

## CẬP NHẬT KINH TẾ VIỆT NAM

10/10/2011

## Lãi suất liên ngân hàng tăng mạnh

- ▶ Lãi suất liên ngân hàng bắt đầu tăng từ giữa tháng 8 và đột ngột lên đến 30%-40% trong một vài ngày qua. Nguyên nhân của việc này chủ yếu đến từ các ngân hàng đang đối mặt với tình trạng kém thanh khoản do nguồn cung hạn chế, những ngân hàng này phải phụ thuộc nhiều vào thị trường liên ngân hàng, dẫn đến lãi suất liên ngân hàng tăng cao một cách bất thường.
- ▶ Tháng trước, NHNN đã xác định (nhưng từ chối công bố tên cụ thể) 12 ngân hàng đang đối mặt với rủi ro thanh khoản. Để phục vụ cho bài phân tích, chúng tôi nhóm 18 ngân hàng với vốn điều lệ nhỏ hơn hoặc bằng 3,000 tỷ và phân tích xem những ngân hàng này huy động vốn qua những kênh nào với giả định rằng 12 ngân hàng kém thanh khoản cũng nằm trong nhóm này. Tổng vốn điều lệ của nhóm này là 49,600 tỷ đồng, chiếm 33% của hệ thống ngân hàng Việt Nam.
- ▶ Có 5 cách truyền thống để các ngân hàng thương mại tiếp cận nguồn vốn, bao gồm: (i) huy động vốn từ trong dân cư; (ii) thị trường liên ngân hàng; (iii) nghiệp vụ thị trường mở (OMO); (iv) kênh tái cấp vốn và (v) phát hành chứng khoán nợ và vốn. Khi NHNN nghiêm khắc trừng phạt những ngân hàng huy động vốn vượt trần lãi suất 14%, nhóm ngân hàng nhỏ này nhanh chóng chuyển hướng tiếp cận vốn trên thị trường liên ngân hàng, do đó làm cho lãi suất liên ngân hàng qua đêm và kỳ hạn 1 tháng tăng lên đến 30%.
- ▶ Đối với cung tiền, M2 9 tháng đầu năm tăng 8.87% và tăng trưởng tín dụng khiêm tốn ở mức 8.16%. Nhìn chung, cung tiền có phần hạn chế so với năm trước trong khi tăng trưởng GDP vẫn ở mức khá
- ▶ Hơn nữa, nợ xấu hệ thống ngân hàng tăng lên đến 75,000 tỷ đồng cũng phần nào ngăn chặn lượng tiền lưu thông giữa các ngân hàng.

## Quan điểm của chúng tôi

SBS cho rằng khó khăn về thanh khoản của nhóm NHTM này sẽ còn tiếp tục kéo dài ít nhất là cho đến hết Q4. Chúng tôi vẫn thiên về phương án cho rằng Ngân hàng Nhà nước (NHNN) sẽ tiếp tục thực hiện việc cấp vốn hay tạo thanh khoản cho các ngân hàng nhỏ, nhưng bằng cách này hay cách khác sẽ thông qua đó mà kiểm soát hoạt động của những ngân hàng này nhằm phục vụ cho tái cấu trúc hệ thống. Để thực hiện mục tiêu này, NHNN có thể xem xét các công cụ như đặt trần lãi suất liên ngân hàng, hạn chế lượng vốn huy động ở thị trường 2 so với thị trường 1, tái cấp vốn trực tiếp cho các NHTM ... Điều này cũng là hợp lý bởi vì: (i) sẽ hạn chế việc các ngân hàng lớn đang hưởng lợi bằng cách tiếp cận được nguồn vốn rẻ trên thị trường và sau đó cho vay lại trên thị trường liên ngân hàng nhằm hưởng chênh lệch trong khi bài toán chung về điều chỉnh chi phí huy động cho toàn hệ thống vẫn không giải quyết được, (ii) tác động trực tiếp đến chi phí huy động vốn của các ngân hàng nhỏ vì hiện tại họ đang phụ thuộc nhiều vào kênh huy động này, (iii) đơn giản hóa kênh bơm tiền với nguồn tiền tiếp cận trực tiếp những ngân hàng đang cần nó nhất và (iv) điều tiết hoạt động liên ngân hàng, dẫn đến các ngân hàng nhỏ sẽ cầu viện kênh tái cấp vốn như là biện pháp cuối cùng. Do đó, đây chính là cơ hội để NHNN có thể kiểm soát hoạt động của các ngân hàng nhỏ, được xem như bước đi đầu tiên trong quá trình tái cấu trúc hệ thống ngân hàng Việt Nam.

## Phân tích Kinh tế vĩ mô Việt Nam

## Liên hệ

Francois Chavasseau (Mr.), MBA  
[francois.c@sbsc.com.vn](mailto:francois.c@sbsc.com.vn)

Pham Thuy Duong (Ms.),  
[duong.pt@sbsc.com.vn](mailto:duong.pt@sbsc.com.vn)

Nhằm hiểu rõ hơn vì sao khó khăn thanh khoản của ngân hàng nhỏ lại dẫn đến việc lãi suất liên ngân hàng tăng cao trong thời gian gần đây, chúng tôi phân tích kỹ hơn 5 nhân tố được xem là nguồn cấp vốn chính cho ngân hàng Việt Nam:

#### **(1) Huy động vốn từ dân cư tăng chậm trong 9 tháng 2011.**

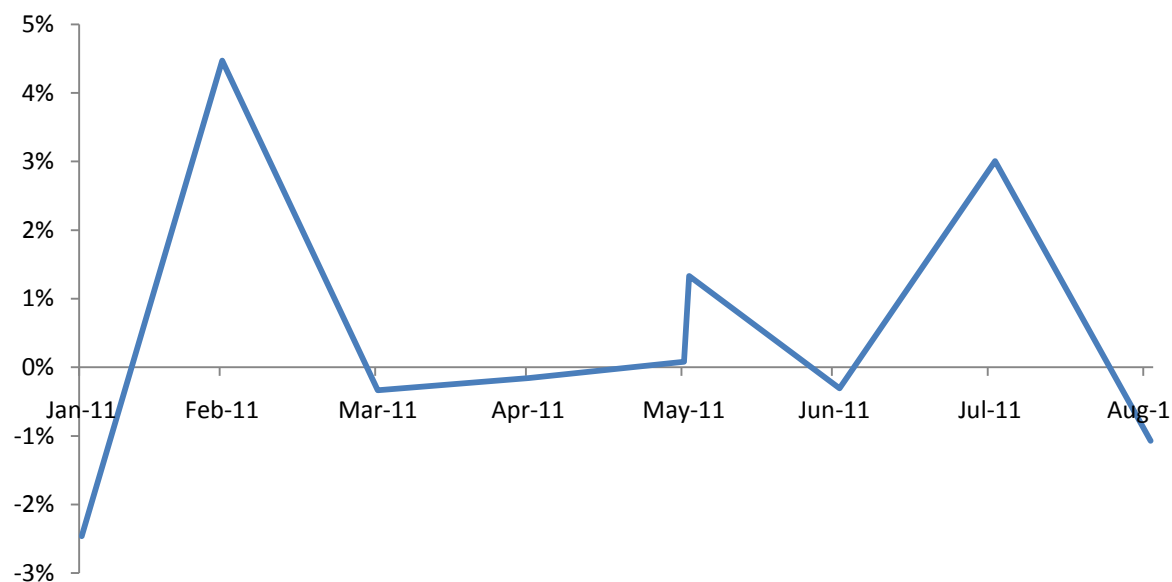
Tăng trưởng huy động vốn từ dân cư (bao gồm cá nhân và doanh nghiệp) của hệ thống ngân hàng rất khiêm tốn từ đầu năm đến nay. Trong nửa đầu năm 2011, huy động vốn từ dân cư chỉ tăng được 2.37% trong khi tín dụng tăng đến 7.13%. Điều này được lý giải một phần cho doanh nghiệp cần phải rút tiền gửi tiết kiệm nhằm duy trì hoạt động kinh doanh của họ trong tình hình lãi vay tăng cao quá mức có thể chi trả. Trong tháng 7, tình hình có vẻ khá hơn và tháng 8 bất ngờ +3.04% so với tháng trước (m-o-m) và tăng 8.44% lũy kế từ đầu năm (YTD). Mức tăng trưởng này được hy vọng phần nào giải tỏa khó khăn thanh khoản cho hệ thống ngân hàng, tuy nhiên câu chuyện lại không diễn ra theo chiều hướng đó. Nhằm ngăn chặn tình trạng cạnh tranh huy động không lành mạnh giữa các ngân hàng, NHNN một lần nữa nhấn mạnh sự cần thiết phải áp dụng trần huy động 14% và sẽ phạt những ngân hàng nào không chấp hành. Điển hình như Ngân hàng Đông Á và NH Phát triển nhà HD Bank vi phạm trần lãi suất huy động và đã bị cấm mở chi nhánh mới trong vòng 1 năm. Điều này ảnh hưởng nghiêm trọng đến kế hoạch mở rộng kinh doanh của họ. SBS cho rằng biện pháp này của NHNN sẽ làm cho các ngân hàng không dám lách trần lãi suất nữa.

Hiện tượng này phát triển theo 2 xu hướng mà chúng tôi đã nhận thấy trong tháng 9 vừa qua. Thứ nhất là khách hàng nhận thấy mức lãi suất huy động 14% không còn hấp dẫn nữa. Khi giá vàng giảm vào giữa tháng 9, nhiều người đã rút tiền gửi tiết kiệm để chuyển sang đầu tư vào vàng. Theo ước tính có khoảng 30 tấn vàng được bán ra trên thị trường trong vòng 1 tháng từ giữa tháng 9 đến giữa tháng 10, trị giá khoảng 35,000 tỷ đồng. Do thói quen của người Việt Nam thường không giữ tiền đồng ở nhà (nhưng có thể giữ vàng và USD), chúng tôi giả định rằng 1 khoản tiền tương tự 35,000 tỷ đồng đã bị rút ra khỏi hệ thống ngân hàng. Hơn nữa, với áp lực ngày càng tăng lên VND, nhà đầu tư cũng bắt đầu manh mún tâm lý đầu cơ USD. Do đó, tăng trưởng huy động vốn tháng 9 giảm 1.07% m-o-m và 7.3% YTD. Hiện tượng thứ 2 là tiền gửi dịch chuyển từ ngân hàng nhỏ sang ngân hàng lớn. Một khi lãi suất huy động là ngang nhau giữa các ngân hàng, các ngân hàng lớn sẽ có ưu thế hơn nhờ vào uy tín và hệ thống mạng lưới rộng khắp. Ví dụ như (i) tăng trưởng huy động vốn của ngân hàng Đông Á giảm 5.24% m-o-m, và (ii) lãnh đạo của Techcombank và NH Hàng Hải cho biết rằng huy động vốn tăng trưởng âm (khoảng 10-20%) kể từ đầu tháng 9.

Tăng trưởng âm của huy động vốn từ dân cư ảnh hưởng mạnh đến các ngân hàng nhỏ, làm cho các ngân hàng này phải phụ thuộc nhiều hơn vào thị trường liên ngân hàng. Nếu trong năm 2010, huy động vốn từ thị trường liên ngân hàng chiếm khoảng 16% nguồn vốn của các ngân hàng nhỏ, thì chúng tôi cho rằng năm nay tỷ lệ này đã lên đến 30-40%.

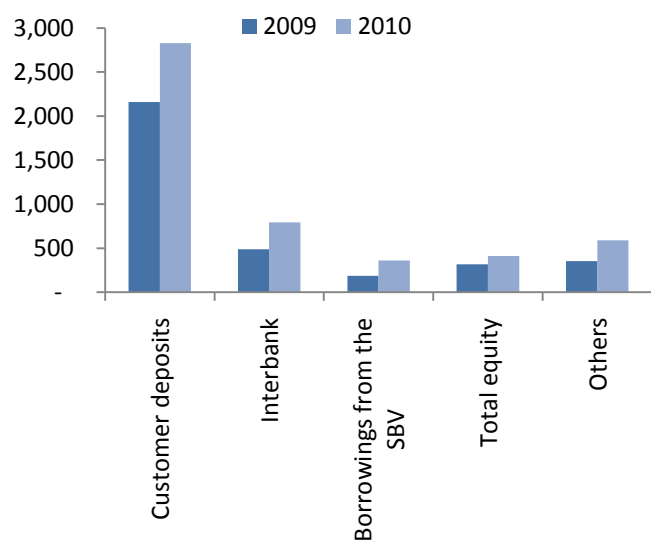


**Hình 1: Tăng trưởng huy động vốn hằng tháng 2011**



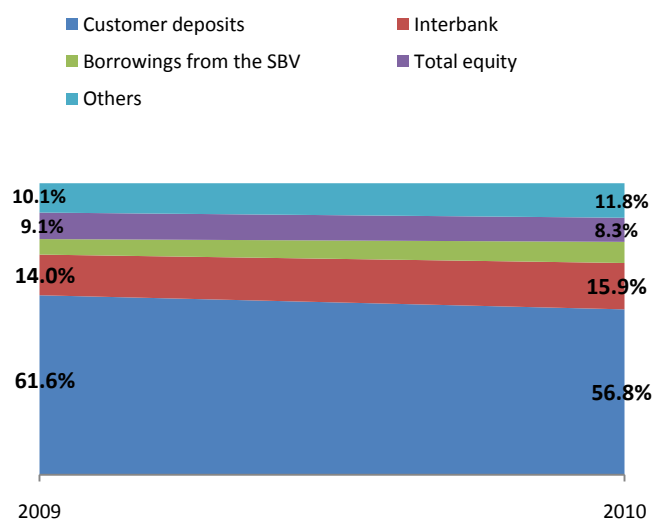
Nguồn: NHNN, SBS

**Hình 2: Nguồn vốn của ngân hàng**



Nguồn: GSO, tính toán của SBS

**Hình 3: Huy động vốn từ thị trường liên ngân hàng tăng từ 14% trong năm 2009 lên 26% trong năm 2010. SBS cho rằng tỷ lệ này còn tăng cao hơn trong quý 3- 2011**



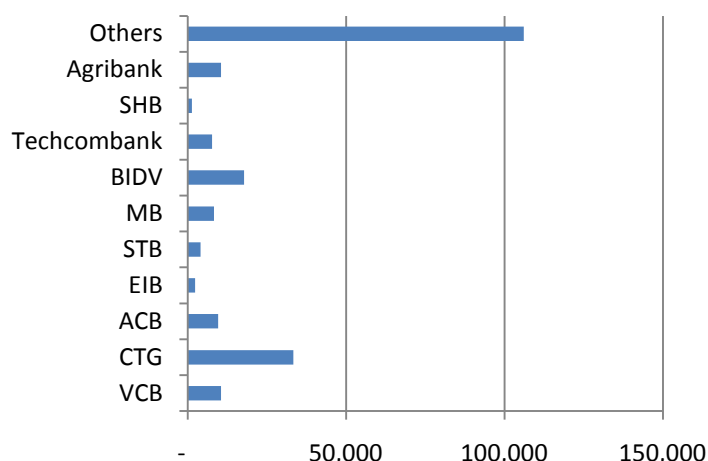
Nguồn: GSO, tính toán của SBS



## (2) OMO không phải là sân chơi cho các ngân hàng nhỏ do họ không có đủ giấy tờ cầm cố trên OMO.

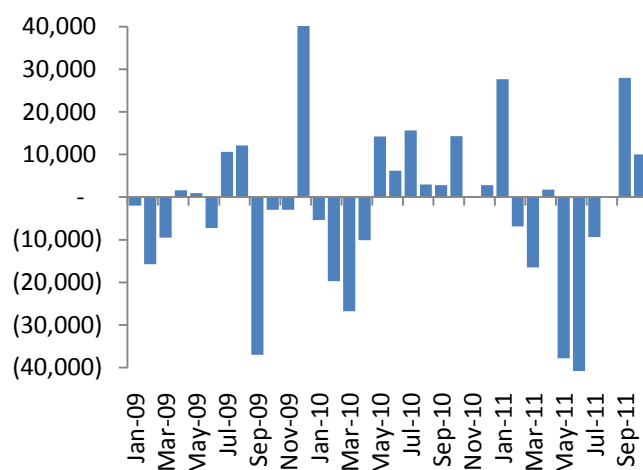
Sau ba tháng 6-7-8/2011 rút ròng gần 100 ngàn tỷ trên thị trường mở (OMO), NHNN bắt đầu từ 9/2011 đã thận trọng bơm vào 38 ngàn tỷ đồng để điều hòa lượng cung tiền 76 ngàn tỷ mà NHNN đã cho vay qua kênh tái cấp vốn. Tuy nhiên điều này cũng chẳng thể ngăn chặn lãi suất liên ngân hàng tăng cao do ngân hàng nhỏ không có đủ giấy tờ có giá để cầm cố trên OMO. Cuối năm 2010, chúng tôi ước tính rằng các ngân hàng nhỏ đang nắm giữ trái phiếu chính phủ trị giá 22,500 tỷ đồng. Tuy nhiên tình hình còn tồi tệ hơn khi một số ngân hàng buộc phải bán đi trái phiếu của họ để giải quyết khó khăn thanh khoản tạm thời, do đó làm giảm khả năng tiếp cận nguồn vốn trên OMO của họ. Kênh OMO trong thời gian này chỉ làm cho những ngân hàng lớn hưởng lợi thể từ quy mô, cho phép họ tiếp cận nguồn vốn giá rẻ và sau đó cho vay lại trên thị trường liên ngân hàng để hưởng chênh lệch lãi suất.

Hình 4: 10 ngân hàng nắm giữ khoảng 50% trái phiếu chính phủ



Nguồn: GSO, SBS

Hình 5: Số liệu giao dịch hàng tháng trên OMO (tỷ đồng)



Nguồn: GSO, SBS

## (3) Tái cấp vốn: cây gậy và củ cà rốt.

Vào ngày 06 tháng 10, NHNN ban hành quyết định 2210 QĐ/NHNN nhằm tăng lãi suất tái cấp vốn từ 14% lên 15% và lãi suất qua đêm giao dịch điện tử liên ngân hàng từ 14% lên 16%. Dĩ nhiên là điều này sẽ ảnh hưởng đến chi phí huy động vốn. Tuy nhiên, tác động của quyết định này lên những ngân hàng nhỏ dường như đáng kể hơn so với đối với những ngân hàng lớn.

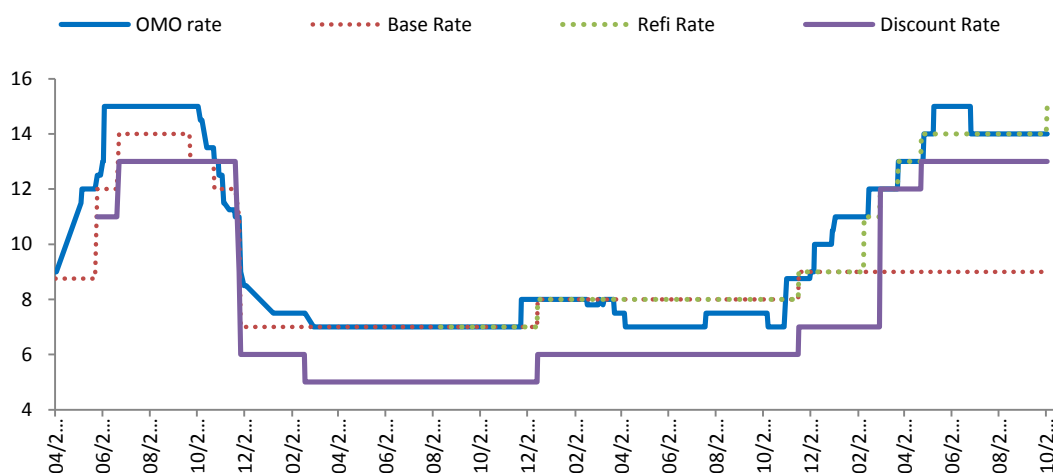
Điều này xảy ra là do: (i) những ngân hàng nhỏ nắm giữ một số lượng hạn chế trái phiếu chính phủ và (ii) xu hướng giảm của huy động vốn từ dân cư, làm cho kênh tái cấp vốn và liên ngân hàng là những lựa chọn duy nhất để ngân hàng nhỏ có điều kiện tiếp cận nguồn vốn ở mức giá hợp lý. Do đó, bằng cách tăng lãi suất tái cấp vốn, NHNN muốn đưa ra một thông điệp rõ ràng rằng chính những ngân hàng nhỏ sẽ chịu ảnh hưởng nhiều nhất bởi quyết định này.

Như chúng ta đã biết, ngân hàng vốn lưỡng lự trong việc tiếp cận kênh tái cấp vốn vì họ sợ sẽ bị kiểm soát gắt gao hơn bởi NHNN. Trong tình huống xấu nhất, những ngân hàng cầu viện đến kênh tái cấp vốn sẽ phải cam kết giảm tăng trưởng tín dụng. Tất nhiên là những ngân hàng nhỏ sẽ tìm cách tránh sự kiểm soát của NHNN vì họ cần tăng trưởng tín dụng để bảo đảm lợi nhuận và yêu cầu giảm cho vay cho lĩnh vực phi sản xuất vốn đã gây khó khăn cho họ.

Trong trường hợp căng thẳng trên thị trường liên ngân hàng kéo dài, những ngân hàng gặp khó khăn thanh khoản không còn cách nào khác là phải cầu viện NHNN. Đây là cơ hội tốt để NHNN có thể kiểm soát việc cấp vốn cho các ngân hàng kém thanh khoản bằng cách bơm tiền trực tiếp cho họ.

Đáng chú ý là trước khi lãi suất tái cấp vốn tăng lên đến 15%, NHNN đã tái cấp vốn khoảng 65,000 tỷ đồng cho các ngân hàng, và nguồn tiền này chủ yếu dành cho các ngân hàng lớn như CTG nhận 19,000 tỷ với lãi suất 14%/năm và Agribank nhận 5,000 tỷ. Thông tin ngoài lề cho rằng tái cấp vốn cho Vietcombank và BIDV dường như cũng đang được xem xét.

**Hình 6: Lãi suất cơ bản**



Nguồn: GSO

#### (4) Phát hành chứng khoán nợ và vốn: không khả thi trong thị trường khó khăn hiện nay

Gần đây không có ngân hàng nhỏ nào phát hành trái phiếu vì quá trình phát hành trái phiếu doanh nghiệp khá tốn kém, mất thời gian và cũng có một số giới hạn. Hơn nữa, đối với các nhà đầu tư, đầu tư vào các định chế tài chính trong giai đoạn này chứa đựng những rủi ro nhất định do nợ xấu tăng cao và thanh khoản kém. Do đó, những ngân hàng nhỏ khó có thể huy động vốn từ kênh phát hành trái phiếu. Đối với phát hành chứng khoán vốn, thị trường chứng khoán ảm đạm trong 2010-2011 đã làm trì hoãn nhiều kế hoạch phát hành cổ phiếu mới. Trường hợp Mizuho-Vietcombank có thể là một ngoại lệ trong 2011 tuy nhiên, việc dòng vốn mới cho Vietcombank theo chúng tôi phải đến năm 2012.

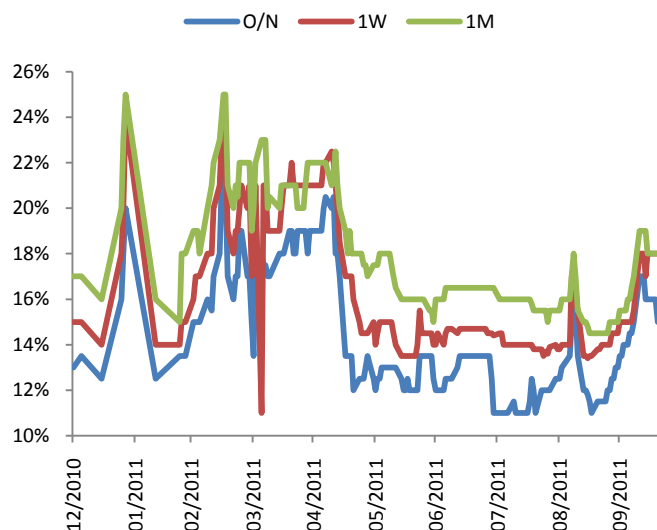
#### (5) Khó khăn thanh khoản tiền đồng làm cho lãi suất liên ngân hàng tăng tốc

Trong vài ngày qua, lãi suất liên ngân hàng tăng đến 30% do thiếu hụt tiền đồng trong hệ thống ngân hàng. Xu hướng giảm của huy động vốn từ dân cư, cùng với hạn chế trong việc tiếp cận các kênh huy động vốn khác, đã tạo áp lực ngay lập tức lên thị trường liên ngân hàng. Trong khi nhu cầu vay vốn trên thị trường liên ngân hàng tăng, các ngân hàng thương mại dường như dè dặt trong việc cấp vốn và giảm cả cho vay trên thị trường liên ngân hàng.

SBS nhận thấy một vài lý do dẫn đến tình trạng này, trong đó bao gồm: (i) các vụ vỡ nợ trên thị trường tín dụng cùng với tin trên phương tiện đại chúng về việc các ngân hàng thương mại có liên quan đến các vụ vỡ nợ này đã tạo nên căng thẳng trên thị trường liên ngân hàng. Nợ xấu tăng cao

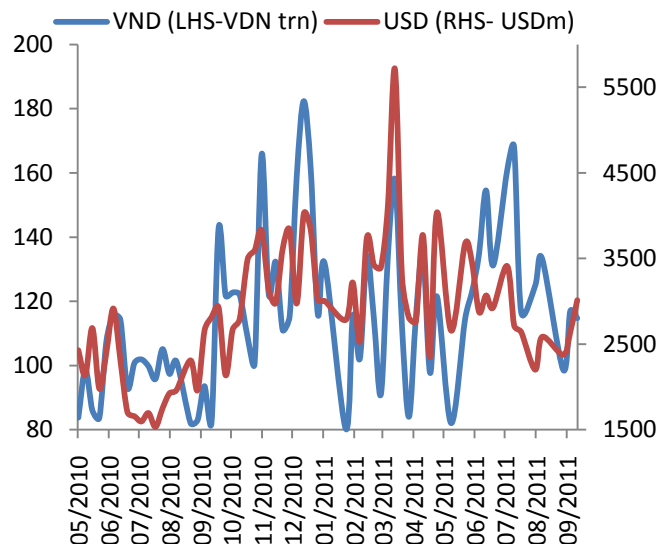
làm cho một lượng vốn bị chôn chặt trong hệ thống và (ii) đã có 7 ngân hàng được cho phép mở lại tài khoản giao dịch vàng trên thị trường thế giới sau khi hoạt động này bị cấm trong 15 tháng nhằm tăng nguồn cung ở thị trường trong nước. 7 ngân hàng này (trong đó có Đông Á, Eximbank, Sacombank, ACB và Techcombank) bây giờ được phép bán vàng vật chất trong kho và vàng huy động. Quyết định này ngay lập tức thúc đẩy các ngân hàng tìm kiếm nguồn tiền USD để mua vàng miếng và họ sẵn sàng đổi VND lấy USD, do đó làm cho thanh khoản tiền đồng lại càng căng thẳng hơn.

**Hình 7:** Lãi suất liên ngân hàng



Nguồn: SBS

**Hình 8:** Doanh số thị trường liên ngân hàng theo tuần



Nguồn: SBS, Bloomberg

**Quan điểm của chúng tôi là mong muốn nhìn thấy NHNN thông qua việc hỗ trợ thanh khoản để kiểm soát hoạt động của nhóm NHTM nhỏ để thực hiện việc tái cấu trúc hệ thống, vốn dĩ là cấp thiết và đã được đề cập từ lâu.**

SBS cho rằng khó khăn về thanh khoản của nhóm NHTM này sẽ còn tiếp tục kéo dài ít nhất là cho đến hết Q4. Chúng tôi vẫn thiên về phương án cho rằng NHNN sẽ tiếp tục thực hiện việc cấp vốn hay tạo thanh khoản cho các ngân hàng nhỏ, nhưng bằng cách này hay cách khác sẽ thông qua đó mà kiểm soát hoạt động của những ngân hàng này nhằm phục vụ cho tái cấu trúc hệ thống. Để thực hiện mục tiêu này, NHNN có thể xem xét các công cụ như đặt trần lãi suất liên ngân hàng, hạn chế lượng vốn huy động ở thị trường 2 so với thị trường 1, tái cấp vốn trực tiếp cho các NHTM ... Điều này cũng là hợp lý bởi vì: (i) sẽ hạn chế việc các ngân hàng lớn đang hưởng lợi bằng cách tiếp cận được nguồn vốn rẻ trên thị trường và sau đó cho vay lại trên thị trường liên ngân hàng nhằm hưởng chênh lệch trong khi bài toán chung về điều chỉnh chi phí huy động cho toàn hệ thống vẫn không giải quyết được, (ii) tác động trực tiếp đến chi phí huy động vốn của các ngân hàng nhỏ vì hiện tại họ đang phụ thuộc nhiều vào kênh huy động này, (iii) đơn giản hóa kênh bơm tiền với nguồn tiền tiếp cận trực tiếp những ngân hàng đang cần nó nhất và (iv) điều tiết hoạt động liên ngân hàng, dẫn đến các ngân hàng nhỏ sẽ cầu viện kênh tái cấp vốn như là biện pháp cuối cùng. Do đó, đây chính là cơ hội để NHNN có thể kiểm soát hoạt động của các ngân hàng nhỏ, được xem như bước đi đầu tiên trong quá trình tái cấu trúc hệ thống ngân hàng Việt Nam

Hình 9: Danh sách 18 ngân hàng với vốn điều lệ bằng hoặc thấp hơn 3,000 tỷ tính đến 30/06/2011

STT	Ngân hàng	Vốn điều lệ (tỷ VND)
1	NH Nam Á	3,000
2	NH Sài Gòn Công Thương	2,460
3	NH Bắc Á	3,000
4	NH Phát triển Nhà (HD Bank)	3,000
5	NH Gia Định	2,000
6	NH Đệ Nhất	3,000
7	NH Phương Đông	2,635
8	NH GP	3,000
9	NH Nam Việt	3,010
10	NH Kiên Long	3,000
11	NH Việt Nam Thương Tín	3,000
12	NH Petrolimex	2,000
13	NH Phương Tây	3,000
14	NH Đại Tín	3,000
15	NH Đại Á	3,000
16	NH Tiên Phong	3,000
17	NH Phát triển Mêkong	3,000
18	NH Bảo Việt	1,500
Tổng cộng		49,605



# Khuyến cáo

Chúng tôi chỉ sử dụng trong báo cáo này những thông tin và quan điểm được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin trên. Những quan điểm cá nhân trong báo cáo này đã được cân nhắc cẩn thận dựa trên những nguồn thông tin chúng tôi cho là tốt nhất và hợp lý nhất trong thời điểm viết báo cáo. Tuy nhiên những quan điểm trên có thể thay đổi bất cứ lúc nào, do đó chúng tôi không chịu trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư. Tài liệu này sẽ không được coi là một hình thức chào bán hoặc lôi kéo khách hàng đầu tư vào bất kì cổ phiếu nào. Công ty SBS cũng như các công ty con và toàn thể cán bộ công nhân viên hoàn toàn có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư đối với cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này. SBS sẽ không chịu trách nhiệm với bất kì thông tin nào không nằm trong phạm vi báo cáo này. Nhà đầu tư phải cân nhắc kĩ lưỡng việc sử dụng thông tin cũng như các dự báo tài chính trong tài liệu trên, và SBS hoàn toàn không chịu trách nhiệm với bất kì khoản lỗ trực tiếp hoặc gián tiếp nào do sử dụng những thông tin đó. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích lưu hành trong phạm vi hẹp và sẽ không được công bố rộng rãi trên các phương tiện truyền thông, nghiêm cấm bất kì sự sao chép và phân phối lại đối với tài liệu 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](http://www.sbsc.com.vn)

**Singapore (DMG)**  
DMG & Partners  
Securities Pte. Ltd.  
10 Collyer Quay  
#09-08 Ocean Financial Centre  
Singapore 049315  
Tel : + (65) 6533 1818  
Fax : + (65) 6532 6211

**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

**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

**Chi nhánh Hà Nội**  
Tầng 6-7, 88 Lý Thường Kiệt Quận Hoàn  
Kiếm Hà Nội Việt Nam  
Tel: +84 (4) 3942 8076  
Fax: +84 (8) 3942 8075  
Email: [hanoi@sbsc.com.vn](mailto:hanoi@sbsc.com.vn)

**Laos**  
Lanexang Securities Public Company  
5th Floor, LSX Building, Ban Phonthan  
Vientiane Capital  
The Lao P.D.R