



## **Ngân hàng Nhà nước điều chỉnh tăng lãi suất tái chiết khấu, lãi suất tái cấp vốn lên 12% từ ngày 08/03/2011**

### **Sự kiện**

Vào ngày 8/3/2011, Ngân hàng nhà nước đã ban hành Quyết định số 379/QĐ-NHNN điều chỉnh tăng một số mức lãi suất điều hành, bao gồm cả lãi suất tái chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn lên 12%/năm. Đây là lần thứ hai trong vòng 3 tuần qua, mức lãi suất tái cấp vốn được điều chỉnh theo hướng tăng. Lần trước, vào ngày 17/2/2011, lãi suất tái cấp vốn đã được tăng từ mức 9% trước đó lên 11%, và theo quyết định mới này, mức lãi suất tái cấp vốn được điều chỉnh tăng thêm 100 điểm phần trăm, lên mức 12%/năm. Còn đối với lãi suất tái chiết khấu, điều chỉnh này đã làm tăng mức lãi suất này tới 500 điểm phần trăm, từ mức 7%/năm lên 12%/năm. Như vậy, có thể thấy, sau Nghị quyết số 11/NQ-CP ban hành ngày 24/2/2011 về các giải pháp chủ yếu nhằm tập trung kiềm chế lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm an sinh xã hội, các biện pháp thắt chặt chính sách tiền tệ đã được NHNN thực hiện triệt để hơn.

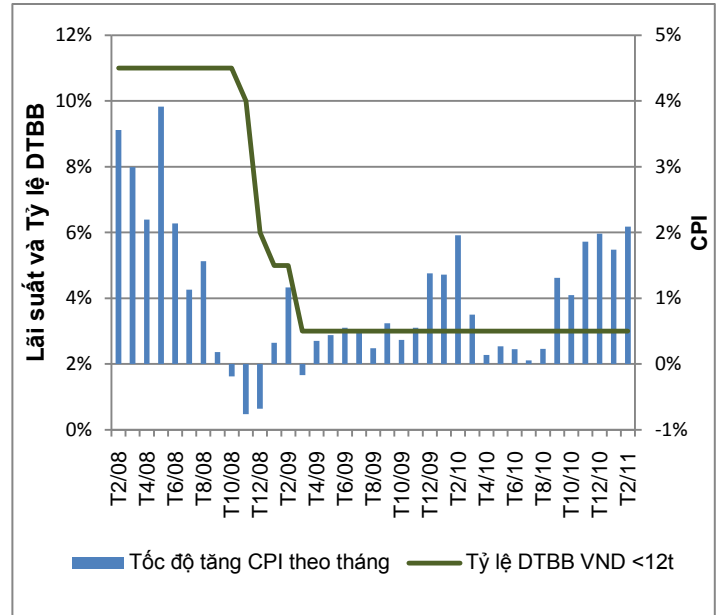
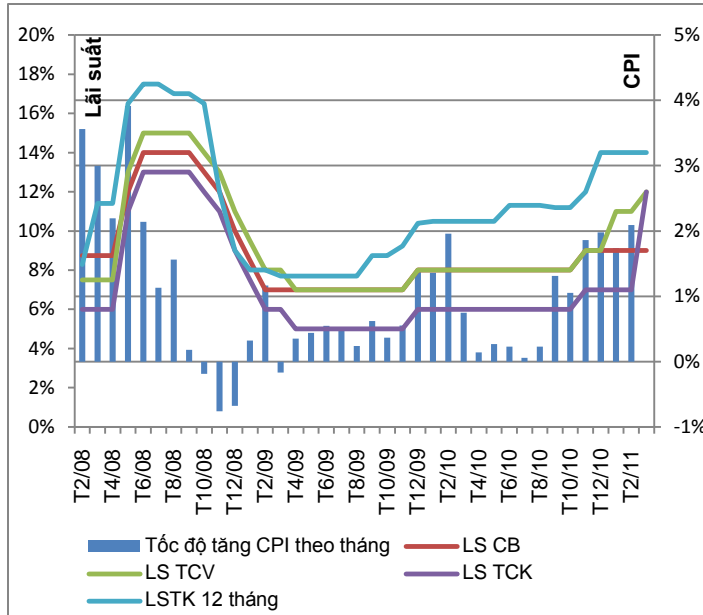
Như trong các báo cáo tiêu điểm vĩ mô của VCBS liên tục đưa ra gần đây, chúng tôi đã kỳ vọng NHNN sẽ tiếp tục thắt chặt chính sách tiền tệ thông qua việc tiếp tục tăng lãi suất điều hành (lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu hoặc lãi suất cơ bản) hoặc nâng tỷ lệ dự trữ bắt buộc. Như vậy, việc NHNN tăng một số mức lãi suất điều hành (trừ lãi suất cơ bản) lên 12% từ ngày 8/3 cũng chính là những bước đi cần thiết mà NHNN thực hiện nhằm thắt chặt cung tiền trong hệ thống ngân hàng như chúng tôi kỳ vọng.

### **Tác động và dự báo**

Trong các báo cáo gần đây của chúng tôi đã phân tích, việc tăng lãi suất tái chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn sẽ tác động trực tiếp tới chi phí vay vốn ngắn hạn của các ngân hàng thương mại cũng như chi phí cơ hội của việc nắm giữ USD của các ngân hàng này. Việc tăng hai mức lãi suất điều hành này cho thấy NHNN vẫn sẽ cung ứng tiền đáp ứng thanh khoản của các ngân hàng khi cần thiết, tuy nhiên, chi phí cho việc này sẽ tăng lên. Khi chi phí nguồn vốn tăng lên, các ngân hàng sẽ phải tăng lãi suất cho vay để đảm bảo hoạt động kinh doanh có lãi. Lãi suất cho vay tăng thì chi phí sử dụng vốn cao sẽ khiến các chủ thể kinh tế phải cân nhắc giữa chi tiêu hiện tại và tiết kiệm cho nhu cầu tương lai và và theo đó sẽ giảm tổng cầu dẫn đến áp lực về lạm phát cũng dần dần được giảm bớt. Đồng thời, khi lãi suất cho vay tăng thì tốc độ tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng thương mại cũng sẽ giảm bớt. Tuy nhiên, khi mức tăng trưởng tín dụng tháng 2 đã đạt 1,46% và tính 2 tháng đầu năm đã đạt 2,7% so với cùng kỳ năm ngoái, cao hơn khá nhiều so với năm 2009 và 2010 (1,8% và 1,5%) trong khi mức tăng trưởng tín dụng của hai năm này đạt 29,8% và 37,7% thì chúng tôi cho rằng những NHNN sẽ có những bước đi tiếp theo để tiếp tục thắt chặt hơn nữa chính sách tiền tệ.

Trong số các mức lãi suất điều hành của NHNN hiện nay, mặc dù lãi suất tái cấp vốn và tái chiết khấu đã được tăng lên tới 12%/năm, nhưng trong thời kỳ lạm phát tăng cao năm 2008, đã có lúc lãi suất tái cấp vốn đã tăng tới 15%/năm và lãi suất tái chiết khấu tăng tới 13%/năm. Như vậy, NHNN vẫn còn dư địa để kiểm soát lạm phát bằng việc nâng thêm mức lãi suất tái chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn. Trong khi đó, mức lãi suất cơ bản, mặc dù được cho là ít có tác dụng dẫn dắt thị trường trong thời điểm hiện nay, vẫn đang được duy trì ở mức 9% trong khi nó đã từng tăng đến 14% trong năm 2008. Tuy nhiên, theo chúng tôi, việc áp dụng trở lại cơ chế điều hành bằng lãi suất cơ bản nhiều khả năng sẽ là lựa chọn cuối cùng mà NHNN có thể thực hiện vì việc điều chỉnh này sẽ làm cho cả lãi suất cho vay và huy động tăng lên, trong khi Thông tư số 02/2011/TT-NHNN vừa ban hành ngày 3/3/2011 đang quy định mức lãi suất huy động vốn bằng VND (lãi suất tiền gửi, lãi suất giấy tờ có giá) tối đa của tổ chức và cá nhân bao gồm cả khoản chi khuyến mại dưới mọi hình thức không vượt quá 14%/năm.

Ngoài ra các lãi suất điều hành khác cũng sẽ được áp dụng ví dụ lãi suất trên thị trường mở cũng có khả năng tăng lên. Vào ngày 22/2/2011, lãi suất trên thị trường mở cho kỳ hạn 7 ngày đã được điều chỉnh tăng từ 11% lên mức 12% và trước đó, mức lãi suất này đã được duy trì ở mức 11% từ cuối tháng 10/2010. Còn trong thời kỳ lạm phát cao năm 2008, khi các mức lãi suất điều hành đều ở mức cao thì lãi suất trên thị trường mở cũng lên tới 15%. Như vậy, có thể thấy lãi suất trên thị trường mở dường như là yếu tố dẫn dắt thị trường trong tiền tệ trong thời điểm hiện tại, và theo đó, chúng tôi cho rằng mức lãi suất này cũng có thể tiếp tục được điều chỉnh tăng.



Bên cạnh đó, chúng tôi vẫn bảo lưu quan điểm rằng NHNN sẽ có thể điều chỉnh tỷ lệ dự trữ bắt buộc. Như đã phân tích trong các báo cáo tiêu điểm vĩ mô gần đây, chúng tôi đã chỉ ra rằng tỷ lệ dự trữ bắt buộc đã từng được nâng lên mức 11% vào đầu năm 2008 khi lạm phát 2007 bùng phát ở mức 12,63 % và duy trì ở mức này trong suốt 9 tháng năm 2008 trước khi điều chỉnh giảm dần từ cuối năm 2008 xuống mức 3% vào tháng 3 năm 2009 và duy trì đến hiện nay. Như vậy với sức ép lạm phát hiện nay, chúng tôi không loại trừ khả năng NHNN nâng tỷ lệ dự trữ bắt buộc nhất là khi tỷ lệ này hiện nay đang ở mức rất thấp.

Bên cạnh đó, chúng tôi vẫn bảo lưu quan điểm rằng NHNN sẽ có thể điều chỉnh tỷ lệ dự trữ bắt buộc vì công cụ này tác động hiệu quả tới số cung tiền để tác động làm hạ nhiệt lạm phát. Như đã đề cập trong các báo cáo chuyên đề gần đây, chúng tôi nhận thấy rằng tỷ lệ dự trữ bắt buộc đã từng được nâng lên mức cao trong các giai đoạn lạm phát cao sau giai đoạn tín dụng tăng trưởng mạnh trong quá khứ. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc đã được nâng từ 5% lên 10% vào giữa năm 2007 và lên tiếp 11% vào đầu năm 2008 khi lạm phát 2007 bùng phát ở mức 12,63% và duy trì ở mức này trong suốt 9 tháng năm 2008 trước khi điều chỉnh giảm dần từ cuối năm 2008 xuống mức 3% vào tháng 3 năm 2009 và duy trì đến hiện nay khi lạm phát hạ nhiệt vào năm 2009. Công cụ dự trữ bắt buộc hiện nay chưa áp dụng do NHNN e ngại tình hình thanh khoản hiện tại của hệ thống ngân hàng (theo phát biểu gần đây của Thống đốc NHNN). Tuy nhiên chúng tôi cho rằng vẫn còn quá sớm để cho rằng công cụ này sẽ không áp dụng đặc biệt là khi công cụ lãi suất cũng chịu giới hạn tăng do NHNN cũng đang cố gắng để lãi suất thị trường không quá cao. Lãi suất huy động đang được áp trần 14%/năm với mục đích để giảm áp lực tăng lãi suất cho vay ra nền kinh tế của NHTM thì điều này đồng nghĩa với việc các lãi suất điều hành cũng sẽ bị giới hạn dưới mức này. Hiện tại, áp lực lạm phát vẫn là ẩn số khi các yếu tố tiềm ẩn làm tăng lạm phát vẫn chưa thể dự đoán nên cũng khó có thể nói chính sách lãi suất hiện nay đã đủ để kiểm soát lạm phát như mong muốn. Như vậy, với sức ép lạm phát cao hiện nay và việc cân đối các mục tiêu vĩ mô, chúng tôi không loại trừ khả năng NHNN nâng tỷ lệ dự trữ bắt buộc nhất là khi tỷ lệ này hiện nay đang ở mức rất thấp.

Như vậy, nếu loại trừ Thông tư số 02 cuối tuần trước, thì Chính Phủ và NHNN đang tỏ ra khá nhất quán với chính sách tiền tệ thắt chặt nhằm kim chế và ổn định lạm phát và có thể thấy rằng đến thời điểm hiện tại, vẫn còn dư địa để thắt chặt thêm nữa trong trường hợp cần thiết, điều mà nhiều khả năng sẽ xảy ra trong thời gian tới. Cũng cần phải lưu ý thêm rằng các biện pháp này cần phải có thời gian để phát huy tác dụng, từ đó tình hình vĩ mô mới dần ổn định trở lại và tạo động lực cho thị trường chứng khoán. Do đó thị trường chứng khoán có thể sẽ còn phải tiếp tục đương đầu với khó khăn và thử thách trong ngắn hạn.



## 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\_pt@vcbs.com.vn)

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