

Cập nhật vĩ mô Việt nam

❖ 10/31/2011

Phần III – Cập nhật thị trường ngoại hối

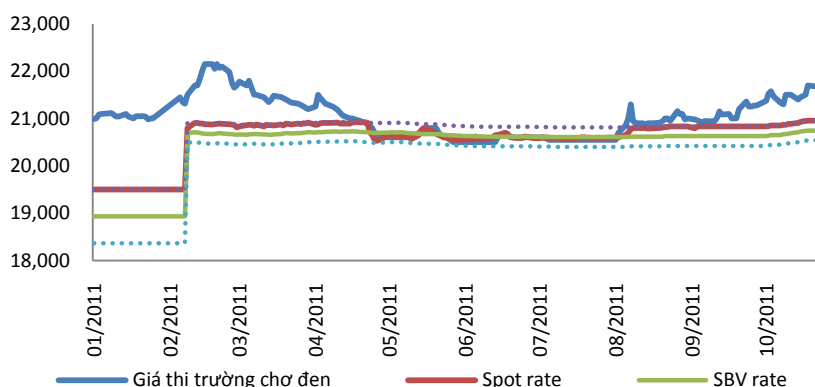
Thị trường vàng đang đe dọa sự bình ổn của tỷ giá

Trong hai báo cáo về tiền tệ đã phát hành vào tháng 4 và tháng 6, chúng tôi có đề cập tới vấn đề bình ổn ngoại hối như một trong những thành công lớn nhất của chính phủ trong năm 2011. Thật không may là tới thời điểm hiện nay, sự bình ổn này đang bị lung lay, ngoài các yếu tố nội tại như thâm hụt thương mại & sự thiếu tin tưởng vào tiền đồng, và một môi trường có tính đầu cơ cao, chúng tôi còn thấy xuất hiện thêm hai yếu tố mới trong những tháng gần đây đó là cầu USD tăng để đáp ứng nhu cầu I) nhập khẩu vàng, II) trả nợ tín dụng ngoại tệ đến hạn.

- Lực cầu cho USD để nhập khẩu vàng: NHNN đã cho phép nhập khẩu gần 20 tấn vàng kể từ đầu năm cho các ngân hàng và SJC (doanh nghiệp quốc doanh có thị phần lớn nhất trong kinh doanh vàng miếng) để nhập khẩu vàng, nhằm tăng cung và làm hạ nhiệt của thị trường vàng hiện tại; theo đó, các khả năng NHNN sẽ cấp thêm phép nhập khẩu thêm vàng khi lực cầu vẫn còn cao. Kể từ đầu năm, tổng giá trị vàng nhập khẩu lên tới 1.5 tỷ đô; SBS cho rằng, nhập khẩu vàng không phải là một biện pháp tốt khi: I) sử dụng quá nhiều nguồn USD trong kho dự trữ ngoại hối đang được cho là khá mỏng; II) thị trường chính thống có khả năng bám đuôi thị trường chợ đen, đây chính là lý do thị trường ngoại hối phải chịu đựng sự chênh lệch về biên độ một thời gian dài.
- Lực cầu đồng USD tăng khi tín dụng ngoại tệ đáo hạn: tăng trưởng tín dụng ngoại tệ cho đến nay đạt 20.1%, cao hơn tăng trưởng tín dụng nội tệ là 4.75%. Lực cầu tín dụng ngoại tệ mạnh trong khi khu vực sản xuất yếu và tăng trưởng nội tệ kém là do ảnh hưởng của khoảng cách khá lớn giữa huy động tiền đồng (trung bình 18%) và lãi suất cho vay USD chỉ có 5-6%.

Đồng nội tệ hiện nay đang phải chịu áp lực từ nhiều nguồn, trong đó những tín hiệu đầu tiên được quan sát thấy vào thời điểm 2 tháng trước khi giao dịch USD/VND tại thị trường không chính thống diễn ra ở mức giá cao hơn giá giao dịch trong hệ thống ngân hàng.

Biểu đồ 1 – Tỷ giá hối đoái gần đây được giao dịch vượt trần



Nguồn: SBS

Trong số này

Trang 1-4 : Thị trường vàng đang đe dọa sự bình ổn của tỷ giá

Francois Chavasseau (Mr.), MBA
Head of Fixed Income Research
francois.c@sbsc.com.vn

Nguyễn Hoài Nam
nam.ngh@sbsc.com.vn

Khối phân tích
 CTCP Chứng Khoán NH Sài Gòn Thương Tín
 278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Q3 Hồ Chí Minh
 Việt Nam
ĐT: +84-8-6268 6868
Fax: +84-8-6268 6868
Email: sbs.research@sbsc.com.vn

Những năm gần đây, NHNN đã cố gắng thực hiện các chính sách hành chính nhằm quản lý chặt chẽ thị trường vàng, nhưng thành công chưa thực sự. Một mặt, vì lòng tin cho đồng nội tệ khá thấp; mặt khác NHNN muốn hạn chế đồng USD chảy ra khỏi thị trường Việt Nam phần nào khiến cho cơ quan này buộc phải áp dụng các biện pháp hạn chế nhập khẩu dẫn đến giá vàng trong nước đã phần được giao dịch cao hơn giá thế giới. Hậu quả là xu hướng nhập khẩu trái phép vàng từ các nước láng giềng vào Việt Nam tăng, áp lực rất lớn lên tỷ giá do nhu cầu đồng USD luôn được đẩy lên cao.

Trong một vài tuần qua, chúng tôi nhận thấy một bộ phận lớn các nhà đầu tư đã chuyển sang kênh đầu tư vàng, mặc dù trong suốt 2 tháng qua, giá vàng nội địa luôn cao hơn trung bình 3.4% so với giá vàng quốc tế (tương đương với biên độ khoảng 1.5 triệu đồng/ounce).

Theo ước tính của SBS, các công ty kinh doanh vàng và đá quý đã bán ròng từ 250-500kg vàng mỗi ngày trong hơn 1 tháng nay; qua đó, cầu không đủ cung vẫn buộc họ phải nhập khẩu thêm một khối lượng lớn vàng nhằm cung cấp cho nhu cầu nội địa. Trong bối cảnh đó, việc thị trường không chính thống hoạt động mạnh trở lại là điều khó tránh khỏi; giao dịch USD/VND tăng vọt lên VND21,800đ, tương đương với 4% cao hơn mức trần chính thức.

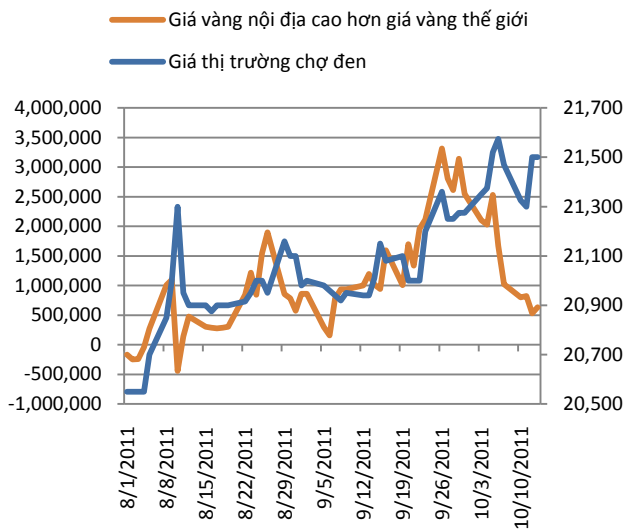
Nhằm hạ nhiệt thị trường ngoại hối, phản ứng của NHNN là:

- i. Cấp hạn mức nhập khẩu vàng cho các đơn vị nhập vàng nhằm kiềm chế cơn sốt vàng. Ước tính, tổng giá trị nhập khẩu vàng trong suốt 9 tháng đầu năm khoảng 1.5 tỷ USD, bao gồm 600 triệu USD giá trị nhập khẩu trong tháng 9. NHNN cho đến nay đã cấp phép nhập khẩu khoảng 20 tấn vàng.
- ii. Cho phép 6 đơn vị mở lại tài khoản giao dịch vàng quốc tế sau 15 tháng đóng cửa nhằm gia tăng lượng cung cho thị trường nội địa. 5 ngân hàng trong số 6 đơn vị trên quan tâm lớn đến việc họ được cho phép bán vàng vật chất trong lượng vàng tồn kho hoặc huy động được. (5 ngân hàng trong danh sách này gồm: Dong A bank, Eximbank, Sacombank, Asia commercial bank và techcombank).

SBS không cho rằng, nhập khẩu vàng có thể giải quyết được tình trạng ngoại hối hiện tại khi vấn đề chính vẫn tồn tại là yếu tố thiếu tin tưởng của thị trường vào tiền đồng. Giải quyết được tình trạng đầu cơ và lạm phát vẫn là yếu tố cơ bản có thể hạn chế được xu hướng dòng tiền hoán đổi giữa các kênh đầu tư của thị trường. Thêm vào đó, SBS cho rằng quyết định của NHNN có thể sẽ ảnh hưởng xấu đến cán cân thanh toán khi quyết định tăng hạn mức nhập khẩu vàng. Tình hình nhập siêu cao, cùng với một dự trữ ngoại hối thấp có khả năng còn tạo áp lực mạnh hơn lên tiền đồng.

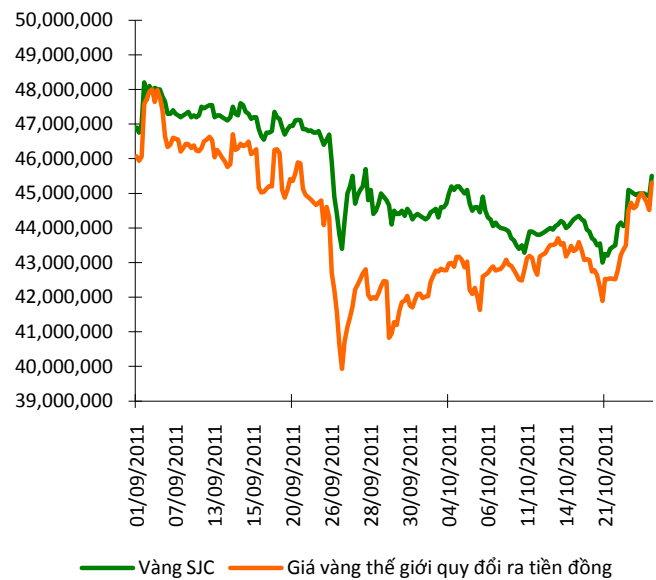


Biểu đồ 2 - Cơ sở vàng nội địa không phải là vấn đề duy nhất



Nguồn: GSO, SBS

Biểu đồ 3 – Giá vàng nội địa giao dịch cao hơn vàng thế giới 1%

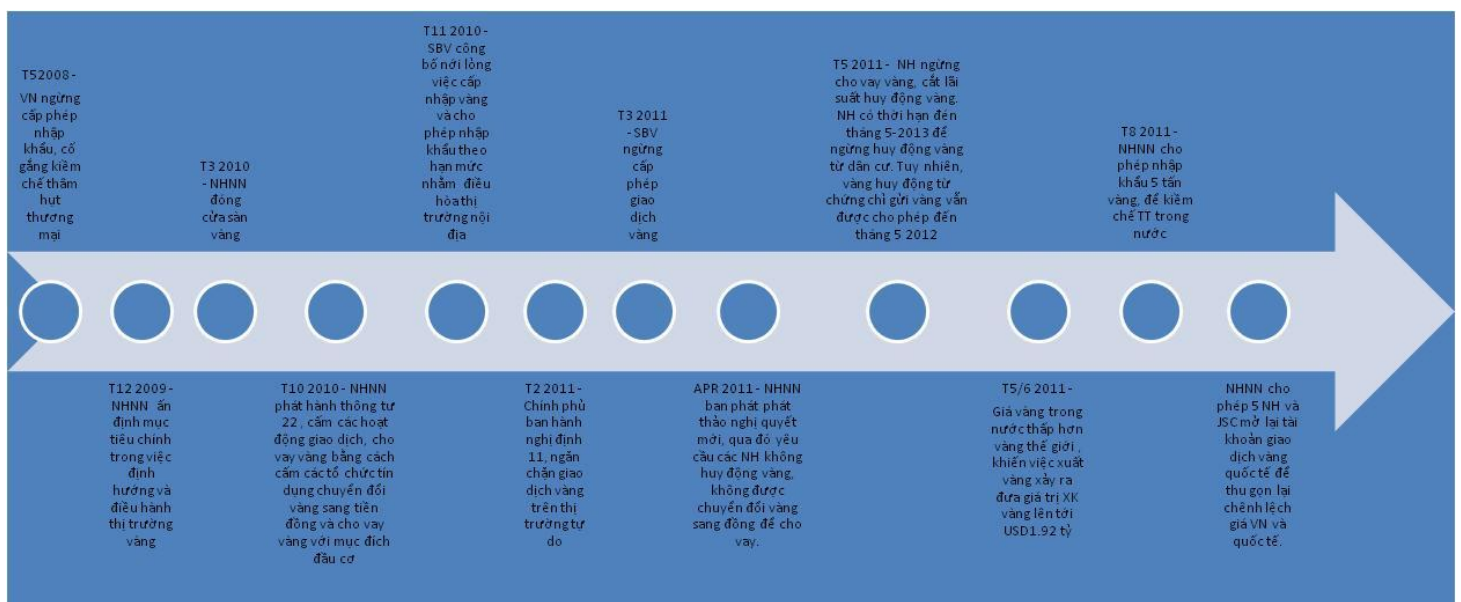


Nguồn: SBS, Bloomberg

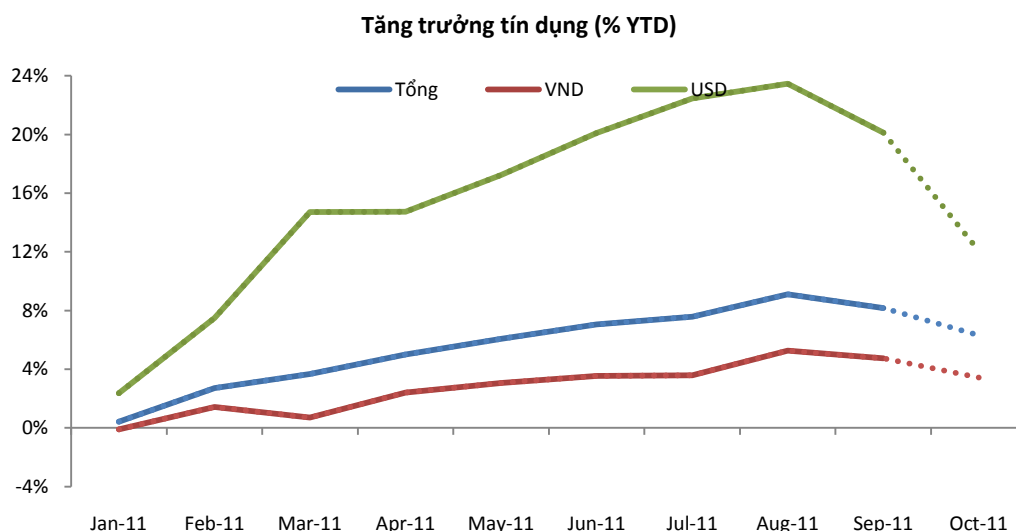
Lòng tin vào đồng nội tệ thấp, doanh nghiệp tiếp tục lạm dụng các khoản vay ngoại tệ

Việc NHNN yêu cầu các tổ chức tín dụng tuân theo lãi suất trần huy động (14%/năm) và mức giá trần huy động cho lãi suất không kỳ hạn và kỳ hạn ngắn dưới 1 tháng tại mức 6%/năm vô tình làm giảm đi sự hấp dẫn đối với việc nắm giữ tiền đồng. Trong tháng 9, sau khi chỉ thị 02/CT-NHNN được áp dụng, tổng huy động trong hệ thống ngân hàng đã giảm xuống 1.07% m-o-m (tương đương với mức giảm 25 ngàn tỷ đồng).

SBS cũng ghi nhận tín hiệu các doanh nghiệp bắt đầu trả dần các khoản vay ngoại tệ của các khoản vay ngoại tệ vào thời gian đầu năm. Trong tháng 9, dư nợ tín dụng ngoại tệ đã giảm 2.71%, tương đương với mức giảm 16.6 ngàn tỷ (800 triệu USD), và chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ tiếp tục trong Q4, làm cho cầu USD tăng.



Biểu đồ 4 - Vàng tạo nên áp lực lên tỷ giá



Nguồn: SBV, SBS

SBS cho rằng sẽ không có chuyện điều chỉnh tỷ giá một lần

Xu hướng này cho thấy kỳ vọng không mấy khả quan của các doanh nghiệp đối với thị trường tiền tệ; đồng thời tạo thêm áp lực đối với đồng nội địa. Vì vậy, nhìn chung, có thể dễ nhận thấy là chính bộ phận dân cư và các nhà đầu tư nước ngoài cũng đang kỳ vọng vào đợt điều chỉnh tỷ giá tiếp theo.

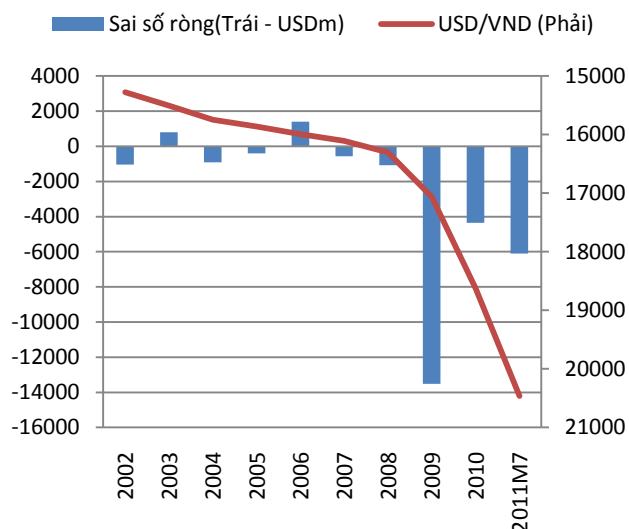
Một lý do khác chứng tỏ tình trạng mất lòng tin vào tiền đồng của người dân là thặng dư trong cán cân thương mại luôn bị thất thoát khỏi hệ thống ngân hàng thông qua chênh lệch hoặc sai sót trong tính toán. Trong 2 năm gần đây, giá trị sai sót trong tính toán lên tới 27 triệu USD (theo IMF), đa phần dân cư cũng như các doanh nghiệp hầu hết đều có xu hướng nắm giữ USD hoặc vàng và hạn chế nắm giữ tiền đồng vì lo ngại về khả năng lạm phát có khả năng còn tăng cao trong tình hình vĩ mô thiếu rõ ràng. Theo các tính toán của chúng tôi dựa vào dữ liệu của NHNN, giá trị sai sót đang tạm đứng ở mức 6.1 tỷ USD tính đến tháng 7 năm 2011. Mặc dù I) chính phủ đã đưa ra các biện pháp trấn an đối với các nhà đầu tư trong nước và II) tỷ lệ kiều hối khá lớn được chảy vào hệ thống thông qua các ngân hàng thương mại, tuy nhiên thị trường vẫn thiên về việc giữ vàng và ngoại hối nhiều hơn.

Trong suốt tháng 9, NHNN hầu như vẫn giữ tỷ giá giao dịch bình quân không đổi, khoảng 20,628đ/USD. Chúng tôi cho rằng, thời điểm này, NHNN đã sử dụng dự trữ ngoại hối để mua USD trên thị trường giống như thời điểm tháng 8 và 9 (theo tính toán của chúng tôi, tổng giá trị USD được NHNN mua vào lên tới 2 tỷ USD). Trong khi tình trạng dự trữ ngoại hối đang trong tình trạng thiếu hụt, NHNN không còn cách nào khác là phải để tiền đồng trượt giá như là 1 phần của hệ thống neo giá bán thả nổi đồng USD/VND. Tính từ đầu tháng 10, đồng nội địa đã mất 0.67% giá trị so với đồng USD. Mục tiêu của chính phủ là không để đồng nội địa mất giá quá 1% cho đến cuối năm nay vì vậy khả năng NHNN có thể sẽ điều chỉnh tỷ giá trung bình lên 20,900 vì hiện tại Việt Nam vẫn chưa phá vỡ mục tiêu của năm.

Tuy nhiên, SBS tiếp tục giữ quan điểm là sẽ không có điều chỉnh một lần với biên độ lớn như đã làm trong những năm trước vì những lý do sau: (1) niềm tin của các nhà đầu tư nước ngoài vào thực thi chính sách kinh tế của Việt Nam vốn dĩ đang yếu, tỷ giá lại là một nỗi lo thường trực.

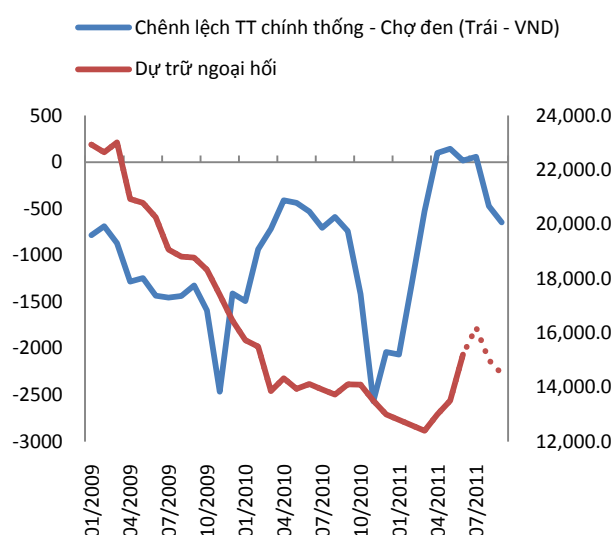
Ngay cả trong giai đoạn từ tháng 4-tháng 8/2011, tỷ giá bình ổn, khi chúng tôi nói chuyện với các nhà đầu tư nước ngoài thì họ vẫn còn giữ thái độ hoài nghi rằng liệu sự bình ổn này kéo dài trong bao lâu. Do vậy, chỉ cần một đợt điều chỉnh tỷ giá nữa, thì việc xây dựng lòng tin của NHNN sẽ phải bắt đầu lại từ đầu và lần này, chắc chắn sẽ khó khăn hơn rất nhiều; (2) điều này cũng tạo ra tín hiệu xấu cho thị trường với khả năng sẽ làm giảm dòng chảy USD vào thị trường Việt Nam trong tương lai.

Biểu đồ 5 – Trong vòng 3 năm qua , USD chảy ra khỏi hệ thống ngân hàng thông qua các chênh lệch, sai số



Nguồn: GSO, SBS

Biểu đồ 6 – Khi tiền đồng phải chịu áp lực, NHNN buộc phải phòng thủ tiền đồng khiến dự trữ ngoại hối giảm mạnh



Nguồn: SBS, Bloomberg

Khuyến cáo

Những thông tin và nhận định mà SBS cung cấp trên đây là dựa trên đánh giá của người viết tại ngày đưa ra bản tin. Bản tin này chỉ mang tính chất tham khảo nhằm giúp nhà đầu tư có đầy đủ thông tin hơn trong việc ra quyết định và có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần thông báo trước. Thông tin trong bản tin này dựa trên những thông tin có sẵn được thu thập từ nhiều nguồn mà được tin là đáng tin cậy, tuy nhiên độ chính xác và hoàn hảo không được đảm bảo. SBS không chịu trách nhiệm cho những khoản lỗ trong đầu tư khi sử dụng những thông tin trong bản tin này.

Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn Thương Tín (Hội sở)

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3 TP HCM Việt Nam

Tel: +84 (8) 6268 6868 Fax: +84 (8) 6255 5957 www.sbsc.com.vn

Singapore DMG & Partner

DMG & Partners

Securities Pte. Ltd.

10 Collyer Quay

#09-08 Ocean Financial Centre

Singapore 049315

Tel : + (65) 6533 1818

Fax : + (65) 6532 6211

Cambodia

Sacombank Securities (Cambodia) PLC

56 Preah Norodom Blvd

Sangkat CheyChumneas, Khan Daun Penh,

Cambodia

Tel: +855 23 999 890

Fax: +855 23 999 891

Laos

Lanexang Securities Public Company

5th Floor, LSX Building, Ban Phonthan

Vientiane Capital

The Lao P.D.R

Chi nhánh Sài Gòn

63B Đường Calmette Phường Nguyễn Thái

Bình Ward, Quận 1, TP HCM Việt Nam

Tel: +84 (8) 3821 4888

Fax: +84 (8) 3821 3015

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6-7, 88 Lý Thường Kiệt Quận Hoàn

Kiểm Hà Nội Việt Nam

Tel: +84 (4) 3942 8076

Fax: +84 (8) 3942 8075

Email: hanoi@sbsc.com.vn

