



Một số nhận định sau sự kiện giảm các mức lãi suất điều hành và trần lãi suất tiền gửi nội tệ

Sự kiện

Ngày 06/03, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã thông báo về khả năng sẽ điều chỉnh mức trần lãi suất huy động tiền gửi có kì hạn ít nhất 1 tháng từ 14%/năm (được áp dụng từ năm 2011) xuống mức 13%/năm trong một vài ngày tới, và dự kiến sẽ tiếp tục điều chỉnh giảm khoảng 1% mỗi quý nếu tình hình lạm phát diễn ra như dự tính; qua đó, mức lãi suất kỳ vọng có thể sẽ vào khoảng 10%/năm vào cuối năm 2012.

Tuy nhiên, vào cuối giờ chiều ngày 07/03, Bộ Tài chính đã chính thức tăng giá bán lẻ các mặt hàng xăng dầu, đồng thời đưa thuế nhập khẩu xăng dầu từ mức 5% về mức 0%. Cụ thể, giá xăng A92 được điều chỉnh tăng 10% (tương ứng tăng 2.100 đồng/lít), từ mức 20.800 đồng/lít lên mức 22.900 đồng/lít; giá dầu diesel 0,05S tăng 1.000 đồng/lít, lên mức 21.400 đồng/lít; giá dầu hỏa tăng 600 đồng/lít, lên mức 20.800 đồng/lít; giá dầu mazut 3,5S tăng thêm 2.000 đồng/kg lên mức 18.800 đồng/kg.

Áp lực tăng giá xăng dầu này có thể được dự đoán trong bối cảnh tình hình giá dầu thế giới liên tục tăng từ 80 USD/barrel lên trên 100 USD/barrel do căng thẳng ở eo biển Hormuz giữa Iran và Mỹ leo thang, tuy nhiên động thái điều chỉnh giá vào thời điểm hiện tại khiến nhiều người khá bất ngờ khi thông điệp xuyên suốt của Chính phủ trong thời gian qua là kiềm chế lạm phát. Ngày hôm qua 12/03, NHNN đã chính thức có công văn hiện thực hóa thông báo ngày 06/03. Dường như hai động thái trên đang thể hiện khá rõ những áp lực trong công tác điều hành chính sách của Chính phủ.

Những diễn biến đáng chú ý

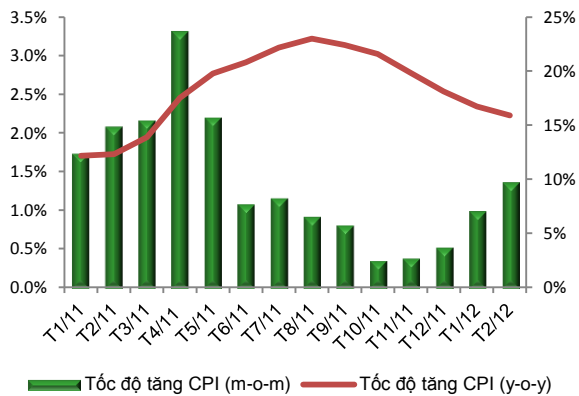
Lạm phát tăng cao trong những tháng đầu năm 2011, khi mà chỉ số giá tiêu dùng đã liên tục tăng trên 1% trong suốt 7 tháng đầu năm với mức tăng cao nhất lên tới 3,3% trong tháng 4, đã khiến lãi suất thị trường tăng mạnh. Trước tình hình đó, ngày 03/03/2011 NHNN đã ban hành Thông tư 02/2011/TT-NHNN quy định mức lãi suất huy động vốn tối đa bằng đồng Việt Nam là 14%/năm đối với các khoản tiền gửi có kỳ hạn từ 1 tháng trở lên. Quy định này được nhắc lại trong Thông tư số 30/2011/TT-NHNN ban hành ngày 28/09/2011 và như vậy đã được duy trì trong suốt hơn 1 năm qua. Mặc dù tại nhiều thời điểm, một số ngân hàng đã tìm cách huy động lách trần lãi suất dưới nhiều hình thức, tuy nhiên việc tăng cường công tác thanh tra giám sát của NHNN trong thời gian gần đây đã góp phần nâng cao hiệu quả thực thi của quy định này.

Có thể thấy với nỗ lực của Chính phủ trong việc thực hiện chính sách tiền tệ và tài khóa thắt chặt, chỉ số giá tiêu dùng đã giảm tốc trong quý IV/2011 với mức tăng hàng tháng trong khoảng 0,36% - 0,53%, thấp hơn nhiều so với hai quý đầu tiên của năm 2011 và đi ngược lại với xu thế tăng mạnh trong quý IV của những năm trước. Trong hai tháng đầu năm 2012, chỉ số CPI hàng tháng tăng lần lượt là 1,0% và 1,37%, thấp hơn đáng kể so với các mức tăng của cùng kỳ năm trước. Kết quả này một phần là nhờ vào việc giá cả của nhiều mặt hàng khá ổn định, không có dấu hiệu tăng đột biến, thậm chí nhóm hàng Lương thực có mức tăng chỉ số giá âm.

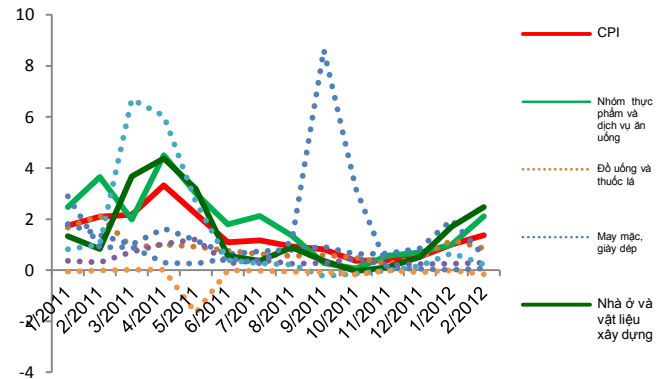
Trên khía cạnh điều hành tiền tệ, trong tháng đầu năm 2012, NHNN đã kiểm soát lượng cung tiền M2 với mức tăng chỉ 0,74% so với cuối năm 2011, trong khi đây luôn là tháng có nhu cầu cao về tiền mặt. Trên thị trường mở, sau khi bơm ròng hơn 83 nghìn tỷ đồng vào hệ thống ngân hàng trong tháng 1 nhằm tăng tính thanh khoản cho các ngân hàng trong dịp Tết, qua đó khiến số dư trên thị trường này tăng lên tới hơn 145 nghìn tỷ đồng, NHNN đã tiến hành hút ròng liên tục sau đó, đưa số dư về mức 11,9 nghìn tỷ đồng. Bên cạnh đó, trên thị trường liên ngân hàng và thị trường trái phiếu, lãi suất liên ngân hàng và lãi suất trái phiếu Kho bạc Nhà nước liên tục giảm xuống trong hai tháng đầu năm. Cụ thể, mức lãi suất cho vay nội tệ qua đêm trên thị trường liên ngân hàng đã giảm từ mức 15% - 16%/năm vào thời điểm cuối năm 2011 xuống mức xấp xỉ 12%/năm vào cuối tháng 2/2012. Lãi suất trái phiếu Kho bạc Nhà nước kì hạn 3 năm và 5 năm đã giảm từ mức trên 12%/năm được duy trì trong suốt năm 2011, về quanh mức 11%/năm trong tuần đầu của tháng 3/2012. Đây chính là những tín hiệu cho thấy việc giảm lãi suất huy động xuống mức 13% là có cơ sở thực tiễn.



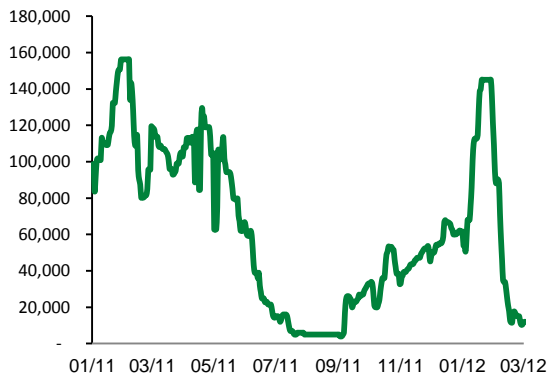
Biểu đồ 1: CPI (y-o-y và m-o-m)



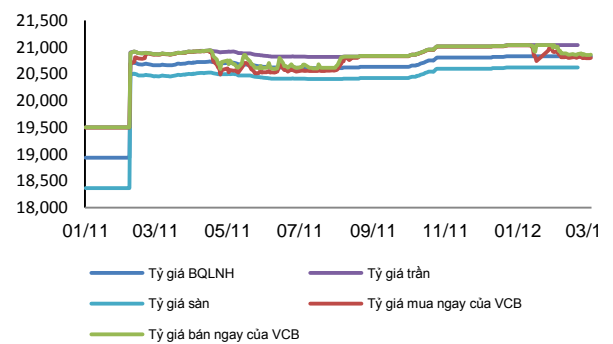
Biểu đồ 2: CPI theo nhóm hàng (m-o-m)



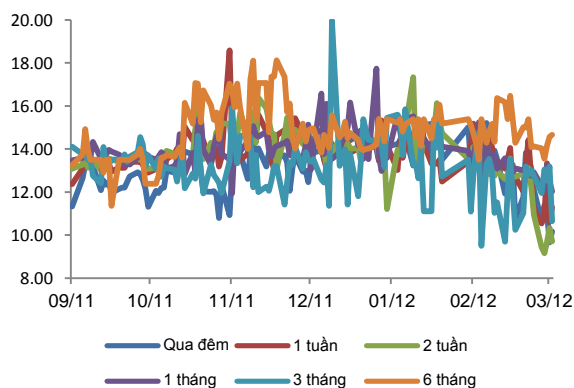
Biểu đồ 3: Số dư trên thị trường mở (tỷ VND)



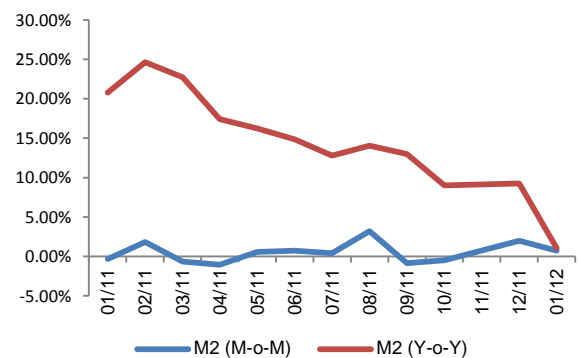
Biểu đồ 4: Tỷ giá USD/VND



Biểu đồ 5: Lãi suất liên ngân hàng VND các kỳ hạn (%)



Biểu đồ 6: Tăng trưởng cung tiền M2 (%)



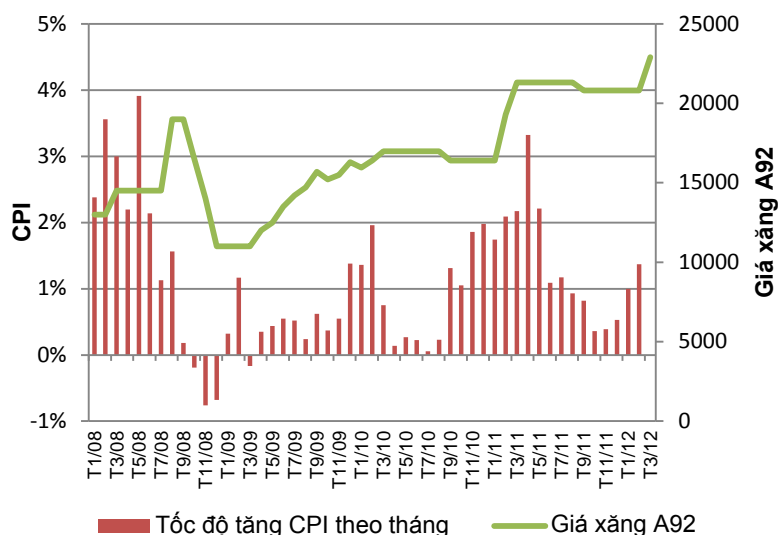
(Nguồn: Ceic, VCBS thống kê)



Tuy nhiên, việc tăng giá xăng dầu cũng như giá gas trong thời gian vừa qua đang tạo ra sức ép lên mục tiêu kiềm chế lạm phát và lên nỗ lực giảm chi phí vốn cho nền kinh tế của Chính phủ. Về giá gas, trong vòng 2 tháng đầu năm, gas đã được tăng giá 3 lần với mức tăng khoảng 100.000 đồng/bình (tương đương tăng khoảng 40%), sau đó đã giảm khoảng 16.000 đồng/bình khi Bộ Tài chính giảm thuế nhập khẩu gas về 0%. Trong khi đó, giá xăng được chính thức tăng 10% từ ngày 07/03 lên 22.900 đồng/lít. Việc điều chỉnh giá gas và giá xăng theo diễn biến giá quốc tế không chỉ làm tăng chi phí của các hộ gia đình mà còn làm cho chi phí vận tải cũng như đầu vào của một số ngành sản xuất dịch vụ sẽ tăng lên và gián tiếp đẩy mặt bằng giá cả các hàng hóa khác tăng theo.

Bảng 1: Mức tăng giá xăng dầu trong hai năm 2011-2012

Mặt hàng	Đơn vị tính	Giá cũ	Giá mới 07/03/2012	Thay đổi	
				VND	%
Xăng A92	VND/lít	20.800	22.900	2.100	10,09
Dầu Diesel	VND/lít	20.400	21.400	1.000	4,9
Dầu hỏa	VND/lít	20.200	20.800	600	2,97
Dầu mazut	VND/kg	16.800	18.800	2.000	11,9

Biểu đồ 7: Diễn biến giá xăng A92 và chỉ số giá tiêu dùng

(Nguồn: Tổng cục Thống kê và VCBS)

Nhận định và dự báo

Theo nguồn tin riêng của chúng tôi, trong 2 tháng đầu năm 2012, Ngân hàng Nhà nước đã mua ròng vào khoảng 2,5 tỷ USD, tương đương 52 nghìn tỷ đồng. Qua đó, theo ước lượng của chúng tôi, dự trữ ngoại hối của Việt Nam hiện nay đã tăng lên khoảng 15 tỷ USD. Cũng theo một nguồn tin cậy của chúng tôi, một số tổ chức nước ngoài đã chào cho vay ngoại tệ đối với một số ngân hàng thương mại lớn trong nước với yêu cầu tài sản đảm bảo là trái phiếu Chính phủ. Điều này cho thấy, ở thời điểm hiện tại, kì vọng về tỷ giá USD/VND trong năm 2012 là khá ổn định.

Kinh nghiệm từ các nước tiến hành đổi mới nền kinh tế cho thấy rằng ổn định hóa tài chính đóng vai trò rất quan trọng trong sự thành công của quá trình chuyển đổi. Cụ thể, đó là khả năng kiểm soát được sự mở rộng của tiền tệ. Bên cạnh đó, tự do hóa giá cả, thúc đẩy tốc độ tiệm cận của hệ thống các quy định tài chính theo tiêu chuẩn của các nước tiên tiến cũng là những điều kiện cần thiết.

Dưới góc nhìn toàn cục, chúng tôi cho rằng sau giai đoạn thực hiện mở rộng tiền tệ dưới nhiệm kì của Thống đốc Nguyễn Văn Giàu, chính sách thắt chặt tiền tệ hiện hành của Thống đốc mới Nguyễn Văn Bình một mặt ngăn chặn tình hình lạm phát phi mã, đảm bảo sức mua của đồng nội tệ, nhưng mặt khác đang khiến giới doanh nghiệp gặp rất nhiều khó khăn, lợi ích của họ được đánh đổi vì lợi ích của đại bộ phận dân chúng. Không gian các lựa chọn chính sách đã bị thu hẹp bởi sự tăng trưởng theo chiều rộng được duy trì quá lâu. Tái cấu trúc nền kinh tế qua các giải pháp tái cơ cấu hệ thống ngân hàng, tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước, tăng hiệu quả đầu tư công, minh bạch và đơn giản hóa thủ tục hành chính, về bản chất sẽ giúp nâng cao sản lượng tiềm năng, cải thiện tổng cung, trong khi tổng cầu luôn có xu hướng tăng với tốc độ cao như đặc trưng của một nền kinh tế mới nổi. Ngay cả khi duy trì các chính sách thắt chặt và kiểm soát tốt tỷ giá, rủi ro lạm phát vẫn còn cao khi những áp lực từ yêu cầu về tự do hóa giá cả theo tín hiệu thị trường ngày càng lớn, chưa kể đến các cú sốc cung khó dự đoán về thiên tai, giá lương thực và hàng hóa năng lượng thế giới. Động thái giảm các mức lãi suất điều hành và trần lãi suất tiền gửi nội tệ vừa qua, theo chúng tôi, mang nhiều tính chính trị, nhằm giảm áp lực từ cộng đồng doanh nghiệp lên Chính phủ. Chúng tôi nhận định rằng mặt bằng lãi suất khó có thể giảm nhanh và sâu. Có thể quan sát thấy đà giảm của lãi suất trúng thầu trên thị trường trái phiếu Chính phủ đang chịu ma sát lớn dần. Bên cạnh đó, ngoài sức ép từ giới doanh nghiệp qua Chính phủ về mặt bằng lãi suất cho vay, Ngân hàng Nhà nước cũng đang chịu sức ép từ việc phải giải quyết vấn đề



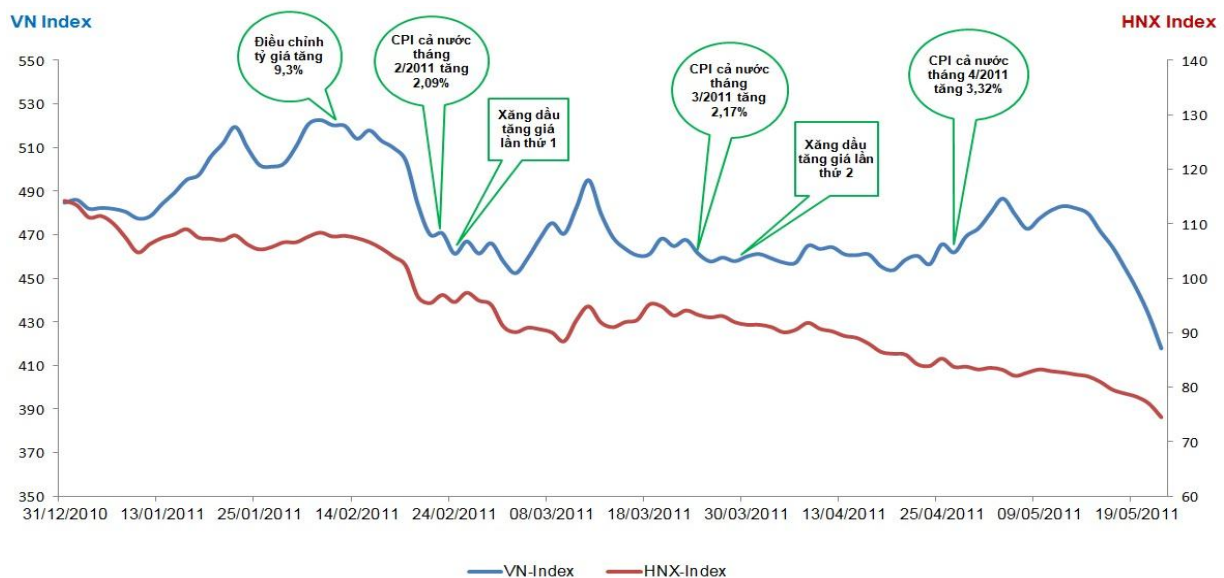
thanh khoản của các ngân hàng nhỏ nhưng đảm bảo tránh đổ vỡ. Theo nguồn tin của chúng tôi, trong một diễn biến mới nhất, ngân hàng Đại Tín (TrustBank) đang có kế hoạch hợp nhất với ngân hàng Đại Dương (OceanBank).

Về cơ bản, nội tại nền kinh tế vẫn tiềm ẩn nhiều rủi ro từ tác động của lạm phát. Những rủi ro này sẽ càng lớn nếu các chính sách thận trọng không được kiên trì hiện thực hóa, trong bối cảnh niềm tin của dân chúng vốn đã giảm sút trước tình trạng lạm phát dai dẳng và sự mất giá liên tục của đồng nội tệ trong những năm vừa qua. Theo lý thuyết lạm phát hiện đại, kì vọng của dân chúng đóng một vai trò quan trọng trong việc hình thành lạm phát thực tế. Chúng tôi nhận thấy rằng, những động thái gần đây của Chính phủ đã thực sự quan tâm đến yếu tố này trong việc thiết kế và thực thi chính sách. Nhờ đó, tình hình kinh tế vĩ mô từ quý 3 năm 2011 đến nay đã có nhiều chuyển biến tích cực nhờ những biện pháp ổn định hóa mạnh tay của Chính phủ. Xét trên tổng thể, kì vọng của dân chúng về vấn đề lạm phát và tỷ giá đã hình thành tương đối ổn định.

Trong thời gian tới, diễn biến của lạm phát là cơ sở cho các động thái chính sách mới, và sẽ tiếp tục là tâm điểm của nền kinh tế vĩ mô của cho đến khi Chính phủ có thể chuyển sang điều hành tổng cầu và tổng cung theo chính sách lạm phát mục tiêu. Theo tính toán mới nhất của chúng tôi, nếu không có những động tác “phân bổ” mức tăng giá trong việc tính toán và công bố chỉ số giá tiêu dùng (CPI) của Tổng cục thống kê, lạm phát tháng 3 có thể sẽ lên tới 1,36%.

Thị trường chứng khoán là nơi phản ánh kỳ vọng và khi kỳ vọng thay đổi thì thị trường cũng sẽ thay đổi theo. Áp lực điều chỉnh của thị trường sau đợt tăng nóng, kéo dài khoảng 2 tháng, vốn đã không nhỏ lại càng lớn hơn khi giá xăng dầu được bất ngờ điều chỉnh tăng đáng kể từ ngày 07/03. Như phân tích ở phần trên, việc này chắc chắn sẽ tạo áp lực lớn lên việc kiểm soát và ổn định lạm phát trong tháng 3 và một vài tháng sau đó. Hơn thế nữa, áp lực này còn tiếp tục nhân thêm khi bắt đầu từ ngày 13/03, mặt bằng lãi suất được hạ xuống, theo như khẳng định trước đó của NHNN. Như vậy, điều này sẽ tác động xấu lên thị trường chứng khoán, khi lạm phát có thể sẽ tăng lên thì điều này đồng nghĩa với khả năng mặt bằng lãi suất còn tiếp tục giảm trong năm 2012 sẽ thấp đi, trái với kỳ vọng tích cực trước đó của các nhà đầu tư. Nhìn lại thời điểm đầu năm 2011, sau đợt điều chỉnh tỷ giá kết hợp với hai đợt tăng giá xăng dầu, mức tăng CPI của tháng 2 và 3 đều vượt 2% và lên đến đỉnh điểm vào tháng 4 với con số 3,32%, theo đó VN Index đã sụt giảm hơn 25% còn HNX Index thì lao dốc đến 36%.

Biểu đồ 8: Diễn biến của HNX và VN Index sau hai đợt tăng giá xăng dầu năm 2011



(Nguồn: VCBS tổng hợp)

Có thể nói rằng, chuỗi tăng giá khá mạnh trên thị trường cổ phiếu vừa qua đã tích hợp thông tin về đợt giảm lãi suất 1%. Khi áp lực điều chỉnh vẫn còn hiện diện trên thị trường thì điều này đồng thời cũng tồn tại những cơ hội. Nhà đầu tư có thể tiếp tục hướng về một viễn cảnh lạc quan nhưng cần duy trì thái độ thận trọng trong các quyết định giải ngân và theo dõi sát những nhân tố tác động cũng như diễn biến của giá cả tiêu dùng. Lưu ý rằng, dựa trên nền tảng các lý thuyết kinh tế-tài chính hiện đại, kết hợp với các biện pháp truyền thông, Chính phủ đang trong quá trình điều chỉnh và định hướng kì vọng của dân chúng đối với các đại lượng kinh tế vĩ mô. Đây là cách làm đúng hướng nếu các thông tin được công bố là chân thực và minh bạch.



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

Bộ phận nghiên cứu Thị trường và Kinh tế vĩ mô:

Vương Minh Giang
(vmgiang.vCBS@vCBS.com)

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

Phạm Thùy Linh
(ptlinh_pt@vCBS.com.vn)

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