

BÁO CÁO CHUYÊN ĐỀ

“Thanh khoản hệ thống ngân hàng & diễn biến lãi suất”

--- Tháng 07/2017 ---

Khối Phân Tích & TVĐT CTCP Chứng Khoán Bảo Việt

Trụ sở chính Hà Nội

Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, HN

Tel: (84-4)-3928 8080

Fax: (84-4)-3928 9888

Email: research-bvsc@baoviet.com.vn

Website: www.bvsc.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Số 233 Đồng Khởi, Quận I, HCM

Tel: (84-8)-3914 6888

Fax: (84-8)-3914 7999

NỘI DUNG CHÍNH

- ❑ Có dấu hiệu thắt chặt cung tiền từ NHNN trong 6 tháng đầu năm;
- ❑ Mặc dù không có đủ số liệu tăng trưởng M2 và tín dụng hàng tháng nhưng qua việc theo dõi diễn biến lạm phát và lãi suất liên ngân hàng, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng việc hạn chế mở rộng cung tiền đã được thực hiện trong giai đoạn từ tháng 3 đến nửa đầu tháng 5;
- ❑ Từ giữa quý II cho đến nay, có tín hiệu cho thấy NHNN nhiều khả năng đã quay trở lại định hướng nới lỏng cung tiền;
- ❑ Qua việc giảm đồng loạt các loại lãi suất điều hành ngày 7/7/2017 vừa qua, thông điệp của NHNN về nới lỏng thêm chính sách tiền tệ nhằm hỗ trợ giảm mặt bằng lãi suất cho vay là khá rõ nét.

1. Có dấu hiệu thắt chặt cung tiền từ NHNN trong 6 tháng đầu năm

Tăng trưởng tín dụng cao hơn tăng trưởng M2. Theo số liệu công bố của Tổng cục Thống kê, tính đến ngày 20/06/2017, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống ngân hàng đạt mức 7,54% so với cuối năm ngoái, tương đương với phần tăng thêm là 416 nghìn tỷ đồng. Trong khi đó, ở phía cung vốn, tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán M2 chỉ đạt 5,69% so với cuối năm 2016, phần tăng thêm này tương đương 403 nghìn tỷ đồng. Trong suốt năm 2016, tốc độ tăng trưởng của tổng phương tiện thanh toán M2 qua từng tháng luôn có xu hướng cao hơn so với tăng trưởng tín dụng (mức chênh lệch nhỏ nhất là 0,3% tại thời điểm cuối tháng 11/2016 và lớn nhất là 2,69% tại thời điểm cuối tháng 4/2016). Tuy nhiên, diễn biến trong 6 tháng đầu năm nay đã cho thấy sự đảo chiều khi tốc độ tăng trưởng tín dụng luôn cao hơn so với tăng trưởng M2. **Điều này dẫn đến chênh lệch giữa phần tăng thêm của M2 và phần tăng thêm của tín dụng giảm đi nhanh chóng.** Theo tính toán của BVSC, phần chênh này tại thời điểm 20/6/2017 là âm 13.000 tỷ đồng. So với thời điểm cuối quý I/2017 thì phần chênh này đã giảm đi khoảng 40.000 tỷ đồng, còn so với thời điểm cuối năm 2016 thì đã giảm đi khoảng 218.000 tỷ đồng. Mặc dù không có đủ số liệu tăng trưởng M2 và tăng trưởng tín dụng hàng tháng nhưng qua việc theo dõi diễn biến lạm phát và lãi suất liên ngân hàng (tăng từ tháng 3), chúng tôi cho rằng nhiều khả năng việc hạn chế mở rộng cung tiền đã được thực hiện chủ yếu trong giai đoạn từ tháng 3 đến nửa đầu tháng 5 (phần chênh giữa phần tăng thêm của M2 và phần tăng thêm của tín dụng đã giảm từ mức 64.700 tỷ đồng tại thời điểm 20/02/2017 xuống còn 27.000 tỷ đồng tại thời điểm 31/03/2017 (xem thêm bảng số liệu bên dưới). Với phân tích ở trên, có thể thấy NHNN đã chủ động hạn chế tăng trưởng cung tiền trong 6 tháng đầu năm. Chúng tôi cho rằng sự thận trọng này chủ yếu xuất phát từ lo ngại về rủi ro lạm phát khi chỉ số CPI đã tăng khá nhanh ngay trong quý I.

Cân đối cung cầu vốn tại các thời điểm so với đầu năm

Các khoản mục (tỷ đồng)	20/02/2017	31/03/2017	20/06/2017
M2@31/12/2016	7,095,915	7,095,915	7,095,915
Tốc độ tăng trưởng M2	1.87%	3.52%	5.69%
Phần tăng thêm M2 (1)	132,694	249,776	403,758
Dư nợ tín dụng @31/12/2016	5,527,007	5,527,007	5,527,007
Tốc độ tăng trưởng TD	1.23%	4.03%	7.54%
Phần tăng thêm TD (2)	67,982	222,738	416,736
Phần chênh giữa M2 và TD (3) = (1) - (2)	64,711	27,038	(12,979)
Phát hành TPCP và các loại trái phiếu khác	33,117	72,096	133,593
Giả định các NHTM hấp thụ 80% lượng TPCP đã phát hành (4)	26,494	57,677	106,874
Đáo hạn TPCP (5)	28,392	105,811	96,823
Giả định 90% lượng trái phiếu đáo hạn thuộc nắm giữ của các NHTM (6)	25,553	61,233	87,141
Net đầu tư mới vào TPCP (7) = (4) - (6)	941	(3,556)	19,734
Phản vốn sẵn có tăng/giảm trong hệ thống NH (8) = (3) - (7)	63,771	30,594	(32,712)

(Nguồn: NHNN, HNX, BVSC tính toán)

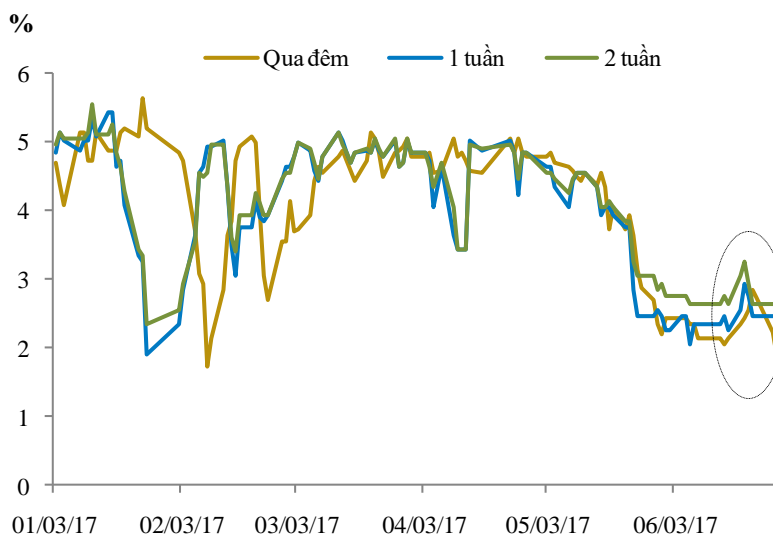
Hoạt động đầu tư trái phiếu gia tăng. Một điểm đáng chú ý là mặc dù thanh khoản không thật sự dồi dào trong phần lớn thời gian của hai quý đầu năm nhưng các ngân hàng vẫn có xu hướng gia tăng đầu tư vào kênh trái phiếu. Giả định các ngân hàng hấp thụ 80% lượng TPCP và các loại trái phiếu khác phát hành trong hai quý vừa qua (tỷ lệ này giảm so với mức giả định 90% của chúng tôi trong các báo cáo về thanh khoản ngân hàng trước đây do hiện các công ty bảo hiểm và nhà đầu tư nước ngoài đã trở nên năng động hơn trên thị trường TPCP sơ cấp) thì lượng vốn đầu tư mới vào kênh trái phiếu của toàn hệ thống là khoảng 106.874 tỷ đồng. Trong khi đó, lượng vốn trái phiếu đáo hạn (cả gốc và lãi) trong 6 tháng đầu năm theo số liệu của Bloomberg là 105.800 tỷ đồng. Với giả định 90% lượng trái phiếu đáo hạn thuộc nắm giữ của các NHTM thì con số này sẽ là 87.141 tỷ đồng. Như vậy *lượng vốn ròng* đầu tư mới vào kênh trái phiếu của hệ thống ngân hàng tại thời điểm 20/06/2017 sẽ vào khoảng 19.700 tỷ đồng – tăng mạnh so với mức -3.500 tỷ đồng vào thời điểm cuối quý I/2017.

2. NHNN đang trở lại với định hướng nới lỏng cung tiền

Nếu căn cứ trên diễn biến lãi suất liên ngân hàng, kỳ vọng lạm phát và những động thái đối với các loại lãi suất điều hành gần đây thì có thể thấy: NHNN nhiều khả năng đã quay trở lại định hướng nới lỏng cung tiền kể từ giữa quý II.

Lãi suất liên ngân hàng bắt đầu hạ nhiệt từ giữa tháng 5. Lãi suất liên ngân hàng có sự chuyển biến đáng chú ý kể từ giữa tháng 5 trở đi. Nếu như trong ba tháng đầu năm, lãi suất các kỳ hạn qua đêm, 1 tuần, 2 tuần liên tục duy trì ở mặt bằng khá cao, từ 4-5%/năm thì bắt đầu kể từ giữa quý II, lãi suất liên ngân hàng đã giảm rất mạnh, chỉ còn 2-2,5%/năm cho các kỳ hạn qua đêm, 1 tuần và 2 tuần. Diễn biến trên thị trường OMO cũng cho những tín hiệu tương đồng. Trong tháng 3 và tháng 4, khi lãi suất liên ngân hàng có phần căng thẳng (thường xuyên dao động quanh mốc 5%/năm), NHNN đã bơm ròng khoảng 18.000 tỷ đồng thông qua thị trường này nhằm hỗ trợ thanh khoản cho hệ thống ngân hàng. Tuy nhiên, trong tháng 5 và tháng 6, khi lãi suất liên ngân hàng bắt đầu có xu hướng hạ nhiệt, nhà điều hành đã nhanh chóng trở lại vị thế hút ròng trên thị trường OMO với tổng giá trị hút về đạt khoảng 31.000 tỷ đồng. Trong khi đó, hoạt động hút tiền qua kênh tín phiếu cũng đã được nhà điều hành dừng lại kể từ đầu tháng 4 năm nay.

Diễn biến lãi suất liên ngân hàng từ đầu năm 2017 đến nay



Nguồn: Bloomberg

Kỳ vọng lạm phát giảm. Diễn biến lạm phát đã cho thấy sự đảo chiều nhanh chóng kể từ tháng 5 trở lại đây nhờ sự lao dốc bất ngờ của giá thịt lợn. Tính đến thời điểm cuối tháng 6/2017, chỉ số CPI YoY đạt mức tăng 2,54% - giảm mạnh so với mức 5,2% vào thời điểm cuối tháng 1/2017. Trong khi đó, chỉ số lạm phát cơ bản (không tính nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống; nhóm giao thông; nhóm giáo dục và y tế) tăng thấp hơn so với chỉ số lạm phát toàn phần khi chỉ ở mức 1,3%. **Một khi lạm phát tăng không quá cao và nằm trong tầm kiểm soát, NHNN sẽ có thêm điều kiện thuận lợi để mạnh tay thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ thông qua thúc đẩy tăng trưởng cung tiền M2, hạ các loại lãi suất điều hành cũng như xem xét nới trần tăng trưởng tín dụng cho hệ thống ngân hàng.** Mặt khác, xét trong bối cảnh tăng trưởng GDP 6 tháng đầu năm chưa đạt được kỳ vọng (mới chỉ ở mức 5,73%) và chính sách tài khóa chưa có sự phối hợp đồng bộ do nguồn vốn đầu tư công gặp nhiều khó khăn (mới chỉ đạt khoảng 37% dự toán năm) thì áp lực phải nới lỏng tiền tệ mạnh tay hơn nữa nhằm hỗ trợ cho tăng trưởng đang ngày càng trở nên lớn hơn.

Quyết định giảm các loại lãi suất điều hành của NHNN. Ngày 7/7/2017 vừa qua, NHNN đã có quyết định giảm 0,25% đối với một loạt các loại lãi suất điều hành. Cụ thể, lãi suất tái cấp vốn giảm từ 6,5%/năm về mức 6,25%/năm; lãi suất tái chiết khấu giảm từ 4,5%/năm về mức 4,25%/năm; lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và cho vay bù đắp thiếu hụt vốn trong thanh toán bù trừ của NHNN đối với các ngân hàng từ mức 7,5%/năm xuống 7,25%/năm. Đồng thời, trần lãi suất cho vay ngắn hạn của tổ chức tín dụng đối với khách hàng vay để đáp ứng nhu cầu vốn phục vụ một số lĩnh vực và ngành kinh tế cũng được điều chỉnh giảm thêm 0,5%.

Với những cơ sở liên quan đến kỳ vọng lạm phát giảm và áp lực hỗ trợ cho tăng trưởng GDP như phân tích ở trên, chúng tôi không bất ngờ trước động thái giảm lãi suất điều hành của NHNN. Trong hai quý đầu năm, mặt bằng lãi suất huy động khá ổn định: kỳ hạn dưới 6 tháng phổ biến ở mức 4,8-5,4%/năm; kỳ hạn 6-12 tháng phổ biến từ 5,6-7%/năm; kỳ hạn trên 12 tháng khoảng 7-7,6%/năm. Lãi suất cho vay ngắn hạn phổ biến khoảng 6-9%/năm, trung và dài hạn từ 9-11%/năm. Riêng đối với khách hàng tốt, lãi suất cho vay ngắn hạn thậm chí chỉ từ 4-5%/năm. Sau khi NHNN hạ các loại lãi suất điều hành, các NHTM có thể sẽ tiếp cận được nguồn vốn với chi phí đầu vào rẻ hơn, đặc biệt liên quan đến các hồ sơ xin tái cấp vốn từ NHNN có đảm bảo bằng trái phiếu VAMC của các NHTM. Về lý thuyết, nếu nguồn cung vốn được truyền dẫn tốt sẽ có tác động hỗ trợ giúp giảm mặt bằng lãi suất cho vay trên thị trường. Dù mức độ giảm các mức lãi suất như trên còn khiêm tốn và hiệu ứng thực tế đối với thị trường cần thêm thời gian để kiểm chứng nhưng thông điệp của nhà điều hành về nới lỏng thêm chính sách tiền tệ nhằm giảm lãi suất cho vay là khá rõ nét qua quyết định trên. Đây là thông tin được đánh giá sẽ có tác động tích cực đối với TTCK xét ở khía cạnh chi phí vay vốn margin của nhà đầu tư có thể sẽ trực tiếp được điều chỉnh giảm cũng như chi phí tài chính của các doanh nghiệp có vốn vay lớn sẽ dần hạ xuống, giúp cải thiện lợi nhuận trong năm nay.

Tuy vậy, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm: mọi sự nới lỏng luôn cần phải đi kèm với sự thận trọng. Cả hệ thống mới chỉ đang hồi phục bước đầu, rất nhiều ngân hàng vẫn đang nặng gánh với nợ xấu. Vì thế, bất kỳ sự nới lỏng nào trong tăng trưởng dẫn đến sự suy giảm trong chất lượng tài sản cũng cần được NHNN theo dõi chặt và kiểm soát kịp thời.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo. Mọi quan điểm cũng như nhận định phân tích trong báo cáo cũng có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của BVSC. Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BVSC đều trái luật. Bản quyền thuộc Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

KHỐI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

BỘ PHẬN KINH TẾ VĨ MÔ & CHIẾN LƯỢC THỊ TRƯỜNG

Nguyễn Xuân Bình

Trưởng bộ phận

nguyentuanbinh@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Kinh tế Vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn



Trụ sở chính Hà Nội

Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, HN

Tel: (84-4)-3928 8080

Fax: (84-4)-3928 9888

Email: research-bvsc@baoviet.com.vn

Website: www.bvsc.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Số 233 Đồng Khởi, Quận I, HCM

Tel: (84-8)-3914 6888

Fax: (84-8)-3914 7999