỉ USD so với con số ước tính.

Thâm hụt thương mại tháng này ước tính vào khoảng 0,8 tỉ USD.

Giải ngân FDI hai tháng đầu năm 2010 đạt khoảng 1,1 tỉ USD.

Chính sách tiền tệ tiếp tục được thực hiện theo hướng thận trọng với khoảng 3800 tỉ đồng được hút về thông qua hoạt động thị trường mở (OMO) trong tháng 2.

Thanh khoản ngân hàng được cải thiện đáng kể sau Tết. Lãi suất qua đêm đã giảm mạnh về mức hơn 5% trong những ngày cuối tháng 2.

NHNN quyết định giữ nguyên lãi suất cơ bản ở mức 8% trong tháng 3. Tuy nhiên, các ngân hàng thương mại được thực hiện lãi suất thỏa thuận đối với các khoản vay trung và dài hạn.

Các mô hình của chúng tôi dự báo lạm phát trong tháng 3 sẽ dao động trong khoảng từ 0,44-0,70%.

ThangLong SECURITIES
Research and Investment Advisory

Head Office: 6th Floor, Toserco Building,
273 Kim Ma, Ba Dinh, Hanoi
T: +84 (043) 726 2600
F: +84 (043) 726 2601

Ho Chi Minh Branch:
2nd Floor, 1-5 Le Duan, 1 District,
Ho Chi Minh City
T: +84 (083) 910 6411
F: +84 (083) 910 6412

Ly Nam De Trading Centre:
14C Ly Nam De, Hoan Kiem, Hanoi
T: +84 (043) 733 7671
F: +84 (043) 733 7670

Hoang Quoc Viet Trading Centre
126 Hoang Quoc Viet, Cay Giay, Hanoi
T: +84 (043) 755 7668
F: +84 (043) 755 7658

Ton Duc Thang Trading Centre:
02 Ton Duc Thang, 1 District,
TP Hồ Chí Minh
T: +84 (083) 910 2215
F: +84 (083) 910 2216

www.thanglongsc.com.vn

Please find last page for disclaimer

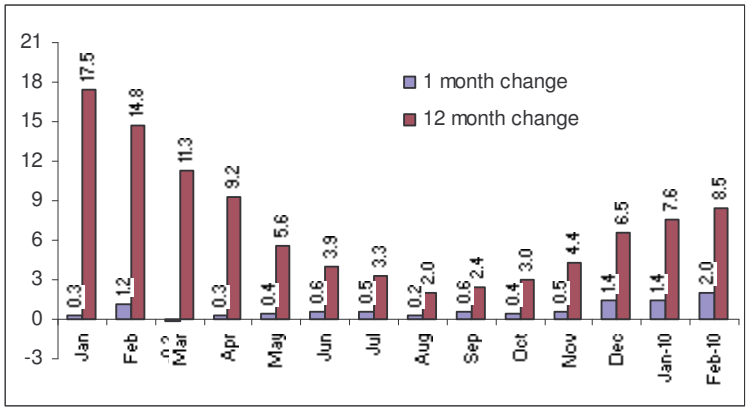
A Monthly Publication. Vol. 04 published on Monday, March 01, 2010

Lạm phát

CPI tháng 2 chính thức được công bố tăng 1,96% so với tháng trước. Con số này là khá sát với mức dự báo 2% của chúng tôi hồi đầu tháng. Tỉ lệ lạm phát so với cùng kì năm trước tiếp tục thể hiện xu hướng gia tăng kể từ tháng 8 năm ngoái. Con số này của tháng 2 là 8,46%, tăng so với mức 7,62 của tháng 1, 2,99% của tháng 10, và 1,79% của tháng 8.

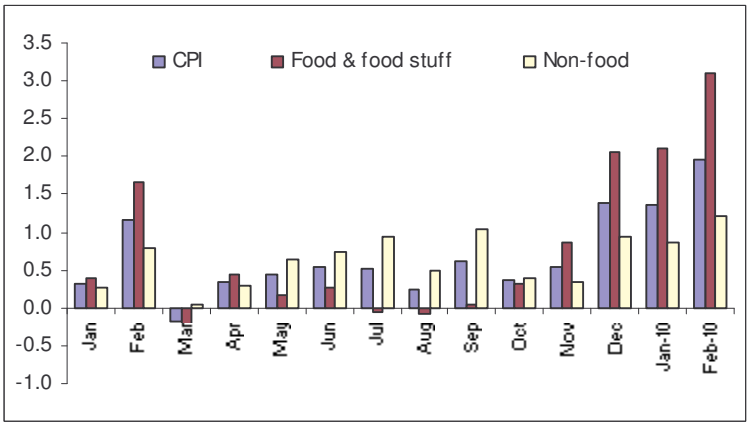
Sự gia tăng cao liên tục gần đây của CPI đã gây ra những quan ngại nhất định. Nó tạo ra nỗi lo về một môi trường vĩ mô bất ổn và có thể khiến chính phủ Việt Nam thắt chặt tiền tệ đồng thời hi sinh mục tiêu sản xuất và tăng trưởng kinh tế. Rõ ràng, tỉ lệ lạm phát tháng này là cao hơn nhiều so với con số của những tháng trước đó. Tuy nhiên, lạm phát cao trong tháng chủ yếu là do tính chất mùa vụ của giá cả quanh dịp nghỉ Tết. Hơn nữa, sự gia tăng mạnh của CPI gần đây còn do có sự đóng góp đáng kể của những lần điều chỉnh tăng giá xăng dầu trong nước hơn 2 tháng qua. Mức tăng trưởng tín dụng 38% của năm 2009 cũng có vai trò nhất định, tuy nhiên rõ ràng sự tăng mạnh giá cả trong hai tháng qua không phải chủ yếu do việc bơm tiền thái quá của NHNN. Do vậy, quyết định giữ nguyên lãi suất cơ bản nhằm hài hòa giữa mục tiêu lạm phát và tăng trưởng kinh tế của NHNN là có thể chấp nhận được.

Hình 1: Chỉ số giá tiêu dùng, 2009 – 2010 (%)



Nguồn: TCTK

Hình 2: Chỉ số giá lương thực và phi lương thực (%, so với tháng trước)



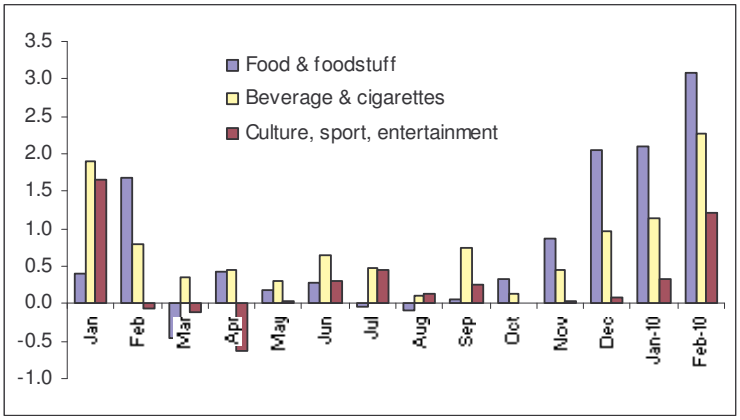
Nguồn: TCTK

A Monthly Publication. Vol. 04 published on Monday, March 01, 2010

Lạm phát tháng 2 chủ yếu liên quan đến nhu cầu tiêu dùng lương thực & thực phẩm và đồ uống tăng mạnh trong dịp nghỉ Tết. So với tháng trước, giá lương thực & thực phẩm, chiếm 40% tỉ trọng trong giỏ hàng tính CPI, đã tăng hơn 3,09%. Trong khi đó, giá đồ uống & thuốc lá tăng khoảng 2,27%. Ngoài ra, sự gia tăng giá dầu thế giới và sự phá giá tiền tệ cũng làm tăng giá xăng dầu trong nước và do vậy làm tăng giá các hàng hóa liên quan khác như giao thông và nguyên vật liệu xây dựng. Giá cả nhóm nhà ở & vật liệu xây dựng tăng mạnh khoảng 1,75% trong khi giá cả giao thông tăng 1,45%. Nhóm hàng "khác" cũng có giá cả tăng cao trong tháng này ở mức 2,52% (Tuy nhiên nó chỉ đóng góp 3,3% tỉ trọng trong giỏ hàng tính CPI).

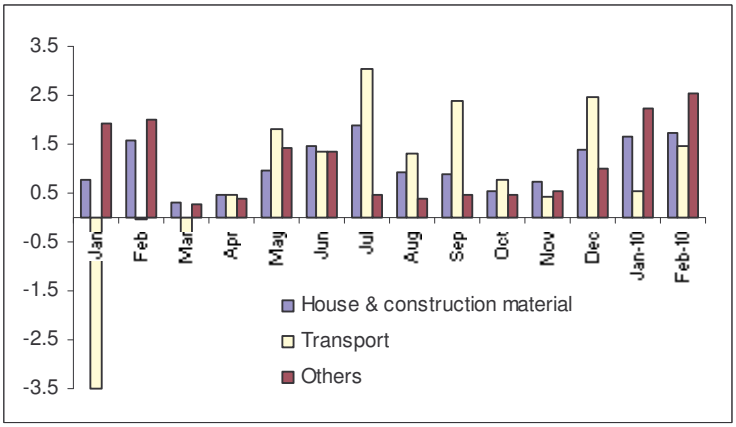
Lạm phát tháng tới được dự báo sẽ tăng chậm lại. Tuy nhiên, có một số nguyên nhân chính có thể khiến cho lạm phát tháng tới khá cao so với con số của cùng kì những năm trước. Thứ nhất, sự gia tăng giá xăng dầu (khoảng 3,6%) cùng với sự mất giá của VND (3,7%) trong tháng 2 sẽ dần tác động đến giá cả chung của nền kinh tế. Thứ hai, giá than và giá điện nước sẽ được điều chỉnh tăng từ 1/3 cũng sẽ tạo ra kì vọng lạm phát cao và, không sớm thì muộn, sẽ dẫn đến sự điều chỉnh giá của các doanh nghiệp trong nước có sản xuất dựa nhiều vào các yếu tố đầu vào này. Để tránh những tác động xấu hơn đến sản xuất và tăng trưởng kinh tế trong nước chúng tôi kì vọng NHNN sẽ không tăng lãi suất cơ bản và kiểm soát linh hoạt lượng cung tiền thông qua OMO để đảm bảo tính thanh khoản của các ngân hàng thương mại.

Hình 3: Sự thay đổi giá của một số nhóm hàng (%, so với tháng trước)



Nguồn: TCTK

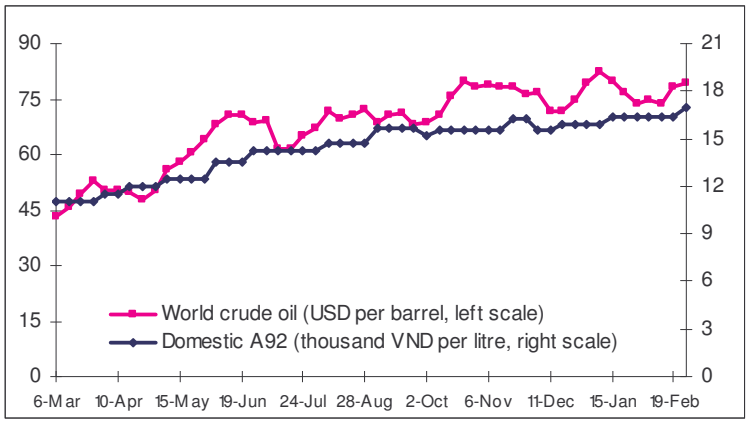
Hình 4: Sự thay đổi giá của một số nhóm hàng (%, so với tháng trước)



Nguồn: TCTK

A Monthly Publication. Vol. 04 published on Monday, March 01, 2010

Hình 5: Giá dầu thô thế giới (FOB) và giá xăng trong nước (A92)



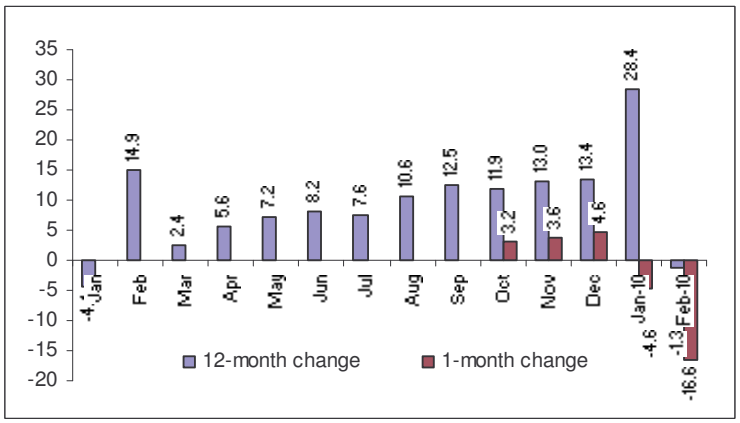
Nguồn: EIA và MoF

Các chỉ số kinh tế khác

Sản lượng công nghiệp

Sản lượng công nghiệp của hầu hết các ngành đã giảm trong hai tháng liên tiếp. So với tháng trước, tăng trưởng sản lượng công nghiệp của tháng 2 giảm 16,6% so với mức giảm 4,6% của tháng 1. So với cùng kì năm trước, giá trị này giảm khoảng 1,3%. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là mức tăng trưởng sản lượng công nghiệp thấp nhất trong năm do sự ngưng trệ sản xuất quanh dịp nghỉ Tết kéo dài. Chúng ta sẽ chứng kiến sự gia tăng trở lại của sản xuất trong những tháng tới.

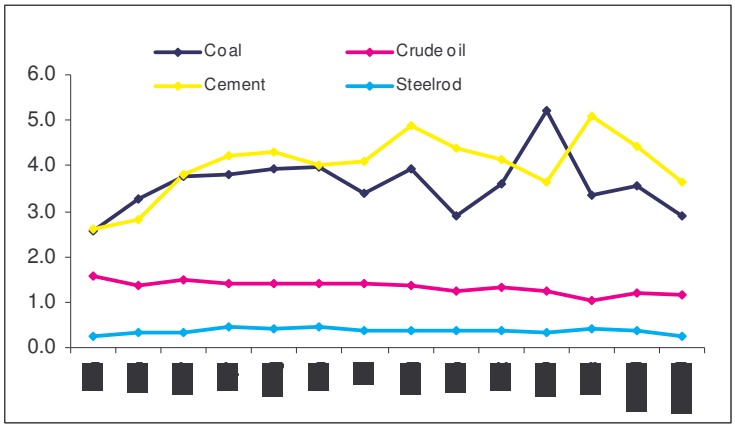
Hình 6: Tăng trưởng sản lượng công nghiệp (%)



Nguồn: TCTK

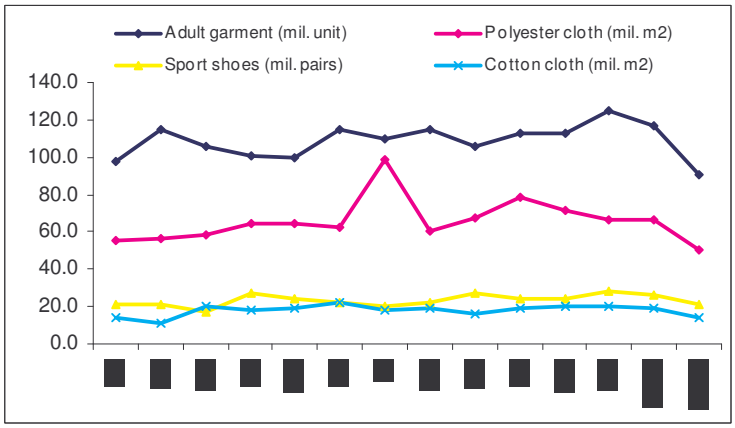
Sự sụt giảm sản xuất xảy ra ở hầu hết các ngành công nghiệp chính. So với tháng trước, các ngành sản xuất giầy dép và dệt may có mức sụt giảm lớn nhất. Cụ thể, sản lượng ngành giầy da giảm 34%, vải cotton giảm 27%, vải sợi tổng hợp giảm 24%, quần áo người lớn giảm 23%, và giầy thể thao giảm hơn 20%. Ngoài ra, tháng 2 cũng chứng kiến sự sụt giảm đáng kể của sản lượng thép và phân bón với mỗi ngành giảm khoảng 27%. Thủy sản và dầu thô là hai trong số ít những ngành có mức giảm nhẹ về sản lượng. Chúng lần lượt chỉ giảm khoảng 1,9% và 6,6% trong tháng 2.

Hình 7a: Sản lượng hàng tháng của một số ngành (triệu tấn)



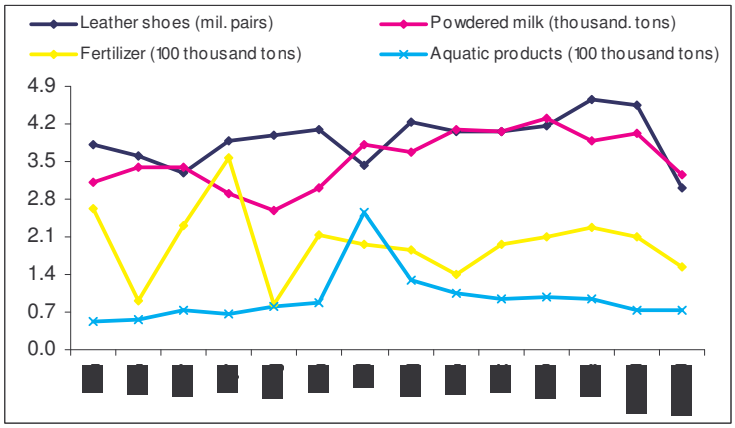
Nguồn: TCTK

Hình 7b: Sản lượng hàng tháng của một số ngành



Nguồn: TCTK

Hình 7c: Sản lượng hàng tháng của một số ngành



Nguồn: TCTK

A Monthly Publication. Vol. 04 published on Monday, March 01, 2010

Thương mại quốc tế

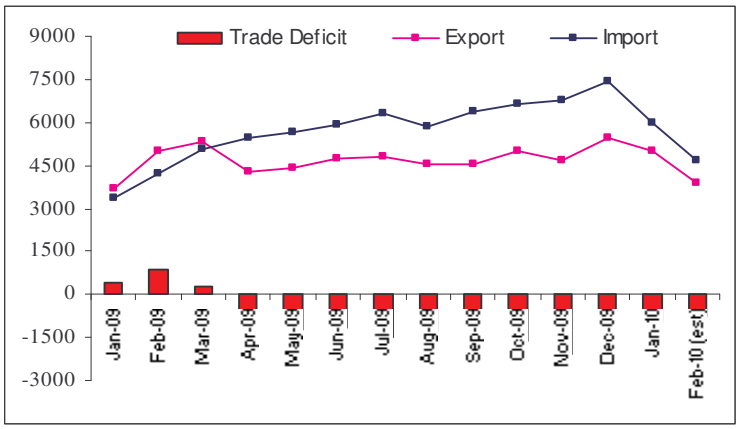
Số liệu chính thức cho thấy thâm hụt thương mại tháng 1 là thấp hơn so với con số ước tính khoảng 0,36 tỉ USD. Trong tháng 1, tổng giá trị nhập khẩu là gần 5,96 tỉ USD trong khi tổng giá trị xuất khẩu là hơn 5,01 tỉ USD.

Trong tháng 2, do sự ngưng trệ của các hoạt động kinh tế trong dịp nghỉ Tết, giá trị nhập khẩu và xuất khẩu ước tính đều giảm mạnh. Chúng lần lượt vào khoảng 4,7 tỉ và 3,9 tỉ USD. Con số này cho thấy có sự sụt giảm đáng kể trong hoạt động thương mại quốc tế so với nhưng tháng trước.

Trong số những mặt hàng đóng góp chính vào giá trị xuất khẩu, chỉ có xuất khẩu gạo duy trì được giá trị cao trong tháng 2. Tháng 2 chứng kiến sự giảm sút mạnh của giá trị xuất khẩu cà phê, dệt may, giầy dép, thủy sản và cao su.

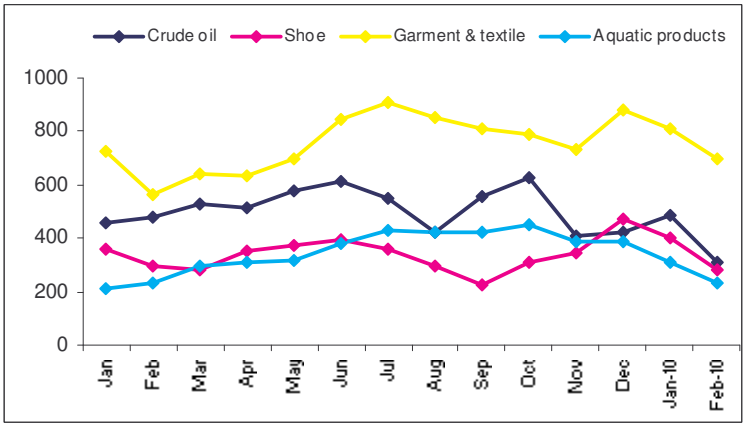
Về nhập khẩu, trừ xăng dầu thành phẩm, so với tháng trước nhiều mặt hàng giảm đáng kể. Những mặt hàng này bao gồm phân bón (47,6%), vải (38,1%), dệt may (33,3%), chất dẻo (28,9%), máy móc thiết bị (26,7%), và sắt thép (10,7%).

Hình 8: Thương mại quốc tế (triệu $)



Nguồn: TCTK

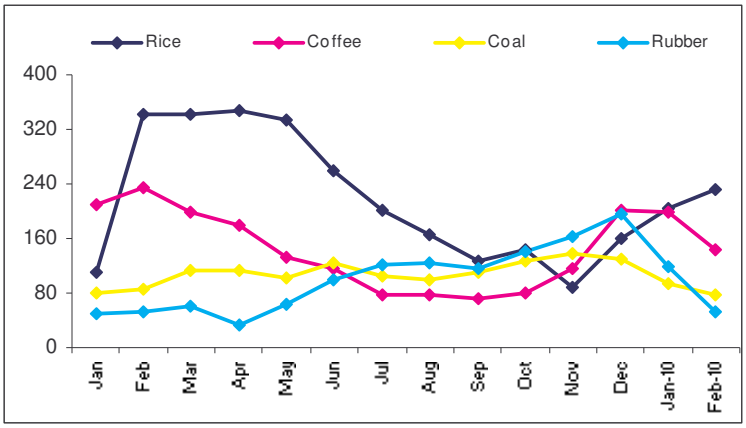
Hình 9a: Xuất khẩu hàng tháng của một số nhóm hàng (triệu $)



Nguồn: TCTK

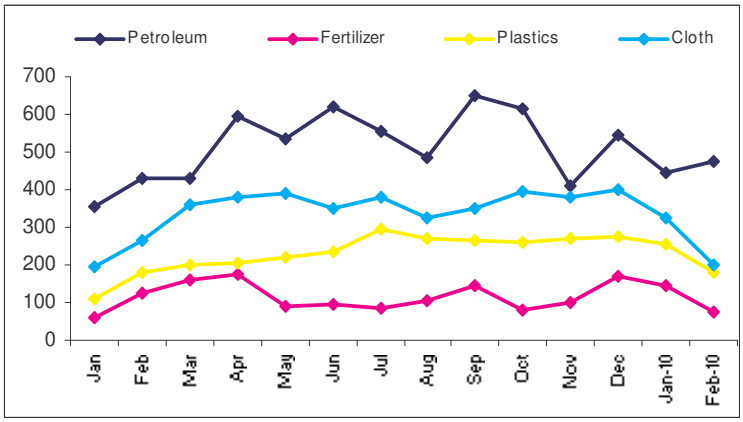
A Monthly Publication. Vol. 04 published on Monday, March 01, 2010

Hình 9b: Xuất khẩu hàng tháng của một số nhóm hàng (triệu $)



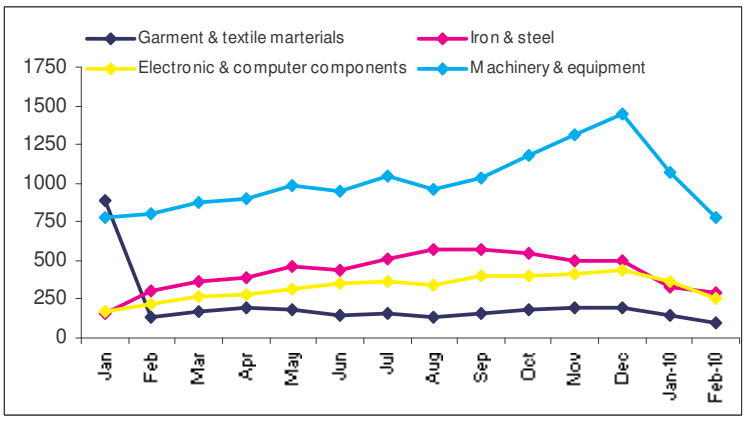
Nguồn: TCTK

Hình 10a: Nhập khẩu hàng tháng của một số nhóm hàng (triệu $)



Nguồn: TCTK

Hình 10b: Nhập khẩu hàng tháng của một số nhóm hàng (triệu $)



Nguồn: TCTK

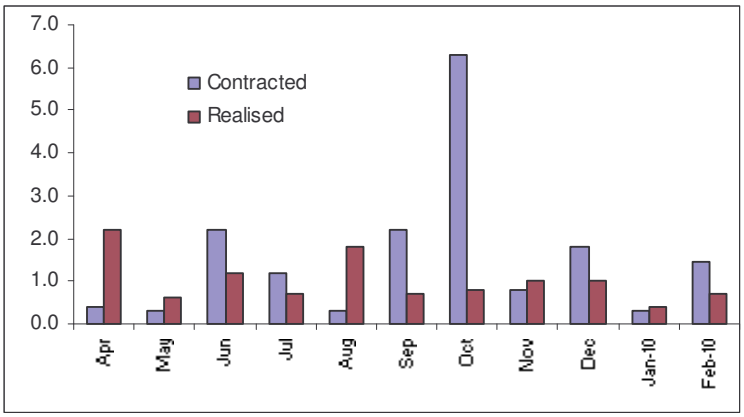
Đầu tư trực tiếp nước ngoài

Sau khi có sự sụt giảm tạm thời trong tháng 1, cả FDI cam kết và giải ngân bắt đầu tăng vào tháng 2. Kể từ đầu năm, ước tính các con số này lần lượt vào khoảng 1,78 tỉ và 1,1 tỉ

USD. So với cùng kì năm ngoái, FDI giải ngân đã tăng khoảng 10% và cho thấy một tín hiệu lạc quan đối với khu vực kinh tế có vốn đầu tư nước ngoài trong thời gian tới.

Bất động sản tiếp tục là lĩnh vực hấp dẫn với các nhà đầu tư nước ngoài trong năm 2010. Trong số gần 1,78 tỉ USD FDI cam kết từ đầu năm có tới hơn 1,2 tỉ USD đổ vào các dự án xây dựng. Các dự án xây dựng này rõ ràng sẽ hầu như không tạo ra giá trị xuất khẩu và gây sức ép lớn đối với thâm hụt thương mại của Việt Nam trong tương lai.

Hình 11: Đầu tư trực tiếp nước ngoài 2009-2010 (triệu $)



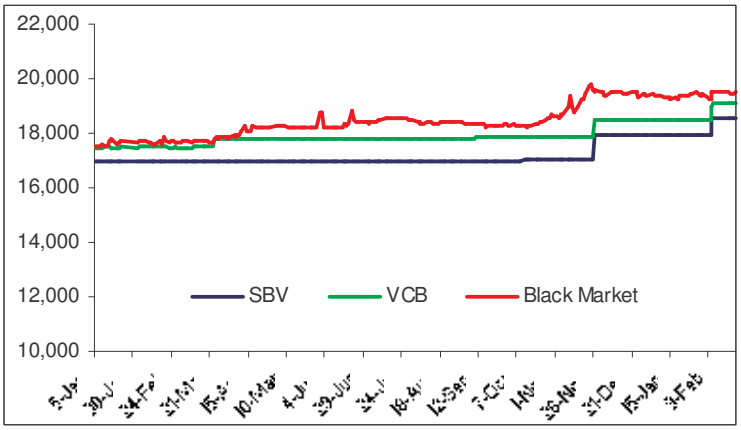
Nguồn: TCTK

Chính sách tiền tệ

Vào ngày 10 tháng 2 NHNN đã quyết định điều chỉnh tỉ giá VND/USD từ 17.941 lên 18.544 (tăng khoảng 3,66%). Đây là sự phá giá lần thứ hai kể từ tháng 11 năm ngoái do thâm hụt thương mại lớn ở những tháng cuối năm 2009. Quyết định này được đưa ra khi tỉ giá thị trường chợ đen đang có xu hướng giảm đã cho thấy có sự thay đổi trong quan điểm điều hành tỉ giá của NHNN theo hướng tự do hóa sự cân bằng giữa cung cầu USD trong toàn nền kinh tế.

Trong cùng ngày, lãi suất tiền gửi USD của các tổ chức được quy định ở mức tối đa 1%. Chúng tôi cho rằng quyết định này là một dạng khác của "kết hối bắt buộc" và sẽ giúp làm giảm hiện tượng đô la hóa và giúp các ngân hàng thương mại có thêm nguồn cung USD.

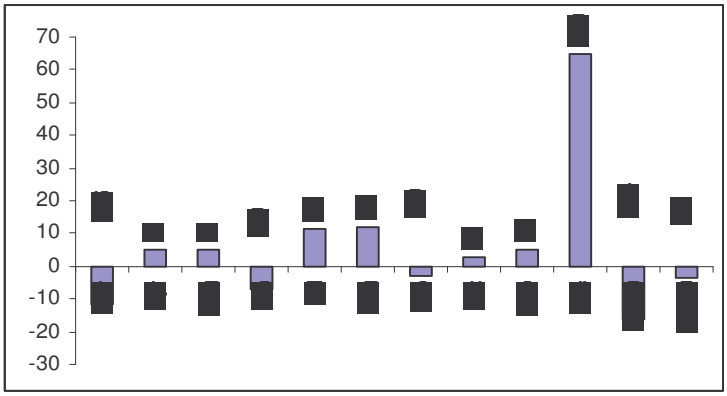
Hình 12: Tỉ giá bán ra VND/USD, 2009 – 1/2010



Nguồn: NHNN, NHNT, và các nguồn khác

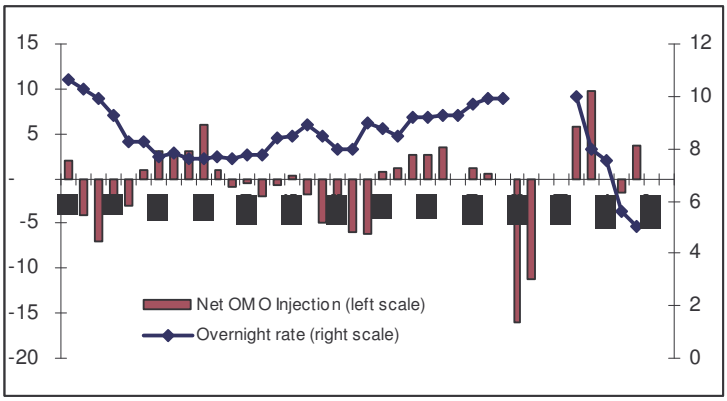
Các quyết định liên quan đến thị trường ngoại tệ này sẽ có những tác động tiêu cực đến các công ty có các khoản nợ bằng ngoại tệ và các công ty có hoạt động sản xuất phụ thuộc nhiều vào nguyên vật liệu nhập khẩu. Ngược lại, quyết định này sẽ có lợi cho các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực xuất khẩu do giá sản phẩm trở nên cạnh tranh hơn trên thị trường thế giới. Tuy nhiên, mức độ tác động đến hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp thế nào còn tùy thuộc vào quy mô khoản nợ, kế hoạch trả nợ, loại hình kinh doanh xuất nhập khẩu... của mỗi doanh nghiệp. Chúng tôi khuyên các nhà đầu tư trước khi ra quyết định nên tìm hiểu kĩ những thông tin này về doanh nghiệp. Cùng với quyết định phá giá, sự gia tăng của FDI giải ngân so với thâm hụt thương mại trong tháng 2 đã giúp cho tỉ giá chính thức của NHNN và NHNT tiến gần hơn với tỉ giá chợ đen. Trong thời gian tới, các rủi ro chính sách liên quan đến tỉ giá được kì vọng sẽ nhỏ hơn và các quyết định trên là một lợi thế đối với các nhà đầu tư nước ngoài đang có kế hoạch đầu tư vào Việt Nam.

Hình 13: Lượng tiền bơm ra ròng qua thị trường mở (Ngàn tỉ đồng)



Nguồn: Bloomberg & tính toán của tác giả

Hình 14: Lượng tiền bơm ra ròng và lãi suất qua đêm trong tháng 1



Nguồn: Bloomberg & tính toán của tác giả

Mặc dù sức ép lạm phát đang gia tăng nhưng NHNN vẫn quyết định duy trì lãi suất cơ bản và lãi suất chiết khấu lần lượt ở mức 8% và 6% trong tháng 3. Chúng tôi cho rằng đây là một quyết định hợp lý do tính chất mùa vụ của giá cả trong dịp Tết và sự gia tăng chi phí đầu vào như xăng dầu và điện nước. Bất kì sự gia tăng nào của lãi suất lúc này sẽ gây khó khăn thêm cho sản xuất và tăng trưởng kinh tế. Do vậy, việc giữ nguyên lãi suất cơ bản nhằm hài hòa giữa mục tiêu lạm phát và tăng trưởng là một phản ứng hợp lý của NHNN.

Tuy nhiên, NHNN đã cho phép các ngân hàng thương mại được thực hiện lãi suất thỏa thuận đối với các khoản vay trung hạn và dài hạn vượt mức trần lãi suất 12% hiện nay. Sự gỡ bỏ dần trần lãi suất này sẽ làm cho lãi suất cơ bản trở nên kém quan trọng hơn và tháo gỡ khó khăn huy động vốn đối với các ngân hàng thương mại.

Chính sách tiền tệ thông qua OMO đã được thực hiện theo hướng cẩn trọng trong quý đầu của năm 2010. Tiền đã được hút về trong tháng thứ hai liên tiếp. Trong tháng 2, lượng tiền hút về ròng đạt khoảng 3800 tỉ đồng, giảm so với mức 16400 tỉ đồng trong tháng 1. Thanh khoản của các ngân hàng cũng đã tốt hơn nhiều khi cầu về VND giảm mạnh sau những ngày Tết. Do vậy, lãi suất qua đêm đã giảm về mức trên 5% một chút vào những ngày cuối cùng của tháng 2.

Sự gia tăng giá xăng dầu và điện cộng với tác động lan truyền của sự phá giá trong tháng 2 được kì vọng sẽ là những nhân tố quyết định chính đối với lạm phát tháng 3. Nếu lạm phát trong tháng tới được kiểm soát ở mức dưới 0,5% thì rất có thể NHNN sẽ tiếp tục duy trì, hoặc thậm chí giảm lãi suất, khi khó khăn thanh khoản không còn nữa. Chúng tôi kì vọng kịch bản này sẽ xảy ra và các điều kiện trên thị trường tài chính sẽ bắt đầu trở nên tốt hơn vào cuối quý 1.

Dự báo

Trong phần này chúng tôi xây dựng một số mô hình kinh tế lượng để thực hiện dự báo lạm phát cho tháng tới. Chúng tôi hiểu rằng mỗi mô hình có những nhược điểm riêng biệt và khó phản ánh chính xác thực tế. Do vậy chúng tôi cố gắng sử dụng các mô hình chuỗi thời gian khác nhau khi tiến hành dự báo. Việc dự báo lạm phát tháng sau sẽ được thực hiện dựa trên những thông tin cập nhật mà chúng tôi có được trong tháng này.

Cụ thể, chúng tôi sử dụng hai mô hình. Mô hình thứ nhất có tên là ARIMA. Mô hình này dựa vào sự biến động trong quá khứ của lạm phát để đưa ra dự báo trong tương lai. Mô hình thứ hai được dựa trên mối quan hệ thống kê giữa lạm phát và các nhân tố có khả năng ảnh hưởng đến nó như lạm phát trong quá khứ, lãi suất, giá dầu, doanh số bán lẻ, xuất khẩu và các biến khác. Hai mô hình của chúng tôi dự báo tỉ lệ lạm phát trong tháng tới sẽ vào khoảng 0,44-0,70%.

Bảng 1: Dự báo lạm phát (%, thay đổi so với tháng trước)

Mô hình 1	T9-09	T10-09	T11-09	T12-09	T1-10		
Dự báo	0,56	0,60	0,74	1,30	1,42	2,33	**0,44**
Thực tế	0,62	0,37	0,55	1,38	1,36	1,96	
Mô hình 2							
Dự báo	0,40	0,49	0,59	0,79	1,34	1,85	**0,70**
Thực tế	0,62	0,37	0,55	1,38	1,36	1,96	

Sản phẩm

Báo cáo này được thực hiện nhằm phục vụ khách hàng tổ chức tại Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo được xây dựng bởi TS. Phạm Thế Anh với sự trợ giúp số liệu của Phòng Nghiên cứu. Thăng Long xuất bản báo cáo này tuy nhiên mọi quan điểm và sai sót đều được chịu trách nhiệm bởi tác giả.

Quyền từ chối

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đấu giá nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thăng Long 2009, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO. Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty Chứng khoán Thăng Long.