



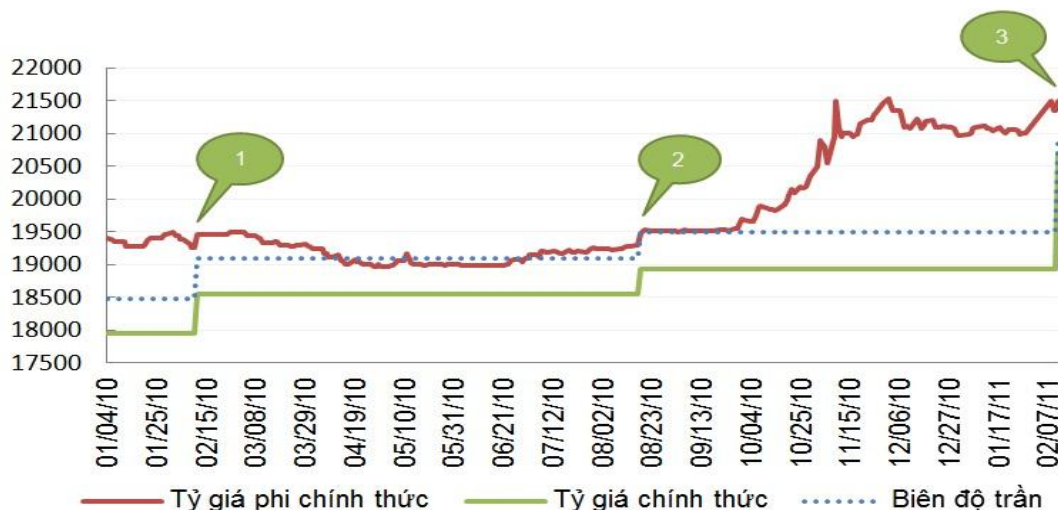
## Tỷ giá liên ngân hàng được điều chỉnh tăng lên 20.693 VND/USD

### Biên độ giao dịch giảm từ $\pm 3\%$ xuống $\pm 1\%$

#### Mô tả

Ngày 11/02/2011, NHNN đã ra thông báo tăng tỷ giá USD/VND và giảm biên độ giao dịch. Theo đó, *tỷ giá bình quân liên ngân hàng được điều chỉnh lên mức 20.693 VND/USD và thu hẹp biên độ giao dịch từ  $\pm 3\%$  xuống  $\pm 1\%$  áp dụng cho ngày 11/02/2011. Đồng thời, NHNN sẽ điều hành tỷ giá bình quân liên ngân hàng tương đối linh hoạt trong thời gian tới. Các biện pháp này sẽ tạo điều kiện để điều hành tỷ giá chủ động, phù hợp với tình hình cung cầu ngoại tệ, bảo đảm tăng tính thanh khoản của thị trường, góp phần kiểm chế nhập siêu và hỗ trợ cho việc thực thi chính sách tiền tệ chủ động, linh hoạt hơn.*

Về cơ bản, quyết định điều chỉnh tỷ giá đã được chờ đợi từ lâu do tỷ giá trên thị trường tự do đã biến động tăng mạnh từ quý IV/2010 và vượt xa khỏi tỷ giá chính thức (khoảng 10%). Từ giữa tháng 11/2010 đến nay tỷ giá USD/VND trên thị trường tự do biến động xung quanh 21.000 - 21.500 VND/USD. Cùng với đó, tỷ giá giao dịch thực tế tại các NHTM cũng sát với thị trường tự do và tỷ giá bình quân liên ngân hàng luôn được niêm yết tại mức trần cho phép. Như vậy, quyết định trên của NHNN giúp làm thu hẹp bớt khoảng cách giữa tỷ giá chính thức và phi chính thức. Tuy nhiên, đây cũng là lần tăng tỷ giá mạnh nhất kể từ năm 2008 tới nay với mức phá giá lên tới 9,3%.



- (1) 11/02/2010: Tỷ giá chính thức (USD - VND) tăng 3,36% lên 18.544, biên độ giao dịch  $\pm 3\%$   
(2) 18/08/2010: Tỷ giá chính thức (USD - VND) tăng 2,09% lên 18.932, biên độ giao dịch  $\pm 3\%$   
(3) 11/02/2011: Tỷ giá chính thức (USD - VND) tăng 9,30% lên 20.693, biên độ giao dịch thu hẹp còn  $\pm 1\%$

#### Nguyên nhân

Có nhiều nguyên nhân dẫn tới áp lực điều chỉnh tỷ giá chính thức. Trước hết, xét về cầu USD, nếu trong những năm trước, cơ cấu tín dụng chủ yếu tập trung vào VND thì trong năm 2010, cơ cấu tín dụng có sự chênh lệch tương đối lớn giữa tăng trưởng cho vay ngoại tệ (37,76%) và các khoản vay nội tệ (25,34%). Lãi suất cho vay bằng VND trong suốt năm 2010 luôn được duy trì ở mức cao khoảng 14% - 18%/năm, thậm chí vào có lúc lên tới 20% trong khi lãi suất cho vay bằng USD thường vào khoảng 5,5% - 8%, thấp hơn nhiều so với lãi suất cho vay bằng tiền đồng kể cả khi tính chênh lệch tỷ giá vào khoảng 9%. Điều này đã khiến nhiều doanh nghiệp lựa chọn hình thức vay bằng USD và đẩy cầu về đồng USD lên cao. Trong khi đó, xét về cung USD trong năm 2010 thì có thể thấy nguồn cung không được dồi dào. Thứ nhất, mặc dù trong năm 2010, lượng kiều hối vào Việt Nam ước tính đạt 8,3 tỷ USD tăng khoảng 25% so với năm 2009 nhưng hầu hết lượng kiều hối này không được đưa vào hệ thống ngân hàng mà được nắm giữ trong dân cư. Thứ hai, dự trữ ngoại hối trong năm 2010 tiếp tục suy giảm từ mức 23,9 tỷ USD trong năm 2008 xuống mức 12,6 tỷ USD vào cuối năm 2010, tương ứng với mức thanh toán cho hàng nhập khẩu trong vòng 8 tuần (IMF). Thứ ba, mặc dù hoạt động xuất nhập khẩu trong năm qua



đã khởi sắc hơn năm 2009, nhưng thâm hụt thương mại vẫn khá cao ở mức 12,375 tỷ USD. Thứ tư, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện được trong năm 2010 đạt khoảng 11 tỷ USD, tăng 10% so với cùng kỳ năm 2009 nhưng mức tăng này không quá lớn và ít có ảnh hưởng đến nguồn cung USD cho nền kinh tế. Ngoài ra, thâm hụt ngân sách và nợ nước ngoài trong năm 2010 cũng khá cao cũng làm ảnh hưởng đến lượng cung ngoại tệ nói chung và đồng USD nói riêng suy giảm. Cụ thể, bộ chi ngân sách năm 2010 tương ứng với 5,8% GDP của cả nước trong khi nợ nước ngoài tính đến hết tháng 6/2010 là 29,002 tỷ USD, tăng 3,84% so với năm 2009. Trong số nợ nước ngoài này, cơ cấu nợ nước ngoài của chính phủ chiếm tới 86% và nợ có mức lãi suất từ 6-10% tăng lên. Khi cầu về USD tăng lên và nguồn cung không mấy dồi dào, áp lực điều chỉnh tỷ giá đã ngày một gia tăng, và là yếu tố chính tác động đến việc NHNN chính thức điều chỉnh tỷ giá lên mức cao nhất từ trước tới nay, với mức tăng 9,3% vào ngày 11/2/2011.

## Tác động và dự báo

### Các điều kiện kinh tế vĩ mô

Trong thông điệp mà NHNN đưa ra, mục đích chính của việc điều chỉnh tỷ giá lần này là “tạo điều kiện để điều hành tỷ giá chủ động, phù hợp với tình hình cung cầu ngoại tệ, bảo đảm tính thanh khoản của thị trường, góp phần kiểm chế nhập siêu, và hỗ trợ cho việc thực thi chính sách tiền tệ chủ động, linh hoạt hơn”. Tuy nhiên, theo chúng tôi, việc điều chỉnh tỷ giá sẽ có tác động tới cán cân thương mại, nợ nước ngoài, lạm phát, lãi suất và do đó, sẽ có tác động tới chính sách tiền tệ và tài khóa mà chính phủ sẽ thực thi trong thời gian tới.

**Trước hết, xét về cán cân thương mại,** khi tỷ giá chính thức được điều chỉnh tăng, hàng hóa của Việt Nam sẽ trở nên rẻ hơn tương đối và theo đó, hoạt động xuất khẩu hàng hóa sẽ có điều kiện gia tăng. Và theo lý thuyết, hàng hóa nhập khẩu sẽ trở nên đắt đỏ hơn hàng hóa trong nước khi tỷ giá được điều chỉnh tăng và có thể dẫn tới việc suy giảm khối lượng và giá trị hàng nhập khẩu. Tuy nhiên, xét trong bối cảnh của Việt Nam, khi hầu hết các mặt hàng xuất khẩu (trừ lương thực, dầu thô) đều có đầu vào là các nguyên vật liệu nhập khẩu thì việc điều chỉnh tăng tỷ giá khó có thể có tác động tích cực đến tổng kim ngạch xuất khẩu. Chính vì lý do đó, mặc dù việc điều chỉnh tỷ giá được kỳ vọng bởi các nhà kinh tế từ cuối năm 2010, nhưng dự báo về mức nhập siêu năm 2011 từ Bộ Công thương vẫn là 14 tỷ USD.

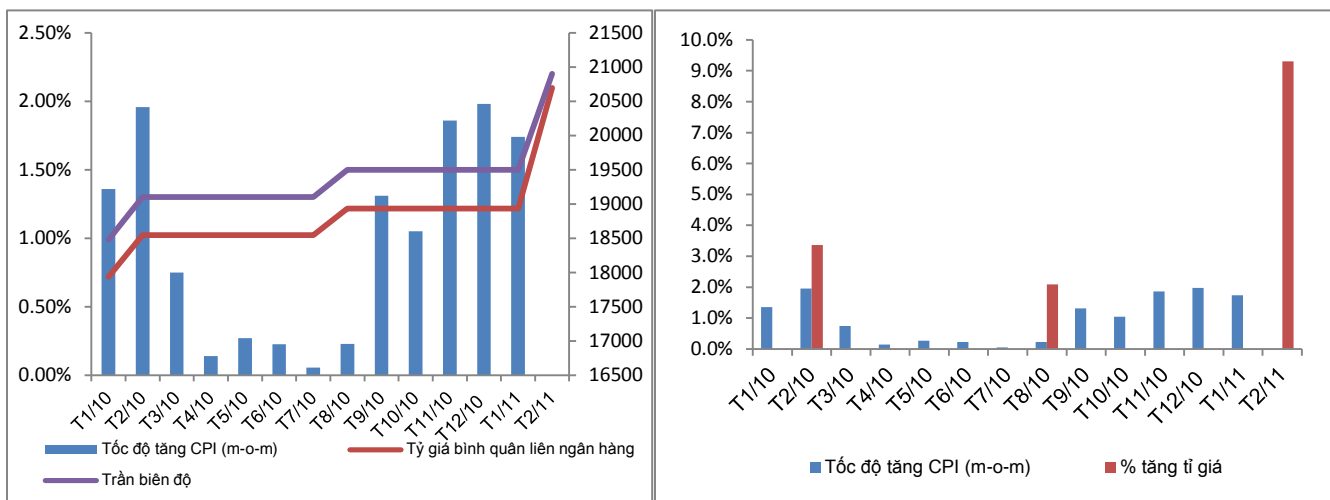
**Thứ hai, khi nợ nước ngoài của Việt Nam ở mức cao thì việc điều chỉnh tỷ giá sẽ làm gia tăng khối lượng nợ nước ngoài.** Nếu như tính theo mức tỷ giá trước khi điều chỉnh (tỷ giá USD/VND là 18.544 VND/USD) thì tổng nợ nước ngoài đến giữa năm 2010 là 29,002 tỷ USD và tương đương với 537,81 nghìn tỷ đồng và khi tỷ giá được điều chỉnh lên 20.693 VND/USD thì tổng nợ nước ngoài tương đương với 600,14 nghìn tỷ đồng, và theo đó, mức chênh lệch về nợ nước ngoài do việc tăng tỷ giá sẽ là 62,325 nghìn tỷ đồng, tương ứng khoảng 3% GDP của năm 2010.

**Thứ ba, việc điều chỉnh tỷ giá sẽ có tác động đến giá cả hàng hóa trong nước và từ đó sẽ tác động đến mức lạm phát và chỉ số CPI.** Thông thường, khi tỷ giá tăng, giá cả hàng hóa có nguồn gốc nhập khẩu sẽ tăng giá và mức giá này sẽ dần được phản ánh vào trong chỉ số CPI của các tháng sau đó. Cụ thể, biểu đồ chỉ số CPI và điều chỉnh tỷ giá của năm 2010 cho thấy khi mức tỷ giá tăng lên, thì chỉ số CPI trong ngắn hạn có thể không bị tác động nhiều, nhưng về trung hạn, nhất là vào thời điểm từ quý III trở đi với yếu tố mùa vụ, chỉ số CPI có khả năng tăng cao. Chúng tôi cho rằng với việc giá lương thực thực phẩm trên toàn thế giới đang có xu hướng tăng cao và cuộc khủng hoảng lương thực thế giới có khả năng xảy ra và việc giá dầu trên thế giới có xu hướng tăng trở lại, thì giá cả của những mặt hàng này trong nước sẽ khó có khả năng giảm xuống. Chỉ riêng đối với mặt hàng xăng dầu, hiện nay các doanh nghiệp đầu mối kinh doanh xăng dầu đang lỗ khoảng 2000 – 2500 đồng/lít và mặc dù Bộ Tài chính vừa có thông báo tiếp tục sử dụng quỹ bình ổn để không tăng giá xăng dầu, nhưng với điều kiện tỷ giá được điều chỉnh tăng tới 9,3% thì việc điều chỉnh tăng giá xăng dầu sẽ sớm xảy ra. Hơn thế nữa, mặc dù đợt điều chỉnh này có mức điều chỉnh lớn nhất từ trước đến nay, nhưng cũng khó có cơ sở để khẳng định NHNN sẽ không có đợt nói biên độ hoặc điều chỉnh tỷ giá nào nữa trong năm 2011 (sau khi tỷ giá được điều chỉnh, biên độ cũng được giảm từ mức 3% xuống mức 1% sẽ giúp NHNN có thể điều chỉnh tỷ giá linh hoạt hơn với thị trường trong việc nới rộng biên độ mà không phải điều chỉnh tỷ giá). Theo đó, chúng tôi cho rằng mục tiêu lạm phát của năm 2011 là 7% là khó có thể thực hiện được, và nếu muốn đạt được mục tiêu lạm phát trong năm nay đòi hỏi phải có các biện pháp quyết liệt và nhịp nhàng ăn khớp giữa các bộ ngành trong việc chỉ đạo, điều hành các chính sách vĩ mô.

**Hệ quả của việc tăng tỷ giá dẫn đến việc khó kiểm soát được mức lạm phát sẽ lại có tác động đến mức lãi suất trên thị trường.** Mục tiêu của chính phủ trong năm 2011 là ổn định vĩ mô, ổn định giá trị tiền tệ. Để thực hiện được các mục tiêu này, chính phủ mà cụ thể là NHNN có thể áp dụng các chính sách tiền tệ khác nhau: nới lỏng, thắt chặt hoặc giữ nguyên thông qua các công cụ như lãi suất cơ bản và tái chiết khấu, hoạt động trên thị trường mở, và đưa ra các tỷ lệ dự trữ bắt buộc khác nhau. Việc theo đuổi



chính sách tiền tệ nới lỏng hoặc giữ nguyên như hiện tại theo chúng tôi là không phù hợp vì nếu nới lỏng thì lạm phát sẽ tiếp tục gia tăng và theo đó áp lực tăng tỷ giá cũng tăng lên, còn nếu giữ nguyên như hiện tại trong bối cảnh thì áp lực lạm phát đang tăng lên cũng không phải là một lựa chọn tối ưu. Theo đó, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ mạnh tay hơn trong việc thực hiện thắt chặt tiền tệ. Hiện nay, mức lãi suất cơ bản và tái chiết khấu đã được duy trì ở mức cao là 9% và 7%/năm, trong khi lãi suất trên thị trường mở cũng đang được duy trì ở mức 11% và số dư đã lên tới trên 110 nghìn tỷ đồng (tính đến ngày 11/2/2011), còn tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với các ngân hàng đang ở mức 3% và 1% cho VND và USD cho kỳ hạn dưới 12 tháng và tương ứng là 1% và 3% cho kỳ hạn trên 12 tháng. Trong khi việc điều chỉnh tăng lãi suất cơ bản sẽ có ảnh hưởng rất trực tiếp tới nền kinh tế và thì việc thắt chặt tiền tệ dựa trên việc giảm cung tiền trên thị trường mở hoặc tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc có tác động gián tiếp thông qua việc thắt chặt cung tiền trong hệ thống ngân hàng, và do đó, có thể là những biện pháp mà NHNN có thể áp dụng. Và khi chính sách thắt chặt tiền tệ được theo đuổi, thì cung tiền trong nền kinh tế giảm, và do đó, lãi suất huy động và cho vay trên thị trường sẽ khó giảm được mà có khả năng gia tăng trong thời gian tới. Và theo đó, kỳ vọng của chính phủ trong việc giảm lãi suất xuống để tăng khả năng tiếp cận vốn của các doanh nghiệp cũng khó có thể thực hiện được.



### Thị trường chứng khoán

Trong tháng đầu năm 2011, thị trường chứng khoán tiếp tục giao dịch cầm chừng với thanh khoản giảm thấp. Dù VNI tiếp tục tăng điểm do sự tăng giá cục bộ tại một số ít cổ phiếu lớn thì mặt bằng giá chung của nhiều cổ phiếu vẫn ở mức thấp. Tính tới phiên ngày 11/1/2010, PE của HOSE và HNX chỉ ở mức 10,7 và 8,7, xét theo mức vốn hóa PE của các cổ phiếu lớn ở mức 11,7 trong khi các cổ phiếu nhỏ chỉ trong khoảng 8 – 8,3. Bên cạnh ảnh hưởng bởi tháng Tết thì nhà đầu tư lo ngại và chờ đợi biến động về vĩ mô được dự báo trước trong đó có tỷ giá. Quyết định tăng tỷ giá của NHNN hôm nay phần nào có tác động tích cực khi giải tỏa được tâm lý đè nén chờ đợi của nhà đầu tư và có thể tạm thời khơi thông dòng tiền trở lại thị trường nếu thị trường ngoại hối bình ổn làm giảm kỳ vọng của nhà đầu tư vào kênh ngoại tệ.



Giao dịch sàn HOSE năm 2010



- (1) 11/02/2010: Tỷ giá chính thức (USD - VND) tăng 3,36% lên 18.544, biên độ giao dịch  $\pm 3\%$ , VN Index đóng cửa ở mức 499,94 điểm, tăng 9,03 điểm so với phiên liền trước đó.
- (2) 18/08/2010: Tỷ giá chính thức (USD - VND) tăng 2,09% lên 18.932, biên độ giao dịch  $\pm 3\%$ , VN Index đóng cửa ở mức 455,49 điểm, giảm 8,03 điểm so với phiên liền trước đó.
- (3) 11/02/2011: Tỷ giá chính thức (USD - VND) tăng 9,30% lên 20.693, biên độ giao dịch thu hẹp còn  $\pm 1\%$ , VN Index đóng cửa ở mức 519,98 điểm giảm 0,25 điểm so với phiên liền trước đó.

Tuy nhiên, với quyết định nới mạnh tỷ giá của NHNN trong bối cảnh vĩ mô hiện nay khiến chúng tôi không có nhiều kỳ vọng cho thị trường chứng khoán năm 2011. Thứ nhất, như chúng tôi đã đề cập ở trên, việc điều chỉnh tăng tỷ giá sẽ vẫn đi kèm với chính sách tiền tệ thắt chặt để giải bài toán lạm phát cao nhằm ổn định vĩ mô. Lãi suất sẽ khó có thể điều chỉnh giảm dù mong muốn, từ đó sẽ khó có thể kỳ vọng nguồn tiền dồi dào cho thị trường chứng khoán. Yếu tố thứ hai được nhà đầu tư quan tâm là việc giảm giá mạnh đồng nội tệ sẽ thu hút được dòng vốn nước ngoài vào thị trường đầy tiềm năng và đang ở mức định giá hấp dẫn như Việt Nam do giá cổ phiếu trở nên rẻ hơn nữa. Nhà đầu tư nước ngoài đã mua ròng trong năm trước và vẫn tiếp tục mua ròng trong tháng 1/2010. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng hơi quá lạc quan khi kỳ vọng dòng vốn nước ngoài đổ mạnh vào thị trường trong nước và thúc đẩy thị trường chứng khoán tăng trưởng trong thời gian tới. Nhà đầu tư nước ngoài sẽ chưa thể yên tâm đầu tư nếu tình hình tỷ giá chưa ổn định và xu hướng mất giá của đồng nội tệ chưa chấm dứt. Bên cạnh những rủi ro khác, sự bất ổn của tỷ giá mà điểm chính là xu hướng mất giá của VND đang là lo ngại lớn nhất của nhà đầu tư nước ngoài. Từ năm 2008 trở lại đây, NHNN liên tục điều chỉnh tỷ giá (không dưới 10 lần) và đồng VND đã mất giá tới 28% khiến niềm tin vào sự ổn định đang suy giảm mạnh. Như vậy, nếu vấn đề tỷ giá không được quản lý ổn định trong thời gian tới thì sẽ khó có thể thu hút dòng vốn từ nước ngoài.



## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được xây dựng nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về vĩ mô và thị trường chứng khoán cũng như đánh giá của Phòng Phân tích. 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. 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 và các nhận định, phân tích trong báo cáo thể hiện quan điểm riêng, độc lập của người viết và không được xem là quan điểm của VCBS. Do đó, VCBS và hoặc các bộ phận của VCBS có thể có các hoạt động mua/bán chứng khoán thuận chiều hoặc ngược chiều với những khuyến nghị trong báo cáo này.

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 NGÂN HÀNG NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM

Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank

198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024

Fax: 84 - 4 - 39 360 262

<http://www.vcbs.com.vn> – <http://info.vcbs.com.vn>

## Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

Trưởng phòng:

Nguyễn Đức Hải  
(ndhai@vcbs.com.vn)

Nhóm Thị trường và Vĩ mô:

Trần Minh Hoàng  
(tmhoang.vcbs@vcbs.com.vn)

Phạm Thùy Linh  
(ptlinh@vcbs.com.vn)

Nguyễn Thị Minh Hạnh  
(ntmhanh@vcbs.com.vn)