

**CẬP NHẬT ĐỘNG THÁI CHÍNH SÁCH  
TIỀN TỆ CỦA NHNN****BÁO CÁO VĨ MÔ**

11.02.2010

**Nguyễn Thanh Hà**

Giám đốc Phân tích Kinh tế

[hantc@ssi.com.vn](mailto:hantc@ssi.com.vn)

*Ngày 10/2/2009, NHNN Việt Nam công bố điều chỉnh tỷ giá bình quân giao dịch liên ngân hàng lên mức 18.544 VND/USD mà thực tế là giảm giá VND 3,3% áp dụng từ 11/2/2009. Tỷ giá giao dịch USD của các NHTM sau quyết định này ở mức 19.100 VND/USD. Kèm theo đó, NHNN quy định mức trần tiền gửi USD của các doanh nghiệp ở mức 1%/năm. Tỷ giá USD trên thị trường tự do trong một tuần trước khi có quyết định điều chỉnh của NHNN khoảng giảm từ mức 19400-19500 VND/USD về 19150-19250 VND/USD sau khi NHNN can thiệp tăng cung thị trường vàng thông qua Tổng Công ty vàng bạc đá quý SJC. Quyết định điều chỉnh tỷ giá hối đoái trong khi tỷ giá tự do có diễn biến giảm ít nhiều gây bất ngờ. Động thái chính sách của NHNN có cả tác động tích cực và tiêu cực với nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Ngay sau khi có thông tin về điều chỉnh tỷ giá, phản ứng của thị trường chứng khoán trong ngày 11/2 với mức tăng điểm 1,84% trong bối cảnh tâm lý nhà đầu tư do dự trước kỳ nghỉ Tết cho thấy thị trường trong tức thời đã bỏ qua những tác động tiêu cực của chính sách mới. Song quá sớm để có thể nhìn nhận rằng những tác động tích cực đối với thị trường sẽ lấn át được những hàm ý tiêu cực có thể của việc giảm giá VND trong thời gian tới.*

Dưới đây là một nhận định của chúng tôi của về động thái của NHNN

**Về mặt tích cực:**

- ❖ Tỷ giá USD của ngân hàng đã được điều chỉnh về gần hơn với mức giao dịch của thị trường tự do cho thấy áp lực biện pháp làm cho VND hấp dẫn hơn so với USD và yêu cầu các tổng công ty nhà nước bán ra USD trong 2 tháng qua chưa đủ liều lượng để ổn định mất cân đối cung cầu ngoại tệ khi mà tỷ giá ngân hàng thấp hơn tỷ giá thị trường tự do 700-1000 VND cho 1 USD (chênh lệch 5-7%). Với hành lang tỷ giá mới với mức trần tỷ giá là 19.100 VND/USD chênh lệch tỷ giá giữa thị trường chính thức và tự do giảm xuống mức 100-500đ/1 USD (chênh lệch 0,8-2,5%), người nắm giữ ngoại tệ có thể sẽ tăng bán USD cho ngân hàng, tăng cung trên thị trường chính thức.
- ❖ Việc áp trần lãi suất tiền gửi USD của doanh nghiệp cũng sẽ kích thích các doanh nghiệp bán USD trên tiền gửi thanh toán cho ngân hàng hoặc chuyển từ tiết kiệm bằng USD sang VND để tăng cung USD cho thị trường ngoại hối chính thức. Ngoài chênh lệch về lãi suất khoảng 10% nếu chuyển đổi sang tiền gửi VND các doanh nghiệp có tiền gửi USD muốn bán lấy VND cho tài khoản thanh toán hoặc chuyển sang tiết kiệm VND sẽ ít thiệt hơn nếu bán USD cho ngân hàng ở một tỷ giá sát với thị trường tự do. Lượng tiền gửi USD của doanh nghiệp có thể lên đến 10 tỷ USD và thêm vào đó là khoảng 10 tỷ USD trên tài khoản tiền gửi của dân cư nên chỉ cần 30% số này bán cho ngân hàng thì tình hình cung cầu ngoại tệ sẽ được cải thiện đáng kể.

- ❖ Thời điểm đề điều chỉnh tỷ giá cũng trùng với thời điểm kiểu hối tăng trong dịp Tết và áp lực nhập siêu dịu lại sau khi tăng mạnh vào cuối quý 4/2009. Với sự hỗ trợ về nguồn cung USD trong ngắn hạn và các đòn bẩy để giảm bớt động cơ nắm giữ tiền gửi USD, chúng tôi cho rằng biện pháp của NHNN sẽ ổn định được tỷ giá ngân hàng và tự do mặt bằng 19.000-19.300 VND/USD trong vòng 2-3 tháng tới. Nếu đúng như vậy, khả năng tăng đáng kể lãi suất cơ bản để hỗ trợ tỷ giá trong ngắn hạn sẽ giảm đi.
- ❖ Giảm giá VND sẽ kích thích xuất khẩu và hạn chế nhập khẩu. Song tác dụng thu hẹp nhập siêu của giảm giá VND cũng cần được nhìn nhận thận trọng vì không dễ thay thế những nguyên liệu, máy móc thiết yếu phải nhập khẩu. Tác dụng cải thiện nhập siêu của giảm giá VND nếu có cũng không đến trong ngắn hạn.

### Tác động tiêu cực và những câu hỏi còn bỏ ngỏ

- ❖ Bối cảnh lần điều chỉnh tỷ giá này có thể tạo ra những hoài nghi về các chính sách ổn định tỷ giá của NHNN trong thời gian trước. Các chính sách ổn định tỷ giá được thực hiện trong 2 năm qua thực chất là giảm giá dần dần một cách miễn cưỡng VND với mức giảm giá 15% kể từ tháng 6/2008 (tỷ giá giao dịch trần của ngân hàng từ 16.600 lên 19.100 VND/USD). Trong phần lớn thời gian đó, chênh lệch tỷ giá trên thị trường chính thức và tự do ở mức đáng kể, tạo ra kỳ vọng VND tiếp tục mất giá mạnh. Câu hỏi đặt ra là mức độ giảm giá trị của VND trong thời gian tới sẽ ra sao khi NHNN liên tục thực hiện các chính sách theo hướng giảm giá VND dần dần trong bối cảnh áp lực về nhập siêu và cán cân thanh toán chưa có chuyển biến trong 1-2 năm tới.
- ❖ Phá giá đồng nội tệ cũng sẽ có áp lực lớn lên lạm phát với chi phí nhập khẩu nguyên liệu khi các chi phí về nguyên liệu, máy móc gia tăng đã tăng trở lại đáng kể so với đáy của khủng hoảng 1 năm trước đây. Nếu xét từ góc độ này, áp lực tăng LSCB để kiểm chế lạm phát trở nên rõ ràng hơn. Áp lực tăng chi phí trả lãi và gốc các khoản vay ngoại tệ của các doanh nghiệp vay USD song chỉ có thu bằng VND cũng sẽ là một vấn đề đáng kể.
- ❖ Vấn đề cốt yếu của ổn định tỷ giá là phải ổn định được kỳ vọng về hướng đi của tỷ giá trong thời gian tới. Rõ ràng kỳ vọng giảm giá VND tiếp trong trung hạn là có với dự báo nhập siêu khoảng 14 tỷ USD và cán cân thanh toán thâm hụt khoảng 2 tỷ USD trong năm 2010. Nếu mức giảm VND trong thời gian còn lại năm 2010 được khống chế chặt chẽ ở mức 1-2% thì biện pháp kích thích doanh nghiệp và người dân bán USD qua ngân hàng khi có các nguồn thu bằng ngoại tệ phát huy được tác dụng một cách bền vững. Nguồn thu bằng ngoại tệ của nền kinh tế không quá thấp so với nguồn chi ra, song vấn đề các nguồn thu này không bán cho hệ thống ngân hàng nên tạo áp lực rất lớn cho cung cầu ngoại tệ trong điều kiện chênh lệch lớn 2 tỷ giá chính thức và tự do. Khi chênh lệch tỷ giá giữa 2 thị trường giảm đi, cung ngoại tệ qua ngân hàng sẽ gia tăng và tỷ giá chính thức sẽ ổn định nếu mức gia tăng ngoại tệ đủ để bù đắp các luồng chi trả nhập khẩu của các đối tượng không có nguồn thu ngoại tệ. Với biện pháp mới công bố, cung ngoại tệ qua ngân hàng chắc chắn sẽ tăng nhưng có thể đáp ứng được đủ cho nguồn cầu ổn định trong thời gian dài hay không cũng sẽ còn là một câu hỏi.

Tóm lại chúng tôi cho rằng động thái về tỷ giá của NHNN có tác dụng ổn định tỷ giá trong 2-3 tháng tới. Song xa hơn, cần phải theo dõi chặt chẽ tác động của điều chỉnh tỷ lên giá nhập siêu và kỳ vọng về tỷ giá dựa trên triển vọng cán cân thanh toán và các hiệu ứng về tăng áp lực lạm phát, tăng chi phí nợ với các doanh nghiệp vay vốn nước ngoài không có thu ngoại tệ.

## KHỐI PHÂN TÍCH & TVĐT

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước.

Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

KHỐI PHÂN TÍCH VÀ TVĐT		ssiresearch@ssi.com.vn
Lê Lệ Hằng	Giám đốc khối	hangl@ssi.com.vn
Nguyễn Thanh Hà	Giám đốc PT Kinh tế	hantc@ssi.com.vn